

جامعة قاصدي مرباح - ورقلة  
كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير



مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات نيل شهادة الماستر أكاديمي

الميدان : العلوم الاقتصادية، والتسيير والعلوم التجارية

الشعبة : علوم مالية ومحاسبة

التخصص : مالية مؤسسة

من إعداد الطالب : أيوب ضيف

بعنوان :

محددات الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

الجزائرية

دراسة تطبيقية لعينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في قطاع الخدمات

بولاية ورقلة للفترة ( 2011 – 2014 )

نوقشت وأجيزت بتاريخ : 2016/05/25

أمام اللجنة المكونة من السادة :

أ/العربي لعروسي ( أستاذ مساعد - جامعة قاصدي مرباح ورقلة ) رئيسا

د/ بلخير بكاري ( أستاذ محاضر - جامعة قاصدي مرباح ورقلة ) مشرفا

أ/تبر زغود ( أستاذ مساعد - جامعة قاصدي مرباح ورقلة ) ممتحنا

السنة الدراسية: 2016/2015



جامعة قاصدي مرباح - ورقلة  
كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير



مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات نيل شهادة الماستر أكاديمي

الميدان : العلوم الاقتصادية، والتسيير والعلوم التجارية

الشعبة : علوم مالية ومحاسبة

التخصص : مالية مؤسسة

من إعداد الطالب : أيوب ضيف

بعنوان :

محددات الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

الجزائرية

دراسة تطبيقية لعينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في قطاع الخدمات بولاية

ورقلة للفترة ( 2011 – 2014 )

نوقشت وأجيزت بتاريخ : 2016/05/25

أمام اللجنة المكونة من السادة :

أ/ لعربي لعروسي ( أستاذ مساعد - جامعة قاصدي مرباح ورقلة ) رئيسا

د/ بلخير بكاري (أستاذ محاضر - جامعة قاصدي مرباح ورقلة) مشرفا

أ/تبر زغود ( أستاذ مساعد - جامعة قاصدي مرباح ورقلة) ممتحنا

السنة الدراسية: 2016/2015

# الإهداء

أهدي ثمرة هذا العمل إلى من سهر على تربيته ونجاحي :

إلى الوالدين الكريمين حفظهم الله تعالى وورزقنا رضاهم، وأدعو الله أن يغفر  
لهما ويرحمهما كما رباني صغيراً.

كما أهدي هذا إلى إختوتي وأختواتي حماهم الله وبارك فيهم، وأدعو الله أن  
يبسر لهم طريق العلم.

إلى كل من ساعدني ووقف بجانبني وكان سندا لي خلال فترة هذا العمل.

إلى كل أصدقائي من قريب أو من بعيد الذين هم في القلب ولا تسعهم هذه  
الورقة، فأسال الله أن يجزيهم خير الجزاء وأن يفتح لهم طريق الخير والبركة.

وإلى كل سألني طريق العلم، أسأل الله أن يفتح لهم أبواب العلم والرحمة.

أيوب

# الشكر

لا يسعني في البداية إلا أن أحمد الله الذي بإسمه بدأت وعليه توكلت  
وأشكره على توفيقتي في إعداد هذه الدراسة.

ومن ثم أتقدم بجزيل الشكر والإمتنان لكل من ساهم في إنجاز هذا العمل  
وأخص بالذكر د. بلخير بكاري لما قدمته من جهود في إشرافه وتوجيهاته  
على هذه الدراسة، كما أتقدم بجزيل الشكر والتقدير لكل من: أ. ياسين  
ضيف وأ. السعيد همام ود. إسماعيل بن فانة على كل ما قدموه لإتمام هذه  
الدراسة.

كما أتقدم بالشكر إلى كل أساتذتي، من الإبتدائي إلى الجامعي، وأدعو الله  
أن يرزقهم السعادة في الدنيا والآخرة.

كذلك أوجه الشكر إلى كل من ساهم من قريب أو من بعيد في إنجاز هذا  
العمل.

## الملخص

هدفت هذه الدراسة إلى التعريف بأهم العوامل المحددة للهيكل المالي لعينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في قطاع الخدمات لولاية ورقلة، وكذا دراسة مدى تأثير هذه العوامل على معدل الهيكل المالي لهذه المؤسسات خلال الفترة 2011-2014.

ولتحقيق هذا الغرض قمنا بإجراء دراسة ميدانية للمؤسسات محل الدراسة وتم إستخدام المنهج الوصفي التحليلي للإمام بحوثيات الجانب النظري والتطبيقي، وقد تم الإعتماد على نموذج الإنحدار المتعدد للبيانات الطولية لتفسير العلاقة بين هذه المحددات ومعدل الهيكل المالي.

وقد خلصت الدراسة أن كل من المتغيرات: هيكل الأصول، عمر المؤسسة، يلعبان دورا جوهريا في تفسير الهيكل المالي لهذه المؤسسات.

وأستبعد من النموذج الأمثل كل من المتغيرات: حجم المؤسسة، معدل النمو، معدل المردودية المالية، أي

أنها لا تلعب دورا ملموسا في تفسير معدل الهيكل المالي لهذه المؤسسات.

**الكلمات المفتاحية :** هيكل التمويل، محددات الهيكل المالي، النظريات المالية المفسرة للهيكل المالي، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

### **Abstract :**

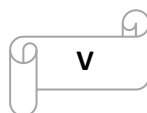
This study aimed to identify the most important determinants of the financial structure of a sample of small and medium enterprises in the service sector to Ouargla, and examine the impact of these factors on the rate of the financial structure of these institutions during the period 2011-2014.

For this purpose we make field study institutions was studied using descriptive analytical To familiarize themselves with the merits of theoretical and applied side, have been relying on multiple regression model for CT data to explain the relationship between the determinants and rate the financial structure.

The study concluded that all of the variables: asset structure, Age of enterprise, play a fundamental role in interpreting the financial structure of these institutions.

Excluded from the optimization model all variables: size, growth rate and rate the financial viability, no it doesn't play a role in interpreting the financial structure of these institutions.

**Keywords :** finance structure, financial structure parameters, modern financial theories, small and medium enterprises.



## قائمة المحتويات

III.....	الإهداء.....
IV.....	الشكر.....
V.....	الملخص.....
VI.....	قائمة المحتويات.....
VII.....	قائمة الجداول.....
VIII.....	قائمة الأشكال.....
IX.....	قائمة الاختصارات والرموز.....
X.....	قائمة الملاحق.....
أ.....	المقدمة العامة.....
1.....	الفصل الأول : الأساس النظري للهيكل المالي والدراسات السابقة ذات الصلة بالموضوع.....
2.....	تمهيد.....
3.....	المبحث الأول : مفاهيم اساسية حول الهيكل المالي.....
11.....	المبحث الثاني : الدراسات السابقة ذات الصلة بالموضوع.....
20.....	خلاصة الفصل.....
21.....	الفصل الثاني : دراسة تطبيقية لمحددات الهيكل المالي.....
22.....	تمهيد.....
23.....	المبحث الأول : الطريقة والادوات المستخدمة في الدراسة.....
27.....	المبحث الثاني : عرض النتائج ومناقشتها.....
44.....	خلاصة الفصل.....
45.....	الخاتمة العامة.....
49.....	قائمة المراجع.....
53.....	الملاحق.....
60.....	الفهرس.....

## قائمة الجداول

الصفحة	إسم الجدول	رقم الجدول
17	يوضح مقارنة الدراسات السابقة	(1-1)
32	يوضح تحليل الإرتباط بين محددات الهيكل المالي	(1-2)
34	يوضح نتائج نموذج الإنحدار التجميعي PRM	(2-2)
35	يوضح نتائج نموذج التأثيرات الثابتة FEM	(3-2)
36	يوضح نتائج نموذج التأثيرات العشوائية REM	(4-2)
36	يوضح معلمات نموذج الدراسة المقطرة بإستخدام النماذج الثلاثة	(5-2)
38	يوضح إختبار LM	(6-2)
38	يوضح إختبار Hausman	(7-2)
39	يوضح معلمات نموذج الدراسة المقطرة بإستخدام نموذج التأثيرات العشوائية	(8-2)



## قائمة الأشكال

الصفحة	إسم الشكل	رقم الشكل
7	Modigliani et Miller نموذج في حالة انعدام ضرائب	(1-1)
8	Modigliani et Miller نموذج في حالة وجود ضرائب	(2-1)
11	تمثيل بياني لتكلفة التمويل حسب نظرية التسلسل الهرمي لمصادر التمويل	(3-1)

## قائمة الرموز والمختصرات

الرمز	البيان
TDT	معدل الهيكل المالي
ROA	المردودية المالية
GAR	هيكل الأصول
CROISS	معدل النمو
TAILLE	حجم المؤسسة
AGE	عمر المؤسسة
PRM	نموذج الانحدار التجميعي
FEM	نموذج التأثيرات الثابتة
REM	نموذج التأثيرات العشوائية

## قائمة الملاحق

الصفحة	إسم الملحق	رقم الملحق
54	البيانات الخام لعينة المؤسسات	01
58	نموذج الانحدار التجميعي <b>PRM</b>	02
58	نموذج التأثيرات الثابتة <b>FEM</b>	03
59	نموذج التأثيرات العشوائية <b>REM</b>	04

المقدمة

لقد اكتسب هيكل التمويل أهمية كبيرة بعد ظهور افتراض (MODIGLLINI & MILLER,) سنة 1958، وتوصلا إلى أنه لا يوجد اختلاف بين استخدام مصادر التمويل الخارجي والداخلي أو الديون والأموال الخاصة، وتُعدُّ هذه النتيجة غير صحيحة، حيث يمكن أن يكون هناك تمويل أمثل يعمل على تقليل تكلفة رأس المال في المؤسسة إلى الحد الأدنى، هناك عدة عوامل تتحكم في الهيكل المالي، تتمثل في درجة المخاطرة التي ترغب إدارة المؤسسة في تحملها عند التمويل سعيا وراء ربحية أكبر، بالإضافة إلى حساسية الجهات المقرضة لارتفاع نسبة المديونية في المؤسسات، وطبيعة النشاط الذي تمارسه المؤسسة، ومعدلات النمو، وحجم المؤسسة، والمردودية وهيكل الأصول، وعليه فإن التعرف على هذه العوامل وغيرها سيساهم بدرجة كبيرة في تحديد الطاقة الاستيعابية للديون في المؤسسات.

إذا فيتوجب على المدير المالي أن يختار الهيكل المالي الأنسب، والذي يوضح العناصر التي ينبغي أن تعتمد عليها المؤسسة في تمويل أصولها، ونسبة كل عنصر فيه، مع الأخذ بعين الاعتبار الموازنة بين العائد والمخاطر الناجمين عن الهيكل المستهدف، أي أن تكون المخاطر الناجمة عن استخدام مصدر التمويل منخفضة التكلفة ومتوازنة مع العائد الذي يحققه، والمتمثل في زيادة الربحية.

## 1. إشكالية الدراسة :

بناء على ما سبق ونظرا لأهمية قرارات التمويل بالنسبة للمؤسسة، جاءت هذه الدراسة لتبين أهم العوامل المحددة للقرارات المتعلقة بالهيكل المالي من خلال إجراء دراسة على عينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، خلال الفترة الممتدة بين (2011-2014) وذلك بالبحث في السؤال الرئيس التالي :

ما هي محددات الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة العاملة بولاية ورقلة ؟

يندرج تحت هذا السؤال الرئيسي مجموعة من الأسئلة الفرعية، التي يمكن صياغتها على النحو التالي :

- ✓ هل هناك علاقة بين حجم المؤسسة والهيكل المالي ؟
- ✓ هل هناك علاقة بين معدل النمو والهيكل المالي ؟
- ✓ هل هناك علاقة بين المردودية المالية والهيكل المالي ؟
- ✓ هل هناك علاقة بين هيكل الأصول والهيكل المالي ؟
- ✓ هل هناك علاقة بين عمر المؤسسة والهيكل المالي ؟

## 2. فرضيات الدراسة :

للإجابة على هذه الإشكالية المطروحة تم اعتماد مجموعة من الفرضيات التي نوجزها كما يلي :

- ✓ لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الهيكل المالي وحجم المؤسسة ؛
- ✓ لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الهيكل المالي ومعدل النمو ؛
- ✓ هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين الهيكل المالي والمردودية المالية ؛
- ✓ لا توجد هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين الهيكل المالي وهيكل الأصول ؛
- ✓ هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين الهيكل المالي وعمر المؤسسة.

## 3. حدود الدراسة :

تمثل حدود الدراسة التي بين أيدينا في الحدود المتعلقة بالمفاهيم، الحدود المكانية والحدود الزمنية، وهي كما يلي :

**الحدود المتعلقة بالمفاهيم :** تمثلت هذه الحدود في اعتماد الدراسة في جانبها التطبيقي على بعض العوامل فقط والتي يعتقد الباحث أن لها تأثير على الهيكل المالي، إلا أنه توجد عدة عوامل أخرى يفترض أن لها تأثير في إختيار توليفة الهيكل المالي.

**الحدود المكانية :** بغرض الإجابة على الأسئلة المطروحة في الإشكالية المقترحة، وتحليل أبعادها وجوانبها المختلفة وكذا اختبار صحة الفرضيات وبغية تحقيق أهداف البحث والمتمثلة أساسا في دراسة محددات الهيكل المالي في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، تم إجراء هذه الدراسة على مجموعة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لقطاع الخدمات الناشطة في ولاية ورقلة.

**الحدود الزمنية :** تمت دراسة محددات الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة لقطاع الخدمات والتي تمارس نشاطها في ولاية ورقلة خلال الفترة الممتدة من 2011 إلى 2014.

## 4. أسباب اختيار الموضوع :

تمثلت أسباب اختيار الباحث لهذا الموضوع في ما يلي :

- ✓ دخول الموضوع ضمن التخصص ؛
- ✓ الرغبة في فهم العوامل المؤثرة في اختيار الهيكل المالي بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة لقطاع الخدمات الجزائرية ؛
- ✓ يعد من المواضيع الجديدة بالاهتمام والبحث نظراً لما يحظى من اهتمامات الباحثين والكتاب ؛

✓ الرغبة في استخدام بعض الأساليب الإحصائية في مجال علوم التسيير خاصة في مثل هذه المواضيع.

## 5. أهمية الدراسة :

ترجع أهمية بحثنا في النقاط التالية :

- 1- تنبع أهمية هذه الدراسة من أنها تساعد في التعرف على أهم العوامل التي تحدد الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة الجزائرية التي تعول عليها الدولة كثيرا في دفع عجلة التنمية والإزدهار ؛
- 2- ضعف النسيج الاقتصادي من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، بحيث لا تزال اعداد هذا النوع من المؤسسات منخفضة بالمقارنة مع حجم التحديات الاقتصادية إلى تواجه الاقتصاد الجزائري، ونظرا لحجم الإمكانيات المادية البشرية والتسويقية التي تستدعي مضاعفة هذه الأعداد ؛
- 3- المكانة التي تحتلها المؤسسة الصغيرة والمتوسطة في إطار السياسات الاقتصادية سواء بالنسبة للدول المتقدمة أو الدول النامية على حد سواء.

## 6. أهداف الدراسة :

من العرض السابق لمشكلة الدراسة وما نحاول الإجابة عليه من أسئلة يمكن الاستدلال على أن أهداف الدراسة تكمن في مايلي :

- ✓ توضيح كل من الهيكل المالي و العوامل المحددة له مع التعرض إلى مختلف أبعاده الرئيسية ؛
- ✓ التعرف على أهم العوامل أو المحددات التي تؤثر في عملية اختيار مصادر تمويل الاحتياجات المالية داخل المؤسسات ؛
- ✓ اختبار العلاقة بين (الحجم، المردودية المالية، النمو، العمر والضمانات) و الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة الجزائرية ؛
- ✓ التوصل إلى استنتاجات لتدعيم المعرفة الشخصية.

## 7. منهجية الدراسة والأدوات المستعملة :

لتحقيق أهداف الدراسة والوصول إلى النتائج المرجوة سنعتمد على المنهج الوصفي في توضيح مختلف المفاهيم المتعلقة بالهيكل المالي وأهم العوامل المحددة له، وكذا إستخلاص أهم الدراسات العلمية السابقة ذات الصلة بالموضوع بالإضافة إلى إختبار العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع.

ولدراسة العلاقة بين (الحجم، المردودية المالية، النمو، العمر والضمانات) و الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة الجزائرية التي تنشط في ولاية ورقلة، سنقوم بتجميع البيانات والمعلومات من مكاتب المحاسبين والخبراء كما سنقوم أيضا باستخدام نموذج الانحدار المتعدد لبيانات السلاسل الزمنية والمقطعية، وذلك بالاعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews 9.0 في معالجة وإستغلال هذه البيانات وتحويلها وتكييفها بما يتوافق وغرض الدراسة، وهذا من أجل التوصل إلى نتائج معبرة يمكن تفسيرها وتحليلها.

### 8. مرجعية الدراسة :

تم الاعتماد على مجموعة من المصادر الأولية والثانوية ذات العلاقة بموضوع الدراسة والمتمثلة فيما يلي :

✓ **مصادر أولية:** تتمثل في المعطيات والبيانات والقوائم المالية من ميزانيات وجداول حسابات النتائج للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة خلال فترة الدراسة.

✓ **مصادر ثانوية:** وهي مصادر تتعلق بالجانب النظري، حيث قمنا بعملية مسح للدراسات السابقة والاطلاع على الأدبيات المنشورة حول محددات الهيكل المالي، باستخدام الكتب، المجلات، المقالات الرسائل الجامعية ومواقع الأنترنت.

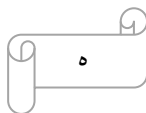
### 9. صعوبات الدراسة :

✓ صعوبة تطبيق الأساليب الإحصائية ؛

✓ صعوبة الحصول على البيانات والمعطيات والقوائم المالية من المؤسسات.

### 10. هيكل الدراسة :

من أجل بلوغ أهداف الدراسة سوف نقسم هذا البحث إلى فصلين، حيث سنتناول في الأول منها الجانب النظري من أجل الفهم الجيد للموضوع ومراجعة الأبحاث والدراسات العلمية السابقة للوقوف على النتائج المتوصل إليها، في حين سنتطرق في الفصل الثاني إلى الجانب التطبيقي، وذلك لدعم الفرضيات أو نفيها بالاعتماد على عينة من المؤسسات الصغيرة و المتوسطة لقطاع الخدمات التي تنشط في ولاية ورقلة.





