



جامعة قاصدي مرباح، ورقلة - الجزائر  
كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير  
قسم علوم التسيير

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي، الطور الثاني  
في ميدان : علوم اقتصادية والتسيير وعلوم تجارية  
فرع علوم مالية ومحاسبة، تخصص مالية المؤسسات

بغنوان :

# محددات الهيكل المالي وأثرها على ربحية المؤسسات الاقتصادية

"دراسة حالة عينة من المؤسسات للفترة (2013-2015)"

من إعداد الطالب : محمد العيد قسوم

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ : 2017/05/13

أمام اللجنة المكونة من السادة :

أ.د/ لمياء عمّاني ..... (استاذ، جامعة ورقلة) رئيسا

د/ محمد الأخضر قريشي (أستاذ مساعد "أ"، جامعة ورقلة) مشرفا ومقررا

د/ صفية صديقي ..... (أستاذ محاضر "أ"، جامعة ورقلة) مناقشا

السنة الجامعية 2016/2017





جامعة قاصدي مرباح، ورقلة - الجزائر  
كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير  
قسم علوم التسيير

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي، الطور الثاني  
في ميدان : علوم اقتصادية والتسيير وعلوم تجارية  
فرع علوم مالية ومحاسبة، تخصص مالية المؤسسات

بغنوان :

# محددات الهيكل المالي وأثرها على ربحية المؤسسات الاقتصادية

"دراسة حالة عينة من المؤسسات للفترة (2013-2015)"

من إعداد الطالب : محمد العيد قسوم

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ : 2017/05/13

أمام اللجنة المكونة من السادة :

أ.د/ لمياء عمّاني ..... (استاذ، جامعة ورقلة) رئيسا

د/ محمد الأخضر قريشي (أستاذ مساعد "أ"، جامعة ورقلة) مشرفا ومقررا

د/ صفية صديقي ..... (أستاذ محاضر "أ"، جامعة ورقلة) مناقشا

السنة الجامعية 2016/2017

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

أهدي هذا العمل إلى من أسأل الله أن يخفض لهما جناح الذل من الرحمة وأن يرحمهما كما ربياني صغيرا (الوالدين الكريمين).

إلى الصحبة الطيبة التي رافقتني طيلة مساري الدراسي وترافقني سائر يومي والتي لاتسع هذه الصفحة لذكر أسمائهم تفصيلا.

إلى كل ما كان بعد توفيق الله عز وجل معيننا لنا على إتمام هذه المذكرة.

إلى سائر أفراد أسرتي إخوتي ورحمي وسائر من هو له حق علي.

إلى من يذكرهم قلبي ولساني ولم يذكرهم قلبي ولم تتسع هذه الصفحة لذكرهم.

أهدي هذا العمل المتواضع.

الطالب : محمد العيد قسوم

## الشكر

بسم الله وحده و الصلاة والسلام على من لا نبي بعده

أما بعد:

يقول الله تعالى: (وإذ تأذن ربكم لئن شكرتم لأزيدنكم و لئن كفرتم إن عذابي لشديد)

### إبراهيم الآية 09.

ويقول النبي صلى الله عليه وسلم: (من لا يشكر الناس لا يشكر الله)

بادئ ببدء أشكر الله عز وجل الذي يعجز عن وصفه عبارتي وكلماتي والذي وفقني بإذنه ويسر لي سبل الصبر لإتمام هذه المذكرة وأحمده سبحانه على تمكيننا لإتمام هذه المرحلة من المسار الدراسي راجين منه مزيدا من التوفيق إلى ما يحبه و يرضى.

كما أتقدم بالشكر الجزيل إلى الوالدين الكريمين اللذان جعلهما الله عز وجل سبب لوجودي في هذه الحياة ووصلني إلى هذا المقام على تكبدهم المشقة المادية والمعنوية من أجل الوصول إلى هذه المرحلة فلهم مني جزيل الشكر والتوقير جزاهم الله عنا كل خير ووفقنا وإياهم لما يحبه ويرضى وجعلني الله إن شاء من البارين بهما.

كما أتقدم بالشكر الجزيل إلى كل من ساهم من قريب أو بعيد ولو بكلمة طيبة أو بدعوة في ظهر الغيب في إتمام هذا العمل .

كما أتقدم بالشكر الجزيل إلى أستاذي المحترم (محمد الأخضر قريشي ) على قبوله الإشراف على هذا العمل وتقديمه للنصح ومد يد العون لإتمام هذا العمل فله مني فائق التقدير والاحترام.

كما أتقدم بالشكر الجزيل لأساتذة مساري الدراسي وللجنة الموقرة على قبولها مناقشة هذه المذكرة فلهم منا فائق التقدير والاحترام.

كما أتقدم بالشكر الجزيل إلى من وسعهم قلبي ولم يسعهم قلبي وكل من كان سببا وعونا للوصول إلى هذا المرحلة وإتمام هذا العمل.

تهدف هذه الدراسة إلى إكتشاف العلاقة التي تربط محددات الهيكل المالي ( هيكل الأصول، حجم المؤسسة، معدل نمو رقم الأعمال ) كمتغيرات مستقلة بربحية المؤسسات الاقتصادية قيد الدراسة و الممثلة بالعائد على الأصول كمتغير تابع، وذلك خلال الفترة ( 2013- 2015 ) ، وبغية الوصول إلى الهدف الرئيسي للدراسة تم إجراء دراسة ميدانية على عينة من المؤسسات الاقتصادية الناشطة في مختلف القطاعات والمتكونة من 12 مؤسسة اقتصادية، وقد اعتمد الباحث على المنهج الوصفي في الجانب النظري للدراسة، بينما تم الاعتماد على المنهج التجريبي المستند لدراسة الحالة لربط الجانب النظري بالجانب التطبيقي، وذلك باستخدام مختلف البرامج و الأدوات المستخدمة في التحليل الإحصائي والقياسي Excel 2007 ( و Eviews9 )

لتحليل البيانات المالية لعينة الدراسة وهذا استنادا لنماذج البانل للقيام بهذا التحليل.

وقد خلصت الدراسة إلى أنه لا يوجد علاقة بين محددات الهيكل المالي و الربحية من الناحية الاحصائية (عدم وجود معنوية )، الأمر الذي يؤكد عدم وجود دور للمتغيرات المستقلة في تفسير التغيرات الحاصلة في المتغير التابع للمؤسسات الاقتصادية محل الدراسة.

**الكلمات المفتاحية :** هيكل مالي، ربحية، نماذج بانل، هيكل الأصول، حجم المؤسسة، نمو رقم الأعمال.

## **Abstract**

This study aims to discover the relationship between the determinants of the capital structure (assets structure, size of the firm, business growth rate) as independent variables, and the profitability of the firms (under study) represented by the return on assets as a dependent variable during 2013-2015. To achieve this purpose, a field study was carried out on a sample of 12 firms, active in different sectors. The theoretical side of the study was based on the descriptive approach, while the practical side was based on the experimental method (case study) to correlate the theoretical part with practical part, using the various statistical programs and tools, Excel 2007 and Eviews9. To analyze the collected financial data, we used the panel data models.

The study concluded that the determinants of the capital structure have a relation to profitability in theory, but in practice, there is no such relation (non-significant). This confirms that there is no role for the independent variables in interpreting changes in the dependent variable of the studied firms.

**Keywords:** determinants of capital structure, profitability, panel data models, asset structure, size of the firm, business growth.

## قائمة المحتويات

### قائمة المحتويات :

الصفحة	قائمة المحتويات
III	الإهداء
IV	الشكر
V	الملخص
VI	قائمة المحتويات
VII	قائمة الجداول
VIII	قائمة الأشكال البيانية
IX	قائمة الملاحق
X	قائمة الاختصارات و الرموز
أ	المقدمة العامة
1	<b>الفصل الأول : الإطار النظري للهيكل المالي وأهم نظرياته</b>
3	المبحث الأول : الهيكل المالي المفهوم, المحددات, المكونات
6	المبحث الثاني : المقاربات المفسرة للهيكل المالي
15	المبحث الثالث : الدراسات السابقة ( الأدبيات التطبيقية)
21	<b>الفصل الثاني : دراسة تحليلية وقياسية لأثر محددات الهيكل المالي على ربحية المؤسسات محل الدراسة</b>
23	المبحث الأول : الطريقة و الأدوات المستخدمة في الدراسة
27	المبحث الثاني : عرض النتائج المتوصل إليها ومناقشتها
43	الخاتمة
46	قائمة المراجع
49	الملاحق
59	الفهرس

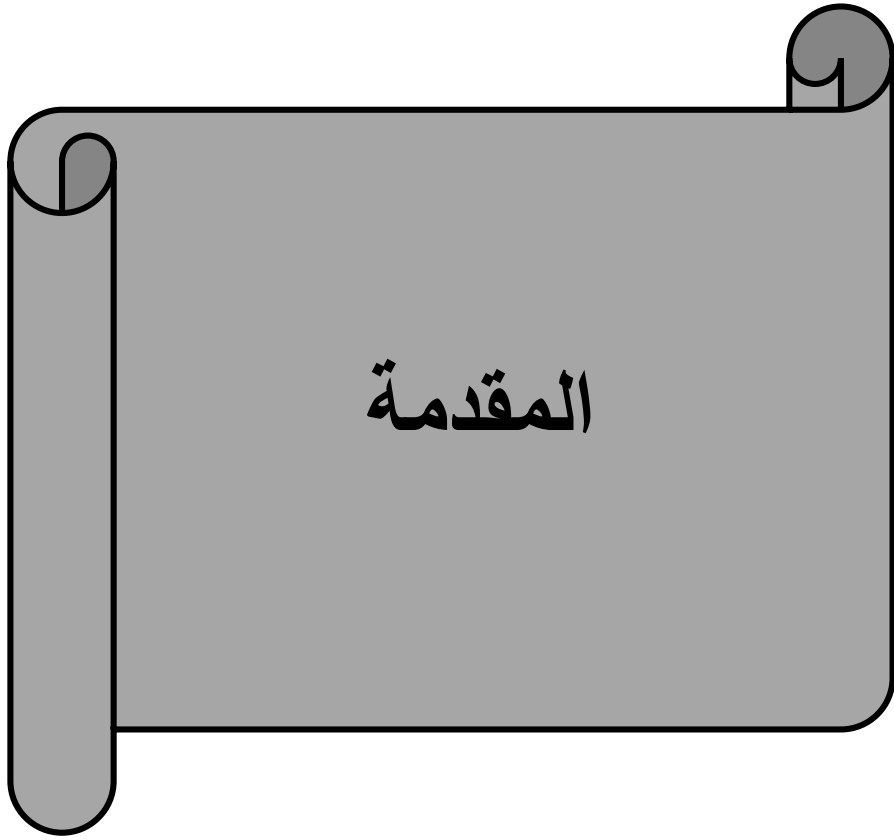


## قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
24	قياس متغيرات الدراسة	1_2
28	أهم القيم الإحصائية لمتغير ROA	2_2
30	أهم القيم الإحصائية لحجم المؤسسة	3-2
32	أهم القيم الإحصائية لمتغير هيكل الضمانات	4-2
(34-33)	أهم المتغيرات الإحصائية لمتغير معدل النمو	5-2
37	معايير المفاضلة بين النماذج	6-2

## قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
4	مكونات الهيكل المالي	1_1
7	العلاقة بين نسبة الاستدانة إلى الأموال الخاصة وتكلفة رأس المال حسب نظرية الربح الصافي.	2_1
8	العلاقة بين الهيكل المالي وتكلفة رأس المال حسب نظرية الربح التشغيلي	3_1
9	الهيكل المالي الأمثل حسب المنظور الكلاسيكي	4_1
11	استقلالية تكلفة رأس المال عن الهيكل المالي	5_1
12	دالة تكلفة رأي المال المتناقصة	6_1
14	الرسم البياني لنظرية التوازن	7-1
29	تغيرات العائد على الأصول	1_2
31	تغيرات حجم المؤسسة	2_2
32	تغيرات هيكل الأصول	3_2
34	تطورات معدل النمو	4_2
35	نتائج تقدير النموذج الأول	5-2
39	الارتباط الذاتي للأخطاء للنموذج المقدر	6-2



أ. تمهيد :

تلعب المؤسسات الاقتصادية دورا أساسيا وجوهريا في المحافظة على نمو واستقرار الاقتصاد العالمي بشكل عام والاقتصادي الوطني بشكل خاص، وذلك كون أن هذه المؤسسات تمثل العصب الرئيسي المحرك لعجلة الاقتصاد فبتحرك نشاط هذه المؤسسات يتحرك نشاط الاقتصاد ككل وباستقرارها يستقر الاقتصاد ككل، ولكن لن يتأتى هذا الدور إلا بتحقيق أسمى هدف تصبو أغلب هذه المؤسسات الوصول إليه وهو تعظيم ربحيتها وقيمتها السوقية.

إن أهم عارض يقف سدا منيعا أمام هذه المؤسسات من الوصول إلى هدف تعظيم ربحيتها هو القرار التمويلي لما له من الأثر البين و الواضح على مستقبل المؤسسة المالي و استقراريتها، حيث يتمثل هذا القرار في اختيار التركيبة المثلى من التمويل التي تضمن لها تخفيض تكلفة رأس مالها أقل ما يمكن للوصول إلى ذلك الهدف و هو ما يطلق عليه ماليا الهيكل المالي الأمثل.

تلجأ المؤسسة إلى مصادر مختلفة بغية الحصول على التمويل اللازم الذي يضمن لها القيام بنشاطها على أكمل وجه، لكن قد تحكم هذه العملية مجموعة من العوامل أو المحددات والتي يمكن أن يكون لها تأثير على ربحيتها.

من هنا يمكن حصر إشكالية بحثنا فيما يلي :

ب. طرح الإشكالية :

هل تؤثر محددات الهيكل المالي ( هيكل الأصول، حجم المؤسسة، معدل نمو رقم الأعمال) على ربحية المؤسسات محل الدراسة ممثلة بالعائد على الأصول خلال الفترة (2013-2015)؟

هذه الإشكالية الرئيسية تقودنا إلى الإشكاليات الفرعية التالية :

- ✓ هل يوجد تأثير لهيكل الأصول على العائد على الأصول للمؤسسات الاقتصادية محل الدراسة ؟
- ✓ هل يوجد تأثير لحجم المؤسسة على العائد على الأصول للمؤسسات الاقتصادية محل الدراسة ؟
- ✓ هل يوجد تأثير لمعدل نمو رقم الأعمال على العائد على الأصول للمؤسسات الاقتصادية محل الدراسة ؟

ت. الفرضيات الجزئية :

- ✓ يوجد تأثير لهيكل الأصول على العائد على الأصول للمؤسسات محل الدراسة؛
- ✓ يوجد تأثير لحجم المؤسسة على العائد على الأصول للمؤسسات محل الدراسة؛
- ✓ يوجد تأثير لمعدل نمو رقم الأعمال على العائد على الأصول للمؤسسات محل الدراسة.

### ث . مبررات اختيار الموضوع :

- الرغبة في دراسة مواضيع التسيير المالي وخاصة مثل هذه المواضيع الهامة في الإدارة المالية؛
- مطابقة الموضوع لتخصص مالية المؤسسات؛
- الرغبة في تطبيق البرامج الإحصائية والاستفادة منها في مجال الإدارة المالية؛
- عدم وجود دراسة في حدود علمنا تطرقت إلى اختبار العلاقة التي تربط محددات الهيكل المالي بربحية المؤسسات.

### ج . أهداف الدراسة وأهميتها : تتمثل أهداف الدراسة في :

- اختبار العلاقة بين هذه المحددات وربحية المؤسسات محل الدراسة؛
- محاولة تقديم توصيات أو اقتراحات للمؤسسات محل الدراسة حول هذا الموضوع، وهذا في حدود الاستطاعة الممكنة؛
- محاولة الاستفادة والتمكن من أدوات الاقتصاد القياسي.

### تكمين أهمية الدراسة في :

محاولة ربط هذه العوامل أو المحددات بربحية هذه المؤسسات ربطا مباشرا واستنتاج العلاقة فيما بين جميع هذه المتغيرات، وهو الأمر الذي لم تتطرق إليه أي دراسة سابقة وهذا حدود علمنا وبخشنا.

### ح. حدود الدراسة:

**الحدود المكانية :** تتمثل الحدود المكانية للدراسة في المؤسسات عينة الدراسة و المتمثلة في 12 مؤسسة اقتصادية تنشط في مناطق مختلفة .

**الحدود الزمانية :** تتمثل الحدود الزمنية في الفترة التي أجريت عليها الدراسة وهي من سنة 2013 إلى غاية 2015.

### خ . منهج الدراسة و الأدوات المستخدمة:

من أجل الوصول إلى الأهداف المرجوة من الدراسة تم استخدام المنهج الوصفي في الجانب النظري، وذلك بإعطاء وصف عام لكل ما يتعلق بالمفاهيم الأساسية المتعلقة بالهيكل المالي و التعريف بأهم محدداته ومكوناته، وكذا مناقشة أهم النظريات المفسرة له، وكذلك عرض الدراسات السابقة ذات الصلة بالموضوع، أما فيما يتعلق بالجانب التطبيقي فقد

تم استخدام المنهج التجريبي المستند إلى دراسة الحالة وأدوات الاقتصاد القياسي (برنامج EWEWIS.V.9، نماذج البانل) من أجل تحليل الميزانيات وجداول حسابات النتائج للوصول للنتائج المرجوة.

### د. مرجعية الدراسة :

من أجل تحقيق أهداف الدراسة تم الاستناد إلى المراجع التي من شأنها أن تساعدنا على إعداد هذه المذكرة والتي منها المجلات الكتب و المقالات والمذكرات وغيرها، كما تم الاعتماد على القوائم المالية وجداول حسابات النتائج للمؤسسات محل الدراسة للقيام بالجانب التطبيقي للدراسة.

### ذ. صعوبات الدراسة:

- صعوبة الموافقة على عملية إجراء التريص في المؤسسات و خاصة المؤسسات الخاصة منها؛
- سرية المعلومات المالية لها والخوف من نشرها ؛

### ر. هيكل البحث :

من أجل الوصول إلى حل إشكالية دراستنا هذه حاولنا تخصيص فصلين للدراسة أحدهما نظري و الآخر تطبيقي حيث : تناولنا في الفصل الأول ثلاث مباحث، المبحث الأول تم التطرق فيه إلى المفاهيم الأساسية المتعلقة بالهيكل المالي من تعريفات به ومحددات ومكونات، بينما المبحث الثاني تم فيه مناقشة كل ما يتعلق بالنظريات المفسرة للهيكل المالي، كما تم تخصيص المبحث الثالث لعرض الدراسات السابقة ذات الصلة بالموضوع وموقع دراستنا منها.

أما في الفصل الثاني تم فيه إسقاط الجانب النظري على الجانب التطبيقي، حيث تناولنا فيه مبحثين :

المبحث الأول تم فيه عرض طريقة و أدوات الدراسة، بينما المبحث الثاني خصص لعرض ومناقشة النتائج المتوصل إليها.

