

جامعة قاسدي مرياح - ورقلة-

كلية العلوم الاقتصادية و التجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير



مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي

الميدان : علوم اقتصادية ، علوم التسيير و علوم تجارية

الشعبة : علوم مالية ومحاسبة

التخصص : مالية المؤسسة

بعنوان:

محددات الهيكل المالي في شركات المساهمة

دراسة حالة عينة من شركات المساهمة بولاية ورقلة للفترة (2011-2015)

من إعداد الطالب : تمار عبد الرحمان

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ: 2018/05/21

أمام اللجنة المكونة من السادة :

(أستاذ ، جامعة ورقلة) رئيسا

(أستاذ ، جامعة ورقلة) مشرفا

(استاد جامعة ورقلة) مناقشا

د/ بوزيد عصام

د/ شربي محمد الأمين

د/ قوجيل محمد

العام الجامعي

2018/2017

إلى حداء

إلى من لا يمكن للكلمات أن توفي حقهما
إلى من لا يمكن للأرقام أن تحصي فضائلهما
إلى والدي العزيزين أدامهما الله لي
إلى كل أفراد عائلتي كبيرهم وصغيرهم
إلى كل من علمني حرفاً طيلة فترة دراستي من التعليم
الابتدائي إلى الجامعي أساتذتي الكرام
إلى كل أصدقائي وزملائي في الدراسة
إلى كل طالبي العلم

التشكر

الشكر لله أولا وأخيرا ، فله الحمد و المنة ، ألا بفضل الله تتم السالكات

وبعد أتوجه بجزيل الشكر و الامتنان و أسمى عبارات التقدير و الاحترام للأستاذ

المشرف "شاربي محمد

الأمين" على توجيهاته و نصحته المتواصلة و حرصه على إنجاز هذه المذكرة، أسأل الله

أن يجعله

ممن قال فيه النبي ﷺ : " من لا يشكر الناس لا يشكر الله "

والشكر موصول إلى الأستاذ "بضياف عبد الباقي " على ما قدمه من نصائح وإرشادات

كما لا يغوتني أن أتقدم بالشكر لأعضاء اللجنة المناقشة على ما سوف يقدمونه من

التوجيهات لإثراء هذا العمل وإلى كل من مدني يد العون لإنجاز هذا العمل المتواضع

الملخص:

هدفت هذه الدراسة إلى التعريف بأهم العوامل المحددة للهيكل المالي في عينة من شركات المساهمة الناشطة في ولاية ورقلة، وذلك خلال الفترة 2011 - 2015، وكذا قياس واختبار مدى تأثير هذه العوامل على معدل الهيكل المالي لعينة من الشركات، ولتحقيق هذا الغرض قمنا بإجراء دراسة لعينة من شركات المساهمة محل الدراسة؛ وتم استخدام المنهج الوصفي التحليلي للإلمام بالحيثيات الجانب النظري والتطبيقي وقد تم الاعتماد على الأسلوب الإحصائي ممثلا في (الانحدار المتعدد) لتفسير العلاقة بين هذه المحددات مع معدل الهيكل المالي .

خلصت الدراسة أن كل من المتغيرات: معدل الربحية، ومعدل الفائدة تلعب دورا جوهريا في تفسير الهيكل المالي لشركات المساهمة، إلا أن معدل الضريبة أستبعد من النموذج الأمثل أي أنه لا يلعب دورا ملموسا في تفسير معدل الهيكل المالي لشركات المساهمة.

الكلمات المفتاحية : رفع مالي ، محددات هيكل مالي ، نظريات مالية حديثة ، شركات مساهمة.

Résumer

Cette étude vise à introduire les facteurs les plus importants déterminant la structure financière dans un échantillon des entreprises participantes actives dans Wilaya de Ouargla au cours de la période 2011-2015, En plus de mesurer et de tester l'impact de ces facteurs sur la structure financière d'un échantillon de sociétés.

À cette fin, nous avons mené une étude sur un échantillon des entreprises participantes ; L'approche descriptive analytique a été utilisée pour comprendre les aspects théoriques et appliqués La méthode statistique représentée par (régression multiple) a été utilisée pour expliquer la relation entre ces déterminants et le taux de la structure financière.

L'étude n'a conclu que chacune des variables: Rentabilité, le taux d'intérêt joue un rôle fondamental dans l'interprétation de la structure financière des sociétés par actions, Cependant, le taux d'imposition est exclu du modèle optimal, c'est-à-dire qu'il ne joue pas un rôle significatif dans l'interprétation du taux financier des sociétés par actions.

les mots clés :

Financier Levier, Déterminants de la structure financière, Théories financières modernes, les Sociétés par actions

قائمة المحتويات

الصفحة	قائمة المحتويات
I	الإهداء
II	الشكر
III	الملخص
IV	قائمة المحتويات
V	قائمة الجداول
VI	قائمة الأشكال
VII	قائمة الملاحق
أ - د	المقدمة
01	الفصل الأول: الإطار النظري لمحددات الهيكل المالي و الدراسات السابقة
03	المبحث الأول: ماهية الهيكل المالي ومحدداته
07	المبحث الثاني: النظريات المفسرة للهيكل المالي
11	المبحث الثالث: <u>الدراسات السابقة</u>
18	الفصل الثاني: الدراسة التطبيقية لمحددات الهيكل المالي في شركات المساهمة
20	المبحث الأول: عرض منهجية وأدوات الدراسة
26	المبحث الثاني: عرض نتائج الدراسة ومناقشتها
35	الخاتمة
38	قائمة المراجع والمصادر
41	الملاحق
48	الفهرس

قائمة المداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
15	المقارنة بين الدراسات السابقة	(01-01)
26	خصائص الإحصائية لمؤشرات الدراسة	(01-02)
27	نتائج نموذج تقدير الانحدار التجميعي	(02-02)
28	نتائج تقدير نموذج الآثار الثابتة	(03-02)
28	نتائج تقدير نموذج الآثار العشوائية	(04-02)
29	نتائج اختبار lm	(05-02)
29	نتائج اختبار Hausman	(06-02)

قائمة الأشكال البيانية

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
07	الهيكل المالي حسب المنظور الكلاسيكي	1-1
08	نموذج Modigliani et Miller في حالة انعدام الضرائب	2-1
09	نموذج Modigliani et Miller في حالة وجود الضرائب	3-1

قائمة الملاحق

الصفحة	عنوان الملحق	رقم الملحق
41	نموذج الانحدار التجميعي	01
42	نموذج الآثار الثابتة	02
43	نموذج الآثار العشوائي	03
44	اختبار lm	04
45	اختبار Hausman	05
46	البيانات المحاسبية لمتغيرات الدراسة	06

مقدمة

توطئة

تعتبر شركات المساهمة شكل من اشكال المؤسسات الاقتصادية التي تعتبر اللبنة الأساسية التي يبنى عليها الاقتصاد الوطني بالتالي فنجاح هذا الأخير مرتبط بالفعالية الاقتصادية للمؤسسة و قدرتها على تحقيق قيمة مضافة، إلا أن المؤسسة تواجه الكثير من العقبات و من أهمها كيفية تمويل نشاطها و لعل من أبرزها إشكالية التمويل خاصة في الجزائر نظرا لقلّة الموارد ، أو لصعوبة الحصول عليها . حيث أشار العديد من الباحثين الجزائريين إلى أن تعثر المؤسسة الاقتصادية الجزائرية يرجع إلى الاختلال في الهياكل المالية الذي يعتبر موضوع من بين أهم القضايا التي نالت اهتمامات البحث العملي في مجال الإدارة المالية .

تلجأ المؤسسة لتمويل نشاطها إلى مصادر مختلفة من الأموال ،حيث تتضمن تلك المصادر كافة العناصر التي يتكون منها جانب الخصوم في الميزانية ، سواء كانت تلك العناصر أموال خاصة أو ديون . وهو ما يسمى اصطلاحا بالهيكل المالي .

ولكي تحقق المؤسسة أهدافها المرجوة لا بد لها من دراسة معمقة و تقنيات متطورة وهذا يمكن إرجاعه إلى الإدارة المالية داخلها، ومدى كفاءتها في اختيار هيكلها التمويلي المناسب ، حيث تقوم بتحديد المزيج المناسب من الأموال الخاصة و الديون في تكوين هذا الأخير بالشكل الذي يؤدي إلى تدننه تكلفة رأس المال إلى أقصى حد ممكن وبالتالي تعظيم قيمة المؤسسة وهو ما يعرف بالهيكل المالي الأمثل .

