جامعة قاصدي مرباح – ورقلة –

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي

ميدان: علوم اقتصادية وتجارية وعلوم التسيير

تخصص : مالية المؤسسة

من إعداد الطالبة : قمو سهيلة

بعنوان :

محددات الهيكل المالي في المؤسسات البترولية الوطنية
دراسة تطبيقية على عينة من المؤسسات العاملة في منطقة حاسي مسعود

نوقشت وأجيزت بتاريخ: .../.../2016

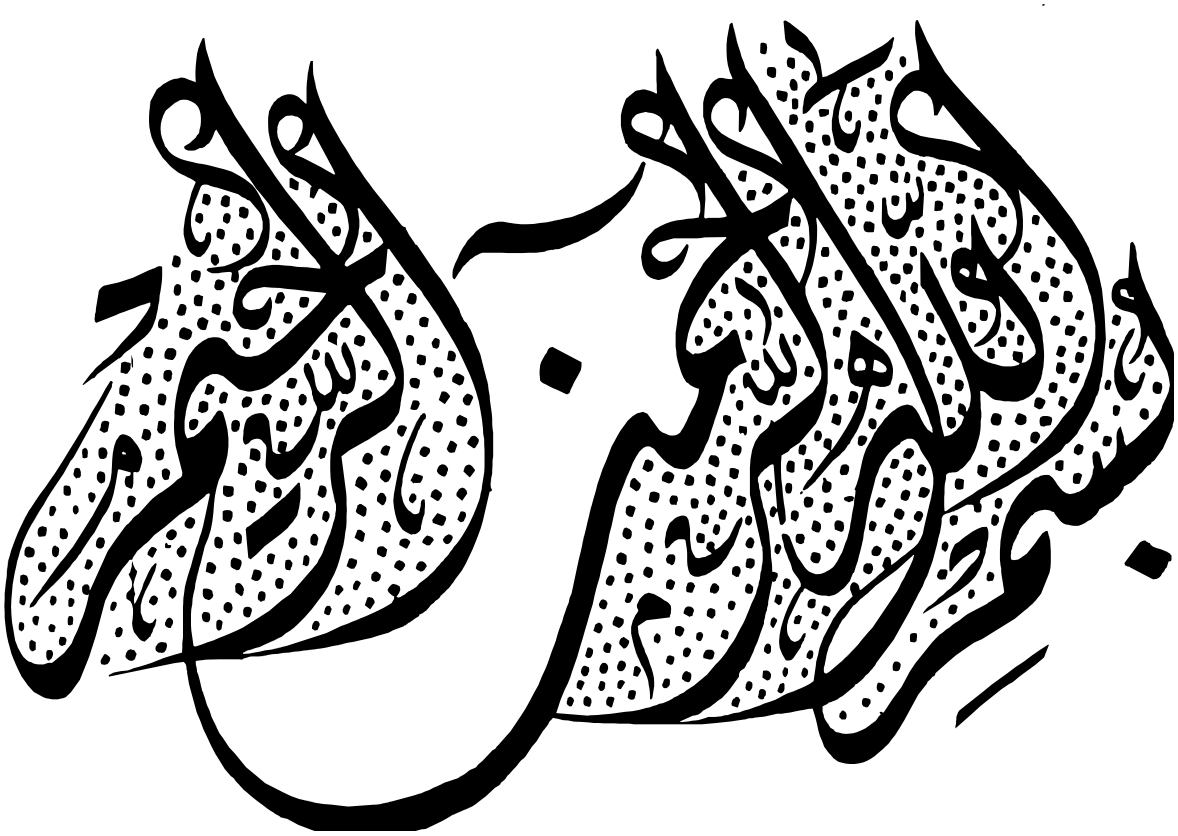
أمام اللجنة المكونة من السادة :

أ.....(أستاذ محاضر جامعة ورقلة) رئيسا

د. بكاري بلخير.....(أستاذ مساعد جامعة ورقلة) مقررا

أ.....(أستاذ مساعد جامعة ورقلة) مناقشا

الموسم الجامعي: 2016/2015



إهـداء

الحمد لله الذي أعانني على إنجاز هذا العمل حمدا يليق بجلال وجهه وعظيم سلطانه

والصلاة والسلام على سيدنا محمد صلى الله عليه وسلم وعلى آله وصحبه أجمعين

أهدي هذا الجهد المتواضع :

إلى روحي والدي الكريمين

إلى زوجي وأبنائي

إلى عائلتي الكبيرة والموسعة

إلى ذوي الفضل علي وكل من علمني حرفا

إلى جميع صديقاتي وزملائي في الدفعة

شكر وعرفان

الحمد لله الذي أنار لي درب العلم والمعرفة وأعانني على أداء

هذا الواجب ووفقني إلى انجاز هذا العمل

أتوجه بجزيل الشكر والامتنان إلى كل من ساعدني من قريب

أو من بعيد على انجاز هذا العمل وفي تذليل

ما واجهته من صعوبات، وأخص بالذكر الأستاذ المشرف

*** * الدكتور بكاري بلخير ****

الذي لم يبخل عليّ بتوجيهاته ونصائحه القيمة التي كانت عونا

لي في إتمام هذا البحث.

ولا يفوتني أن أشكر كل موظفي المؤسسات البترولية الوطنية

بحاسي مسعود على تقديم

يد العون ومساعدتي في إتمام هذا البحث

ملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى التعرف على ما هي المحددات التي تؤثر في اختيار الهيكل المالي المناسب في المؤسسات البترولية الوطنية، حيث تمثلت المتغيرات المستقلة في الربحية، السيولة، معدل النمو، المردودية المالية، المردودية الاقتصادية، حجم المؤسسة، عمر المؤسسة، وهيكل الأصول، أما المتغير التابع فيتمثل في الهيكل المالي المعبر عنه بنسبة الديون إلى الأموال الخاصة.

كانت العينة المعتمدة في الدراسة هي ستة مؤسسات بترولية وطنية المتواجدة بمنطقة حاسي مسعود خلال الفترة 2009-2014 ، وبغية معالجة هذا الموضوع اعتمدنا على القوائم المالية لهذه المؤسسات وبرامج التحليل الإحصائي spss , data panel وبرنامج الجداول الإلكترونية xlstat2009 .

حيث استعملنا الانحدار الخطي المتعدد فبينت النتائج من خلال مصفوفة الارتباطات أن ارتباط جميع المتغيرات المستقلة بالمتغير التابع ليس لها معنوية إحصائية ماعدا السيولة وعمر المؤسسة ومن خلال النموذج المقدر تبين أنها علاقة عكسية، كما أظهرت نتائج الارتباط الذاتي للأخطاء بأنه لا يوجد ارتباط ذاتي للأخطاء.

الكلمات المفتاحية :

الهيكل المالي، النسب المالية، هيكل رأس المال، أموال خاصة، استدانة، المردودية، حجم المؤسسة.

Abstract :

This study aimed to identify what are the determinants that influence the choice of an appropriate financial structure in the national petroleum firms, was where the independent variables in profitability, liquidity, growth rate, financial rentability, economic rentability, size of the firm, the age of the firm, and assets tangibility, and the variable It is to the financial structure

The sample was adopted in the study is six petroleum national firms located Hassi Messaoud area during the period 2009-2014, in order to address this issue we relied on the financial statements of these firms and programs for statistical analysis of data panel, spss and spreadsheet software Xlstat 2009

Where we used multiple linear regression they stated results through the matrix of correlations that all independent variables have not a relationship with financial structure statistical signification unless liquidity and the age of the firm and through the estimated model shows that it is an inverse relationship, as autocorrelation results of the mistakes that there is no self-correlation of the errors showed.

.

key words

Financial structure, financial ratios, capital structure, private funds, borrowing rentability, the size of the firm.

قائمة المحتويات	الصفحة
الإهداء	VI
الشكر	VI
الملخص	VI
قائمة المحتويات	VI
قائمة الجداول	VI
قائمة الأشكال	VI
قائمة الملاحق	VI
المقدمة	أ
الفصل الأول : الإطار النظري والدراسات السابقة	
المبحث الأول : الإطار النظري للهيكل المالي	02
المبحث الثاني : الدراسات السابقة ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة	19
خلاصة	23
الفصل الثاني : الدراسة الميدانية	
المبحث الأول : الطريقة والإجراءات المتبعة في الدراسة الميدانية	25
المبحث الثاني : نتائج الدراسة الميدانية ومناقشتها	27
خلاصة	40
الخاتمة	42
قائمة المصادر والمراجع	45
قائمة الملاحق	47
الفهرس	66

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
(1-1)	ملخص المنظوران الأساسيان لإمكانية وجود هيكل مالي أمثل	09
(1-2)	متغيرات الدراسة وطريقة قياسها	27
(2-2)	المعاملات	34
(3-2)	معامل الارتباط ومعامل التحديد لنموذج الدراسة	35
(4-2)	تحليل التباين	35

رقم الشكل	عنوان الشكل	الصفحة
(1-1)	الهيكل المالي الأمثل حسب المنظور الكلاسيكي	08
(1-2)	تغيرات الهيكل المالي	28
(2-2)	تغيرات السيولة	29
(3-2)	تغيرات الربحية	30
(4-2)	تطورات معدل نمو رقم الأعمال	30
(5-2)	تغيرات المردودية الاقتصادية	31
(6-2)	تغيرات المردودية المالية	32
(8-2)	تغيرات حجم المؤسسة	32
(9-2)	تغيرات عمر المؤسسة	33
(10-2)	تغير هيكل الأصول (الضمانات)	33

رقم الملحق	عنوان الملحق	الصفحة
01	مصفوفة معاملات الارتباط	48
02	نموذج الانحدار التجميعي	49
03	نموذج التأثيرات الثابتة	49
04	نموذج التأثيرات العشوائية	50
05	اختبار هوسمان لاختيار النموذج الأحسن	51
06	الإستقرارية للمتغير (y) عند المستوى	51
07	الإستقرارية للمتغير (y) عند الفرق من الدرجة الأولى	52
08	الإستقرارية للمتغير (y) عند الفرق من الدرجة الثانية	53
09	الإستقرارية للمتغير (x_1) عند المستوى	55
10	الإستقرارية للمتغير (x_1) عند الفرق من الدرجة الأولى	56
11	الإستقرارية للمتغير (x_7) عند المستوى	57
12	الإستقرارية للمتغير (x_7) عند الفرق من الدرجة الأولى	58
13	اختيار درجة التأخير المثلى بحسب نماذج (var)	59
14	تقدير النموذج تبعا لنماذج (var)	60
15	دراسة مساهمة التباين	61

مقدمة

توطئة :

تسعى المؤسسة الاقتصادية إلى تحقيق جملة من الأهداف أبرزها تعظيم الأرباح وتحقيق الاستمرارية، وهذا لا يتحقق إلا في ظل إدارة مالية محكمة مسؤولة على تحديد الهكيل المالي للمؤسسة الذي يعد لبنة نجاحها ونموها، هذا ما جعل من مسألة تمويل المؤسسة الاقتصادية وتصميم هيكلها المالي إحدى المواضيع الأساسية ضمن مجال الإدارة المالية، والتي تشكل موضوع جدل بين المختصين منذ أكثر من نصف قرن، في العالم عامة ودول أوروبا الغربية والولايات المتحدة الأمريكية خاصة، حيث تكرر نداء رجال الإدارة المالية إلى الحاجة الملحة لاستكمال ما بدأه مودكلياني وميلر وغيرهما منذ سنة 1958.

ومن هذا المنطلق اهتم الباحثون بدراسة الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة الاقتصادية الذي يتباين من واحدة لأخرى، لأنه يوجد أمام المؤسسة في الوقت الراهن مصادر تمويل متعددة تختلف في خصائصها وشروط الحصول عليها، حيث تختار هذه المؤسسات من بين البدائل تبعا لجملة من المعايير أو المحددات الكمية و الكيفية، والتي هي الأخرى تختلف حسب طبيعة ونوعية المؤسسة.

فمن خلال هذه الدراسة سيتم تسليط الضوء على الهيكل المالي لمجموعة من المؤسسات البترولية الوطنية العاملة في مدينة حاسي مسعود، والتعرف على أبرز المحددات التي تؤثر في قرارات التمويل بالمؤسسات محل الدراسة.

طرح الإشكالية :

اعتمادا على ما سبق يمكن طرح التساؤل الرئيس التالي :

ما هي المحددات الأكثر تأثيرا في اختيار الهيكل المالي لدى المؤسسات البترولية الوطنية العاملة في منطقة حاسي مسعود؟

الأسئلة الفرعية :

ويندرج تحت هذه التساؤل مجموعة الأسئلة الفرعية التالية :

1- هل توجد طريقة مباشرة لاختيار العوامل المحددة للهيكل المالي المناسب بالمؤسسات البترولية الوطنية ؟

2- هل يتأثر الهيكل المالي من الناحية النظرية بجملة من المحددات ؟

3- كيف يتأثر الهيكل المالي للمؤسسات البترولية الوطنية بمحدداته ؟

الفرضية الرئيسية :

المحددات المؤثرة في اختيار الهيكل المالي لدى المؤسسات البترولية الوطنية هي كل من عمر المؤسسة، حجم المؤسسة، الربحية، السيولة، هيكل الأصول، المردودية الاقتصادية، المردودية المالية، ومعدل النمو.

الفرضيات الفرعية:

1- لا توجد طريقة مباشرة لاختيار العوامل المحددة للهيكل المالي المناسب بالمؤسسات البترولية الوطنية؛

2- إن الهيكل المالي يتأثر من الناحية النظرية بمجموعة من المحددات؛

3- يتأثر الهيكل المالي للمؤسسات البترولية الوطنية بكل من السيولة والربحية وفق علاقة إيجابية.

أهداف الدراسة :

تتمثل أهداف هذه الدراسة في جملة من النقاط أبرزها ما يلي :

1. التعرف على أهم مصادر التمويل التي تعتمدها الشركات البترولية باعتبارها قطاعا رائدا في الجزائر؛
2. تحديد أهم المحددات لاختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة البترولية الوطنية؛
3. تحديد مدى سلامة القرارات التمويلية في المؤسسة البترولية الوطنية؛
4. التعرف على أهم المتغيرات المالية التي تؤثر على الهيكل المالي للمؤسسات البترولية الوطنية؛
5. الوصول إلى نموذج يفسر تأثير المتغيرات المستقلة المدروسة على الهيكل المالي بالمؤسسات البترولية الوطنية خلال الفترة 2009-2014.

أهمية الدراسة :

1. محاولة تطبيق الأساليب الكمية والإحصائية لقياس محددات الهيكل المالي، وتأثيرها على الهيكل المالي؛
2. تقديم إطار معرفي وتطبيقي يمكن الاعتماد عليه مستقبلا لاعتماد دراسات أوسع وأكثر دقة.

صعوبات البحث :

- ضيق الوقت الممنوح لإجراء الدراسة؛
- صعوبة تحليل النتائج بالبرامج الإحصائية نظرا لحداثتها؛
- سرية المعلومات في المؤسسات محل الدراسة؛
- الصعوبة الكبيرة في الحصول على البيانات المالية للمؤسسات محل الدراسة.

حدود الدراسة :

1-الحدود المكانية : تتمثل عينة الدراسة في مجموعة من المؤسسات البترولية الوطنية الموجودة بمنطقة حاسي مسعود.

2-الحدود الزمنية : الفترة التي اعتمدناها في هذه الدراسة هي من 2009 إلى 2014، أي مدة ستة سنوات.

المنهج المتبع :

للإجابة على أسئلة الدراسة قمنا باعتماد دراسة مقارنة وفق منهج وصفي تحليلي من أجل تحليل القوائم المالية للمؤسسات المعنية بغية إثبات أونفي الفرضيات المتبناه في عملنا هذا، لذا قمنا باستخدام برامج التحليل الإحصائي : spss ، eviews ، data panal.xlstat.

كما اعتمدنا المنهج الكمي وهو المنهج الذي يتوافق ودراستنا القياسية ؛ لأنه يستدعي جمع المعلومات وعرضها.

هيكل الدراسة :

قمنا بإتباع خطة مكونة من فصلين، الفصل الأول نظري، ويتضمن أهم المفاهيم المالية التي تخص مكونات الهيكل المالي وخصائص كل مكون والمحددات النظرية التي يمكن أن تؤثر في بنائه بصفة عامة، أما الفصل الثاني فيخص الجانب التطبيقي من الدراسة حيث يضم الوسائل المستخدمة لجمع القوائم المالية (الميزانية وجدول حسابات النتائج)، وتحليلها بحساب أهم النسب المالية التي تعد ترجمة محاسبية للقرارات المالية لنستنتج معايير بناء الهيكل المالي التي تعتمدها أو يجب أن تعتمدها المؤسسة البترولية كنتائج يتم التوصل إليها.

تمهيد :

نتناول في الفصل الأول من هذه الدراسة الإطار المفاهيمي للهيكل المالي الذي سوف يكون المتغير التابع في دراستنا، من خلال مبحثين فالأول خصص لأهم التعريفات للهيكل المالي والنظريات المفسرة له ومكوناته، كما يضم هذا المبحث أهم ما يجب معرفته حول المتغيرات المستقلة والمتمثلة في محددات الهيكل المالي، أما بالنسبة للمبحث الثاني فنتناول فيه الدراسات السابقة المتعلقة والتي تخدم موضوع دراستنا سواء كانت باللغة العربية أو باللغة الأجنبية، كما نتناول ضمن هذا المبحث أهم ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة.

المبحث الأول : الإطار النظري للهيكل المالي

من أبرز مهام الإدارة المالية داخل المؤسسة هي توفير الموارد المالية اللازمة لسير نشاط المؤسسة واختيار التوليفة المناسبة لهيكلها المالي من بين البدائل المختلفة التي تطرح أمامه، فمن خلال هذا المبحث سوف نعرج على أهم المفاهيم التي ينبغي التطرق إليها قبل الدخول في صلب موضوع دراستنا، من خلال المطالب الثلاثة التالية :

المطلب الأول : ماهية الهيكل المالي

المطلب الثاني : النظريات المفسرة للهيكل المالي

المطلب الثالث : محددات الهيكل المالي

المطلب الأول : ماهية الهيكل المالي

تتضمن ماهية الهيكل المالي جملة من التعاريف للهيكل المالي، ومناهج اختياره، ومكوناته ؛

الفرع الأول : مفهوم الهيكل المالي

يشمل مفهوم الهيكل المالي كل من تعريفه، منهج اختياره والعوامل المؤثرة في الهيكل المالي :

أولا : تعريفه

تتعدد وتتباين التعاريف التي جاءت لتعرف الهيكل المالي لعل أشهرها، يعرف الهيكل المالي على أنه: " هيكل مصادر التمويل أو جانب الأصول وحقوق الملكية في كشف الميزانية العمومية "[1]

كما عرف على أنه : " يتعلق بكيفية تمويل إجمالي موجودات أو استثمارات المؤسسة ويتمثل ذلك في الجانب الأيسر للميزانية، أي جانب المطلوبات وحقوق المساهمين الذي يبين كافة وسائل التمويل التي تستخدمها المؤسسة، أي أن الهيكل المالي يمثل جميع أشكال وأنواع التمويل سواء ملكية، أو اقتراض، وسواء كانت من مصادر طويلة أو قصيرة الأجل."[2]

[1] -عدنان تايه النعيمي، ارشد فؤاد التميمي، **الإدارة المالية المتقدمة**، الطبعة العربية، دار البازوري العلمية، عمان، الأردن، 2009، ص 349.
[2] -محمد أيمن عزة الميداني، **الإدارة التمويلية في الشركات**، جامعة الملك فهد للبترول والمعادن، الظهران، السعودية، 1993، ص_ص 555،565.

من خلال التعاريف السابقة يتضح الهيكل المالي بأنه البنية المالية للمؤسسة لتمويل جميع أصولها والتي تتشكل من هيكل رأس المال الذي يعرف بالتمويل الدائم للمؤسسة (قروض طويلة الأجل، حقوق الملكية، وأسهم مختلفة) إضافة إلى الأموال قصيرة الأجل.

ثانيا : مناهج اختيار الهيكل المالي[1]

يقصد بمناهج اختيار توليفة الهيكل المالي هي السياسات التي تعتمدها المؤسسة لتشكيل هيكلها المالي، ومن المفترض يوجد ثلاثة مناهج كما يلي :

1– منهج التوازن : يفترض هذا المنهج وجود حالة توازن ومرونة مالية للهيكل المالي، و هذا يتطلب حساب تكلفة رأس المال في ضوء البدائل التمويلية المتاحة من مصادر التمويل المختلفة، في ظل افتراضات محددة وهي أن هناك عائد متوقع، و حالة معينة للطلب والعرض على الأموال في السوق المالي، تتحدد على أساس اتجاهات أسعار الفائدة، ثم القيام باختيار المزيج التمويلي، والذي يصاحبه أقل تكلفة تمويل.

2– منهج التوازن المقارن : يفترض وجود معدل عائد إضافي يجب تحقيقه بالإضافة لتكلفة الأموال، و لذلك يتم وضع العديد من الخطط المالية التي تحتوي على مزيج تمويلي مختلف و تقوم بتحديد أثر كل خطة على تكلفة الأموال، و بالتالي الوصول إلى العائد الإضافي المطلوب، و بمقارنة هذه الخطط يمكن اختيار المزيج التمويلي المناسب للمؤسسة.

3–منهج التوازن الحركي الديناميكي : يفترض وجود متغيرين يؤثران في اختيار المزيج التمويلي، و هما المخاطر المالية و مخاطر الأعمال، حيث يتأثران بقيود البيئة الداخلية و البيئة الخارجية المحيطة بالمؤسسة، و بمجموعة من العوامل متمثلة في : مدة الائتمان، مدى توفر المعلومات، وجود سياسة مالية واضحة محددة المعالم، على أن يتم اتخاذ القرار المالي في ضوء قيود لا يمكن الاستغناء عنها مثل : التكلفة، المركز الائتماني للمؤسسة، مجال استخدام الأموال، و القرارات المالية التي اتخذت في الماضي...الخ .و في ضوء العمليات الإنتاجية والتسويقية و درجة استغلال الأصول و الموارد الإنتاجية لأن ذلك يؤدي إلى تغير المزيج التمويلي مع كل تغير في حجم أعمال المؤسسة .و عليه يجمع هذا المنهج بين المناهج السابقة الذكر عند اختيار المزيج التمويلي المناسب ما يجعله منهج متكامل.