**الفصل الأول :**  
**الأساس النظري**  
**للهيكل المالي**  
**والدراسات السابقة**  
**ذات الصلة**

**تمهيد:**

تعتبر المؤسسة الاقتصادية النواة الرئيسية داخل النشاط الاقتصادي والأداة المفضلة لخلق الثروة في المجتمع حيث تمارس وظائف عديدة ومتنوعة نذكر منها على سبيل المثال وظيفة الإنتاج، وظيفة الموارد البشرية والوظيفة المالية، ورغم أهمية هذه الوظائف المختلفة في المؤسسة إلا أن هذه الأخيرة تعتبر من أبرز وأهم هذه الوظائف، إذ أنها هي التي تحدد مستقبل المؤسسة ومدى إستمراريتها وهيكلها المالي، وغيرها من المهام، فهي تلعب دورا حاسما في نجاح المؤسسة فلا يمكن لأي مؤسسة أن تقوم بنشاطها من إنتاج، تسويق أو غيرها من الوظائف دون توافر الأموال لتمويل أوجه النشاط المختلفة.

رغم تعدد مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة الاقتصادية واختلاف أشكالها، لا زال الاهتمام منصبا على التوليفة التي يتم بها تشكيل الهيكل التمويلي بين أموال الملكية وأموال الاستدانة ويعد قرار التمويل من بين أهم القرارات التي تهتم بها المؤسسة وتعتبرها أهمية بالغة لما له من تأثير على مختلف نشاطاتها، رغم ظهور عدة نظريات حاولت ولا زالت تحاول تفسير مشكلة اختيار الهيكل المالي، واختلاف وجهات نظرها بين مؤيد ومعارض وإمكانية تحقيق هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الاقتصادية، إلا أنه لا يزال هناك جدل كبير بين الباحثين والمختصين في حقل الإدارة المالية، وعدم حيازة أي نظرية على الإجماع.

حيث حاولنا في هذا الفصل التطرق إلى ماهية الهيكل المالي ومحدداته، وأهم النظريات المالية الحديثة المفسرة له، والإطلاع على ما سبق تناوله في هذا الموضوع من دراسات وأبحاث سابقة.

## المبحث الأول : مفاهيم أساسية حول الهيكل المالي

لا يقتصر عمل المدراء الماليين على مجرد التعرف على مصادر الأموال، بل أن يحصل عليها بأفضل الشروط و أن يشكل ذلك المزيج من الأموال الذي يترتب عليه أكبر عائد بأقل تكلفة ممكنة، ويعرف هذا المزيج بالهيكل المالي، حيث يرتبط الأداء المالي الجيد للمؤسسة على قدرتها في تشكيل التوليفة المثلى من هذا الهيكل ومدى استخدام المصادر التمويلية المتاحة أمامها بوتيرة تكافئ دوران أصلها الإقتصادي بما يضمن تشكيل الثروة، والرفع من معدل النمو، وبالتالي قيمة المؤسسة بشكل عام.<sup>1</sup>

## المطلب الأول : الهيكل المالي المفهوم والمحددات

نتج عن تعدد مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة، والاختلاف في درجة تفضيل كل مصدر إلى ظهور موضوع الهيكل المالي الأمثل كموضوع مستقل ضمن موضوعات التمويل، إذ تعيره المؤسسة أهمية بالغة، لما له من تأثير على مختلف نشاطها.

## الفرع الأول : تعريف الهيكل المالي والهيكل المالي الأمثل

نتناول ضمن هذا العنصر كل من مفهوم الهيكل المالي والهيكل المالي الأمثل ؛

### أولاً : مفهوم الهيكل المالي

يعرف الهيكل المالي بأنه الجزء الخاص بالأموال الخاصة والاستدانة المالية والمتمثلة في الموارد الدائمة<sup>2</sup>، أي أن الهيكل المالي هو الجانب الأيسر من الميزانية والذي يبين لنا كيفية تمويل أصول المؤسسة.

- يعرف الهيكل المالي بأنه : " ذلك المزيج من الأموال الذي يترتب عنه أقل تكلفة ممكنة"<sup>3</sup>.
- كما يمكن تعريفه : "على أنه توليفة مكونة من مجموع مصادر التمويل التي تم إختيارها من قبل المؤسسة لتغطية إستثماراتها، وتتكون من العناصر المكونة لجانب الخصوم في الميزانية العمومية"<sup>4</sup>.

إذن فالهيكل المالي هو عبارة عن الخليط من الأموال التي تستعملها المؤسسة في تمويل مختلف إستثماراتها والتي تتمثل في جميع أشكال وأنواع التمويل من أموال ملكية إلى الديون القصيرة والطويلة الأجل، والتي تم الحصول عليها في ظل أفضل الشروط، هذا إضافة إلى تكلفة دنيا ناتجة عن استخدام هذه الأموال، فكما سبق الإشارة إلى

<sup>1</sup> محمد بوشوشة، مصادر التمويل و أثرها على الوضع المالي للمؤسسة، مذكرة ماجستير اقتصاد و تسيير المؤسسة، غير منشورة، جامعة بسكرة، 2007، ص 56 .

<sup>2</sup> Florence Delahaye, Jaqueline Delahaye, **Finance d'entreprise manuel et applications**, 2<sup>é</sup>dition, DUNOD, Paris, 2009, p121.

<sup>3</sup> عبد العزيز النجار، أساسيات الإدارة المالية، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2007، ص 393.

<sup>4</sup> عاطف وليم أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2008، ص 401.

أن تكلفة الأموال تستخدم للمفاضلة بين المشاريع الإستثمارية، فالمؤسسة تسعى للوصول إلى هيكل مالي مثالي والذي يحقق هدفها المتمثل في تعظيم قيمتها.

لا بد أن نفرق بين مفهومين أساسيين، وهما الهيكل المالي وهيكل رأس المال، فأما المفهوم الأول والمتمثل في الهيكل المالي فيقصد به المصادر التمويلية (Capital Structure) المختلفة التي تعتمد عليها المؤسسة في تمويل أصولها المختلفة، أما هيكل رأس المال فيقصد به التمويل الدائم للمؤسسة.<sup>1</sup>

وهذا الأخير يتكون عادة من مصادر التمويل طويلة الأجل التي تمثل التمويل الدائم للمؤسسة والمكونة أساسا من أموال الملكية إضافة إلى الديون طويلة الأجل، وذلك مع إستبعاد لكل شكل من أشكال الديون القصيرة الأجل، لذا يمكن القول أن هيكل رأس المال إنما هو جزء من الهيكل المالي.

### ثانيا : مفهوم الهيكل المالي الأمثل

"يقصد بأمثلية الهيكل المالي للمؤسسة مدى إمكانية اختيارها لنسبة تمويل معينة بين كل من الأموال الخاصة والديون بالشكل الذي يؤدي إلى تدنئة تكلفة رأس المال إلى أقصى حد ممكن، وبالتالي تعظيم قيمة المؤسسة".<sup>2</sup>

### الفرع الثاني : محددات الهيكل المالي

وتتمثل في المحددات التالية : حجم المؤسسة، هيكل الأصول، معدل النمو، عمر المؤسسة، مردودية المؤسسة والتي سنقدمها بشكل من التفصيل :

#### 1. حجم المؤسسة :

يؤثر حجم المؤسسة بشكل كبير على تركيبة الهيكل المالي، بحيث أن المؤسسات ذات الحجم الصغير تعتمد على المصادر الداخلية في تمويلها بينما المؤسسات ذات الحجم الكبير فتعتمد على الاستدانة.<sup>3</sup>

أشارت العديد من الدراسات إلى أن لحجم المؤسسة تأثير على نسبة الاقتراض داخل الهيكل المالي، وقد قدمت هذه الدراسات عدة أسباب لوجود علاقة إيجابية بين حجم المؤسسة والمديونية، أولها أن احتمالات الإفلاس تنخفض في المؤسسات ذات الحجم الكبير، كما أن المؤسسات الكبيرة تملك الإمكانية أكثر في اللجوء إلى الأسواق المالية و تستطيع الاقتراض بشروط أيسر.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> محمد صالح الحناوي ونحال فريد مصطفي، الإدارة المالية والتحليل المالي لمشروعات الأعمال، الدار الجامعية، مصر، 2005، ص302.

<sup>2</sup> عبد الوهاب دادن، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي، مجلة الباحث، العدد 4، جامعة ورقلة، 2006، ص108.

<sup>3</sup> يوسف قريشي و الياس بن ساسي، خصائص ومحددات الهياكل التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، مداخلة في إطار فعالية المنتدى الدولي متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، يومي 17 و18 أبريل، جامعة حسينية بن بوعلوي، الشلف، 2006، ص433.

<sup>4</sup> سفيان خليل المناصير، القرارات المالية وأثرها في تحديد القرار الاستراتيجي، الطبعة الأولى، دار مجلس الزمان، عمان، 2010، ص201.

أما ما يدفع المؤسسات كبيرة الحجم إلى التنوع أنها تتعرض لدرجة مخاطر أقل وهو ما يخلق لديها الدافع لزيادة الأموال المقترضة، حيث كشفت بعض الدراسات عن عدم وجود علاقة بين حجم المؤسسة ونسبة الاقتراض وتبريرهم في ذلك أن هناك علاقة لكن ضعيفة.<sup>1</sup>

## 2. هيكل الأصول :

إن هيكل أصول المؤسسة أي طبيعة مجوداتها يؤثر بأشكال مختلفة على قرار إختيار المؤسسة لمصادر تمويلها فقد كشفت نتائج بعض الدراسات عن وجود علاقة عكسية بين نسبة الأصول الثابتة إلى مجموع الأصول ونسبة الاقتراض، فكلما زادت نسبة الأصول الثابتة إلى مجموع الأصول زاد اعتماد المؤسسة على الأموال الخاصة وقل اعتمادها على القروض.<sup>2</sup>

## 3. معدل النمو :

إن المؤسسات التي تنمو بمعدلات عالية تقوم باللجوء إلى التمويل الخارجي في تغطية مختلف احتياجاتها التوسعية، على عكس المؤسسات الأخرى ذات النمو المنخفض.<sup>3</sup>

هذا ما يتفق مع نظرية الالتقاط التدريجي للتمويل كما أنه حسب نظرية الإشارة يعتبر معدل النمو مؤشر عن الصحة المالية للمؤسسة، وبالتالي يفترض أن المقترضون يميلون إلى إقراض المؤسسة، ذلك لأن معدل النمو يعتبر مؤشر على قدرة المؤسسة على تحقيق أرباح مستقبلية وبالتالي قدرتها على سداد التزاماتها المستقبلية.<sup>4</sup>

## 4. عمر المؤسسة :

إن المؤسسات الحديثة النشأة تلجا بدرجة كبيرة إلى الاستدانة، وذلك بسبب ضعف مواردها الذاتية، وهذا ما خلصت له بعض الدراسات الميدانية.

أكدت بعض الدراسات وجود علاقة عكسية بين عمر المؤسسة ونسبة الديون في الهيكل المالي فالمؤسسات الحديثة التأسيس يتوقع أن تلجا أكثر إلى الاستدانة وذلك بسبب ضعف مواردها الذاتية عند مرحلة الانطلاق وكذلك صعوبة لجوؤها إلى السوق المالية (طرح أسهم) وذلك بسبب ارتفاع تكاليف الإصدار.<sup>5</sup>

<sup>1</sup> يوسف قريشي، محددات سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر، 2005، ص198.

<sup>2</sup> عدوي هاجر، محددات الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير غير منشورة، جامعة قسنطينة، 2011، ص106.

<sup>3</sup> عدنان تايه ذياب النعيمي وياسين كاسب الخرشنة، أساسيات في الإدارة المالية، الطبعة الأولى دار المسيرة، الأردن، 2007، ص201.

<sup>4</sup> زغود تير، محددات سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة ورقلة، 2009، ص117.

<sup>5</sup> المرجع السابق، ص124.

## 5. مردودية المؤسسة :

إن تأثير معدل مردودية المؤسسة على نسبة الإستدانة بالهيكل المالي كان محل اهتمام العديد من النظريات المفسرة للسلوك التمويلي، فارتفاع مستوى المردودية يعطي المؤسسة قدر أكبر من المرونة في تغطية التزاماتها المالية<sup>1</sup> ويمكننا أن نقول أنه كلما كانت المؤسسة ذات مردودية ، كلما قل لجوءها إلى الديون.

**المطلب الثاني : النظريات المفسرة للهيكل المالي**

توجد عدة نظريات مالية مفسرة للهيكل المالي إلا أننا في هذا المطلب سوف نتطرق إلى أهم النظريات المالية المفسرة للهيكل المالي.

1. نظرية Modigliani et Miller<sup>2</sup> :

يعتبر هذا النموذج منذ سنة 1958 الاتجاه الأكثر أهمية بالنسبة للنظرية المالية الحديثة حيث أكد الباحثان على انعدام هيكل التمويل الأمثل للمؤسسة، ففي ظل سوق مالي كفاء وغياب الجباية يوجد تكافؤ بين مختلف أنماط التمويل، ويقوم هذا المقترح على مجموعة من الإفتراضات النظرية البحتة أهمها<sup>3</sup>:

- وجود سوق تتمتع بالمنافسة الكاملة، وتحكم تصرفات المتعاملين فيها المنطق الإقتصادي الرشيد ؛
- يتمتع المتعاملون في هذه السوق بالمعرفة الجيدة والكاملة لأوضاع السوق بسبب توفر المعلومات لهم جميعا في الوقت نفسه ؛
- ليس هناك أية ضرائب على الأرباح الناجمة عن التعاملات في السوق ؛
- ليس هناك تكاليف لعقد الصفقات التي تتم في السوق وتنفيذها ؛
- يتصور جميع المتعاملين في السوق توقعات متماثلة بخصوص مستقبل أداء الأسهم.

نميز بين مرحلتين في تصور هذا النموذج الذي يعتمد على كمال الأسواق :

- أ- المرحلة الأولى (1958) : دون وجود أثر الضريبة، مع أثر معلوم لأثر رافعة الاستدانة (امتصاص للأثر الإيجابي لأمل مردودية الأموال الخاصة بواسطة الأثر السلبي للمخاطر المالية )، وفي هذه المرحلة يكون الهيكل المالي حيادي في تحديد قيمة المؤسسة وبالتالي عدم وجود هيكل مالي أمثل<sup>1</sup>، والمنحنى التالي يبين ذلك :

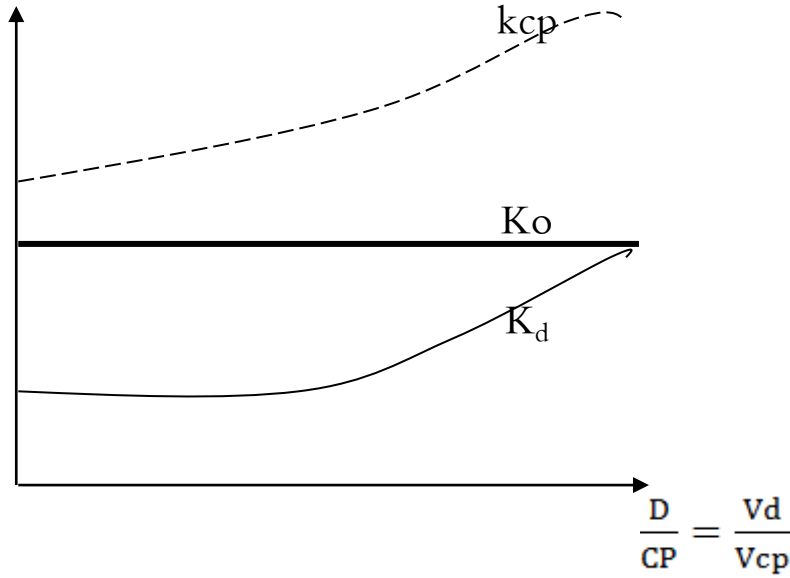
<sup>1</sup> زغود تير، مرجع سبق ذكره، ص115.

<sup>2</sup> سمية دربال، سلوك المؤسسات الاقتصادية في تمويل نموها الداخلي، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير غير منشورة، جامعة ورقلة، 2012، ص23.

<sup>3</sup> Denis babusiaux, **décision d'investissement et calcul économique dans l'entreprise**, édition economica et technip France, 1990, p 431.

الشكل ( 1-1 ) : نموذج (Modigliani et Miller) في حالة انعدام الضرائب

معدل المردودية المطلوب



Source: Pierre Vernimmen, **Finance D'entreprise**, 8<sup>eme</sup> Edition Dalloz, Paris, 2010, P789.

حيث أن :

$K_{cp}$  : تكلفة الأموال الخاصة ؛

$K_o$  : تكلفة رأس المال ؛

$\frac{D}{CP}$  : نسبة الرافعة المالية.

$K_d$  : معدل المردودية المطلوب لمؤسسة مستدينة ؛

يظهر من خلال الشكل أن تكلفة رأس المال تظل ثابتة ولا تتغير بالتغير في مكونات الهيكل المالي وهي تساوي في نفس الوقت معدل المردودية المطلوب من طرف المساهمين (تكلفة الأموال الخاصة) لمؤسسة غير مستدينة وتنتمي لنفس طبقة المخاطر.

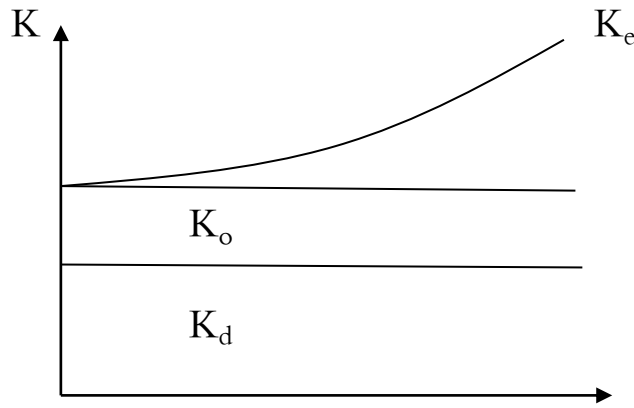
أما تكلفة الأموال الخاصة لمؤسسة مستدينة فترتفع كلما زادت نسبة الاستدانة وذلك بسبب زيادة المخاطر المالية التي يتعرض لها المساهمون مما يؤدي إلى ارتفاع تكلفة رأس المال.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Robert Wand, **Structure financière et performance des entreprises dans un contexte sans marché financier**, le cas du Cameroun université Montesquieu Bordeaux, 2011, p3.