إن قرار التمويل يعد أداة هامة ضمن السياسة المالية التي تسعى من خلالها المؤسسة الاقتصادية إلى تحقيق أهدافها التي تتمحور أساسا حول مسعى تعظيم العائد من جهة و تخفيض التكاليف و المخاطر من جهة أخرى ،فعدم تجانس مصادر التمويل سواء من حيث خصائصها أو تكلفتها أو طريقة الحصول عليها تتيح للمؤسسة الاقتصادية فرصة المفاضلة بغية اختيار انسبها ومن ثم تشكيل هيكل مالي ينسجم مع واقع المؤسسة و يتماشى و أهدافها المسطرة. وهذا ما جعل من مسألة تمويل المؤسسة الاقتصادية وتصميم هيكلها التمويلي إحدى المواضيع الأساسية ضمن مالية المؤسسة. من هنا يمكن حصر إشكالية البحث ورسم معالمه الأساسية في التساؤل الجوهري التالي :

ما مدى تأثير العوامل المالية على تركيبة الهيكل المالي لشركات المساهمة بورقلة للفترة الممتدة من

(2011 إلى 2015)؟

والإجابة على الإشكالية والإحاطة بمختلف جوانب الموضوع تم طرح الأسئلة الفرعية التالية:

1/- ما مدى تأثير معدل الربحية على الرفع المالي ؟

2- ما مدى تأثير معدل الفائدة على الرفع المالي ؟

3- ما مدى تأثير معدل الضريبة على الرفع المالي ؟

فرضيات البحث :

- 1- يؤثر معدل الربحية على الرفع المالي .
- 2- يؤثر معدل الضريبة على الرفع المالي .
- 3- يؤثر معدل الفائدة على الرفع المالي .

أسباب اختيار الموضوع :

- ✓ توافق الموضوع مع نوع تخصصي العلمي ، الرغبة الذاتية في البحث في مواضيع التسيير المالي؛
- ✓ تعد مسألة تمويل شركات المساهمة بالجزائر ودراسة وتقييم هيكلها التمويلي من بين المواضيع الحساسة وذات الأهمية البالغة في مجال مالية المؤسسة؛
- ✓ محاولة استخدام بعض الأساليب الإحصائية في تحديد العلاقة بين مختلف المتغيرات.

أهداف الدراسة :

تكمن أهداف الدراسة في :

- ✓ اختيار أحسن نموذج قياسي الذي يمثل معدل الهيكل المالي للشركات محل الدراسة بدلالة مختلف المعاملات النسب المؤثرة فيه؛
- ✓ إبراز أكثر المؤشرات تحديد للهيكل المالي في الشركات محل الدراسة.

أهمية الدراسة :

- ✓ تكمن أهمية البحث في الاستفادة من الأساليب القياسية في نمذجة الهيكل المالي للشركات و هذا بناء على النظريات المالية في الموضوع، هذا من شأنه أن يوضح للشركات أهم العوامل التي يمكن أن تأخذها مستقبلا في تحديد هيكلها المالي؛
- ✓ محاولة إبراز أهم العوامل التي تواجه شركات المساهمة الجزائرية في اختيار هيكلها التمويلي.

حدود الدراسة :

الحدود المكانية: تمت الدراسة في عينة من الشركات المساهمة التي تنشط ضمن إقليم ولاية ورقلة الحدود الزمنية : من أجل بلوغ أهداف الدراسة تم اختيار محددات الهيكل المالي خلال الفترة الممتدة 2011 إلى 2015 وذلك من خلال دراسة ميزانيات الشركات ، وجدول حسابات النتائج .

منهج الدراسة و الأدوات المستخدمة :

من أجل معالجة الموضوع و الوصول إلى نتائج الدراسة اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي و هو المنهج الموافق للدراسة النظرية الذي يستدعي جمع المعلومات وعرضها كما تم اعتماد أسلوب دراسة الحالة في الفصل الثاني لأنه يوافق طبيعة موضوع البحث والذي يتضمن إسقاط ميداني على الشركات محل الدراسة مستخدمين المنهج التحليلي من خلال تحليل القوائم المالية للمؤسسة وكذا الأساليب الإحصائية

(أسلوب الانحدار التجميعي والثابت والعشوائي) والأدوات القياسية وذلك بالاستعانة ببرنامج 8(Eviews)

للوصول إلى النتائج المرجوة.

صعوبات البحث :

- صعوبة الحصول على المعلومات اللازمة
- صعوبة الانتقال من المخطط الوطني المحاسبي إلى المخطط المالي
- كون هذه المذكورة ذات وجهين الأول مالي يتمثل في فهم الهيكل المالي و الثاني قياسي رياضي يتطلب بعض الوقت لفهم هذه الأساليب و الانتقال من الوجه الأول إلى الوجه الثاني

هيكل البحث :

سعيًا منا للإحاطة بجميع جوانب وأساسيات البحث و للإجابة على إشكاليه فقد قمنا بتقسيم

البحث كما يلي:

الفصل الأول : الإطار النظري للهيكل المالي و الدراسات السابقة ذات الصلة بالموضوع، ويندرج تحته المبحث الأول تعريف الهيكل المالي ومكوناته والمبحث الثاني النظريات المفسرة للهيكل المالي (تقليدية - حديثة) والمبحث الثالث محددات الهيكل المالي (الداخلية والخارجية)

الفصل الثاني: دراسة تحليلية وقياسية للهيكل المالي لعينة لشركات المساهمة في الجزائر حيث تم تناول الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة، تحت عنوان الطريقة والأدوات المستخدمة في تحليل محددات الهيكل المالي .

أما المبحث الثاني نمدجة قياسية للهيكل المالي (تحليل، تفسير، مناقشة النتائج)، في المطلب الأول تناولنا فيه عرض النتائج التي تم التوصل إليها أما المطلب الثاني تم مناقشة وتحليل النتائج المتوصل إليها .

الفصل الأول

الإطار النظري لمحددات الهيكل المالي

والدراسات السابقة

تمهيد:

يعتبر قرار التمويل من أهم القرارات التي يهتم به مسيري الشركات ويولونها أهمية بالغة ورغم تعدد واختلاف مصادر التمويل فإن المسير المالي يسعى دوماً إلى إيجاد التوليفة الأمثل من الديون والأموال الخاصة ويرغم من ظهور عدة نظريات حاولت تفسير مشكلة الهيكل المالي إلا أنه هناك جدل قائم حول فعالية نظرية وأخرى وبين مؤيد ومعارض نجد عدم حيادية أي نظرية على الإجماع.

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

المبحث الأول: ماهية الهيكل المالي ومحدداته .

لا يقتصر عمل المدراء الماليين على مجرد التعرف على مصادر الأموال، بل أن يحصل عليها بأفضل الشروط وأن يشكل ذلك المزيج من الأموال الذي يترتب عليه أكبر عائد بأقل تكلفه ممكنه، ويعرف هذا المزيج بالهيكل المالي. حيث يرتبط الأداء المالي الجيد للمؤسسة على قدرتها لتشكيل التوليفة المثلى من هذا الهيكل ومدى استخدام المصادر التمويلية المتاحة أمامها بوتيرة تكافئ دوران أصلها الاقتصادي بما يتضمن تشكيل الثروة، والرفع من معدل النمو، وبالتالي قيمة المؤسسة بشكل عام¹.

المطلب الأول : مفهوم الهيكل المالي ومحدداته : نجد هناك العديد ممن حاولوا إعطاء تعاريف ومفاهيم للهيكل المالي وكذا محددهاته إلا انه في العموم تلخصت المفاهيم حول الأموال الخاصة والديون والمحددات على أنها داخلية وخارجية.

الفرع الأول : مفهوم الهيكل المالي ومكوناته يعرف: الهيكل المالي على أنه "تشكيلة المصادر التي تحصلت المؤسسة عليها بغرض تمويل استثماراتها، وهو يتضمن جميع الفقرات المكونة لجانب الخصوم وحقوق الملكية"²، وحسب هذا التعريف الهيكل المالي هو مجموع قرارات التمويل التي تنعكس في الجانب الأيسر في الميزانية وهذا من الناحية المحاسبية . قصيرة الأجل أو طويلة الأجل "2.

ويعرف أيضا بأنه " يتكون من جميع أشكال وأنواع التمويل سواء الملكية أو اقتراض، و أيضا سواء من مصادر قصيرة وطويلة الأجل"³.

يعتبر الهيكل المالي من أهم الجوانب التي يهتم بها أصحاب المصالح داخل المؤسسة من مساهمين ومسيرين ، لما له من تأثير على استقرار المؤسسة من الجانب المالي ، و ضمان عدم تعرضها للإفلاس ، و عليه في هذا المطلب سنتعرف على مفهوم و مكونات الهيكل المالي ليتسنى لنا تحليله .