ثالثا : العوامل المؤثرة في الهيكل المالي

تتحكم في قرارات اختيار المزيج التمويلي المناسب للمؤسسة جملة من العوامل التي لابد من أخذها بعين الاعتبار لعل أبرزها[2]:

1–نمو المبيعات : إذا كانت مبيعات المؤسسة تزداد و تنمو بمعدلات عالية 12 % (فما فوق) فإن المؤسسة تستطيع تمويل هذا النمو اعتمادا على الدين لأنها تستطيع تعظيم عائد المساهمين دون الخوف من عواقب تراجع المبيعات.

2–استقرار المبيعات : توجد علاقة مباشرة بين استقرار المبيعات و أرباح المؤسسة والتمويل بالدين، فكلما كانت مبيعات وأرباح المؤسسة أكثر استقرارا كلما استفادت المؤسسة من رافعة التمويل أكثر وبمخاطرة اقل مما لو كانت مبيعات المؤسسة متقلبة، أن استقرارية المبيعات والأرباح توسع الطاقة الاستيعابية على الاقتراض للمؤسسة ويمكنها من تحمل نسب مديونية أكثر.

[1] جلال الدين المرسي، احمد عبد الله اللحلح، **الإدارة المالية**، المكتب الجامعي الحديث، مصر 2009 :، ص،28

[2] - محمد أيمن عزة الميداني ,مرجع سبق ذكره ,ص.ص1،7.

3-درجة المنافسة : إن درجة المنافسة التي تعمل بها المؤسسة تعتمد على استقرارية أرباحها، فكلما ازدادت حدة المنافسة السعرية بين المؤسسات كلما انحسر هامش الربح مما يحد من استطاعة المؤسسة على الاقتراض لانخفاض مقدرتها على خدمة الديون والتي من احد مقاييسها عدد مرات تغطية الأرباح للفائدة المدفوعة.

4-بنية الموجودات : توجد علاقة بين بنية الموجودات والطاقة الاستيعابية للدين في المؤسسة، فالطاقة الاستيعابية للاقتراض تكون اقل عندما تكون نسبة الموجودات الثابتة إلى إجمالي الموجودات مرتفعة وبالتالي نسبة التكاليف الثابتة إلى إجمالي التكاليف مرتفعة مما يعني أن المؤسسة تتميز بدرجة رافعة تشغيل عالية و أن أرباحها شديدة الحساسية لأي تغير صغير في المبيعات.

5-موقف إدارة المؤسسة اتجاه الخطر : هناك اختلاف في درجة تجنب الخطر من شخص إلى آخر، فعلاقة التفضيل هذه تؤثر في تحديد سياسات التمويل للمؤسسة، فإذا كانت إدارة المؤسسة تتجنب الخطر بدرجات عالية، فإنها لن تلجأ إلى التمويل بالدين إلا ضمن حدود ضيقة، إما إذا كانت إدارة المؤسسة تتجنب الخطر بدرجات أقل، فإنها ستكون على استعداد للتمويل بالدين بنسب أعلى سعيا وراء تعظيم الأرباح.

6-**موقف المؤسسات التمويلية اتجاه الخطر** : لاشك أن موقف المؤسسات التمويلية تجاه الخطر تعاظم الخطر التمويلي للمؤسسة فهو العامل الأهم في تحديد نسبة المديونية المثلى للمؤسسة، فالترتيب الائتماني للمؤسسة وبالتالي مقدرتها على الاقتراض بشروط مناسبة تعتمد على نسبة الدين في الهيكل المالي للمؤسسة واختيار المزيج التمويلي المناسب يتصدر المناقشات والمفاوضات بين المؤسسة والبنوك أو مؤسسات التمويل، وغالبا ما تنصاع المؤسسة لتوصيات الجهات المقرضة في هذا الخصوص لتعزيز مقدرتها على الاقتراض بشروط ميسرة.

الفرع الثاني: مكونات هيكل المالي

يبنى الهيكل المالي للمؤسسة بجملة من المكونات الأساسية التي تعد طرق التمويل فهي تختلف من حيث المصدر والتكلفة والآجال:

أولا : مصادر التمويل المقترض قصير الأجل [1]

يطلق مصطلح الديون قصيرة الأجل على مجموعة الديون التي تستخدم لتمويل نشاط الاستغلال و تكون قصيرة الأجل اي لا تتجاوز السنة، و توجد العديد من أنواع الديون في المدى القصير و التي نذكر منها ديون الاستغلال...الخ ،ولقد عرف التمويل قصير الأجل على أنه ذلك الالتزام الذي يتوجب سداده خلال مدة زمنية لا تزيد عن السنة الواحدة، وتنقسم مصادر التمويل قصيرة الأجل إلى نوعين أساسيين الأول الائتمان المصرفي و الثاني الائتمان التجاري، نوضحها فيما يلي:

1-الائتمان المصرفي : تقوم البنوك التجارية بتزويد المؤسسات المختلفة بما تحتاج إليه من أموال لتمويل عملياتها الجارية، وتأخذ هذه الإئتمانات جملة من الأشكال وهي:

أ- القروض غير المكفولة بضمان معين : في حالة القروض غير المكفولة بضمان، يسمح للمؤسسة بالاقتراض بشرط أن لا يزيد المبلغ المقترض عن قيمة محددة في أي وقت، و يطلق على هذا الحد الأقصى بالاعتماد .و عادة ما يضع البنك شرطين عند فتح أي اعتماد، يعرف **الشرط الأول** :بالرصيد المعوض حيث يطلب من المقترض الاحتفاظ بنسبة معينة في حسابه لدى البنك، و لاشك أن هذا

[1] -محمد صالح الحناوي، **أدوات التحليل و التخطيط في الإدارة المالية**، دار الجامعات المصرية، مصر :سنة النشر غير مذكورة، ص، ص،434 ، 435.

الشرط يؤدي إلى زيادة تكلفة الأموال المقترضة إلا إذ ا كان المقترض يحتفظ بمثل هذا الرصيد. **والشرط الثاني** : هو وجوب قيام العميل بسداد قروضه مرة واحدة على الأقل كل سنة، و هذا لإظهار القروض من النوع قصير الأجل وأن لا يتخذها العميل على أنها مصدر تمويلي طويل الأجل .بالإضافة لاشتراط البنك بإتباع سياسات مالية معينة طوال فترة القرض. و عادة ما يكون هناك بعض القيود التي تحدد مقدار هذا القرض، نذكر منها سياسة تنويع وتوزيع الأخطار التي يتبعها البنك و التي تتطلب وضع حد أقصى للأموال التي تمنح للعميل الواحد .و النوع الثاني من القيود يتعلق بالمركز الائتماني للعميل.

ب .القروض المكفولة بضمان : وهي نوع من القروض المصرفية حيث تكون مكفولة بضمان، وهذا الضمان إما أن يكون شخص آخر أو أصل معين كالحسابات المدينة أو أوراق القبض أو أوراق مالية أو بضائع، و القاعدة هنا أن البنوك لا تمنح عملائها القروض المطلوبة بالقيمة الكاملة للضمان المقدم بل تحتفظ بنسبة من قيمة الضمان لتغطية أخطار انخفاض قيمته.

هناك العديد من الأسباب التي تشجع على استخدام الائتمان المصرفي، فالقروض المصرفية غالبا ما تكون متوفرة بسهولة أكبر وخاصة بالنسبة للمؤسسات الصغيرة، وفي الغالب نجد أن الائتمان المصرفي أقل تكلفة من القروض طويلة الأجل والائتمان التجاري.

2-الإئتمان التجاري : يعرف بأنه الائتمان القصير الأجل الذي يمنحه المورد إلى المشتري، عندما يقوم هذا الأخير بشراء بضاعة لغرض إعادة بيعها، ويحتاج المشتري إلى الائتمان التجاري في حالة عدم كفاية رأس ماله العامل لمقابلة الحاجيات الجاري وعدم مقدرته الحصول على القروض المصرفية، وغيرها من القروض القصيرة ذات التكلفة المنخفضة، ومن ناحية أخرى فإن رغبة الدائنين التجاريين في منح هذا النوع من الإئتمان يتوقف على مجموعة من العوامل أهمها:

-العوامل الشخصية مثل مركز البائع المالي و مدى رغبته في التخلص من مخزونه السلعي و تقدير البائع لمخاطر الإئتمان.

-تلك العوامل الناشئة عن حالة التجارة و المنافسة مثل الفترة الزمنية التي يحتاجها المشتري لتسويق السلعة و طبيعة السلع المباعة وحالة المنافسة و موقع العملاء و الحالة التجارية.

ويتخذ الائتمان التجاري شكل الحساب الجاري، أو شكل الكمبيالة أو السند الاذني، وجميع هذه الأشكال تمكن المشتري من أن يحصل من البائع على ما يحتاجه من البضائع بصفة عاجلة مقابل وعد منه بسداد قيمتها في وقت آجل، وتتفاوت شروط هذا الائتمان، من أمثلتها : الدفع نقدا قبل الاستلام، والدفع عند الاستلام، السداد الشهري والسداد الموسمي...الخ . وعادة ما تكون تكلفة الائتمان التجاري مرتفعة.

ثانيا : مصادر التمويل المقترضة طويلة الأجل

تسعى المؤسسات المعاصرة إلى توفير الموارد المالية من مصادر متعددة و بأشكال مختلفة وفقا للظروف السائدة في الأسواق المالية، وتوجهات إداراتها بشأن تحمل المخاطر من عدمها .وبناءا على ما تقدم فإن التمويل المقترض طويل الأجل يعد من مصادر التمويل الأساسية للمؤسسات ومن أهم هذه المصادر القروض طويلة الأجل والسندات.

1- القروض طويلة الأجل : تحصل المؤسسة على القروض طويلة الأجل من المؤسسات المالية، حيث يتم الحصول على القروض عن طريق التفاوض المباشر يتم من خلالها انتقال الأموال من المقرض إلى المقترض وفقا لشروط محددة بالعقد المبرم بينهما، و يتم سداد

الفوائد بشكل دوري، فيما يتم استهلاك القرض على أقساط متساوية في تواريخ معينة أو قد يتم سداده مرة واحدة في تاريخ استحقاق متفق عليه.

2- السندات : تعتبر السندات أحد صور الاقتراض طويل الأجل، ويمثل السند صك مالي تصدره المؤسسة المقترضة للأموال، تتعهد بموجبه بدفع فائدة دورية للمقرض(المستثمر)، وأيضا تسديد قيمة السند في تاريخ محدد يدعى تاريخ استحقاق السند، ويعطي السند لحامله جملة من الحقوق أهمها : المطالبة بعائد سنوي يتمثل في الفائدة التي تلتزم المؤسسة بدفعها له سواء حققت أرباحا أم لم تحقق وتحسب كنسبة ثابتة من القيمة الإسمية للسند، كما يحق للمستثمر إسترداد كافة أمواله عند تاريخ استحقاق السند. أيضا تحمل السندات الأولوية في السداد من أموال التصفية في حالة إفلاس المؤسسة قبل حملة الأسهم الممتازة والأسهم العادية.

ثالثا : مصادر التمويل الممتلكة[1]

يمكن القول بأن الهيكل المالي للمؤسسات، بشكل عام يتضمن حقوق الملكية، و تنشأ هذه الحقوق بشكل أساسي من المبالغ النقدية التي يقدمها المالكين لشراء الأصول المطلوبة للبدأ بنشاط المؤسسة، و أهم هذه المصادر: الأسهم العادية، الأسهم الممتازة والأرباح المحتجزة.

1-الأسهم العادية : يتكون رأس مال مؤسسات المساهمة من عدد من الأسهم، و السهم هو عبارة عن صك يؤكد لحامله ملكية حصة معينة في رأسمال المؤسسة تعادل المبلغ الذي دفعه .تعتبر الأسهم العادية وسيلة من وسائل التمويل طويل الأجل التي يمكن اللجوء إليها خلال حياة المؤسسة، وذلك بطرح أسهم عادية جديدة للاكتتاب، وعند تداول هذه الأسهم في البورصة، قد تباع وتشترى بقيمة مخالفة عن القيمة الإسمية أو الدفترية أي بقيمة أخرى تعرف بإسم القيمة السوقية و هي القيمة الحقيقة للأسهم لأنها تتغير تبعا لمعدلات الأرباح التي تحققها المؤسسة وظروف العرض والطلب ونمط تداول الأوراق المالية في البورصة،كل ذلك يعكس درجة وعي المستثمر وكمية المعلومات المتاحة عن المؤسسة وهذا يؤثر في قرار تداول الأسهم في سوق الأوراق المالية.

2-الأسهم الممتازة : يطلق على الأسهم الممتازة الأوراق المالية المهجنة لأنها تجمع في خصائصها بين الأسهم العادية والسندات وتظهر الطبيعة الهجينة للسهم الممتاز عندما نحاول تصنيفه بالنسبة للسندات والأسهم العادية، ومثلها مثل السندات لها قيمة إصدار كما أن أرباحها تشبه أيضا دفعات الفائدة، من حيث أنها ثابتة ويتعين دفعها قبل أن يحصل حملة الأسهم العادية على أرباحهم ولكن إذا لم تحقق المؤسسة أرباحا لن تكون ملزمة بدفع عائد ثابت لحملة الأسهم الممتازة كما هو بالنسبة لحملة الأسهم العادية أي انه يحدد للسهم الممتاز نسبة معينة من الأرباح[2]. و لا يكون لحملة الأسهم الممتازة الحق في التصويت في مجلس الإدارة.

وهنا يثار سؤالا حول ما إذا كانت هذه الأسهم الممتازة جزء من حقوق الملكية أم أنها جزء من الديون ؟ يمكن القول رغم أن الأسهم الممتازة لها طبيعة الديون من حيث ثبات الأرباح الموزعة لها و الالتزام بسداد قيمتها الإسمية عند التصفية، إلا أنها لا تعد ديون على المؤسسة ولا يترتب على عدم سداد أرباحها إفلاس للمؤسسة، كما أن توزيعات الأرباح الخاصة بها لا تخصم من الوعاء الضريبي.

3-الأرباح المحتجزة : تمثل الأرباح المحتجزة مصدرا داخليا هاما يستخدم لتمويل الاحتياجات المالية طويلة الأجل للمؤسسة، وتمثل الأرباح المحتجزة ذلك الجزء من الأرباح الذي يتم الاحتفاظ به داخل المؤسسة لغرض إعادة استثماره، وتعتبر الأرباح المحتجزة من أهم

[1] -إبراهيم منير هندي، **الإدارة المالية، مدخل تحليلي معاصر**، الطبعة 5، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، مصر، 2003،ص،ص،551،552.

[2]-Aswath Damodaran**, Pratique De La Finance D'entreprise**, 01 Ere Edition ,Groupe De Boeck , Bruxelles,2010 Page, 269

مصادر التمويل عمليات النمو والتوسع ، كما تستخدم الأرباح المحجوزة في حالة المؤسسات التي تعاني من المشاكل المالية كتلك التي ترغب في تخفيض ديونها أو المؤسسات التي تواجه ظروف اقتصادية متقلبة، وفي مثل هذه الظروف يتم احتجاز الأرباح لتوفير متطلبات السيولة.

وتفضل المؤسسات تمويل احتياجاتها طويلة الأجل باستخدام الأرباح المحتجزة لتجنب زيادة حقوق التصويت والمشاركة في السيطرة (في حالة إصدار أسهم) أو لتجنب الأعباء الثابتة التي تترتب عن بيع الأوراق المالية (في حالة إصدار سندات).

المطلب الثاني : النظريات المفسرة للهيكل المالي

منذ بداية الخمسينات القرن الماضي اهتم الباحثون بدراسة المزيج التمويلي للشركات بغية الوصول إلى هيكل مالي مناسب الذي يخفض من تكلفة التمويل ومنه يرفع من قيمة الشركة، فتضاربت الآراء والنظريات حول هذه الإشكالية وبناءا على ذلك ظهرت جملة من النظريات لتفسر الهيكل المالي الأمثل، ومن ثم نطرح السؤال التالي : **هل يوجد هيكل مالي أمثل ؟** و للإجابة عليه سنتطرق فيما يلي بشيء من التفصيل لكل من هذه النظريات.

الفرع الأول : النظرية التقليدية للهيكل المالي [1]

يجيب الكلاسيكيون على السؤال السابق بـ" :**نعم**"، لأن تكلفة الأموال الخاصة أعلى من تكلفة الاقتراض، إذ أن المخاطرة المتأتية من التمويل الذاتي أعلى من المخاطرة الناجمة عن الاستدانة، و من جهة أخرى تكلفة الاقتراض والتي تندرج ضمن المصاريف المالية لها خاصية الاقتصاد في الضريبة، ويبرز ذلك في تخفيض الوعاء الضريبي لحساب الضريبة على الأرباح، بينما عوائد رأس المال الناجمة عن التمويل الذاتي لا تتميز بتلك الخاصية لكونها تأتي بعد حساب النتيجة، وبالتالي فإن الديون تعمل على تخفيض تكلفة رأس المال.

فبإمكان المؤسسات من خلال هذه النظرية الوصول إلى مزيج أمثل لعناصر الهيكل التمويلي و ذلك من خلال استخدام الاقتراض بشكل معقول لزيادة القيمة السوقية للمؤسسة، ولم توضح هذه النظرية كمية الاقتراض المعقولة، و إنما دعت المؤسسات إلى المحافظة على التوازن بين درجة المخاطرة المرتبطة بزيادة حجم الديون و بين الإنتفاع من مزاياها، و ذلك لأن الخطر التمويلي سيزداد إلى درجة يهدد وجود المؤسسة ومستقبلها في حالة زياد الديون عن الحد المعقول .وقد مثلت هذه النظرية بدايات تكوين ما أصبح يعرف لاحقا بمفهوم الرفع المالي، ولم تكن لهذه النظرية أبعاد تطبيقية تذكر.

وقد بنيت النظرية التقليدية على أساس مجموعة من الفرضيات أهمها :

–توزيع الأرباح داخل المؤسسة يكون قبل الضريبة؛

–خطر الاستغلال الذي تتحمله المؤسسة ثابت حتى في حالة القيام باستثمارات جديدة؛

–توقعات العوائد من طرف المساهمين معروفة و متجانسة؛

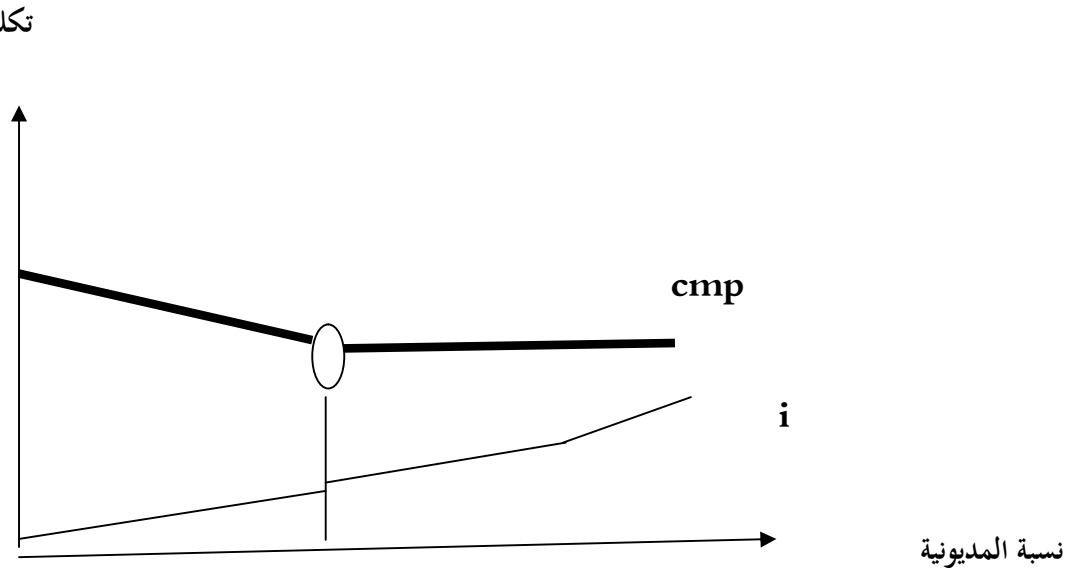
–في حالة تغير نسبة :الأموال المقترضة / الأموال الخاصة، فإن مورد التمويل الجديد يتم اللجوء إليه من أجل التقليل من المصدر الآخر؛

–المؤسسة تعمل في محيط تنعدم فيه الضرائب و لا توجد تكاليف المعاملات.

[1] - أنفال حدة خبيزة، **تأثير الهيكل المالي على استراتيجية المؤسسة الصناعية**، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2011،2012، ص،ص، 21،22.

ويمكن تو ضيح المنظور الكلاسيكي بيانيا كما يلي:

الشكل 1: الهيكل المالي الأمثل حسب المنظور الكلاسيكي



الهيكل المالي الأمثل

Source: Josette Peyrard, **Analyse financière avec exercices,** Vuibert, 8ème édition, France: 2000, p333.

,

وما يلاحظ من الشكل أن تكلفة رأس المال **CMP** تتناقص طالما أن تكلفة الاستدانة (i) والتي تمثل سعر الفائدة منخفضة، بعدها تميل إلى الثبات إلى حد ما، ثم تتزايد.

الفرع الثاني :نظرية إنعدام الهيكل المالي الأمثل (Miller & Modigliani)

يرى هذان الاقتصاديان أنه لا وجود لهيكل مالي أمثل، حيث أن تكلفة رأس المال وقيمة المؤسسة مستقلتان عن هيكلها المالي، ففي ظل تواجد سوق مالية كفؤ، وغياب الجباية يوجد تكافؤ بين مختلف أنماط التمويل، وقد بنيت نظريتهما على ما يسمى بـ"التحكيم".