<sup>2</sup> زغود نبر، مرجع سبق ذكره، ص115.

ب- المرحلة الثانية (1963) : في سنة 1963 أسقط الباحثان (M&M) فرضيتهما فيما يخص عدم وجود الضريبة، من خلال نشر مقال تصحيحي يوضح أثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة في حال وجود الضرائب، وهذا بعد تعرضها لعدة انتقادات خاصة فيما يخص فرضية السوق التام.<sup>1</sup> بحيث توصلنا إلى أنه وفي حال وجود الضريبة، فإن قيمة المؤسسة المستدنية ستفوق قيمة المؤسسة غير المستدنية وهذا بفضل أثر الضريبة، بحيث يتم طرح هذه الضرائب من القروض وهذا ما تتميز به الاستدانة عن الأموال الخاصة، والمنحنى التالي يبين ذلك :

الشكل ( 1-2 ) : نموذج Modigliani et Miller في حالة وجود ضرائب



المصدر : محمد صالح الحناوي، الإدارة المالية والتمويل، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، مصر، 2000، ص 366.

يظهر من خلال الشكل أن الاستمرار في الاقتراض يعني التخفيض المتواصل لتكلفة رأس المال، وبالتالي الإستمرار في تعظيم قيمة المؤسسة، ومنه الهيكل المالي الأمثل هو الذي يعتمد على أكبر قدر من الديون.<sup>2</sup>

2. نظرية صافي الربح :

يرى التابعون لهذه النظرية أنه بإمكان المؤسسة أن ترفع في قيمتها السوقية من خلال الإعتماد على الإستدانة كمصدر للتمويل أي أن هذه النظرية تؤيد وجود هيكل مالي أمثل في المؤسسة، أي أن نظرية صافي الربح تقول بأن المؤسسة بإمكانها التحكم في قيمتها والتأثير عليها من خلال تغييرها في نسب الاستدانة، بحيث كلما زاد معدل الاستدانة انخفضت CMP و العكس صحيح<sup>3</sup>، أي أنه حسب رأيهم سعي المؤسسة لزيادة نسبة

<sup>1</sup> سمية لزغم، أثر الهيكل المالي على القرارات المالية في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مذكرة ماستر غير منشورة، جامعة ورقلة، 2012، ص 44.

<sup>2</sup> عبد الكريم بوحادرة، أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة ودور سياسة توزيع الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة قسنطينة، 2012، ص 89.

<sup>3</sup> سمية لزغم، مرجع سبق ذكره، ص 24.



التمويل عن طريق المصدر الأقل تكلفة، وهذا ما يفرضه السلوك العقلاني، بما أن هناك تفاوت بين تكلفة مختلف مصادر التمويل<sup>1</sup>.

### 3. نظرية صافي ربح الإستغلال :

يستند مؤيدو هذه النظرية على فرضية أن قيمة المؤسسة لا تتأثر بتوليفة الهيكل المالي، أي أنهما مستقلين عن بعضهما وبالتالي عن تكلفة رأس المال، وتقوم هذه النظرية على بعض الفرضيات أهمها :

- ✓ عدم وجود ضريبة على الأرباح ؛
- ✓ التكلفة الكلية للأموال تكون ثابتة مهما كانت نسبة المديونية في المؤسسة ؛
- ✓ تتحدد قيمة المؤسسة بخصم نتيجة الاستغلال بمعدل يساوي تكلفة رأس المال.

### 4. تكلفة الإفلاس :

تتعرض المؤسسة التي يتكون هيكلها المالي من أموال خاصة وقروض لمخاطرة الإفلاس وهي مخاطر لا تتعرض لها مؤسسة مماثلة غير أن هيكلها المالي يتكون من أموال خاصة فقط، وسببها فشل المؤسسة في سداد قيمة القرض والفوائد في تاريخ الاستحقاق، فالإفلاس هو قيام المؤسسة ببيع أصولها من أجل أداء التزاماتها المترتبة عليها من خلال الحصول على القروض وبالتالي فالقروض ترفع من الخطر المالي للمؤسسة<sup>2</sup>، وتمثل تكلفة الإفلاس في مختلف التكاليف التي قد تتحملها عند الإفلاس سواء كانت مباشرة أو غير مباشرة<sup>3</sup>.

### 5. تكلفة الوكالة :

هي عقد يقوم بموجبه شخص يدعى الموكل باللجوء الى شخص آخر يدعى الوكيل من أجل القيام بمهمة معينة نيابة عنه وبإسمه، فيما يتعلق بالمؤسسة هذه العلاقة توجد بين الملاك أو المساهمين أو المسيرين حيث يتم التنازل عن جزء سلطاتهم إلا أن هذه العلاقة تتميز بالتعارض حيث يحاول كل منهما تعظيم منفعته على حساب الآخر، وتنطلق هذه النظرية من فرضيتين أولاً ليس بالضرورة أن تكون أهداف الملاك متطابقة، وثانياً أن المتعاملين ليس متساوين في الحصول على المعلومة المتعلقة بالمؤسسة<sup>4</sup>، وعلاقة الوكالة تقود إلى صنفان من التكاليف هما : تكاليف وكالة الأموال الخاصة وتكاليف وكالة الديون، يتمثل هدف هذه النظرية في تقديم خصائص التعاقد الأمثل التي يمكن أن تعقد بين الموكل والوكيل معتمدة في ذلك على المبدأ النيوكلاسيكي الذي مؤداه أن كل عون

<sup>1</sup> Rifki Samira et Abdessadeq Sadq, un essai de synthèse des débats théoriques à propos de la structure financière des entreprises, la revue du financier, N° 131, p12.

<sup>2</sup> منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، الطبعة الثانية، منشأة المعارف، مصر، 2005، ص 184.

<sup>3</sup> أنفال حدة خبيزة، تأثير الهيكل المالي على إستراتيجية المؤسسة، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الماجستير، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2012، ص 29.

<sup>4</sup> الياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس وتطبيقات، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2011، ص 387.

اقتصادي يبحث على تعظيم مصلحته الخاصة قبل المصلحة العامة، ومنذ ظهور تكلفة الوكالة أصبح وجود هيكل مالي أمثل بتوازن الوفر الضريبي مع كل من تكلفة الوكالة والإفلاس<sup>1</sup>، وعليه فإن ظهور تكلفة الوكالة إلى جانب تكلفة الإفلاس سوف يؤثر على النسبة المثالية للاقتراض إلى الأموال الخاصة أي سوف يؤثر على مكونات الهيكل المالي الأمثل وبالتالي ظهور تكلفة الوكالة سوف يؤدي إلى انخفاض نسبة الأموال المقترضة داخل الهيكل المالي<sup>2</sup>.

**نظرية الإشارة :**

تقوم هذه النظرية على فرضية انعدام تماثل المعلومة التي تميز الأسواق المالية، إذ أن المعلومات التي تنشرها المؤسسات (المسيرين) ليست بالضرورة معلومات حقيقية، كما تؤكد هذه النظرية على أن مسيري المؤسسات الأحسن أداء هي التي تستطيع إصدار إشارات خاصة وفعالة تميزها عن غيرها من المؤسسات الأقل أداء، بحيث يمكن أن تكون الإشارة، تركيبة رأس المال، توزيعات الأرباح... الخ.<sup>3</sup>

وقد بنيت هذه النظرية على أساس نموذجين أساسيين هما :

#### أ- نموذج Ross :

يعود تطبيق نظرية الإشارة إلى أعمال Ross سنة 1977 وتستند إلى وجود عدم تماثل في المعلومة بين المسيرين والسوق،<sup>4</sup> والذي يشتمل على فكرتين :

– تكون نفس المعلومة غير متاحة للجميع، فبإمكان مسيري المؤسسة تهيئة معلومات لكن لا تكون متوفرة لدى المستثمرين ؛

– حتى إذا كانت تلك المعلومات متوفرة ومنشورة لدي الجميع فهناك اختلاف في فهمها، أي لا تدرك بنفس الأسلوب والطريقة.

قدم Ross نموذج سنة 1977 فيما يتعلق باستخدام الهيكل المالي كإشارة عن المعلومات الداخلية للمؤسسة بحيث وحسب هذا النموذج يستخدم المسيرون نسبة الاستدانة كمؤشر على ارتفاع أداء المؤسسة، إذ كلما ارتفعت نسبة الاستدانة دل هذا على قدرة المؤسسة على الإيفاء بديونها وبالتالي فهي الأحسن أداء.<sup>5</sup>

<sup>1</sup> أنفال حدة خبيزة، مرجع سبق ذكره، ص 31.

<sup>2</sup> الياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس وتطبيقات، مرجع سبق ذكره، ص 391.

<sup>3</sup> Rifki Samira et Abdessadeq Sadq, op. cit, p 18.

<sup>4</sup> Alain Burlaud, Arnaud Thauvron, Annaick Guyvarc'k, finance,manuel, édition foucher, Paris, 2007, p197.

<sup>5</sup> سمية لزغم، مرجع سبق ذكره، ص 52.

## ب- نموذج Leland و Pyle :

ظهر هذا النموذج سنة 1977، ويقوم على أساس أن المسيرين يعلمون قيمة التدفقات النقدية المستقبلية هذا ما يجعلهم يحتفظون بالأسهم العادية من عدمه حسب قيمة هذه التدفقات، وبالتالي فإن المستثمر الرشيد سيتجه نحو المؤسسة التي يحتفظ مسيرها بنسبة أكبر من الأسهم كدليل على المردودية المستقبلية الجيدة للمؤسسة.<sup>1</sup>

تقترح هذه النظرية نمودجا لمحاولة التعبير عن جودة المؤسسة من خلال هيكلها المالي، فيميز المستثمرون بين كل المؤسسات المتواجدة في السوق ويصنفونها إلى نوعين : A و B، المؤسسات من النوع A أحسن أداء من المؤسسات من نوع B، ومن أجل تصنيف مؤسسة ما في احد الصنفين، يحدد المستثمرون في السوق مستوى حرجا للاستدانة  $D^*$  فترى النظرية أن المؤسسات من النوع الجيد لها القدرة على الاستدانة يصل إلى  $D^*$  والعكس بالعكس.<sup>2</sup>

## 6. نظرية الالتقاط التدريجي :

تعد نظريات التمويل التسلسلي من بين النظريات الحديثة التي تحاول شرح السلوك التمويلي للمؤسسة والتي ظهرت في منتصف الثمانينات من القرن العشرين وبشكل متزامن مع نظرية الوكالة حيث تفترض هذه النظرية وجود ترتيب بين مختلف مصادر التمويل.<sup>3</sup>

يتم التعرف على هذه النظرية من خلال النماذج التي بنيت عليها وهي كما يلي :

## أ- نموذج (Myers و Majluf و Myers) :

ظهرت أول تطورات نظرية (POT) على يد (Majluf و Myers, 1984)، فبحسب هذا النموذج يصلح التمويل التسلسلي في حال كون تكاليف إصدار أسهم جديدة أكبر من تكاليف الاعتماد على الاستدانة وبالتالي فإن المؤسسة تمول استثماراتها أولا بالتمويل الذاتي، ثم تلجأ للاستدانة وفي الأخير تصدر أسهم جديدة.<sup>4</sup>

## ب- نموذج (Williamson, 1988) :

يفترض (Williamson) أن أطراف التعاقد لهم رشادة محدودة وانتهازيون وأن الأصول تتميز بدرجة خصوصية، وتلعب خصوصية الأصول حسه دورا كبيرا في اختيار نوع مصدر التمويل الذي يتم اللجوء إليه فعندما يتعلق الأمر بتمويل أصل ذو خصوصية فإن اللجوء إلى الرفع من رأس المال يبدو أكثر فعالية من

<sup>1</sup> المرجع السابق، ص 52.

<sup>2</sup> الياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي، دار وائل، الأردن، 2006، ص 392-393.

<sup>3</sup> زغود تير، مرجع سبق ذكره، ص 103.

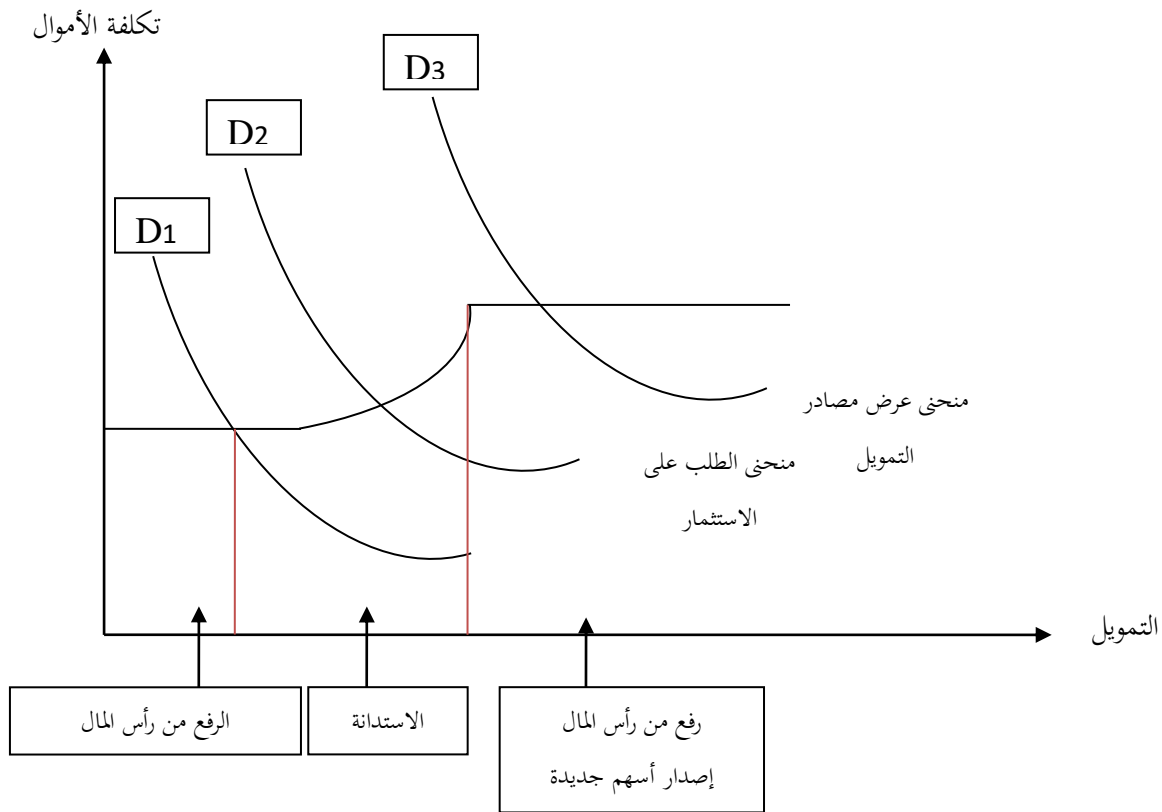
<sup>4</sup> Samah Ouni, La relation entre les notations de crédit et la structure du capital dans le contexte de la théorie de Trade off et de Pecking Order, Mémoire de fin d'études Pour l'obtention du diplôme de Mastère, non publié, Université de Tunis, 2004, p 20.

الاستدانة، فمثلاً إذا كان الأصل الخاص هو مشروع بحث وتطوير، يكون ذلك مقبولاً أكثر من قبل المساهمين منه من قبل المقرضين لأن هذا الأصل قد لا يولد المردودية المنتظرة في المواعيد المحددة، أما إذا تعلق الأمر بتمويل أصل غير خاص تكون الاستدانة المصدر الأكثر ملائمة لأنه من المحتمل أن يولد إيرادات بشكل منتظم.<sup>1</sup>

ت- نموذج (Myers, 1990) :

افترض (Myers) أن المسيرين يسعون إلى تعظيم ثروة المؤسسة ويتحقق هذا من خلال زيادة الأموال الخاصة والفوائض التنظيمية، أي أن الزيادة في رأس المال يكون أفضل من الاستدانة إذا كان اللجوء إلى التمويل الخارجي ضروري، وفي حالة ما إذا ما كان التمويل الخارجي غير ضروري فإن المؤسسة تفضل الاحتفاظ بالأرباح بدلاً من اللجوء إلى سياسة زيادة رأس المال التي تفرض توزيع مكافآت رأس المال إضافية وبالتالي يفضل التمويل الذاتي على رفع رأس المال، ومنه ترتب المؤسسة مصادر التمويل : التمويل الذاتي أولاً ثم الرفع في رأس المال ثم الاستدانة أخيراً.<sup>2</sup>

الشكل (3-1) : تمثيل بياني لتكلفة التمويل حسب نظرية التسلسل الهرمي لمصادر التمويل



المصدر : محمد شعبان، نحو اختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة بومرداس، 2010، ص 89.

<sup>1</sup> الياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي دروس وتطبيقات، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2006، ص 430-431.

<sup>2</sup> المرجع السابق، ص 169-170.

وبالتالي فخلاصة هذه النظرية أن المؤسسات تفضل تمويل استثماراتها عن طريق التمويل الذاتي، ثم بعد ذلك تلجأ للاستدانة ولا تستعمل الرفع من رأس المال إلا بشكل استثنائي.<sup>1</sup>

### المبحث الثاني : الدراسات السابقة ذات الصلة بالموضوع

قصد الإحاطة أكثر بموضوع بحثنا، وبعد الاطلاع على مجموعة من البحوث العلمية السابقة والتي هي ذات صلة بالموضوع تم اختيار عدد من المذكرات والمقالات التي قمنا بتلخيصها بذكر أهم النقاط المتوصل إليها وقسمنا هذا المبحث إلى ما يلي :

#### المطلب الأول : عرض الدراسات

سنتناول في هذا المطلب عرض بعض الدراسات السابقة ذات الصلة بالموضوع، والمتمثلة في دراسات عربية وأخرى أجنبية.

#### الفرع الأول : الدراسات العربية

1- دراسة مفيدة يجاوي بعنوان "تحديد الهيكل المالي الأمثل في المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية"  
2002.<sup>2</sup>

تدور الإشكالية حول "ما هي محددات الهيكل المالي الأمثل في المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية".  
هدفت الدراسة إلى تسليط الضوء على مسار عملية التمويل وإنعكاساتها والإختلالات المالية في المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية.