- كما يمكن أن نشير إلى أن الهيكل المالي يتكون من:

¹ محمد بوشوشة، مصادر التمويل وأثرها على الوضع المالي للمؤسسة، ملكرة ماجستير اقتصاد و تسيير المؤسسة، غير منشورة، جامعة بسكرة، 2007، ص: 56.

² عدنان تايه النعيمي، ارشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار البازوري، الأردن، 2009، ص 349.

³ عبد الغفار الحنفي، رسمية زكي قرياقص، الإدارة المالية، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص 128.

أ/ الأموال الخاصة: ويدخل ضمنها كل من التمويل الذاتي والزيادة في رأس المال عن طريق طرح أسهم للاكتتاب أو المساعدات التي تعطيها الدولة بقصد تشجيع قطاعات معينة وكذا التنازل عن الاستثمارات

ب/ الديون: وتتضمن قصيرة الأجل (الاتمان التجاري، والتمويل بلا بيار، والقروض السندية)، والطويلة الأجل والتي تكون موجهة أصلاً إلى دورة الاستثمار.

الفرع الثاني : محددات الهيكل المالي :

يختلف الهيكل المالي من مؤسسة إلى أخرى، فبعض المؤسسات تعتمد كلياً على أموال الملكية، في حين البعض الآخر يتوسع بشكل كبير في استخدام الأموال المقترضة بأنواعها المختلفة. و لكن السؤال الذي يطرح نفسه هو ما هي الأسباب التي تؤدي إلى وجود مثل هذه الاختلافات في هياكل التمويل بين المؤسسات ؟

وبالتالي يمكن تصنيف هذه العوامل إلى مجموعتين: محددات خارجية ومحددات داخلية على النحو التالي:

المحددات الخارجية للهيكل المالي: يقصد بها العوامل المرتبطة بالبيئة الخارجية للمؤسسة و التي لا يمكن التحكم فيها عادة ، و تتمثل هذه العوامل فيما يلي :

1. **الحالة الاقتصادية:** وهي التي قد تم ربطها بالتزامات وأموال ملكية، إذا كانت هذه الأخيرة أقل فان المؤسسة تتعرض إلى مخاطر في حالة حدوث انكماش في الاقتصاد وعموماً فان الحالة الاقتصادية تتضمن ما يلي (الدورات التجارية ، ظروف أسواق المال ، الوفر الضريبي).

2. **خصائص الصناعة:** يمكن أن تتضمن ما يلي (التقلبات الموسمية، درجة حساسية المبيعات لدخل القومي ، دورة حياة الصناعة).

3. **معدل الضريبة:** تؤثر الضريبة في قرار الشركة للحصول على الأموال اللازمة لها إما بالاقتراض أو بزيادة في رأس مالها عن طريق طرح الأسهم فقد أعطت الضريبة ميزة لاقتراض الأموال حيث يؤدي هذا الأخير إلى تقليل الضريبة المفروضة على الشركة. لان الفوائد التي تدفع عن القرض تطرح من أرباح الشركات قبل احتساب الضريبة المستحقة وبهذا فان النظام الضريبي السائد في الدولة يؤثر على قرار تمويل الشركات .

4. **معدل الفائدة:** هناك اثر عكسي بين أسعار الفائدة ونسبة الدين في الشركات فادا كانت أسعار الفائدة عالية فان الشركات تمتنع عن زيادة الدين وتعكس معدلات الفائدة تكلفة رأس المال في الشركات.

5. خصائص الشركة ذاتها: (طبيعة المؤسسة القانونية، حجم المؤسسة).

المحددات الداخلية للهيكل المالي: ويقصد بها تلك العوامل المرتبطة بالبيئة الداخلية للمؤسسة، و التي تخضع لسيطرة المؤسسة، ونذكر منها :

1 مستوى المبيعات: وهنا يمكن أن نميز بين مؤسسات المنافع العامة ومؤسسات الصناعية في الاستفادة من نسب عالية من الرفع المالي.

2 التحكم أو السيطرة : يؤثر التمويل بالاقتراض على مركز وقدرة الإدارة في الرقابة ما يمكنه من التأثير على الهيكل المالي للمؤسسة .

3 المخاطر المالية : ترتبط هذه المخاطر بقدرة المؤسسة على سداد التزاماتها.¹

توجهات الإدارة : إذ يتميز بعض المديرين بدرجة من المغامرة و الجرأة مقارنة بغيرهم حيث يعتمدون إلى استخدام الاقتراض بشكل كبير في محاولة منهم لرفع أرباح المؤسسة، على عكس بعض المدراء الذين يتميزون بالتحفظ و يعتمدون على القروض بشكل حذر .

5 المرونة التمويلية : وهي قدرة المؤسسة على الحصول على القروض وذلك بشروط ملائمة و أسعار فائدة معقولة تحت مختلف الظروف .

6 سيولة الأصول : ترجع أهميته إلى أثره في تحديد استحقاقات الدين، وكذلك نسبة الديون في هيكل التمويل .

7 التدفقات النقدية : إن استقرار التدفقات النقدية وفقا للدورة النقدية للمؤسسة يمكن من التخطيط الجيد لسداد الالتزامات المستحقة للدائنين في مواعيدها.

8. التوقيت: يرتبط عامل التوقيت بشكل أساسي بعامل المرونة، فالتوقيت الملائم هو الذي يسمح للمؤسسة بالحصول على الأموال من مصادر تتصف بالمرونة و هذا يعطى للمؤسسة حرية أكثر من تحديد مبلغ الأموال.

9 الملائمة: ويقصد بها ملائمة أنواع الأموال المستخدمة لطبيعة الأصول.

10 التكلفة: يجب أن يفوق العائد تكلفة الأموال (المدىونية) المترتبة عليه.

¹ أنفال حدة خبيزة، تأثير الهيكل المالي على إستراتيجية المؤسسة الصناعية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية غير منشورة، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2012،

11. الربحية: هو الهدف الأساسي لجميع الشركات وأمر ضروري لبقائها واستمرارها وغاية يتطلع لها المستثمرون ويتحقق هذا الهدف من خلال قراراتين مهمين - قرار الاستثمار - قرار التمويل وهذا الأخير يتعلق بكيفية اختيار المصادر التي يتم الحصول منها على الأموال اللازمة للمؤسسة لتمويل استثماراتها.

المطلب الثالث: الرفع المالي:

إن استخدام المؤسسة أموال الغير من أجل تحقيق أكبر عائد ممكن لأصحاب المؤسسة و المالكين هو ما يعرف بالرفع المالي في حقل الدارة المالية وسنحاول في هذا المطلب التطرق لمفهوم الرفع المالي وأهميته.

أولاً: مفهوم الرفع المالي:

تعددت التعاريف التي تناولت مفهوم الرفع المالي حيث يعبر كل منها عن وجهة نظر مستخدمي الرفع المالي وهدفهم من هذا الاستخدام وفيما يلي عرض موجز لبعض التعريفات.

التعريف الأول : يقصد بالرفع المالي هو اعتماد المؤسسة على الاقتراض من المؤسسات المالية و المصرفية في سد احتياجاتها المالية، وبالتالي تكون التكاليف الثابتة لديها في هذه الحالة هي الفوائد المدينة أو المدفوعة، أما إذا كانت الشركة تطرح أسهماً ممتازة لسد هذه الاحتياجات فإن التكاليف الثابتة هنا هي أرباح الأسهم الممتازة التي ستقوم الشركة بدفعها إلى المساهمين الممتازين، وذلك لأن الأسهم الممتازة تتمتع بأرباح مضمونة ومحددة.

