

القيود المالية وأثرها على استثمارات الشركات الجزائرية

دراسة تطبيقية على عينة من الشركات الجزائرية خلال الفترة (2012-2017)

Financial constraints and their impact on the investments of Algerian companies applied study on a sample of Algerian companies during the period (2012-2017)

حلوة لقمان^{1*}، عبد الغفور دادن²

¹ خبير التمويل، مالية المؤسسة ومالية الأسواق، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة ورقلة (الجزائر)

(lokmane.haloua @univ-ouargla.dz)

² خبير التمويل، مالية المؤسسة ومالية الأسواق، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة ورقلة (الجزائر)

(dadeneabdeghafour@gmail.com)

تاريخ الاستلام: 2020/11/23؛ تاريخ المراجعة: 2020/12/10؛ تاريخ القبول: 2021/03/21

ملخص : هدفت الورقة إلى إختبار تعرض الشركات الجزائرية للقيود المالية من خلال دراسة حساسية الاستثمارات للتمويل الداخلي على عينة تتكون من 77 شركة في الفترة (2012-2017) باستخدام طريقة العزوم المعممة GMM لتقدير النموذج. وقد خلصت الدراسة إلى أن الشركات الجزائرية تواجه قيودا مالية تترجمها حساسية الاستثمار لتوافر التمويل الداخلي، كما أن الشركات الأكبر والأقدم تواجه حساسية أعلى مقارنة بالشركات الأصغر والأحدث.
الكلمات المفتاح : قيود مالية ؛ حساسية ؛ تمويل داخلي ؛ استثمار.
تصنيف JEL : G31 ؛ G32.

Abstract: The paper aimed to test the exposure of Algerian companies to financial constraints by studying the sensitivity of investment to internal financing on a sample of 77 companies in the period (2012-2017), using the GMM method for estimating the model. The study concluded that Algerian companies face financial constraints, which translate into the sensitivity of investment to the availability of self-financing. Also, larger and older companies face higher sensitivity compared to smaller and newer companies.

Keywords: financial constraints ; sensitivity ; Internal financing ; investment.

Jel Classification Codes : G31 ; G32.

* لقمان حلوة lokmane.haloua @univ-ouargla.dz

I- تمهيد :

يرتبط النمو الاقتصادي للدول بمعدلات النمو في المؤسسات الاقتصادية التي تساهم في الناتج المحلي الإجمالي والقيمة المضافة، ولهذا فإن سعي المؤسسات من أجل التوسع الاستثماري سيكون له تأثير مباشر على مستويات النمو الاقتصادي، ولما كان نمو المؤسسات مرتبطاً أساساً بالتمويل وفي ظل تنوع البدائل التمويلية للمؤسسات الاقتصادية، فإن المؤسسات لها حرية المفاضلة بين هذه البدائل بما يسمح لها بتحقيق الأهداف المسطرة بأقل التكاليف الممكنة. ووفقاً لما جاءت به نظرية الالتقاط التدريجي لمصادر التمويل فإن المؤسسة تعتمد في المقام الأول على مواردها الداخلية لتمويل استثماراتها المستقبلية، أما في حالة محدودية هذه الموارد فإن المؤسسة تلجأ لموارد التمويل الخارجية. وقد أخذ موضوع القيود المالية وأثرها على الاستثمار مكانة هامة ضمن مواضيع مالية المؤسسة ضمن العقدين الماضيين، إذ يعتبر امتداداً للدراسات الحديثة حول هياكل التمويل والتي ظهرت بواردها من خلال نظرية مودغلياني وميلر 1958، وما تبعها من انتقادات تعلق بعدم صحة فرضية الكفاءة الكاملة للسوق ووجود تكاليف للوكالة وعدم تماثل للمعلومات وصولاً إلى نظرية الالتقاط التدريجي لمصادر التمويل، إذ حاولت الدراسات المتعلقة بالقيود المالية الوصول إلى طريقة لتمييز الشركات المقيدة وغير المقيدة بالإضافة إلى دراسة أثر قيود التمويل الناجمة عن التباين في تكلفة التمويل الخارجي والتمويل الداخلي على قدرة الشركات على الوصول إلى مصادر التمويل المختلفة وكيف يؤثر ذلك على مستويات الاستثمار والنمو.

يعاب على البيئة المالية الجزائرية تخلف النظامين المصرفي والمالي، وهو ما يتجلى بوضوح في صعوبة الحصول على القروض البنكية اللازمة لتمويل المؤسسات في ظروف ملائمة، وكذا العزوف عن الدخول إلى بورصة الجزائر للعديد من الاعتبارات، الأمر الذي يؤدي إلى صعوبة اتخاذ القرارات الاستثمارية ما ينعكس سلباً على نمو الشركات ومن ثم على مستويات النمو الإجمالية.

وتماشياً مع ما سبق ذكره، فإننا نسعى من خلال هذه الدراسة إلى بحث الإشكالية التالية:

ما مدى تأثير القيود المالية على السلوك الاستثماري للشركات الجزائرية خلال الفترة 2012-2017؟

وللإجابة على هذه الإشكالية نطلق من الفرضيات التالية:

- تواجه الشركات الجزائرية بشكل عام قيوداً مالية تحتم عليها الاعتماد بشكل كبير على الموارد الداخلية لتمويل استثماراتها.
- تعد الشركات الكبيرة أقل عرضة للقيود المالية لما تتميز به من خصائص تمنحها القدرة على الوصول لموارد التمويل الخارجي بسهولة.
- إن الشركات الصغيرة والحديثة النشأة تواجه صعوبة في الوصول لموارد التمويل الخارجي مما يحد من نمو استثماراتها.
- تتجلى أهمية البحث في كونه يختبر حساسية الاستثمار للتمويل الداخلي لدى الشركات الجزائرية، وكذا تصنيفها ودراسة مدى اعتمادها على موارد التمويل الداخلي لتعزيز نموها.

I.1- الدراسات السابقة : نستعرض فيما يلي أهم الدراسات السابقة التي تناولت موضوع قيود التمويل وعلاقتها بالسلوك الاستثماري، الموضوع الذي عرف تجاذبات ووجهات نظر متباينة بين الباحثين.

- **دراسة (Fazzari, Hubbard, Petersen (1988):** تعتبر الدراسة الأولى التي اهتمت بالموضوع بشكل مباشر، درس من خلالها الباحثون تأثير القيود التمويلية على القرار الاستثماري استكمالاً لدراسات الهيكل المالي التي درست العلاقة بين قيمة المؤسسة وهيكل التمويل، ولأجل دراسة الموضوع تم اختيار عينة مكونة من 442 شركة أمريكية مسجلة، حيث اعتمد الباحثون التصنيف المسبق للشركات على أساس سياسة توزيع الأرباح، صنفت الشركات ذات التوزيع المنخفض على أنها شركات مقيدة، وفسر ذلك على أن هذه الشركات إنما لجأت إلى حجز جزء معتبر من أرباحها للاعتماد عليها في تمويل الفرص الاستثمارية المستقبلية كونها تعجز عن الحصول على التمويل الخارجي في ظروف ملائمة، في حين أن الشركات غير المقيدة تقوم بتوزيع الأرباح دون أن تخشى العقبات في تمويل مشاريعها المستقبلية، إذ تتمتع بقدرة على الوصول على التمويل الخارجي في ظروف ملائمة. وبدراسة حساسية الاستثمار للتمويل الداخلي مع إدراج معامل q (Tobin q) ضمن معادلة الاستثمار للتنبؤ بالفرص الاستثمارية المستقبلية؛ توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

- تمييز الشركات المقيدة بأنها صغيرة الحجم، حديثة النشأة، ذات توزيع منخفض، سنداها غير مصنفة، حجم الضمانات (الأصول الثابتة) منخفض.