## تمهيد الفصل :

يعتبر قرار اختيار الهيكل المالي من أهم القرارات داخل المؤسسة, كونه يرتبط ارتباط وثيقا بمستقبلها المالي وخاصة ما يتعلق بربحيتها وقيمتها السوقية، ولكن قد تحكم هذا القرار جملة من العوامل (المحددات)، و التي تؤثر و من دون شك على اختيار هذه التوليفة المثلى, لذا سنحاول في الفصل التعرف عن كل ما يتعلق بالجانب النظري لهذا الموضوع، وذلك بالتطرق إلى بعض المفاهيم الأساسية المتعلقة بالهيكل المالي ومكوناته ومحدداته هذا في المبحث الأول، كما سنناقش في المبحث الثاني أهم النظريات التي فسرت السلوك التمويلي للمؤسسات، بينما في المبحث الثالث سنعرض أهم الأبحاث التي سبقتنا بالموضوع.

### المبحث الأول : الهيكل المالي المفهوم، المحددات، المكونات

إن المهمة الأساسية التي تقع على عاتق المسير المالي هو اختيار التوليفة المثلى من بين مصادر التمويل المتاحة أمامه، والتي تحقق للمؤسسة أكبر مردودية بأقل تكلفة وهو ما يطلق عليه اصطلاحاً الهيكل المالي الأمثل، لذا سنحاول في هذا المبحث التعرف على أهم المفاهيم الأساسية المتعلقة بهذا المصطلح وأهم مكوناته ومحدداته.

#### المطلب الأول: مفهوم الهيكل المالي وهيكل رأس المال

سنحاول في هذا المطلب التعريف بمفهوم الهيكل المالي وهيكل رأس المال

أولاً : مفهوم الهيكل المالي :

تعددت وتنوعت مفاهيم الهيكل المالي نذكر منها على سبيل المثال لا على سبيل الحصر.

- يمثل الهيكل المالي جميع أشكال وأنواع مصادر التمويل المملوكة منها أو المقترضة، الطويلة منها أو القصيرة<sup>6</sup>.
- أو عبارة "عن المزيج الأمثل بين الديون والأموال الخاصة الذي يتحدد على أساسه قرار التمويل داخل المؤسسة"<sup>7</sup>.
- "يتمثل في الجانب الأيسر من الميزانية، أي جميع المطلوبات وحقوق المساهمين الذي يبين كافة وسائل التمويل التي تستخدمها المؤسسة"<sup>8</sup>.

ثانياً : مفهوم هيكل رأس المال: يتمثل في تركيبة الأموال المملوكة للمؤسسة والمتمثلة في (رأس المال+الاحتياطيات +الأرباح

المحتجزة) بالإضافة إلى القروض الطويلة<sup>9</sup>.

<sup>6</sup>أنفال حدة خبيزة، تأثير الهيكل المالي على استراتيجية المؤسسة، مقدمة ضمن متطلبات الماجستير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2001، ص:3.

<sup>7</sup>عبد الخالق ياسين البدان وعادلة حاتم ناصح، علاقة هيكل التمويل بربحية الشركة، مجلة العلوم الاقتصادية، العراق، المجلد العاشر، العدد37، 2014، ص:86.

<sup>8</sup>غنية بوربيعة، محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة، مذكرة ماجستير، منشورة، جامعة دالي إبراهيم، الجزائر3، 2012، ص:21.

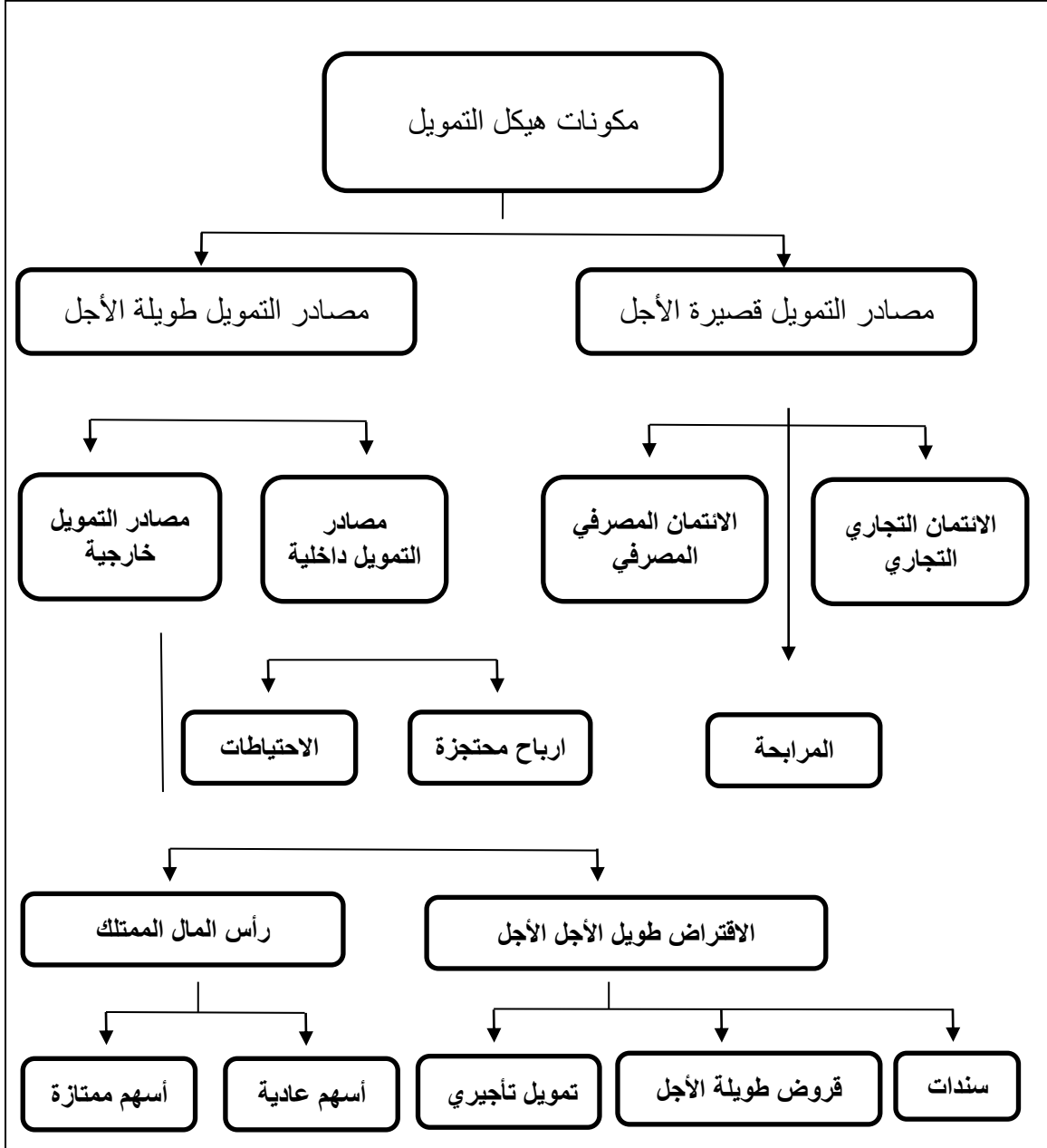
<sup>9</sup>نفسه.



المطلب الثاني: مكونات الهيكل المالي

اختلف كتاب الإدارة المالية في تقسيم مصادر التمويل في المؤسسة، إلا أننا سنحاول في هذا المطلب ذكر أهم هذه المكونات وفق ما يبينه الشكل الموالي:

الشكل 1\_1 : مكونات الهيكل المالي



المصدر: عبد الخالق ياسين البدران و عادل حاتم، مرجع سبق ذكره، مجلة العلوم الاقتصادية، العراق، المجلد، العاشر، العدد 37،

2014، ص 88 .

**الشرح:** يبين الشكل (1) التقسيمات التي يتكون منها الهيكل المالي، والتي تتمثل بمجملة في مصادر التمويل قصيرة الأجل وهي الأموال التي لا تزيد مدة استحقاقها عن السنة ومصادر التمويل طويلة الأجل وهي التي تزيد مدة استحقاقها عن السنة، حيث أن هذه الأخيرة منها ما هو داخلي مثل: الأرباح المحتجزة والاحتياطات، ومنها ما هو خارجي مثل: الأسهم العادية والممتازة و السندات والتأجير التمويلي.....الخ.

### المطلب الثالث: المحددات المؤثرة في اختيار تركيبة الهيكل المالي

تسعى المؤسسة للوصول إلى التركيبة المثلى للهيكل المالي والتي تحقق لها أكبر عائد بأدنى تكلفة وبالتالي تعظيم قيمتها السوقية، إلا أن الهدف الذي تسعى إليه المؤسسة تحكمه مجموعة من العوامل والمحددات نحاول التعرض لها في هذا المطلب ذكر وتعريف أهمها كما يلي :

**أولاً: مردودية المؤسسة :** يمكن تأثير معدل المردودية على الهيكل المالي في العلاقة بينه وبين نسبة الاستدانة، وقد اختلفت النظريات السابقة في تحديد هذه العلاقة (طردية أو عكسية)، وذلك حسب عدة اعتبارات وتوجهات؛

**ثانياً: حجم المؤسسة :** قدمت الدراسات التي أجريت على تأثير حجم المؤسسة على الهيكل المالي إلى وجود تأثير لهذا المتغير على نسبة الاقتراض (علاقة طردية)، وذلك نظراً لأسباب عديدة من أمثلتها احتمال وقوع الإفلاس لدى المؤسسات الكبيرة تنخفض ، وذلك كون أن لهذه المؤسسات ميزة اللجوء للاقتراض من السوق المالي<sup>10</sup>؛

**ثالثاً : هيكل الأصول (الضمانات) :** وهو الجانب الأيمن للميزانية، ولقد اختلفت آراء وتوجهات المالىين في العلاقة بين هذا المحدد ونسبة الاستدانة، فمنهم من يرى وجود علاقة طردية بين المتغيرين، أي كلما زادت نسبة الأصول الثابتة زاد الاعتماد على نسبة الاستدانة والعكس صحيح، و الرأي الثاني متمثل في العلاقة العكسية بين المتغيرين كلما زادت نسبة الأصول الثابتة زاد الاعتماد على الأموال الخاصة وليس على الاستدانة<sup>11</sup>؛

**رابعاً: معدل نمو المبيعات :** إذا كانت المؤسسة تتمتع بنمو مبيعات كبير فإن هذا يمنحها فرصة الاعتماد على الدين، وذلك أن في هذه الحالة يكون باستطاعتها تعظيم عائد المساهمين دون الخوف من تراجع مبيعاتها<sup>12</sup>؛

**خامساً: تكلفة الاستدانة :** حيث أشار (hart) أن التمويل عن طريق الاستدانة أفضل من الأموال الخاصة وهذا لقلّة تكلفتها.

<sup>10</sup> الياس بن ساسي ويوسف قريشي، خصائص ومحددات الهياكل التمويلية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة الجزائرية، الملتقى الدولي حول تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية في الدول العربية، جامعة حسينية بوعلي، الشلف، يومي 17 و 18 أبريل 2006، ص: 433.

<sup>11</sup> زغود تير، محددات سياسة التمويل في المؤسسة الاقتصادية الجزائرية، دراسة ميدانية لعينة من المؤسسات بالقطاعات العام والخاص في الجزائر، مذكرة ماجستير، جامعة قاصدي مرباح ، ورقلة، 2009، ص: 120.

<sup>12</sup> غنية بوريعة، مرجع سبق ذكره، ص: 23.

### المبحث الثاني: المقاربات المفسرة للهيكل المالي:

سنحاول في هذا المبحث عرض أهم المقاربات التي ظهرت على أيدي عدّة علماء في المالية منذ بداية الخمسينيات والتي تهدف إلى تفسير السلوك التمويلي الذي تسلكه مختلف المؤسسات، وقد اختلفت هذه المقاربات من حيث الآراء والتوجهات بين مؤيد و معارض لوجود هيكل مالي أمثل من عدمه، كما اختلفت هذه المقاربات أيضا في العوامل التي تؤثر في الهيكل المالي على عدة اقتراحات ووجهات نظر مختلفة، لذا سنحاول في هذا الفصل أن نعرض على أهمها كما يلي :

### المطلب الأول: تأثير قرار الاقتراض على قيمة المؤسسة :

حيث سنحاول في هذا المطلب عرض وجهات النظر المفسرة لأثر الاستدانة على قيمة المؤسسة نعرض أهمها:

### الفرع الأول : المنظور التقليدي :

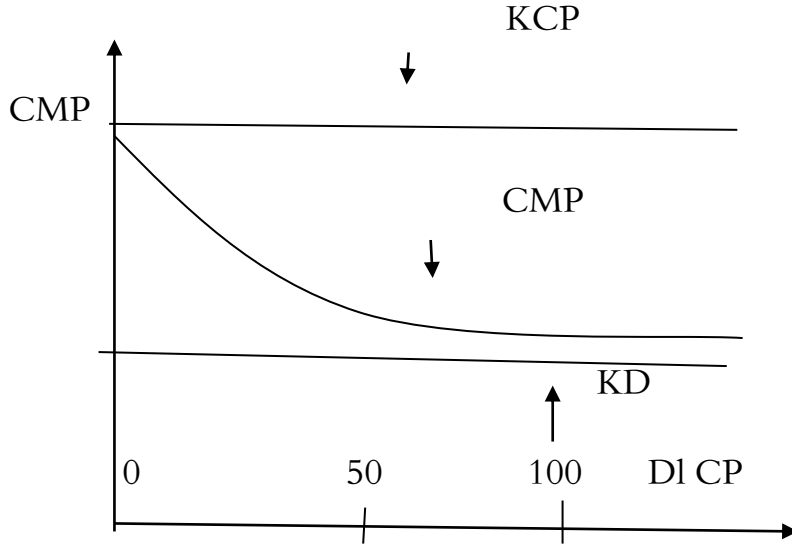
حيث نجد فيه ثلاث نظريات أساسية نحاول عرضها كالتالي:

#### أولاً: نظرية صافي الربح :

تقوم هذه النظرية على فكرة أساسية مفادها ثبات تكلفة مصدري التمويل بالنسبة للمؤسسة ولا علاقة لهذين المصدرين بالهيكل المالي للمؤسسة، أي لوجود لتأثير لنسبة الاقتراض على تكلفة الأموال الخاصة، وبالتالي المؤسسة تستهدف التمويل بالاستدانة كونه المصدر الأقل تكلفة، وذلك بغية التخفيض في تكلفة رأس المال وبالتالي ارتفاع قيمة المؤسسة<sup>13</sup>، ويمكن توضيح ذلك بيانيا كما يلي:

<sup>13</sup>عبد الغفار حنفي، سمية زكية قرياقص، أساسيات التمويل و الإدارة المالية، الدار الجامعية، مصر، 2004، ص: 189

الشكل 1\_2: العلاقة بين نسبة الاستدانة إلى الأموال الخاصة وتكلفة رأس المال حسب نظرية الربح الصافي.



المصدر: تير زغود، مرجع سبق ذكره، ص 56.

نلاحظ من خلال الشكل المبين أعلاه أن تكلفة رأس المال تنخفض كلما زادت تكلفة الاستدانة وانخفضت تكلفة الأموال الخاصة وبالتالي ارتفاع قيمة المؤسسة، ما يعني وجود علاقة عكسية بين قيمة المؤسسة وتكلفة رأس المال، أي أن الهيكل المالي الأفضل للمؤسسة حسب هذه النظرية هو الذي تكون فيه نسبة الدين تملك نصيب الأسد في التمويل<sup>14</sup>.

#### عيوب النظرية :

إلا أن ما يعاب على هذه النظرية افتراضها أن الملاك لا يطالبون بعائد إضافي نتيجة الاعتماد المتزايد على الاستدانة من طرف المؤسسة، وهو افتراض غير واقعي، إذ من البديهي المطالبة بعائد إضافي من طرف الملاك عند زيادة اعتماد المؤسسة على الاقتراض وهذا نتيجة المخاطر التي يتعرضون لها<sup>15</sup>.

#### ثانيا: نظرية ربح الاستغلال:

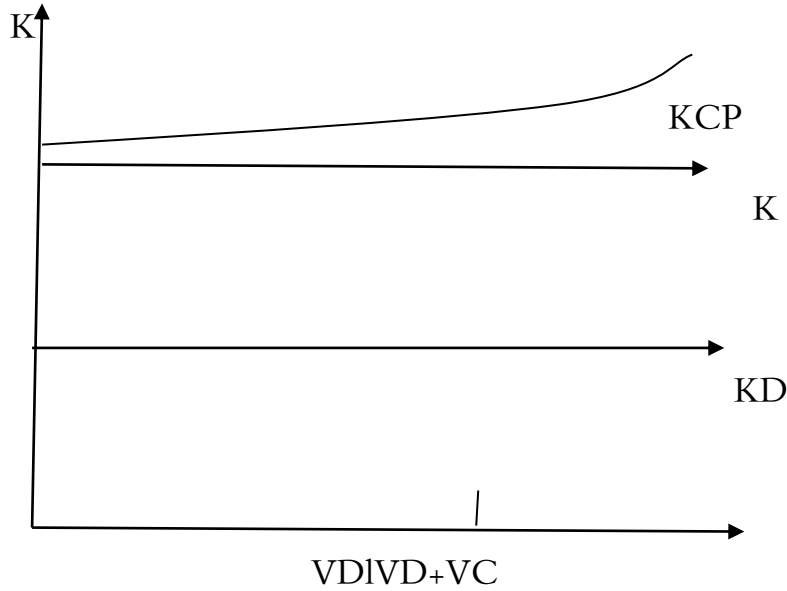
تقوم هذه النظرية على فرض أساسي وهو أن تكلفة الاستدانة ثابتة لا تتغير مهما تغير معدل المديونية، بينما تكلفة الأموال الخاصة تزداد مع زيادة هذا الأخير، كما افترضت هذه النظرية أن الارتفاع في تكلفة رأس المال سببه هو الزيادة في تكلفة الأموال الخاصة والناجمة عن الزيادة في معدل المديونية، لكن سيعوض هذا الارتفاع انخفاض بنفس القيمة وذلك عند الاعتماد على

<sup>14</sup> زغود تير، مرجع سبق ذكره، ص: 57.

<sup>15</sup> غنية بوربيعة، مرجع سبق ذكره، ص: 74.

المصدر الأقل تكلفة، مما يميل هذا إلى أن تكلفة رأس المال ستظل ثابتة مهما تغير معدل المديونية<sup>16</sup>. ويمكن توضيح ذلك بيانيا كما يلي:

الشكل 1\_3: العلاقة بين الهيكل المالي وتكلفة رأس المال حسب نظرية الربح التشغيلي.



المصدر: علي بن الضب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة بالبورصة، مذكرة ماجستير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2009، ص 102.

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه أن تكلفة رأس المال ثابتة مهما كان شكل الهيكل المالي وهذا راجع لارتفاع في تكلفة الأموال الخاصة والذي يتم تعويضه بالاعتماد على تكلفة الاستدانة، مما ينتج عنه ثبات قيمة المؤسسة.