التعريف الثاني : تعرف الرافعة المالية هي استخدام للتمويل المقترض في الهيكل المالي بما يؤدي إلى تعظيم العائد على حق الملكية ويتضمن التمويل المقترض على تمويل المقترض طويل الأجل وتمويل المقترض قصير الأجل الذي يشمل بدوره على القروض قصيرة الأجل وحسابات الدائن.¹

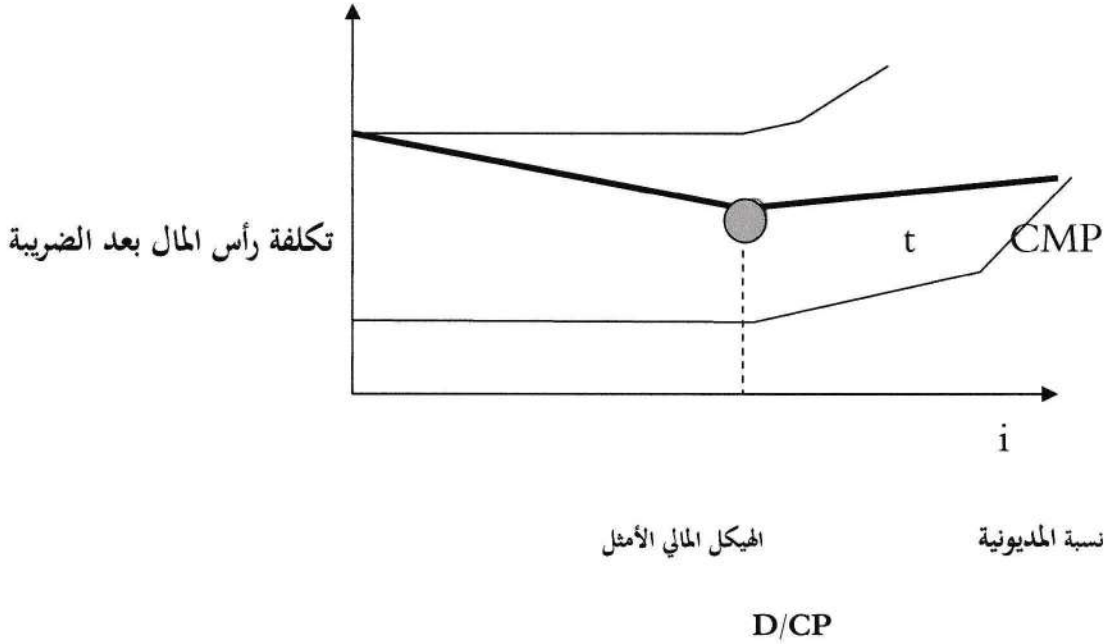
التعريف الثالث: يعرف الرفع المالي بأنه توليفة من أموال الملاك والدائنين ويعبر عن نسبة الدين إلى مجموع الأصول، أي أنه درجة اعتماد المؤسسة على أموال الغير في تمويل أصولها.²

¹ محمد علي العامري، الإدارة المالية المتقدمة، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2013، ص 216 .

² سلمان أبو صبحا، الإدارة المالية، منشورات جامعة القدس المفتوحة، عمان، الأردن، 1996، ص 368 .

المبحث الثاني : النظريات المفسرة للهيكل المالي

الشكل رقم (1-1) يوضح الهيكل المالي الأمثل حسب المنظور الكلاسيكي



source josette peyrard, *analyse financière, avec exercices*, vuibert, 8^{ème} édition, France: 2000, P,333.

ما يلاحظ من الشكل ان التكلفة راس المال (c_{mp}) تتناقص طالما ان تكلفة الاستدانة (i) والتي تمثل سعر الفائدة منخفضة بعدها تميل الى الثبات الى حد ما ثم تتزايد.

-نظرية انعدام الهيكل المالي الامثل (Modigliani et Miller)

يتم التعرف على نظرية Modigliani et Miller من خلال التطرف إلى الفرضيات و المحتوى كالتالي :

أولاً : فرضيات النموذج

- أسواق رأس المال كاملة (لا وجود لعدم تماثل المعلومات)؛
- عدم وجود تكاليف للصفقات و المعاملات؛
- غياب الضرائب ،
- سياسة الإستثمار في المؤسسة ثابتة ،
- أن المؤسسات يمكن وضعها في فئات ، كل فئة تحمل نفس درجة المخاطرة .

ثانياً : محتوى النموذج

تعتبر هذه النظرية من أبرز الإنجازات في دراسات التمويل إذ تنفي أي علاقة بين الهيكل المالي و القيمة السوقية للمؤسسة¹.

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

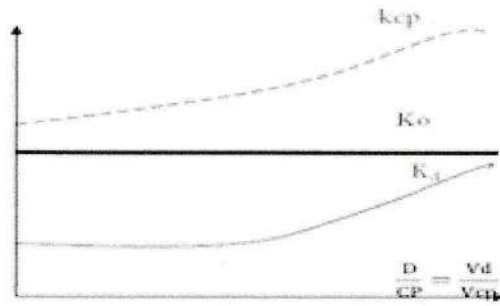
- المرحلة الأولى (1958) : دون وجود أثر معلوم لأثر رافعة الاستدانة (امتصاص للأثر الإيجابي لأمل مردودية الأموال الخاصة بواسطة الأثر السلبي للمخاطر المالية) وفي هذه المرحلة يكون الهيكل المالي حيادي في تحديد قيمة المؤسسة و بالتالي عدم وجود هيكل مالي أمثل².
يمكن استخلاص النتيجة التالية :

أن الهيكل المالي لا يؤثر في قيمة المؤسسة ، كما أن التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس مهما كانت طبيعة الهيكل المالي³.

والمنحني التالي يبين ذلك .

الشكل رقم (1-2) يوضح نموذج Modigliani et Miller في حالة انعدام الضرائب

معدل المردودية المطلوب



Source: Pierre Vermeulen, Finance D'entreprise, 5^{ème} Edition Dalloz, Paris, 2010, P789

كثافة رأس المال - Kcp

كثافة رأس المال - K0

Kd: معدل المردودية المطلوب لمؤسسة مستدينة،

D/CP: نسبة الرافعة المالية،

¹ أنفال حدة خبيزة، مرجع سبق ذكره، ص 22.

² Robert wand, structure financière et performance des enterprries dans un contexte sans marché financier, le cas du, université montesquieu bordeaux cameroun, 2011, p 3.

³ دادن عبد الغاي و آخرون، دور تكلفة رأس المال في اتخاذ قرار تمويل المشروعات والمتوسطة والصغيرة والرفع المالي كإستراتيجية للنمو الداخلي، دورة تدريبية حول

تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطويرها في الاقتصاديات المغاربية ، الجزائر، 2003، ص 6.

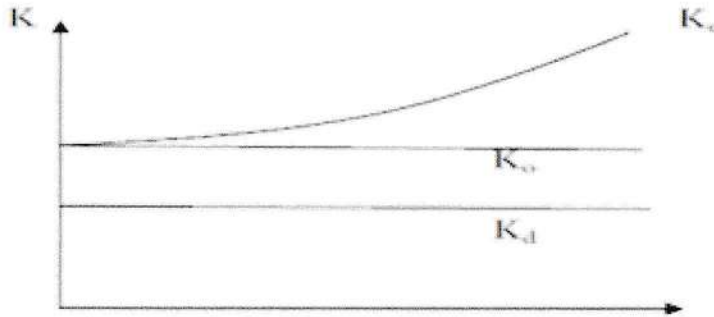
التعليق :

من خلال الشكل أعلاه يتضح أن تكلفة التمويل ثانية لكل المؤسسات المتماثلة في المخاطر ، فهي مستقلة عن تحركات الهيكل المالي ، أي أنها لا تستجيب لأي تغيرات في مستويات الديون أو الأموال الخاصة بالمؤسسة ، لكنها تمثل ذلك المتغير المستقل الذي يحدد قيمة المؤسسة ، من خلال معرفة العائد المتوقع قبل الفائدة و الضريبة¹

- المرحلة الثانية (1963): مع الأخذ في الاعتبار أثر الضريبة ، بفعل خاصية قابلية التخفيض الضريبي للمصاريف المالية، حيث يكون للديون دائما أثر إيجابيا على قيمة المؤسسة مهما كان مستوى هذه الديون حينها هيكل التمويل الأمثل للمؤسسة هو الهيكل الذي نحصل عليه عند مستوى الاستدانة الأقصى، أي عند الوضعية غير العقلانية لمؤسسة بدون أموال خاصة أو بشكل أدق بدون رأس مال إجتماعي.²

- وهذا ما يوضحه الشكل التالي:

شكل رقم (3-1) نموذج Modigliani et Miller في حالة وجود الضرائب



المصدر : محمد صالح الحناوي، مرجع سبق ذكره، ص 366.

التعليق :

من خلال الشكل أعلاه، نلاحظ أنه ابتداء من مستوى معين لنسبة الاقتراض، فإن أي زيادة في الاقتراض تؤدي إلى انخفاض ضئيل في تكلفة رأس المال (K). وعليه فإن الهيكل المالي المثالي هو ذلك الهيكل الذي تكون به أكبر نسبة اقتراض ممكنة وفي هذه الحالة سوف تنخفض تكلفة الأموال إلى أدنى حد ممكن³.

¹ كثر بلدي، العوامل المحددة للهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، دراسة حالة شركة سوناليك وحدة فرجية، مذكرة ماستر غير منشورة، جامعة ميله، 2013، ص 50

² Robert wand, op, cit, p3.

³ كثر بلدي مرجع سبق ذكره، ص 51، 52.