نميز في هذه النظرية بين حالتين :حالة وجود الضرائب وحالة عدم وجودها

أولا : حالة عدم وجود الضرائب [1]

ويقوم هذا المقترح على مجموعة من الافتراضات النظرية البحتة أهمها:

–وجود سوق تتمتع بالمنافسة الكاملة، وتحكم تصرفات المتعاملين فيها المنطق الاقتصادي الرشيد.

–يتمتع المتعاملون في هذه السوق بالمعرفة الجيدة و الكاملة 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.

[1] -نفس المرجع السابق، ص 23.

وقد أستخلص هذا المقترح من خلال استخدامه للبراهين الرياضية، إلى استنتاج مفاده أن المؤسسات المتماثلة في كل أنشطتها وتتمايز في هياكل تمويلها، تتساوى في القيمة السوقية، وبالتالي لن يؤثر الرفع المالي على القيمة السوقية للمؤسسات،كما ذهبت إلى ذلك النظرية التقليدية. وعليه فإن تكلفة رأس المال عبارة عن معدل المردودية الاقتصادية الأدنى، وهي مستقلة عن الهيكل المالي.

ثانيا : حالة وجود الضرائب

يبني الإقتصاديين إجابتهما دائما على تجربة المؤسستين كما ذكرنا سابقا، ويضيفان هذه المرة فكرة حساب التدفقات السنوية التي سيستفيد منها الأشخاص الممولون أو المقرضون لكلتا المؤسستين.

وبالتالي فإن قيمة المؤسسة المعتمدة على الإقتراض تفوق قيمة المؤسسة التي لا تعتمد على الاقتراض، إثر وجود عنصر الاقتصاد في الضريبة (وفرات ضريبية)، مما يؤدي إلى وجود تفاوت في كل من قيمتيهما في سوق الأموال الخاصة، في مردوديتيهما المالية، وبالتالي الاختلاف في تكلفة رأس المال .حيث أن تدنئة هذه الأخيرة تعني تعظيم قيمة المؤسسة ونموها.

الجدول (1–1) : ملخص المنظوران الأساسيان لإمكانية وجود هيكل مالي أمثل للمؤسسة

النظرية	النتيجة
الكلاسيكية	– يوجد هيكل مالي أمثل يجعل تكلفة رأس المال أدنى ما يمكن، يعمل على تعظيم قيمة المؤسسة
مودكلياني و ميلر	**1–في حالة انعدام ضرائب :** –عدم وجود هيكل مالي أمثل. **2–في حالة وجود ضرائب :** –قيمة المؤسسة التي تعتمد على الاقتراض تفوق قيمة المؤسسة التي لا تقترض. –لا يوجد حد أدنى لتكلفة رأس المال، لكن يوجد حد أدنى للاقتراض.

Source: Jean barreau, Jacquline delahye, **gestion financière**, 10eme édition, Dunod, France : 2001 p, 150

الفرع الثالث : نظرية التوازن

تقتضي هذه النظرية أن الهيكل التمويلي الأمثل (نسبة الاستدانة المثلى) يتحدد بالموازنة (المراجحة) بين المزايا الحدية للوفورات الضريبية الناجمة عن التموي ل بالديون (التي تعتبر دالة متزايدة لنسبة الديون بالهيكل التمويلي بمعدل متناقص) والتكاليف الحدية للوكالة المصاحبة للتمويل بالديون(التي تعتبر دالة متزايدة لنسبة الديون بالهيكل التمويلي بمعدل متزايد) والتكاليف الحدية للإفلاس المصاحبة

لتمويل بالديون(التي تعتبر هي الأخرى دالة متزايدة لنسبة الديون بالهيكل التمويلي بمعدل متزايد)، أو هو محصلة للتوازن بين التأثير الايجابي على القيمة السوقية للمؤسسة الذي تحثه الوفورات الضريبية والتأثير السلبي الذي تحدثه تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة، والشكل التالي يوضح الهيكل المالي حسب نظرية التوازن. [1]

أولا : تكلفة الإفلاس

تتعرض المؤسسة التي يتكون هيكلها المالي من أموال خاصة وقروض لمخاطر 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 تواريخ الاستحقاق. والإفلاس هو قيام المؤسسة ببيع أصولها من أجل أداء التزاماتها المترتبة عليها من خلال الحصول على القروض وبالتالي فالقروض ترفع من الخطر المالي للمؤسسة ويترتب على الإفلاس مجموعة من التكاليف تسمى تكاليف الإفلاس، وهي تتكون من مجموعتين : الأولى تكاليف مباشرة (تكاليف إدارية، مالية،..) وتكاليف غير مباشرة (تكاليف الصورة أي المصداقية المالية والتجارية وتكاليف ضياع الفرصة). [2]

ثانيا : تكلفة الوكالة

نموذج تكلفة الوكالة Jensen Et Meckling سنة 6791 تنظر للمؤسسة على أنها مجموعة من العقود للتفاوض بين الوكلاء بحرية لتحقيق أهداف مختلفة في ظل عدم التماثل المعلومات يتم تصميم اختيار هيكل المالي كطريقة لتخفيف من تكاليف الوكالة بسبب النزاعات بين المساهمين والمدراء من جهة، والمساهمين والمقرضين من جهة أخرى.[3]إن هدف هذه النظرية هو تقديم خصائص التعاقد الأمثل التي يمكن أن تعقد بين الموكل و الوكيل معتمدة في ذلك على المبدأ النيوكلاسيكي الذي مؤداه أن كل عون إقتصادي يبحث على تعظيم مصلحته الخاصة قبل المصلحة العامة .و منذ ظهور تكلفة الوكالة أصبح وجود هيكل مالي أمثل بتوازن الوفر الضريبي مع كل من تكلفة الوكالة وتكلفة الإفلاس. وعليه فإن ظهور تكلفة الوكالة إلى جانب تكلفة الإفلاس سوف يؤثر على النسبة المثالية للاقتراض إلى الأموال الخاصة، أي سوف يؤثر على مكونات هيكل التمويل الأمثل، وبالتالي ظهور تكلفة الوكالة سوف يؤدي إلى انخفاض نسبة الأموال المقترضة داخل الهيكل المالي.

يمتد موضوع إختيار الهيكل المالي للمؤسسة إلى أبعد مما سبق، حيث أنه في ظل تطور الأسواق المالية، و ظهور أشكال حديثة للتعامل في الأوراق المالية، أصبح لهذا الموضوع علاقة وطيدة بما يسمى بإختيارات الشراء والبيع، ومن ثم أضحت النظريات السابقة حول أمثلية الهيكل المالي تاريخية.

[1]-زيغود تبر،محددات سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية دراسة ميدانية لعينة من المؤسسات الاقتصادية بالقطاعين العام و الخاص في الجزائر،مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير، جامعة ورقلة،2009، ص82.

[2]-أنفال حدة خبيزة، مرجع سبق ذكره، ص12.

[3] -Et-Taoufik, Benoit Gailly, **La Structure Financiere Des Pme De La Haute Technologie**, Les Côtes De Carthage 3, 4, 5 Et 6 Juin 2003, Xiième Conférence De l'Association Internationale De Management Stratégique. p .12

فيرى الكاتب Pierre Vernimmen" أن الهيكل المالي هو نتيجة لعدة تسويات معقدة، لذلك فهو يحدد مجموعة من العوامل لإختيار المؤسسة لهيكلها المالي طالما لا يوجد هيكل مالي أمثل، وهي :

–محاولة الإحتفاظ بمرونة مالية ، بمعنى عدم كون المؤسسة مجبرة بإختيار معين مستقبلا جراء قرار إتخذته سلفا؛

–الأخذ في الحسبان الخصائص الإقتصادية للقطاع الذي تنتمي إليه المؤسسة ومدى تطوره؛

–وضعية المساهمين فيما يتعلق بعنصر المخاطرة (التفاؤل / التشاؤم)؛

–وجود فرص أو قيود.

المطلب الثالث : محددات الهيكل المالي

إن المفاضلة بين المصادر المختلفة والمتنوعة لا يكون بطريقة عشوائية وانما يكون قرارا محكم بمعايير أو محددات سواء كانت كيفية أو كمية بغية الوصول إلى اختيار هيكل مالي مناسب يوازن بين العائد والمخاطرة و كون بأدنى تكلفة بهدف تعظيم قيمة المؤسسة وبالتالي فإن اختلاف مصادر تمويل المؤسسة سيؤدي إلى العديد من النتائج على أداء المؤسسة والتي من أهمها الوضع المالي للمؤسسة لذلك لابد من تقييم وتقويم الهيكل المالي للمؤسسة فمن خلال هذا المطلب سوف نعرج على كل من المحددات الداخلية والخارجية للهيكل التمويلي.

الفرع الأول : العوامل الداخلية المحددة للهيكل المالي

ونقصد بها تلك العوامل التي تنشأ من داخل المؤسسة بحد ذاتها وتحكم اختيار الهيكل المالي.

أولا : الربحية نتطرق لمحدد الربحية من خلال تعريفها والنسب التي تعتمدها كمحدد من محددات الهيكل المالي.

1–مفهومها : الربحية هدف أساسي لجميع المؤسسات وأمر ضروري لبقائها واستمرارها وغاية يتطلع إليها الإدارة في استخدام الموارد الموجودة بحوزتها، لذا نجد أن جهدا كبيرا من الإدارة المالية في المؤسسة يوجه بالدرجة الأولى نحو الاستخدام الأمثل للموارد المتاحة بهدف تحقيق أفضل عائد ممكن لأصحابها لا تقل قيمته عن العائد الممكن تحقيقه على الاستثمارات البديلة التي تتعرض لنفس الدرجة من المخاطر.المستثمرون ومؤشر يهتم به الدائنون عند تعاملهم مع المؤسسة، وهي أيضا أداة هامة لقياس كفاءة.

اختلفت النظريات المالية في تفسيرها لتأثير ربحية الشركات في الهيكل المالي، حيث نجد أن نظرية التبادل تؤكد وجود أثر إيجابي بين الربحية ونسبة الدين، فالشركات التي لها نسبة ربحية عالية لها القدرة على زيادة نسبة الدين..

2 –نسب الربحية : تعبر نسب الربحية عن مدى الكفاءة التي تتخذ فيها المؤسسة قراراتها الاستثمارية والمالية نذكر أهم النسب :

أ– نسبة هامش صافي الربح[1]: وهو عبارة عن قدرة دينار المبيعات على توليد الأرباح، أو عبارة عن مقدار الربح في كل دينار من دنانير المبيعات، ويحسب وفق العلاقة التالية :

نسبة الهامش =(صافي الربح قبل الفائدة والضريبة / صافي المبيعات) × 100

[1] -بوربيعة غنية، **محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة-دراسة حالة مؤسسة سونلغاز**، مذكرة لنيل شهادة ماجستير، جامعة الجزائر 3، 2011-2012،ص 104.

لابد من مقارنة هذه النسبة بمثيلاتها في السنوات السابقة أو نسب السوق أو النسب المعيارية، حيث أن زيادة الأرباح لا يعني أن هامش ربح المؤسسة قد تحسن، وتكون هذه النسبة بمثابة المقياس الحقيقي لكفاءة الإدارة لأنها لا تملك السيطرة الفعلية على الفوائد والضرائب والمصروفات الأخرى.

ب- العائد على الأموال الخاصة : يشبه هذا المقياس العائد على الاستثمار ولكن الاختلاف هنا أن الأموال المستثمرة التي تظهر في المعادلة هي أموال أصحاب المشروع أي حقوق المساهمين ولا يدخل فيها الأموال المقترضة، ويسمى أيضا العائد على القيمة الصافية، ويمكن احتسابه بالقانون التالي :

العائد على حقوق أصحاب المشروع = (صافي الربح الشامل بعد الضرائب والفوائد/صافي حقوق أصحاب المشروع)× 100

ويستخدم هذا المقياس لمعرفة كفاءة إدارة المؤسسة في إدارة جانبي الميزانية أو مهارة استخدام الموجودات لتحقيق المبيعات(كفاءة التشغيل)وكذلك المالية لتحقيق أفضل عائد ممكن لأصحاب المؤسسة.

ثانيا : السيولة قبل التطرق لكيفية حساب السيولة لا بد من التعريف بها بالنسبة للمؤسسة.

1-مفهومها : تعبر السيولة عن قدرة المؤسسة على مواجهة التزاماتها القصيرة الأجل المتوقعة منها وغير المتوقعة عند استحقاقها من خلال التدفق النقدي العادي الناتج عن مبيعاتها وتحصيل ذممها بالدرجة الأولى، ومن خلال الحصول على النقد من المصادر الأخرى بالدرجة الثانية. [1]

2-نسب السيولة : تهدف هذه النسب إلى تقييم القدرة المالية للمؤسسة على المدى القصير، وذلك من خلال قياس قدرة المؤسسة على مقابلة التزاماتها القصيرة الأجل عند استحقاقها؛ ومن أهم النسب :

أ- نسبة التداول : تعتبر هذه النسبة من المؤشرات التقليدية في التحليل المالي والتي تستخدم منذ فترة طويلة لقياس السيولة القصيرة الأجل لأنها تبين مدى امكان الوفاء بالقروض قصيرة الأجل من الأصل التي يمكن تحويلها إلى نقدية في مدة زمنية متفقة مع أجال القروض. تحسب وفق العلاقة التالية :

نسبة التداول= الأصول المتداولة/الخصوم المتداولة

المعيار النمطي لهذه النسبة هو 1.0 ؛ فإذا كانت النسبة أقل من 1 فهذا يعني أن المؤسسة لن تكون قادرة على سداد التزاماتها القصيرة الأجل، وهذا قد يشير إلى انها ليست في وضع مالي جيد لكن لا يعني التصفية والإفلاس فهناك عدة طرق للتمويل.

إن هذه النسبة يأخذ عليها لأنها ترتكز على الكم وليس النوع، فالسيولة تعتمد على مقدار الأصول المتداولة فقط.

ب- نسبة السيولة السريعة : تقيس هذه النسبة قدرة المؤسسة على سداد التزاماتها باستخدام الأصول السهلة التحويل إلى نقدية واستبعاد تلك الأصول التي يصعب تحويلها إلى نقدية خلال فترة قصيرة نسبيا وفق العلاقة التالية :

نسبة السيولة السريعة = (الأصول المتداولة-المخزون السلعي)/الالتزامات قصيرة الأجل

[1] - نفس المرجع السابق،ص106.

ولقد جرى العرف على اعتبار نسبة 100 % نسبة مرضية وملائمة بشكل عام على أساس أن كل دينار من الخصوم المتداولة يقابله ويغطيه دينار من الأصول المتداولة التي يمكن تحويلها إلى سيولة في فترة قصيرة لتسديد الالتزامات، ويعتبر التدني عن هذا المعدل المقبول ضغطا على السيولة ويؤكد حاجة المؤسسة لتصفية بعض بضاعتها لتتمكن من دفع ديونها قصيرة الأجل.

ج- نسبة السيولة الفورية : تستخدم هذه النسبة لمعرفة قابلية النقدية الحرة لدى المؤسسة الاقتصادية في تسديد التزاماتها الجارية، وتحسب وفق العلاقة التالية :

نسبة السيولة الفورية = القيم الجاهزة / الالتزامات قصيرة الأجل

يستحسن أن تكون تساوي الواحد عند حين آجال الاستحقاق شريطة ألا يدفعنا ذلك إلى الإفراط في الحذر، أما إذا تجاوزت هذه النسبة 1 فيعني ذلك تجميد سيولة.

إن السيولة ذات تأثير مزدوج على هيكل رأس المال (**OZKAN, 2001**) حيث يمكن أنْ تكون العلاقة بين السيولة ونسبة الديون علاقة موجبة أو سالبة، فالمؤسسات التي تتمتع بسيولة عالية لها القدرة على الوفاء بالالتزامات القصيرة الأجل الأمر الذي يسهل عليها الاقتراض، وهنا نتوقع العلاقة الموجبة بينهما.

أما من ناحية أخرى، وفي ظل عدم تماثل المعلومات المتوافرة للمؤسسات والأسواق المالية فقد تستخدم المؤسسات التي تتمتع بسيولة عالية تلك السيولة من أجل تمويل استثماراتها، وفي هذه الحالة تقل نسبة الديون لديها الأمر الذي يترتب عليه وجود علاقة عكسية بين السيولة ونسبة الديون.

ثالثا : نمو الشركة

عندما تكون الشركة في حالة نمو، فإنها من المحتمل أن تطلب توليد أموال داخلية، وتندفع اتجاه الاقتراض، وبهذا، فإن الشركات ذات النمو العالي ستميل إلى نسب عالية من الدين، وخاصة عندما تكون الشركات تتميز بنسبة تركز عالية في الملكية مع معدل نمو عال فإنها تطلب تمويلا خارجيًا أكثر، إلا أن Myers and Majluf 1984 أشارا إلى أن عدم وجود تماثل في المعلومات يؤدي إلى دفع علاوة إضافية عند طلب التمويل الخارجي للشركة، بغض النظر عن نوعية المشروع الاستثماري المراد تمويله .وفي حالة التمويل بالدين فإن العلاوة الإضافية ستنعكس على معدل الفائدة المطلوب من الدائنين؛ ومن هنا، فإن تمويل فرص النمو ستكون مكلفه جدًا نتيجة اعتمادها على الدين.

إن العلاقة المتوقعة بين الهيكل المالي للشركات وفرص النمو ليست واضحة، فالشركات ذات النمو العالي يتوقع أن يكون لها دين أقل، والسبب في ذلك أنه في حالة وجود فرص نمو فإن الشركة تقوم بإحلال الأصول التي يعتمد عليها في منح القروض .ومن ناحية أخرى، نجد أن عدم تماثل المعلومات يرتبط بفرص النمو، ويؤثر في الهيكل المالي، فالشركات التي تتميز بفرص نمو أعلى تواجه تفاوتًا في المعلومات؛ لذا من المتوقع أن يكون لها مستوى دين أعلى نسبة إلى الملكية ومن هذا المنطق يتوقع وجود أثر إيجابي بين معدل النمو المصاحب إلى عدم التماثل بالمعلومات ونسبة الدين التي تفضلها الشركة على إصدار ملكية في حالة عدم التماثل بالمعلومات.

رابعا : حجم الشركة [1]

يعتبر حجم الشركة محدد مهم للهيكل المالي، حيث إن هناك عدة أسباب لوجود علاقة بين الهيكل المالي وحجم الشركة، حيث نجد أن تكلفة تمويل الشركات الصغيرة الحجم مرتفعة مقارنة مع الشركات الكبيرة، والسبب في ذلك يرجع إلى عدم تماثل المعلومات في الشركات الصغيرة، وخاصة المعلومات التي يحتاجها المقرضون والموردون .فمن غير المحتمل أن المقرضين عندهم البيانات المالية الكافية والموثوق فيها؛ في هذه الحالة، فإن الشركات صغيرة الحجم ستواجه صعوبات أكثر، في دخول القروض مِن المؤسسات المالية؛ أي أن عدم تماثل المعلومات في الشركات الصغيرة يعيق التمويل الخارجي.

من جهة أخرى فإن الشركات الصغيرة تتميز بارتفاع تكلفة المعاملات، مقارنة مع الشركات كبيرة الحجم، وإن ارتفاع تكلفة المعاملات المرتبطة مع التمويل يؤثر في اختيارات التمويل حيث يعيق دخول الشركات الصغيرة الحجم إلى السوق، ويقلص خيارات التمويل، والشركات الصغيرة الحجم تكون معرضة إلى الإفلاس أكثر من الشركات الكبيرة، وهذا يعتبر من أحد الأسباب التي تجعل الشركات الصغيرة الحجم لها دين قليل، وذلك تجنبًا لتكلفة الإفلاس الذي يؤدي إلى تصفية الشركة في حال عجزها عن سداد الدين، وتجنبًا لفقدان ثقة الملاك في بقاء واستمرارية الشركة .بالإضافة إلى ذلك، نجد أن الشركات الأكثر تنوعًا تتميز بسهولة دخولها إلى أسواق رأس المال، وتقترض الأموال بأسعار فائدة مناسبة، وتتميز الشركات كبيرة الحجم بتكلفة وكالة منخفضة أكثر استقرارًا وأكثر تدفقات نقدية؛ لذا، فإن احتمال الإفلاس للشركات الكبيرة أقل نسبة إلى الشركات الصغيرة، والشركات الأكثر تنوعًا لها استقرار أكثر، وتدفقات نقدية أكثر كذلك .لذا، فإن احتمال الإفلاس للشركات الكبيرة أقل نسبة إلى الشركات الصغيرة إن الشركات الصغيرة الحجم أكثر تعرضًا لمخاطر الأعمال بالمقارنة مع الشركات الكبيرة الحجم، مما يجعل الشركات الصغيرة الحجم تستعمل دينًا أقل، وتمويلا خارجيًا أقل، نسبيًا، من الشركات الكبيرة الحجم وإن وفورات الحجم الكبير التي تتمتع بها الشركات الكبيرة تؤدي إلى انخفاض التكاليف الثابتة، حيث تكون تكلفة الوحدة الواحدة أقل، وهذا ما يشجع الشركات الأكبر على زيادة نسبة الدين.

خامسا : هيكل الأصول [2]

يؤدي هيكل أصول الشركة دورًا مهمًا في تحديد الهيكل المالي للشركة، حيث إن ارتفاع قيمة الأصول الملموسة للشركة يعطي إشارة لارتفاع قيمة أصول الشركة بأسعار التصفية، وأكد (Bradley et al 1984,) أن الشركات التي لها استثمارات كبيرة في أصولها الملموسة، لها نسبة دين أعلى من الشركات التي لا تستخدم أصولا ملموسة، ووجد، كذلك، أن الشركات التي لها مستوى عالٍ من الأصول الملموسة تقترض أموالا بمعدل فائدة أقل، والسبب هو أن الأموال المقترضة مضمونة بقيمة الأصول الملموسة للشركة؛ وبهذا، فإن الدين يكون مستعملا بسهولة أكثر، إذا كانت هناك أصولا ملموسة للشركة .من هنا، فان الشركات ببضعة أصول ثابتة تستطيع أن تصدر ملكية، وإن وجود الآلات والمبنى يجعل من الممكن اختيار التمويل بالدين.