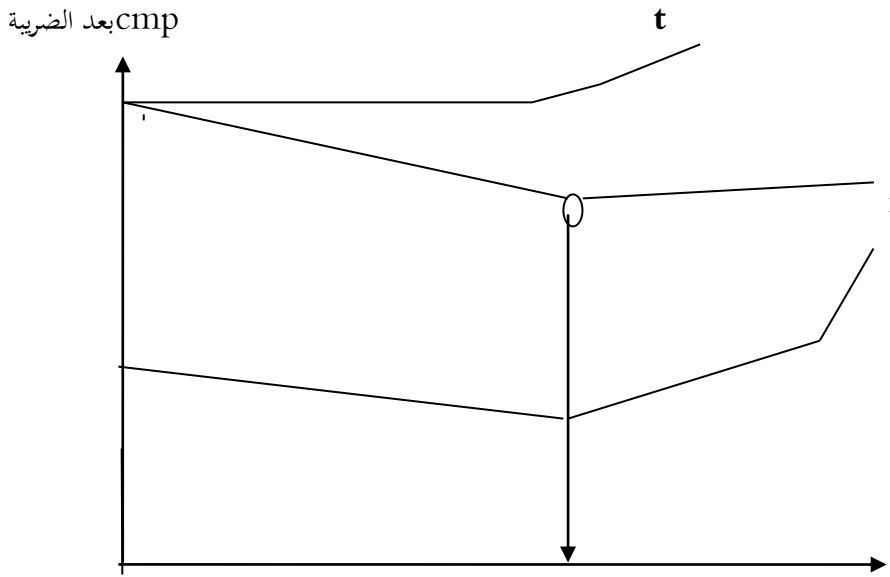
### ثالثا: النظرية التقليدية:

ظهرت منذ بداية الخمسينيات، حيث يرى مؤيدو هذه النظرية بوجود هيكل مالي أمثل يهدف إلى تعظيم قيمة المؤسسة، وهذا من خلال الأثر التي تبرزه تكلفة الاستدانة في التخفيض من تكلفة رأس المال وذلك عن طريق الاقتصاد في الضريبة على الأرباح، و لعل من أبرز الفروض التي قامت عليها النظرية فرضية كمال السوق وما ينجر عنها من آثار على القرار التمويلي للمؤسسة، ويمكن تمثيل الهيكل المالي حسب هذه النظرية كما يلي<sup>17</sup>:

<sup>16</sup> يوسف فريشي، سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2005، ص: 127.

<sup>17</sup> أنفال حدة خبيزة، مرجع سبق ذكره، ص: 21 22.

الشكل 1\_4 : الهيكل المالي الأمثل حسب المنظور الكلاسيكي



المصدر: أنفال حدة خبيزة، مرجع سبق ذكره، ص 22.

نلاحظ أن تكلفة رأس المال تتناقص كلما زادت نسبة الاستدانة.

**عيوب النظرية:**

إلا أن ما يعاب على هذه النظرية هو إهمالها للضريبة على الأرباح، التي تمكن من الاستفادة منها في تخفيض تكلفة رأس المال.<sup>18</sup>

**الفرع الثاني: المنظور الحديث:**

حيث سنعرض من خلال هذا الفرع أبحاث ميلر و مودقلياني ونظرية الإشارة كما يلي:

**أولاً: أبحاث ميلر ومودقلياني:**

ظهر هذا النموذج سنة 1958 م، حيث قاما هذان الباحثان بتطبيق هذا النموذج على مؤسستين لهما نفس الظروف ما عدا الاختلاف في الهيكل المالي، وتوصل هذان الباحثان إلى أن القيمة السوقية لهذين المؤسستين متساويتين (متوازنتين) في ظل الظروف السابقة، أما إذا تجاوزت القيمة السوقية لإحدهما الأخرى فإن عملية المراجعة كفيلة بإعادة التوازن<sup>19</sup>. و نجد ثلاث اقتراحات:

<sup>18</sup> أحمد أمين سعد الله، سياسة التمويل داخل المؤسسة في ظل اقتصاد السوق، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2010، ص: 63.

<sup>19</sup> عبد الغفار حنفي و سمية قرياقص، مرجع سبق ذكره، ص: 205، 206.

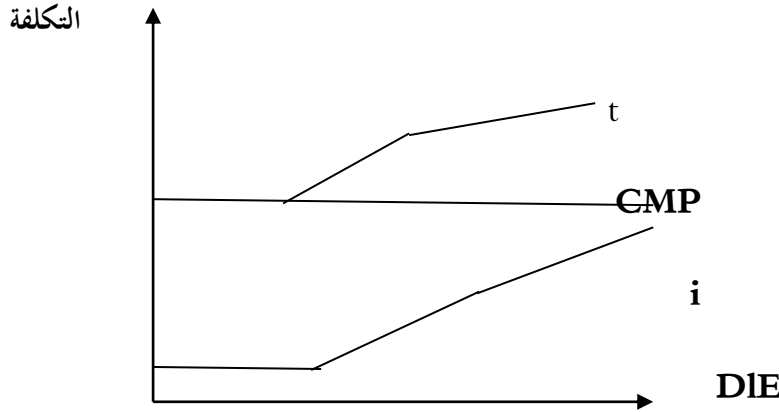
الاقتراح الأول: حالة عدم وجود الضرائب:

حيث يقوم هذا الاقتراح على مجموعة من الفروض أهمها<sup>20</sup> :

- تمتع السوق بالمنافسة التامة؛
- لا وجود لضرائب على المعاملات في السوق؛
- لا وجود لتكاليف على المعاملات في السوق لتنفيذها.

وخلص الباحثان من خلال الفروض السابقة إلى أن تماثل جميع أنشطة المؤسسة وهيكلها التمويلية يجعل جميع أنشطتها متساوية<sup>21</sup>. ويمكن تمثيل ذلك بيانيا كما يلي:

الشكل 1\_5: استقلالية تكلفة رأس المال عن الهيكل المالي



المصدر: أنفال حدة خبيرة، مرجع سبق ذكره، ص 25.

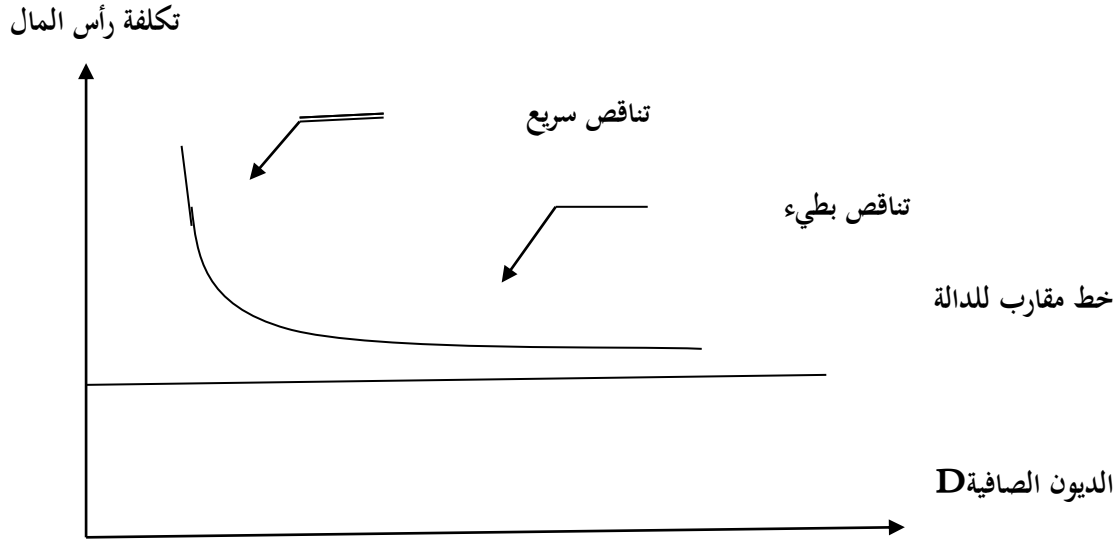
الاقتراح الثاني: حالة وجود ضرائب:

توصل الباحثان من خلال إدراجهما للضريبة على الأرباح سنة 1963م أنه يكون لهذه الأخيرة دور في اقتصاد المصاريف المالية، الأمر الذي يؤدي بالمؤسسة إلى الاعتماد على الاستدانة كمصدر للتمويل بدلا من الأموال الخاصة، وذلك نظرا للميزة التي تقدمها هذه الأخيرة للمؤسسة وهو تحقيق الوفرة الضريبية<sup>22</sup>، ويمكن تمثيل ذلك بيانيا كما يلي :

<sup>20</sup> أنفال حدة خبيرة، مرجع سبق ذكره، ص: 23.

<sup>21</sup> نفسه.

الشكل 1\_6: دالة تكلفة رأى المال المتناقصة



المصدر: أنفال حدة خبيزة، مرجع سبق ذكره، ص 27.

نلاحظ من خلال الشكل أن تكلفة رأس المال تتناقص كلما زاد حجم الديون و العكس بالعكس.

**العيوب:**

إلا أن ما يعاب على هذا النموذج افتراضه لفرضية كمال السوق وكل ما ينجر عنها من فرضيات تابعة، وهو أمر صعب الوصول إليه واقعيًا.

**الاقتراح الثالث: نظرية ميلر 1977م:**

حيث أضاف ميلر في هذه النظرية الضريبة على أرباح المساهمين إضافة إلى الضريبة على الأرباح، وهو الأمر الذي يلغي أهمية الاقتصاد الضريبي مع بقاء إصراره على نفس الفروض التي وضعها مع مود كلياني واستنتج في الأخير أنه لا فائدة من زيادة الديون في الهيكل المالي وأنّ هذا الأخير ليس له أثر على قيمة المؤسسة<sup>23</sup>.

<sup>22</sup> يوسف قريشي والياس بن ساسي، مرجع سبق ذكره، ص: 406.

<sup>23</sup> أحمد أمين سعد الله، مرجع سبق ذكره، ص: 75، 67.



ثانيا: نظرية الإشارة :

ظهرت هذه النظرية سنة 1977م على يد العالم ROSS، فكرتها الأساسية تقوم على عدم تماثل معلومات السوق ومنه يمكن للمديرين الجيدين بعث إشارات خاصة وفعالة توحى للمنافسين بالوضعية للمؤسسة، لكن قد تعود هذه الإشارات بالسلب عليها في حالة عدم صدق هذه المعلومات، حيث حاولت هذه النظرية اقتراح نموذج للتعبير عن جودة المؤسسة من خلال الهيكل المالي لها وصنفت المؤسسات إلى صنفين A و B، حيث A أحسن أداء من B، وتوصلت إلى أن المؤسسة الجيدة هي التي لها القدرة على الاستدانة (الصنف A)<sup>24</sup>.

### المطلب الثاني : النظريات البديلة لقرار الاقتراض:

سنحاول في هذا المطلب عرض النظريات البديلة للنظريات السابقة والتي تحكم قرار الاقتراض، والتي نجد منها نظرية التوازن

و نظرية ترتيب أفضلية التمويل و نظرية عدم تماثل المعلومات بالإضافة إلى نظرية توقيت السوق :

### الفرع الأول: نظرية التوازن :

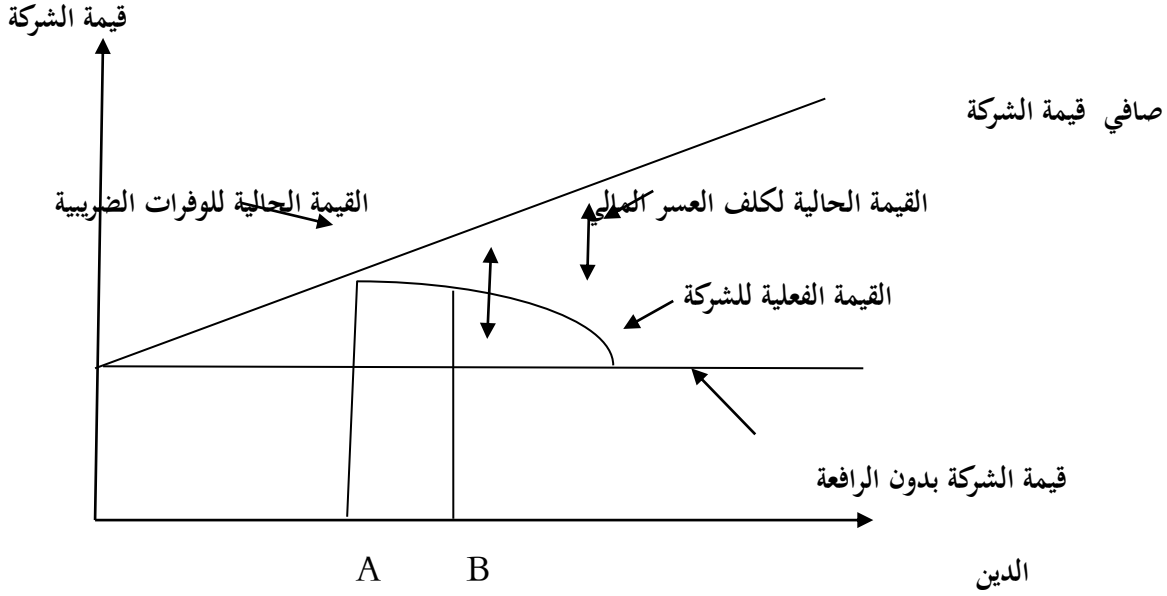
تقوم هذه النظرية على فكرة أساسية وهو الأخذ بعين الاعتبار تكلفتي الإفلاس والوكالة في التأثير على قيمة المؤسسة، فالاعتماد المفرط على الاستدانة يهدد المؤسسة بخطر الإفلاس والوقوع في أزمات مالية وتحمل تكاليف الوكالة أيضا، وهنا يجب على المؤسسة البحث عن مستوى الدين الذي تكون فيه المنافع الضريبية معوضا للتكاليف المالية، أي أن حسب هذه النظرية الهيكل المالي الأمثل هو الذي يوازن بين المتغيرات الثلاث (المنافع الضريبية، تكاليف الإفلاس، الأزمات المالية)<sup>25</sup>. ويمكن توضيح ذلك بيانيا كما يلي:

<sup>24</sup> غنية بور بيعة، مرجع سبق ذكره، ص: 112.

<sup>25</sup> أحمد أمين سعد الله، مرجع سبق ذكره، ص: 76 و 75.

<sup>25</sup> عبد الخالق ياسين وعادلة حاتم، مرجع سبق ذكره، ص: 92.

الشكل 1\_7: الرسم البياني لنظرية التوازن



المصدر: عبد الخالق ياسين وعادلة حاتم، مرجع سبق ذكره، ص 93.

نلاحظ من خلال الشكل المبين أعلاه أن قيمة المؤسسة تزداد بشكل مستمر مع زيادة نسبة الاقتراض، وهذا راجع لما توفره هذه الأخيرة من وفرات ضريبية وصولاً للنقطة (A)، بعدها تستمر المؤسسة في الاقتراض وصولاً إلى النقطة (B) وهنا ترتفع احتمالية التعرض للعسر المالي، الشيء الذي يقلل من قيمة المؤسسة ولاسيما بعد زيادة الاقتراض، إذن فالحالة المثلى للمؤسسة هي التي عندها تكون قيمة الوفرات الناجمة عن زيادة الاقتراض موازية للزيادة الحاصلة في القيمة الحالية لكلف العسر المالي<sup>26</sup>.

#### الفرع الثاني: نظرية ترتيب أفضلية التمويل:

ظهرت هذه النظرية بداية الستينيات على يد قوردون دونالدوسن، حيث قام بإجراء تجربة ميدانية استخلص منها ترتيب أولويات المؤسسة في التمويل، حيث تقوم هذه النظرية على مبدئين أساسيين هما<sup>27</sup>:

<sup>26</sup> نفس المرجع السابق، ص: 94.

<sup>27</sup> إبراهيم منير هندي، الفكر الحديث في هيكل التمويل، جامعة طنطا، مصر، 2015، ص: 224.

- أن المؤسسات تفضل التمويل الداخلي كأرباح المحتجزة ومخصصات الامتلاك مثلاً.
  - أن المؤسسة تستهدف نسب معينة للتوزيعات والتي تقوم على أساس الفرص الاستثمارية المتاحة والقائمة على أساس التدفقات النقدية المستقبلية.
- ومنه ترتيب مصادر التمويل حسب هذه النظرية كالتالي: الأرباح المحتجزة، مخصصات الامتلاك، الأموال المقترضة، الأسهم العادية<sup>28</sup>،... الخ.

### الفرع الثالث: نظرية عدم تماثل المعلومات:

تقضي هذه النظرية بفرض أن الاعتماد على الاستدانة في التمويل أفضل من إصدار أسهم جديدة، والسبب في ذلك راجع للتأثير السلبي الذي تجره هذه الأخيرة على الملاك القدامى وليس لكون أن المؤسسة تريد الاستفادة من الوفورات الضريبية للاستدانة، كما زادت هذه النظرية أنه وفي حالة اعتماد المؤسسة على الاستدانة لا يمكن لها أن تصل إلى نقطة التوازن التي وصلت لها نظرية التوازن<sup>29</sup>.

### الفرع الرابع : نظرية توقيت السوق:

تم وضع هذه النظرية من طرف BAKER&WURGLUR سنة 2002، حيث تقوم الفكرة الأساسية لهذه النظرية على الأخذ بعين الاعتبار عامل الزمن والمتمثل في توقيت النشاطات في الأسواق النقدية و الرأسمالية وذلك بغية الوصول إلى الهيكل المالي الأمثل، حيث تم التركيز بشكل أساسي على الوقت الذي يكون فيه تكاليف الأسهم والدين متفاوتة، إذ يتم شراء الأسهم إذا فاقت قيمتها الحقيقية و العكس في حالة إعادة الشراء ، كما خلصت النظرية من خلال دراسة أجريت في أمريكا أن تأثير التوقيت في الرافعة يكون لمدة تتجاوز 10 سنوات، واستخلصوا أن الهيكل المالي له علاقة وطيدة بالقيم الماضية في السوق<sup>30</sup>.

<sup>28</sup> نفس المرجع، ص: 237

<sup>29</sup> نفس المرجع السابق، ص: 237.

<sup>30</sup> عبد الخالق ياسين البدران وعادلة حاتم ناصح، مرجع سبق ذكره، ص: 97.

### المبحث الثالث : الدراسات السابقة

بعد مراجعتنا للأبحاث التي سبقتنا بالموضوع والاطلاع على مختلف المذكرات والمقالات ، حاولنا انتقاء بعض منها للاعتماد عليها كدراسات سابقة من أجل مساعدتنا في حل إشكالية بحثنا، وفي هذا المبحث سنحاول عرض أهمها وموقع دراستنا الحالية منها.

#### المطلب الأول : الدراسات السابقة باللغة العربية :

سنحاول في هذا المطلب عرض الدراسات السابقة باللغة العربية كما يلي :

1- دراسة : يوسف قريشي (2005)، أطروحة دكتوراه بعنوان: " سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة بالجزائر"<sup>31</sup>، حيث هدفت الدراسة إلى مناقشة إشكالية طبيعة سياسة التمويل التي تميز المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، وذلك بدراسة المتغيرات المفسرة للهيكل التمويلي فيها، حيث اعتمدت من أجل الوصول إلى هذا الهدف على المناهج: التحليلي و الوصفي والاستنتاجي والقياسي والمقارن، وقد أجريت الدراسة على عينة مكونة من 128 مؤسسة صغيرة ومتوسطة جزائرية، وذلك للفترة الممتدة من (2001-2003)، وتوصلت الدراسة إلى نتائج أهمها أن المتغيرات المحددة للاختيار بين الاقتراض والأموال الخاصة في هذه المؤسسات هي: حجم المؤسسة، معدل النمو، طبيعة القطاع..... الخ، وأن هناك علاقة طردية بين معدل الاقتراض قصير الأجل وكلا من مستوى الضمانات ونوعية قطاع الخدمة وعلاقة عكسية بين الهيكل المالي ومعدل النمو.