- الشركات المقيدة لها حساسية استثمار موجبة ومرتفعة نحو التمويل الداخلي، وهو ما يعني أن القرار الاستثماري يرتبط ارتباطا وثيقا بمدى توافر التمويل الداخلي عكس الشركات غير المقيدة التي لا تتأثر قراراتها الاستثمارية بمدى توافر الأموال الداخلية.

- دراسة (1994) Bond, Meghir²: هدفت الورقة للإجابة على التساؤل التالي: "ما مدى تأثير الإنفاق الاستثماري بتوافر التمويل الداخلي في ظل مواجهة الشركات لصعوبات في الوصول إلى موارد التمويل الداخلي؟"، وقد شملت عينة الدراسة 626 شركة بريطانية في الفترة الممتدة 1971-1986، ومن أجل تجاوز الانتقادات الموجهة لاستخدام نسبة (Tobin q) من أنها محدودة في التنبؤ بالفرص الاستثمارية المستقبلية، استخدم الباحثان معادلة (Euler equation) في نموذج الاستثمار، وتم التوصل إلى نتيجة مفادها تأثير الإنفاق الاستثماري بتوافر التمويل الداخلي.

- دراسة (1997) Kaplan, Zingales³: تعد أول دراسة وجهت انتقادات مباشرة لدراسة FHP (1988) فاتحة مجالا للنقاش حول الموضوع، حيث أعاد الباحثان اختبار عينة مكونة من 49 شركة أمريكية التي صنفت كشركات مقيدة في دراسة FHP في الفترة الزمنية 1970-1984 من أجل إثبات أن النتائج المتوصل إليها في الدراسة السابقة غير سليمة ولا وجود لتأسيس نظري حول العلاقة الرتيبة بين ارتفاع حساسية الاستثمار لتوافر التمويل الداخلي ودرجة التقييد المالي، صنف الباحثان العينة إلى 05 أصناف بالمرج بين متغيرات نوعية وأخرى كمية إلى شركات غير مقيدة، شركات يمكن أن تكون غير مقيدة، شركات قد تكون مقيدة، شركات مرجح بشدة أنها مقيدة، شركات مقيدة وتوصل إلى نتيجة معاكسة تماما حول العلاقة بين التمويل الداخلي والاستثمار وعدم صلاحية حساسية الاستثمار المرتفعة لتوافر التمويل الداخلي كمعيار للحكم على وجود ودرجة القيود المالية.

- دراسة (2009) Hovakimian⁴: هدفت الدراسة إلى اختبار محددات حساسية الاستثمار للتمويل الداخلي دون التصنيف القبلي للشركات على أساس مقيدة وغير مقيدة، تمت الدراسة على عينة من الشركات الأمريكية قدرت بـ 3445 في الفترة 1985-2004، حيث قام الباحث بتصنيف الشركات وفق مستوى الحساسية إلى شركات ذات حساسية مرتفعة، شركات ذات حساسية منخفضة، شركات ذات حساسية سالبة، ثم اختبر مجموعة من الخصائص المرتبطة بالتمويل الداخلي وفرص النمو والتي تعكس تعرض المؤسسة للقيود المالية، وتوصل إلى أن: حساسية الاستثمار للتمويل الداخلي غير رتيبة؛ الشركات ذات الحساسية السالبة شركات مقيدة مالية مقارنة بالشركات ذات الحساسية الموجبة؛ الشركات ذات الحساسية السالبة تتميز بأنها ذات حجم صغير وحديثة النشأة مع معدل توزيع منخفض للأرباح، بالإضافة إلى فرص نمو مرتفعة، وحجم تمويل داخلي منخفض، أي أنها شركات مقيدة وفق تصنيف FHP عكس الشركات ذات الحساسية الموجبة.

أرجع الباحث سبب العلاقة السلبية بين الاستثمار والتمويل الداخلي إلى السلوك المتباين لكل من الإنفاق الاستثماري وموارد التمويل الداخلي من جهة، وفرص النمو من جهة أخرى خلال دورة حياة الشركات.

- دراسة (2008) Guariglia⁵: عالجت الدراسة عينة مكونة من 24184 شركة بريطانية في الفترة 1993-2003 لدراسة مدى اختلاف حساسية الاستثمار للتمويل الداخلي في الشركات التي تواجه درجات مختلفة من قيود التمويل الداخلية بدلالة الموارد الداخلية ومعدل التغطية (توافر التمويل الداخلي) وقيود التمويل الخارجية بدلالة الحجم والعمر (الوصول إلى التمويل الخارجي)، تشير النتائج إلى أنه عندما يتم تقسيم العينة على أساس مستوى الموارد الداخلية المتاحة للشركات، فإن العلاقة بين الاستثمار والأموال الداخلية تكون على شكل حرف U، حيث تتباين مستويات الحساسية وفقا لنوع القيد.

- دراسة (2012) Firth et Al⁶: هدفت الدراسة لاختبار العلاقة بين الاستثمار والتمويل الداخلي لعينة من الشركات الصينية بلغ عددها 650 شركة في الفترة 1999-2008 وتوصلت إلى أن العلاقة بين الاستثمار والتمويل الداخلي تأخذ الشكل U حيث يرتفع الاستثمار بارتفاع التمويل الداخلي عندما يكون مستوى موارد التمويل الداخلي مرتفع، وينخفض الاستثمار رغم الارتفاع في التمويل الداخلي في حالة المستوى السالب لموارد التمويل الداخلي.

- المنحنى على شكل U يكون أكثر حدة لدى الشركات العمومية مقارنة بالشركات الخاصة.

- الاختلاف في شدة الانحدار مرتبط بالشركات التي لها فرص استثمارية قليلة، وتفسر هذه الحدة أن الحكومة تحث الشركات العمومية على الاستثمار رغم ضآلة الفرص الاستثمارية، وذلك من أجل تحقيق أهداف اجتماعية.

- دراسة (2015) Garcia, Mira⁷: اختبر الباحثان حساسية النقدية لتوافر التمويل الداخلي من أجل فهم سلوك الشركات، تمت الدراسة على عينة من الشركات الإسبانية قدر عددها 1989 شركة في الفترة 1996-2010 بمجموع 15773 مشاهدة، معتمدا في دراسته على التصنيف القبلي للشركات، 14512 شركة غير مسعرة تصنف على أنها مقيدة و 1261 شركة مسعرة مصنفة على أنها غير مقيدة توصل إلى نتيجة مفادها أن الشركات غير المدرجة تواجه صعوبات حمة في الوصول لموارد التمويل الخارجية مقارنة بالشركات المدرجة، ونتيجة لذلك تميل إلى الاحتفاظ بنقدية عالية من الأرباح المحققة لتنفيذ الاستثمارات المستقبلية وكذا تجاوز المخاطر المرتبطة بالتخلف عن السداد، في حين أن الشركات غير المدرجة لا تظهر سلوكا مشابها كونها تعتقد أنها في مأمن من المخاطر المالية المستقبلية.

- دراسة (2014) Ben Ayed, Zouari⁸: هدفت الدراسة إلى اختبار تأثير القيود التمويلية على أنشطة البحث والتطوير على عينة من الشركات التونسية تقدر بـ 117 شركة في الفترة 2007-2009 وقد أظهرت النتائج وجود أثر إيجابي لحساسية الأنشطة الابتكارية لتوافر التمويل الداخلي ووجود صعوبات في التمويل مما يحذر من الابتكار لدى الشركات، كما أن الشركات التي تقوم بالبحث والتطوير أكثر حساسية للموارد الداخلية وبالتالي فهي أكثر تقييدا في استخدامها للتمويل الخارجي، ويعود هذا إلى الخصوصية وعدم اليقين المرتبط بهذا النوع من النشاط مما يجعل التمويل المصرفي أكثر صعوبة، ويظهر بوضوح التأثير السلبي للاستدانة على الاستثمار في الأنشطة الابتكارية وأن الدين ليس وسيلة تمويل تتكيف مع خصائص هذه الشركات.