[1] - غازي فلاح المومني وعلي محمود حسن، **محددات اختيار الهيكل المالي بشركات الأعمال دراسة تحليلية لشركات قطاع الخدمات المدرجة في بورصة عمان، مقال** دراسات، العلوم الإدارية، المجلد 38 ، العدد2 ،2011،ص369.

[2] -نفس المرجع السابق، نفس الصفحة.

سادسا : المردودية الاقتصادية [1]

تعرف بأنها المردودية المحاسبية للأدوات الصناعية، فهي تقيس فعالية الأصول الاقتصادية من خلال النتائج المحققة وبشكل مستقل عن سياسة التمويل وبالتالي تعبر عن الأداء الصناعي والتجاري للمؤسسة وتحسب بالعلاقة التالية :

المردودية الاقتصادية = نتيجة الاستغلال×(1- الضريبة)/الأصول الاقتصادية

سابعا : المردودية المالية[2]

تعرف بأنها مردودية الأموال الخاصة، إذ أنها تقيس معدل مردودية المؤسسة من وجهة نظر المساهمين، وبالتالي فهي تعبر عن مدى قدرة المؤسسة على توليد الأرباح وقدرتها على مكافأة المساهمين، سواء بمفهوم توزيعات الأرباح، أو بمفهوم توجيهها إلى الاحتياطات بغية تدعيم مركزها المالي، وتحسب كما يلي :

المردودية المالية = النتيجة الصافية/الأموال الخاصة

الفرع الثاني : العوامل الخارجية المحددة للهيكل المالي

ويقصد بها تلك العوامل التي خارج محيط المؤسسة والتي يصعب على المؤسسة التحكم فيها.

أولا : النظام الضريبي

تؤثر الضريبة في قرار الشركة للحصول على الأموال اللازمة لها، إما بالاقتراض، أو بزيادة رأس مالها عن طريق طرح الأسهم، فقد أعطت الضريبة ميزة لاقتراض الأموال، حيث يؤدي هذا الأمر إلى تقليل الضريبة المفروضة على الشركة، لأن الفوائد التي تدفع عن القرض، تطرح من أرباح الشركة، قبل احتساب الضريبة المستحقة. وبهذا فإن النظام الضريبي السائد في الدولة يؤثر في قرارات تمويل الشركات، في اختيارها الدين والملكية، حيث إن التغير في معدلات الضريبة الهامشية، لأي شركة، سوف يؤثر في قرارات التمويل؛ فعندما تحقق الشركة مستوى عالٍ من الأرباح، فإن هذا يصاحبه زيادة بمصاريف الضرائب، إلا أنه مع زيادة نسبة الدين، وباعتبار أن فوائد الدين تعامل كمصروفات ولا تخضع للضرائب، سوف تنخفض مصاريف الضرائب، نتيجة للوفر الضريبي المصاحب للدين.

ثانيا : حجم البنوك وسوق رأس المال

إن تطور قطاع البنوك، وسوق رأس المال، يُعتبر أحد محددات الهيكل المالي بشركات الأعمال، حيث إن تطور البنوك يؤثر على سهولة الحصول على التمويل الخارجي.

ومن ناحية أخرى، عندما تكون أسواق رأس المال متقدمة وأكثر فاعلية، فإن التمويل بالملكية يصبح خيارًا جيدًا، حيث إن تكلفة إصدار الأسهم لها أثر بالعائد والمخاطر المصاحبة للاستثمار إن الشركات تميل إلى إصدار ملكية بدلا من الدين، عندما تكون تكلفة الملكية منخفضة .وإن عائدات السندات تكون منخفضة متى كانت ظروف السوق جيدة، وهذا يكون سببًا في ارتفاع علاوة الملكية الذي يعكس فرص استثمار عالية، مما يشجع المديرين على زيادة الدين طويل الأجل، بدلا من الملكية، عندما تكون علاوة الملكية مرتفعة. إن العائد على أذونات الخزينة الذي يمثل العائد الخالي من المخاطر والعائد الذي يمثل الحد الأدنى الذي يقبل به المستثمر عندما

[1]- Vernimen Pierre; Finance d'entreprise, 5éme édition, DALLOZ, Paris 2002, p324

[2]- Hutin. H et autre; La Gestion financière, 2 éme Edition, Ed d'ORGANISATION, Paris 2000, p 156.

يستثمر في أوراق مالية إن ارتفاع علاوة أذونات الخزينة بالبنوك المركزية تؤدى إلى ارتفاع تكلفة الملكية لدى الشركات، ومن جهة أخرى، فإن زيادة حجم القطاع المصرفي يرتبط مع نسب دين عالية لشركات الأعمال.

ثالثا : معدل الفائدة

هناك أثر عكسي بين أسعار الفائدة ونسبة الدين في الشركات .وفي الوقت الذي تكون فيه أسعار الفائدة عالية، نجد أن الشركات تمتنع عن زيادة الدين، وتعكس معدلات الفائدة تكلفة رأس المال بشركات الأعمال التي تعتبر من أكثر المتغيرات تقلبًا بالنسبة للشركات، ومع أن التقلبات في معدلات الفائدة تصاحبها تغيرات كبيرة في تكلفة رأس المال، إلا أن الأهمية العظمى لمعدلات الفوائد تتمثل في الدور الذي تلعبه هذه المعدلات، كمقياس لمدى توافر الأموال في الأسواق .إن معدلات الفوائد العالية تعكس وجود الانكماش النقدي الذي يكون ,بدوره ناتجًا من الانكماش في احتياطيات البنوك التجارية.

ففي فترات، كهذه، ترتفع معدلات الفوائد، ولكن بما أن هناك حدودًا تقليدية للارتفاع في معدلات الفوائد، تكون كمية الأموال التي يطلبها المقترضون أكبر مما تستطيع البنوك التجارية توفيره؛ ولهذا، تبدأ البنوك في ترشيد الأموال المتوافرة بين المقترضين، عن طريق الاستمرار في فتح الحسابات، وتقييد القروض الممنوحة إلى مقترضين جدد.

وفي فترات الانكماش النقدي تواجه الشركات الصغيرة صعوبة أكبر من التي تواجهها الشركات الكبيرة في الحصول على احتياجاتها من التمويل، وحتى الشركات الكبيرة تتأثر في هذه الفترة، لأن المؤسسات المالية تكون في وضع مساومة قوية معها.

الفرع الثالث : تقييم الهيكل المالي للمؤسسة

بغية تقييم الهيكل المالي للمؤسسة يجب تبني جملة من النسب فمن خلال هذا الفرع سوف نتطرق إلى نسب الهيكلة المالية فقط.

أولا : تعريف نسب الهيكلة المالية

وهي النسب التي تساعد في دراسة الهيكل المالي للمؤسسة والموضوعة لكل جانب من جوانب قائمة المركز المالي، وهذه النسب تظهر التوزيع النسبي لعناصر الأصول وكذلك الأمر بالنسبة لعناصر الخصوم، ويمكننا وضع هذه النسب لعناصر من جانب الأصول وعناصر من جانب الخصوم وتعتبر هذه النسب أكثر دلالة لأغراض دراسة الهيكل المالي للمؤسسة. وذلك من خلال تسليط الضوء على النقطتين التاليتين :

-التوازن بين مصادر التمويل الداخلية والخارجية؛

-كفاءة استثمار الأموال الموضوعة تحت تصرف المؤسسة بشكل سليم؛

ثانيا : أنواع نسب الهيكلة المالية [1]

وأهم النسب التي تساعد على دراسة الهيكل التمويلي للمؤسسة هي :

1-نسبة التمويل الخارجي للأصول : تظهر هذه النسبة مدى اعتماد المؤسسة على التمويل الخارجي واتجاه هذه النسبة للإرتفاع يعني تزايد الاعتماد على التمويل الخارجي وبالتالي ازدياد عبء الفوائد، وفي هذه الحالة يجب أن تكون المنافع المتحصل عليها أكبر من الفوائد المذكورة، ومع ذلك فإن ارتفاع هذه النسبة بشكل يزيد عن 50 % يعتبر مؤشر سلبي لأنه يفقد المؤسسة استقلالها المالي.

وتحسب وفق العلاقة التالية :

[1] -بوربيعة غنية،مرجع سبق ذكره،ص121.

نسبة التمويل الخارجي = (الديون قصيرة الأجل قصيرة + ديون طويلة الأجل)/ مجموع الأصول ×100

2- نسبة التمويل الداخلي للأصول : وتظهر هذه النسبة التمويل الداخلي(الذاتي)للأصول، وارتفاع هذه النسبة مؤشر ايجابي على وضع المؤسسة المالي، إلا أنه قد لا يكون في مصلحتها دائما وخاصة إذا كانت ربحية الأموال الخاصة أكبر من مبلغ الفائدة المدفوع على القروض – وهو الوضع الطبيعي للاستثمار الاقتصادي-أو بعبارة أخرى نقول لابد من وجود تمويل خارجي لأنه سوف يساعد على رفع ربحية الأموال الخاصة(حقوق الملكية)ولكن في حدود لا يؤثر فيها على الاستقلال المالي للمؤسسة أي لابد من وجود توازن بين الوجهتين بحيث يمكن الاستفادة من الأموال المقترضة من مصادر خارجية مع تقليص أعباء الدين(الفوائد) وتحسب وفق العلاقة التالية:

نسبة التمويل الداخلي للأصول = (رأس المال + الأرباح المحتجزة + الاحتياطات) / مجموع الأصول ×100

3-نسبة تغطية الديون طويلة الأجل : إن فلسفة التوازن المالي تعني أن الأصول الثابتة يجب أن تمول بالأموال الدائمة وذلك استنادا إلى هدف الاستخدام الطويل الأجل للأصول الثابتة وبالتالي لا يمكن أن يتم تمويلها بأموال قصيرة الأجل لأن ذلك سوف يسبب إشكالا ماليا للمؤسسة عند استحقاق الدين القصير الأجل، وكذلك يجب أن تمول الأصول المتداولة بالديون قصيرة الأجل(الخصوم المتداولة)وبالتالي فإن الأصول الثابتة تعتبر المصدر الأخير لتسديد الديون طويلة الأجل، على اعتبار أن الأصول المتداولة هي المعنية بتسديد الديون قصيرة الأجل .وتحسب وفق العلاقة التالية :

نسبة تغطية الديون طويلة الأجل = صافي الأصول الثابتة/ الديون طويلة الأجل × 100

وارتفاع هذه النسبة يعتبر مؤشرا ايجابيا ودليل اعتماد الأصول الثابتة في تمويلها على التمويل الداخلي(الذاتي) وانخفاضها عن الواحد مؤشر سلبي في عمليات التمويل في المؤسسة، واذا كانت مساوية للواحد فهذا يعني ان كل الأصول الثابتة ممولة بديون طويلة الأجل ولا يعتبر مؤشرا ايجابيا.

4 -نسبة المديونية الكاملة : وتظهر هذه النسبة المديونية الكاملة للمؤسسة وهي تقيس إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة وبقدر ما تكون هذه النسبة منخفضة يعتبر وضع المؤسسة ايجابيا ويجب ان لا تتجاوز هذه النسبة الواحد، حيث يعتبر ذلك مؤشرا سلبيا ويفقدها استقلالها المالي واذا كانت النسبة تساوي الواحد فهذا يعني أن إجمالي الديون تساوي الأموال الخاصة، وقد لا يكون ذلك من حيث المبدأ إيجابيا . وتحسب وفق العلاقة التالية :

نسبة المديونية الكاملة = اجمالي الديون / الأموال الخاصة × 100

5-نسبة المديونية قصيرة الأجل : تدرس هذه النسبة العلاقة بين الخصوم المتداولة والأموال الخاصة، وكلما كانت هذه النسبة منخفضة كلما كان ذلك أفضل للدائنين نظرا لزيادة ضمان ديونهم ولا يجوز ان تكون هذه النسبة أكبر من الواحد في أي حال من الأحوال لأنه لا يجوز إن يتحمل الدائنون مخاطر أكثر من التي يجب أن يتحملها أصحاب المؤسسة، وتحسب وفق العلاقة التالية :

نسبة المديونية قصيرة الأجل = الخصوم المتداولة / الأموال الخاصة × 100

6 -نسبة المديونية طويلة الأجل : تظهر هذه النسبة العلاقة بين الديون الطويلة الأجل والأموال الخاصة وكلما كانت هذه النسبة منخفضة كان وضع المؤسسة المالي أفضل واذا تجاوزت الواحد فإن ذلك يعني أن الديون طويلة الأجل أكبر من الأموال الخاصة وهذا وضع خطير على المؤسسة والأفضل أن لا تزيد هذه النسبة عن 50 % وتحسب وفق العلاقة التالية :

نسبة المديونية طويلة = الديون طويلة الأجل / الأموال الخاصة × 100

7 – نسبة تمويل الأصول الثابتة : الأموال الدائمة تضم الأموال الخاصة (رأس المال + الاحتياطات + الأرباح المحتجزة)+الديون طويلة الأجل وتعود هذه النسبة إلى فلسفة التوازن المالي والقائلة بضرورة تمويل الأصول الثابتة بالأموال الدائمة أي ذات الاستحقاق الطويل الأجل.

وتحسب وفق العلاقة التالية :

نسبة تمويل الأصول الثابتة = الأموال الدائمة / صافي الأصول الثابتة × 100

فإذا كانت النسبة أقل من الواحد فهذا يعني ان جزءا من الأصول الثابتة ممول بديون قصيرة الأجل وهذا مؤشر سلبي خطير على المؤسسة.

أما إذا كانت النسبة تساوي الواحد فهذا يعني أن كل الأصول الثابتة ممولة تماما من الأموال الدائمة وبالتالي لا يوجد ما يسمى برأس المال العامل الصافي في المؤسسة وهذا مؤشر سلبي أيضا.

أما إذا كانت النسبة أكبر من الواحد فهذا يشير إلى رأس المال العامل الصافي بشكل نسبة.

8–نسبة تمويل الأصول المتداولة :

بالعودة إلى قاعدة التوازن المالي نقول أن مصدر تمويل الأصول المتداولة هو الخصوم المتداولة وأرس المال العامل الصافي وانخفاض هذه النسبة يعني ارتفاع رأس المال العامل الصافي والعكس صحيح. وتحسب بالعلاقة التالية:

نسبة تمويل الأصول المتداولة = الخصوم المتداولة / الأصول المتداولة × 100

إذا ارتفعت هذه النسبة عن الواحد يعتبر مؤشرا سلبيا لأن ذلك يعني أن جزءا من الأصول الثابتة ممول بديون قصيرة الأجل وهذا غير مقبول، ويمكننا حساب هذه النسبة على الشكل التالي :

النسبة = الأصول المتداولة / الخصوم المتداولة × 100

تشير هذه النسبة إلى رأس المال العامل الصافي على شكل نسبة ويجب أن تكون هذه النسبة أكبر من 1.

9– نسبة التمويل الدائم : تعبر عن رأس المال العامل في شكل نسبة، وتقدم هذه النسبة الكيفية التي قامت المؤسسة بتمويل أصولها الثابتة، حيث كلما قلت النسبة عن الواحد تعكس هشاشة الهيكلة المالية، حيث تجيز تمويل استخداماتها الثابتة بديون قصيرة الأجل وهذا ما من شأنه أن يخرق قاعدة التوازن المالي الأدنى. أما إذا كانت النسبة أكبر من الواحد تدل على وجود رأس مال عامل موجب يغطي احتياجات الاستغلال. وتحسب وفق العلاقة التالية :

نسبة التمويل الدائم = (الأموال الدائمة / الأصول الثابتة) × 100

10 –نسبة التمويل الذاتي : تعطينا مدى تغطية المؤسسة لأصولها الثابتة بواسطة أموالها الخاصة، وتحسب وفق العلاقة التالية :

نسبة التمويل الذاتي = الأموال الخاصة / الأصول الثابتة

إذا كانت هذه النسبة مساوية لـ 1 فإن رأس مال العامل الخاص مساوي للصفر ويبقى ذلك أن الأصول الثابتة مغطاة بالأموال الخاصة، أما الديون الطويلة إن وجدت فهي تغطي الأصول المتداولة و يكون رأس المال العامل الصافي أكبر من1.

إذا كانت النسبة أكبر من الواحد يعني أن المؤسسة تمول قيمتها الذاتية بأموالها الخاصة وهناك فائض من هذه الأموال بالإضافة إلى ديون طويلة لتمويل الأصول المتداولة.و هذا ما ليس مفيدا للمؤسسة لأن الديون طويلة الأجل عليها فوائد والأصول المتداولة ليس لها فوائد.

11- نسب الاستقلالية المالية : من الطبيعي أن استقلالية المؤسسة ترتبط بمديونيتها إذن ففي هذه النسبة يجب مقارنة الأموال الخاصة بالأموال الأجنبية، وتحسب وفق العلاقة التالية :

نسبة الاستقلالية المالية = الأموال الخاصة / مجموع الديون وتساوي أيضا الأموال الخاصة / مجموع الخصوم

يجب أن تكون النسبة الأولى بين القيمة 1 و0، فإذا تساوت مع العدد 0 أو زادت عنه فهذا يعني أن الأموال الخاصة تساوي ضعف الديون أو أكثر مما يجعل لها قدرة كافية للتسديد أو الاقتراض، أما إذا كانت تساوي الواحد أو أقل فهذا يعني تساوي الطرفين ويجعل المؤسسة في وضعية مشبعة بالديون. بينما النسبة الثانية فلا يجب أن تنخفض عن 0,5، أي يجب أن لا تمثل الأموال الخاصة أقل من 50% من مجموع الخصوم. و إلا تكون المؤسسة قد فقدت استقلاليتها لأن مواردها مشكلة بأكثر من 50 % من الديون.

المبحث الثاني : الدراسات السابقة وموقع الدراسة الحالية منها

من خلال هذا المبحث سيتم التطرق إلى الدراسات السابقة التي عرجنا عليها بغية انتقاء هذا الموضوع وتحديد مشكلة الدراسة وأخذ كرة عامة عن الموضوع الذي نحن بصدده،فكان منها ما هو باللغة العربية ومنها ما هو باللغة الأجنبية، كما سنبرز أهم ما تميزت به الدراسة التي بحوزتنا.

المطلب الأول : الدراسة السابقة باللغة العربية

1- دراسة دادن عبد الغني (2006-2007) [1]: أطروحة دكتوراه بعنوان **قياس وتقييم الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية نحو إرساء نموذج الإنذار المبكر باستعمال المحاكاة المالية-حالة بورصتي الجزائر وباريس.**

تهدف الدراسة إلى تحليل سلوك الأداء المالي بناءا على المؤشرات المالية والاقتصادية بفعل المحاكاة والنمذجة المالية بهدف تصنيف المؤشرات في مجموعات متجانسة من حيث درجة تأثيرها على مقاييس الأداء.

فكانت عينة الدراسة مؤسسات مسعرة في كل من بورصة الجزائر وبورصة باريس.حيث تم التوصل إلى جملة من النتائج حيث يمكن إرساء نموذج الانحدار المبكر، تفاديا للخطر والعسر المالي على غرار المعرفة المسبقة لأداء المؤسسة مقارنة بمثيلاتها من خلال تبني قرارات مالية صائبة.

2- دراسة زيغود تبر 2009 [2]: مذكرة ماجستير بعنوان (**محددات سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، دراسة ميدانية من المؤسسات من القطاعين العام والخاص في الجزائر**)، أما عينة الدراسة فكانت عينة عشوائية من المؤسسات للقطاع الخاص في ولايات الجنوب الشرقي بالجزائر (ورقلة، الوادي، الأغواط، غرداية) وعينة عشوائية من المؤسسات الاقتصادية العمومية من

[1] -عبد الغاني دادن، **قياس وتقييم الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية نحو إرساء نموذج الإنذار المبكر باستعمال المحاكاة المالية-حالة بورصتي الجزائر وباريس**، أطروحة دكتوراه،2006-2007.

[2] -زيغود تبر،مرجع سبق ذكره.

بعض الولايات في مناطق الشرق، الغرب، الوسط، الجنوب والجنوب الشرقي بالجزائر، وتوصلت هذه الدراسة إلى جملة من النتائج وهي أن كل من المتغيرات معدل المردودية الاقتصادية، معدل النمو، حجم المؤسسة، هيكل الأصول، تكلفة التمويل،مستوى المخاطر التشغيلية وطبيعة القطاع لها تأثير في تفسير سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، كما أشارت النتائج أن نظرية التمويل التسلسلي لها قدرة كبيرة في تفسير السلوك التمويلي للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية.

3- دراسة غازي فلاح المومني وعلي محمود حسن 2011[1] : دراسات العلوم الإدارية المجلد 38، العدد2، 2011 بعنوان **محددات اختيار الهيكل المالي بشركات الأعمال دراسة تحليلية لشركات قطاع الخدمات المدرجة في بورصة عمان.**

وتمثلت عينة الدراسة في 54 شركة في قطاع الخدمات المدرجة ف سوق عمان المالي خلال الفرة ما بين 1996-2007، حيث تهدف الدراسة إلى معرفة مدى اعتماد قرارات المديرين الماليين بالشركات على العوامل الخاصة بالشركة والمتمثلة في (الحجم، هيكل الأصول، العائد على الأصول، معدل النمو) والعوامل الخاصة بالسوق والمتمثلة في (معدل الضريبة، معدل الفائدة، القيمة السوقية للأسهم بسوق رأس المال) في اختيار وتحديد نسبة الدين للشركات.