2- دراسة : تير زغود (2009)، مذكرة ماجستير بعنوان: "محددات سياسة التمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية بالقطاع العام و الخاص"<sup>32</sup>، حيث سعت الطالبة إلى مناقشة إشكالية العوامل المحددة لسياسة التمويل في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية بالقطاعين العام والخاص، وذلك بممارسة هذه الدراسة على عينة من المؤسسات بـمـذـين القطاعين، وهذا للفترة الممتدة من 2003 إلى 2007، وبالاعتماد على المنهج الوصفي لتحليل الأسس النظرية للدراسة، واستخدام أسلوب المسح وأدوات التحليل الإحصائي مثل : SPSS لتحليل البيانات التي تم ترجمتها عن طريق نموذج الاستبيان، وقد خلصت الدراسة إلى نتائج أهمها أن المتغيرات التي تلعب دورا في تحديد سياسة التمويل لهذه المؤسسات

<sup>31</sup> يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2005.

<sup>32</sup> تير زغود، مرجع سبق ذكره، مذكرة ماجستير، جامعة قاصدي مباح، ورقلة، 2009.

هي: معدل المردودية الاقتصادية، معدل النمو، حجم المؤسسة، مستوى الضمانات، تكلفة الاستدانة،.... الخ، ووجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين تكلفة الاستدانة، معدل المردودية ومعدل الاقتراض الجمالي.

3- دراسة : عبد الخالق ياسين البدران وعادلة حاتم ناصح(2014)، مقال بعنوان : "علاقة هيكل التمويل بربحية المؤسسة"<sup>33</sup>، حيث هدفت هذه الدراسة إلى الكشف عن العلاقة بين هيكل التمويل وربحية المؤسسة و التعرف على مزيج التمويل للمؤسسات عينة الدراسة، حيث أجريت هذه الدراسة على عينة تتكون من 14 شركة من القطاع الصناعي المسجلة في سوق العراق للأوراق المالية، وذلك للفترة الممتدة من(2004\_2011)، حيث اعتمد الباحثان في قيامهما بهذه الدراسة على أساليب الإحصاء الوصفي، وذلك بغية تحليل بيانات الدراسة واختبار فرضياتها، وقد توصلت الدراسة إلى نتائج أهمها أنه لا توجد علاقة بين هيكل التمويل (نسبة المديونية) والربحية (العائد على الموجودات)، وأن التمويل بالدين له أثر في زيادة ربحية السهم (الوفورات الضريبية)، كما توصلت الدراسة أنه لا توجد طريقة لحساب الهيكل المالي الأمثل على المدى البعيد.

4. دراسة : حسين محمد حسين سمحان(2015)، مقال بعنوان: "أثر رأس المال والرفع المالي و الربحية على قيمة شركات التعليم والاستثمار"<sup>34</sup>، حيث هدفت هذه الدراسة إلى دراسة تأثير كل من (هيكل رأس المال، الرفع المالي، الربحية) على القيمة السوقية لشركات التعليم و الاستثمار الأردنية، حيث أجريت الدراسة على عينة تتكون من 6 شركات وهي جميعها مدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، وهذا للفترة الممتدة من 2006 إلى 2011، ومن أجل بلوغ الهدف المرجى اعتمد الباحث على المنهج الوصفي لدراسة وتحليل القوائم المالية لهذه الشركات كما استخدم برنامج SPSS للوصول إلى النتائج المفسرة للعلاقة بين متغيرات الدراسة (الانحدار البسيط و الانحدار المتعدد)، وقد خلصت الدراسة إلى نتائج أهمها أن استخدام هذه الشركات للرفع المالي يؤثر في قيمة المؤسسة ويمكن من خلال هذا المؤشر التنبؤ بقيمة هذه الشركات بالإضافة إلى مؤشر هيكل رأس المال، كما توصلت إلى أن مستوى العائد المحقق من طرف المستثمرين لا يؤثر على قيمة المؤسسة.

<sup>33</sup>عبد الخالق ياسين البدران وعادلة حاتم ناصح، مرجع سبق ذكره، مجلة العلوم الاقتصادية، العراق، المجلد العاشر، العدد37، 2014.

<sup>34</sup>حسين محمد حسين سمحان، أثر هيكل رأس المال و الرفع المالي و الربحية على قيمة شركات التعليم و الاستثمار الأردنية، العدد السابع عشر، مجلة الأبحاث الاقتصادية و الإدارية، جامعة الزرقاء، الأردن، 2015.

**المطلب الثاني: الدراسات السابقة باللغة الأجنبية :**

سنحاول في هذا المطلب عرض الدراسات السابقة باللغة الأجنبية كما يلي :

**1- دراسة : MAZEN KEBEWAR (2012) بعنوان:**

**La structure du capital et la profitabilité Une étude empirique sur données de panel françaises**

هدفت الدراسة إلى تحليل أثر هيكل رأس المال على ربحية الشركات الفرنسية، وقد أجريت الدراسة على عينة تتكون من 9316 شركة فرنسية موزعة 7 قطاعات مختلفة، وهذا للفترة الممتدة من 1999 إلى 2006، حيث قسمت القطاعات إلى ثلاث مجموعات مختلفة، ومن أجل بلوغ الهدف المنشود استخدم الباحث في دراسته المنهج التحليلي للقيام بالتحليل الخطي وغير الخطي للدراسة، وقد توصل الباحث إلى نتائج متماثلة ومستقرة في جميع القطاعات من أهمها: وجود أثر سلبي للهيكل المالي على ربحية قطاعات المجموعة الثانية (قطاع النقل)، وأثر سلبي أيضا للهيكل المالي على ربحية قطاعات المجموعة الثالثة (قطاع الصناعة الغذائية والبناء وقطاع التجارة)، كما استنتجت الدراسة آثار سلبية للضمان على ربحية الشركات في مختلف القطاعات باستثناء قطاع التجارة، وهذا ما يفسر أن الشركات الفرنسية محل الدراسة تستثمر كثيرا في الأصول بطريقة لا تحسن أداءها<sup>35</sup>.

**2 - دراسة : AAKINGUNOL ,OYETAYRICHARD&,OLUWATOSYN (2014) بعنوان:**

**"Determinant of Financial Structure Decision in Small and Medium Enterprises: A Pilot d RegisteStudy ofSelect red Companies in Nigeria".**

هدفت هذه الدراسة إلى مناقشة إشكالية تحديد العوامل التي تؤثر على قرار التمويل في المنشآت الصغيرة والمتوسطة النيجيرية، حيث أجريت الدراسة على عينة تتكون من 10 شركات صغيرة ومتوسطة نيجيرية وعلى مدار 5 سنوات، حيث استخدم الباحثين المنهج التجريبي من أجل اختيار قوة تأثير المحددات على قرار التمويل لهذه الشركات، وقد توصل الباحثين إلى أن العوامل التي تؤثر على قرار التمويل في هذه الشركات هي: حجم المؤسسة، هيكل الأصول، الربحية، المخاطر، النمو... الخ، كما استنتجوا هؤلاء الباحثين أن لمحدد الربحية و حجم المؤسسة قوة كبيرة في اتخاذ قرار التمويل لدى هذه المؤسسات النيجيرية<sup>36</sup>.

**3دراسة: MIHMED M& KHALIFA TAILAGB (2014) بعنوان:**

<sup>35</sup>Mazen kebewar, *La structure du capital et la profitabilité Une étude empirique sur données de panel françaises*, University of Aleppo, Aleppo, 2012.

<sup>36</sup>Aakingunoll& Oluwqotosyn and Oyetatrichara ,Determinant of Financial Structure Decision in Small and Medium Enterprises: A Pilot d RegisteStudy of Select red Companies in Nigeria, *Journal of Economics and Finance*,Nigeria,Volume 3, Issue 1, 2014,pp:18

## The Effect of Capital Structure on Profitability of Energy American Firms

سعت هذه الدراسة إلى معالجة إشكالية تأثير هيكل رأس المال على الأداء المالي ممثلاً بالعائد على الأصول (ROA) والعائد على حقوق المساهمين (ROE)، حيث أجريت هذه الدراسة على عينة تتكون من 30 شركة أمريكية للطاقة، وهذا للفترة الممتدة من 2005 إلى 2013، واعتمدت في دراستهما على المنهج التجريبي لحل هذه الإشكالية، وقد توصل الباحثان إلى نتائج أهمها أن لحجم المؤسسة تأثير سلبي على العائد على حقوق المساهمين، وللديون القصيرة أثر إيجابي على نفس المتغير، بينما الديون إجمالاً قصيرها وطولها أثر سلبي على كلا المتغيرين (ROA وROE).<sup>37</sup>

### المطلب الثالث : موقع الدراسة الحالية من الدراسات السابقة

بعد التطرق إلى كل ما يتعلق بالدراسات السابقة، نحاول في هذا المطلب أن نبين موقع دراستنا منها وذلك بذكر أوجه الاختلاف والتشابه فيما بينهما وهي على النحو التالي :

#### أولاً : أوجه التشابه

تشابه دراستنا مع الدراسات السابقة في الجانب النظري للموضوع فكل هاته الدراسات تطرقت إلى المفاهيم الأساسية للهيكل المالي، وذلك بإعطاء تعريفات للهيكل المالي وعرض أهم محدداته ومكوناته، وكذا مناقشة أهم النظريات المفسرة للهيكل المالي.

#### ثانياً: أوجه الاختلاف

بالرغم من تشابه هذه الدراسات فيما بينها في الجانب النظري إلا أن هذا التشابه لم يمنع من وجود أوجه للاختلاف في الجانب التطبيقي لدراستنا عن الدراسات السابقة و المتمثلة في النقاط الأساسية التالية :

- أن الدراسات السابقة منها ما درس العلاقة بين الهيكل المالي ومحدداته، ومنها ما درس العلاقة بين تركيبة الهيكل المالي والربحية، لكن في دراستنا هذه سنحاول اختبار العلاقة التي تربط محددات الهيكل المالي بالربحية علاقة مباشرة، وبالتالي الاختلاف في الهدف التي سعت دراستنا الوصول إليه.
- اختلاف الفترة التي أجريت فيها الدراسات السابقة عن دراستنا هذه (2013\_2015).
- اختلاف العينة المختارة في دراستنا عن الدراسات السابقة، حيث تم اختيار العينة عشوائياً في دراستنا هذه لإعطاء قوة في اختبار العلاقة وتعميم النتائج.
- الاختلاف في الاستنتاجات المتوصل إليها.

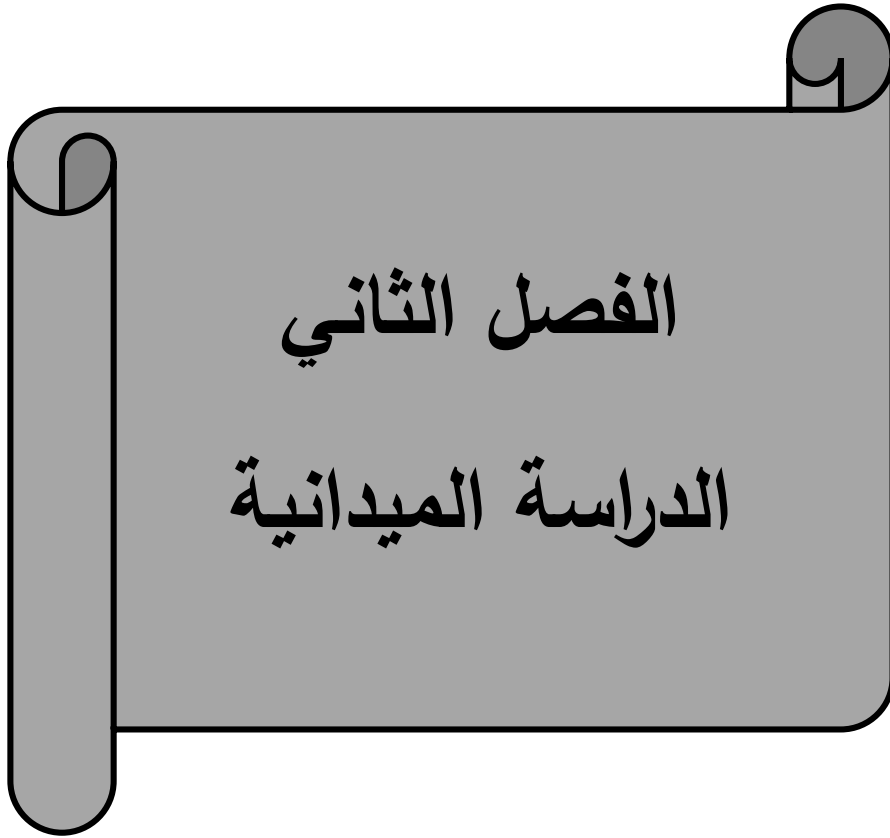
<sup>37</sup>Mihmmmed m & Khalifatatlagb, The Effect of Capital Structure on Profitability of Energy American Firms, Journal of Business and Management Invention, Volume 3, Issue 12, 2014, pp:5461.

خلاصة الفصل:

بعد دراستنا إلى بعض المفاهيم الأساسية للهيكل المالي وأهم نظرياته نستخلص النقاط التالية :

- ❖ هناك فرق بين الهيكل المالي وهيكل رأس المال، فالهيكل المالي يمثل الجانب الأيسر للميزانية، بينما هيكل رأس المال يتمثل في الأموال المقترضة مضافا إليها القروض الطويلة؛
- ❖ جاءت النظريات السالفة الذكر متباينة الآراء حول كل ما يتعلق بأمتلية الهيكل المالي من عدمه على وجهات نظر و زوايا مختلفة؛
- ❖ للهيكل المالي جملة من المحددات حاولنا في هذا الفصل عرض أهمها.





الفصل الثاني

الدراسة الميدانية

**تمهيد :**

بعد ما تم التطرق في الجانب الفصل النظري إلى بعض ما يتعلق بالإطار النظري لدراستنا و المتمثل في المفاهيم الأساسية الخاصة بالهيكل المالي و أهم مكوناته ومحدداته، وكذا تم عرض أهم الدراسات السابقة للموضوع، سنحاول في هذا الفصل إسقاط ما هو نظري على الجانب الميداني (التطبيقي) وهذا على عينة تتكون من عدة مؤسسات تنشط في قطاعات ومناطق مختلفة وهذا للفترة من (2013\_2015) .

وللإحاطة أكثر بجوانب الموضوع حاولنا من خلال هذا الفصل التعرض إلى كل ما يتعلق بمجتمع وعينة الدراسة وطريقة جمع وتلخيص المعلومات، وكذا محاولة التعريف بمتغيرات الدراسة وكيفية قياسها و أهم الأدوات والبرامج التي استخدمت في معالجة معطيات الدراسة وتجميعها، ومن ثم الوصول إلى النتائج والقيام بعرضها ومناقشتها.

ولهذا سيتم تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين، المبحث الأول سنعرض فيه الطريقة وأهم الأدوات المستخدمة في تحليل معطيات الدراسة ومعالجتها، بينما في المبحث الثاني سيتم فيه عرض ومناقشة النتائج.

**المبحث الأول : الطريقة و الأدوات المستخدمة في الدراسة**

في هذا المبحث سنعرض الطريقة التي اعتمدنا عليها في دراستنا هذه، وذلك من خلال القيام بوصف للمجتمع والعينة التي قامت عليها الدراسة، وبيان كيفية اختيار هذه العينة و الأدوات المستخدمة في الدراسة و أهم تطبيقاتها.

**المطلب الأول : طريقة الدراسة**

تختلف الطريقة المستخدمة في الدراسات من دراسة إلى أخرى وهذا تبعا لطبيعة ومستوى الدراسة، ومن أجل الوصول إلى حل لإشكالية بحثنا والخلوص إلى النتائج المرجوة سنسقط هذه الدراسة على عينة من المؤسسات الناشطة في مختلف القطاعات والمناطق، لذا سنحاول التعريف بمجتمع الدراسة وأهم المتغيرات المعتمدة فيها.

**الفرع الأول : مجتمع وعينة الدراسة**

تتكون عينة الدراسة من 12 مؤسسة تنشط في قطاعات مختلفة تم اختيارها بطريقة عشوائية، حيث أن هذه المؤسسات تقع في مواقع مختلفة، لذلك حرصنا وحاولنا عند اختيارنا لعينة الدراسة أن تضم أكبر عدد ممكن من المؤسسات وتنوع أكثر في القطاعات وهذا بغية تعميم نتائج الدراسة على باقي المؤسسات الأخرى، وبعد ترتيبا للقوائم المالية لهذه المؤسسات وحساب المتغيرات اللازمة لإجراء الدراسة تحصلنا على 36 مشاهدة لكل متغير وهذا للفترة الممتدة من ( 2013-2015).

كما واجهنا صعوبات كبيرة للحصول على القوائم المالية لهذه المؤسسات وهذا لسبب معروف ألا وهو سرية المعلومات، وسنحاول في ما يلي عرض لقائمة المؤسسات التي أجريت عليها الدراسة كما يلي :

الجدول 1-2 : قائمة المؤسسات الاقتصادية محل الدراسة

اسم المؤسسة	الرمز	المكان
شركة قنوعة واخوانه	SARLGANOUBA	المقارين - تقرت
المؤسسة الوطنية للتنقيب	ENFOR	حاسي مسعود
الشركة الجزائرية لتسيير شبكة نقل الغاز	GEPCO	حاسي مسعود
التاسيلي لخدمات الحفر	SPA TASSILI	حاسي مسعود
المؤسسة الوطنية للجيوفيزياء	SPA EPTPT	حاسي مسعود
مؤسسة رضا ومحمد للخدمات	SPA RED MED	حاسي مسعود
مؤسسة إنتاج وتسويق مواد البناء	SPA EFMC	حي 5 جويلية - تقرت
شركة تصدير و استيراد التمور و الفواكه الجافة	SPA AFRIDAT	تقرت
شركة الأشغال العامة و الهيدروليحة	SPA BENCO	حاسي مسعود

المصدر : من إعداد الطالب

الفرع الثاني : متغيرات الدراسة وكيفية قياسها

☒ المتغير التابع : يتمثل هذا المتغير في :

الربحية : "حيث يعكس هذا المؤشر كفاءة الإدارة في تحقيق الأرباح من أصولها التشغيلية، حيث يمكن للمستثمرين الحكم على كفاءة الإدارة من خلال هذا المتغير"<sup>36</sup> و سنعتمد في قياسه على مؤشر ROA.

☒ المتغيرات المستقلة : تتمثل أهم هذه المتغيرات في : حجم المؤسسة، هيكل الأصول(الضمانات)، معدل النمو،

والجدول التالي يبين كيفية قياس هذه المتغيرات كما يلي :

<sup>36</sup>حسين محمد حسين سمحان، مرجع سبق ذكره، العدد السابع عشر، مجلة الأبحاث الاقتصادية والإدارية، جامعة الزرقاء، الأردن، 2015، ص139.