خلصت الدراسة إلا أنه لا يمكن تحديد صيغة عامة للهيكل المالي الذي تطبقه كل المؤسسات، كذلك الهيكل المالي في المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية يمكن أن يعتمد في البداية على التمويل الذاتي ويحاول تحقيق

<sup>1</sup> إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي، مرجع سبق ذكره، ص175.

<sup>2</sup> مفيدة يجاوي، تحديد الهيكل المالي الأمثل في المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية، مجلة العلوم الإنسانية، العدد الثالث، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2002.

مستوى مقبول من المردودية الاقتصادية التي تسمح لها بالتوجه إلى التمويل بالديون، أيضا تحديد الهيكل المالي وحده غير كاف، بل يجب يكون متنوع بالاستخدام الأمثل للأموال المحصل عليها.

## 2- دراسة يوسف قريشي بعنوان " ما هي الخصائص العامة المحددة لسياسة تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر؟ أي ما هي طبيعة ومميزات السلوك التمويلي لهذه المؤسسات؟ " 2005.<sup>1</sup>

تدور الإشكالية الدراسة في التساؤل الرئيسي التالي " ما هي المحددات الرئيسية التي تميز هيكل التمويل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر".

هدفت هذه الدراسة إلى دراسة المتغيرات المفسرة لهيكل التمويل من خلال الوقوف على طبيعة سياسة التمويل التي تميز المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، من خلال تطبيق الدراسة على عينة مكونة من 128 مؤسسة صغيرة ومتوسطة خلال الفترة 2001-2003، حيث إستخدم الباحثان أسلوب الانحدار المتعدد لاختبار العلاقة بين المتغير التابع الهيكل المالي والمتغيرات المستقلة : حجم المؤسسة، المردودية، حجم الضمانات نمو المؤسسة، وطبيعة القطاع.

خلصت الدراسة إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل الاقتراض طويل الأجل وكل من متغير معدل المردودية، معدل النمو وحجم الضمانات وبالتالي هذه المتغيرات تلعب دورا ملموسا في تفسير المتغير التابع (معدل الاقتراض طويل الأجل)، كذلك عدم وضوح تأثير كل من متغيرات حجم المؤسسة وحجم الضمانات على المتغير التابع (اجمالي الديون).

## 3- دراسة تبر زغود بعنوان "محددات سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية"، 2009.<sup>2</sup>

تدور إشكالية الدراسة الرئيسية حول "ما هي العوامل المحددة لسياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية بالقطاعين العام والخاص في الجزائر".

هدفت الدراسة إلى بناء نموذج لتفسير السلوك التمويلي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية بالقطاعين العام والخاص في الجزائر وكذلك الكشف عن أهم الصعوبات التي تعاني منها مؤسسات القطاع الخاص في الجزائر فيما يخص سياسة الاقتراض من البنوك وذلك من خلال تطبيق الدراسة على عينة من المؤسسات الاقتصادية بالقطاعين خلال الفترة 2003-2007، وقد إستخدمت الباحثة المنهج الوصفي لتحليل ظاهرة إختيار المؤسسة هيكلها المالي والعوامل المحددة له، كما تم الاعتماد أيضا على أدوات الإحصاء الوصفي والإحصاء الاستدلالي لتحليل البيانات التي تم جمعها.

<sup>1</sup> يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره.

<sup>2</sup> تبر زغود، مرجع سبق ذكره.

توصلت الباحثة إلى أن كل من معدل المردودية الاقتصادية، معدل النمو، حجم المؤسسة وتكلفة الاستدانة تلعب دورا جوهريا في تفسير سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، كذلك من نتائج الدراسة أن النظرية المالية الحديثة للتمويل قادرة على تفسير سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية لكنها تعتبر غير كافية، وأن الهياكل التمويلية للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية هي هياكل مفروضة وليست مختارة.

#### 4- دراسة حمزة غربي بعنوان "محددات الهيكل المالية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة"، 2010.<sup>1</sup>

تدور إشكالية الدراسة في التساؤل الرئيسي التالي "ما هي محددات الهيكل المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وخاصة منها الجزائرية في ظل إشكالية التمويل التي تعاني منها هذه المؤسسات".

الهدف من الدراسة إبراز مكانة المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر، وكذلك معرفة محددات الهيكل المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، ومعرفة اثر إشكالية التمويل في الجزائر، حيث استخدم الباحث المنهج الوصفي والمنهج التحليلي للمعطيات لإيجاد وتحليل المتغيرات المؤثرة بصفة مباشرة وغير مباشرة في مفهوم الهيكل المالية وتطبيقها ميدانيا، وتحديد أهم محددات الهيكل المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية.

ومن أهم النتائج المتوصل إليها :

- أظهرت الدراسة الدور البارز الذي تلعبه هذه المؤسسات في الاقتصاد، حيث تساهم في القضاء على البطالة من خلال مساهمتها الكبيرة في التشغيل ؛
- تعاني المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من إشكالية في تمويلها، وذلك راجع إلى عدة عوامل، من بينها هشاشة العلاقة بين البنك والمؤسسة، غياب البورصة وثقل العبء الضريبي ؛
- أظهرت الدراسة أن كل من المردودية، الحجم، الضمانات والشكل القانوني تؤثر في الهيكل المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية.

#### 5- دراسة هاجر عدوي بعنوان " محددات الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية"، 2011.<sup>2</sup>

تدور إشكالية الدراسة في التساؤل الرئيسي التالي " ما هي العوامل المؤثرة على تحديد الهيكل المالي الأمثل في المؤسسة الاقتصادية".

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد العوامل المحددة للهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية بصفة عامة، ومؤسسة سونلغاز بصفة خاصة، وقياس المتغيرات المستقلة التي يمكن أن تؤثر على الهيكل المالي، حيث تم إتباع المنهج

<sup>1</sup> حمزة غربي، محددات الهيكل المالية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة، مذكرة ماجستير غير منشورة، المدرسة العليا للتجارة الجزائر، 2010.

<sup>2</sup> هاجر عدوي، مرجع سبق ذكره.

التحليلي الوصفي لعرض وتحليل مختلف المعلومات المتعلقة بالموضوع، كما تم اعتماد المنهج الإحصائي في تحليل البيانات المتعلقة بالجانب التطبيقي لهذه الدراسة.

خلصت الدراسة إلى أن الهيكل التمويلي للمجمع يعتمد بالدرجة الأولى على الأموال الخاصة وبصفة ضئيلة على الديون كذلك وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين حجم المؤسسة والهيكل المالي، وعلاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين معدل المردودية والهيكل المالي وهذا يعني أن حجم المؤسسة ومعدل المردودية هما المحددين الرئيسيين للهيكل المالي.

6- دراسة غازي فلاح المومني وعلي محمود حسن بعنوان "محددات اختيار الهيكل المالي بشركات الأعمال" 2011.<sup>1</sup>

تدور إشكالية الدراسة في التساؤل الرئيسي التالي " هل يوجد أثر بين الهيكل المالي والمؤشرات المالية الخاصة بالشركة (حجم الشركة، العائد على الأصول، هيكل الأصول ومعدل النمو) ؟ هل يوجد أثر بين الهيكل المالي ومستوى كفاءة سوق رأس المال المتمثلة في (معدل الفائدة، معدل الضرائب والقيمة السوقية للأسهم بسوق رأس المال)".

هدفت الدراسة إلى معرفة مدى اعتماد قرارات المديرين الماليين بالشركات على العوامل الخاصة بالشركة والمتمثلة في ( الحجم، هيكل الأصول، العائد على الأصول ومعدل النمو) والعوامل الخاصة بالسوق والمتمثلة في (معدل الضريبة، معدل الفائدة والقيمة السوقية للأسهم بسوق رأس المال) في اختيار وتحديد نسبة الدين للشركات أجريت هذه الدراسة على شركات قطاع الخدمات المدرجة في سوق عمان المالي 54 شركة خلال الفترة 1996-2007، وقد استخدم الباحثان نموذج الانحدار المتعدد لمعرفة اثر هذه العوامل في الهيكل المالي مقاسا بنسبة (إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول).

خلصت الدراسة إلى وجود أثر ذي دلالة إحصائية بين العوامل الخاصة بالشركة والمتمثلة في (الحجم، هيكل الأصول، العائد على الأصول ومعدل النمو)، حيث إن حجم الشركة وهيكل الأصول كان له أثر إيجابي في مقاييس الهيكل المالي، في حين كان لمعدل العائد على الأصول أثر سلبي في مقاييس الهيكل المالي، أما معدل النمو فقد كان له أثر إيجابي في الهيكل المالي، ومن جهة أخرى أثبتت النتائج عدم وجود أثر العوامل الخاصة بسوق رأس المال والمتمثلة في (معدل الضريبة، معدل الفائدة والقيمة السوقية للأسهم بسوق رأس المال)، في قرارات المديرين الماليين في الشركات، وأن هذه العوامل لا تفسر التغيرات التي تحدث في الهيكل المالي.

<sup>1</sup> دراسة غازي فلاح المومني وعلي محمود حسن، محددات اختيار الهيكل المالي بشركات الأعمال، مجلة الدراسات العلوم الإدارية، المجلد 38، العدد 2، جامعة الأردن 2011.



7- دراسة غنية بوربيعة بعنوان " محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة"، 2012.<sup>1</sup> تدور إشكالية الدراسة في التساؤل الرئيسي التالي " كيف تتحكم وتؤثر العوامل التي يتم على أساسها التوليف بين مصادر التمويل في اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة الذي يسمح برفع القيمة السوقية للمؤسسة".

هدفت الدراسة إلى التعرف على أهم المصادر التمويلية للمؤسسة الاقتصادية وقياس تكلفة كل مصدر وإستعراض وإبراز أهمية وجود الدراسات التي تهتم بالاختيار الأمثل للهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية وكذلك تحديد أهم المحددات الكيفية والكمية لاختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة الاقتصادية، أجريت هذه الدراسة على مؤسسة الأشغال و التركيب الكهربائي فرع سونلغاز خلال الفترة 2006-2010.

خلصت الدراسة إلى أن إعتتماد المؤسسة على الاستدانة بشكل كبير في هيكلها المالي لا يؤدي بالضرورة إلى فشل المؤسسة وهشاشة هيكلتها المالية، كذلك المحددات المعتمدة في اختيار الهيكل المالي للمؤسسة تتفاوت أهميتها من مؤسسة إلى أخرى وحتى في المؤسسة بحد ذاتها طيلة فترة حياتها، وأيضا يعتبر التمويل الذاتي أفضل وسيلة للتمويل وأقلها تكلفة، لكن يكون في معظم الأحيان غير كاف لتغطية إحتياجات المؤسسة.

### الفرع الثاني : الدراسات الأجنبية

1- دراسة Faris AL Shubiri بعنوان "Determinants of Capital Structure Choice"، 2010.<sup>2</sup>

تدور إشكالية الدراسة في التساؤل الرئيسي التالي "ما هي محددات هيكل رأس مال الشركات الأردنية الصناعية".

هدفت هذه الدراسة إلى فحص محددات هيكل رأس المال للشركات الصناعية الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي خلال الفترة 2004-2007، حيث شملت العينة 59 شركة صناعية، حيث إستخدم الباحث نموذج الانحدار الخطي البسيط والمتعدد لتحليل العلاقة بين هذه المحددات والدين معبرا عنه بمجموع الديون/مجموع الأصول.

خلصت الدراسة في الأخير إلى وجود علاقة إيجابية ذو دلالة إحصائية ما بين حجم الشركة، هيكل الأصول، معدل النمو والضريبة مع درجة المديونية، كما أظهرت وجود علاقة سالبة وذو دلالة إحصائية ما بين

<sup>1</sup> غنية بوربيعة، محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة الجزائر 3، 2012.

<sup>2</sup>Faris AL Shubiri , **Determinants of Capital Structure Choice**, Magazine An-Najah, Vol 24(8), University for Graduate Studies, 2010

العائد على الأصول ودرجة المديونية، كما أظهرت النتائج أيضا عدم وجود علاقة ذو دلالة إحصائية بين (عمر الشركة، هيكل الأصول ومخاطر الشركة) كمتغيرات مستقلة مع درجة الدين.

2- دراسة Pozniak Laetitia بعنوان "Déterminants des choix de financement et profils de PME"، 2010.<sup>1</sup>

تدور إشكالية الدراسة في التساؤل الرئيسي التالي " ما هي محددات الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة البلجيكية ".

هدف الباحث في هذه الدراسة إلى تحديد خصائص الهيكل المالي، وكذلك لدراسة خيارات التمويل لعينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة البلجيكية الغير مدرجة في السوق المالي، حيث شملت العينة 359 شركة بلجيكية، إستخدم الباحث المنهج الاستقرائي و نموذج الانحدار الخطي المتعدد للوصول إلى النتائج.

خلصت الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم المؤسسة ونسبة الديون، كذلك وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الأصول الثابتة ونسبة الديون، كما خلص الباحث أيضا إلى أن درجة التمويل الذاتي تؤثر سلبا على إستخدام الديون وهذا ما يتوافق مع نظرية التمويل التدريجي.

### المطلب الثالث : موقع الدراسة من الدراسات السابقة

من خلال عرض للدراسات السابقة ذات الصلة بالموضوع، يمكننا توضيح موقع الدراسة الحالية من الدراسات السابقة في الجدول التالي :

الجدول (1-1) : يوضح مقارنة الدراسات السابقة

الدراسة	الهدف	عينة الدراسة	متغيرات الدراسة	ادوات التحليل الاحصائي	النتائج
حمزة غربي	إبراز مكانة المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر، وكذلك معرفة محددات الهيكل المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، ومعرفة اثر إشكالية التمويل في الجزائر.	456 مؤسسة صغيرة ومتوسطة.	المتغير التابع (معدل استنادة الكلية - معدل الاستنادة ط والمتوسطة المتغيرات المستقلة (حجم المؤسسة، المردودية، هيكل الاصول، الشكل القانوني، قطاع النشاط).	- الانحدار الخطي المتعدد - نموذج التحليل التمييزي	أظهرت الدراسة الدور البارز الذي تلعبه هذه المؤسسات في الاقتصاد، تعاني المؤسسات الصغيرة و المتوسطة من إشكالية في تمويلها، كل من المردودية، الحجم، الضمانات والشكل القانوني تؤثر في الهيكل المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية.

<sup>1</sup> Pozniak Laetitia, **Déterminants des choix de financement et profils de PME**, Memorandum of unpublished Ph.D, Université de Mons-Hainaut, 2010.

<p>كل من معدل المردودية الاقتصادية، معدل النمو، حجم المؤسسة وتكلفة الاستدانة تلعب دورا جوهريا في تفسير سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، وأن الهياكل التمويلية للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية هي هياكل مفروضة وليست مختارة.</p>	<p>أسلوب الانحدار التدريجي</p>	<p>المتغير التابع (الهيكل المالي بصورة الثلاث) المتغيرات المستقلة(الحجم، المخاطر التشغيلية، طبيعة القطاع، تكلفة الاستدانة، عمر المؤسسة).</p>	<p>عينة من المؤسسات الاقتصادية بالقطاعين العام والخاص، خلال الفترة 2003-2007</p>	<p>بناء نموذج لتفسير السلوك التمويلي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية بالقطاعين العام والخاص و الكشف عن أهم الصعوبات التي تعاني منها مؤسسات القطاع الخاص في الجزائر فيما يخص سياسة الاقتراض من البنوك.</p>	<p>تبر زغود</p>
<p>أن الهيكل التمويلي للمجمع يعتمد بالدرجة الأولى على الأموال الخاصة وبصفة ضئيلة على الديون كذلك وجود علاقة طردية بين حجم المؤسسة والهيكل المالي، وعلاقة عكسية بين معدل المردودية والهيكل المالي</p>	<p>نموذج الانحدار التدريجي</p>	<p>المتغير التابع(الهيكل المالي) المتغيرات المستقلة(المؤسسة المردودية، هيكل الأصول، معدل النمو، تكلفة الاقتراض وطبيعة القطاع).</p>	<p>دراسة حالة الشركة الجزائرية للكهرباء، خلال الفترة 2002-2007</p>	<p>هدفت هذه الدراسة إلى تحديد العوامل المحددة للهيكل المالي لمؤسسة سونلغاز، وقياس المتغيرات المستقلة التي يمكن أن تؤثر على الهيكل المالي.</p>	<p>هاجر عدوي</p>
<p>خلصت الدراسة إلا أنه لا يمكن تحديد صيغة عامة للهيكل المالي الذي تطبقه كل المؤسسات، أيضا تحديد الهيكل المالي وحده غير كاف، بل يجب يكون متنوع بالاستخدام الأمثل للأموال المحصل عليها.</p>	<p>مقاييس التشتت</p>	<p>المتغير التابع (الهيكل المالي) المتغيرات المستقلة (المردودية، تكلفة المخاطرة).</p>	<p>مجموعة من المؤسسات العمومية الاقتصادية سنة 2002</p>	<p>هدفت الدراسة إلى تسليط الضوء على مسار عملية التمويل وانعكاساتها والإختلالات المالية في المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية.</p>	<p>مفيدة مجاوي</p>
<p>عدم وجود علاقة بين معدل الاقتراض طويل الأجل وكل من متغير معدل المردودية، معدل النمو وحجم الضمانات ي كذلك عدم وضوح تأثير كل من متغيرات حجم المؤسسة وحجم الضمانات على المتغير التابع(اجمالي الديون).</p>	<p>أسلوب الانحدار المتعدد</p>	<p>المتغير التابع (الهيكل المالي بصورة الثلاث) المتغيرات المستقلة (حجم المؤسسة، المردودية، هيكل الاصول، نمو المؤسسة وطبيعة القطاع).</p>	<p>128 مؤسسة صغيرة ومتوسطة خلال الفترة 2001-2003</p>	<p>هدفت هذه الدراسة إلى دراسة المتغيرات المفسرة لهيكل التمويل من خلال الوقوف على طبيعة سياسة التمويل التي تميز المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر</p>	<p>يوسف قريشي</p>
<p>وجود أثر ذي دلالة إحصائية بين العوامل الخاصة بالشركة في مقاييس الهيكل المالي، ومن جهة أخرى أثبتت النتائج عدم وجود أثر العوامل الخاصة بسوق رأس المال في قرارات المديرين الماليين في الشركات، وأن هذه العوامل لا تفسر التغيرات التي تحدث في الهيكل المالي.</p>	<p>نموذج الانحدار المتعدد</p>	<p>المتغير التابع (اجمالي الديون/اجمالي الاصول- اجمالي الديون/حقوق الملكية) المتغيرات المستقلة(العائد على الاصول، معدل النمو، معدل الضريبة، معدل الفائدة..الخ).</p>	<p>شركات قطاع الخدمات المدرجة في سوق عمان المالي 54 شركة، خلال الفترة 1996-2007</p>	<p>هدفت الدراسة إلى معرفة مدى اعتماد قرارات المديرين الماليين بالشركات على العوامل الخاصة بالشركة والعوامل الخاصة بالسوق في اختيار وتحديد نسبة الدين للشركات</p>	<p>غازي فلاح المومني وعلي محمود</p>