نظرية الإشارة

يتم التعرف على نظرية الإشارة من خلال التطرف إلى النموذجين الأساسيين التي بنيت عليها النظرية و المحتوى كالتالي:

أولاً : النماذج

أ. نموذج Ross

قدم Ross نموذجة سنة 1977 فيما يتعلق باستخدام الهيكل المالي كإشارة عن المعلومات الداخلية للمؤسسة، بحيث وحسب هذا النموذج يستخدم المسكرون نسبة الاستدانة كمؤشر على ارتفاع أداء المؤسسة، إذ كلما ارتفعت نسبة الاستدانة دل هذا على قدرة المؤسسة على الإيفاء بديونها و بالتالي فهي الأحسن أداء.

ب. نموذج pyle Leland

ظهر هذا النموذج سنة 1977 ويقوم على أساس أن المسكرون يعلمون قيمة التدفقات النقدية المستقبلية، هذا ما يجعلهم يحتفظون بالأسهم العادية من عدمه حسب قيمة هذه التدفقات، و بالتالي فإن المستثمر الرشيد سيتجه نحو المؤسسة التي يحتفظ مسيرتها بنسبة أكبر من الأسهم كدليل على المرودية المستقبلية الجيدة للمؤسسة.

ثالثاً: محتوى النظرية

تقوم هذه النظرية على قاعدة أساسية وهي عدم التماثل المعلوماتي، الذي تتصف به الأسواق. الواقع أن المعلومات التي تبثها المؤسسات ليست بالضرورة حقيقية و صادقة، ومن ثم فإن هذه النظرية تنطلق من أنه بإمكان المديرين في المؤسسات الأحسن أداء إصدار إشارات (Signaux) خاصة و فعالة، تميزها عن مؤسسات أخرى ذات مستوى أقل من أداء. وخاصية هذه الإشارات أنه سيكون من الصعب تقليدها من طرف مؤسسات ضعيفة. إذن تستند نظرية الإشارة إلى فكرتين هما:

- نفس المعلومة غير موزعة في جميع الاتجاهات : حيث أنه بإمكان المديرين في مؤسسة ما تهيئة معلومات لا تكون متوفرة لدى المستثمرين ،

- وحتى إذا كانت تلك المعلومات منشورة و متوفرة لدى الجميع، فإنها سوف لا تدرك ولا تفهم بنفس الأسلوب و الطريقة¹.

وبالتالي فخلاصة هذه النظرية أن تركيبة رأس المال مرتبط بالإشارات الصادر عن المؤسسة، التي تحمل توقعات حول إدارة المؤسسة في المستقبل².

المبحث الثالث: الدراسات السابقة

1. دراسة يوسف قريشي والياس بن ساسي (2006)³

لخصت إشكالية بحثهما في التساؤل الرئيسي التالي : ما هي المحددات الرئيسية التي تميز هيكل التمويل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر

هدف الباحثان في مقالهما إلى دراسة المتغيرات المفسرة لهيكل التمويل من خلال الوقوف على طبيعة سياسة التمويل التي تميز المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، من خلال تطبيق الدراسة على عينة مكونة من 128 مؤسسة صغيرة ومتوسطة خلال الفترة 2001-2003

استخدم الباحثان أسلوب الانحدار المتعدد لاختبار العلاقة بين المتغير التابع الهيكل المالي مقاسا بمجموع القروض (طويلة الأجل، متوسطة، وقصيرة الأجل) إلى إجمالي الأصول، والمتغيرات المستقلة : حجم المؤسسة، المردودية، حجم الضمانات، نمو المؤسسة، وطبيعة القطاع.

من أهم النتائج التي توصلوا إليها الباحثان:

-عدم وضوح تأثير كل من متغيرات حجم المؤسسة وحجم الضمانات على المتغير التابع؛

-لا توجد علاقة بين معدل الاقتراض قصير الأجل ومعدل المردودية وحجم المؤسسة؛

-لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل الاقتراض طويل الأجل وكل من متغير معدل المردودية، معدل النمو وحجم الضمانات وبالتالي هذه المتغيرات تلعب دورا ملموسا في تفسير المتغير التابع (معدل الاقتراض طويل الأجل)؛

-لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل الاقتراض الإجمالي وحجم المؤسسة والضمانات، ونوعية القطاع.

¹عبد الوهاب دادن، الجدول القائم حول هيكل التمويل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد السابع، 2009، ص 319.

²عدنان تايه النعيمي و آخرون، مرجع سبق ذكره، ص 451.

³يوسف قريشي والياس بن ساسي مقال بعنوان خصائص ومحددات الهياكل التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، الملتقى الدولي: متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، يومي 17 و 18 افريل، جامعة حسينية بن بوعلوي، الشلف. 2006.

2. دراسة تبر زغود¹ : (2009)

دراسة ميدانية لعينة من المؤسسات الاقتصادية بالقطاعين العام والخاص في الجزائر"، جامعة ورقلة. قد طرحت الباحثة الإشكالية والمتمثلة في العوامل المحددة لسياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية بالقطاعين العام والخاص في الجزائر؟ هدفت الدراسة للكشف عن أهم الصعوبات التي تعاني منها مؤسسات القطاع الخاص في الجزائر فيما يخص سياسة الاقتراض من البنوك، من خلال تطبيق الدراسة على عينة من المؤسسات الاقتصادية بالقطاعين خلال الفترة 2003-2007.

حيث استخدمت الباحثة المنهج الوصفي لتحليل ظاهرة اختيار المؤسسة لهيكلها المالي والعوامل المحددة له، كما استخدمت أسلوب الانحدار التدريجي في دراسة الحالة، معتمدة على متغير تابع وهو الهيكل المالي للشركة مقاسا ب (معدل الاقتراض الإجمالي، طويل ومتوسط الأجل وقصير الأجل)، ومتغيرات مستقلة وهي: المردودية، معدل النمو، الحجم، هيكل الأصول، طبيعة القطاع، المخاطر التشغيلية، تكلفة الاستدانة وعمر المؤسسة. توصلت الباحثة إلى نتيجة مفادها أن القرارات المالية تخضع لمجموعة من المحددات من بينها: معدل المردودية الاقتصادية، معدل النمو، حجم المؤسسة، مستوى الضمانات، تكلفة الاستدانة، مستوى المخاطر التشغيلية، طبيعة القطاع، حيث تلعب دورا جوهريا في تفسير سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، ومن نتائج الدراسة أيضا أن النظرية المالية الحديثة للتمويل قادرة على تفسير سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية لكنها تعتبر غير كافية، وأن الهياكل التمويلية للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية هي هياكل مفروضة وليست مختارة

3. دراسة (النجار، 2013)² :

هدفت الدراسة إلى اختبار أثر الرفع المالي على الأداء المالي للشركات المدرجة في بورصة فلسطين وذلك وفقا لمقاييس الأداء المحاسبية التقليدية العائد على الأصول، والعائد حقوق الملكية، والعائد على المبيعات ونمو المبيعات والقيمة السوقية للشركة التي تم حسابها وفقا لنموذج Tobin's q ومعرفة أيهما أكثر تأثيرا بالرفع المالي. وتمثل مجتمع الدراسة في الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين، حيث تم اختيار عينة مكونة من 20 شركة بعد تحقيقها لشروط معينة خلال فترة الدراسة (2004-2011) وتم استخدام نماذج الانحدارات الخطية لتحليل البيانات واختبار الفرضيات على أساس التباطؤ الزمني.

وكان من أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة :

وجود أثر سلبي للرفع المالي على مقاييس الأداء المحاسبية وأن هذا الأثر يمتد لعدة سنوات لاحقة. وأنه هناك أثرا سلبيا للرفع المالي على القيمة السوقية للشركة حسب نموذج Tobin's q ويمتد هذا الأثر لعدة سنوات لاحقة .

¹ تبر زغود :محددات سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية مذكرة ماجستير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، (2009)

² النجار، مدي تأثير الرفع المالي على أداء المالي لشركات المساهمة المدرجة في بورصة فلسطين، دراسة إختبارية في بورصة فلسطين 2013

المطلب الثاني : الدراسات الأجنبية دراسة الأولى: Hafid belghiti¹

لخص الباحث إشكاليته في التساؤل الرئيسي التالي : ما هي العوامل التي تفسر هيكل رأس المال لهذه الشركات ؟ هدفت الدراسة إلى مقارنة النتائج النظرية والتجريبية على محددات هيكل رأس المال (الهيكل المالي)، ولتحقيق أهداف البحث استخدم الباحث أسلوب الانحدار بالإضافة إلى الأسلوب التحليلي المقارن للبيانات الذي يسمح له من دراسة الميزانيات والذي يحد من التحيز في اختبار الفرضيات. كان التركيز الرئيسي في هذه الأطروحة هو اختبار ميداني على بعض المتغيرات مثل : الضرائب، الإفلاس، التكاليف، نسبة الدين الأمثل، ودورها في تفسير هيكل رأس المال. خلصت الدراسة إلى تسليط الضوء على الدور الإيجابي لحجم التدفقات النقدية ومخاطر مقدار الدين فيما يتعلق بتأثيرها على ربحية المؤسسة. بالإضافة للعلاقة العكسية بين الدين العام والأداء. في الأخير أشارت الدراسة بضرورة القيام بنماذج تقوم بالأساس على مبادئ التسلسل الهرمي في التمويل من شأنها أن تثرى دراسة تشكيل هيكل رأس مال للشركات.