2.I - مفهوم القيود المالية :

إن التباين في وجهات النظر حول القيود المالية خلق مفاهيم متنوعة حول القيود التمويلية، فيضع (1995) Kaplan, Zingales هذا المفهوم : "تعتبر الشركة مقيدة مالياً إذا كانت تكلفه توافر الأموال الخارجية تمنع الشركة من استثمار ما كانت ستختاره لو توفرت أموال داخلية"⁹. وعلاوة على ذلك ، أضاف (1997) Kaplan, Zingales "تعتبر الشركة مقيدة مالياً بقدر ما يتزايد الود (دلالة على التباين) بين تكاليف التمويل الداخلي والخارجي، وانطلاقاً من هذا المفهوم فإنه يمكن تصنيف جميع الشركات على أنها مقيدة، حيث أن عمولة صغيرة ترفع من تكلفة التمويل الخارجي، كافية لوضع الشركة ضمن فئة الشركات المقيدة، ومع ذلك يوفر هذا المفهوم إطاراً مفيداً لتمييز الشركات الأكثر تقييداً من خلال حجم الفجوة بين تكلفة التمويل الداخلي والخارجي"¹⁰.

وهناك تعريف آخر قدمه (2001) Lamont et Al يصف القيود المالية بأنها احتكاكات تمنع الشركة من تمويل جميع الاستثمارات المرغوبة". قد تنشأ هذه القيود المالية بسبب قيود الائتمان أو عدم القدرة على الاقتراض، عدم القدرة على إصدار أسهم، الإلتزام بقروض مصرفية قديمة، أو عدم القدرة على التسييل للسلس للأصول من خلال التنازل عن جزء منها. كما أوضحنا أن مفهوم القيود المالية لا يشير إلى التعثر أو الإفلاس لكن يبقى على علاقة بهما¹¹.

ووفق (1988) FHP وبناء على ما تم التوصل إليه من نتائج فإن الشركات المقيدة مالياً تظهر حساسية عالية للاستثمار تجاه توافر التمويل الداخلي كنتيجة للتباين بين تكلفة التمويل الداخلي والخارجي¹، بينما يرى (2003) Alti أن الشركات التي تتمتع بالقدرة المطلقة على الوصول إلى موارد التمويل الخارجي لا تصنف ضمن الشركات المقيدة، وبالتالي فهي غير ملزمة باتخاذ تدابير وقائية من أجل تغطية احتياجاتها المستقبلية ولا يكتسي تسيير السيولة لديها أهمية كبيرة بالمقارنة مع الشركات في الحالة العكسية التي تعاني فيها الشركات من احتكاكات مالية أين يصبح تسيير السيولة حجر الأساس في رسم سياسات الشركة¹².

وعرف (1998) Guisso الشركات المقيدة بأنها كل شركة لديها الرغبة في الحصول على قدر كبير من القروض وفق معدلات الفائدة السائدة في السوق لكنها لا تتمكن من ذلك...علاوة على ذلك فإن الإنتاجية الحدية لرأس مال الشركة المقيدة تتجاوز معدل الفائدة على القروض، ومن ثم فإن الشركة التي لها قيود على الائتمان لها استعداد لدفع سعر فائدة أعلى قليلاً من أجل الحصول على قدر أكبر من القروض¹³. أما بالنسبة (2003) Korajczyk فهي الشركات التي لا تملك القدر الكافي من النقدية اللازمة لإقتناص الفرص الإستثمارية، كما أنها تواجه تكاليف وكالة مرتفعة عند الولوج للأسواق المالية¹⁴.

أما (2008) Savignac فإنه يرى أن الشركات التي تواجه قيوداً مالية على مشاريعها الإبداعية والابتكارية أجلت أو تخلت أو تأخرت في إطلاق مشاريعها لواحد من هذه الأسباب على الأقل: عدم وجود مصدر تمويل، تباطؤ في توفير التمويل، أسعار فائدة مرتفعة جداً للتمويل¹⁵.

إن القيود المالية فكرة مجردة إلى حد ما لأنه لا يمكن ملاحظتها بشكل مباشر، وبالتالي فإنه من الصعب التوصل إلى تعريف واضح ودقيق، وهو ما يلاحظ بوضوح من خلال غياب الإجماع في الأدبيات حول مفهوم موحد للقيود المالية. لكن من خلال المفاهيم السابقة يمكننا تعريف القيود المالية بأنها عدم قدرة الشركة على توفير المبالغ الضرورية (بسبب محدودية التمويل الداخلي ونقص التمويل الخارجي)، بتكاليف مقبولة، من أجل تمويل استثماراتها ونموها.

I.3- العوامل المؤثرة في مستوى القيود المالية:

تواجه الشركات مجموعة من العوامل تؤثر على وضعيتها وكذا تعرضها لقيود التمويل، هاته العوامل منها ما يرتبط بخصائص الشركات ومنها هو نتاج للبيئة التي تنشط فيها الشركة.

I.3.1- تأثيرات خصائص الشركات: إن الفكرة الجوهرية لتأثير خصائص الشركات على مستوى القيود المالية تتمحور أساسا حول الخصائص ذات التأثير المباشر على حدة عدم تماثل المعلومات بين المسيرين والمستثمرين بالإضافة إلى تكاليف الوكالة، وبالتالي على التباين بين تكلفتي التمويل الداخلي والخارجي. فعلى سبيل المثال أشارت العديد من الأدبيات النظرية إلى أن الشركات صغيرة الحجم وحديثة النشأة تكون أكثر عرضة لعدم تماثل المعلومات كونها مجهولة لدى المستثمرين والمقرضين المحتملين الذين يصعب عليهم التنبؤ بالمخاطر المحتملة، ما يجعل هذه الشركات تنال درجات تصنيف ائتماني متدنية وهو ما يؤثر على قدرتها على الوصول لموارد التمويل الخارجي لتعزيز نموها وزيادة استثماراتها¹⁶، حيث أشار Harhoff (1997) إلى أن استثمارات الشركات الصغيرة أشد حساسية لتوافر التمويل الداخلي وهو ما اعتبره مؤشرا على شدة القيود التمويلية عليها¹⁷؛ نفس النتيجة توصل إليها Beck et Al (2006) والتي مفادها أن الشركات الأقدم والأكبر حجما تواجه قيود تمويل أقل¹⁸، ورغم أن Kadapakkam et Al (1998) توصلوا إلى نتيجة مغايرة، حيث أوضحوا أن الشركات الصغيرة أقل حساسية لتوافر التمويل الداخلي والعكس بالنسبة للشركات الكبيرة، إلا أن تفسيرهم يعكس شدة القيود التي تتعرض لها الشركات صغيرة الحجم مقارنة بالشركات الكبيرة، إذ تتميز الشركات كبيرة الحجم بمرونة في اتخاذ القرار الاستثماري أو تأجيله لحين توافر الموارد الداخلية وكذا بتنوع منتجاتها وخدماتها بشكل يسمح لها بالتكيف مع الصدمات والتغيرات، في حين أن الشركات الصغيرة تكون مجبرة على اللجوء للتمويل الخارجي رغم ارتفاع تكلفته تجنباً لخطر الخروج من السوق¹⁹. نفس النتائج المرتبطة بحجم الشركات يمكن تعميمها على عمر الشركات وهو ما أثبتته دراسات مختلفة²⁰.

في دراسته استخدم CLEARY (1999) الجدارة الائتمانية كمعيار لتصنيف الشركات وقد توصل إلى أن الشركات ذات الجدارة الائتمانية الجيدة تدفع سعر فائدة على القروض أقل، كما أنها أقل تقييدا ماليا مقارنة بالشركات ذات الجدارة الائتمانية المنخفضة، ومع ذلك فهي ذات حساسية مرتفعة لتوافر التمويل الداخلي، وقد فسر الباحث ذلك بسلوكات المسيرين الذين يبالغون في الانفاق على الاستثمارات من أجل توفير التدفقات النقدية الحرة²¹.