أن اعتماد المؤسسة على الاستدانة بشكل كبير في هيكلها المالي لا يؤدي بالضرورة إلى فشل المؤسسة وهشاشة هيكلتها المالية، وأيضاً يعتبر التمويل الذاتي أفضل وسيلة للتمويل وأقلها تكلفة، لكن يكون في معظم الأحيان غير كاف لتغطية إحتياجات المؤسسة.	ادوات التحليل المالي	المتغير التابع (الهيكل المالي) المتغيرات المستقلة) ملاءمة المؤسسة، نمو المؤسسة، حجم المؤسسة، (المردودية)	دراسة حالة مؤسسة الأشغال والتركيب الكهربائي فرع سونلغاز خلال الفترة 2006-2010	هدفت الدراسة إلى التعرف على أهم المصادر التمويلية للمؤسسة الاقتصادية وقياس تكلفة كل مصدر وكذلك تحديد أهم المحددات الكيفية والكمية لاختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة الاقتصادية	بوربيعة غنية
وجود علاقة إيجابية حجم الشركة، هيكل الأصول، معدل النمو والضريبة مع درجة المديونية، كما أظهرت النتائج أيضاً عدم وجود (عمر الشركة، هيكل الأصول ومخاطر الشركة) مع درجة الدين.	. نموذج الانحدار الخطي البسيط والمتعدد	المتغير التابع (الهيكل المالي) المتغيرات المستقلة (الحجم، هيكل الأصول، معدل الضريبة، معدل النمو، العمر، مخاطر المؤسسة)	59 شركة صناعية مدرجة في سوق عمان المالي، فترة 2004-2007	هدفت هذه الدراسة إلى فحص محددات هيكل رأس المال للشركات الصناعية الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي	Faris AL Shubiri
خلصت الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم المؤسسة ونسبة الديون، كذلك وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الأصول الثابتة ونسبة الديون	نموذج الانحدار الخطي البسيط والمتعدد	المتغير التابع (الهيكل المالي) المتغيرات المستقلة (حجم المؤسسة، هيكل الأصول، (المردودية).	359 شركة بلجيكية غير مدرجة في السوق المالي	هدف الباحث في هذه الدراسة إلى تحديد خصائص الهيكل المالي، وكذلك لدراسة خيارات التمويل لعينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة البلجيكية الغير مدرجة في السوق المالي.	Pozniak Laetitia

المصدر: من إعداد الطالب بناء على الدراسات السابقة.

من خلال الجدول أعلاه يمكن توضيح موقع الدراسة الحالية من الدراسات السابقة في النقاط التالية :

✓ تتشابه الدراسة الحالية مع معظم الدراسات السابقة من حيث الإطار النظري، حيث نرى أن جميع الدراسات أعطت مفهوم للهيكل المالي وكذلك محددات الهيكل المالي، كما تطرقت أيضاً إلى أهم النظريات المفسرة للهيكل المالي، تتشابه الدراسة الحالية مع الدراسات السابقة، حيث لا توجد أي دراسة أجريت على القطاع البترولي.

✓ رغم تشابه الدراسة الحالية مع الدراسات السابقة إلا أنها تختلف عنها من حيث طريقة المعالجة التي اعتمدت عليها الدراسة الحالية والدراسات السابقة، كما يظهر الاختلاف في عينات الدراسة المدروسة، البرنامج المستخدم في الوصول إلى النتائج و الفترة الزمنية التي أجريت فيها تلك الدراسات حيث لا توجد أي دراسة من الدراسات السابقة شملت الفترة الحالية (2011-2014).

## خلاصة الفصل

حاولنا من خلال هذا الفصل التطرق للأسس النظرية المتعلقة بالهيكل المالي، حيث قمنا بتوضيح المفاهيم المتعلقة به، أهم العوامل أو المحددات المتحكمة فيه وأهم النظريات المالية المفسرة له.

لقد تمكنا من استخلاص عدة نقاط من دراستنا للهيكل المالي ومن أهمها :

- أن المؤسسة تمويل احتياجاتها المالية من خلال مصدرين أساسيين وهما الأموال الخاصة والديون، وهذا ما يعرف بالهيكل المالي ؛
- الهيكل المالي الأمثل هو ذلك الهيكل الذي يؤدي إلى تدنئة تكلفة رأس المال إلى أقصى حد ممكن وبالتالي تعظيم قيمة المؤسسة ؛
- العوامل المحددة للهيكل المالي متعددة في المؤسسات الاقتصادية ؛
- يكتسي الهيكل المالي أهمية كبيرة في مجال النظرية المالية، كونه يعكس قراراتها التمويلية التي تعبر عن كيفية تمويل استثماراتها من المصادر المتاحة أمامها بهدف الحصول على المردودية، وهذه الأخيرة تعد أداة لقياس الفعالية الاقتصادية لنشاط المؤسسة.

وفي الأخير تم التطرق الى مجموعة من الدراسات السابقة التي لها علاقة بموضوع دراستنا، والذي تم من خلالها استعراض لأهم جوانب هذه الدراسات.

الفصل الثاني :  
دراسة تطبيقية لمحددات  
الهيكل المالي

**تمهيد :**

بعد أن تطرقنا في الفصل السابق إلى المفاهيم المتعلقة بالهيكل المالي، محدّداته، والنظريات المفسرة له، وكذا الدراسات السابقة للموضوع، سنحاول في هذا الفصل إسقاط الجانب النظري لمحددات الهيكل المالي على الواقع وذلك من خلال الدراسة التطبيقية التي أخذت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في قطاع الخدمات لولاية ورقلة وهذا للتوصل إلى نتائج الدراسة.

والإلمام أكثر بالجانب التطبيقي للدراسة ارتأينا أن نتناول من خلال هذا الفصل كل من مجتمع، عينة الدراسة، طريقة جمع وتلخيص المعطيات، التعريف بمتغيرات الدراسة وكيفية قياسها، الأدوات الإحصائية والقياسية وبرامج الدراسة المستخدمة في معالجة المعطيات المجمعة، كما سيتم عرض، تحليل، تفسير ومناقشة النتائج.

وبغية تحقيق ذلك واختبار مدى صحة فرضيات الدراسة سنقوم بتقسيم فصل الدراسة التطبيقية إلى مبحثين، حيث سنقدم في المبحث الأول مجتمع وعينة الدراسة وكذا الأدوات المستخدمة في التحليل، أما المبحث الثاني سنعرض فيه النتائج المتوصل إليها ومناقشتها.

## المبحث الأول : الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة

يتناول هذا المبحث وصفا لمجتمع الدراسة وعينتها، وتحديد متغيراتها وكيفية قياسها، وكذلك أداة الدراسة المستخدمة وطرق إعدادها، كل هذا سيتم التطرق له من خلال المطلبين التاليين.

### المطلب الأول : طريقة الدراسة

إن لكل بحث طريقة دراسة معينة يتم الاعتماد عليها وتختلف هذه الأخيرة من بحث لآخر وذلك حسب طبيعة الدراسة، وللإجابة على الإشكالية المطروحة واستخلاص النتائج قمنا بالدراسة الميدانية وذلك من خلال إسقاط الدراسة النظرية على عينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لقطاع الخدمات لولاية ورقلة، سنتطرق إلى عرض الطريقة من خلال تقديم عينة الدراسة وتحديد متغيرات الدراسة.

### الفرع الأول : مجتمع وعينة الدراسة

#### أولا : مجتمع الدراسة

تم اختيار المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لتطبيق الدراسة نظرا لخصوصية هذه المؤسسات خاصة من الجانب المالي حيث عرفها القانون التوجيهي لترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مهما كانت طبيعتها القانونية بأنها مؤسسة إنتاج سلع او خدمات، تشغل من 01 الى 520 عامل ولا يتجاوز رقم اعمالها السنوي 2 مليار دينار، كما ان لا يتجاوز مجموع حصيلتها السنوية 500 مليون دينار وتستوفي معايير الاستقلالية<sup>1</sup>، أي لا يمتلك من رأسمالها نسبة 25% فما أكثر من قبل مؤسسة أو مجموعة مؤسسات أخرى لا ينطبق عليها تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة<sup>2</sup>.

يمكن ذكر أهم خصائص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في النقاط التالية :

✓ صغر رأس مالها واعتمادها على مصادر التمويل الداخلية، أي يعرف هذا النوع بصعوبة الحصول على التمويل الخارجي وذلك خوفا من تدخل الممول في إدارة شؤون العمل، إذا اضطرت لذلك فأنتها تلجأ إلى المصادر غير رسمية ؛

✓ قدرتها العالية على تحقيق الأرباح وذلك لتفريغ صاحب العمل لها ؛

<sup>1</sup> حمزة غربي، مصطفى لقمان، دور المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الحد من مشكلة البطالة في الدول العربية - مع الإشارة إلى حالة الجزائر، الملتقى الدولي حول إستراتيجيات تنظيم ومراقبة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 18-19 أبريل 2012، ص 3.

<sup>2</sup> حسين رحيم، تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، الدورة التدريبية الدولية حول تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة ودورها في الإقتصاديات المغاربية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 23-25 ماي 2003، ص 388.



- ✓ صعوبة الحصول على التمويل، بالإضافة إلى تكاليفه العالية ؛
  - ✓ الحاجة الكبيرة للاستخدام الشخصي ؛
  - ✓ القوانين الضريبية مصدر تأثير سلبي على هذا النوع من المؤسسات فهي تمتص جزء كبير من الأرباح التي تحققها ؛
  - ✓ صعوبة توفير الضمانات اللازمة أو الكافية في البنوك في المراحل الأولى من النشاط وهذا ما يجعلها تعتمد على التمويل الذاتي أو العائلي ؛
  - ✓ دورة حياة قصيرة لأنها تتأثر بأسباب بسيطة، مثلا وفاة صاحب المؤسسة... الخ.
- إذ يمكن القول أن هذا النوع من المؤسسات له خاصية معينة متمثلة في مواردها المحدودة من حيث قدرتها المالية، الإنتاجية والتسويقية، أما عن الخاصية المساعدة فهي مرونتها ووجود علاقات مباشرة وشخصية مع العملاء والعاملين.
- ومنه اشتملت هذه الدراسة على مجموعة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تنشط فعليا والمصرحة بمقر تواجدها ونوعية نشاطها الرئيسي وأسمها.... الخ أي لديها كيان مادي ومعنوي وهذا سنة 2016 والتي بلغ عددها حوالي 4567 مؤسسة، وذلك استنادا إلى المعلومات المقدمة من طرف مديرية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وترقية الاستثمار في ولاية ورقلة.
- ومن خلال هذه المعلومات تمكنا من الحصول على بياناتها المحاسبية من المركز الوطني للسجل التجاري لولاية ورقلة وبالتحديد الإعلانات والنشر بالمركز ومكاتب محافضي الحسابات والمحاسبين المعتمدين، وقد تم الاعتماد على هذا المصدر نظرا للصعوبات التي واجهتها في جمع البيانات من المؤسسات في حد ذاتها، وذلك لاختصار الوقت والجهد كما أنها تتضمن تنوع في العينة من حيث موقعها الجغرافي من مختلف تراب الولاية واحترام لخصوصية هذه المؤسسات التي تم التطرق إليها تم إخضاع هذا المجتمع إلى شروط ومعايير تم وضعها لتمثيل العينة بشكل جيد :
- ✓ تصنيف هذه المؤسسات كونها صغيرة ومتوسطة كلها من خلال عدد العمال ورقم الأعمال من جدول حسابات النتائج ؛
  - ✓ توفر هذه المؤسسة على جميع البيانات المطلوبة في الدراسة.

ثانيا : عينة الدراسة

بعد مراعاة المعايير السابقة تم تشكيل عينة الدراسة من مجموعة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حيث تم إختيار قطاع الخدمات لولاية ورقلة وتم الوصول إلى عدد 30 مؤسسة المكونة لعينة الدراسة، وفرت 120 مشاهدة متمثلة في القوائم المالية ( الميزانية وجدول الحسابات النتائج ) لسنوات الدراسة 2011 إلى 2014.

### الفرع الثاني : جمع البيانات ومعطيات الدراسة

بغرض الوصول إلى الأهداف المسطرة للدراسة واختبار الفرضيات تم جمع المعطيات اللازمة والمتمثلة في :

❖ **البيانات الأولية :** تتمثل في المعطيات والبيانات والقوائم المالية من ميزانيات وجداول حسابات النتائج للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة خلال فترة الدراسة.

❖ **البيانات الثانوية :** وتتمثل في الكتب والمجالات بالإضافة إلى الدراسات والمقالات السابقة المتعلقة بالموضوع.

### المطلب الثاني : متغيرات الدراسة والأدوات المستخدمة في التحليل

سنتناول في هذا المطلب متغيرات الدراسة وطرق قياسها والأدوات المستخدمة في التحليل.

#### الفرع الأول : تحديد متغيرات الدراسة

أولا : المتغير التابع

يمثل الهيكل المالي المتغير التابع لنموذج الدراسة، وهو متغير كمي يتطلب لقياسه معلومات ذات طبيعة مالية والمتمثلة في مخرجات المؤسسة من القوائم المالية وهذا بغرض تقييم الهيكل المالي لعينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في قطاع الخدمات لولاية ورقلة.

ثانيا : المتغيرات المستقلة

على ضوء تحليل الدراسة وهدفها تم الإعتماد على مجموعة من المحددات لدراسة الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة والمتمثلة في ما يلي :

المردودية المالية، هيكل الأصول، معدل النمو، حجم المؤسسة وعمر المؤسسة.

ثالثا : قياس متغيرات الدراسة

أ. قياس معدل الهيكل المالي :

معدل الهيكل المالي = إجمالي الديون / إجمالي الأصول.

ب. قياس المتغيرات المستقلة :

- المردودية المالية = النتيجة الصافية/الأموال الخاصة ؛
- هيكل الأصول = الأصول الثابتة/ إجمالي الأصول ؛
- معدل النمو = رقم أعمال السنة الحالية - رقم أعمال السنة الماضية/رقم أعمال السنة الماضية ؛
- حجم المؤسسة = لوغاريتم إجمالي الأصول كمقياس لحجم المؤسسة ؛
- عمر المؤسسة = 2011- تاريخ التأسيس.

### الفرع الثاني : الأساليب والأدوات الإحصائية المعتمدة

للإجابة على تساؤلات الدراسة واختبار الفرضيات الخاصة بالموضوع تم استعمال مجموعة من الأدوات

الإحصائية القياسية والمؤشرات المالية المتمثلة فيما يلي :

الإحصاء الوصفي : والذي هو علم استنباط الحقائق من الأرقام بطريقة علمية.

الإحصاء الاستدلالي : وهو يعبر عن مجموعة الطرق للتعرف على خصائص المجتمع من خلال عينة عشوائية من

هذا المجتمع معتمدة على طرق إحصائية محددة، مستخدمين الوسييلتين التقدير واختبار الفروض والتي تم التعبير عنه

بأهم العلاقات الإحصائية.

ومن أجل حساب وتقدير ما سبق تم الاستعانة بالبرامج التالية :

برامج الجدول الإلكتروني (Microsoft Excel 2007) وبرنامج (Eviews 9.0).

المبحث الثاني : عرض النتائج ومناقشتها

سنتناول في هذا المبحث مطلبين، الأول يتمثل في عرض النتائج المتعلقة بمحددات قياس الهيكل المالي، أما في المطلب الثاني سنتعرض لتحليل، تفسير ومناقشة نتائج الدراسة.

نحاول في هذا المبحث عرض النتائج التطبيقية لتحليل الإرتباط والإنحدار لإختبار القدرة التفسيرية لمحددات الهيكل المالي، وذلك بعرض الوسائل التوضيحية اللازمة لذلك.

المطلب الأول : عرض نتائج الدراسة

سنعرض من خلال هذا المطلب نتائج الدراسة المتوصل إليها بناء على المعلومات التي تم جمعها وتلخيصها ومعالجتها.

الفرع الأول : نتائج تحليل الإرتباط

## الجدول (1-2) : يوضح تحليل الإرتباط بين محددات الهيكل المالي

Covariance Analysis: Ordinary Date: 04/25/16 Time: 00:26 Sample: 2011 2014 Included observations: 120						
Correlation Probability	tdt	roa	gar	croiss	taille	age
tdt	1.000000 ----					
Roa	0.036536 0.6920	1.000000 ----				
Gar	0.361656 0.0000	0.028686 0.7558	1.000000 ----			
Croiss	0.145589 0.1126	-0.000645 0.9944	0.129034 0.1601	1.000000 ----		
Taille	-0.328558 0.0002	-0.185929 0.0420	-0.322653 0.0003	-0.108055 0.2401	1.000000 ----	
age	-0.100355 0.2755	-0.080169 0.3841	-0.172071 0.0602	0.075318 0.4136	0.429127 0.0000	1.000000 ----

المصدر : من إعداد الطالب بالإعتماد على برنامج Eviews 9.0

تبين إشارة معامل الارتباط السالبة والموجبة طبيعة العلاقة بين المتغيرين، عكسية أو طردية على التوالي، بينما تبين قيمة معامل الارتباط  $r$  قوة العلاقة بين المتغيرين، لكن قبل أن نراعي إلى قيمة المعامل لابد من دراسة الدلالة الإحصائية له، حيث يمكن أن يعطي  $r$  قيمة للارتباط، بينما لا توجد دلالة إحصائية في الواقع بين هذين المتغيرين (قيمة عشوائية)، من أجل ذلك نقارن القيمة الاحتمالية  $prob$  بمستوى المعنوية 5% المعتمد، حيث إذا كانت قيمة  $prob$  أقل من 0.05 فإن قيمة معامل الارتباط تختلف معنويًا عن الصفر، أي توجد دلالة إحصائية للارتباط الخطي بين المتغيرين.