الدراسة الثانية: Hisham Gharaibeh and Basil Al-Najjar (2007)²

هدفت هذه الدراسة للبحث في هيكل رأس المال للشركات في الدول النامية شملت الدراسة على عينة مكونة من 68 شركة من الشركات الصناعية الأردنية خلال الفترة 1996-2000. ولتحقيق أهداف الدراسة استخدم الباحثان المنهج الوصفي وكذلك نموذج إحصائي، وهو نموذج الانحدار الخطي المتعدد لاختبار محددات هيكل رأس المال. خلصت الدراسة إلى أن خيارات التمويل تتأثر بعدة عوامل منها : الربحية، حجم المؤسسة، نسبة النمو، نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، بنية الموجودات، السيولة، والأرباح الموزعة. كما أثبتت الدراسة وجود هيكل تمويل محدد مسبقاً لدى الشركات الصناعية الأردنية وأن الشركات تقوم بتعديل هيكل التمويل حسب نسبة الرفع المالي المستهدفة.

¹ Les Déterminant De La Structure Du Capital Application pour Les Entreprise Canadiennes Et Américaines De 1998 a 2005

² Hisham Gharaibeh and Basil Al-Najjar Determinants of capital structure : (Evidence from Jordanian Data)2007

ثالثا : دراسة Olivier Colot et Mélanie Croquet (2007)¹

لخصت إشكالية بحثهما في التساؤل الرئيسي التالي : كيف يمكن لنا شرح هيكل التمويل للأعمال التجارية ؟ هدف الباحثان في هذه الدراسة إلى تعظيم الوصول إلى القدرة التنبؤية لمستوى الدين الكلي للمؤسسات البلجيكية، ولتحقيق هذا الغرض تم استخدام أسلوب الانحدار المتعدد .بهدف التعرف على العوامل التي تتحكم في الهيكل التمويلي وسط المؤسسات البلجيكية معتمدا على متغير واحد تابع (الهيكل المالي) للمؤسسة ، وتم إدماج متغيرات مستقلة من شأنها أن تؤدي إلى شرح مستوى النفوذ للشركات (الحجم، الضرائب، المردودية، الربحية والضمانات).

تعتبر الدراسة استكشافية على أساس المقارنة بين الأولوية في التمويل وتحديد نسبة الدين الأمثل .حيث أظهرت النتائج أي بتسليط الضوء على السلوك الهرمي المتخذ في تفضيلات التمويل وهذا بغرض تحقيق القيمة المثلى وتجنب خطر الإفلاس وتفاديا له ألح الباحثين على ضرورة تنوع الأنشطة.

جدول رقم (1-1) يوضح المقارنة بين الدراسات السابقة

اسم البحث	الهدف	الحدود الزمنية والمكانية	متغيرات الدراسة	النتائج المتوصل لها
يوسف قريشي والياس بن ساسي	دراسة المتغيرات المفسرة لهيكل التمويل التي تميز المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر	عينة مكونة 128 مؤسسة صغيرة ومتوسطة في الجزائر خلال الفترة 2001-2003	المتغير التابع الهيكل المالي ومتغيرات المستقلة هي كل من حجم المؤسسة، المردودية، حجم الضمانات، نمو المؤسسة، طبيعة القطاع	أظهرت النتائج عدم وضوح تأثير كل من حجم المؤسسة وحجم الضمانات على المتغير التابع

¹ Olivier Colot et Mélanie Croquet Les Déterminants De La structure Financière Des Entreprise Belgique(2007)

<p>ظهرت النتائج أن القرارات المالية تخضع لمجموعة من المحددات هي كل من معدل المردودية الاقتصادية ومعدل النمو وحجم المؤسسة ومستوى الضمانات وتكلفة الاستدانة ومستوى المخاطر التشغيلية وطبيعة القطاع</p>	<p>متغير التابع هو الهيكل المالي والمتغيرات المستقلة هي كل من المردودية، ومعدل النمو، الحجم، هيكل الاصول، طبيعة القطاع، مخاطر التشغيلية، تكلفة الاستدانة، عمر المؤسسة</p>	<p>دراسة ميدانية لعينة من المؤسسات الاقتصادية لقطاعي العام والخاص في الجزائر خلال الفترة 2007-2003</p>	<p>كشفت عن أهم الصعوبات التي تعاني منها مؤسسات القطاع الخاص في الجزائر في ما يخص سياسة الإقتراض من البنوك</p>	<p>زغود تبر</p>
<p>أظهرت نتائج الدراسة وجود أثر سلبي لرفع المالي على مقاييس لأداء المحاسبية وإن هذا لأثر يمتد لعدة سنوات لحقة</p>	<p>متغير التابع الرفع المالي المالي والمتغيرات المستقلة هي كل من العائد على الاصول والعائد على حقوق الملكية والعائد على المبيعات ونمو المبيعات والقيمة السوقية لشركة</p>	<p>شركات المساهمة المدرجة في بورصة فلسطين خلال الفترة 2004-2011</p>	<p>إختبار أثر الرفع المالي على الأداء المالي لشركات المدرجة في بورصة فلسطين</p>	<p>دراسة النجار</p>
<p>أظهرت نتائج الدراسة الدور الإيجابي لحجم تدفقات النقدية ومخاطر الدين في ما يتعلق بتأثيرها على ربحية المؤسسة بإضافة إلى العلاقة العكسية بين الدين والأداء</p>	<p>متغير التابع هيكل المالي و المتغيرات المستقلة هي كل من الضرائب والإفلاس والتكاليف ونسبة الدين الأمثل</p>	<p>تكونت عينة الدراسة من المؤسسات الكندية و الأمريكية خلال فترة 1998-2005</p>	<p>هدفت على الدراسة إلى مقارنة النتائج النظرية و تجريبية محددات الهيكل المالي</p>	<p>Hafid belghiti</p>
<p>ظهرت نتائج الدراسة إلى وجود هيكل تمويل محدد مسبق لدى شركات الأردنية الصناعية وأنها تقوم بتعديل هيكل تمويل حسب نسبة الرفع</p>	<p>متغير التابع الهيكل المالي والمتغيرات المستقلة كل من الربحية و حجم المؤسسة ونسبة النمو ونسبة القيمة السوقية للقيمة الدفترية وبنية الموجودات السيولة</p>	<p>عينة تتكون من 68 شركة صناعية أردنية خلال الفترة 1996-2000</p>	<p>هدفت هذه الدراسة للبحث في هيكل رأس المال لشركات في الدول النامية</p>	<p>Hisham Gharaibeh and Basil Al-Najjar</p>

المالي المستهدفة	الأرباح الموزعة			
أظهرت النتائج بتسليط الضوء على السلوك الهرمي المتخذ في تفضيلات التمويل وهذا بغرض تحقيق القيمة المثلى وتجنب خطر الإفلاس	متغير التابع الهيكل المالي ومتغيرات المستقلة كل من الحجم الضرائب المردودية الربحية والضمانات	تكونت عينة الدراسة من مجموعة من المؤسسات البلجيكية لفترة 2007	هدف الدراسة إلى تعظيم الوصول إلى القدرة التنبؤية لمستوى الدين الكلي لمؤسسات	Olivier Colot et Mélanie Croquet

المصدر: من إعداد الطالب اعتماد على الدراسات السابقة

خلاصة الفصل:

خلال هذا الفصل تطرقنا إلى أهم النقاط المتعلقة بماهية الهيكل المالي بدايةً بمفهوم الهيكل المالي، محددات الهيكل المالي (داخلية وخارجية) وهي مجموعة من العوامل التي يجب أخذها بعين الاعتبار عند تحديد أنواع الأموال المستخدمة في تمويل الشركة. كما أوضحنا مفهوم الرفع المالي وكذا بعض النظريات المهمة (التقليدية والحديثة) التي ساهمت في تفسير الهيكل المالي ضمن شروط معينة.