تؤثر خصائص ملكية الشركة على مستوى حساسية الاستثمارات لتوافر التمويل الداخلي حيث أن أشار Georgen, Renneboog (2001) أن تركز أسهم الشركة لدى شريحة من الحملة يساهم في تلافي قيود السيولة، إذ يخفض تركز الأسهم من حالة عدم تماثل المعلومات ويتيح للمساهمين سهولة أكبر في اتخاذ القرارات ومراقبة سلوكيات المسيرين في التوسع الاستثماري غير المجدي ما يخفض من حساسية الاستثمارات لتوافر التمويل الداخلي²²؛ وفي السياق ذاته توصل Attig et Al (2012) إلى أن تكلفة الأسهم تنخفض في وجود مستثمرين مؤسسين يتمتعون بأفاق استثمار طويلة الأجل نظرا لتحسن جودة المعلومات، إذ يساهم وجود هذا النوع من المساهمين في تعزيز الدور الرقابي ومن ثم تقليص مشاكل الوكالة، الأمر الذي يجعل الشركات غير مقيدة في الوصول لموارد التمويل الخارجية²³، وبنفس الشكل أوضح Andres (2011) أن استثمارات الشركات العائلية حساسة بشكل منخفض تجاه توافر التمويل الداخلي، وبشكل خاص في حالة تسيير الشركات من طرف العائلة ما يقلل من تكاليف الوكالة، كما تشكل الرقابة العائلية آلية للحكومة تساهم في تقليل عدم تماثل المعلومات مع موردي التمويل ورفع القيود على التمويل الخارجي²⁴؛ ومن زاوية أخرى، تلعب الممارسات الإدارية عالية الجودة دورا هاما في التقليل من حساسية الاستثمارات لتوافر التمويل الداخلي من خلال تأثيرها على احتكاكات التمويل ومن ثم على مستوى القيود التمويلية.

كما يلاحظ أن الشركات القطاع العام لا تواجه صعوبة في الوصول للموارد الخارجية، فبالإضافة للإعانات الحكومية، تفرض البنوك قيوداً أقل على الإقراض للشركات التي تتمتع بمستوى عالٍ من ملكية الدولة في رؤوس أموالها، خاصة في بيئة تعتمد على قروض البنوك العمومية. قد تؤثر نوعية أصول الشركات على حساسية الاستثمارات للتمويل الداخلي، حيث تتميز الاستثمارات في الشركات ذات الملموسية العالية للأصول بأنها لا تتأثر بالتغيرات في الموارد الداخلية، هذا التأثير يخص الشركات المقيدة مالياً فقط. الأساس النظري وراء هذه العلاقة يعود إلى مضاعف الائتمان حيث أن الشركة يمكن أن تمتد قدرتها على التوسع في الائتمان من خلال الاحتفاظ بأصول أكثر واقعية تدعم تخصيصها كضمانات.

2.3.I- تأثير الأنظمة المالية: تناولت العديد من الدراسات مسألة تأثير النظم المالية على القيود من خلال تأثيرها على إشكاليتي عدم تماثل المعلومات وتكاليف الوكالة وبالتالي على التباين بين تكاليف التمويل الداخلي والخارجي، وينظر للأنظمة المالية من زاويتين، الأولى حول طبيعة النظام المالي واعتماده على التمويل البنكي أو الأسواق المالية، أما الزاوية الثانية فتتمحور حول مدى تطور الأسواق المالية.

تعمل العلاقات البنكية على تسهيل الرقابة البنكية على أنشطة الشركات ما يقلل من عدم تماثل المعلومات الأمر الذي يؤدي في النهاية إلى تخفيض القيود التمويلية على الشركات ذات العلاقات البنكية القوية، وعلى النقيض من ذلك يؤدي عدم تماثل المعلومات في الأسواق المالية إلى فرض علاوات إضافية، ما يصعب الحصول على التمويل الخارجي وفق تكاليف مقبولة؛ حيث أوضح (Baum et Al (2011 أن القيود المالية للشركة يمكن تخفيضها عن طريق هيكل النظام المالي وتطويره، فالشركات في الأنظمة القائمة على البنوك أقل تقييداً من الناحية المالية من الشركات في الدول التي تعتمد على السوق ، مما يؤكد أن الأنظمة المعتمدة على البنوك تخفف العقبات أمام مصادر التمويل الخارجية²⁵؛ وفي دراسة شملت عينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في ألمانيا أوضح (Audretsch , Elston (2002 أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الألمانية تستفيد من طبيعة النظام المالي الألماني المعتمد على البنوك في تجاوز القيود المالية مقارنة بنظيراتها في الدول الأنجلوساكسونية التي تعتمد على الأسواق المالية²⁶، هذه النتيجة أكدها (Bond et Al (2002 في دراسته التي شملت عينة من دول: ألمانيا، بلجيكا، بريطانيا، فرنسا، حيث توصل إلى أن القيود التمويلية غير ظاهرة في بلجيكا، بينما في فرنسا وألمانيا هناك قيود تمويلية لكنها أقل حدة من البيئة البريطانية التي تعتمد على الأسواق المالية²⁷.

يساهم تطور الأسواق المالية في تحسين وصول الشركات إلى التمويل الخارجي لأنه يؤدي إلى تقليل عيوب السوق (عدم تماثل المعلومات، تكاليف الوكالة، تكاليف الصفقات)، ويمكن الاستدلال على التطور من خلال الابتكارات وتنوع الأدوات المالية وارتفاع كفاءة السوق، ومن ثم يمكن توقع أن الشركات العاملة في الدول ذات الأسواق المالية الأقل تطوراً ستكون أكثر عرضة للقيود حيث سيكون هناك قدر مرتفع من الاحتكاكات في السوق، وهو ما يسلط الضوء على الدور الهام الذي يؤديه تطور الأسواق المالية في تذليل عقبة القيود التمويلية.

3.3.I- تأثير الانضمام لمجموعات الأعمال: خلصت بعض الأبحاث إلى أن القيود المالية على استثمارات الشركة يمكن تخفيضها إذا كانت الشركة تنتمي إلى مجمع أعمال، حيث يساهم المجمع في توفير الاحتياجات المالية للشركات ذات العضوية ما يجعلها في غنى عن الموارد الخارجية للتمويل، في هذا السياق أوضح (Hoshi et Al (1991 أن انضمام الشركات اليابانية لمجموعات الأعمال المعروفة بـ KEIRETSU يحسن من مركزها أمام البنوك ويتيح لها سهولة الوصول للقروض المصرفية²، وهي النتيجة نفسها في الحالة الألمانية، إذ استنتج (Gorodnichenko et Al (2009 أن استثمارات الشركات الألمانية ذات العضوية في مجموعات KONZERN - وهي عبارة عن اندماج لعدة شركات تابعة تحت قيادة شركة مهيمنة - أنها تتمتع بحساسية أقل لتوافر التمويل الداخلي مقارنة بالشركات التي ليست لها عضوية في المجموعات، وبالتالي انخفاض قيود التمويل للشركات المتكئة ضمن مجموعات أعمال²⁸.

4.I- قياس القيود المالية للشركات :

تعتبر القيود المالية عنصراً خفياً، إذ لا يمكن الاستدلال عليه بطريقة مباشرة من خلال عناصر الميزانية أو جدول حسابات النتائج، ولهذا فقد تنوعت اجتهادات الباحثين أساساً من أجل تطوير نماذج تسمح بإثبات هذه القيود وقياس حجمها لدى الشركات، وعلى الرغم من اختلاف الطرق والنماذج المتبعة في القياس، إلا أن نموذج القياس الجيد يفترض أنه يأخذ بعين الاعتبار بعض الخصائص المميزة المرتبطة بشكل مباشر بالقيود المالية، والتي يمكن إيجازها في ما يلي:

- القيود المالية ترتبط بخصائص الشركات في حد ذاتها، حيث إن خصائص الشركات مثل الحجم والسن وطبيعة نشاطها (أنشطة إبتكارية على سبيل المثال) تخلق تبايناً في قدرة الشركات على الوصول إلى مصادر التمويل الخارجية.