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه بأن هناك علاقة طردية ذات دلالة إحصائية لمعامل الارتباط ما بين الهيكل المالي TDT و هيكل الأصول GAR، حيث بلغت درجة الارتباط بين هذين المتغيرين 0.361 عند مستوى معنوية (0.000) وهي أقل من مستوى المعنوية المعتمد وهو 0.05، حيث أن الزيادة في هيكل الأصول يكون له أثر إيجابي على الهيكل المالي.

نلاحظ كذلك من الجدول (1-2) بأن هناك علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية لمعامل الارتباط ما بين الهيكل المالي TDT وحجم المؤسسة TAILLE، حيث بلغت درجة الارتباط بين هذين المتغيرين -0.328 عند مستوى معنوية (0.000) وهي أقل من مستوى المعنوية المعتمد وهو 0.05، حيث أن الزيادة في حجم المؤسسة يكون له أثر سلبي على الهيكل المالي.

من نفس الجدول نلاحظ بأن هناك علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية لمعامل الارتباط ما بين المردودية المالية ROA وحجم المؤسسة TAILLE، حيث بلغت درجة الارتباط بين هذين المتغيرين -0.185 عند مستوى معنوية (0.042) وهي أقل من مستوى المعنوية المعتمد وهو 0.05، وبالتالي يوجد تأثير لحجم المؤسسة على المردودية المالية.

نلاحظ كذلك من الجدول رقم (1-2) بأن هناك علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية لمعامل الارتباط ما بين هيكل الأصول GAR وحجم المؤسسة TAILLE، حيث بلغت درجة الارتباط بين هذين المتغيرين -0.322 عند مستوى معنوية (0.000) وهي أقل من مستوى المعنوية المعتمد وهو 0.05، وبالتالي يوجد تأثير لحجم المؤسسة على هيكل الأصول.

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه بأن هناك علاقة طردية ذات دلالة إحصائية لمعامل الارتباط ما بين حجم المؤسسة TAILLE وعمر المؤسسة AGE، حيث بلغت درجة الارتباط بين هذين المتغيرين 0.429 عند مستوى معنوية (0.000) وهي أقل من مستوى المعنوية المعتمد وهو 0.05، وبالتالي يوجد تأثير لعمر المؤسسة على حجم المؤسسة.

### الفرع الثاني : نتائج تحليل نموذج البيانات المقطعية لمحددات الهيكل المالي :

تهدف من خلال هذه الدراسة إلى بناء نموذج إحصائي لمحددات الهيكل المالي وذلك باستخدام نموذج البيانات المقطعية من خلال تطبيق ثلاث نماذج هي النموذج التجميعي، نموذج الآثار الثابتة ونموذج الآثار العشوائية

### 1. نموذج الانحدار التجميعي (pooled Regression Model) :

يعتبر هذا النموذج من أبسط نماذج البيانات الطولية حيث تكون فيه جميع المعاملات  $\beta_j$  و  $\beta_0(i)$  ثابتة لجميع الفترات الزمنية (يهمل أي تأثير للزمن) لا يأخذ في الإعتبار إختلاف المؤسسات، بمعنى تجري عملية التقدير كأننا أمام مؤسسة واحدة، بمعنى نتجاهل البعدين، السلاسل الزمنية والمقاطع، ويكون نموذج الانحدار التجميعي بالصيغة الآتية :

$$y_{it} + \sum \beta_j X_j(it) + \varepsilon_{it} \quad i = 1, 2, \dots, N, t = 1, 2, \dots, T$$

### الجدول (2-2) : نتائج نموذج الانحدار التجميعي PRM

Dependent Variable: TDT				
Method: Panel Least Squares				
Date: 04/24/16 Time: 12:57				
Sample: 2011 2014				
Periods included: 4				
Cross-sections included: 30				
Total panel (balanced) observations: 120				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.800383	0.267616	2.990791	0.0034
ROA	-0.001445	0.008441	-0.171228	0.8643
GAR	0.249378	0.080307	3.105288	0.0024
CROISS	0.011955	0.013118	0.911343	0.3640
TAILLE	-0.040721	0.015919	-2.557963	0.0118
AGE	0.004672	0.008889	0.525624	0.6002
R-squared	0.190147	Mean dependent var		0.235649
Adjusted R-squared	0.154627	S.D. dependent var		0.274188
S.E. of regression	0.252099	Akaike info criterion		0.130720
Sum squared resid	7.245168	Schwarz criterion		0.270095
Log likelihood	-1.843203	Hannan-Quinn criter.		0.187321
F-statistic	5.353262	Durbin-Watson stat		0.323413
Prob(F-statistic)	0.000186			

المصدر : مخرجات برنامج Eviews 9.0

## 2. نموذج التأثيرات الثابتة (Fixed effects model) :

في نموذج التأثيرات الثابتة يكون الهدف هو معرفة سلوك كل مجموعة بيانات مقطعية على حدة من خلال جعل معلمة القطع  $\beta_0$  تتفاوت من مجموعة إلى أخرى مع بقاء معاملات الميل  $\beta_j$  ثابتة لكل مجموعة بيانات مقطعية (أي سوف نتعامل مع حالة عدم التجانس في التباين بين المجموع)، وعليه فان نموذج التأثيرات الثابتة يكون بالصيغة الآتية :

$$y_{it} = \alpha_1 + \sum \alpha_d D_d + \sum \beta_j X_j(it) + \varepsilon_{it} \quad i = 1, 2, \dots, N, t = 1, 2, \dots, T$$

## الجدول (2-3) : نتائج نموذج التأثيرات الثابتة FEM

Dependent Variable: TDT				
Method: Panel Least Squares				
Date: 04/24/16 Time: 13:01				
Sample: 2011 2014				
Periods included: 4				
Cross-sections included: 30				
Total panel (balanced) observations: 120				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.026446	0.884302	0.029906	0.9762
ROA	0.003257	0.005066	0.642795	0.5221
GAR	0.455096	0.079334	5.736431	0.0000
CROISS	-0.013111	0.007972	-1.644710	0.1037
TAILLE	-0.017635	0.049963	-0.352956	0.7250
AGE	0.039048	0.011222	3.479619	0.0008
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.833609	Mean dependent var	0.235649	
Adjusted R-squared	0.767053	S.D. dependent var	0.274188	
S.E. of regression	0.132335	Akaike info criterion	-0.968460	
Sum squared resid	1.488578	Schwarz criterion	-0.155442	
Log likelihood	93.10760	Hannan-Quinn criter.	-0.638290	
F-statistic	12.52487	Durbin-Watson stat	1.367231	
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر : مخرجات برنامج Eviews 9.0

## 3. نموذج التأثيرات العشوائية (Random effects model) :

على خلاف نموذج التأثيرات الثابتة يتعامل نموذج التأثيرات العشوائية مع الآثار المقطعية والزمنية على أنها معالم عشوائية وليست معالم ثابتة، ويقوم هذا الافتراض على أن الآثار المقطعية والزمنية هي متغيرات عشوائية مستقلة بوسط يساوي صفر وتباين محدد وتضاف كمكونات عشوائية في حد الخطأ العشوائي للنموذج، ويقوم هذا النموذج على افتراض أساسي وهو عدم ارتباط الآثار العشوائية مع متغيرات النموذج التفسيرية، وتعطى صيغة النموذج العام بالصيغة التالية :

$$y_{it} = \mu + \sum \beta_j X_j(it) + v_i + \varepsilon_{it} \quad i = 1, 2, \dots, N, t = 1, 2, \dots, T$$

الجدول (4-2) : نتائج نموذج التأثيرات العشوائية REM

Dependent Variable: TDT				
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)				
Date: 04/24/16 Time: 13:04				
Sample: 2011 2014				
Periods included: 4				
Cross-sections included: 30				
Total panel (balanced) observations: 120				
Swamy and Arora estimator of component variances				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.640520	0.398844	1.605939	0.1111
ROA	0.002767	0.004990	0.554518	0.5803
GAR	0.392338	0.070978	5.527564	0.0000
CROISS	-0.009004	0.007800	-1.154342	0.2508
TAILLE	-0.045174	0.022995	-1.964503	0.0519
AGE	0.026082	0.009338	2.793084	0.0061
Effects Specification				
			S.D.	Rho
Cross-section random			0.216392	0.7278
Idiosyncratic random			0.132335	0.2722
Weighted Statistics				
R-squared	0.263613	Mean dependent var		0.068907
Adjusted R-squared	0.231316	S.D. dependent var		0.153524
S.E. of regression	0.134601	Sum squared resid		2.065399
F-statistic	8.161993	Durbin-Watson stat		0.952355
Prob(F-statistic)	0.000001			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.118492	Mean dependent var		0.235649
Sum squared resid	7.886215	Durbin-Watson stat		0.249422

المصدر : مخرجات برنامج Eviews 9.0



بعد عرضنا لهذه النماذج الثلاثة سنقوم بتلخيص نتائجها ضمن الجدول الآتي :

الجدول (2-5) : يوضح معلمات نموذج الدراسة المقدر باستخدام النماذج الثلاثة

المتغير التابع: الهيكل المالي tdt			
الفترة: 2011-2014 T= 4 N= 30 مجموع مشاهدات البانل: 120 = 30 × 4 مشاهدة.			
نموذج التأثيرات العشوائية	نموذج التأثيرات الثابتة	نموذج الإنحدار التجميعي	المتغيرات التفسيرية
0.640 (0.111)*	0.026 (0.976)*	0.800 (0.0034)*	<b>Constante</b>
0.002 (0.580)*	0.003 (0.522)*	-0.001 (0.864)*	<b>ROA</b>
0.392 (0.000)*	0.455 (0.000)*	0.249 (0.002)*	<b>GAR</b>
-0.009 (0.250)*	-0.013 (0.103)*	0.011 (0.364)*	<b>CROISS</b>
-0.045 (0.051)*	-0.017 (0.725)*	-0.040 (0.011)*	<b>TAILLE</b>
0.026 (0.006)*	0.039 (0.000)*	0.004 (0.600)*	<b>AGE</b>
0.263	0.833	0.190	<b>R- squared</b>
0.231	0.767	0.154	<b>Adjusted R- squared</b>
0.000	0.000	0.000	<b>Prob ( F- statistic)</b>

\* تمثل القيمة الإحتمالية (Prob) عند مستوى معنوية 5%.

المصدر : من إعداد الطالب بناء على نتائج التقدير

بعد القيام بعرض النماذج الثلاثة سنقوم بإختيار أحسن نموذج وذلك بالإعتماد على كل من إختبار

لاغرونج LM وإختبار هوسمان Hausman.

أ- إختبار لاغرونج LM :

وهو الإختبار الأول في نموذج البيانات المقطعية، ويهدف إلى الإختيار ما بين كل من نموذج الإنحدار التجميعي أو ما بين نموذج التأثيرات الثابتة والعشوائية من خلال إختبار فرضياته، فإذا كانت LM عند مستوى معنوية أقل من 0.05 فإننا نرفض الفرضية  $H_0$  (نموذج الإنحدار التجميعي) ونقبل الفرضية  $H_1$  نموذج التأثيرات الثابتة أو العشوائية، وتعطى فرضيات النموذج كالتالي:

$H_0$ : نموذج الإنحدار التجميعي هو الملائم لتمثيل العلاقة

$H_1$ : نموذج التأثيرات الثابتة أو العشوائية هو الملائم لتمثيل العلاقة

## الجدول (6-2) : إختبار LM

Lagrange Multiplier Tests for Random Effects			
Null hypotheses: No effects			
Alternative hypotheses: Two-sided (Breusch-Pagan) and one-sided (all others) alternatives			
	Test Hypothesis		
	Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	78.55495 (0.0000)	0.908225 (0.3406)	79.46318 (0.0000)

المصدر : مخرجات برنامج Eviews 9.0

من خلال جدول النتائج أعلاه نجد أن  $\text{prob} = 0.000 < 0.05$  ومنه نقبل الفرضية  $H_1$  ونرفض الفرضية  $H_0$  أي أننا نرفض نموذج الإنحدار التجميعي والنموذج الملائم هو نموذج التأثيرات الثابتة أو العشوائية ومن أجل إختيار النموذج الأحسن من بين هذين النموذجين سنقوم بإختبار Hausman.

## ب- إختبار Hausman :

للاختبار بين النموذجين نموذج التأثيرات الثابتة أو العشوائية يستخدم اختبار Hausman في حالة الاختلاف الجوهرى بين التأثيرات الثابتة والعشوائية وهو المدى الذي يرتبط فيه الأثر الفردي بالمتغيرات المستقلة فتستند فرضية عدم على عدم وجود ذلك الارتباط وعندها تكون كل من مقدرات التأثيرات الثابتة والعشوائية متسقة ولكن مقدرة التأثيرات العشوائية تكون هي الأكثر كفاءة، بينما في ظل الفرضية البديلة لوجود الارتباط فإن مقدرة التأثيرات الثابتة هي فقط تكون متسقة وأكثر كفاءة.

وتعطى فرضيات إختبار Hausman كالتالي :

 $H_0$ : نموذج التأثيرات العشوائية هو الملائم لتمثيل العلاقة $H_1$ : نموذج التأثيرات الثابتة هو الملائم لتمثيل العلاقة

## الجدول (7-2) : إختبار Hausman

Correlated Random Effects - Hausman Test			
Equation: Untitled			
Test cross-section random effects			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	8.937308	5	0.1116

المصدر : مخرجات برنامج Eviews 9.0

أشارت نتائج الإختبار إلى أن قيمة  $\text{prob} = 0.111 > 0.05$  وهو ما يعني قبول الفرضية  $H_0$  ورفض الفرضية البديلة  $H_1$  أي أن النموذج الأحسن هو نموذج التأثيرات العشوائية REM بحيث يتبين أن أسلوب تحليل الآثار العشوائية هو أكثر معنوية وكفاءة في تقدير بيانات الدراسة عن أساليب التحليل الأخرى داخل نموذج البيانات المقطعية.

#### ❖ تقدير معاملات النموذج باستخدام نموذج التأثيرات العشوائية :

بعد نتائج اختبار Hausman سوف نقدر معاملات النموذج باستخدام نموذج التأثيرات العشوائية وذلك باستخدام طريقة المربعات الصغرى المعممة بالاعتماد على برنامج Eviews 9.0 والجدول الموالي يوضح ذلك :

الجدول (2-8) : يوضح معاملات النموذج المقدر باستخدام نموذج التأثيرات العشوائية

المتغير التابع: الهيكل المالي TDT	
الفترة: 2011 - 2014 T= 4 N= 30 مجموع مشاهدات البانل: $120 = 30 \times 4$ مشاهدة.	
نموذج التأثيرات العشوائية	المتغيرات التفسيرية
0.640 (0.111)*	Constante
0.002 (0.580)*	ROA
0.392 (0.000)*	GAR
-0.009 (0.250)*	CROISS
-0.045 (0.051)*	TAILLE
0.026 (0.006)*	AGE
0.263	R- squared
0.231	Adjusted R- squared
0.000	Prob ( F- statistic)
-0.021405	E1
-0.154177	E2
-0.119534	E3
-0.106536	E4
-0.010158	E5
-0.279985	E6
-0.189098	E7

-0.190861	E8
-0.095011	E9
-0.102268	E10
0.372512	E11
-0.200023	E12
0.030338	E13
-0.036867	E14
0.458190	E15
-0.285660	E16
0.096430	E17
-0.199692	E18
-0.047124	E19
-0.037450	E20
-0.001126	E21
-0.060808	E22
-0.135986	E23
0.287218	E24
0.029844	E25
0.434762	E26
0.037935	E27
0.525479	E28
0.081737	E29
-0.080675	E30

\* تمثل القيمة الإحتمالية (Prob) عند مستوى معنوية 5%.

المصدر: من إعداد الطالب إنطلاقاً من نتائج التقدير

من خلال الجدول أعلاه يمكن كتابة معادلة النموذج كما يلي :

$$TDT=0.640+0.002ROA+0.392GAR-0.009CROISS-0.045TAILLE+0.026AGE$$

#### ● اختبار جودة التوفيق :

تعتمد اختبار جودة التوفيق على معامل التحديد المتعدد والذي يقوم بدراسة العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة مرة واحدة، كذلك مراعاة معامل التحديد المصحح  $Adjusted R-squared$  والذي يساعد على مدى قبول النموذج الكلي.

ومن خلال نتائج النموذج أعلاه، يمكن ملاحظة أن  $R^2=0.2636$  أي أن المتغيرات المستقلة تفسر 26.36% من التغيرات الكلية للمتغير التابع (الهيكل المالي) وهي نسبة ضعيفة، أما النسبة المتبقية 73.64% تفسرها متغيرات أخرى غير مقدرة في النموذج.

• إختبار المعنوية الإحصائية للمعالم المقدرة :

في إختبار المعنوية الإحصائية للمعاملات المقدرة يمكن الإعتماد على توزيع ستودنت للوقوف على القدرة التفسيرية للمتغيرات المستقلة لسلوك المتغير التابع وهذا من خلال الاعتماد على إحصائية t المحسوبة ومقارنتها بالقيمة الجدولة والمستخرجة من جدول توزيع ستودنت بمستوى معنوية a ودرجة حرية  $(1-n-k)$  كذلك يمكن الاعتماد على القيمة الاحتمالية Prob المرفقة للقيمة الإحصائية t المحسوبة ومقارنتها بمستوى معنوية a.

ولإختبار المعنوية الإحصائية للمعاملات المقدرة نقوم بوضع فرضيتين :

$$B_j = 0 / j= 1,2,3 : H_0 \bullet$$

$$B_j \neq 0 / j= 1,2,3 : H_1 \bullet$$

حيث يمكننا قبول إحدى الفرضيتين ورفض الأخرى اعتمادا على القيمة الإحتمالية Prob.

بالنسبة للمعلمة  $\beta_{0(i)}$  (تمثل معلمة الحد الثابت العام للمؤسسات)، نجد أن قيمتها الإحتمالية تساوي (0.111)، أي أنه ليس لها معنوية إحصائية عند مستوى 5%، والمعلمة  $\beta_{0(i)}$  نجد أن قيمتها تختلف من مؤسسة إلى أخرى وذلك راجع إلا اختلاف حد الخطأ أو إختلاف في صياغة العلاقة السلوكية بالنسبة لكل مؤسسة.