الجدول : 2\_2 : قياس متغيرات الدراسة

الرمز	القانون	المدلول المالي
Y	النتيجة الصافية/ صافي إجمالي الأصول	العائد على الأصول
X1	الاستثمارات غير المنقولة ( المباني +الأراضي) /صافي إجمالي الأصول	هيكل الأصول
X2	LN صافي إجمالي الأصول	حجم المؤسسة
X3	رقم أ سنة 2 -رقم أ سنة 1 /رقم سنة 1	معدل النمو

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مذكرة تبر زغود، محددات سياسة التمويل للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2009.

#### الفرع الثالث : طريقة جمع وتلخيص المعلومات

بغية الوصول إلى الأهداف المرجوة من الدراسة تم جمع المعطيات اللازمة للوصول إلى هذه الأهداف، وهذه المعطيات متمثلة في :

- بيانات أولية : حيث قمنا بجمع البيانات المالية والمتمثلة في الميزانيات المالية وجداول حسابات النتائج للمؤسسات محل الدراسة، ولمدة ثلاث سنوات(2013\_2015).
- بيانات ثانوية : وتتمثل في المراجع المعتمد عليها في الدراسة من مقالات وكتب ومجلات وغيرها، بالإضافة إلى الدراسات السابقة ذات الصلة بالموضوع.

#### المطلب الثاني:الأدوات و البرامج المستخدمة في الدراسة

بغية الوصول إلى حل لإشكالية دراستنا واختبار فرضياتها تم استخدام أدوات وبرامج التحليل الإحصائي والقياسي لتحليل وقياس متغيرات الدراسة واستنتاج وجود علاقة فيما بينها من عدمها، حيث تتمثل هذه الأدوات والبرامج فيما يلي :

الاعتماد على برنامج EXEL2007 في وصف متغيرات الدراسة إحصائيا و عرض تطورات متغيرات الدراسة عبر السنوات الثلاث لكل مؤسسات الدراسة، وذلك عن طريق عرض جدول يتم فيه تلخيص الإحصائيات الوصفية لكل متغير يتبعه منحني بياني يبين تطور كل متغير على حدا.

الاعتماد على برنامج EViews.V.9 لاختبار العلاقة بين متغيرات الدراسة، ويتم هذا بالاعتماد على نماذج PANEL في دراسة هذه العلاقة (النموذج التجميعي، نموذج التأثيرات الثابتة، نموذج التأثيرات العشوائية) ثم استخراج النموذج الأنسب للدراسة، وهذا بعد تقدير معلمات الدراسة حسب كل نموذج والقيام بالاختبارات اللازمة لاستخراج النموذج الأفضل الذي تبنى عليه الدراسة، ثم الاعتماد على الانحدار المتعدد لاختبار وتفسير العلاقة بين هذه المتغيرات.

**تعريف بسيط بنماذج البانل:** تعتبر نماذج البانل من بين النماذج المستخدمة في تحليل بيانات السلاسل الزمنية المقطعية، حيث أن هذه البيانات تكون عبارة عن مشاهدات متكررة عند مجموعة من الأفراد (شركات أو دول) وهذا في عدة فترات زمنية معينة، تجمع هذه البيانات بين خصائص البيانات المقطعية والسلاسل الزمنية في نفس الوقت، حيث تكمن أهمية هذه النماذج في وصف سلوك كل مفردة خلال فترة زمنية واحتوائها على معلومات تتعامل مع ديناميكية الوقت وعلى مستوى تعدد المفردات، وهناك عدة أنواع لهذه النماذج (النماذج المدججة، النماذج الطويلة.... الخ)<sup>37</sup>.

**تعريف بسيط بنموذج الانحدار المتعدد:** يسمح هذا النموذج بدراسة العلاقة ما بين عدة متغيرات مستقلة ومتغير تابع ما، وذلك من خلال القيام بالنمذجة القياسية لهذه العلاقة واستخراج المعادلة المعبرة عنها، ومن ثم إجراء مختلف الاختبارات عليها لاستنتاج معنوية هذا النموذج ومعالجه وهل بإمكاننا الاعتماد عليه في تفسير العلاقة بين المتغيرات أو لا، ومن بين هذه الاختبارات نجد:

✓ استخراج قيم معاملات النموذج: حيث يتم إيجاد هذه المعاملات من خلال المعادلة القدرة حيث:

$$Y = B_0 + B_1X_1 + B_2X_2 + B_3X_3 + e_i$$

✓ **X1:** هيكل الأصول، **X2:** حجم المؤسسة، **X3:** معدل النمو (المتغيرات المستقلة)؛

**Y:** العائد على الأصول؛

**e<sub>i</sub>:** حد الخطأ.

<sup>37</sup>يدراوي سهياناز، تأثير أنظمة الصرف على النمو الاقتصادي في الدول النامية، أطروحة دكتوراه، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2015، ص201.

- ✓ اختبارات النموذج: لا يمكن الاعتماد على أي نموذج إحصائي معين إلا بعد إجراء أهم الاختبارات عليه، لذا سنحاول من خلال هذه الجزئية أن نجري بعض الاختبارات المتعلقة بمعنوية المعالم المقدرة ومعنوية النموذج ككل واستنتاج القوة التفسيرية له ويمكن التعريف بهذه الاختبارات كما يلي :
- ✓ اختبار معنوية المعالم المقدرة " **prob** " : حيث كلما كانت "prob" أقل من 0.05 كانت المعالم المقدرة لها معنوية ( ذات دلالة إحصائية) والعكس صحيح، أو مقارنة القيم المحسوبة للمعالم المقدرة بالقيم المستخرجة من جدول ستودنت بدرجة حرية (n-k) ودرجة معنوية 5%، فإذا كانت القيمة المحسوبة أكبر من القيمة الجدولية فإن للمعلمة دلالة إحصائية والعكس صحيح حيث أن : n : عدد المشاهدات، k : عدد المعالم المقدرة؛
- ✓ اختبار المعنوية الكلية للنموذج (F فيشر) : حيث إذا كانت "prob" لفيشر أقل من 0.05 فإن للنموذج ككل له معنوية إحصائية و العكس صحيح، أو مقارنة القيمة المحسوبة لفيشر مع القيمة الجدولية المستخرجة من جدول فيشر بدرجة معنوية 5% ودرجة حرية (n-k) حيث أن : n هي عدد المشاهدات و k عدد المعالم المقدرة، فإذا كانت فيشر المحسوبة أكبر من الجدولية فإن للنموذج معنوية والعكس صحيح؛
- ✓ اختبار جودة التوفيق  $R^2$  : يقيس هذا المعامل القوة التفسيرية للنموذج بالنسبة للتغيرات الكلية للمتغير التابع، حيث كلما كان هذا المعامل أقرب إلى الواحد كان أكثر قوة لتفسير التغيرات الحاصلة في المتغير التابع، والعكس إذا كانت أقرب إلى الصفر كان للنموذج ضعف في تفسير هذه التغيرات وكان النموذج أكثر عشوائية.

### المبحث الثاني : عرض ومناقشة النتائج المتوصل إليها :

سيتم في هذا المبحث عرض أهم النتائج المتوصل إليها من الدراسة ومناقشتها وتحليلها، حيث سنقسم هذا المبحث إلى مطلبين، المطلب الأول يتم فيه عرض النتائج المتوصل إليها، بينما المطلب الثاني يتم فيه تحليل ومناقشة هذه النتائج ومقارنتها مع نتائج الدراسات السابقة.

### المطلب الأول : عرض النتائج

سنحاول في هذا المطلب عرض أهم النتائج المتوصل إليها في هذه الدراسة والتي تم استنتاجها من خلال الاعتماد على البيانات المالية المستخرجة من ميزانيات وجداول حسابات النتائج للمؤسسات محل الدراسة.

**الفرع الأول : الدراسة الوصفية والإحصائية لمتغيرات الدراسة**

أولاً: حساب ROA (العائد على الأصول)، حيث يقيس هذا المؤشر قدرة المؤسسة على توليد الأرباح و الثروات وهذا من خلال كفاءتها في الاستخدام الأمثل لموجوداتها، واختلفت الدراسات السابقة في اعتماد الحساب المعبر عن هذا المؤشر، وسنحاول في دراستنا الاعتماد على نسبة : النتيجة الصافية / صافي إجمالي الأصول ( انظر الملحق 1)، والجدول التالي يبين أهم المتغيرات الإحصائية لهذا المتغير على النحو التالي :

**الجدول 2-2: أهم الإحصائيات الوصفية لمتغير ROA**

المؤسسات	المتوسط	الانحراف المعياري	معامل الاختلاف	ادنى قيمة	أعلى قيمة
E1	0.0457	0.0260	0.5696	0.0258	0.0752
E2	0.0629	0.0482	0.7662	0.0258	0.0725
E3	-0.0002	0.0029	-15.4027	0.0106	0.0725
E4	0.0222	0.0195	0.8755	0.0106	0.1055
E5	0.0002	0.0022	8.9847	0.0002	0.1055
E6	-0.0081	0.0066	-0.8154	-0.0032	0.1055
E7	-0.0934	0.1005	-1.0756	-0.0032	0.0025
E8	0.1170	0.0340	0.29030.	-0.0032	0.0025
E9	0.1170	0.0193	0.1651	-0.0002	0.0327
E10	0.3449	0.4719	1.3681	-0.0002	0.0342
E11	0.0405	0.0927	2.2917	0.0009	0.0342
E12	0.0335	0.0092	0.2743	0.0009	0.0342

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات EXCEL2007

التعليق :

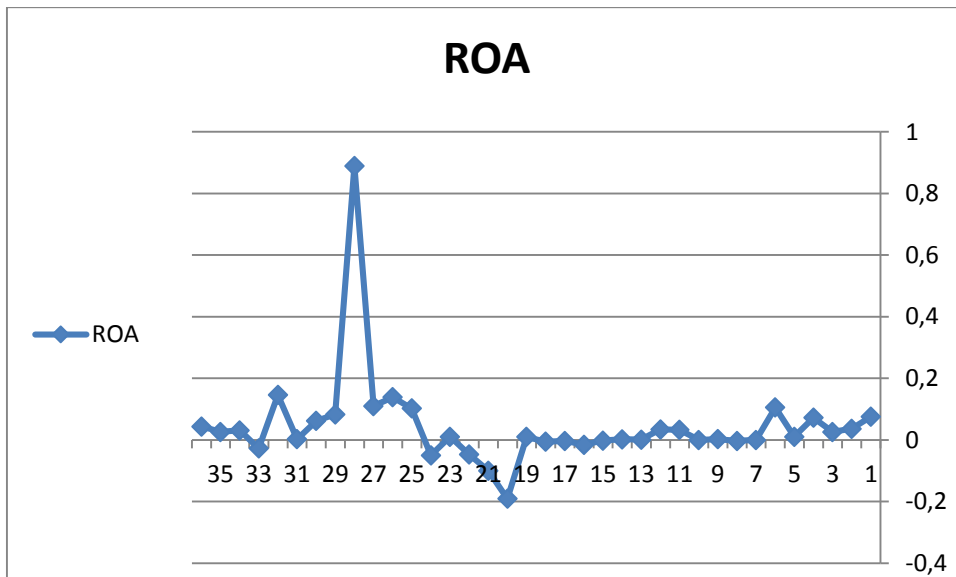
يبين الجدول المبين أعلاه القيم الإحصائية لمتغير ROA والمتمثلة في (المتوسط، الانحراف المعياري، معامل الاختلاف، أدنى قيمة، أعلى قيمة)، حيث نلاحظ من خلال من خلال هذا الجدول أنّ أكبر نسبة لمتوسط المتغير بلغت 0.3449 وهذا تم تحقيقه من طرف الشركة (E10) وانحراف قدره، كما بلغت نسبة الانحراف المعياري إلى المتوسط (معامل الاختلاف) حوالي 2.3، بينما وصل هذا المتغير إلى أعلى ذروة له عند (E4,5,6) بقيمة قدرها 0.1055 و بانحراف معياري قدره 0.0195، 0.0022،



0.0066 على التوالي ومتوسط قدره 0.022، 0.0002، -0.008 على التوالي، بينما وصل هذا المتغير إلى أدنى قيمة له عند الشركات  $E(6,7,8)$  بقيمة قدرها -0.0032 وبانحراف معياري قدره 0.0340، 0.1005، 0.0066 على التوالي،

و يمكن توضيح بيانيا تطور هذا المتغير عبر الزمن لجميع المؤسسات وفق ما يوضحه الشكل التالي:

الشكل 2\_1 : تغيرات العائد على الأصول لجميع المؤسسات



المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج EXCEL2007

التعليق :

نلاحظ من خلال الشكل ( 2\_1) أن أعلى قيمة للعائد على الأصول كانت عند العينة 28 وهذا راجع لانخفاض قيمة الأصول الصافية مقارنة بالنتيجة الصافية، بينما أدنى قيمة لهذا المتغير كانت عند العينة رقم 22 هذا راجع لسلبية النتيجة الصافية والوصول أدنى قيمة لها (خسارة).

ثانيا : حساب حجم المؤسسة : يتم تصنيف المؤسسات حسب هذا المؤشر بالأخذ في عين الاعتبار لعدة معايير منها حجم الأصول، رقم الأعمال، عدد العمال وغيرها من العوامل الأخرى، وسنحاول في دراستنا هذه الاعتماد على القيمة الإجمالية الصافية لأصول المؤسسة لاعتماد بعض الدراسات السابقة عليه(انظر الملحق رقم 1)، والجدول التالي يبين أهم المتغيرات الإحصائية لهذا المتغير على النحو التالي :

الجدول 2-3 : أهم القيم الإحصائية لحجم المؤسسة

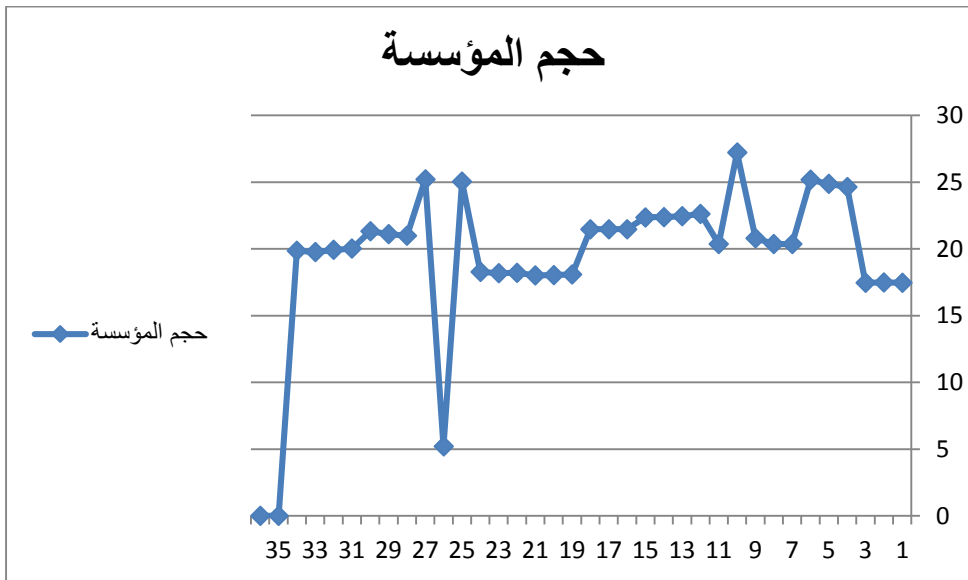
المؤسسات	المتوسط	الانحراف المعياري	معامل الاختلاف	أدنى قيمة	أعلى قيمة
E1	17.4720	0.0100	0.0006	17.4648	17.4834
E2	24.8963	0.2684	0.0108	17.4675	24.6413
E3	20.5033	0.2450	0.0119	17.4675	24.8711
E4	23.4052	3.4836	0.1488	24.6413	25.1765
E5	22.3970	0.0390	0.0017	20.3581	25.1765
E6	21.4792	0.0002	0.0000	20.3581	25.1765
E7	18.0464	0.0394	0.0022	20.3581	20.7863
E8	25.1509	0.0547	0.0022	20.3657	27.2112
E9	25.1509	0.1016	0.0040	20.3746	27.2112
E10	21.1339	0.1702	0.0081	20.3736	27.2112
E11	19.9011	0.1348	0.0068	20.3746	22.6298
E12	19.1129	1.3261	0.0694	22.3873	22.6298

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد مخرجات EXCEL2007

التعليق :

يبين الجدول السابق القيم الإحصائية لمتغير حجم المؤسسة و المتمثلة ( المتوسط، الانحراف المعياري، معامل الاختلاف، أدنى قيمة، أعلى قيمة)، حيث نلاحظ من خلال هذا الجدول أن أعلى قيمة لمتوسطات هذا المتغير في جميع المؤسسات كانت عند المؤسستين 9 و8 وبانحراف معياري قدره 0.0547 و0.1016 على التوالي، كما بلغت أقل نسبة للانحراف المعياري إلى المتوسط عند الشركة E6 حيث كانت قيمتها تساوي الصفر (معدومة)، بينما كانت أعلى قيمتين لهذا المتغير عند الشركتين E9 وE10 والتي قدرت كل منهما بـ 27.2112، كما بلغ هذا المتغير أدنى قيمة له عند الشركة E1 حيث قدرت قيمته بـ 17.4648 وبانحراف قدره 0.01، ويمكن توضيح تطور هذا المتغير عبر الزمن ولجميع عين الدراسة وفق ما يوضحه الشكل التالي :

الشكل 2\_2 : تغيرات حجم المؤسسة لجميع المؤسسات



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات EXEL2007.

التعليق :

نلاحظ من خلال الشكل (2\_2) أن تطور متغير حجم المؤسسة يتمتع بالاستقرار نوعاً ما، ثم انخفض فجأة عند العينة 26 إلى أن وصل أدنى قيمة له عند العينتين 34 و35 وهذا يرجع ربما إلى وجود خلل غير واضح في أصول المؤسسة.

ملاحظة :

سيتم إدخال اللوغاريتم النيبيري على صافي إجمالي الأصول وهذا تفادياً للقيم الكبيرة لهذا المتغير.