- القيود المالية تتغير وفق الزمن، فمن الممكن أن تنتقل الشركة من وضع "مقيدة" إلى وضع "غير مقيدة" ومن الممكن أيضاً أن تتدرج في مستويات مختلفة من التقييد المالي.

- لا يمكن الجزم مطلقاً أن شركة ما مقيدة أو غير مقيدة، لكن تتعرض لدرجات متباينة من التقييد، لذا فإن الشركات في فترة زمنية معينة، تتحرك ضمن سلم من درجات التقييد؛ ونورد في ما يلي أهم الأساليب المستخدمة في قياس وتحديد القيود المالية.

يعتبر أسلوب اختبار الحساسية أول المقاربات في دراسة القيود التمويلية، حيث أثبت (FHP (1988 أن الشركات المقيدة تتميز بحساسية استثمار مرتفعة لتوافر التمويل الداخلي ، لكن فندت النتائج التي توصل إليها بواسطة (KZ (1995 والذي أورد انتقادات لاذعة لدراسات سابقه ميثاً أن الشركات غير المقيدة تسجل حساسية استثمار مرتفعة لتوافر التمويل الداخلي ، كما استخدمت دراسات أخرى أساليب حساسية متنوعة، فاستخدم (Almeida et Al (2004 كمعيار للقيود حساسية النقدية للتمويل الداخلي وتوصل إلى ما مفاده أن الشركات المقيدة لديها

حساسية نقدية إلى التدفق النقدي إيجابية عكس الشركات غير المقيدة، وبنفس الأسلوب استخدمت حساسية النمو لتوافر التمويل الداخلي حيث تم إثبات وجود علاقة إيجابية بين التمويل الداخلي والنمو، أي أن الزيادة في موارد التمويل الداخلي تسهل عملية النمو لدى الشركات خاصة الصغيرة منها.

لتجاوز الانتقادات التي وجهت لأسلوب الحساسيات، استخدمت تقارير الشركات السنوية حول أنشطتها والتي تتضمن وضعها المالي والنتائج المحققة والأهداف والاستراتيجيات المسطرة، حيث تجر الشركات المسعرة عادة، في كثير من الدول، على نشر تقارير فصلية أو سنوية من أجل إضفاء مزيد من الشفافية وتعزيز ممارسات الحوكمة، ونظرا لكون هذه التقارير تكون غنية بمعلومات عن الوضع المالي للشركة واحتياجاتها من التمويل الخارجي، فقد اعتمدت بعض الدراسات على تحليل هذه التقارير من أجل تحديد مستوى القيود المالية التي تتعرض لها الشركة. كما تم الاستعانة بالدراسات الاستقصائية من خلال التوجه بأسئلة مباشرة إلى مسيري الشركات أو رؤساء الأقسام المالية التي لها اطلاع حول قدرة المؤسسة على المؤسسة على الوصول إلى التمويل الخارجي، حيث يمكن طرح سؤال مباشر حول القيود المالية، أو مجموعة من الأسئلة يتم الحكم على وضعية المؤسسة من خلال مجموع النقاط المتحصل عليها.

استخدمت الفهارس كبديل من أجل تفادي سلبيات المقاييس المباشرة وغير المباشرة للقيود المالية، حيث تجمع بين أنواع مختلفة من المعلومات والمتغيرات وتوفر أداة تساعد في تحليل قيود الشركات، كما تسمح بمعرفة خصوصية الشركة للقيود المالية، حيث تتبع (1999) Cleary منهج KZ في تصنيف الشركات وفقاً للمتغيرات المالية المرتبطة بالقيود، ثم قام بتحديد الوضع المالي باستخدام التحليل التمييزي المتعدد، بأسلوب مشابه لنموذج Altman Z للتنبؤ بالإفلاس، إذ يسمح نظام التصنيف متعدد المتغيرات بالنقاط خصائص الشركات، كما يسمح بإعادة تصنيف الشركات وفق الوضع المالي في كل فترة حيث يتغير بمرور الوقت ليعكس المستويات المتغيرة للقيود المالية على مستوى الشركة.

كما صمم (2006) Whited, Wu فهرسا يعتمد في بنائه على نموذج المعادلة الأساسية للاستثمار لأولر، حيث قام الباحثان ببناء فهرس لا يتطلب بيانات نوعية بل يعتمد بشكل مباشر على البيانات الكمية الواردة في القوائم المالية، حيث استخدمت التكلفة الظلية للتمويل (The shadow cost of finance) كأحد متغيرات الصحة المالية، ومن أجل تحديد اتجاه المعاملات التي يتم استخدامها لبناء المؤشر، وبالرغم من أن البيانات المطلوبة لبناء غير صعبة حيث تتوفر في القوائم المالية وبيانات السوق المالي، إلا أن الإشكال الرئيسي عند استخدام هذه الطريقة هو أن الفهرس ينتج عن نموذج هيكلي عالي البرامترات، كما أن عدد المعلمات التي ينطوي عليها النموذج تجعله الأكثر تعقيدا ضمن نماذج الفهارس.

وفي السياق ذاته استخدم (2008) Musso, Schiavo فهرسا لضمان تصنيف الشركات في القطاع الواحد حسب درجة التقييد في فترات زمنية مختلفة، بالإضافة إلى حساب مستوى القيود التي تتعرض لها هاته الشركات؛ حيث يبنى الفهرس بالاعتماد على سبعة متغيرات مختلفة يفترض أن لها علاقة بالقيود المالية وذات تأثير على سهولة الوصول للتمويل الخارجي وهي: الحجم (يقاس بمجموع الأصول)، الربحية (العائد على إجمالي الأصول)، السيولة (الأصول الجارية / الخصوم المتداولة)، القدرة على التمويل الداخلي، الملاءة المالية (الأموال الخاصة / إجمالي الخصوم) وتقيس قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها المالية طويلة الأجل، القروض التجارية / مجموع الأصول، القدرة على السداد (الديون المالية/ التدفقات النقدية).

كما صمم (2010) Hadlock & Pierce فهرسا وانطلقا في دراستهما من أن مقياس القيود المالية يجب أن يحتوي على متغيرات خارجية (exogenous). ووفقا لهما، فإن معظم الطرق لقياس القيود المالية تستند إلى المتغيرات الداخلية، التي ليس لها علاقة مباشرة بالقيود، بسبب بعض الافتراضات النظرية أو التجريبية. وقد برهنوا أن الرافعة المالية والتدفقات النقدية هما الوحيدان اللذان يتنبآن بالقيود المالية للشركة، بعد مراقبة الحجم والسن. ومع ذلك، لا ينصح بإدراج هذه المتغيرات بسبب الطبيعة الداخلية (endogenous nature). فمن أجل قياس القيود المالية يرى الباحثان أن المقياس يجب أن يعتمد فقط على المتغيرين الخارجيين الأكثر صلة بالقيود، حجم الشركة والسن، واعتمدا في بناء المؤشر على منهجية (Kaplan & Zingales 1997) لتصنيف الشركات بناء على المعلومات النوعية الواردة في رسائل المساهمين السنوية والتقارير المالية للمديرين، وباستخدام فئات الشركات المستخلصة، تم تقدير نماذج الانحدار اللوجستي التي تتنبأ بمستوى قيود الشركات كدالة لمجموعة من المتغيرات الكمية المختلفة، ليتمكن الباحثان من تقييم مقاييس القيود المالية السابقة وكذلك تقديم فهرس جديد لقياس هذه القيود.