إنطلاقا من الجدول رقم (8-2) نجد أن القيمة الإحتمالية للمتغير المستقل ROA تساوي (0.580) وهي أكبر من مستوى المعنوية (0.05)، مما يعني قبول الفرضية  $H_0$  ورفض الفرضية  $H_1$ ، أي أن  $\beta_1$  لا تختلف معنويا عن الصفر بمستوى دلالة 5%، وبناء عليه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل (المردودية المالية) والمتغير التابع (الهيكل المالي).

- بالنسبة للمتغير الثاني هيكل الضمانات GAR نلاحظ من خلال النتائج أن القيمة الإحصائية تساوي (0.000) وهي أقل من مستوى المعنوية (0.05)، مما يعني قبول الفرضية  $H_1$  ورفض الفرضية  $H_0$  أي أن  $\beta_2$  تختلف معنويا عن الصفر بمستوى دلالة 5%، وبناء عليه توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل (هيكل الأصول) والمتغير التابع (الهيكل المالي).

- بالنسبة للمتغير المستقل الثالث نمو المؤسسة CROISS نلاحظ من خلال النتائج أن القيمة الإحصائية تساوي (250.0) وهي أكبر من مستوى المعنوية (0.05)، مما يعني قبول الفرضية  $H_0$  ورفض الفرضية  $H_1$ ، أي أن  $\beta_3$  لا تختلف معنويًا عن الصفر بمستوى دلالة 5%، وبناء عليه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل (نمو المؤسسة) والمتغير التابع (الهيكل المالي).
- بالنسبة للمتغير المستقل الرابع حجم المؤسسة TAILLE نلاحظ من خلال النتائج أن القيمة الإحصائية تساوي (0.051) وهي أكبر من مستوى المعنوية (0.05)، مما يعني قبول الفرضية  $H_0$  ورفض الفرضية  $H_1$ ، أي أن  $\beta_4$  لا تختلف معنويًا عن الصفر بمستوى دلالة 5%، وبناء عليه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل (حجم المؤسسة) والمتغير التابع (الهيكل المالي).
- بالنسبة للمتغير المستقل الخامس عمر المؤسسة AGE نلاحظ من خلال النتائج أن القيمة الإحصائية تساوي (0.006) وهي أقل من مستوى المعنوية (0.05)، مما يعني قبول الفرضية  $H_1$  ورفض الفرضية  $H_0$ ، أي أن  $\beta_5$  تختلف معنويًا عن الصفر بمستوى دلالة 5%، وبناء عليه توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل (عمر المؤسسة) والمتغير التابع (الهيكل المالي).

#### ● اختبار المعنوية الكلية للنموذج :

يمكن اختبار المعنوية الكلية للنموذج من خلال إحصائية فيشر  $\text{Prob}(F\text{-stat})$  ومقارنتها بمستوى معنوية  $a$ . من خلال الجدول رقم (8-2) نجد أن القيمة الاحتمالية المرفقة لإحصائية فيشر والتي قدرت بـ  $\text{Prob}(F\text{-stat}) = 0.000$  والتي هي أقل تمامًا من مستوى المعنوية (0.05)، ومنه نرفض  $H_0$  ونقبل  $H_1$  أي أنه يوجد معلمة على الأقل تختلف معنويًا عن الصفر، وبالتالي هناك دلالة إحصائية للمعادلة عند مستوى معنوية 5%.

#### المطلب الثاني : تحليل ومناقشة نتائج الدراسة

إن النتائج التي تم الحصول عليها تمكن من معرفة أي من المتغيرات التي تحدد الهيكل المالي، والتي تعطي أحسن قدرة تفسيرية للهيكل المالي، وبالتالي سيتم عرض النتائج وفق الأسئلة التي تم طرحها في المقدمة حتى تكون متسلسلة ومنهجية.

بعد استخدام نماذج بيانات السلاسل الزمنية والمقطعية على متغيرات الدراسة، وللوصول إلى النموذج الرياضي الأفضل والذي يمكن أن يعطي أكبر قدرة تفسيرية لمحددات الهيكل المالي.

كشفت نتائج نموذج الدراسة على أن المتغيرات المستقلة التي يتضمنها النموذج تفسر 26.3% من التغيرات التي تطرأ على المتغير التابع، كذلك يكشف اختبار إحصائية فيشر أن النموذج ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5%.

كما تشير نتائج النموذج إلى إستبعاد ثلاث متغيرات مستقلة هي متغير حجم المؤسسة، معدل النمو ومعدل المردودية المالية، حيث كشف التحليل أن هذه المتغيرات ليس لها دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5%، وهو ما يعني أن هذه المتغيرات لا تلعب دوراً ملموساً في تفسير المتغير التابع (الهيكل المالي).

كذلك تكشف الدراسة الحالية على وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% بين هيكل الأصول والهيكل المالي وتأتي نتائج الدراسة الحالية متفقة مع ما توصلت إليه الدراسات السابقة كما تتفق ما الفكر السائد في هذا المجال.

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

كذلك تكشف الدراسة الحالية على وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% بين عمر المؤسسة والهيكل المالي، وتأتي نتائج الدراسة الحالية مخالفة مع ما توصلت إليه الدراسات السابقة التي أكدت على وجود علاقة عكسية بين عمر المؤسسة والهيكل المالي فالمؤسسات الحديثة التأسيس يتوقع أن تلجأ أكثر إلى الاستدانة وذلك بسبب ضعف مواردها الذاتية عند مرحلة الانطلاق.

## خلاصة الفصل

يعتبر هذا الفصل محاولة بسيطة لتجسيد أهم ما تم التطرق إليه في الفصل النظري على أرض الواقع، من خلال دراسة العوامل المحددة للهيكل المالي في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لقطاع الخدمات خلال الفترة 2011-2014، لمعرفة تأثير كل من المتغيرات المستقلة (حجم المؤسسة، معدل النمو، المردودية المالية، هيكل الأصول وعمر المؤسسة) على المتغير التابع (الهيكل المالي).

تطرقنا في هذا الفصل إلى عرض وتحليل النتائج التي تم التوصل إليها وهذا باستخدام نموذج البيانات المقطعية حيث تم من خلاله إقترح النماذج التي تفسر الهيكل المالي والمتغيرات المستقلة، وهذا للوصول إلى أفضل نموذج مفسر لمحددات الهيكل المالي.

ويمكن تلخيص أهم النتائج المتوصل إليها كما يلي :

- يعتمد الهيكل التمويلي للمؤسسة بالدرجة الأولى على الأموال الخاصة وبصفة ضئيلة على الديون ؛
- خلصت الدراسة أن كل من المتغيرات : هيكل الأصول، عمر المؤسسة تلعب دورا جوهريا في تفسير الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ؛
- إستبعد النموذج كل من المتغيرات التالية : معدل المردودية المالية، معدل النمو، حجم المؤسسة، حيث كشف تحليل أن هذه المتغيرات ليس لها دلالة إحصائية وهو ما يعني أنها لا تلعب دورا ملموسا في تفسير المتغير التابع (الهيكل المالي).



الخاتمة العامة

حاولنا من خلال هذا البحث إستخلاص محددات الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة لولاية ورقلة وذلك على ضوء مراجعة الأسس النظرية للهيكل المالية، ونتائج الدراسات الميدانية السابقة بخصوص تلك المحددات من خلال الإعتماد على دراسة ميدانية لعينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لولاية ورقلة بلغ حجمها 30 مؤسسة خلال الفترة 2011-2014.

لذلك إرتأينا أن تتضمن هذه الخاتمة نتائج البحث واختبار الفرضيات، التوصيات والاقتراحات، ثم أفاق البحث.

### 1. نتائج البحث وإختبار فرضياته :

خلصت هذه الدراسة إلى جملة من النتائج والتي من خلالها قمنا بقبول أو رفض كل فرضية تم وضعها في مقدمة البحث وفي ما يلي تلخيص لهذه النتائج :

أظهرت النتائج التطبيقية عن عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل "حجم المؤسسة" والهيكل المالي عند مستوى معنوية 5%، وهذه النتيجة موافقة لما جاء في دراسة يوسف قريشي ودراسة حمزة غربي تبين هذه النتيجة بأن الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة لا يتأثر بحجمها أي أن ليس له دور في تحديد الهيكل المالي لهذه المؤسسات، إذا ومن خلال هذه النتيجة المتوصل إليها نقبل صحة الفرضية الأولى التي تقول لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الحجم والهيكل المالي.

كشفت نتائج الدراسة عن عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل "معدل النمو" والهيكل المالي عند مستوى معنوية 5%، وهذه النتيجة مخالفة لما جاء في دراسة حمزة غربي ودراسة يوسف قريشي ودراسة عدوي هاجر، وهذا التناقض في النتائج قد يعود في المقام الأول للخصوصية التي تتميز بها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، إذا ومن خلال هذه النتيجة المتوصل إليها نقبل صحة الفرضية الثانية التي تقول لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل النمو والهيكل المالي.

كشفت نتائج الدراسة عن عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل "المردودية المالية" والهيكل المالي عند مستوى معنوية 5%، وهذه النتيجة مخالفة لما جاء في دراسة يوسف قريشي ودراسة غنية بوربيعة ودراسة تبر زغود، وقد يرجع هذا الإختلاف في النتائج إلا إختلاف عينات الدراسة أو إختلاف الفترة الزمنية التي

تمت فيها تلك الدراسات، إذا ومن خلال هذه النتيجة المتوصل إليها نرفض صحة الفرضية الثالثة التي تأيد وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المردودية المالية والهيكل المالي.

كشفت نتائج الدراسة عن وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل "هيكل الأصول" والهيكل المالي عند مستوى معنوية 5%، وهذه النتيجة موافقة لما جاء في دراسة تبر زغود، وقد ترجع هذه النتيجة إلى سببين: أولهما أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لا تملك هامش كبير في عملية رفع رأس المال باعتبار أنها من صنف المؤسسات العائلية مقفلة رأس المال، فهي تمول أصولها في الغالب بقروض بنكية وهو ما يفرض عليها تقديم ضمانات ترهن في غالب الأحيان، أما السبب الثاني أن النظام البنكي الجزائري الذي في غالبيته يتكون من بنوك عمومية لا يمنح قروضا دون ضمانات، ومنه نرفض صحة الفرضية الرابعة التي تقول لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين هيكل الأصول والهيكل المالي.

أظهرت نتائج الدراسة عن وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل "عمر المؤسسة" والهيكل المالي عند مستوى معنوية 5%، وهو مخالف إلى ما خلصت إليه بعض الدراسات الميدانية، حيث خلصت هذه الدراسات أن المؤسسات الحديثة النشأة تلجا بدرجة أكبر إلى الاستدانة وذلك بسبب ضعف مواردها الذاتية عند مرحلة الانطلاق، وقد يرجع هذا الاختلاف إلى تحفظ البنوك في إقراض المؤسسات حديثة النشأة، إذا ومن خلال هذه النتيجة المتوصل إليها نقبل صحة الفرضية الخامسة التي تأيد وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين عمر المؤسسة والهيكل المالي.

### 2. توصيات الدراسة :

كنا نهدف من خلال دراستنا إلى الوصول إلى محددات الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الأكثر تمثيلا، وذلك بالاعتماد على دراسة ميدانية لعينة من 30 مؤسسة صغيرة ومتوسطة في قطاع الخدمات لولاية ورقلة خلال الفترة 2011/2014.

و بعد استعراضنا لنتائج الدراسة خرجنا بمجموعة من التوصيات أهمها :

- وضع محفزات جبائية للمستثمرين- المدخرين من أجل استقطاب ادخار العائلات و توجيهه مباشرة لتمويل نشاط المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، حيث يستدعي الأمر هنا وضع الآليات الضرورية من أجل تحقيق هذا المسعى ؛

- إصلاح النظام المالي وخلق منتجات مالية مختلفة، فتنشيط السوق المالي وتطويره هو الدعامه لأساسية لإعادة هيكل الاقتصاد ؛
- دفع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بكل السبل إلى الدخول في البورصة، بإعتبار أن الأسواق المالية لا يمكن تنشيطها إلا بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ؛
- القيام ببعض الدراسات الميدانية حول العوامل المحددة لقرار التمويل لدى أصحاب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر وذلك بهدف التأكد من وجود العامل الديني و الثقافي المحدد لقرار الاستدانة، وفي هذه الحالة يتطلب الأمر تحفيز هيئات الإقراض التي تتلاءم أكثر مع هذه الخصوصية.

### 3. أفاق الدراسة :

- إن البحث في محددات الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة لا يزال واسعاً، كما لا تزال بعض النقاط مجهولة، يمكن أن تكون مواضيع لبحوث أخرى وإشكاليات تنتظر المعالجة، والتي نذكر منها ما يلي :
- يمكن إعادة إجراء الدراسة بإضافة مؤسسات تنتمي إلى قطاعات مختلفة من اجل إضافة متغيرات طبيعة القطاع لمعرفة تأثيرها على اختيار الهيكل التمويلي ؛
  - مدى تطابق الطروحات النظرية والتطبيقية الشائعة في الأدبيات المالية على السلوك التمويلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ؛
  - القيام بدراسات أخرى تشتمل فترات زمنية أطول ؛
  - دراسة تكلفة رأس مال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتقديرها، نظراً لأهمية هذه التكلفة في إتخاذ عدة قرارات سواء كانت القرارات مالية أو قرارات استثمارية.

المراجع

## أولاً : المراجع باللغة العربية

- 1- عاطف وليم أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2008.
- 2- إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي دروس وتطبيقات، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع الأردن، 2006.
- 3- إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2006.
- 4- عبد الكريم بوحادرة، أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة ودور سياسة توزيع الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة قسنطينة، 2012.
- 5- غنية بوربيعة، محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة الجزائر 3، 2012.
- 6- محمد بوشوشة، مصادر التمويل و أثرها على الوضع المالي للمؤسسة، مذكرة ماجستير اقتصاد و تسيير المؤسسة، غير منشورة، جامعة بسكرة، 2007.
- 7- محمد صالح الحناوي ونحال فريد مصطفى، الإدارة المالية والتحليل المالي لمشروعات الأعمال، الدار الجامعية، مصر، 2005.
- 8- عبد الوهاب دادن، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي، مجلة الباحث، العدد 4، جامعة ورقلة، 2006.
- 9- سمية دربال، سلوك المؤسسات الاقتصادية في تمويل نموها الداخلي، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير غير منشورة، جامعة ورقلة، 2012.
- 10- عدنان تايه ذياب النعيمي وياسين كاسب الخرشة، أساسيات في الإدارة المالية، الطبعة الأولى دار المسيرة، الأردن، 2007.
- 11- تير زغود، محددات سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، مذكرة ماجستير غير منشورة جامعة ورقلة، 2009.
- 12- هاجر عدوي، محددات الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير غير منشورة، جامعة قسنطينة، 2011.
- 13- حمزة غربي، محددات الهيكل المالية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة، مذكرة ماجستير غير منشورة، المدرسة العليا للتجارة الجزائر، 2010.
- 14- يوسف قريشي و الياس بن ساسي، خصائص ومحددات الهياكل التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، مداخلة في إطار فعالية المنتدى الدولي متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، يومي 17 و18 أفريل، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2006.

- 15- يوسف قريشي، محددات سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر، 2005.
- 16- سمية لزغم، أثر الهيكل المالي على القرارات المالية في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مذكرة ماستر غير منشورة، جامعة ورقلة، 2012.
- 17- سفيان خليل المناصير، القرارات المالية وأثرها في تحديد القرار الاستراتيجي، الطبعة الأولى، دار جليس الزمان، عمان، 2010.
- 18- غازي فلاح المومني وعلي محمود حسن، محددات اختيار الهيكل المالي بشركات الأعمال، مجلة الدراسات العلوم الإدارية، المجلد 38، العدد 2، جامعة الأردن، 2011.
- 19- عبد العزيز النجار، أساسيات الإدارة المالية، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2007.
- 20- مفيدة يجياوي، تحديد الهيكل المالي الأمثل في المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية، مجلة العلوم الإنسانية، العدد الثالث، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2002.
- 21- حمزة غربي، مصطفى لقمان، دور المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الحد من مشكلة البطالة في الدول العربية مع الإشارة إلى حالة الجزائر، الملتقى الدولي حول إستراتيجيات تنظيم ومرافقة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 18-19 أبريل 2012.
- 22- حسين رحيم، تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، الدورة التدريبية الدولية حول تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة ودورها في الإقتصاديات المغاربية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر 23-25 ماي 2003.
- 23- أنفال حدة خبيزة، تأثير الهيكل المالي على إستراتيجية المؤسسة، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الماجستير جامعة محمد خيضر بسكرة، 2012.

#### ثانيا : المراجع باللغة الأجنبية

- 24- Florence Delahaye, Jaqueline Delahaye, **Finance d'entreprise manuel et applications**, 2<sup>édition</sup>, DUNOD, Paris, 2009.
- 25- Denis babusiaux, **décision d'investissement et calcul économique dans l'entreprise**, édition economica et technip France, 1990.
- 26- Robert Wand, **Structure financière et performance des entreprises dans un contexte sans marché financier**, le cas du Cameroun université Montesquieu Bordeaux, 2011.

- 27- Rifki Samira et Abdessadeq Sadq, **un essai de synthèse des débats théoriques à propos de la structure financière des entreprises**, la revue du financier, N° 131, p18.
- 28- Alain Burlaud, Arnaud Thauvron, Annaick Guyvarc'k, finance, manuel édition foucher, Paris, 2007.
- 29- Samah Ouni, **La relation entre les notations de crédit et la structure du capital dans le contexte de la théorie de Trade off et de Pecking Order**, Mémoire de fin d'études Pour l'obtention du diplôme de Mastère, non publié, Université de Tunis, 2004.
- 30- AL Shubiri Faris, **Determinants of Capital Structure Choice**, Magazine An-Najah, Vol 24(8), University for Graduate Studies, 2010.
- 31- Pozniak Laetitia, **Déterminants des choix de financement et profils de PME**, Memorandum of unpublished Ph.D, Université de Mons-Hainaut, 2010.