الفصل الثاني :

الدراسة التطبيقية لمحددات الهيكل المالي في شركات المساهمة

تمهيد:

بعد التطرق في الفصل الأول إلى أهم المفاهيم النظرية للهيكل المالي و مكوناته ومحدداته وكذا النظريات التي حاولت تفسيره، بالإضافة إلى عرض جملة من الدراسات السابقة يأتي هذا الفصل للقيام بالدراسة القياسية ، وذلك بإتباع خطوات منهج الاقتصاد القياسي و الإحصائي ، حيث سنقوم في هذا الفصل بتحديد العلاقة بين المتغيرات المستقلة (معدل الربحية.معدل الضرائب.معدل الفائدة) مع المتغير التابع معدل الرفع المالي(الهيكل المالي)، وذلك للإجابة على فرضيات الدراسة من خلال مناقشة وتفسير النتائج والبيانات المتحصل عليها ، بالاستعانة ببرنامج EVIES، و نموذج بنال PANEL من خلال:

- حساب معدل الرفع المالي.
- حساب معدل الربحية.
- حساب معدل الضريبة.
- حساب معدل الفائدة.
- تحديد العلاقة بين كل من (معدل الربحية -معدل الضريبة -معدل الفائدة)و الرفع المالي هل لها دلالة إحصائية أم لا وما نوع العلاقة هل هي طردية أم عكسية.

المبحث الأول: عرض منهجية وأدوات الدراسة

في هذا المبحث نوضح كيفية إنجاز الدراسة وذلك بتطرق إلى الطريقة والأدوات المستخدمة من خلال تفصيل بيانات الدراسة، وكذا شرح الأسلوب الإحصائي المستخدم.

المطلب الأول: المنهج، مجتمع عينة الدراسة

يتناول هذا المطلب المنهجية المتبعة في إعداد الدراسة والتعريف بمجتمع الدراسة وعينتها وكذا نوعها بالإضافة إلى أسلوب ومصادر جمع البيانات و النتائج من خلال الميزانيات السنوية و جداول الحسابات لـ 06 مؤسسات.

الفرع الأول: منهج الدراسة

بالنظر إلى طبيعة هذه الدراسة والأهداف المتوخى تحقيقها من خلال الموضوع الذي نتناول فيه اثر كل من ربحية الشركة والضرائب ومعدل الفائدة على الرفع المالي ، فإننا قد اعتمدنا على منهج الاقتصاد القياسي و الإحصائي، معتمدا على برنامج 9 EVIES، و نموذج بنال PANEL ، وطلعنا على الدراسات المختلفة في العوامل والمؤشرات المحددة في تركيبة الهيكل المالي و العوائد المحصل عليها كجانب من الدراسة التطبيقية، من أجل معرفة العلاقة بين الرفع المالي والربحية والضرائب ومعدل الفائدة، حيث تم دراسة وتحليل النتائج ومقارنتها من خلال الوصول إلى بيانات يمكن إخضاعها للتحليل الإحصائي.

الفرع الثاني: مجتمع وعينة الدراسة

أولاً: مجتمع الدراسة

تتكون الدراسة من ثلاثة متغيرات مستقلة (معدل الربحية ومعدل الضريبة ومعدل الفائدة) و متغير تابع متمثل في الرفع المالي، و تمت على عدد من شركات المساهمة و المقدرة بـ 06 شركات، حيث اشتملت الفئة الأولى على محددات داخلية متمثلة في معدل ربحية الشركة او ما يعرف بالمر دودية المالية والتي تعتبر من أهم المؤشرات الأساسية في تحديد الهيكل المالي ، والفئة الثانية تعتبر محددات خارجية والمتمثلة في معدل الضريبة المفروض على أرباح الشركات وكذا معدل الفائدة المعمول به لدى مؤسسات الإقراض، لذلك كان لابد من معرفة أي من هذه العوامل تلعب دورا جوهريا في تحديد تركيبة الهيكل المالي.

ثانيا: عينة مجتمع الدراسة

لقد تم اختيار هذه الدراسة بناء على الاسباب التالية:

- كل المؤسسات محل الدراسة هي عبارة عن مؤسسات جزائرية ناشطة في المناخ الاستثماري الجزائري والتي بلغ عددها 06 مؤسسة وهي :

رقم	إسم الشركة	رأس المال الشركة	القطاع
1	alpha computers spa	200000000 دج	تجاري
2	ENSP	8000000000 دج	محروقات
3	SPA -GEPKO	300000000 دج	محروقات
4	HOTEL TASSILI OUARGLA	230000000 دج	خدمات
5	ENGEO	300000000 دج	محروقات
6	RED MED	3300000000 دج	محروقات

مصدر: من إعداد الطالب اعتماد على بيانات الشركات

المطلب الثاني: تحديد متغيرات الدراسة، ومصادر البيانات والأدوات الإحصائية المعتمدة

سنعرض في المطلب كل من متغيرات الدراسة وتحديداتها ومصدر بيانات الدراسة كذلك الأدوات الإحصائية المستخدمة في الدراسة.

الفرع الأول: تحديد متغيرات الدراسة وطرق حسابها

المتغير التابع: يتمثل في معدل الرفع المالي (y)

المتغيرات المستقلة: معدل الربحية (x1)، معدل الضرائب (x2)، معدل الفائدة (x3)

فقد تم حسابهم كالتالي:

❖ معدل الرفع المالي = مجموع الديون / الأموال الخاصة؛

❖ معدل الربحية = النتيجة الصافية / مجموع الأموال الخاصة + مجموع الديون؛

❖ معدل الضريبة = الضريبة / النتيجة قبل الضريبة؛

❖ معدل الفائدة = مصاريف مالية / مجموع الديون.

الفرع الثاني: تحديد مصادر البيانات

لقد تم الاعتماد على مجموعة من المصادر الأولية ذات العلاقة المباشرة بموضوع الدراسة وهي البيانات التي اعتمدنا عليها في إعداد الجانب الميداني من الدراسة وتمثل في القوائم المالية التي تم الحصول عليها من المؤسسات المذكورة سابقا ، حيث تتمثل فيما يلي:

- الميزانيات السنوية من سنة 2011 إلى 2015

- جدول حسابات النتائج من سنة 2011 إلى 2015

الفرع الثالث: الأساليب والأدوات الإحصائية المعتمدة

لدراسة العلاقة بين للمتغير التابع و المتغيرات المستقلة تم الاعتماد على نماذج "بانل" في دراستنا و المستخدمة في تقديرها، وكذا طرق الاختبار فيما بينها، ومنه صياغة نموذج الدراسة بواسطة اختبار المؤشرات المالية وقدرتها على تفسير المتغير التابع وذلك بواسطة برنامج Eviews9.

وبعد الحصول على الميزانيات وجدول حسابات النتائج لنستخرج العناصر التي نحتاجها لحساب مؤشرات لإدخال تلك البيانات في برنامج Eviews9

فنتحصل على نتائج التي سنعتمد عليها في التحليل الإحصائي.

1 الطريقة المستخدمة:

من أجل تحقيق هدف الدراسة تم تحليل البيانات بالاعتماد على أسلوب التحليل المقطعي للبيانات أو ما يعرف ولقد أصبحت هذه الطريقة تحظى باهتمام من قبل الباحثين لكونها تأخذ بعين الاعتبار Panel بنماذج بانل أثر التغير في الزمن إلى جانب التغير في المشاهدات المقطعية، وتعرف البيانات المقطعية على أنها مشاهدات المقاسة في فترات زمنية معينة وقد تشمل هذه المشاهدات دول ، مؤسسات، قطاعات... الخ، ويوفر هذا الأسلوب العديد من مزايا منها:

- التحكم في عدم تجانس التباين الذي قد يظهر في بعض البيانات المقطعية والزمنية؛
- تعطي البيانات المقطعية كفاءة أفضل وزيادة في درجات الحرية وتعددية خطية أقل بين المتغيرات.

ويقوم أسلوب التحليل المقطعي على بناء 3 نماذج أساسية هي :

- نموذج الانحدار التجميعي PRM؛

- نموذج الآثار الثابتة FEM؛

- نموذج الآثار العشوائية REM؛

1-1 نموذج الانحدار التجميعي:

هو من أبسط النماذج وتكون فيه جميع المعاملات ثابتة لجميع فترات الزمنية أي أنه يهمل تأثير الزمن، ويتم كتابة النموذج كما يلي:

$$Y_{it} = B_0 + \sum_{j=1}^k B_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it} \quad i = 1.2 \dots \dots N \quad t$$

$$= 1.2 \dots \dots T \dots (1)$$

حيث:

$$VR(\varepsilon_{it}) = \sigma^2 \quad E(\varepsilon_{it}) = 0$$

2-1 نموذج الأثر الثابت:

يكون الهدف من خلال البناء هذا النموذج هو معرفة سلوك كل مجموعة مقطعية على حدا من خلال جعل معلمة المقاطع تتفاوت من مجموعة إلى أخرى مع بقاء معاملات الميل ثابتة لكل مجموعة بيانات المقطعية أي تتعامل مع حالات عدم التجانس والتباين بين المجاميع، حيث وفق الصياغة التالية:

$$Y_{it} = B_{0(t)} + \sum_{j=1}^k B_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it} \quad i = 1.2 \dots \dots N \quad t$$

$$= 1.2 \dots \dots T \dots (2)$$

حيث :

$$VAR(\varepsilon_{it}) = \sigma^2 \quad E(\varepsilon_{it}) = 0$$

ويقصد بتأثيرات الثابتة أن المعلمة كل مجموعة من البيانات المقطعية لا تتغير خلال الزمن وتتغير جميع المقاطع فقط.