حيث تم التوصل إلى أن حجم الشركة، هيكل الأصول، ومعدل النمو كان له أثر إيجابي في مقاييس الهيكل المالي، في حين كان لمعدل العائد على الأصول أثر سلبي في مقاييس الهيكل المالي. أما بالنسبة للمتغيرات المتعلقة بالسوق لا تفسر التغيرات التي تحدث في الهيكل المالي.

4- دراسة بوربيعة غنية (2011-2012)[2] : مذكرة ماجستير بعنوان (**محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة، دراسة حالة مؤسسة الأشغال والتركيب الكهربائي فرع سونلغاز**).

تهدف الدراسة إلى اختيار المزيج التمويلي المناسب للمؤسسة بالموازنة بين العائد والمخاطرة المترتبان عن تكلفة الأموال والرفع المالي، كما هدفت إلى تحديد مدى تأثير التركيبة المالية على القيمة السوقية للمؤسسة، أما العينة فتمثلت في مؤسسة الأشغال والتركيب الكهربائي فرع سونلغاز فرع خلال الفترة 2006-2010.

توصلت هذه الدراسة إلى أن أهم إجراء ينبغي المبادرة به لترشيد قرارات التمويل في المؤسسات الاقتصادية بشكل عام، وفي المؤسسة محل الدراسة بشكل خاص يتمثل أساسا في تفعيل دور الوظيفة المالية في المؤسسة، وتحديد دورها التحليلي ومنح صلاحيات أكبر لاتخاذ قرارات التمويل.

أما النتائج التي توصلت إليها فيما يخص المؤسسة محل الدراسة، أنه توجد علاقة موجبة بين سرعة نمو المؤسسة واللجوء إلى الاقتراض، وأن الهيكل المالي الأنسب للمؤسسة و 54% ديون و46% أموال خاصة مما يعظم قيمة المؤسسة، وبأن نموذج مودغلياني وميلر ينطبق تماما مع المؤسسة محل الدراسة.

[1] - غازي فلاح المومني وعلي محمود حسن، مرجع سبق ذكره.

[2] - بوربيعة غنية، مرجع سبق ذكره

المطلب الثاني : الدراسات السابقة باللغة الأجنبية

1- دراسة Odita et Suji 2011 [1]: ورقة بحثية بعنوان **تأثير الهيكل المالي على الأداء المالي للشركات النيجيرية**.

تهدف هذه الدراسة إلى توضيح تأثير الهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسات الناجيرية غير المالية المدرجة في البورصة، وكانت عينة الدراسة متمثلة في 30 مؤسسة واستخدمت بيانات محاسبية لفترة بين 2004 و2010.

وتمثلت نتائج الدراسة المتوصل إليها وجود أثر سلبي للهيكل المالي على الأداء المالي في ظل وجود تكاليف وكالة أي تتفق مع نظرية الوكالة، وقد توصل الباحثان كذلك إلى أن المؤثرات الرئيسية للهيكل المالي هي دوران الأصول ، والحجم، والعمر.

2- دراسة Siti Salimah Hussain وآخرون[2] 2013: ورقة بحثية بعنوان **محددات الهيكل المالي لشركات المنتجات الغذائية بماليزيا**.

تهدف الدراسة إلى إيجاد العلاقة وطبيعتها بين الهيكل المالي والمحددات المتمثلة في كل من الربحية، حجم الشركة، معدل النمو، والأصول الملموسة، والسيولة، للشركات العاملة في قطاع المواد الغذائية بماليزيا، فكانت حجم العينة المطبقة عليها الدراسة متمثلة في 45 شركة في قطاع المواد الغذائية خلال عشر سنوات من 2003 إلى 2012 ، حيث تمثل المتغير التابع في معدل إجمالي الديون والمتغير المستقل تمثل في محددات الهيكل المالي.

وكانت نتاج الدراسة في أنه يوجد علاقة عكسية بين معدل إجمالي الديون وكل من الربحية، معدل النمو، السيولة، والحجم، أما بالنسبة للأصول الملموسة فكانت العلاقة موجبة مع معدل إجمالي الديون.

3- دراسة Aremu, Mukaila Ayanda 2013[3] : دراسة بعنوان **محددات الهيكل المالي في المصارف النيجيرية**.

تهدف الدراسة إلى اختبار العلاقة بين مستوى معدل الرفع المالي مع كل من الحجم، الربحية، المردودية، هيكل الأصول، السيولة، معدل النمو، وضريبة الخدمة، مع الإشارة إلى النماذج ونظريات الهيكل المالي الذي تختاره البنوك النيجيرية. وبناءا على ذلك كانت العينة المدروسة مجموعة من البنوك النيجيرية بين الفترة 2006و2010.

تمثلت النتائج المتوصل إليها، أن المحددات الأساسية للهيكل المالي في البنوك النيجيرية والتي تؤثر في الرافعة المالية هي كل من الحجم، التوزيعات، الربحية، الأصول الحقيقية، النمو، خطر التشغيل وضريبة الخدمة.

4- دراسة Amr Attar 2014 [4]: أطروحة دكتوراه بعنوان **إستراتيجية المؤسسة والهيكل المالي-دراسة تجريبية للمؤسسات الصناعية المسعرة في السوق السعودية**.

تهدف هذه الدراسة إلى دراسة العلاقة بين الهيكل المالي واستراتيجية المؤسسة في البيئة السعودية، حيث تدرس مدى تأثير استراتيجية المؤسسة على الهيكل المالي الذي تختاره.

---

[1] -Osuji casmir Chinaemermer and Odita Anthony,**Impact of capital structure on the financial performance of Nigerian firms,** University Asaba Campus Delta State, Nigeria, 2012.

[2]-Siti Salimah Hussain et autres, **The Determinants of Capital Structure for Malaysian Food ProducingCompanies**, Research Paper.

[3] -Aremu, Mukaila Ayanda**, Determinants of Capital Structure in Nigerian Banking Sector, international Journal of Academic Research in Economics and Management Sciences** July 2013

[4] - Amr Attar, **Corporate Strategy and Capital Structure : An Empirical Study of Listed Manufacturing Firms in Saudi Arabia** Brunel University, may 2014.

5- دراسة Vlasceanu Catalina Andreea [1]: دراسة بعنوان **تحليل محددات الهيكل المالي**.

هدفت الدراسة إلى تحليل محددات الهيكل المالي لشركات مختلفة المستوى، أما بالنسبة للعينة فتمثلت في 40 شركة صناعية.

وأظهرت النتائج بأنه توجد علاقة سالبة بين الربحية والسيولة مع الرفع المالي،أما العلاقة كانت إيجابية بين هيكل الأصول والرافعة المالية، وأن الديون قصيرة الأجل لها أهمية ونسبة كبيرة من إجمالي الديون.

أما النتائج التي توصلت إليها فيما يخص المؤسسات محل الدراسة أنه توجد علاقة موجبة بين سرعة النمو واللجوء إلى الاقتراض.

وأن الهيكل المالي الأنسب للمؤسسات هو 54% ديون و46% أموال خاصة مما يعظم من قيمة المؤسسة. وأن نموذج مودكلياني وميلر ينطبق تماما مع عينة الدراسة.

المطلب الثالث:ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة

بعد اطلاعنا على الدراسات السابقة وجدنا أن هذه الدراسات تباين فيما بينها من حيث المتغيرات والأهداف ومجتمعات وعينات الدراسة وهذا جعلها تختلف من حيث النتائج المتوصل إليها، وكان دافعا لنا بأن نجري دراستنا على هذه العينة المختارة فاوصلنا إلى أهم ما يميز دراستنا الحالية عن تلك الدراسات هو :

من حيث الدراسة : أجريت الدراسات السابقة على شركات في القطاع العام والخاص، البنوك والشركات في قطاعات مختلفة وفي دول غربية وعربية، فما يميز هذه الدراسة كونها أجريت على قطاع المحروقات في الجزائر نظرا لأهميته الاستراتيجية وبالتحديد في منطقة حاسي مسعود التي تستحوذ على معظم المؤسسات البترولية الوطنية.

من حيث المتغيرات : إتخذت هذه الدراسة كمتغيرات مستقلة كل من السيولة، الربحية، معدل النمو، المردودية المالية، المردودية الاقتصادية، حجم المؤسسة، عمر المؤسسة وهيكل الأصول، ولا توجد أي دراسة من الدراسات السابقة درست تأثير هذه التوليفة من المحددات على الهيكل المالي.

من حيث الزمن : تمثلت فترة الدراسة في دراستنا ما بين 2009 و2010 ولم يسبق دراستها في الدراسات السابقة المذكورة سابقا.

من حيث الأدوات المستعملة : بما أن الدراسات السابقة دراسات قياسية من أجل الوصول إلى أهدافها اعتمدت على برامج التحليل الإحصائي مثل : Spss .eviews أما في هذه الدراسة فقد اعتمدنا على طريقة البيانات المقطعية data panel كونها هي التي تتناسب مع بيانات الدراسة.

من حيث النتائج : تميزت هذه الدراسة من حيث النتائج التي تم التوصل إليها، فهي الدراسة الوحيدة من الدراسات السابقة التي خلصت إلى أن كل من متغير السيولة ومتغير العمر يؤثران عكسيا على الهيكل المالي للمؤسسات البترولية وبأن المتغيرات الأخرى المتبناة في الدراسة ليس لها تأثير على الهيكل المالي.

[1]- Vlasceanu Catalina Andreea, **Analysis of the determinants of capital structure**.

الخلاصة :

يعتبر الهيكل المالي للمؤسسة اللبنة الأساسية التي تقوم عليها، ويتمثل في مزيج من الأموال المختلفة من حيث المصدر والآجال والتكاليف، ولا يكون تشكيل هذه التوليفة بشكل عشوائي فلابد أن تتوافق مع المؤسسة وأهدافها وإستراتيجيتها، وهذا ما جعل المنظرين الماليين يولون اهتمامهم لدراسة الهيكل المالي الأمثل أو بالأحرى المناسب للمؤسسات فتوصلوا إلى جملة من النظريات التي تفسر الهيكل المالي للمؤسسات سواء بوجود ضرائب أو غيابها.

كما أن المفاضلة بين مصادر التمويل المختلفة والمتنوعة لا يكون بطريقة عشوائية وإنما يكون قرار التمويل محكما بمعايير ومحددات فمنها ما هو ينشأ من المؤسسة بحد ذاتها ومنها ما ينشأ من خارج محيط المؤسسة، بغية الوصول إلى التوليفة المناسبة للهيكل المالي بالموازنة بين العوائد التي ستحقق والمخاطر والتكاليف الممكن تحملها من أجل تعظيم قيمة المؤسسة. ألا أنه هذه المحددات التي تحكم الهيكل المالي تختلف من مؤسسة لأخرى، ومن بيئة لأخرى.

وهذه النقاط تم التطرق إليها في الفصل الأول، أما من خلال الفصل الثاني سوف نكشف عن محددات الهيكل المالي في مؤسسات بترولية وطنية في ظل البيئة الجزائرية، حيث يضم هذا الفصل مبحثين، الأول حول الطريقة والإجراءات المتبعة في الدراسة الميدانية، أما المبحث الثاني فيتمثل في نتائج الدراسة الميدانية ومناقشتها.

تمهيد :

بعد التطرق إلى أهم المفاهيم النظرية للهيكل المالي في الفصل الأول التي تتعلق بالمتغيرات المستقلة والمتمثلة في محددات الهيكل المالي والمتغير التابع المتمثل في بنية الهيكل المالي المعبر عنه بنسبة الديون إلى الأموال الخاصة، سوف نعالج هذه العلاقة من خلال الفصل الثاني بتطبيقها على مجموعة من المؤسسات البترولية الوطنية بمنطقة حاسي مسعود خلال الفترة 2009- 2014 ، كما سنقوم بعرض النتائج التي تم التوصل إليها ومناقشتها بغية اختبار الفرضيات والإجابة على الأسئلة التي سبق لنا طرحها.

المبحث الأول : الطريقة والإجراءات المتبعة في الدراسة التطبيقية

نتناول من خلال هذا المبحث وصف الدراسة وعينتها، وتحديد المتغيرات وكيفية قياسها، وكذلك أداة الدراسة المستخدمة وطرق إعدادها.

المطلب الأول : منهجية الدراسة

نقسم هذا المطلب إلى فرعين الأول يتعلق بمجتمع وعينة الدراسة أما الثاني فيتمثل في أساليب جمع بيانات الدراسة التطبيقية.

الفرع الأول : مجتمع وعينة الدارسة

أولا-مجتمع الدراسة :

يتمثل مجتمع الدراسة في المؤسسات البترولية الوطنية في الجزائر ، نظرا لما يكتسيه هذا القطاع من أهمية كبيرة كونه قطاعا استراتيجيا يعتمد عليه الاقتصاد الوطني، فهو بمثابة المورد الأساسي للمشاريع التنموية في الجزائر، لذلك أولت الجزائر اهتماما خاصا لهذا القطاع، بحيث تجسد ذلك من خلال إنشائها للشركة الوطنية لنقل وتسويق المحروقات (SONATRACH)*[1] التي تقوم بنشاطات التنقيب، الإنتاج، التكرير، النقل وتسويق النفط والمنتجات النفطية.

رغم التطور الهائل الذي عرفه القطاع النفطي في الجزائر إلا أن أهميته لم تتأكد إلا بعد التأميم الذي جرى بتاريخ 24 فيفري 1971، فعشية هذه القرارات كانت الجزائر قد أكملت تأميم مجموع قطاع التوزيع المحلي للمنتجات البترولية، وفرضت سيطرتها الحقيقية على جميع الشركات الأجنبية غير الفرنسية العاملة في ميدان التنقيب والإنتاج، بتأميمها تأميما كليا (باستثناء شركة جيتي التي تنازلت عن 51 بالمائة من مصالحها في الجزائر لسوناطراك). إلا أن الجزائر لم تقدم على هذه الخطوة الحاسمة إلا بعد أن كانت قد

* Société Nationale de Transport et de Commercialisation des Hydrocarbures

أنشأت قطاعا نفطيا وطنيا متكاملا وهاما، يكون قادرا على تحمل الأعباء الاستثنائية التي ستلقى على عاتقه إثر التأميمات، وقادرا على النهوض بالمسؤوليات الكبيرة التي ستعهد إليه.[2]

ثانيا–عينة الدراسة :

قمنا باختيار عينة مقصودة تتمثل في ستة مؤسسات بترولية بالمنطقة الصناعية حاسي مسعود (الشركة الوطنية لأشغال الآبار، حوض الحمراء، الشركة الوطنية لخدمات الآبار، المؤسسة الوطنية للتصفية،نفطال،) خلال الفترة من 2009 إلى 2014 . ومنه يصل حجم العينة إلى 36 مشاهدة.

الفرع الثاني : أساليب جمع بيانات الدراسة التطبيقية

بغرض الوصول إلى أهداف الدراسة، واختبار فرضيات تم جمع المعطيات اللازمة والمتمثلة في :

– بيانات أولية : تمثلت بجمع المعطيات والبيانات المالية المتمثلة في الميزانيات وجداول حسابات النتائج للعينة المقصودة والمتمثلة في ستة مؤسسات اقتصادية بترولية بمنطقة حاسي مسعود خلال الفترة : 2009–2014.

– بيانات ثانوية : وتتمثل في الكتب والمجلات، بالإضافة إلى الدراسات والمقالات السابقة المتعلقة بالموضوع.

المطلب الثاني : الأدوات و الإجراءات المتبعة

نقسم هذا المطلب إلى فرعين فالأول يتمثل في قياس متغيرات الدراسة (المتغير التابع والمتغيرات المستقلة)، أما الثاني فيتمثل في أساليب التحليل الإحصائي المستخدمة في الدراسة.

الفرع الأول : قياس متغيرات الدراسة

1– المتغير التابع : يمثل الهيكل المالي المتغير التابع لنموذج الدراسة، وهو متغير كمي يتطلب لقياسه معلومات ذات طبيعة مالية والمتمثلة في مخرجات المؤسسات من القوائم المالية وهذا بغرض تقييم الهيكل المالي للمؤسسات الاقتصادية البترولية الوطنية بمنطقة حاسي مسعود.

2– المتغيرات المستقلة : الربحية، السيولة، حجم المؤسسة، هيكل الأصول، معدل النمو، المردودية المالية، المردودية الاقتصادية، وعمر المؤسسة.

3 – قياس متغيرات الدراسة : يبين الجدول الأدنى طريقة الحساب التي نعتمدها لحساب متغيرات الدراسة.

[2]–بوخلوة باديس، أثر تطبيق مبادئ إدارة الجوة الشاملة على المنتجات النفطية، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2016، ص160.

الجدول (2–1) : جدول متغيرات الدراسة وطريقة قياسها

طبيعة المتغير	اسم المتغير	طريقة حساب المتغير
متغير تابع Yi	الهيكل المالي	الديون المالية / الأموال الخاصة
متغير مستقل X1	السيولة	الأصول المتداولة / الخصوم المتداولة
متغير مستقل X2	الربحية	النتيجة الصافية /المبيعات
متغير مستقل X3	معدل النمو	(رقم الأعمال ن- رقم الأعمال ن-1) /رقم الأعمال ن-1
متغير مستقل X4	المردودية الاقتصادية	النتيجة العملياتية بعد الضريبة / إجمالي الأصول
متغير مستقل X5	المردودية المالية	النتيجة الصافية / الأموال الخاصة
متغير مستقل X6	حجم المؤسسة	لوغارتم إجمالي الأصول
متغير مستقل X7	عمر المؤسسة	من تاريخ التأسيس- السنة المعنية
متغير مستقل X8	هيكل الأصول	مجموع الأصول الملموسة / إجمالي الأصول

المصدر : من إعداد الطالبة بناء على المراجع المعتمدة.

الفرع الثاني : أساليب التحليل الإحصائي المستخدمة

بغية الإجابة على إشكالية الدراسة واختبار الفرضيات المقترحة تم الاعتماد على الدراسات السابقة للمعالجة، فقد قمنا باختيار نموذج الانحدار الخطي المتعدد لدراسة العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة من الشكل :

$$yi = \alpha + \beta 1x$$

ومنه اختبار مدى صحة النموذج ومدى درجة تأثير كل متغير مستقل على المتغير التابع، لذلك استعنا ببرنامج التحليل الإحصائي **Eviews** و**spss** ، أما لحساب نسب المتغيرات المستقلة والمتغير التابع فاستعنا بـ : **Excel.stat 2009** .

المبحث الثاني : عرض ومناقشة النتائج المتوصل إليها

يتضمن هذا المبحث مطلبين فالأول نعرض فيه مختلف النتائج التي تحصلنا عليها بعد معالجة المعطيات بالبرامج الإحصائية المذكورة سابقا أما من خلال المطلب الثاني سوف نقوم بتفسير هذه النتائج ومدى مطابقتها مع الفرضيات التي فرضناها سابقا.

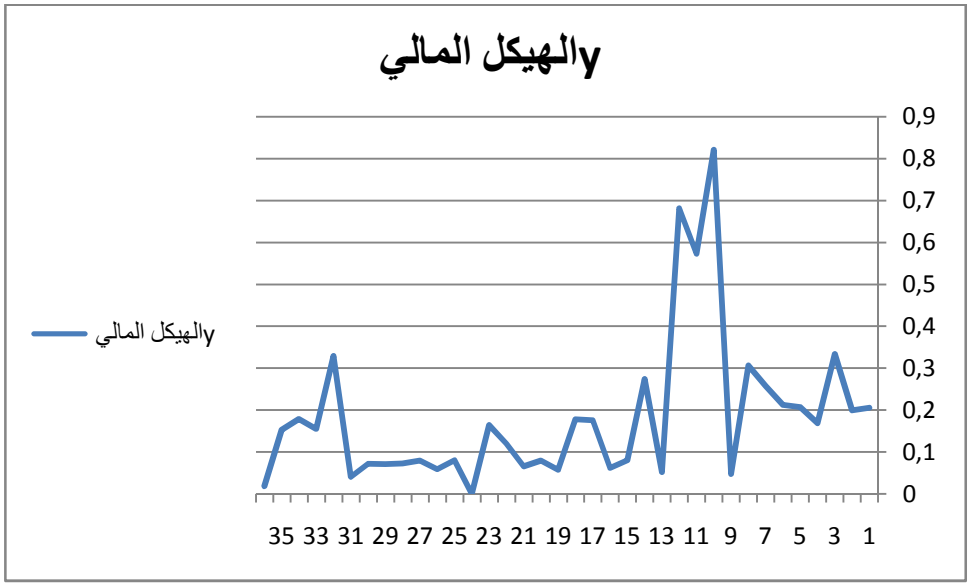
المطلب الأول : عرض النتائج المتوصل إليها

نقسم هذا المطلب إلى فرعين الأول عرض نتائج المتغير التابع والمتمثل في الهيكل المالي للمؤسسات البترولية الوطنية، والفرع الثاني نعرض نتائج المتغيرات المستقلة والمتمثلة في المحددات التي اعتمدناها في دراستنا.

الفرع الأول : عرض نتائج الهيكل المالي للمؤسسة

متغير الهيكل المالي هو المتغير التابع في هذه الدراسة ويشير إلى (الديون المالية / الأموال الخاصة) بحيث تفيد هذه النسب في قياس تحكيم المؤسسة في تمويلها العام بين الأموال الخاصة والاستدانة الإجمالية ويعبر عنها بـ Yi في معادلة خط الانحدار التي نعتمدها في الدراسة والتي سبق ذكرها.