الملاحق

الملحق رقم (01) : البيانات الخام لعينة المؤسسات

المتغيرات	ديون مالية	اجمالي الاصول	النتيجة الصافية	الاموال الخاصة	الاصول الثابتة	رقم الاعمال	عمر المؤسسة
E1	2011	8500000.00	22900185.00	-4341930.00	-3546692.00	7816857.00	7
	2012	8500000.00	22900185.00	731463.00	-2815230.00	10272683.00	8
	2013	8500000.00	34801740.00	174051.00	-2641179.00	16513845.00	9
	2014	8500000.00	55094058	2109135.00	-532044.00	31986160.00	10
E2	2011	6658617.00	1101536340.00	208442020.00	498373129.00	460475826.00	10
	2012	3267185.00	1161473804.00	413474186.00	611847314.00	546856558.00	11
	2013	1425267.00	1003320443.00	-33364698.00	578482618.00	472690372.00	12
	2014	110807.00	1073993551.00	13552477.00	592035095.00	387092644.00	13
E3	2011	193007.00	61117764.00	345770.00	2951581.00	7260532.00	9
	2012	3063007.00	66036546.00	575440.00	3527021.00	11194677.00	10
	2013	2584674.00	74526657.00	751590.00	4278611.00	11142823.00	11
	2014	1628007.00	74386091.00	1106777.00	5385387.00	12442224.00	12
E4	2011	248494.25	725795.55	69049.04	152265.76	623950.00	5
	2012	248494.25	660365.46	-50228.58	102037.18	503800.00	6
	2013	248494.25	754967.2	3580577	137842.95	383650	7
	2014	248494.25	749972.6	-8054.6	129788.35	263200	8
E5	2011	5000000.00	40256394.00	4226094.00	12062028.00	10011393.00	6
	2012	5000000.00	52769488.00	5904226.00	17163296.00	7986840.00	7
	2013	5000000.00	102981314.00	9433807.00	25475300.00	10889367.00	8
	2014	5000000.00	118266477.00	11767534.00	35450410.00	25955787.00	9
E6	2011	598983.00	9879122.00	-545646.00	1556260.00	7096608.00	5
	2012	598983.00	8459698.00	216000.00	1772260.00	5878323.00	6
	2013	598983.00	7456218.00	16000.00	1788260.00	4938406.00	7
	2014	627734.43	4154944.23	-455494.20	1316764.80	3998489.40	8
E7	2011	827726.49	3237746.24	-580748.11	-247012.25	1653000.00	7
	2012	283604.93	3555568.06	179671.38	-67340.87	969000.00	8
	2013	283604.93	3744788.20	254560.25	23780.85	1275000.00	9
	2014	283604.93	3935200.56	223160.00	36415.20	1275000.00	10

11	73412800.00	35327065.97	36,738,213.04	4347290.46	116472157.04	64995.00	2011	E8
12	13978250.00	27540502.43	35310109.17	-1428103.87	109243920.45	64995.00	2012	
13	2088000.00	16535926.00	24743528.00	-10336639.00	89744819.00	64995.00	2013	
14	10760000.00	6199286.00	14406889.00	-10336639.00	79371804.00	64995.00	2014	
13	60165580.67	16404179.48	30852876.96	4279832.23	114196864.35	14166667.66	2011	E9
14	461923914.42	24959628.33	42972337.08	12119460.12	447676392.57	10829784.22	2012	
15	27115450.78	29372524.21	50909176.29	13245052.48	433722286.8	12083990.22	2013	
16	43852659.27	20047997.93	28402632.73	3038517.72	93440290.42	14166667.27	2014	
12	36759343.73	22891456.06	38731738.25	4919232.15	68523349.68	16478997.24	2011	E10
13	25590219.04	25406446.55	43052221.03	4320482.78	75461445.78	16456453.55	2012	
14	20944187.40	34228149.87	46666723.42	3614502.39	88383775.74	18217086.55	2013	
15	23981231.20	25623856.04	51039308.25	4372584.83	80721229.99	9587479.8	2014	
5	154780.00	1692837.00	2009475.00	-375974.00	3898131.00	1599264.00	2011	E11
6	275170.00	1318751.00	1633823.00	-375633.00	3524045.00	1385923.00	2012	
7	298001.54	2313091.00	1554782.00	-326676.00	4670640.00	3333977.00	2013	
8	300000.00	994341.00	1405853.00	-2841.00	1141039.00	1718051.00	2014	
9	16531695.00	11522651.00	1986205.00	1076655.00	16444318.00	1476626.00	2011	E12
10	12100000.00	6640370.00	2439955.00	453750.00	16048851.00	1620627.00	2012	
11	13672000.00	3976329.00	2954670.00	628600.00	13823008.00	1620627.00	2013	
12	13800000.00	2603716.00	358860750.00	63393750.00	12523609.45	1620627.00	2014	
4	15826500.00	3692217.29	4365101.87	874520.88	22998038.00	1810000.00	2011	E13
5	10498300.00	2510038.69	4938469.01	573367.14	22052785.76	1810000.00	2012	
6	3665119.00	736771.20	5280135.11	219957.11	14977278.53	1810000.00	2013	
7	3665119.00	736771.20	5280135.11	219957.11	14977278.53	1810000.00	2014	
5	2398290.60	6120559.83	8952662.7	235113.26	27999348.96	1350000.00	2011	E14
6	2234560.25	4386371.8	6213034.81	-2504514.63	25208025.86	1350000.00	2012	
7	2118501.41	2652183.77	4025638.26	-2187396.55	22416924.42	1350000.00	2013	
8	2018790.23	1124833.35	2170295.91	-1855342.35	20713941.19	1350000.00	2014	
12	66383128.00	20688864.6	4044079.95	2086558.95	47239599.95	42500000.00	2011	E15
13	10591400.00	20688864.6	4413508.95	369429.00	47832171.95	42500000.00	2012	
14	19446900.00	20688864.6	5222220.45	808711.5	49184721.95	42500000.00	2013	
15	10938355.00	20688864.6	5781882.25	559661.8	54272517.51	42500000.00	2014	

5	3983900.00	41967800.00	26396133.18	396133.18	46252829.81	1609490.76	2011	E16
6	1985000.00	41967800.00	26189304.94	189304.94	46759155.97	3000000.00	2012	
7	1110000.00	37732800.00	26108934.00	108934.00	46864318.00	3000000.00	2013	
8	1885000.00	37732800.00	26244317.00	-135383.00	40572473.00	1400000.00	2014	
6	123576450.05	18666135.18	6748761.78	800527.27	248269297.32	25286050.99	2011	E17
7	65394389.53	19070536.44	6737003.71	1595042.35	236289378.59	25286050.99	2012	
8	35242602.48	18666195.18	6748761.78	800527.27	248269297.32	25286050.99	2013	
9	7304555.55	19070536.44	6737003.71	1595042.35	236289378.59	25286050.99	2014	
11	65868780.00	137664010.45	39946014.15	5984979.75	199998604.25	33844194.77	2011	E18
12	86043106.40	120522760.1	39624623.25	5712476.10	236881690.17	20850310.72	2012	
13	86043106.40	120522760.1	39624623.25	5712476.10	236881690.17	20850310.72	2013	
14	236009072.29	184036188.1	56138276.53	6425473.23	278694275.94	20850310.72	2014	
7	11659806.00	2813413.00	1844986.85	227365.93	10998318.9	2158053.25	2011	E19
8	12506754.55	2813413.00	2088868.47	243881.62	13956864.39	2158053.25	2012	
9	8779409.95	2703298.73	2260067	171198.53	17074944.05	1701223.56	2013	
10	10544009.41	1783974.35	2442994.82	182927.82	19307203.52	1653544.98	2014	
5	7076282.06	7457304.67	473369.81	2701928.89	18437611.1	3823750.00	2011	E20
6	2736589.74	4644025.67	-1650626.70	-1750626.70	13705240.07	1842500.00	2012	
7	1557815.54	4644025.67	-3890196.45	-2239569.75	14244420.32	1842500.00	2013	
8	1324120.32	2309653.67	-6227493.45	-2337297.00	11907123.32	1842500.00	2014	
7	15941222.20	63552300.23	-8595801.21	-3152295.41	90199725.84	20900000.00	2011	E21
8	19967000.00	48973722.03	-8243270.62	352530.59	92889718.84	20900000.00	2012	
9	22332450.25	38140346.81	-4672954.68	417518.25	95659556.46	20900000.00	2013	
10	29823513.74	31679452.34	1049875.73	510349.98	98014457.24	20900000.00	2014	
9	22225269.03	22933642.33	8354704.55	740370.73	35523503.70	10929684.22	2011	E22
10	25548633.49	16686643.30	9283586.27	928881.72	39873617.58	7916429.58	2012	
11	27378910.32	14270584.52	9637492.25	1103511.09	40687130.87	7916429.58	2013	
12	29123543.85	10471200.55	12403694.08	1321280.34	50134675.02	7916429.58	2014	
11	30112021.16	5370009.91	21115269.81	1627111.11	86503043.56	1728849.14	2011	E23
12	108090450.65	4613271.87	24948450.89	3815947.19	88878598.8	727936.48	2012	
13	40982892.01	2279176.12	21331858.52	1109840.87	73749304.3	363968.24	2013	
14	40931719.18	4133650.68	22439432.59	1218558.07	81584055.75	363968.24	2014	

7	20378296.71	1500464.2	3468593.26	1049505.2	22278096.03	5327608.82	2011	E24	
8	6614694.95	11874735.98	4122217.83	362858.14	16222525.65	12064055.82	2012		
9	10526295.24	10472907.87	4987251.07	865033.24	18025780.24	12064055.82	2013		
10	157754585.73	7370913.09	6566588.01	1579336.94	19661504.88	11621642.22	2014		
5	105450.00	1903616.00	293476.72	-356109.07	2527921.83	295918.74	2011	E25	
6	700000.00	1903616.00	372159.32	78682.6	2638074.77	295928.74	2012		
7	5471200.00	7700000.00	352405.36	-19753.96	3449708.47	3094943.74	2013		
8	1565280.12	7700000.00	-1875776.16	-2228181.52	8202766.88	10076472.74	2014		
4	150000.00	782638.26	760268.16	-231960.47	2105946.98	1295631.55	2011	E26	
5	300000.00	529525.53	551501.17	-208766.99	1843543.54	1259486.6	2012		
6	450000.00	276412.8	330125.88	-221375.29	1639815.76	1259486.6	2013		
7	3000000.00	82100.07	590109.15	259983.27	1987299.03	1259486.6	2014		
7	8926032.00	13136653.00	5313075.00	555294.00	19813419.00	1779765.00	2011	E27	
8	11148881.00	11595251.00	5669534.00	356458.00	29018120.00	6281361.00	2012		
9	6857317.00	10713849.00	6039770.00	353235.00	30038270.00	13244050.00	2013		
10	12167002.00	9964447.00	6715586.00	680815.00	28018205.00	13207303.00	2014		
5	5881207.00	442000000.00	4031200.00	22052400.00	857543000.00	631628100.00	2011	E28	
6	4607042.00	265200000.00	22083300.00	18052100.00	919469300.00	458278100.00	2012		
7	1991772.00	88400000.00	-15470800.00	-34991700.00	872435000.00	371603100.00	2013		
8	4291496.00	88400000.00	-4245600.00	11725200.00	1040486900.00	571603100.00	2014		
4	557000.00	2630500.00	111816500.00	2907100.00	125482300.00	4206500.00	2011	E29	
5	532000.00	2630500.00	114351100.00	2534600.00	124300300.00	4206500.00	2012		
6	26102.00	2630500.00	98403900.00	-15947100.00	99831000.00	6000000.00	2013		
7	35325.00	2630500.00	94871400.00	-3532500.00	102298500.00	6000000.00	2014		
6	7107760.00	13630000.00	3343243.00	517546.00	24802245.00	4372925.00	2011	E30	
7	8316000.00	11650000.00	3795466.00	452222.00	20804882.00	4188364.00	2012		
8	1252701.00	9670000.00	2715463.00	-1080002.00	13757712.00	3635208.00	2013		
9	1012810.00	7690000.00	735463.00	-1980000.00	11757712.00	3635208.00	2014		

المصدر : من إعداد الطالب بناء على قوائم المؤسسات

الملحق رقم (02) : نموذج الإنحدار التجميعي PRM

Dependent Variable: TDT				
Method: Panel Least Squares				
Date: 04/24/16 Time: 12:57				
Sample: 2011 2014				
Periods included: 4				
Cross-sections included: 30				
Total panel (balanced) observations: 120				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.800383	0.267616	2.990791	0.0034
ROA	-0.001445	0.008441	-0.171228	0.8643
GAR	0.249378	0.080307	3.105288	0.0024
CROISS	0.011955	0.013118	0.911343	0.3640
TAILLE	-0.040721	0.015919	-2.557963	0.0118
AGE	0.004672	0.008889	0.525624	0.6002
R-squared	0.190147	Mean dependent var		0.235649
Adjusted R-squared	0.154627	S.D. dependent var		0.274188
S.E. of regression	0.252099	Akaike info criterion		0.130720
Sum squared resid	7.245168	Schwarz criterion		0.270095
Log likelihood	-1.843203	Hannan-Quinn criter.		0.187321
F-statistic	5.353262	Durbin-Watson stat		0.323413
Prob(F-statistic)	0.000186			

المصدر : مخرجات برنامج Eviews 9.0

الملحق رقم (03) : نموذج التأثيرات الثابتة FEM

Dependent Variable: TDT				
Method: Panel Least Squares				
Date: 04/24/16 Time: 13:01				
Sample: 2011 2014				
Periods included: 4				
Cross-sections included: 30				
Total panel (balanced) observations: 120				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.026446	0.884302	0.029906	0.9762
ROA	0.003257	0.005066	0.642795	0.5221
GAR	0.455096	0.079334	5.736431	0.0000
CROISS	-0.013111	0.007972	-1.644710	0.1037
TAILLE	-0.017635	0.049963	-0.352956	0.7250
AGE	0.039048	0.011222	3.479619	0.0008
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.833609	Mean dependent var		0.235649
Adjusted R-squared	0.767053	S.D. dependent var		0.274188
S.E. of regression	0.132335	Akaike info criterion		-0.968460
Sum squared resid	1.488578	Schwarz criterion		-0.155442
Log likelihood	93.10760	Hannan-Quinn criter.		-0.638290
F-statistic	12.52487	Durbin-Watson stat		1.367231
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر : مخرجات برنامج Eviews 9.0

الملحق رقم (04) : نموذج التأثيرات العشوائية REM

Dependent Variable: TDT				
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)				
Date: 04/24/16 Time: 13:04				
Sample: 2011 2014				
Periods included: 4				
Cross-sections included: 30				
Total panel (balanced) observations: 120				
Swamy and Arora estimator of component variances				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.640520	0.398844	1.605939	0.1111
ROA	0.002767	0.004990	0.554518	0.5803
GAR	0.392338	0.070978	5.527564	0.0000
CROISS	-0.009004	0.007800	-1.154342	0.2508
TAILLE	-0.045174	0.022995	-1.964503	0.0519
AGE	0.026082	0.009338	2.793084	0.0061
Effects Specification				
			S.D.	Rho
Cross-section random			0.216392	0.7278
Idiosyncratic random			0.132335	0.2722
Weighted Statistics				
R-squared	0.263613	Mean dependent var		0.068907
Adjusted R-squared	0.231316	S.D. dependent var		0.153524
S.E. of regression	0.134601	Sum squared resid		2.065399
F-statistic	8.161993	Durbin-Watson stat		0.952355
Prob(F-statistic)	0.000001			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.118492	Mean dependent var		0.235649
Sum squared resid	7.886215	Durbin-Watson stat		0.249422

المصدر : مخرجات برنامج Eviews 9.0

الفهرس



## الفهرس

III.....	الإهداء.....
IV.....	الشكر.....
V.....	الملخص.....
VI.....	قائمة المحتويات.....
VII.....	قائمة الجداول.....
VIII.....	قائمة الأشكال.....
IX.....	قائمة الإختصارات والرموز.....
X.....	قائمة الملاحق.....
أ.....	المقدمة العامة.....
1.....	الفصل الأول : الأساس النظري للهيكل المالي والدراسات السابقة ذات الصلة بالموضوع.....
2.....	تمهيد:.....
3.....	المبحث الأول : مفاهيم أساسية حول الهيكل المالي.....
3.....	المطلب الأول : الهيكل المالي المفهوم والمحددات.....
3.....	الفرع الأول : مفهوم الهيكل المالي والهيكل المالي الأمثل.....
4.....	الفرع الثاني : محددات الهيكل المالي.....
6.....	المطلب الثاني : النظريات المفسرة للهيكل المالي.....
11.....	المبحث الثاني : الدراسات السابقة ذات الصلة بالموضوع.....
12.....	المطلب الأول : عرض الدراسات السابقة.....
12.....	الفرع الأول : الدراسات العربية.....
16.....	الفرع الثاني : الدراسات الأجنبية.....
17.....	المطلب الثاني : موقع الدراسة من الدراسات السابقة.....
20.....	خلاصة الفصل.....
21.....	الفصل الثاني : دراسة تطبيقية لمحددات الهيكل المالي.....
22.....	تمهيد.....
23.....	المبحث الأول : الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة.....
23.....	المطلب الأول : طريقة الدراسة.....
23.....	الفرع الأول : مجتمع وعينة الدراسة.....

25.....	الفرع الثاني : جمع البيانات ومعطيات الدراسة.....
25.....	المطلب الثاني : متغيرات الدراسة والأدوات المستخدمة في التحليل.....
25.....	الفرع الأول : تحديد متغيرات الدراسة.....
26.....	الفرع الثاني : الأساليب والأدوات الإحصائية المعتمدة.....
27.....	المبحث الثاني : عرض النتائج ومناقشتها.....
27.....	المطلب الأول : عرض نتائج الدراسة.....
27.....	الفرع الأول : نتائج تحليل الارتباط.....
32.....	الفرع الثاني : نتائج تحليل نموذج البيانات المقطعية في اختبار محددات الهيكل المالي.....
43 .....	المطلب الثاني : تحليل ومناقشة نتائج الدراسة.....
44.....	خلاصة الفصل.....
45.....	الخاتمة العامة.....
49.....	قائمة المرجع.....
53.....	الملاحق.....
60.....	الفهرس.....