إن استخدام المؤشرات (Proxies) هو أبسط طريقة وأكثر عملية لقياس القيود المالية، فإذا وجد متغير معين يرتبط ارتباطا وثيقا بالقيود المالية فإنه يمكن استخدامه كمتغير تابع أو مستقل يأخذ بعين الاعتبار خصوصية الشركة والتغير الزمني، حيث اعتمدت غالبية الدراسات السابقة

على مجموعة متنوعة من المؤشرات إما كمتغيرات تفسيرية أو كمتغير تصنيف، ومن الأمثلة على المؤشرات شائعة الاستخدام: التمويل الداخلي ، الحجم، العمر، التصدير، كثافة البحث والتطوير، الرافعة المالية، معدل توزيع الأرباح، العضوية في المنظمات المهنية، طبيعة الملكية؛ وعلى الرغم من ورود متغيرات مختلفة ترتبط بالقيود المالية، لكنه من الصعب الجزم بجودة مؤشر على مؤشر آخر، بالإضافة إلى ذلك يعتمد استخدام المؤشرات على العلاقات التي سبق وضعها بين القيود المالية والمتغير المعني.

II - الطريقة والأدوات :

البيانات، المنهجية والنموذج المتبع: من أجل تقدير أثر القيود التمويلية على نمو استثمارات الشركات الجزائرية، استخدمت الدراسة عينة مكونة من 77 شركة تنشط في قطاعات متنوعة (باستثناء القطاع المالي)، وتأخذ صيغ قانونية مختلفة (EPE, SPPA, SARL, EURL) في الفترة الممتدة من 2012 إلى 2017، تم استخراج البيانات المالية من خلال الميزانيات المتحصل عليها من قاعدة بيانات المركز الوطني للسجل التجاري، تجدر الإشارة إلى أنه تم استبعاد الشركات التي أنشأت بعد 2011، وكذا الشركات التي لا تتوافر بياناتها المالية لأربع (04) سنوات متتالية على الأقل، في النهاية حصلنا على عينة مكونة من 442 مشاهدة سنوية.

تتم الدراسة على مرحلتين، ففي المرحلة الأولى يتم تصنيف الشركات وفق درجة القيود التمويلية باستخدام فهرس SA Index الذي صمم من طرف (Hadlock & Pierce (2010) (تم ذكره في الفقرة السابقة).

يعطى الفهرس كما يلي:

$$SA = (-0.737 * Size) + (0.043 * Size^2) - (0.040 * Age)$$

حيث:

Size (الحجم): لوغاريتم إجمالي الأصول المعدلة حسب التضخم (log inflation-adjusted assets)، نستخدم في الدراسة لقياس الحجم لوغاريتم إجمالي الأصول.

Age (العمر): عدد سنوات إدراج سعر السهم في قاعدة بيانات Compustat، بما أن الشركات المدروسة غير مسعرة فإننا نقيس عمر الشركة من خلال عمرها عند سنة المشاهدة.

يأخذ الفهرس قيما سالبة، لكن كلما ارتفعت قيمته كلما دل ذلك على ارتفاع قيود التمويل للشركة، حيث توزع العينة إلى ثلاث فئات (terciles) وتصنف شركات القمة (القاع) على أنها مقيدة ماليًا (غير مقيدة).

ومن أجل دراسة تأثير توافر التمويل الداخلي على نمو الاستثمارات تستخدم الدراسة طريقة العزوم المعممة GMM التي تم تطويرها من قبل كونها تتمتع بالعديد من المزايا أهمها معالجة مشاكل التحيز الناجمة عن إهمال بعض المتغيرات المستقلة، معالة احتمال أن تكون هذه المتغيرات متغيرات داخلية Endogeneity وتجنب آثار جذر الوحدة في كل من اختيار المتغيرات المساعدة، واستخدام متغيرات تابعة مبطأة.

وتعتمد هذه الطريقة على فرضيتين أساسيتين هما:

- غياب الارتباط الداخلي بين الأخطاء، ويتم التحقق من ذلك من خلال اختبار Arellano-bond test لإختبار الارتباط الداخلي المتسلسل لحدود الخطأ من الدرجة الثانية.

- عدم تحيز المعلمات وتقاربها، ويتم التحقق من ذلك من خلال اختبار Hansen J test للتحديد المفرط للقيود، الذي يختبر جودة وملاءمة الأدوات المستعملة في النموذج، وصلاحيه شروط العزوم المستخدمة في التقدير.

وبالتالي فإن النموذج الذي سوف يتم تقديره يأخذ الصيغة التالية:

$$\left(\frac{I}{K}\right)_{it} = \beta_0 + \beta_1 \left(\frac{I}{K}\right)_{it-1} + \beta_2 \left(\frac{CF}{K}\right)_{it} + \beta_3 \left(\frac{\Delta S}{K}\right)_{it} + \varepsilon_{it}$$

حيث:

$\left(\frac{I}{K}\right)_{it}$: نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول للشركة i في السنة t .

$\left(\frac{I}{K}\right)_{i,t-1}$: نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول للشركة i في السنة $t-1$.

CF : التدفقات النقدية (cash flow)، وتعبر عن القدرة على التمويل الداخلي (النتيجة الصافية + الاهتلاكات والمؤنات).

$\left(\frac{CF}{K}\right)_{it}$: نسبة الموارد الداخلية إلى إجمالي الأصول للشركة i في السنة t ويعبر معامل النسبة عن مستوى حساسية الاستثمارات لتوافر التمويل الداخلي.

ΔS : التغير في المبيعات وتعبر عن الفرص الاستثمارية المتاحة.

$\left(\frac{\Delta S}{K}\right)_{it}$: نسبة التغير في المبيعات إلى إجمالي الأصول للشركة i في السنة t .

ε_{it} : حد الخطأ.

II- النتائج ومناقشتها :

يتضح من خلال الجدول (1) أن أعمار الشركات في العينة الإجمالية كانت بين 02 و 53 سنة بمتوسط قدره 16 سنة و بمتوسط أحجام بلغ 9.14، ووفق مخرجات التصنيف SA INDEX فإن شركات الثلاث الأول (القاع) والتي تصنف أنها غير مقيمة ماليا تعتبر قديمة نسبيا بمتوسط أعمار بلغ 26.75 سنة، وقد بلغ أكبر سن 53 سنة في حين بلغ أدنى سن 17 سنة، كما تراوح الحجم بين 7.70 و 13.03 بمتوسط قدره 9.77 مما يدل على أن هذه الشركات كبيرة نسبيا مقارنة بمتوسط أحجام شركات العينة.

أما بالنسبة لشركات الثلاث الثالث (القمة) والتي تصنف أنها مقيمة ماليا فقد كانت أعمارها بين 02 و 16 سنة بمتوسط قدره 7 سنوات وهو مؤشر على أنها شركات حديثة النشأة، أما حجمها فقد تراوح بين 6.77 و 10.60 مع متوسط قدره 8.82 وتعتبر صغيرة الحجم مقارنة مع متوسط حجم العينة الذي قدر بـ 9.14؛ هذه المخرجات تتلاءم مع ما جاءت به النظريات الاقتصادية من أن الشركات الأحدث سنا والأصغر حجما عرضة للقيود المالية بشكل أكبر من الشركات الأكبر والأقدم.

من خلال النتائج الموضحة في الجدول (3) اتضح أنه في ما يخص مواصفات وجودة النماذج المقدرة المختبرة باستخدام اختبار (Hansen) لقياس ملائمة أدوات النموذج واختبار (Arellano, and Bond) لاختبار الارتباط الداخلي المتسلسل لحدود الخطأ من الدرجة الثانية، فقد تبين عدم رفض فرضية العدم H_0 لهذه الاختبارات، مما يعني ملائمة أدوات النموذج وصلاحيته كل المتغيرات المساعدة وعدم وجود ارتباط تسلسلي من الدرجة الثانية بين الأخطاء، أي صلاحية شروط العزوم المستخدمة في التقدير.