ثالثا : حساب هيكل الأصول (الضمانات) : اختلفت الدراسات السابقة اختلافات كبيرة في النسبة المعبرة عن هذا المتغير، إلا أننا في دراستنا هذه على نسبة صافي الأصول الثابتة / صافي إجمالي الأصول، والجدول التالي يبين أهم المتغيرات الإحصائية لهذا المتغير على النحو التالي :

الجدول 2-4 : أهم الإحصائيات الوصفية لمتغير هيكل الضمانات

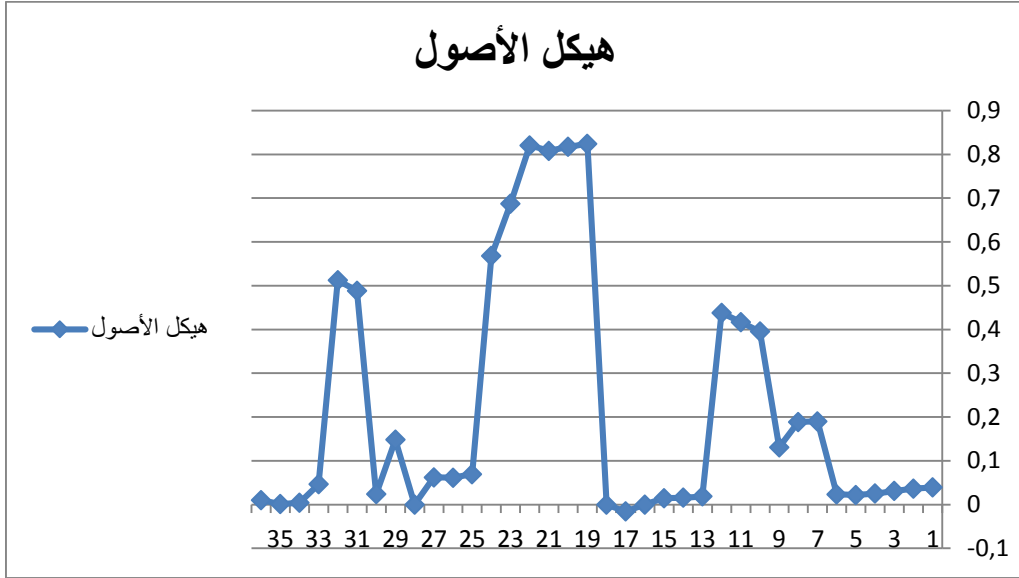
المؤسات	المتوسط	الانحراف المعياري	معامل الاختلاف	ادنى قيمة	اعلى قيمة
E1	0.0354	0.0041	0.1158	0.0309	0.0390
E2	0.0234	0.0017	0.0726	0.0252	0.0362
E3	0.1696	0.0337	0.1987	0.0217	0.0309
E4	0.4165	0.0214	0.0514	0.0217	0.0252
E5	0.0162	0.0021	0.1299	0.0217	0.1898
E6	-0.0054	0.0090	-1.6698	0.0231	0.1898
E7	0.8164	0.0080	0.0098	0.1306	0.1898
E8	0.0642	0.1263	1.9668	0.1306	0.3949
E9	0.0642	0.0043	0.0670	0.1306	0.4167
E10	0.0572	0.0794	1.3879	0.3949	0.4378
E11	0.0349	0.2623	7.5145	0.0185	0.4378
E12	0.0051	0.0045	0.8787	0.0156	0.4378

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات EXCEL2007

التعليق :

يبين الجدول السابق أهم المتغيرات الإحصائية لمتغير هيكل الأصول، حيث نلاحظ من خلال هذا الجدول أن أكبر قيمة لهذا المتغير بلغت 0.4378 تم تحقيقها من طرف الشركات 10 و 11 و 12 و بانحراف معياري قدره 1.3879 و 7.5145 و 0.8787 على التوالي، بينما وصل هذا المتغير إلى أدنى قيمة له لدى الشركة E12 و بانحراف قدره 0.8787، في حين بلغت أكبر قيمة لمتوسطات هذا المتغير عند الشركة E7 والتي قدرت ب 0.8164 بانحراف قدره 0.0080، في حين نلاحظ أقل قيمة لمعامل الاختلاف كانت عند الشركة E6، و يمكن توضيح تطور هذا المتغير عبر الزمن ولجميع عينة الدراسة وفق ما يوضحه الشكل التالي:

الشكل 2\_3 : تغيرات هيكل الأصول



المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات EXCXL2007

التعليق :

نلاحظ من خلال الشكل (2\_3) أن متغير هيكل الأصول يتميز بالاستقرار مع وجود بعض التذبذب النسبي نوعاً ما، حيث بلغ أعلى قيمة له عند العينة 19 وهذا لعدم وجود قيمة للمباني مما أدى إلى ارتفاع نسبة هيكل الأصول، بينما أدنى قيمة وصل لها هذا المتغير كانت عند العينة رقم 17 وهذا راجع لعدم وجود قيمة للمباني إضافة إلى ذلك ورود قيمة الأراضي بقيمة سالبة الأمر الذي أدى إلى انخفاض قيمة هذا المتغير أقل ما يمكن.

رابعاً : حساب معدل النمو : يعبر هذا المتغير على تطور رقم الأعمال من سنة إلى أخرى وهو ما سيعتمد عليه في دراستنا هذه، و الجدول التالي يبين أهم المتغيرات الإحصائية لهذا المتغير وفق مايلي :

الجدول 2-5 : أهم الإحصائيات الوصفية لمتغير معدل النمو

المؤسسات	المتوسط	الانحراف المعياري	معامل الاختلاف	ادنى قيمة	اعلى قيمة
E1	-0.0432	0.0520	-1.2037	-0.1028	-0.0068
E2	0.4114	0.4846	1.1779	-0.0200	0.9780
E3	3.1521	5.6914	1.8056	-0.0200	0.9780

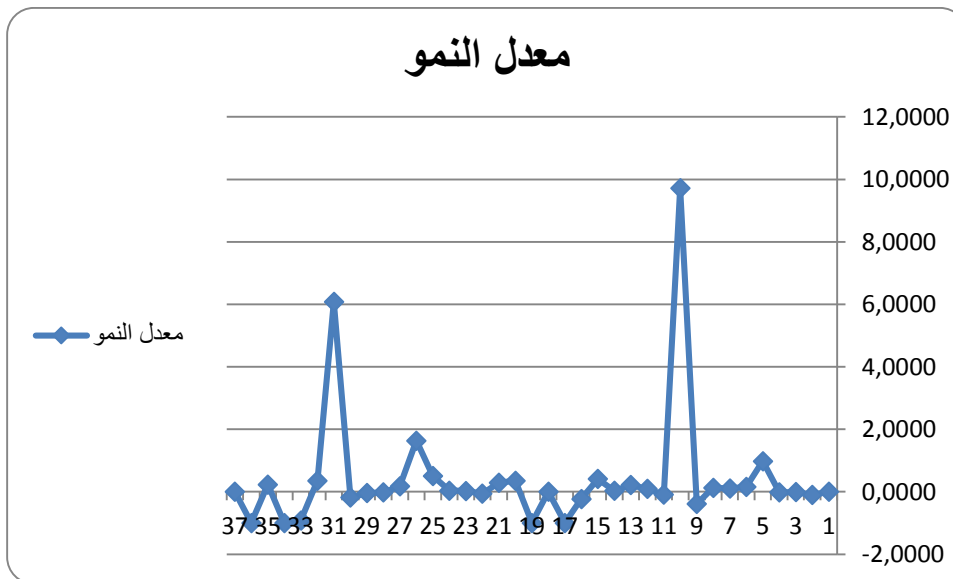
0.9780	0.1055	2.0969	0.1537	0.0733	E4
0.1605	0.1055	4.5775	0.3218	0.0703	E5
0.1292	-0.3899	-0.8660	0.5773	-0.6666	E6
9.727172	-0.3899	1.1507	0.2245	0.1951	E7
9.7172	-0.0899	0.4628	0.2758	0.5959	E8
9.7172	-0.0899	1.5157	0.9032	0.5959	E9
0.2155	-0.0899	1.8313	3.5748	1.9521	E10
0.2155	0.0351	-1.4578	0.7579	-0.5199	E11
0.4098	0.0351	-2.5612	0.6549	-0.2557	E12

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج EXCEL2007

التعليق :

يبين الجدول المبين أعلاه أهم المتغيرات الإحصائية لمتغير معدل النمو، حيث نلاحظ من خلال هذا الجدول أن أكبر قيمة لهذا المتغير تظهر عند الشركات 7 و 8 و 9 أين بلغت قيمته 9.7172 و بانحراف قدره 0.2245 و 0.2758 و 0.9032 على التوالي، بينما كانت أدنى قيمة لهذا المتغير هي -0.0899 و التي حققت من طرف الشركتين 6 و 7، كما نلاحظ أن أكبر قيمة لمتوسط هذا المتغير من بين المتوسطات المحسوبة وفق كل شركة هي عند الشركة E3 والتي بلغت قيمته 3.1521 و بانحراف قدره 5.6914، في حين بلغ معامل الاختلاف أدنى قيمة له عند الشركة E12 حيث قدرت قيمته ب -2.5612، و يمكن تبيان تطور هذا المتغير عبر الزمن ولجميع عينة الدراسة وفق ما يوضحه الشكل التالي :

الشكل 2\_4 : تطورات رقم الأعمال لجميع المؤسسات



المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج EXCEL2007

التعليق :

نلاحظ من خلال الشكل (2\_4) تطور معدل النمو يتمتع باستقرار كبير جداً، إلا أن هذا المؤشر عرف تطورين كبيرين عند العيتين 9 و30 وهذا راجع لقيمة رقم الأعمال الذي حققته المؤسسة مقارنة بالسنوات الفارطة ما أدى ذلك إلى ارتفاع نسبة نمو هذا المتغير .

**الفرع الثاني : بناء النموذج الإحصائي**

سنحاول في هذا الفرع بناء نموذج إحصائي يبرز لنا العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، وهذا من خلال تقدير المعادلة القياسية لهذا العلاقة واعتمادها كأساس لاختبار فرضيات هذه الدراسة واستنتاج النتائج وتحليلها.

**أولاً: تقدير النموذج**

بهدف تقدير معادلة النموذج واختبارها واستنتاج العلاقة بين متغيرات الدراسة تم إدخال بيانات الملحق رقم (01) في برنامج EViews.V.9 والحصول على المخرجات التالية:

**الشكل 2-5 : نتائج تقدير النموذج الأول**

Dependent Variable: Y				
Method: Panel Least Squares				
Date: 04/27/17 Time: 11:32				
Sample: 2013 2015				
Periods included: 3				
Cross-sections included: 12				
Total panel (balanced) observations: 36				
Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.9924	0.009577	0.236540	0.002265	C
0.1235	-1.581722	0.100458	-0.158897	X1
0.7288	0.349793	0.010766	0.003766	X2
0.7851	-0.275029	0.013574	-0.003733	X3
0.044706	Mean dependent var		0.101363	R-squared
0.158159	S.D. dependent var		0.017115	Adjusted R-squared
0.763254	Akaike info criterion		0.156800	S.E. of regression
0.587307	Schwarz criterion		0.786758	Sum squared resid
0.701844	Hannan-Quinn criter.		17.73857	Log likelihood
1.417317	Durbin-Watson stat		1.203157	F-statistic
			0.324372	Prob(F-statistic)

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات EViews.V.9

لا يمكن الاعتماد على النموذج السابق في تفسير العلاقة بين المتغيرات إلا بعد إجراء بعض الاختبارات ومن بين أهم هذه الاختبارات نجد :

- ✓ اختبار المعنوية الاحصائية للمعالم المقدرة "Prob"؛
- ✓ اختبار المعنوية الكلية للنموذج "prob"؛
- ✓ اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء "DW"؛

استنتاج :

بعد قيامنا بكل هذه الاختبارات تبين لنا أن النموذج المقدر لا يمكن بناء دراستنا عليه لعدم معنوية معاملته وضعف قوة تفسيره لمتغيرات الدراسة، لذا يتوجب علينا اللجوء إلى تقدير نماذج أخرى التي بإمكانها تفسير العلاقة بين المتغيرات ومقارنتها بالنموذج المقدر ثم اختيار النموذج الأفضل لدراستنا هذه في خطوات لاحقة.

ثانيا :اختيار النموذج الأفضل من بين النماذج المقدرة :

قبل إجراء عملية المفاضلة بين النماذج سنحاول إجراء بعض التعديلات على قيم الدراسة وفق الخطوات التالية:

- ✓ إدخال اللوغاريتم النيبيري على متغير (ROA المتغير التابع) وإعادة تقدير النموذج من جديد، لكن نلاحظ أن هذا المتغير يحتوي على بعض المتغيرات السالبة مما يجعلنا نلجأ إلى استخدام أحد الطرق المستخدمة في الاقتصاد القياسي وهو إضافة قيمة تقديرية على جميع قيم المتغير لتفادي القيم السالبة ليتمكننا بعد ذلك إدخال اللوغاريتم وتقدير النموذج الجديد.
- ✓ نفس الفكرة السابقة إلا أننا في الحالة سندخل اللوغاريتم على متغيري هيكل الضمانات ومعدل النمو (المتغيرات المستقلة) فقط و الإبقاء على باقي المتغيرات كما هي ثم نعيد تقدير النموذج من جديد .
- ✓ تبقى نفس الفكرة السابقة إلا أنه في الحالة يتم اللوغاريتم على الطرفين بإستثناء متغير واحد وهو حجم المؤسسة والذي لا يجوي قيم سالبة ثم نعيد تقدير النموذج من جديد.

ملاحظة :

جميع نتائج هذه الخطوات موضحة في الملحق رقم (3)

اختيار النموذج الأفضل :

يتم اختيار النموذج الأفضل من خلال معايير المفاضلة بين هذه النماذج و المتمثلة في معياري **Akaike info criterion** و **Schwarz criterion** وهذا وفق ما يبينه الجدول التالي :



الجدول 2-6 : معايير المفاضلة بين النماذج

النموذج المقدر	Akaike info criterion	Schwarz criterion
01	-0.7632	-0.5976
02	1.8986	2.0746
03	1.9392	2.1151
04	-0.7619	-0.5959

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على الملحق رقم (4).

نلاحظ من خلال الجدول (2-6) أن أقل قيمة لمعاري **Akaike info criterion** و **Schwarz criterion** كانت عند النموذج الأول ما يعني ذلك أنه يبقى هو النموذج الأنسب و الأفضل لدراستنا.

ثالثا : اختبار لاغرونج :

من أجل معرفة النموذج الملائم للدراسة نقوم بإجراء اختبار لاغرونج LM والذي من خلاله يتم استنتاج النموذج الأنسب لدراستنا من خلال المفاضلة بين النماذج الثلاث ( التجميعي، التأثيرات الثابتة، التأثيرات العشوائية)، حيث يقوم هذا الاختبار على فرضتين أساسيتين :

H0 : النموذج التجميعي هو الملائم للدراسة ؛

H1 : نموذج التأثيرات الثابتة و العشوائية هو الملائم للدراسة ؛

يتبين من خلال نتائج الاختبار (انظر الملحق رقم ) أن قيمة مضاعف لاغرونج للمقطع بلغت 0.3660 والذي كانت تساوي 0.1494، أما قيمة المضاعف للمقطع والفترات تساوي 0.2166 وياحتمال 0.6، مما يؤدي بنا إلى قبول الفرضية الصفرية أي أن النموذج التجميعي هو الأنسب للدراسة.

المطلب الثاني : تحليل ومناقشة النتائج المتوصل إليها

سيتم في هذا المطلب تحليل ومناقشة أهم النتائج التي توصلت إليها دراستنا , وإثبات في النهاية صحة أو بطلان فرضيات الدراسة.

الفرع الأول : تحليل نتائج النموذج المختار

✓ تقييم النموذج المقدر للنموذج :

أولاً : التقييم الإحصائي للنموذج المقدر :تقوم عملية تقييم النموذج إحصائيا على جملة من الاختبارات نقوم بأهمها :

1- اختبار المعنوية الجزئية للمعالم المقدرة "prob" : نلاحظ من خلال الشكل (2-5) أن القيمة الاحتمالية

لجميع المعالم المقدرة كانت أقل من 0.05 بما فيهم معامل C وال وهذا غير مقبول إحصائيا؛

2- اختبار المعنوية الكلية للنموذج المقدر F(فيشر) : نلاحظ من خلال الشكل (2-5) أن القيمة الاحتمالية

لفيشر كانت أقل من 0.05 وهذا غير مقبول من الناحية الاحصائية كذلك؛

3- اختبار جودة التوفيق : نلاحظ من خلال الشكل (2-5) أن قيمة  $R^2$  تبدو ضعيفة جدا (0.1310) مما لا

يمكن الاعتماد عليها في تفسير التغيرات الإجمالية الحاصلة في النموذج لأن دلالته ضعيفة جدا.

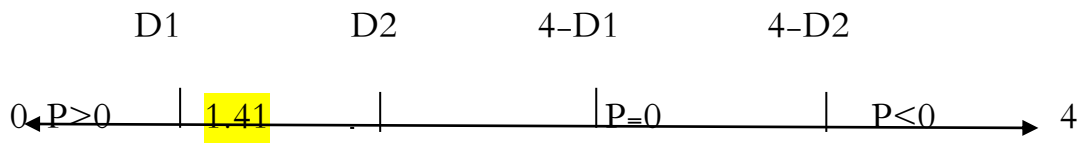
ثانيا : التقييم القياسي للنموذج : يتمثل هذا التقييم في أهم اختبار لتقييم المعادلة قياسيا وهو اختبار الارتباط الذاتي

للأخطاء (DW)، يعتمد على اختبار المعنوية الاحصائية لمعامل "p" بحيث يعتمد على فرضتين أساسيتين :

H0: لا يوجد ارتباط ذاتي للأخطاء  $P=0$

H1: يوجد ارتباط ذاتي للأخطاء  $P=1$

الشكل 2-6 : الارتباط الذاتي للأخطاء للنموذج المقدر



المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج **EIEWS.V.9** والملحق رقم 6.

نلاحظ من خلال الشكل ( 2-5 ) أن قيمة DW هي 1.41 نقارن هذه القيمة مع القيمة الجدولية المستخرجة من جدول توزيع DW حيث n: هو عدد المشاهدات , k : عدد المتغيرات المستقلة بدون احتساب الثابت وذلك وفق مايلي :

إذا كان :  $0 < DW < D1$  وجود ارتباط ذاتي موجب؛

$4-D1 < DW < 4$  وجود ارتباط ذاتي سالب؛

$D2 < DW < 4-D2$  لا يوجد ارتباط ذاتي للأخطاء ( استقرارية الأخطاء )؛

$D < DW < D2$  أو  $4-D2 < DW < D14$  حالة شك أن لا يستطيع الاختبار في هذه الحالة تحديد

هذا الارتباط.

بعد استخراج قيمتي D1 و D2 من جدول توزيع DW نلاحظ أن قيمة DW المحسوبة تقع قيمتها بين D2 و D1 مما يعني ذلك وجود حالة شك في وجود ارتباط ذاتي للأخطاء لا يستطيع الاختبار الكشف عنه

استنتاج : بعد اختيارنا للنموذج الأفضل و إجراء مختلف الاختبارات عليه تبين لنا أن النموذج غير مقبول إحصائياً، فحاولنا اللجوء إلى النموذج البسيط لتفسير العلاقة بين متغيرات الدراسة ( انظر الملحق رقم 5)، إلا أن النموذج البسيط أيضا لم يكشف لنا عن وجود هذه العلاقة، مما يفسر ذلك ربما عدم وجود علاقة أو تأثير للمتغيرات المستقلة على المتغير التابع أو ثمة متغيرات أخرى لم نتطرق إليها في دراستنا هذه لها تأثير على المتغير التابع، لذا سنحاول اعتماد على نموذج الانحدار المتعدد المختار في اختبار العلاقة ولو نظريا .