الشكل (2-1) : تغيرات الهيكل المالي

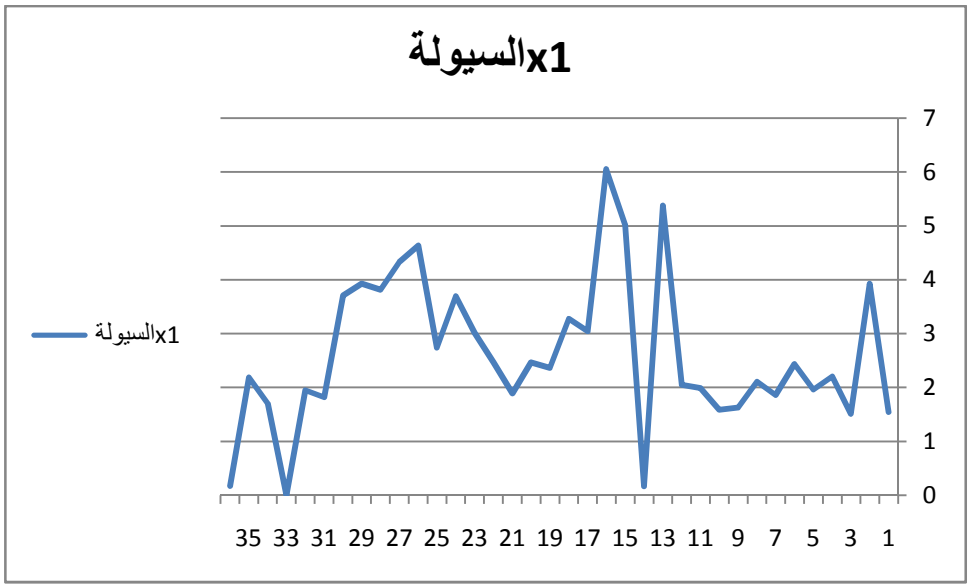


المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج (XLstat 2009)

الفرع الثاني : عرض نتائج المتغيرات المستقلة

1-السيولة : تهدف هذه النسب إلى تقييم القدرة المالية للمؤسسة على المدى القصير، وذلك من خلال قياس قدرة المؤسسة على مقابلة التزاماتها القصيرة الأجل عند استحقاقها، سوف نستخدم لقياس السيولة نسبة الأصول المتداولة على الخصوم المتداولة، خلال الفترة (2009-2014) كما هو موضح في الشكل التالي :

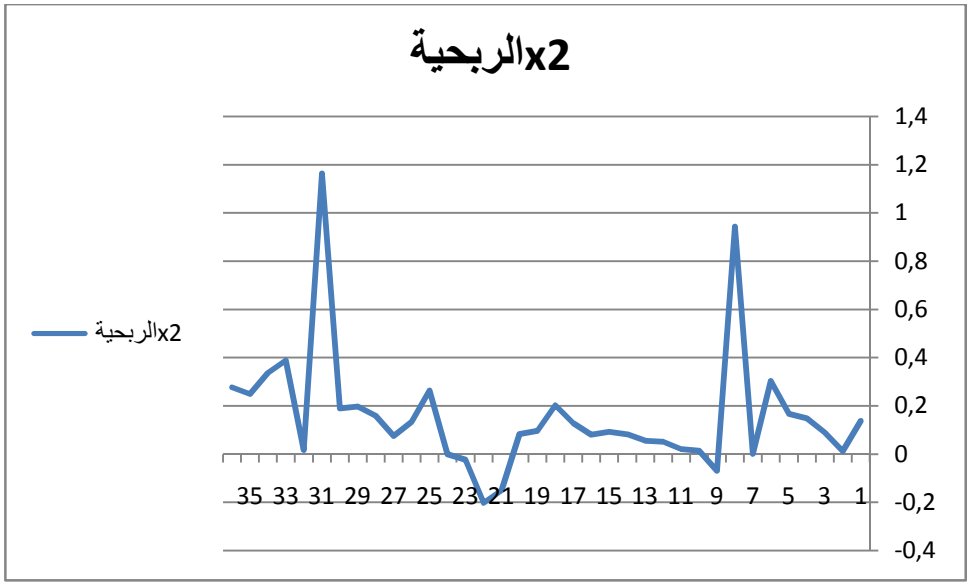
الشكل (2-2) : تغيرات السيولة



المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج (XLstat 2009)

2-الربحية : تعبر الربحية عن مدى الكفاءة التي تتخذ فيها المؤسسة قراراتها الاستثمارية والمالية، وهي مؤشر يهتم به الدائنون عند تعاملهم مع المؤسسة. وفي هذه الدراسة سوف نستخدم لقياس الربحية نسبة النتيجة الصافية إلى المبيعات، خلال الفترة (2009-2014) كما هو موضح في الشكل التالي :

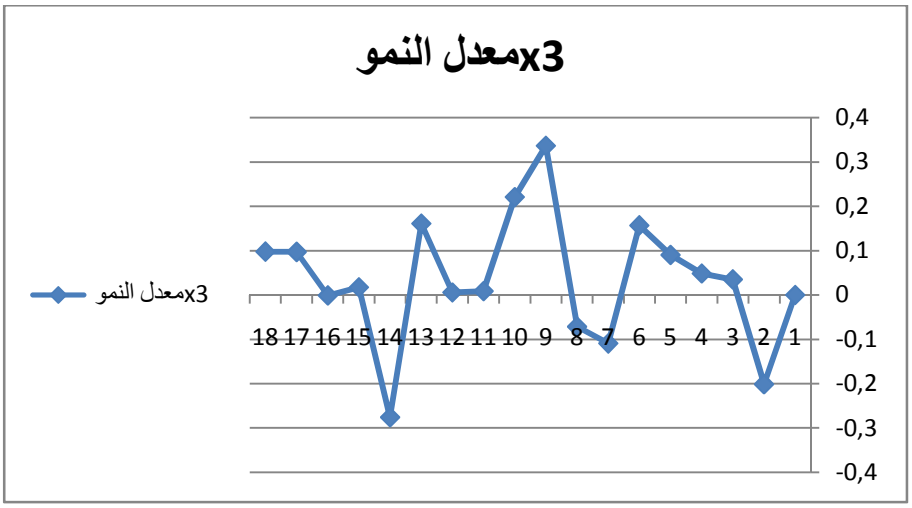
الشكل (2-4): تغيرات الربحية



المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج (XLstat 2009)

3-معدل النمو : العديد من الدراسات في قياس معدل نمو المؤسسة استخدمت معدل نمو المبيعات أو معدل نمو الأصول .وفي هذه الدراسة سوف نستخدم لقياس معدل النمو التغير في رقم الأعمال من سنة إلى أخرى، لمعرفة إذا كانت المؤسسات البترولية قيد الدراسة في مرحلة نمو أو لا يكون ذلك من خلال قياس تطور رقم أعمالها وذلك خلال الفترة (2009-2014) كما هو موضح في الشكل التالي :

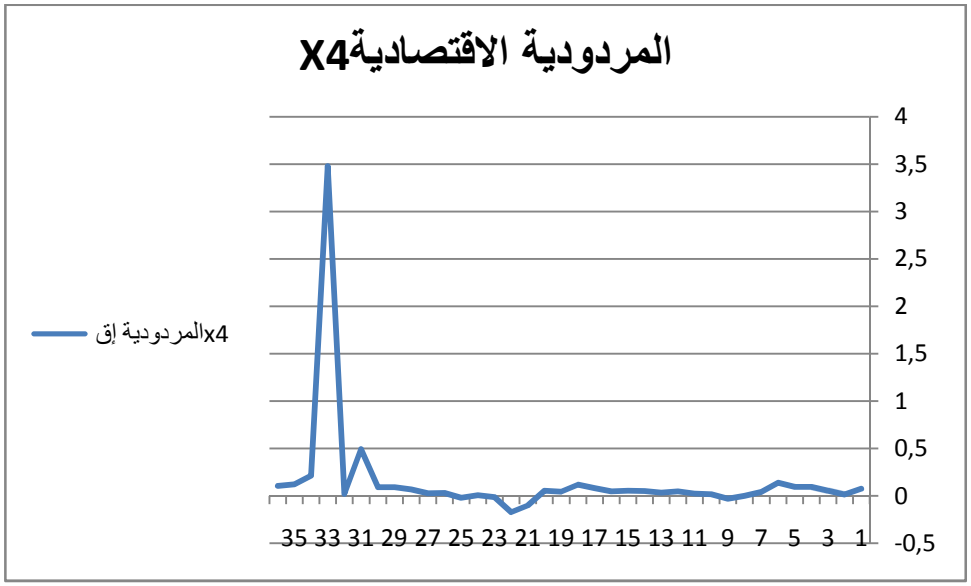
الشكل (2-5) : تطورات معدل نمو رقم الأعمال



المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج (XLstat 2009)

4-المردودية الاقتصادية : يعتبر مؤشر المردودية من أبرز وأهم المؤشرات المساعدة على اتخاذ القرار التمويلي، كما تعكس قدرة وكفاءة المؤسسة في تحقيق الإيرادات والتحكم في التكاليف وخاصة تكلفة الاستدانة عند الاستخدام المتزايد للديون، وبالتالي نجد المسير المالي يسعى إلى التوفيق بين المردودية والنمو من جهة أخرى، ولكن نعتمد المردودية الاقتصادية لأن المحلل المالي اهتم أولا بمردودية الأصل الاقتصادي والتي تقاس بنسبة النتيجة العملياتية بعد الضريبة إلى الأصل الاقتصادي.

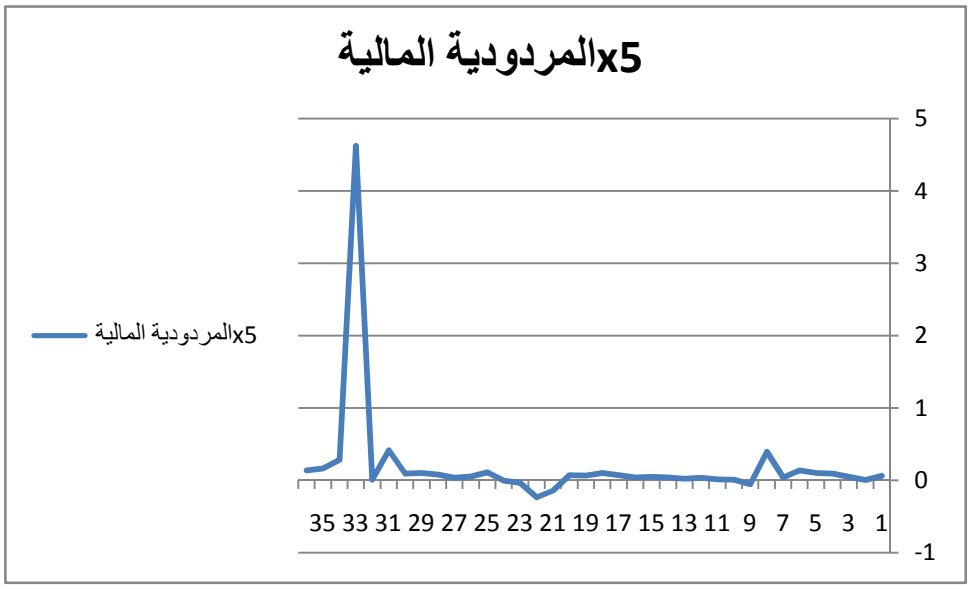
الشكل (2-6) : تغيرات المردودية الاقتصادية



المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج (XLstat 2009)

5-المردودية المالية : تعتبر المردودية المالية من أهم المؤشرات التي ينبغي أن تراعى من أجل أخذ قرار التمويل فهي تقيس مدى مساهمة الأموال الخاصة في النتيجة الصافية المحققة.

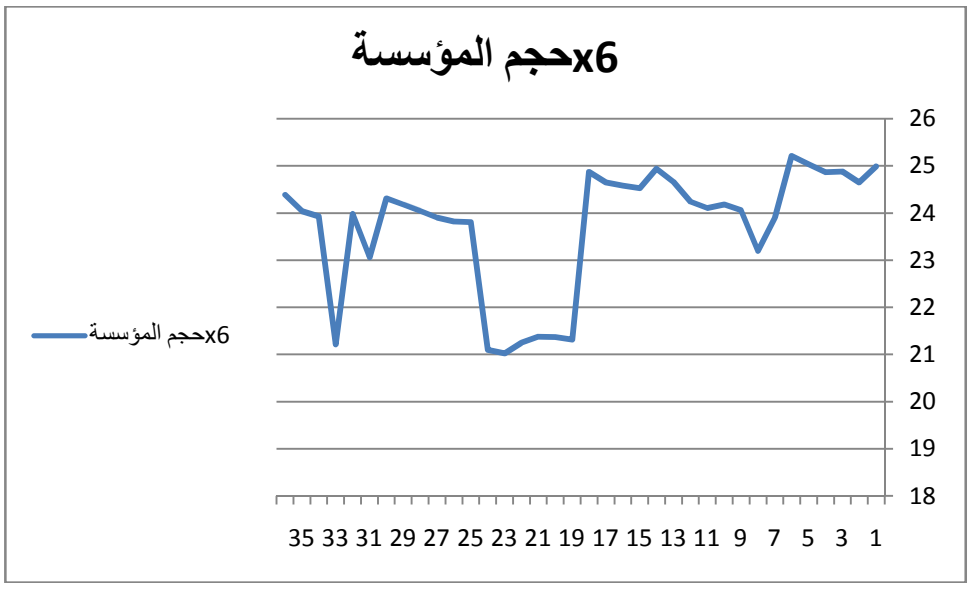
الشكل (2-7) : تغيرات المردودية المالية



المصدر : من إعداد الطالبة باعتماد على برنامج (XLstat 2009)

6-حجم المؤسسة : هناك العديد من المقاييس التي استخدمت في قياس هذا المتغير منها مجموع الأصول، حجم المبيعات، مجموع الأصول الثابتة، اللوغاريتم الطبيعي للمبيعات، اللوغاريتم الطبيعي لمجموع الأصول. أما بالنسبة لدراستنا سيتم الاعتماد على لوغاريتم إجمالي الأصول كمقياس لحجم المؤسسة.

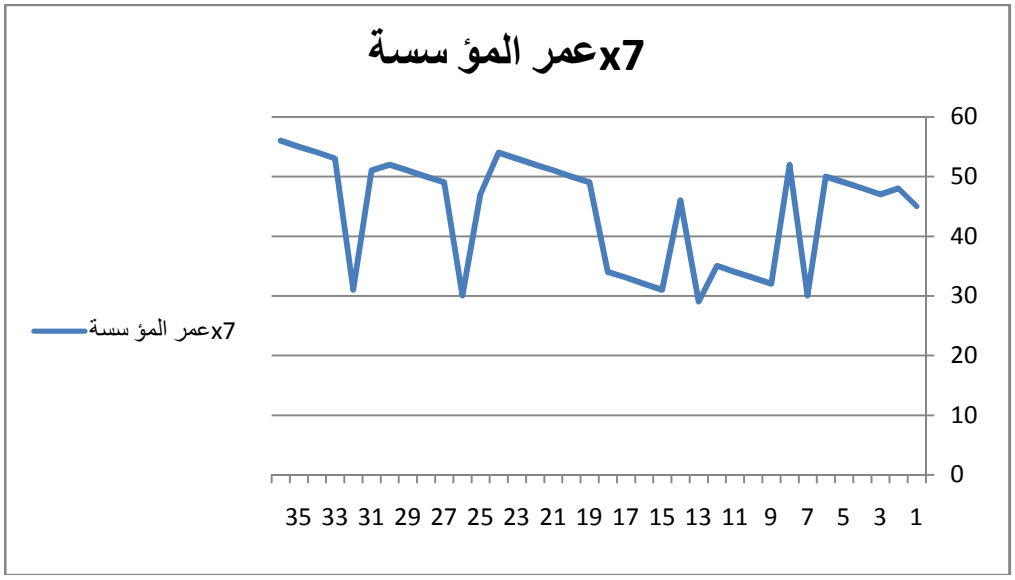
الشكل (2-8) : تغيرات حجم المؤسسة



المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج (XLstat 2009)

7-عمر المؤسسة : يعتبر عمر المؤسسة كمقياس مهم من محددات الهيكل المالي، حيث يمكن التعبير عنه بعدد السنوات التي مضت منذ تأسيس الشركة ومباشرة أعمالها.

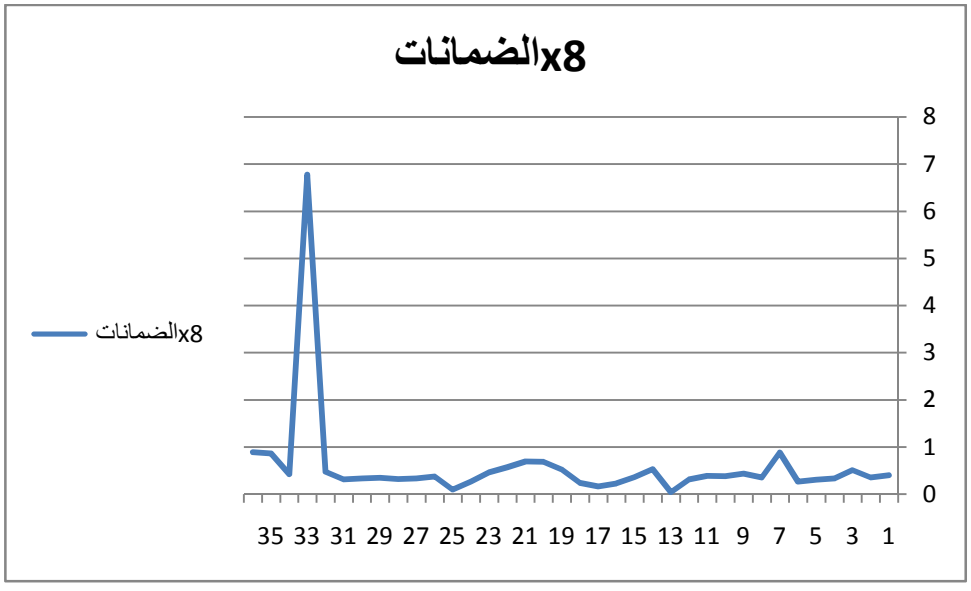
الشكل (2-9) : تغيرات عمر المؤسسة



المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج (XLstat 2009)

8-هيكل الأصول (الضمانات) : يمثل أحد العوامل الأساسية المحددة لنسبة الاقتراض لأن معظم الدراسات اعتمدت نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول، غير أنه في الواقع الجزائري عادة ما تشترط البنوك كضمانات الأصول المادية الثابتة في شكل عقارات (قيم غير منقولة) والتي يمكن أن تكون محل رهن مقابل الحصول على قروض مالية.

الشكل (2-10) : تغيرات هيكل الأصول (الضمانات)



المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج (XLstat 2009)

الفرع الثالث : عرض نتائج الانحدار الخطي المتعدد

الهدف من هذه الدراسة هو بناء نموذج إحصائي بين المتغيرات المستقلة المؤثرة على الهيكل المالي بناءا على نتائج الدراسات السابقة للمؤسسات عينة الدراسة وذلك من خلال إيجاد المعاملات α β1،β2،β3،β4،β5،β6،β7،β8 بطريقة المربعات الصغرى والتي تهدف إلى إيجاد أحسن تصحيح خطي بتدنئة مربعات الانحرافات بين المشاهدات الفعلية والمقدرة، حيث يكون النموذج المقدر لدالة الانحدار الخطي المتعدد للمتغيرات قيد الدراسة كما هو مبين في المعادلة التالية :

$$y* = \alpha * + \beta$$

المطلب الثاني : مناقشة النتائج المتوصل إليها

من خلال برنامج (eviews) سنقوم بتقدير نماذج الانحدار باستخدام طريقة البيانات المقطعية (data panal) كونها تتناسب مع بيانات الدراسة وتقدير المعلمات، كما ندعم هذه الدراسة ببرنامج التحليل الإحصائي (spss).

عند معالجة معطيات الدراسة ببرنامج التحليل الإحصائي (spss) كانت النتائج كما يلي :

الجدول (2-2) : جدول المعاملات

Coefficients[a]

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,630	,761		,828	,415
	X1	-,094	,025	-,701	-3,805	,001
	X2	-,190	,178	-,271	-1,071	,294
	X3	-,025	,020	-,206	-1,258	,219
	X4	-,530	,416	-1,719	-1,276	,213
	X5	,680	,408	2,921	1,666	,108
	X6	,010	,026	,077	,398	,694
	X7	-,007	,003	-,370	-2,152	,041
	X8	-,215	,192	-1,299	-1,120	,273

a. Dependent Variable : Y

المصدر : مخرجات برنامج (spss)

معادلة النموذج :

$$Y^* = 0,630 - 0,094\ x_1 - 0,190\ x_2 - 0,025\ x_3 - 0,53\ x_4 + 0,68\ x_5 + 0,01\ x_6 - 0,007\ x_7 - 0,215\ x$$

نلاحظ من خلال جدول المعاملات أن معنوية كل المتغيرات أكبر من 0,05 أي أنه ليس لها دلالة إحصائية ومنه لا تؤثر في المتغير التابع ما عدا $x1$ و $X7$ فهما يؤثران عكسيا في المتغير التابع (الهيكل المالي).

الجدول (2-3) : معامل الارتباط ومعامل التحديد لنموذج الدراسة

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	,693[a]	,480	,326	,14889	,480	3,117	8	27	,013

a. Predictors: (Constant), X8, X6, X2, X3, x1, X7, X4, X5

المصدر : مخرجات برنامج spss

لقد تم استخراج معامل الارتباط بيرسون لفحص وجود علاقة ارتباط ذات دلالة لإحصائية بين المتغيرات المستقلة والهيكل المالي، وقد وجد من خلال الجدول (2-3) أن هناك علاقة ارتباط قوية وذات دلالة إحصائية بين المتغيرات المستقلة مجتمعة والهيكل المالي ، حيث بلغ معامل الارتباط (r=0,693) وأن مستوى الدلالة (sig =0,013) هو أقل من (α=0,05)، وهذه العلاقة تشير إلى قوة الارتباط بين مجمل النتائج المتحصل عليها من المتغيرات المستقلة والهيكل المالي.

ونلاحظ أيضا بأن العلاقة بين المتغيرات المستقلة والهيكل المالي كانت موجبة، بمعنى أن الزيادة في التركيز على المتغيرات المستقلة مجتمعة يؤدي إلى التأثير على الهيكل المالي ويفسر ما مقداره (48%) من التباين في الهيكل المالي (المتغير التابع) اعتمادا على قيمة معامل التحديد R^2.