تشير النتائج المتحصل عليها من خلال التقدير إلى وجود علاقة موجبة ومعنوية بين الاستثمار والتمويل الداخلي (0.27) وهو ما يشير إلى حساسية مرتفعة لاستثمارات الشركات الجزائرية تجاه توافر التمويل الداخلي، حيث ترتفع استثمارات الشركات الجزائرية بمقدار 27 سنتيم لكل 01 دينار من الموارد الداخلية المتاحة للتمويل، وهي نتيجة منطقية نظرا لكون التمويل الداخلي هو المسيطر لدى جميع الشركات وفق (Mayres 1990)، ما يجعل قرار الاستثمار لدى غالبية الشركات حساسا لتوافر الموارد الداخلية للتمويل، هذه النتيجة مشابهة لنتائج العديد من الدراسات التي أجريت على دول مختلفة منها: (Silva, Carreira 2010)، (Mulier et Al 2016)، (Moshirian et Al 2016)، (Kadapakkam 1998).

- تشير النتائج إلى العلاقة الموجبة بين استثمارات السنة t والسنة $t-1$ عند مستوى معنوية 1%، وهو أمر طبيعي نظرا لتسلسل نمو الاستثمارات وارتباطها.

- ظهرت العلاقة بين الفرص الاستثمارية والاستثمارات سالبة ومعنوية، ويمكن تفسير ذلك بأنه على الرغم من عدم وجود جاذبية للنمو إلا أن الشركات تواصل تعزيز استثماراتها من أجل تحسين أرقام الأعمال وتحقيق أرباح تساهم في توفير موارد ذاتية إضافية لتمويل النمو مستقبلا.

- بالنسبة للشركات غير المقيمة تظهر النتائج حساسية مرتفعة للاستثمارات لتوافر التمويل الداخلي وهو ما يختلف مع فرضية أن الشركات الكبيرة حجما والقديمة عمرا لا تجد صعوبة في الوصول للتمويل الخارجي، وعلى الرغم من ذلك توصلت بعض الدراسات السابقة لنتيجة مطابقة (Kaplan, Zingales 1997)، (Kadapakkam 1998)، (Cleary 1999,2006). ويمكن إرجاع الإعتماد المفرط على موارد التمويل الداخلي لمحدودية خيارات التمويل الخارجي نظرا لتخلف المنظومتين المصرفية والمالية وعجزها عن توفير التمويل اللازم وفق تكاليف وأطر ملائمة للشركات الراغبة في النمو والتوسع، كما تتميز كبريات الشركات بمرونة عالية في اختيار التوقيت المناسب لإطلاق استثمارات جديدة وتأجيلها حين توافر الموارد الداخلية الكافية، بالإضافة إلى الدور الهام الذي يلعبه الملاك والمسيرون في اتخاذ قرار عدم اللجوء على الاستدانة الخارجية وتجنب مخاطر التعثر وعدم السداد.

- بالنسبة للشركات المقيدة فإنها على الرغم من تسجيلها حساسية موجبة ومعنوية بين الاستثمارات وموارد التمويل الداخلي، إلا أن المعامل ضعيف بشكل كبير مقارنة بالشركات غير المقيدة ماليا، وهي النتيجة التي توصلت إليها الدراسات في الفقرة السابقة، ويمكن أن تفسر هذه العلاقة بعدم وجود نمو معتبر في الاستثمارات - وهو ما تعززه العلاقة بين استثمارات السنة t والسنة $t-1$ - بالإضافة إلى العلاقة السالبة بين نمو الاستثمارات والفرص العالية التي تعبر عن نمو المبيعات - كما أن الإحتياج الضئيل لهذه الشركات يمكن تغطيته من خلال مزيج تمويلي بين التمويل الداخلي والاستدانة الخارجية دون أن يؤثر ذلك على قدرتها على السداد ومواجهة التزاماتها.

IV- الخلاصة :

هدفت الدراسة إلى اختبار العلاقة بين توافر التمويل الذاتي والنمو الاستثماري لعينة من الشركات الجزائرية خلال الفترة 2012-2017 باستعمال طريقة العزوم المعمة، وقد توصلنا من خلال الدراسة إلى أن نمو استثمارات الشركات الجزائرية حساس لتوافر التمويل الداخلي، وهي نتيجة تتطابق مع عديد الدراسات السابقة كما تعكس تخلف السوق المالي وضعف كفاءة الجهاز المصرفي الجزائريين. وعلى عكس المتوقع من أن استثمارات الشركات المقيدة ماليا ستكون حساسة لتوافر التمويل الداخلي، نظرا لكون الشركات الصغيرة والحديثة الناشئة تجد صعوبة في الوصول إلى موارد التمويل الخارجي، إلا أن حساسية الاستثمار لتوافر التمويل الذاتي كانت أعلى لدى الشركات الكبيرة حجما وعمرًا، ويمكن أن يفسر ذلك بارتفاع الموارد الذاتية للتمويل لدى هذه الأخيرة، ما يمنحها مرونة سلاسة في اتخاذ القرارات الإستثمارية. توصي الدراسة بضرورة اصلاح القطاع المالي والمصرفي وتطويره من خلال تنوع الصيغ التمويلية وتنشيط السوق المالي بتسهيل تسعير الشركات وتشجيع مؤسسات الوساطة المالية من أجل القيام الدور المنوط بها في التخصيص الأمثل للمدخرات نحو تحقيق أعلى معدلات النمو.

- ملاحق :

الجدول 1: تصنيف شركات العينة وفق SA INDEX

المتغيرات	القيم الإحصائية	الحجم	العمر	الملاحظات
العينة الإجمالية	Min	6.77	2	442
	Mean	9.14	16.22	
	Max	13.02	53	
1 st tercile الشركات غ المقيدة	Min	7.70	17	147
	Mean	9.77	26.75	
	Max	13.02	53	
2 nd tercile شركات خارج التصنيف	Min	6.93	8	147
	Mean	8.81	15.02	
	Max	10.70	21	
3 rd tercile شركات مقيدة	Min	6.77	2	148
	Mean	8.82	7.04	
	Max	10.60	16	

المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادا على مخرجات برنامج Excel .

الجدول 2: الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة.

المتغيرات	العينة الإجمالية	الشركات غ المقيدة	شركات خارج التصنيف	3 rd tercile شركات مقيدة
	Mean	Mean	Mean	Mean
(I/K)	0.3196 (0.266)	0.381 (0.334)	0.2922 (0.2279)	0.285 (0.311)
(I/K) _{t-1}	0.1397 (0.264)	0.376 (0.327)	0.2924 (0.225)	0.288 (0.314)
(CF/K)	0.084 (0.110)	0.0830 (0.237)	0.0795 (0.112)	0.090 (0.129)
(ΔS/K)	0.090 (0.625)	0.0041 (0.333)	0.068 (0.426)	0.199 (0.931)
N	442	147	147	148

- تمثل القيم بين قوسين الانحراف المعياري.

المصدر: من إعداد الباحث باستخدام برنامج Excel.

الجدول 3: نتائج التقدير باستخدام طريقة العزوم المعممة GMM.

	العينة الإجمالية	الشركات غ المقيدة	شركات خارج التصنيف	شركات مقيدة
(I/K) _{t-1}	0.0706 *** (0.0034)	0.0729 *** (0.0017)	1.0979 *** (0.1124)	1.0495 *** (0.0184)
(CF/K)	0.2703 *** (0.0879)	0.6540 *** (0.1321)	-0.1829 *** (0.0717)	0.0797 *** (0.0236)
(ΔS/K)	-0.0202 *** (0.0072)	0.0110 (0.0118)	0.0442 *** (0.0123)	-0.0701 *** (0.0016)
cons	0.2144*** (0.0207)	0.3444 *** (0.0121)	-0.0094 (0.0386)	-0.0141* (0.0081)
عدد الأدوات	19	21	20	20
Hansen j test	0.229	0.463	0.272	0.128
AR(1)	0.311	0.692	0.171	0.906
AR(2)	0.116	0.160	0.968	0.431

() : الخطأ المعياري.

(***)، (*) تشير إلى مستوى المعنوية 1%، 10% على التوالي.

المصدر: من إعداد الباحثين بناء على مخرجات STATA 13.