**الفرع الثاني : المناقشات والاستنتاجات**

سيتم في هذا الفرع مناقشة النتائج والخروج بأهم الاستنتاجات التي بإمكاننا الاعتماد عليها للإجابة على إشكالية دراستنا وهي على النحو التالي :

**✓ مناقشة النتائج المتوصل إليها :**

توصلت دراستنا هذه إلى نتائج مفادها إثبات أو نفي فرضيات هذه الدراسة، نحاول عرضها ومناقشتها موجزة كما يلي:

- 1- أظهرت نتائج نموذج الانحدار المتعدد المختار عدم معنوية للمعالم المقدرة وللنموذج ككل، ما يفسر عدم وجود علاقة ذات معنوية بين متغيرات الدراسة، لكن حاولنا اختبار العلاقة و لو نظريا من أجل الاستفادة منها في دراسات لاحقة
- 2- أظهرت نتائج التحليل الإحصائي أنه لا وجود لعلاقة ذات معنوية إحصائية بين ( هيكل الأصول، معدل النمو) والمتغير التابع، ولكن حاولنا اختبار هذه العلاقة ولو من الناحية النظرية وهو لم نجد في حدود علمنا واطلاعنا دراسة وصلت إلى هذه النتيجة؛
- 3- أظهرت نتائج التحليل الإحصائي أنه لا وجود لعلاقة ذات معنوية إحصائية بين حجم المؤسسة و العائد على الأصول، ولكن حاولنا اختبار هذه العلاقة ولو من الناحية النظرية وهو لم يتم العثور عليه في الدراسات المطع عليها؛
- 4- توصل دراستنا هذه إلى أن المتغيرات المستقلة التي تم الاعتماد عليها في تفسير العلاقة ليس لها تأثير ذات دلالة معنوية على المتغير التابع، ما يعني ذلك ربما وجود علاقة غير مباشرة أو ثمة متغيرات أخرى غير قيد دراستنا هي التي تؤثر على المتغير التابع؛

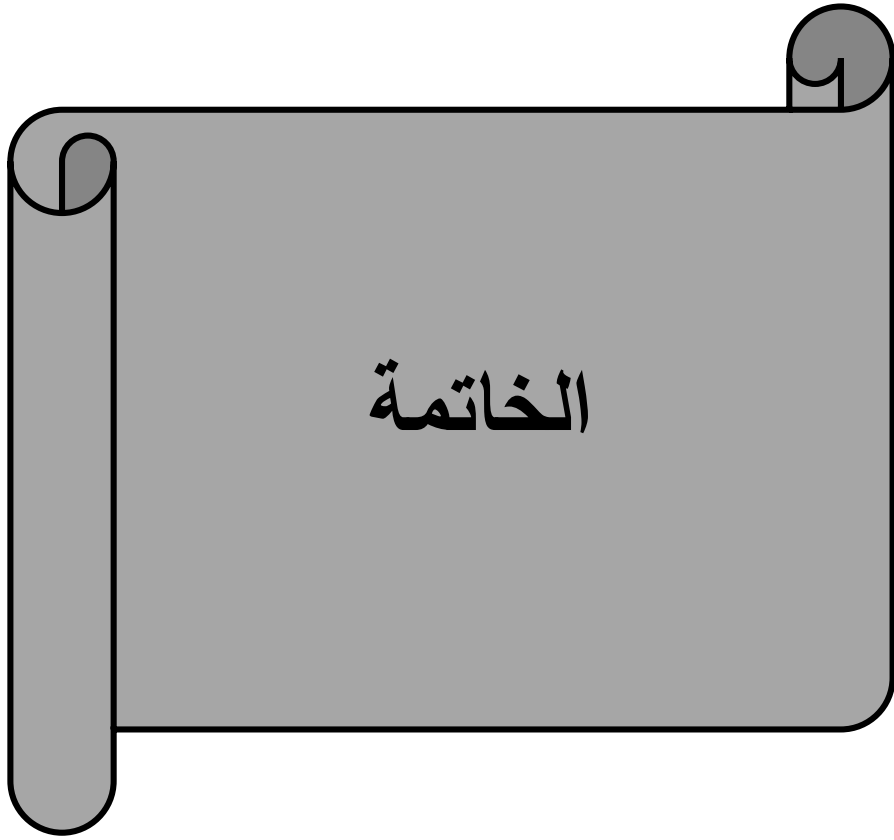
**✓ الاستنتاجات :**

- 1- نستنتج أن النموذج المختار لا يمكن الاعتماد عليه من الناحية الإحصائية، ولكن حاولنا تبيان العلاقة من الناحية النظرية لإعطاء فكرة للدراسات المستقبلية؛
- 2- نستنتج أنه هناك علاقة غير مباشرة ما بين المتغيرات أي هناك متغير وسيطي يربط هذه المتغيرات فيما بينها؛
- 3- يعود سبب عدم الوصول إلى النتائج المرجوة من دراستنا ربما لعدم وجود للعلاقة في الواقع أصلا أو ربما لعشوائية العينة المختارة أو لعوامل أخرى لم نستطع إكتشافها في دراستنا هذه؛
- 4- نستنتج أن لأخطاء القياس تأثير في صدق النتائج وشفافيتها .

خلاصة الفصل :

حاولنا من خلال هذا الفصل عرض أهم النتائج التي توصلت إليها دراستنا هذه والقيام بتحليلها ومن ثم مناقشتها وإيجاد تفسيرات لها، وهذا بغية إثبات صحة أو بطلان الفرضيات التي تم وضعها من أجل الإجابة على الإشكالية الرئيسية للدراسة ومن هذه الاستنتاجات نذكر ما يلي :

- ✓ لا يوجد علاقة ذات معنوية إحصائية بين هيكل الأصول و العائد على الأصول، ما يعني ذلك عدم تأثير الأول على الثاني في المؤسسات محل الدراسة للفترة من (2013-2015)؛
  - ✓ لا يوجد علاقة ذات معنوية إحصائية بين حجم المؤسسة والعائد على الأصول، ما يعني عدم تأثير حجم المؤسسة بالعائد على الأصول للمؤسسات محل الدراسة للفترة من (2013-2015)؛
  - ✓ لا يوجد علاقة ذات معنوية بين معدل نمو رقم الأعمال و العائد على الأصول، ما يعني عدم تأثير معدل نمو رقم الأعمال على العائد على الأصول للمؤسسات محل الدراسة للفترة من (2013-2015)؛
- كما حاولنا من خلال هذا الفصل التعرف على كيفية استخدام نماذج البانل في تحليل بيانات السلاسل الزمنية المقطعية والوصول إلى النموذج الأنسب لدراستنا وهو النموذج التجميعي.



سعيًا في هذه الدراسة إلى معالجة موضوع محددات الهيكل المالي وأثره على ربحية المؤسسات الاقتصادية، حيث كانت إشكالية دراستنا تتمحور حول هل تؤثر محددات الهيكل المالي على ربحية المؤسسات محل الدراسة أم لا؟، وقد اعتمدنا في دراستنا على ثلاث محددات فقط وهي هيكل الأصول ومعدل نمو رقم الأعمال و حجم المؤسسة كمتغيرات مستقلة والعائد على الأصول كمتغير تابع، وقد أجريت دراستنا هذه على عينة من المؤسسات الاقتصادية الناشطة في قطاعات مختلفة وهذا للفترة الممتدة من (2013-2015)، وقد حاولنا من خلال دراستنا هذه الإجابة على الإشكالية المطروحة في حدود استطاعتنا وذلك بإتباع المنهجية المعتمدة في إعداد البحوث العلمية، وقد خلصت دراستنا إلى النتائج التالية:

### ✓ اختبار الفرضيات :

قامت دراستنا هذه على فرضية رئيسية واحدة و ثلاث فرضيات جزئية :

- بالنسبة للفرضية الجزئية الأولى تنص على أنه يوجد تأثير لمتغير هيكل الأصول على العائد على الأصول، وهو ما توصلت إليه دراستنا هذه و أكدت نفي هذه الفرضية؛
  - بالنسبة للفرضية الجزئية الثانية تنص على أنه يوجد تأثير لمتغير حجم المؤسسة على العائد على الأصول، وهو ما أكدته دراستنا هذه وتم نفي هذه الفرضية؛
  - بالنسبة للفرضية الجزئية الثالثة تنص على أنه يوجد تأثير لمتغير معدل نمو رقم الأعمال على العائد على الأصول، وهو ما أكدناه من خلال نتائج دراستنا هذه تم نفي هذه الفرضية.
- ومنه نستنتج الإجابة على الإشكالية الرئيسية لدراستنا وهو أنه لا وجود لتأثير محددات الهيكل المالي ( هيكل الأصول، حجم المؤسسة، معدل نمو رقم الأعمال ) على ربحية المؤسسات الاقتصادية محل الدراسة، ومنه الإجابة على إشكالية دراستنا.

### ✓ المقترحات و التوصيات :

- استنادًا إلى النتائج المتوصل إليها في دراستنا هذه نحاول تقديم محاولة لتقديم بعض التوصيات والاقتراحات كما يلي :
- أن نعتمد في اختيار العينة لدراسة مثل هذا النوع من المواضيع خاصة الهيكل المالي على المؤسسات التي لديها تصريحات مالية ذات شفافية لأن سرية المعلومات قد يكون عائقًا أمام القيام بمثل هذا النوع من الدراسات؛
  - استخدام برامج أو أدوات أخرى من شأنها أن تدرس العلاقة بشكل أدق؛
  - دراسة هذا الموضوع على المؤسسات التي تتميز بخصوصية معينة مثل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مثلاً؛
  - تطبيق الدراسة على المؤسسات ذات النشاط البورصي واستنتاج الميزة التي تميزها على المؤسسات الأخرى غير المسعرة في البورصة.

### ✓ آفاق مستقبلية :

في ظل التحولات والتطورات الحاصلة في القطاع الاقتصادي واختلاف الأهداف التي تسعى المؤسسات الاقتصادية إلى تحقيقها، يمكن أن نقدم بعض الآفاق التي نأمل أن تراعى بعين الاعتبار في الدراسات المستقبلية وهي كالتالي :

- أن نقوم بدراسة على مؤسسات ناشطة في نفس القطاع واستخراج أثر طبيعة القطاع على نتائج الدراسة؛
- أن نقوم باعتماد مؤشرات أخرى لقياس الربحية وإضافة متغيرات مستقلة أخرى و إعادة صياغة العلاقة من جديد؛
- أن نقوم بتوسيع فترة الدراسة واعتماد بيانات أطول من أجل تعميم النتائج؛
- التوسيع في حجم العينة و الأخذ بعين الاعتبار أثر الظروف الاقتصادية للمؤسسات الاقتصادية في الفترة المدروسة.





المصادر والمراجع

### أولاً: المراجع باللغة العربية:

#### الكتب:

- 1) عبد الغفار حنفي، سمية زكية قرياقص، أساسيات التمويل و الادارة المالية، الدار الجامعية، مصر، 2004؛
- 2) إبراهيم منير هندي، الفكر الحديث في هيكل التمويل، جامعة طنطا، مصر، 2015.

#### البحوث الجامعية:

- 1) غنية بور بيعة، محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة، مذكرة ماجستير، غ منشورة، جامعة دالي إبراهيم، الجزائر3، 2012؛
- 2) محمد حافظ بوغابة، دراسة خصوصيات الهيكل المالي وتحليل المردودية لمقاولات البناء و الأشغال العمومية، مذكرة ماجستير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2011؛
- 3) أنفال حدة خبيرة، تأثير الهيكل المالي على استراتيجية المؤسسة، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الماجستير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2012؛
- 4) تبر زغود، محددات سياسة التمويل للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية، مذكرة ماجستير، غ منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2009؛
- 5) أحمد أمين سعد الله، سياسة التمويل داخل المؤسسة في ظل اقتصاد السوق، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر3، الجزائر، 2010؛
- 6) يوسف قريشي، سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2005.

#### المقالات المنشورة:

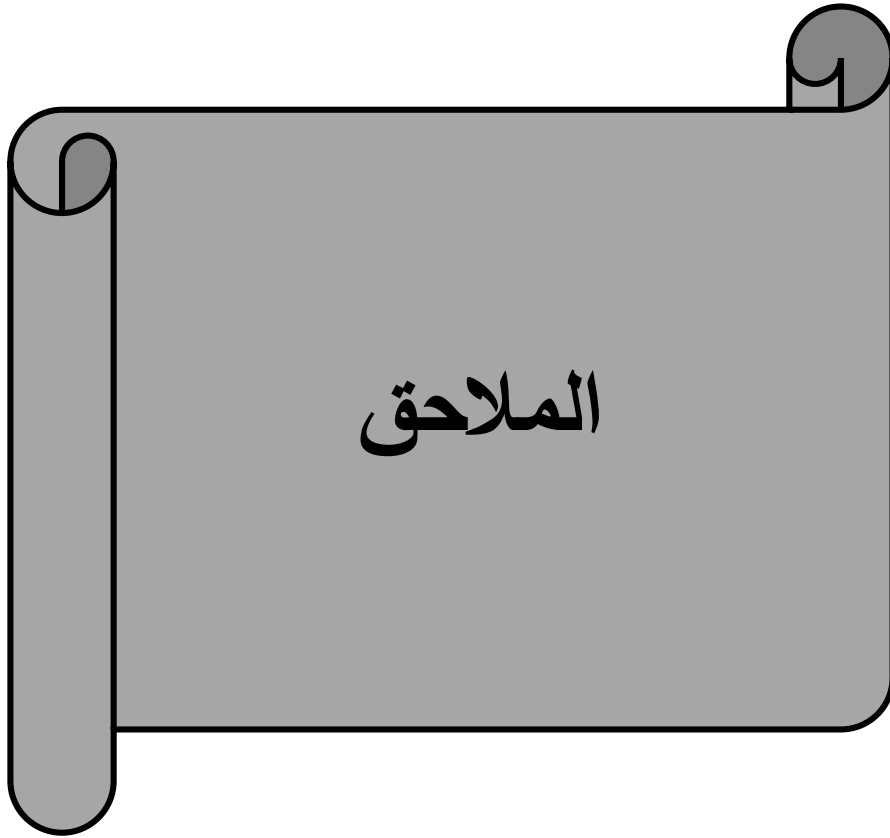
- 1) حسين محمد حسين سمحان، أثر هيكل رأس المال و الرفع المالي و الربحية على قيمة شركات التعليم و الاستثمار الأردنية، العدد السابع عشر، مجلة الأبحاث الاقتصادية و الإدارية، جامعة الزرقاء، الأردن، 2015؛
- 2) عبد الخالق ياسين البدران وعادلة حاتم ناصح، علاقة هيكل التمويل بربحية الشركة، مجلة العلوم الاقتصادية، العراق، المجلد العاشر، العدد37، 2014.

### وقائع التظاهرات الجامعية (المؤتمرات و الملتقيات و الأيام الدراسية):

(1) إلیاس بن ساسي ویوسف قريشي، خصائص ومحددات الهياكل التمويلية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة الجزائرية، الملتقى الدولي حول تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية في الدول العربية، جامعة حسيبة بوعلی، الشلف، يومي 17 و 18 أفريل 2006.

ثانيا : المراجع باللغة الأجنبية

- 1- Mazen kebwar, La structure du capital et la profitabilité Uneétudeempirique sur données de panel françaises, University of Aleppo, Aleppo, 2012;
- 2- Aakingunoll& Olvwqtosyn and Oyetatrichara , Determinant of Financial Structure Decision in Small and Medium Enterprises : A Pilod RegisteStudy of Select red Companies in Nigeria, Journal of Economics and Finance, Nigeria, Volume 3, Issue 1, 2014;
- 3- Mihmmed m & Khalifatatlagb, The Effect of Capital Structure on Profitability of Energy American Firms, Journal of Business and Management Invention, Volume 3, Issue 12, 2014.



الملحق رقم 1 : متغيرات الدراسة

cod	temp	y	x3	x2	x1
1	2013	0.0752	-0.1028	17.4649	0.0390
1	2014	0.0362	-0.0069	17.4835	0.0363
1	2015	0.0258	-0.0200	17.4676	0.0309
2	2013	0.0725	0.9781	24.6414	0.0253
2	2014	0.0106	0.1606	24.8712	0.0217
2	2015	0.1055	0.1055	25.1765	0.0232
3	2013	0.0002	0.1292	20.3581	0.1898
3	2014	-0.0032	-0.3900	20.3657	0.1884
3	2015	0.0025	9.7172	20.7863	0.1306
4	2013	-0.0002	-0.0899	27.2113	0.3950
4	2014	0.0327	0.0943	20.3746	0.4168
4	2015	0.0342	0.2155	22.6298	0.4378
5	2013	0.0009	0.0316	22.4400	0.0186
5	2014	0.0021	0.4099	22.3873	0.0156
5	2015	-0.0023	-0.2304	22.3639	0.0143
6	2013	-0.0156	-1.0000	21.4796	-0.0001
6	2014	-0.0032	0.0000	21.4791	-0.0158
6	2015	-0.0054	-1.0000	21.4792	-0.0002
7	2013	0.0101	0.3571	18.0859	0.8241
7	2014	-0.1905	0.2894	18.0463	0.8172
7	2015	-0.0998	-0.0612	18.0071	0.8080
8	2013	-0.0471	0.0257	18.2173	0.8202
8	2014	0.0103	0.0372	18.1794	0.6873
8	2015	-0.0498	0.5091	18.2873	0.5676
9	2013	0.1022	1.6331	25.0336	0.0692
9	2014	0.1389	0.1733	25.2079	0.0614
9	2015	0.1099	-0.0185	25.2114	0.0621
10	2013	0.8896	-0.0393	20.9769	0.0000
10	2014	0.0832	-0.1834	21.1100	0.1479
10	2015	0.0620	6.0793	21.3149	0.0237
11	2013	0.0028	0.3538	20.0177	0.4885
11	2014	0.1461	-0.9136	19.9323	0.5123
11	2015	-0.0275	-1.0000	19.7535	0.0464
12	2013	0.0309	0.2328	19.8700	0.0044
12	2014	0.0259	-1.0000	17.5817	0.0010
12	2015	0.0437	0.0000	19.8872	0.0100

من إعداد الطالب بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسات محل الدراسة