الجدول (2-4) : جدول تحليل التباين

ANOVA[a]

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,533	8	,067	2,967	,017[b]
	Residual	,584	26	,022		
	Total	1,117	34			

a. Dependent Variable: Y

b. Predictors: (Constant), X8, X2, X3, X7, x1, X6, X4, X5

من خلال تحليل التباين لـ sig وهي أقل من 0,05 نستنتج بأن النموذج له معنوية إحصائية.

1-اختبار فرضيات الدراسة

للوصول إلى نتائج التقدير نقوم بالتحليل الساكن ثم التكامل المتزامن ثم نماذج (VAR) حسب تحليل (panal).

أولا : التحليل الساكن

أ-النموذج الأول : نموذج الانحدار التجميعي

يتضح من نموذج الانحدار التجميعي المبين ضمن الملحق 02 أن كل المتغيرات التي اعتمدناها لها دلالة إحصائية أي أن كل من السيولة وعمر المؤسسة يؤثران على الهيكل المالي.

R squared = 0.336

Prob F (statistique)= 0.001157

F (statistique)= 8,357

DW stat= 1,868244

ب- النموذج الثاني : نموذج التأثيرات الثابتة

بالنظر للنموذج المقدر الذي يأخذ في الحسبان التأثيرات الثابتة يظهر أن كل من المتغيرين (السيولة، وعمر المؤسسة) ليس لهما معنوية إحصائية، أي ليس لهما تأثير على المتغير التابع (الهيكل المالي)، على عكس الثابت، كما نلاحظ أن معلمات المتغيرات المستقلة لها علاقة عكسية مع المتغير التابع على عكس الثابت الذي له تأثير موجب (أنظر الملحق 03).

R squared = 0.544966

Prob F (statistique)= 0.001216

F (statistique) = 4.790554

DW stat= 2.282435

ويمكن أن تتوزع التأثيرات التي تمثل آثار كافة العوامل الثابتة التي تؤثر في المتغير التابع ولا تتغير عبر الزمن في المؤسسات البترولية محل الدراسة على النحو التالي :

الجدول (2-5) : الفروق الفردية في الثابت بين المقاطع

Effect	ENTRPRISE
0.039066	1
0.206727	2
-0.048990	3
-0.074242	4
-0.064083	5
-0.058479	6

المصدر : مخرجات برنامج (eviews)

من الجدول أعلاه يتضح بأن المؤسسات أرقام : 3، 4، 5، 6 وهي (ENAFOR ، NAFTAL ، ENSP، حوض الحمراء) أن قيم التأثيرات فيها سالبة، مما يعني أنه كان هناك عجز في هيكلها المالي وعلى العكس من ذلك في المؤسستين : 1و 2 وهما (ENTP ، GTP)

وهذا لا علاقة له بالمتغيرات المستقلة.

جـ- النموذج الثالث : نموذج التأثيرات العشوائية

تظهر لنا نتائج تقدير هذا النموذج أن كل من متغيري السيولة وعمر المؤسسة لهما دلالة إحصائية، إضافة للمتغير الثابت أي لها تأثير على الهيكل المالي للمؤسسات البترولية محل الدراسة.

أما قيم المعلمات تدل على أن هناك تأثير عكسي بالنسبة للمتغيرات المستقلة وتأثير إيجابي بالنسبة للثابت وهذا ما بينه الملحق 04.

R squared = 0.20251

F (statistique) = 4.189944

Prob F (statistique) = 0.023903

DW stat= 1.667379

د- اختيار النموذج الأحسن :

وبعد تناولنا للنماذج الثلاثة والمتمثلة في : نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية، سنقوم الآن باختيار النموذج الأحسن وذلك باستعمالنا لاختبار(Lagrange multiplier)الذي يستند على الفرضيتين :

H0 : اختيار نموذج التجميعي

H1 : اختيار نموذج التأثيرات الثابتة أو التأثيرات العشوائية

حيث أظهرت نتائج هذا الاختبار أن نرفض الفرضية الصفرية ونقبل الفرضية البديلة، وعليه سوف نقوم باختبار (Hausman) الذي يستند على الفرضيتين :

H0 : اختيار نموذج التأثيرات العشوائي

H1 : اختيار نموذج التأثيرات الثابتة

نجد أن نتيجة الاختبار ليست معنوية ومنه نختار (H0) أي اختيار نموذج التأثيرات العشوائية، أنظر الملحق 05.

ومنه يصبح النموذج المقدر هو نموذج التأثيرات العشوائية من الشكل :

ملاحظة : هذا التحليل الساكن لا يصلح إلا للمدى القصير، مما يعني أن هذه المتغيرات قد لا تبقى نفسها أو قد تتغير مساهمتها من وقت لأخر في التأثير على الهيكل المالي للمؤسسات قيد الدراسة.

ثانيا : التكامل المتزامن

1-دراسة الاستقرارية : حيث يتم دراستها على كل من المتغير (y) والمتغيرين (X1, X7)

حسب ما أظهرته النتائج في الملاحق (6، 7، 8، 9، 10، 11، 12) فإننا توصلنا إلى النتيجة التالية :

إن سلسلة المتغير التابع مستقرة عند الفرق من الدرجة الثانية والمتغيرين X1 و X7 يستقران عند الفرق من الدرجة الأولى وعليه فإنه لا يوجد تكامل مشترك بينهم فالعلاقة هنا لا ترقى لأن تكون طويلة المدى وإنما هي قصيرة المدى ويتم البحث عنها باستعمال نماذج (VAR).

ثالثا : نماذج (VAR)

1-اختيار درجة التأخير المثلى : حسب النتائج في الملحق (13) توصلنا إلى أن :

درجة التأثير المثلى وصلت إلى الدرجة الأولى وهذا بحسب ما تشير إليه العلامة (*)، وهو ما يعني أن نموذج (VAR) ستكون فيه درجة تأخير كل متغيراته الداخلية والخارجية بالدرجة الأولى.

2- تقدير النموذج : حسب النتائج في الملحق (14) توصلنا إلى أن :

D(Y,2) = -0.200544 D(Y(-1),2) -0.003818 D(X1(-1)) -0.013559 D(X7(-1)) + 0.023604

من خلال النموذج المقدر عن طريق (VAR) وبالنظر إلى مستوى المعنوية نجد أن المتغيرات المؤثرة في الهيكل المالي عن الفرق الأول هي كالآتي :

- السيولة عند التأخير الأول
- عمر المؤسسة عند التأخير الأول

نتيجة : كلا من متغيري السيولة وعمر المؤسسة كان لهما تأثير على المتغير التابع (الهيكل المالي) عند التأخير الأول. بالأضافة إلى ذلك نجد أن معامل التحديد في حالة مقبولة، فالمتغيرات المستقلة تفسر لنا ما مقداره 37,62 % من التباين، كما أنه لا وجود لارتباط ذاتي للأخطاء

3-دراسة مساهمة التباين (تفكيك التباين) :

يستخدم تحليل التباين للتعرف على مقدار التباين في التنبؤ الذي يعود إلى خطأ التنبؤ في المتغير نفسه والمقدار الذي يعود إلى خطأ التنبؤ في المتغيرات التفسيرية الأخرى في نموذج (**VAR**) وتبرز أهميته في أنه يعطي الأهمية النسبية أو نسبة مساهمة أثر أي تغير مفاجئ في كل متغير من متغيرات النموذج ولتلافي مشكلة وجود التأثير المتزامن للأخطاء في المتغيرات المختلفة للنموذج يتم اللجوء إلى توزيع **تشولاسكي** (**Cholesky**) الذي وإن كان يتأثر عادة بترتيب المتغيرات، لذلك فإنه يتم إعادة ترتيب المتغيرات في كل مرة لضمان عدم انحيازها (أنظر الملحق 15).

2-استنتاجات الدراسة :

1-نستنتج أن النموذج الأول ما هو إلا توضيح للعلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع من الناحية النظرية حتى يعطي فكرة للباحث؛

2-نستنتج أن المحددين الأساسيين للهيكل المالي للمؤسسات البترولية الوطنية هما السيولة وعمر المؤسسة؛

3-يعود سبب الاختلاف بين نتائج دراستنا المتوصل إليها ونتائج الدراسات السابقة إلى بيئة الدراسة بالإضافة إلى القطاع محل الدراسة؛

4-نستنتج أن الاقتصاد القياسي يتفق مع المواضيع المالية في تحليل النتائج؛

5-نلاحظ وجود إتفاق في تحليل النتائج بين مختلف البرامج الإحصائية المعتمدة في دراستنا.

الخلاصة :

من خلال هذا الفصل قمنا باختبار الفرضيات المقترحة في بداية الدراسة بالبحث عن النماذج التي تفسر العلاقة بين الهيكل المالي ومحدداته.

يتبين لنا من الناحية النظرية (الاقتصادية) :

-وجود علاقة عكسية بين الهيكل المالي -المعبر عنه بنسبة إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة- وكل من السيولة : الربحية، معدل النمو، المردودية الاقتصادية، عمر المؤسسة، وهيكل الأصول؛

-وجود علاقة طردية بين الهيكل المالي وكل من المردودية المالية وعمر المؤسسة.

كما اتضح لنا من خلال التحليل الإحصائي الذي تناولناه في هذا الفصل، أن جميع المتغيرات المستقلة ليس لها دلالة إحصائية أي لا تؤثر واقعيا بالهيكل المالي بالمؤسسات البترولية الوطنية ما عدا السيولة وعمر لمؤسسة وكلاهما لهما علاقة عكسية مع الهيكل المالي.

وبمقارنة نتائج دراستنا مع الدراسات السابقة وجدنا أن متغير القطاع وبيئة الدراسة يؤثران في اختيار محددات الدراسة ؛ كما أن القطاع يعتبر محدد من محددات اختيار الهيكل المالي.

لقد قمنا في هذه الدراسة بمعالجة موضوع محددات الهيكل المالي للمؤسسات البترولية الوطنية بمنطقة حاسي مسعود، حيث تمثلت إشكالية الدراسة في ما هي المحددات الأكثر تأثيرا في اختيار الهيكل المالي لدى المؤسسات البترولية الوطنية العاملة في منطقة حاسي مسعود؟ من ربحية وسيولة، معدل النمو، المردودية الاقتصادية، المردودية المالية، حجم المؤسسة، عمر المؤسسة، هيكل الأصول خلال الفترة (2009-2014)، وتطلب ذلك الاعتماد على فصلين وفقا للمناهج المذكورة سابقا حاولنا من خلال الدراسة قدر المستطاع إبراز هذا التأثير من خلال إختبار عينة مشكلة من ستة مؤسسات بترولية وطنية وخلصت الدراسة إلى ما يلي :

-نتائج الدراسة :

كشفت هذه الدراسة على مجموعة من النتائج التي يمكن أن تنفي أو تثبت الفرضيات التي فرضناها ومن ثم تساعد الباحثين على معرفة العوامل المؤثرة على الهيكل المالي :

1-أظهرت نتائج الانحدار الخطي المتعدد من خلال مصفوفة الارتباطات عدم وجود علاقة معنوية بين المتغيرات المستقلة (الربحية، ومعدل النمو)؛

2-تشير النتائج المتوصل إليها إلى أن المتغيرات المستقلة (محددات الهيكل المالي) ليست مؤثرة على المتغير التابع (الهيكل المالي)، وهي تفسر ما قيمته 33,6 % من متغيرات الهيكل المالي، أما النسبة الأكبر تفسرها متغيرات عشوائية، وهذا ما يجيب على الإشكال الرئيس لهذه الدراسة، كما أوضحت كذلك أن هناك عوامل مالية أخرى تتحكم في السلوك التمويلي لم يتم أخذها بعين الاعتبار وهي تكلفة الاقتراض التي لها أثر كبير على النموذج لأن النظام المالي مغلق في الجزائر، كما لا يتم التصريح بتكلفة الأموال الخاصة والاستدانة؛

3-كما بينت نتائج الدراسة من خلال التحليل الإحصائي أن هناك تأثير لبعض المتغيرات المستقلة أي وجود علاقة لها معنوية إحصائية بين السيولة والهيكل المالي، وأكدت هذه النتائج دراسة (Siti Salimah) كما أكدت النتائج على وجود علاقة عكسية بين الهيكل المالي وعمر المؤسسة؛

4-أظهرت النتائج من خلال مصفوفة معاملات الارتباط أن هناك ارتباط له دلالة إحصائية بين المتغيرات المستقلة في حد ذاتها مثل السيولة والمردودية الاقتصادية والمردودية المالية وهيكل الأصول؛

5-تم التوصل في هذه الدراسة إلى نموذج إنحدار خطي متعدد ووجود متغيرين مستقلين وهما : عمر المؤسسة والسيولة؛

6-المتغيرين المستقلين : عمر المؤسسة والسيولة يؤثران عكسيا على الهيكل المالي المعبر عنه بنسبة إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة؛

7-تتفق هذه الدراسة مع دراسة وحيدة تناولت متغير عمر المؤسسة وهي دراسة (Odita et Suji)، لكن تختلف معها من حيث إتجاه التأثير على الهيكل المالي.

آفاق الدراسة :

إن البحث في مجال تمويل المؤسسة الاقتصادية لا يزال واسعا،كما لا تزال بعض النقاط مجهولة يمكن أن تكون مواضيع لبحوث أخرى و إشكاليات تنتظر المعالجة، والتي نذكر منها ما يلي:

-يمكن إجراء هذه الدراسة في مؤسسات بترولية غير عمومية؛

-يمكن إعادة إجراء الدراسة بإضافة مؤسسات تنتمي إلى قطاعات مختلفة من اجل إضافة متغيرات طبيعة القطاع لمعرفة تأثيرها على اختيار الهيكل التمويلي؛

-إضافة مؤشر المخاطر إلى العوامل المستقلة لمعرفة مدى تأثيره على توليفة مصادر التمويل في المؤسسات؛

المراجع باللغة العربية :

1-إبراهيم منير هندي، **الإدارة المالية، مدخل تحليلي معاصر**، الطبعة 5، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، مصر، .2003

2- أنفال حدة خبيزة، **تأثير الهيكل المالي على استراتيجية المؤسسة الصناعية**، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، .2012،2011

3-- باديس بوخلوة ، أثر تطبيق مبادئ إدارة الجودة الشاملة على المنتجات النفطية، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، .2016

4- زيغود تبر،محددات سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية دراسة ميدانية لعينة من المؤسسات الاقتصادية بالقطاعين العام و الخاص في الجزائر،مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير، جامعة ورقلة،2009..

5- جلال الدين المرسي، احمد عبد الله اللحلح، **الإدارة المالية**، المكتب الجامعي الحديث، مصر،سنة النشر غير مذكورة.

6- عبد الغاني دادن، **قياس وتقييم الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية نحو إرساء نموذج الإنذار المبكر باستعمال المحاكاة المالية–حالة بورصتي الجزائر وباريس**، أطروحة دكتوراه،2006-.2007

7- عدنان تايه النعيمي، ارشد فؤاد التميمي، **الإدارة المالية المتقدمة**، الطبعة العربية، دار البازوري العلمية، عمان، الأردن، .2009

8- غازي فلاح المومني وعلي محمود حسن، **محددات اختيار الهيكل المالي بشركات الأعمال دراسة تحليلية لشركات قطاع الخدمات المدرجة في بورصة عمان، مقال** دراسات، العلوم الإدارية، المجلد 38 ، العدد2 ،2011.

9- غنية بوربيعة، **محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة–دراسة حالة مؤسسة سونلغاز**، مذكرة لنيل شهادة ماجستير، جامعة الجزائر 3، 2010-2011.

10- محمد أيمن عزة الميداني، **الإدارة التمويلية في الشركات**، جامعة الملك فهد للبترول والمعادن، الظهران، السعودية، 1993.

11--محمد صالح الحناوي، **أدوات التحليل و التخطيط في الإدارة المالية**، دار الجامعات المصرية، مصر :سنة النشر غير مذكورة.

المراجع باللغة الأجنبية :

1-Amr Attar, **Corporate Strategy and Capital Structure : An Empirical Study of Listed Manufacturing Firms in Saudi Arabia** Brunel University, may 2014.

2-Aremu, Mukaila Ayanda**, Determinants of Capital Structure in Nigerian Banking Sector, international Journal of Academic Research in Economics and Management Sciences** July 2013.

3- Aswath Damodaran**, Pratique De La Finance D'entreprise**, 01 Ere Edition ,Groupe De Boeck , Bruxelles,2010

4- Et-Taoufik, Benoit Gailly, **La Structure Financiere Des Pme De La Haute Technologie**, Les Côtes De Carthage 3, 4, 5 Et 6 Juin 2003, Xiième Conférence De l'Association Internationale De Management Stratégique.

5- Hutin. H et autre; La Gestion financière, 2 éme Edition, Ed d'ORGANISATION, Paris 2000

6- Jean barreau, Jacquline delahye, **gestion financière**, 10eme édition, Dunod, France, 2001.

7- Josette Peyrard, **Analyse financière avec exercices,** Vuibert, 8ème édition, France, 2000.

8-Osuji casmir Chinaemermer and Odita Anthony,**Impact of capital structure on the financial performance of Nigerian firms,** University Asaba Campus Delta State, Nigeria, 2012.

9- Siti Salimah Hussain et autres, **The Determinants of Capital Structure for Malaysian Food Producing Companies**, Research Paper.

10- Vernimen Pierre; Finance d'entreprise, 5éme édition, DALLOZ, Paris 2002 .

11- Vlasceanu Catalina Andreea, **Analysis of the determinants of capital structure**.

,

.

الملحق 01 : مصفوفة معاملات الارتباط

Correlations										
		x1	x2	x3	x4	x5	x6	x7	x8	y
x1	Correlation de Pearson	1	-,177	-,111	-,336*	-,338*	,118	-,325	-,410*	-,339*
	Sig. bilatérale)		,301	,519	,045	,044	,491	,053	,013	,043
x2	Corrélation de Pearson	-,177	1	,262	,278	,294	,062	,307	,123	-,101
	Sig. bilatérale)	,301		,123	,100	,081	,718	,069	,474	,557
x3	Corrélation de Pearson	-,111	,262	1	,281	,306	-,125	,143	,227	-,135
	Sig. bilatérale)	,519	,123		,096	,069	,469	,407	,183	,433
x4	Corrélation de Pearson	-,336*	,278	,281	1	,994**	-,270	,185	,965**	-,045
	Sig. bilatérale)	,045	,100	,096		,000	,112	,281	,000	,796
x5	Corrélation de Pearson	-,338*	,294	,306	,994**	1	-,283	,199	,968**	-,035
	Sig. bilatérale)	,044	,081	,069	,000		,095	,245	,000	,838
x6	Corrélation de Pearson	,118	,062	-,125	-,270	-,283	1	-,400*	-,369*	,247
	Sig. bilatérale)	,491	,718	,469	,112	,095		,016	,027	,146
x7	Corrélation de Pearson	-,325	,307	,143	,185	,199	-,400*	1	,208	-,335*
	Sig. bilatérale)	,053	,069	,407	,281	,245	,016		,224	,046
x8	Corrélation de Pearson	-,410*	,123	,227	,965**	,968**	-,369*	,208	1	-,029
	Sig.(bilatérale)	,013	,474	,183	,000	,000	,027	,224		,866
y	Corrélation de Pearson	-,339*	-,101	-,135	-,045	-,035	,247	-,335*	-,029	1
	Sig.(bilatérale)	,043	,557	,433	,796	,838	,146	,046	,866	
*. La corrélation est significative au niveau 0.05 (bilatéral).										
**. La corrélation est significative au niveau 0.01 (bilatéral).										