- الإحالات والمراجع :

- ¹ Fazzari, S. M., Hubbard, R. G., Petersen, B. C., Blinder, A. S., & Poterba, J. M. (1988). **Financing constraints and corporate investment**. Brookings papers on economic activity, 1988(1), 141-206
- ¹ Bond, S., & Meghir, C. (1994). **Financial constraints and company investment**. Fiscal Studies, 15(2), pp 1-18.
- ¹ Kaplan, S. N., & Zingales, L. (1997). **Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints?** The Quarterly Journal of Economics, 112(1), p172-173.
- ¹ Hovakimian, A., & Hovakimian, G. (2009). **Cash flow sensitivity of investment**. European Financial Management, 15(1), pp 47-65.
- ¹ Guariglia, A. (2008). **Internal financial constraints, external financial constraints, and investment choice: Evidence from a panel of UK firms**. Journal of banking & Finance, 32(9), pp 1795-1809.
- ¹ Firth, M., Malatesta, P. H., Xin, Q., & Xu, L. (2012). **Corporate investment, government control, and financing channels: Evidence from China's Listed Companies**. Journal of Corporate Finance, 18(3), pp 433-450.
- ¹ López-Gracia, J., & Sogorb-Mira, F. (2015). **Financial constraints and cash-cash flow sensitivity**. Applied Economics, 47(10), pp 1037-1049.
- ¹ Ben Ayed, W., & Zouari, S. (2014). **Contraintes financières et innovation dans les PME: une étude économétrique dans le contexte tunisien**. Revue internationale PME, 27(2), 63-94.
- ¹ Kaplan, S. N., & Zingales, L. (1995). **Do financing constraints explain why investment is correlated with cash flow?** National Bureau of Economic Research, p6.
- ¹ Kaplan, S. N., & Zingales, L. Op. Cit, p172-173.
- ¹ Lamont, O., Polk, C., & Saaá-Requejo, J. (2001). **Financial constraints and stock returns**. The review of financial studies, 14(2), p 529.
- ¹ Fazzari, S. M., Hubbard, R. G., Petersen, B. C., Blinder, A. S., & Poterba, J. M. Op. Cit.
- ¹ Altı, A. (2003). **How sensitive is investment to cash flow when financing is frictionless?** The journal of finance, 58(2), p707.
- ¹ Guiso, L. (1998). **High-tech firms and credit rationing**. Journal of Economic Behavior & Organization, 35(1), p 42.
- ¹ Korajczyk, R. A., & Levy, A. (2003). **Capital structure choice: macroeconomic conditions and financial constraints**. Journal of financial economics, 68(1), p76.
- ¹ Savignac, F. (2008). **Impact of financial constraints on innovation: What can be learned from a direct measure?** Banque De France, NER- E169, p6.
- ¹ Carreira, C., & Silva, F. (2010). **NO DEEP POCKETS: SOME STYLIZED EMPIRICAL RESULTS ON FIRMS' FINANCIAL CONSTRAINTS**. Journal of Economic Surveys, 24(4), pp 735-737.
- ¹ Harhoff, Dietmar (1997) . **Are there financing constraints for R&D and investment in German manufacturing firms?**, WZB Discussion Paper, No. FS IV pp 97-45
- ¹ Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., Laeven, L., & Maksimovic, V. (2006). **The determinants of financing obstacles**. Journal of international money and finance, 25(6), pp 932-952.
- ¹ Kadapakkam, P.-R., Kumar, P., & Riddick, L. A. (1998). **The impact of cash flows and firm size on investment: The international evidence**. Journal of banking & Finance, 22(3), 293-320.
- ²¹ Lyandres, E. (2007). **Costly external financing, investment timing, and investment-cash flow sensitivity**. Journal of Corporate Finance, 13(5), pp 959-980.
- ¹ Cleary, S. (1999). **The relationship between firm investment and financial status**. The journal of finance, 54(2), pp 673-692.
- ¹ Goergen, M., & Renneboog, L. (2001). **Investment policy, internal financing and ownership concentration in the UK**. Journal of Corporate Finance, 7(3), pp 257-284.
- ¹ Attig, N., Cleary, S., El Ghouli, S., & Guedhami, O. (2013). **Institutional investment horizons and the cost of equity capital**. Financial Management, 42(2), p 470.
- ¹ Andres, C. (2011). **Family ownership, financing constraints and investment decisions**. Applied Financial Economics, 21(22), pp 1641-1659.

¹ Baum, C. F., Schäfer, D., & Talavera, O. (2009). **The Impact of Financial Structure on Firms' Financial Constraints: A Cross-Country Analysis**. DIW Berlin Discussion Paper No. 863. pp 14-16. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1431344 (Visited 15/07/2017).

¹ Audretsch, D. B., & Elston, J. A. (2002). **Does firm size matter? Evidence on the impact of liquidity constraints on firm investment behavior in Germany**. International Journal of Industrial Organization, 20(1), pp 1-17.

¹ Bond, S. R., Elston, J. A., Mairesse, J., & Mulkay, B. (1997). **Financial Factors and Investment in Belgium, France, Germany and the UK: A Comparison Using Company Panel Data**. NBER Working Paper(w5900), pp 1-12.

¹ Hoshi, T., Kashyap, A., & Scharfstein, D. (1991). **Corporate structure, liquidity, and investment: Evidence from Japanese industrial groups**. The Quarterly Journal of Economics, 106(1), pp 33-60.

¹ Gorodnichenko, Y., Schaefer, D., & Talavera, O. (2009). **Financial constraints and continental business groups: Evidence from German Konzerns**. Research in International Business and Finance, 23(3), pp 233-242.

¹ Fazzari, S. M., Hubbard, R. G., Petersen, B. C., Blinder, A. S., & Poterba, J. M. Op. Cit.

¹ Kaplan, S. N., & Zingales, L. Op. Cit.

¹ Almeida, H., Campello, M., & Weisbach, M. S. (2004). **The cash flow sensitivity of cash**. The journal of finance, 59(4), pp1777-1804.

¹ Carpenter, R. E., & Petersen, B. C. (2002). **Is the growth of small firms constrained by internal finance?** Review of Economics and statistics, 84(2), pp 298-309.

¹ Cleary, S. (1999). Op. Cit.

¹ Whited, T. M., & Wu, G. (2006). **Financial constraints risk**. The review of financial studies, 19(2), pp 531-559.

¹ Musso, P., & Schiavo, S. (2008). **The impact of financial constraints on firm survival and growth**. Journal of Evolutionary Economics, 18(2), pp 135-149.

¹ Hadlock, C. J., & Pierce, J. R. (2010). **New evidence on measuring financial constraints: Moving beyond the KZ index**. The review of financial studies, 23(5), pp 1909-1940.

كيفية الاستشهاد بهذا المقال حسب أسلوب APA:

لقمان حلوة ، عبد الغفور دادن (2021)، القيود المالية وأثرها على استثمارات الشركات الجزائرية - دراسة تطبيقية على عينة من الشركات الجزائرية خلال الفترة (2012-2017)، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، المجلد 08 (العدد 02)، الجزائر: جامعة قاصدي مرباح ورقلة، ص.ص 191-204.



يتم الاحتفاظ بحقوق التأليف والنشر لجميع الأوراق المنشورة في هذه المجلة من قبل المؤلفين المعنيين وفقا ل **رخصة المشاع الإبداعي نسب المصنف - غير تجاري - منع الاشتقاق 4.0 دولي (CC BY-NC 4.0)**.

المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية مرخصة بموجب **رخصة المشاع الإبداعي نسب المصنف - غير تجاري - منع الاشتقاق 4.0 دولي (CC BY-NC 4.0)**.



The copyrights of all papers published in this journal are retained by the respective authors as per the **Creative Commons Attribution License**.

Algerian Review of Economic Development is licensed under a **Creative Commons Attribution-Non Commercial license (CC BY-NC 4.0)**.