قائمة الملاحق

الملحق رقم 2 : أهم القيم الاحصائية لمتغيرات الدراسة

		Y	X3	X2	X1
MOYENNE	E1	0.0457	- 0.0432	17.4720	0.0354
	E2	0.0629	0.4147	24.8963	0.0234
	E3	-0.000187	3.1522	20.5034	0.169623
	E4	0.0222296	0.0733	23.40524	0.416526
	E5	0.0002489	0.0704	22.39707	0.016162
	E6	-0.008115	- 0.6667	21.47929	-0.00539
	E7	-0.093401	0.1951	18.04641	0.816447
	E8	0.1169958	0.596	25.15098	0.064216
	E9	0.1169958	0.596	25.15098	0.064216
	E10	0.3449145	1.9522	21.13392	0.05721
	E11	0.0404689	- 0.5199	19.90116	0.349059
	E12	0.033528	- 0.2557	19.11298	0.005121
VAR	E1	0.0006776	0.0027	0.000101	1.7E-05
	E2	0.0023225	0.2388	0.072071	3.16E-06
	E3	8.296E-06	32.392	0.060061	0.001141
	E4	0.0003788	0.0236	12.13583	0.000459
	E5	5.001E-06	0.1036	0.001522	4.72E-06
	E6	4.378E-05	0.3333	5.42E-08	8.19E-05
	E7	0.0100919	0.0504	0.001554	6.52E-05
	E8	0.0011533	0.0761	0.002996	0.01597
	E9	0.0003731	0.8159	0.010329	1.85E-05
	E10	0.2226536	12.78	0.028991	0.006307
	E11	0.0086009	0.5745	0.018178	0.068846
	E12	8.46E-05	0.429	1.758579	2.06E-05
SQR	E1	0.0260311	0.052	0.010059	0.004124
	E2	0.048192	0.4887	0.26846	0.001778
	E3	0.0028803	5.6914	0.245072	0.033772
	E4	0.0194624	0.1538	3.483652	0.021421
	E5	0.0022363	0.3219	0.039009	0.002173
	E6	0.0066169	0.5774	0.000233	0.00905
	E7	0.1004583	0.2246	0.03942	0.008073
	E8	0.0339596	0.2758	0.054733	0.126371
	E9	0.0193161	0.9033	0.101631	0.004303
	E10	0.4718618	3.5749	0.170266	0.079419
	E11	0.0927409	0.7579	0.134826	0.262385
	E12	0.0091981	0.655	1.326114	0.004536
MIN	E1	0.0258	- 0.1028	17.4649	0.0309

قائمة الملاحق

الملحق رقم 2 : أهم القيم الاحصائية لمتغيرات الدراسة

	E2	0.0258	- 0.0200	17.4676	0.0253
	E3	0.0106	- 0.0200	17.4676	0.0217
	E4	0.0106	0.1055	24.6414	0.0217
	E5	0.0002	0.1055	20.3581	0.0217
	E6	-0.0032	- 0.3900	20.3581	0.0232
	E7	-0.0032	- 0.3900	20.3581	0.1306
	E8	-0.0032	- 0.3900	20.3657	0.1306
	E9	-0.0002	- 0.0899	20.3746	0.1306
	E10	-0.0002	- 0.0899	20.3746	0.3950
	E11	0.0009	0.0316	20.3746	0.0186
	E12	0.0009	0.0316	22.3873	0.0156
	MAX	E1	0.0752	- 0.0069	17.4835
E2		0.0725	0.9781	24.6414	0.0363
E3		0.0725	0.9781	24.8712	0.0309
E4		0.1055	0.9781	25.1765	0.0253
E5		0.1055	0.1606	25.1765	0.1898
E6		0.1055	0.1292	25.1765	0.1898
E7		0.0025	9.7172	20.7863	0.1898
E8		0.0025	9.7172	27.2113	0.3950
E9		0.0327	9.7172	27.2113	0.4168
E10		0.0342	0.2155	27.2113	0.4378
E11		0.0342	0.2155	22.6298	0.4378
E12		0.0342	0.4099	22.6298	0.4378

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج EXCEL

## قائمة الملاحق

الملحق رقم 3 : قيم متغيرات الدراسة بعد تصحيحها

y*	x3*	X1*
0.0952	1.3972	0.1390
0.2362	1.4931	0.1363
0.2258	1.4800	0.1309
0.2725	2.4781	0.1253
0.2106	1.6606	0.1217
0.3055	1.6055	0.1232
0.2002	1.6292	0.2898
0.1968	1.1100	0.2884
0.2025	11.2172	0.2306
0.1998	1.4101	0.4950
0.2327	1.5943	0.5168
0.2342	1.7155	0.5378
0.2009	1.5316	0.1186
0.2021	1.9099	0.1156
0.1977	1.2696	0.1143
0.1844	0.5000	0.0999
0.1968	1.5000	0.0842
0.1946	0.5000	0.0998
0.2101	1.8571	0.9241
0.0095	1.7894	0.9172
0.1002	1.4388	0.9080
0.1529	1.5257	0.9202
0.2103	1.5372	0.7873
0.1502	2.0091	0.6676
0.3022	3.1331	0.1692
0.3389	1.6733	0.1614
0.3099	1.4815	0.1621
1.0896	1.4607	0.1000
0.2832	1.3166	0.2479
0.2620	7.5793	0.1237
0.2028	1.8538	0.5885
0.3461	0.5864	0.6123
0.1725	0.5000	0.1464
0.2309	1.7328	0.1044
0.2259	0.5000	0.1010
0.2437	1.5000	0.1100

المصدر : من إعداد الطالب



## قائمة الملاحق

الملحق رقم 4 : نتائج اختبارات النماذج المفاضل بينها

الشكل رقم 1 : نتائج اختبار النموذج الأول

Dependent Variable: Y				
Method: Panel Least Squares				
Date: 04/25/17 Time: 11:57				
Sample: 2013 2015				
Periods included: 3				
Cross-sections included: 12				
Total panel (balanced) observations: 36				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.002265	0.236540	0.009577	0.9924
X1	-0.158897	0.100458	-1.581722	0.1235
X2	0.003766	0.010766	0.349793	0.7288
X3	-0.003733	0.013574	-0.275029	0.7851
R-squared	0.101363	Mean dependent var		0.044706
Adjusted R-squared	0.017115	S.D. dependent var		0.158159
S.E. of regression	0.156800	Akaike info criterion		-0.763254
Sum squared resid	0.786758	Schwarz criterion		-0.587307
Log likelihood	17.73857	Hannan-Quinn criter.		-0.701844
F-statistic	1.203157	Durbin-Watson stat		1.417317
Prob(F-statistic)	0.324372			

الشكل رقم 2 : نتائج النموذج الثاني

Dependent Variable: LOG(YC)				
Method: Panel Least Squares				
Date: 04/25/17 Time: 12:43				
Sample: 2013 2015				
Periods included: 3				
Cross-sections included: 12				
Total panel (balanced) observations: 36				
Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0096	-2.756244	0.895234	-2.467483	C
0.0316	-2.247504	0.380204	-0.854511	X1
0.2185	1.255086	0.040745	0.051139	X2
0.9268	-0.092638	0.051373	-0.004759	X3
-1.584736	Mean dependent var		0.245279	R-squared
0.653168	S.D. dependent var		0.174524	Adjusted R-squared
1.898678	Akaike info criterion		0.593440	S.E. of regression
2.074625	Schwarz criterion		11.26948	Sum squared resid
1.960088	Hannan-Quinn criter.		-30.17621	Log likelihood
2.520300	Durbin-Watson stat		3.466589	F-statistic
			0.027478	Prob(F-statistic)

المصدر : من إعداد بالاعتماد على برنامج ايفيوز

## قائمة الملاحق

### تابع للملحق رقم 4

#### الشكل رقم 3 : نتائج النموذج الثالث

Dependent Variable: LOG(YC)				
Method: Panel Least Squares				
Date: 04/25/17 Time: 13:57				
Sample: 2013 2015				
Periods included: 3				
Cross-sections included: 12				
Total panel (balanced) observations: 36				
Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0003	-4.019602	0.814105	-3.272378	C
0.0716	-1.863214	0.133190	-0.248162	LOG(XT)
0.1351	1.533042	0.041076	0.062971	X2
0.9651	-0.044042	0.167818	-0.007391	LOG(XZ)
-1.584736	Mean dependent var		0.214060	R-squared
0.653168	S.D. dependent var		0.140378	Adjusted R-squared
1.939211	Akaike info criterion		0.605590	S.E. of regression
2.115157	Schwarz criterion		11.73564	Sum squared resid
2.000621	Hannan-Quinn criter.		-30.90579	Log likelihood
2.392584	Durbin-Watson stat		2.905189	F-statistic
			0.049782	Prob(F-statistic)

#### الشكل رقم 4 : نتائج النموذج الرابع

Dependent Variable: Y				
Method: Panel Least Squares				
Date: 04/25/17 Time: 14:20				
Sample: 2013 2015				
Periods included: 3				
Cross-sections included: 12				
Total panel (balanced) observations: 36				
Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.5158	-0.657200	0.210928	-0.138622	C
0.8978	0.129517	0.043480	0.005631	LOG(XZ)
0.1246	-1.577094	0.034509	-0.054423	LOG(XT)
0.6577	0.447249	0.010642	0.004760	X2
0.044706	Mean dependent var		0.100176	R-squared
0.158159	S.D. dependent var		0.015817	Adjusted R-squared
-0.761934	Akaike info criterion		0.156903	S.E. of regression
-0.585987	Schwarz criterion		0.787798	Sum squared resid
-0.700524	Hannan-Quinn criter.		17.71481	Log likelihood
1.355813	Durbin-Watson stat		1.187498	F-statistic
			0.330033	Prob(F-statistic)

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج ايفيوز

## الملحق رقم 5 : نتائج الانحدار الخطي البسيط

### الشكل رقم 1 : نتائج النموذج الأول

Dependent Variable: Y				
Method: Panel Least Squares				
Date: 04/27/17 Time: 11:55				
Sample: 2013 2015				
Periods included: 3				
Cross-sections included: 12				
Total panel (balanced) observations: 36				
Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0153	2.554785	0.032212	0.082294	C
0.0658	-1.900866	0.089900	-0.170887	X1
0.044706	Mean dependent var		0.096064	R-squared
0.158159	S.D. dependent var		0.069478	Adjusted R-squared
-0.868486	Akaike info criterion		0.152566	S.E. of regression
-0.780513	Schwarz criterion		0.791397	Sum squared resid
-0.837781	Hannan-Quinn criter.		17.63275	Log likelihood
1.406155	Durbin-Watson stat		3.613291	F-statistic
			0.065824	Prob(F-statistic)

### الشكل رقم 2 : نتائج النموذج الثاني

Dependent Variable: Y				
Method: Panel Least Squares				
Date: 04/27/17 Time: 11:56				
Sample: 2013 2015				
Periods included: 3				
Cross-sections included: 12				
Total panel (balanced) observations: 36				
Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.4271	-0.803725	0.210938	-0.169536	C
0.3132	1.023674	0.009977	0.010213	X2
0.044706	Mean dependent var		0.029899	R-squared
0.158159	S.D. dependent var		0.001367	Adjusted R-squared
-0.797845	Akaike info criterion		0.158051	S.E. of regression
-0.709871	Schwarz criterion		0.849325	Sum squared resid
-0.767140	Hannan-Quinn criter.		16.36120	Log likelihood
1.333663	Durbin-Watson stat		1.047909	F-statistic
			0.313218	Prob(F-statistic)

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج ايفيوز

## تابع للملحق رقم 5

### الشكل رقم 3 : نتائج النموذج الثالث

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.1061	1.659833	0.027392	0.045466	C
0.8990	-0.127875	0.013838	-0.001770	X3
0.044706	Mean dependent var		0.000481	R-squared
0.158159	S.D. dependent var		-0.028917	Adjusted R-squared
-0.767970	Akaike info criterion		0.160430	S.E. of regression
-0.679997	Schwarz criterion		0.875081	Sum squared resid
-0.737265	Hannan-Quinn criter.		15.82346	Log likelihood
1.275480	Durbin-Watson stat		0.016352	F-statistic
			0.899001	Prob(F-statistic)

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على برنامج ايفيوز

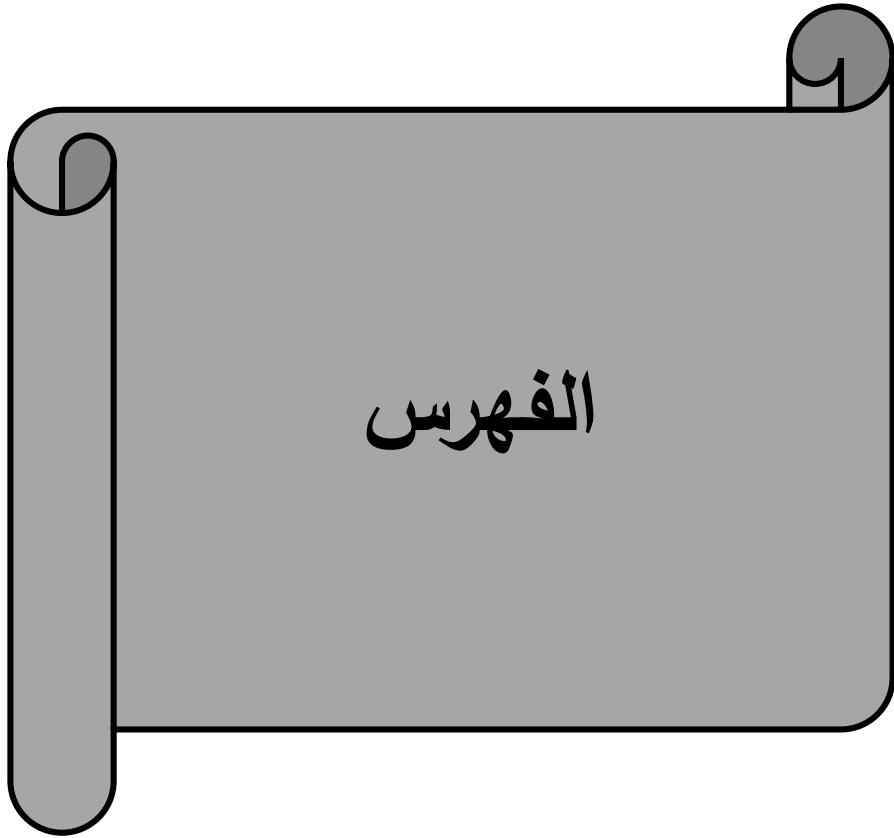


## قائمة الملاحق

الملحق رقم (6) : جدول توزيع دربين واتسون (من  $n=31$  الى  $n=200$ )

<b>31</b>	1.36	1.50	1.30	1.57	1.23	1.65	1.16	1.74	1.09	1.83
<b>32</b>	1.37	1.50	1.31	1.57	1.24	1.65	1.18	1.73	1.11	1.82
<b>33</b>	1.38	1.51	1.32	1.58	1.26	1.65	1.19	1.73	1.13	1.81
<b>34</b>	1.39	1.51	1.33	1.58	1.27	1.65	1.21	1.73	1.15	1.81
<b>35</b>	1.40	1.52	1.34	1.58	1.28	1.65	1.22	1.73	1.16	1.80
<b>36</b>	1.41	1.52	1.35	1.59	1.29	1.65	1.24	1.73	1.18	1.80
<b>37</b>	1.42	1.53	1.36	1.59	1.31	1.66	1.25	1.72	1.19	1.80
<b>38</b>	1.43	1.54	1.37	1.59	1.32	1.66	1.26	1.72	1.21	1.79
<b>39</b>	1.43	1.54	1.38	1.60	1.33	1.66	1.27	1.72	1.22	1.79
<b>40</b>	1.44	1.54	1.39	1.60	1.34	1.66	1.29	1.72	1.23	1.79
<b>45</b>	1.48	1.57	1.43	1.62	1.38	1.67	1.34	1.72	1.29	1.78
<b>50</b>	1.50	1.59	1.46	1.63	1.42	1.67	1.38	1.72	1.34	1.77
<b>55</b>	1.53	1.60	1.49	1.64	1.45	1.68	1.41	1.72	1.38	1.77
<b>60</b>	1.55	1.62	1.51	1.65	1.48	1.69	1.44	1.73	1.41	1.77
<b>65</b>	1.57	1.63	1.54	1.66	1.50	1.70	1.47	1.73	1.44	1.77
<b>70</b>	1.58	1.64	1.55	1.67	1.52	1.70	1.49	1.74	1.46	1.77
<b>75</b>	1.60	1.65	1.57	1.68	1.54	1.71	1.51	1.74	1.49	1.77
<b>80</b>	1.61	1.66	1.59	1.69	1.56	1.72	1.53	1.74	1.51	1.77
<b>85</b>	1.62	1.67	1.60	1.70	1.57	1.72	1.55	1.75	1.52	1.77
<b>90</b>	1.63	1.68	1.61	1.70	1.59	1.73	1.57	1.75	1.54	1.78
<b>95</b>	1.64	1.69	1.62	1.71	1.60	1.73	1.58	1.75	1.56	1.78
<b>100</b>	1.65	1.69	1.63	1.72	1.61	1.74	1.59	1.76	1.57	1.78
<b>150</b>	1.72	1.75	1.71	1.76	1.69	1.77	1.68	1.79	1.66	1.80
<b>200</b>	1.76	1.78	1.75	1.79	1.74	1.80	1.73	1.81	1.72	1.82

Where  $n$  = number of observations and  $k$  = number of independent variables



## الفهرس

الصفحة	الفهرس
III	الإهداء
IV	الشكر
V	الملخص
VI	قائمة المحتويات
VII	قائمة الجداول
VIII	قائمة الأشكال البيانية
IX	قائمة الملاحق
أ	المقدمة
1	<b>الفصل الأول : الإطار النظري للهيكل المالي و أهم نظرياته</b>
2	<b>تمهيد</b>
3	المبحث الأول : الهيكل المالي المفهوم, المحددات, المكونات
3	المطلب الأول : مفهوم الهيكل المالي والهيكل المالي الأمثل
4	المطلب الثاني : مكونات الهيكل المالي
5	المطلب الثالث : المحددات المؤثرة في تركيبة الهيكل المالي
6	المبحث الثاني : المقاربات المفسرة للهيكل المالي
6	المطلب الأول : تأثير قرار الاقتراض على قيمة المؤسسة
6	الفرع الأول : المنظور التقليدي
10	الفرع الثاني : المنظور الحديث
13	المطلب الثاني : المقاربات البديلة لقرار الاقتراض
13	الفرع الأول : نظرية التوازن
14	الفرع الثاني : نظرية ترتيب أفضلية التمويل
14	الفرع الثالث : نظرية عدم تماثل المعلومات
14	الفرع الرابع : نظرية توقيت السوق
15	المبحث الثالث : الدراسات السابقة ( الدراسات السابقة)
15	المطلب الأول : الدراسات السابقة باللغة العربية
17	المطلب الثاني : الدراسات السابقة باللغة الأجنبية
18	المطلب الثالث : موقع الدراسة من الدراسات السابقة
20	خلاصة الفصل
21	<b>الفصل الثاني : الدراسة الميدانية</b>
22	<b>تمهيد الفصل</b>
23	المبحث الأول : الطريقة و الأدوات المستخدمة في الدراسة



## الفهرس

23	المطلب الأول : طريقة الدراسة
23	الفرع الأول : مجتمع وعينة الدراسة
24	25 الفرع الثاني : متغيرات الدراسة وكيفية قياسها
25	الفرع الثالث : طريقة جمع و تلخيص المعلومات
25	المطلب الثاني : الأدوات المستخدمة في الدراسة
27	المبحث الثاني : عرض ومناقشة النتائج المتوصل إليها
27	المطلب الأول : عرض النتائج
27	الفرع الأول : الدراسة الوصفية والإحصائية
35	الفرع الثاني : بناء النموذج الإحصائي
37	المطلب الثاني : تحليل ومناقشة النتائج المتوصل إليها
37	الفرع الأول : تحليل نسب متغيرات الدراسة ( المتغير التابع, المتغيرات المستقلة)
38	الفرع الثاني : تحليل نتائج النموذج المختار
40	الفرع الثالث : المناقشات والاستنتاجات
42	خلاصة الفصل
43	خاتمة
46	قائمة المراجع
49	الملاحق
59	الفهرس