المصدر : مخرجات برنامج (eviews)

الملحق 02 : نموذج الانحدار التجميعي

Dependent Variable: Y
Method: Panel Least Squares
Date: 04/09/16 Time: 23:12
Sample: 2009 2014
Periods included: 6
Cross-sections included: 6
Total panel (balanced) observations: 36

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0000	5.017880	0.156962	0.787618	C
0.0021	-3.339027	0.019399	-0.064775	X1
0.0022	-3.316171	0.002946	-0.009771	X7

0.184065	Mean dependent var	0.336221	R-squared
0.180865	S.D. dependent var	0.295992	Adjusted R-squared
-0.853445	Akaike info criterion	0.151755	S.E. of regression
-0.721485	Schwarz criterion	0.759975	Sum squared resid
-0.807388	Hannan-Quinn criter.	18.36201	Log likelihood
1.868244	Durbin-Watson stat	8.357668	F-statistic
		0.001157	Prob(F-statistic)

المصدر : مخرجات برنامج (eviews)

الملحق 03 : نموذج التأثيرات الثابتة

Dependent Variable: Y
Method: Panel Least Squares
Date: 04/09/16 Time: 23:13
Sample: 2009 2014
Periods included: 6
Cross-sections included: 6
Total panel (balanced) observations: 36

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0436	2.113807	0.208966	0.441713	C
0.1987	-1.316483	0.024224	-0.031890	X1
0.3344	-0.982149	0.003991	-0.003919	X7

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

0.184065	Mean dependent var	0.544966	R-squared
0.180865	S.D. dependent var	0.431208	Adjusted R-squared
-0.953245	Akaike info criterion	0.136405	S.E. of regression
-0.601352	Schwarz criterion	0.520978	Sum squared resid
-0.830425	Hannan-Quinn criter.	25.15841	Log likelihood
2.282435	Durbin-Watson stat	4.790554	F-statistic
		0.001216	Prob(F-statistic)

المصدر : مخرجات برنامج (eviews)

الملحق 04 : نموذج التأثيرات العشوائية

Dependent Variable: Y
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Date: 04/09/16 Time: 23:14
Sample: 2009 2014
Periods included: 6
Cross-sections included: 6
Total panel (balanced) observations: 36
Swamy and Arora estimator of component variances

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0006	3.776349	0.172724	0.652265	C
0.0180	-2.489692	0.020572	-0.051219	X1
0.0261	-2.329128	0.003229	-0.007522	X7

Effects Specification

Rho	S.D.	
0.1904	0.066157	Cross-section random
0.8096	0.136405	Idiosyncratic random

Weighted Statistics

0.118533	Mean dependent var	0.202511	R-squared
0.151379	S.D. dependent var	0.154178	Adjusted R-squared
0.639620	Sum squared resid	0.139221	S.E. of regression
2.029735	Durbin-Watson stat	4.189944	F-statistic
		0.023903	Prob(F-statistic)

Unweighted Statistics

0.184065	Mean dependent var	0.319934	R-squared
1.667379	Durbin-Watson stat	0.778623	Sum squared resid

المصدر : مخرجات برنامج (eviews)

الملحق 05 : اختبار (Hausman) لاختيار النموذج الأحسن

Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: Untitled
Test cross-section random effects

Prob.	Chi-Sq. d.f.	Chi-Sq. Statistic	Test Summary
0.1848	2	3.376431	Cross-section random

Cross-section random effects test comparisons:

Prob.	Var(Diff.)	Random	Fixed	Variable
0.1307	0.000164	-0.051219	-0.031890	X1
0.1244	0.000005	-0.007522	-0.003919	X7

المصدر : مخرجات برنامج (eviews)

الملحق 06 : الاستقرارية للمتغير (y) عند المستوى

Panel unit root test: Summary
Series: Y
Date: 04/10/16 Time: 00:08
Sample: 2009 2014
Exogenous variables: Individual effects
Automatic selection of maximum lags
Automatic lag length selection based on SIC: 0
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel
Balanced observations for each test

Obs	Cross-sections	Prob.**	Statistic	Method
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
30	6	0.0000	-7.95310	Levin, Lin & Chu t*
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
30	6	0.0174	-2.11009	Im, Pesaran and Shin W-stat
30	6	0.0086	26.6738	ADF - Fisher Chi-square
30	6	0.0005	34.7644	PP - Fisher Chi-square

Panel unit root test: Summary
Series: Y
Date: 04/10/16 Time: 00:09
Sample: 2009 2014
Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends
Automatic selection of maximum lags
Automatic lag length selection based on SIC: 0
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel
Balanced observations for each test

Cross-

Obs	sections	Prob.**	Statistic	Method
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
30	6	0.0000	-11.7896	Levin, Lin & Chu t*
24	6	0.1291	-1.13069	Breitung t-stat
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
30	6	0.2555	-0.65723	Im, Pesaran and Shin W-stat
30	6	0.0645	20.1383	ADF - Fisher Chi-square
30	6	0.0003	36.5469	PP - Fisher Chi-square

Null Hypothesis: Unit root (common unit root process)
Series: Y
Date: 04/10/16 Time: 00:10
Sample: 2009 2014
Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends
Automatic selection of maximum lags
Automatic lag length selection based on SIC: 0
Total (balanced) observations: 24
Cross-sections included: 6

Prob.**	Statistic	Method
0.1291	-1.13069	Breitung t-stat

الملحق 07 : الاستقرارية للمتغير (y) عند الفرق من الدرجة الأولى

Panel unit root test: Summary
Series: D(Y)
Date: 04/10/16 Time: 00:13
Sample: 2009 2014
Exogenous variables: Individual effects
Automatic selection of maximum lags
Automatic lag length selection based on SIC: 0
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel
Balanced observations for each test

Obs	Cross-sections	Prob.**	Statistic	Method
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
24	6	0.0000	-13.7633	Levin, Lin & Chu t*
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
24	6	0.0000	-4.57478	Im, Pesaran and Shin W-stat
24	6	0.0007	33.7927	ADF - Fisher Chi-square
24	6	0.0001	38.7864	PP - Fisher Chi-square

Panel unit root test: Summary
Series: D(Y)
Date: 04/10/16 Time: 00:14
Sample: 2009 2014
Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends
Automatic selection of maximum lags
Automatic lag length selection based on SIC: 0
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel
Balanced observations for each test

Obs	Cross-sections	Prob.**	Statistic	Method
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
24	6	0.0000	-16.7401	Levin, Lin & Chu t*

18	6	0.1197	-1.17630	Breitung t-stat

Null: Unit root (assumes individual unit root process)

24	6	0.1387	-1.08612	Im, Pesaran and Shin W-stat
24	6	0.1203	17.8504	ADF - Fisher Chi-square
24	6	0.0011	32.5676	PP - Fisher Chi-square

Null Hypothesis: Stationarity
Series: D(Y)
Date: 04/10/16 Time: 00:16
Sample: 2009 2014
Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel
Total (balanced) observations: 30
Cross-sections included: 6

Prob.**	Statistic	Method
0.0000	25.4022	Hadri Z-stat
0.0000	25.4022	Heteroscedastic Consistent Z-stat

المصدر : مخرجات برنامج (eviews)

الملحق 08 : الاستقرارية للمتغير (y) عند الفرق من الدرجة الثانية

Panel unit root test: Summary
Series: D(Y,2)
Date: 04/10/16 Time: 00:21
Sample: 2009 2014
Exogenous variables: Individual effects
Automatic selection of maximum lags
Automatic lag length selection based on SIC: 0
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel
Balanced observations for each test

Obs	Cross-sections	Prob.**	Statistic	Method
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
18	6	0.0000	-15.5836	Levin, Lin & Chu t*
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
18	6	0.0057	27.9170	ADF - Fisher Chi-square
18	6	0.0017	31.3418	PP - Fisher Chi-square

Panel unit root test: Summary
Series: D(Y,2)
Date: 04/10/16 Time: 00:24
Sample: 2009 2014
Exogenous variables: None
Automatic selection of maximum lags
Automatic lag length selection based on SIC: 0
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel
Balanced observations for each test

Obs	Cross-sections	Prob.**	Statistic	Method
Null: Unit root (assumes common unit root process)				

18	6	0.0000	-14.8365	Levin, Lin & Chu t*

Null: Unit root (assumes individual unit root process)

18	6	0.0000	63.3472	ADF - Fisher Chi-square
18	6	0.0000	63.3472	PP - Fisher Chi-square

Null Hypothesis: Unit root (common unit root process)
Series: D(Y,2)
Date: 04/10/16 Time: 00:25
Sample: 2009 2014
Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends
Automatic selection of maximum lags
Automatic lag length selection based on SIC: 0
Total (balanced) observations: 12
Cross-sections included: 6

Prob.**	Statistic	Method
0.8905	1.22896	Breitung t-stat

Null Hypothesis: Unit root (common unit root process)
Series: D(Y,2)
Date: 04/10/16 Time: 00:25
Sample: 2009 2014
Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends
Automatic selection of maximum lags
Automatic lag length selection based on SIC: 0
Total (balanced) observations: 12
Cross-sections included: 6

Prob.**	Statistic	Method
0.8905	1.22896	Breitung t-stat

Null Hypothesis: Stationarity
Series: D(Y,2)
Date: 04/10/16 Time: 00:29
Sample: 2009 2014
Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel
Total (balanced) observations: 24
Cross-sections included: 6

Prob.**	Statistic	Method
0.0000	23.8266	Hadri Z-stat
0.0000	20.9271	Heteroscedastic Consistent Z-stat

المصدر : مخرجات برنامج (eviews)

الملحق 09 : الاستقرارية للمتغير (X1) عند المستوى

Panel unit root test: Summary
Series: X1
Date: 04/10/16 Time: 17:59
Sample: 2009 2014
Exogenous variables: Individual effects
Automatic selection of maximum lags
Automatic lag length selection based on SIC: 0
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel
Balanced observations for each test

Obs	Cross-sections	Prob.**	Statistic	Method
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
30	6	0.0000	-6.51664	Levin, Lin & Chu t*
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
30	6	0.0619	-1.53893	Im, Pesaran and Shin W-stat
30	6	0.0198	24.0820	ADF - Fisher Chi-square
30	6	0.0067	27.4074	PP - Fisher Chi-square

Null Hypothesis: Unit root (common unit root process)
Series: X1
Date: 04/10/16 Time: 18:00
Sample: 2009 2014
Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends
Automatic selection of maximum lags
Automatic lag length selection based on SIC: 0

Total (balanced) observations: 24
Cross-sections included: 6

Prob.**	Statistic	Method
0.2219	-0.76573	Breitung t-stat

Null Hypothesis: Stationarity
Series: X1
Date: 04/10/16 Time: 18:01
Sample: 2009 2014
Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel
Total (balanced) observations: 36
Cross-sections included: 6

Prob.**	Statistic	Method
0.0000	25.4022	Hadri Z-stat
0.0000	25.4022	Heteroscedastic Consistent Z-stat

المصدر : مخرجات برنامج (eviews)

الملحق 10 : الاستقرارية للمتغير (X1) عند الفرق من الدرجة الأولى

Panel unit root test: Summary
Series: D(X1)
Date: 04/10/16 Time: 18:05
Sample: 2009 2014
Exogenous variables: Individual effects
Automatic selection of maximum lags
Automatic lag length selection based on SIC: 0
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel
Balanced observations for each test

Obs	Cross-sections	Prob.**	Statistic	Method
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
24	6	0.0000	-11.2340	Levin, Lin & Chu t*
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
24	6	0.0000	-3.96092	Im, Pesaran and Shin W-stat
24	6	0.0031	29.6611	ADF - Fisher Chi-square
24	6	0.0004	35.3974	PP - Fisher Chi-square

Panel unit root test: Summary
Series: D(X1)
Date: 04/10/16 Time: 18:06
Sample: 2009 2014
Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends
Automatic selection of maximum lags

Automatic lag length selection based on SIC: 0
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel
Balanced observations for each test

Obs	Cross-sections	Prob.**	Statistic	Method
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
24	6	0.0000	-35.1278	Levin, Lin & Chu t*
18	6	0.0821	-1.39118	Breitung t-stat
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
24	6	0.0009	-3.12284	Im, Pesaran and Shin W-stat
24	6	0.0109	25.9500	ADF - Fisher Chi-square
24	6	0.0000	44.8700	PP - Fisher Chi-square

Panel unit root test: Summary
Series: D(X1)
Date: 04/10/16 Time: 18:10
Sample: 2009 2014
Exogenous variables: Individual effects
Automatic selection of maximum lags
Automatic lag length selection based on SIC: 0
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel
Balanced observations for each test

Obs	Cross-sections	Prob.**	Statistic	Method
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
24	6	0.0000	-11.2340	Levin, Lin & Chu t*
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
24	6	0.0000	-3.96092	Im, Pesaran and Shin W-stat
24	6	0.0031	29.6611	ADF - Fisher Chi-square
24	6	0.0004	35.3974	PP - Fisher Chi-square

المصدر : مخرجات برنامج (eviews)

الملحق 11 : الاستقرارية للمتغير (X7) عند المستوى

Panel unit root test: Summary
Series: LX7
Date: 04/10/16 Time: 21:27
Sample: 2009 2014
Exogenous variables: Individual effects
Automatic selection of maximum lags
Automatic lag length selection based on SIC: 0
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel
Balanced observations for each test

Obs	Cross-sections	Prob.**	Statistic	Method
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
30	6	0.0000	-126.810	Levin, Lin & Chu t*
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
30	6	0.0000	-38.9352	Im, Pesaran and Shin W-stat
30	6	0.0003	36.0501	ADF - Fisher Chi-square
30	6	0.0004	35.6649	PP - Fisher Chi-square

Panel unit root test: Summary
Series: LX7
Date: 04/10/16 Time: 21:29
Sample: 2009 2014
Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends
Automatic selection of maximum lags
Automatic lag length selection based on SIC: 0
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Balanced observations for each test

Obs	Cross-sections	Prob.**	Statistic	Method
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
30	6	0.0000	-113.375	Levin, Lin & Chu t*
24	6	0.9999	3.66779	Breitung t-stat
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
30	6	0.0000	-24.9790	Im, Pesaran and Shin W-stat
30	6	0.0000	43.4301	ADF - Fisher Chi-square
30	6	0.0000	62.7996	PP - Fisher Chi-square

Panel unit root test: Summary
Series: LX7
Date: 04/10/16 Time: 21:30
Sample: 2009 2014
Exogenous variables: None
Automatic selection of maximum lags
Automatic lag length selection based on SIC: 0
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel
Balanced observations for each test

Obs	Cross-sections	Prob.**	Statistic	Method
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
30	6	1.0000	61.6839	Levin, Lin & Chu t*
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
30	6	0.9920	3.39640	ADF - Fisher Chi-square
30	6	0.9986	2.37286	PP - Fisher Chi-square

المصدر : مخرجات برنامج (eviews)

الملحق 12 : الاستقرارية للمتغير (X7) عند الفرق من الدرجة الأولى

Panel unit root test: Summary
Series: D(LX7)
Date: 04/10/16 Time: 21:31
Sample: 2009 2014
Exogenous variables: Individual effects
Automatic selection of maximum lags
Automatic lag length selection based on SIC: 0
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel
Balanced observations for each test

Obs	Cross-sections	Prob.**	Statistic	Method
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
24	6	0.0000	-64.3892	Levin, Lin & Chu t*
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
24	6	0.0000	-53.0484	Im, Pesaran and Shin W-stat
24	6	0.0000	62.5751	ADF - Fisher Chi-square
24	6	0.0000	62.5751	PP - Fisher Chi-square

Panel unit root test: Summary
Series: D(LX7)
Date: 04/10/16 Time: 21:33
Sample: 2009 2014
Exogenous variables: Individual effects, individual linear trends
Automatic selection of maximum lags
Automatic lag length selection based on SIC: 0
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Balanced observations for each test

Obs	Cross-sections	Prob.**	Statistic	Method
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
24	6	0.0000	-48.0614	Levin, Lin & Chu t*
18	6	0.9973	2.78288	Breitung t-stat
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
24	6	0.0000	-34.5025	Im, Pesaran and Shin W-stat
24	6	0.0000	66.0503	ADF - Fisher Chi-square
24	6	0.0000	95.1067	PP - Fisher Chi-square

Panel unit root test: Summary
Series: D(LX7)
Date: 04/10/16 Time: 21:35
Sample: 2009 2014
Exogenous variables: None
Automatic selection of maximum lags
Automatic lag length selection based on SIC: 0
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel
Balanced observations for each test

Obs	Cross-sections	Prob.**	Statistic	Method
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
24	6	0.0000	-30.2917	Levin, Lin & Chu t*
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
24	6	0.0000	82.7609	ADF - Fisher Chi-square
24	6	0.0000	76.4992	PP - Fisher Chi-square

المصدر : مخرجات برنامج (eviews)

الملحق 13 : اختيار درجة التأخير المثلى بحسب نماذج (VAR)

VAR Lag Order Selection Criteria
Endogenous variables: D(Y,2) D(X1) D(X7)
Exogenous variables: C
Date: 04/10/16 Time: 22:38
Sample: 2009 2014
Included observations: 18

HQ	SC	AIC	FPE	LR	LogL	Lag
-65.09884	-64.97091*	-65.11931	1.05e-32	NA*	589.0737	0
-65.19518*	-64.68345	-65.27703*	9.18e-33*	16.20810	599.4932	1

* indicates lag order selected by the criterion
LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)
FPE: Final prediction error
AIC: Akaike information criterion
SC: Schwarz information criterion
HQ: Hannan-Quinn information criterion

المصدر : مخرجات برنامج (eviews)

الملحق 14 : تقدير النموذج تبعا لنماذج (VAR)

Bayesian VAR Estimates
Date: 04/10/16 Time: 23:23
Sample (adjusted): 2012 2014
Included observations: 18 after adjustments
Prior type: Litterman/Minnesota
Initial residual covariance: Univariate AR
Hyper-parameters: Mu: 0, L1: 0.1, L2: 0.99, L3: 1
Standard errors in ( ) & t-statistics in [ ]

D(X7)	D(X1)	D(Y,2)	
6.94E-17	-0.093008	-0.200544	D(Y(-1),2)
(2.0E-17)	(0.35023)	(0.08442)	
[3.51308]	[-0.26556]	[-2.37565]	
-6.94E-18	-0.020023	-0.003818	D(X1(-1))
(4.8E-18)	(0.08661)	(0.02057)	
[-1.43138]	[-0.23120]	[-0.18562]	
3.47E-18	0.005158	-0.013559	D(X7(-1))
(1.7E-18)	(0.02946)	(0.00705)	
[2.08875]	[0.17508]	[-1.92370]	
1.000000	0.044843	0.023604	C
(1.5E-17)	(0.26151)	(0.06258)	
[6.8e+16]	[0.17148]	[0.37718]	

NA	0.015987	0.376276	R-squared
NA	-0.194872	0.242621	Adj. R-squared
3.88E-30	19.35740	1.578081	Sum sq. resids
5.27E-16	1.175870	0.335738	S.E. equation
-4.666667	0.075820	2.815276	F-statistic
	0.052312	0.016940	Mean dependent
	1.075719	0.385784	S.D. dependent
1.000000			
0.000000			

Estimation Method: Least Squares
Date: 04/10/16 Time: 23:25
Sample: 2012 2014
Included observations: 18
Total system (balanced) observations 54

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	
0.0000	-4.792636	0.148645	-0.712401	C(1)
0.3765	-0.893903	0.039122	-0.034971	C(2)
0.0457	-2.059591	0.007056	-0.014533	C(3)
0.8923	0.136219	0.058884	0.008021	C(4)
0.6053	-0.520746	0.702323	-0.365732	C(5)
0.6282	-0.487824	0.184847	-0.090173	C(6)
0.9845	0.019562	0.033340	0.000652	C(7)
0.8775	0.155024	0.278218	0.043131	C(8)
0.6667	0.433796	1.52E-16	6.58E-17	C(9)
0.8412	-0.201586	3.99E-17	-8.05E-18	C(10)
0.6643	-0.437070	7.20E-18	-3.15E-18	C(11)
0.0000	1.66E+16	6.01E-17	1.000000	C(12)
		2.26E-33	Determinant residual covariance	

Equation: D(Y,2) = C(1)*D(Y(-1),2) + C(2)*D(X1(-1)) + C(3)*D(X7(-1)) + C(4)
Observations: 18

0.016940	Mean dependent var	0.663473	R-squared
0.385784	S.D. dependent var	0.591360	Adjusted R-squared
0.851446	Sum squared resid	0.246612	S.E. of regression
		2.203595	Durbin-Watson stat

Equation: D(X1) = C(5)*D(Y(-1),2) + C(6)*D(X1(-1)) + C(7)*D(X7(-1)) + C(8)
Observations: 18

0.052312	Mean dependent var	0.033759	R-squared
1.075719	S.D. dependent var	-0.173293	Adjusted R-squared
19.00780	Sum squared resid	1.165204	S.E. of regression
		2.708531	Durbin-Watson stat

Equation: D(X7) = C(9)*D(Y(-1),2) + C(10)*D(X1(-1)) + C(11)*D(X7(-1)) + C(12)
Observations: 18

2.52E-16	S.E. of regression	1.000000	Mean dependent var
		8.87E-31	Sum squared resid

المصدر : مخرجات برنامج (eviews)

الملحق 15 : دراسة مساهمة التباين (تفكيك التباين)

D(X7)	D(X1)	Period
5.30E-18	-0.145203	1
2.28E-17	-0.026302	2
-4.15E-18	0.006333	3
8.32E-19	-0.001301	4
-1.68E-19	0.000264	5
3.41E-20	-5.34E-05	6
-6.90E-21	1.08E-05	7
1.40E-21	-2.19E-06	8
-2.83E-22	4.43E-07	9
5.73E-23	-8.98E-08	10

المصدر : مخرجات برنامج (eviews)

الفهرس	الصفحة
الإهداء	
الشكر	
الملخص	
قائمة المحتويات	
قائمة الجداول	
قائمة الأشكال	
قائمة الملاحق	
المقدمة	أ
الفصل الأول : الإطار النظري والدراسات السابقة	
المبحث الأول : الإطار النظري للهيكل المالي	02
المطلب الأول: ماهية الهيكل المالي	02
الفرع الأول: مفهوم الهيكل المالي	02
الفرع الثاني: مكونات الهيكل المالي	04
المطلب الثاني: النظريات المفسرة للهيكل المالي	07
الفرع الأول: النظرية التقليدية	07
الفرع الثاني: نظرية ميلر ومودكيلياني	08
الفرع الثالث: نظرية التوازن	09
المطلب الثالث: محددات الهيكل المالي	11
الفرع الأول: العوامل الداخلية (الربحية، حجم الشركة،هيكل الأصول، نموالشركة)	11
الفرع الثاني: العوامل الخارجية (النظام الضريبي، معدل الفائدة، القيمة السوقية)	15
الفرع الثالث: تقييم الهيكل المالي للمؤسسة	16
المبحث الثاني : الدراسات السابقة وموقع الدراسة الحالية منها	19
المطلب الأول:الدراسات السابقة باللغة العربية	19
المطلب الثاني:دراسات السابقة باللغة الأجنبية	21
المطلب الثالث: ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة	22
خلاصة	23
الفصل الثاني : الدراسة الميدانية	
المبحث الأول : الطريقة والإجراءات المتبعة في الدراسة الميدانية	25
المطلب الأول: منهجية الدراسة	25

الفرع الأول: مجتمع و عينة الدارسة	25
الفرع الثاني : أساليب جمع بيانات الدراسة	26
المطلب الثاني : الأدوات و الإجراءات المتبعة	26
الفرع الأول : قياس متغيرات الدراسة	26
الفرع الثاني : أساليب التحليل الإحصائي	27
المبحث الثاني : نتائج الدراسة الميدانية ومناقشتها	27
المطلب الأول : عرض نتائج الدراسة الميدانية	28
الفرع الأول : عرض نتائج المتغير التابع (الهيكل المالي للمؤسسات)	28
الفرع الثاني : عرض نتائج المتغيرات المستقلة	29
الفرع الثالث : عرض نتائج الانحدار الخطي المتعدد	34
المطلب الثاني : مناقشة نتائج الدراسة الميدانية	34
خلاصة	40
الخاتمة	42
قائمة المصادر و المراجع	45
الملاحق	47
الفهرس	62