3-1 نموذج الآثار العشوائية:

بالنسبة لهذا النموذج تكون فيه معلمات النموذج صحيحة وغير متحيزة ويفترض أن تباين الأخطاء ثابت أي متجانس لجميع المشاهدات المقطعية وليس هناك أي ارتباط ذاتي خلال الزمن بين كل المجموعات من مجاميع

المشاهدات المقطعية في فترة زمنية محدودة، ويعامل معامل المقطع كمتغير عشوائي له معدل مقدر

$$B_{0(t)} = \mu + V_t \quad t = 1.2 \dots \dots N \dots \dots (3)$$

ويكون نموذج الآثار العشوائية كمايلي:

$$Y_{it} = \mu + \sum_{j=1}^k B_j X_{j(it)} + V_i + \varepsilon_{it} \quad i = 1.2 \dots \dots N \quad t = 1.2 \dots \dots T \dots (4)$$

حيث يمثل V_i حد الخطأ في مجموعة البيانات المقطعية:

2 أساليب المفاضلة بين النماذج :

2-1 المفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي والنماذج الأخرى

هناك العديد من الاختبارات التي تستخدم من أجل تحديد أي النماذج ملائم والمفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج الآثار الثابتة أو العشوائية، ومن الاختبارات مضاعف لاغرانج Lagrange multipliers ويتم تطبيق هذا الاختبار breusch and pagan بالاعتماد على بواقي التقدير وتكون الصياغة كمايلي:

$$LM = \frac{NT}{2(T-1)} \left[\frac{\sum_{i=1}^N (\sum_{t=1}^T \hat{e}_u)^2}{\sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T \hat{e}_u^2} - 1 \right]^2 \sim \chi^2 \dots \dots (5)$$

وتقوم على فرضية العدم على لغياب الآثار والخصوصية الفردية.

بناء عليه إذ كانت إحصائية LM أكبر من مستوى المعنوية الإحصائية نرفض الفرضية التي تنص على غياب الآثار العشوائية أو العكس.

2-2 المفاضلة بين نموذج الآثار الثابتة ونموذج الآثار العشوائية

يهدف تحديد النموذج الملائم بين نموذج الآثار الثابتة ونموذج الآثار العشوائية نعتمد على اختبار Hausman 0 ويقوم هذا الاختبار على فرضيتين هما فرضية العدم التي تنص على أن عدم وجود ارتباط بين خصائص العشوائية مع المتغيرات المفسرة، والفرضية البديلة التي تنص على وجود ارتباط بين خصائص غير مشاهدة للأفراد والخصائص المشاهدة، وتكون صياغة الاختبار كما يلي:

$$\hat{q} = \widehat{\beta}_w - \widehat{\beta}_{GLS}$$

3 صياغة نموذج الدراسة

تم اختيار معدل الرفع المالي كمتغير استجابة (تابع) لشركات المساهمة التي تنشط في إقليم ولاية ورقلة، بينما أدرجت كل من معدل الربحية معدل الضريبة ومعدل الفائدة المعمول به لدى بنوك الإقراض كمتغيرات مستقلة، وتغطي الدراسة 6 شركات مساهمة، خلال الفترة الممتدة من 2011 إلى 2015.

ولتحقيق غرض الدراسة نستخدم قاعدة بيانات مدمجة، بعدد $n=6$ من المقاطع i والمتمثلة في 6 شركات، وفي الوقت نفسه يغطي كل مقطع فترة زمنية $t=5$ سنوات، وبذلك يكون عدد المشاهدات المستخدمة في العينة 30 مشاهدة؛

يتم تحديد الشكل الرياضي للنموذج، ويكتب على النحو التالي:

$$Y = f(x_1, x_2, x_3)$$

$$y_{it} = \beta_0(t) + \sum_{i=1}^3 \hat{\beta}_i x_i(it) \dots \dots 0 \quad i = 1, 2, \dots \dots 5 \quad t = 1, 2, \dots \dots 5$$

حيث:

= تمثل الزمن أي قيمة التغير في السنة؛ i

y = تمثل معدل الرفع المالي؛

x_1 = تمثل معدل الربحية؛

x_2 = تمثل معدل الضريبة؛

X_3 = تمثل معدل الفائدة؛

تمثل معاملات النموذج $\beta_3, \beta_2, \beta_1, \beta_0$

المبحث الثاني: عرض نتائج الدراسة ومناقشتها

في هذا المبحث المبحث في المطلب الأول سنقوم بعرض النتائج وتحليلها، أما المطلب الثاني سيتم مناقشة النتائج بغرض الإجابة على الإشكالية المطروحة وتأكيد صحة الفرضيات أو نفيها.

المطلب الأول: عرض النتائج المتحصل عليها

الفرع الأول: الخصائص الوصفية لمتغيرات الدراسة

تمثل نسب الدراسة من المتغير التابع وهو الرفع المالي وثلاثة متغيرات مستقلة وهي معدل الربحية ومعدل الضريبة و معدل الفائدة، ويوضح الجدول التالي الخصائص الوصفية لهذه النسب.

جدول رقم (1-2) يوضح الخصائص الإحصائية لمؤشرات الدراسة

متغير التابع	المتغيرات المستقلة			
	معدل الفائدة	معدل الضريبة	معدل الربحية	
معدل الرفع المالي				
0.707083	0.068113	0.222687	0.282157	Mean
0.344200	0.014700	0.217850	0.198300	Median
2.979800	0.495000	0.966300	1.887000	Maximum
0.006600	0.000100	0.000100	0.000100	Minimum
0.814337	0.121718	0.197265	0.378779	Std. Dev.
1.554583	2.347772	1.679195	2.784540	Skewness
4.565888	7.700371	7.695805	11.94670	Kurtosis
15.14865	55.17702	41.66170	138.8226	Jarque-Bera
0.000513	0.000000	0.000000	0.000000	Probability
30	30	30	30	Observations

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على برنامج Eviews

الفرع الثاني: تحليل قيم متغيرات الدراسة

من خلال جدول (2-1) تظهر خصائص الوصفية للعينة المدروسة حيث بلغت مشاهدات 30 مشاهدة خلال الفترة 2011-2015 ومن خلال الجدول نلاحظ أن متوسط الرفع المالي يساوي 0.344 بإنحراف معياري قدره 0.814 وبلغت أدنى قيمة 0.006 وأعلى قيمة بلغت 2.979، أما بنسبة لمتوسط معدل الربحية يساوي 0.198 بإنحراف معياري قدره 0.378 وبلغت أدنى قيمة 0.0001 وأعلى قيمة 1.887، أما بنسبة لمتوسط معدل الضريبة يساوي 0.217 بإنحراف معياري 0.197 وبلغت أدنى قيمة 0.0001 وأعلى قيمة 0.966، أما بنسبة لمتوسط معدل الفائدة يساوي 0.014 بإنحراف معياري قدره 0.121 وأدنى قيمة 0.0001 وأعلى قيمة 0.495 ومن خلال هذه القيم نلاحظ تقريبات كبيرة بين متغيرات الدراسة وهذا راجع للعلاقة الرياضية فيما بينها.

المطلب الثاني: نتائج الدراسة واختبار الفرضيات ومناقشتها

سوف نتطرق في هذا المبحث الى عرض النتائج الخاصة بنموذج بانل بالاضافة الى مناقشة و تحليل النتائج المتوصل اليها.

الفرع الاول: النموذج التجميعي

نقوم في هذا الجزء من الدراسة بإجراء دراسة قياسية لمحددات الهيكل المالي عبر ثلاث نقاط كالتالي:

أولاً: اختيار نموذج الدراسة: سنقوم باختيار أحسن نموذج يظهر العلاقة بين المتغيرين :

جدول رقم (2-2) نتائج نموذج تقدير الانحدار التجميعي

variable	t-statistic	Prop
C	3.478448	0.00018
X1	.158050	0.8757
X2	-.017452	0.9862
X3	-2.052643	0.0503
f-statistic		1.460712
Prob(f-statistic)		0.248242
Durbin-watsonstat		0.712131
r-squared		0.144234

مصدر: من إعداد الطالب اعتماداً على برنامج *views9*

من خلال الجدول رقم (2-2) يظهر النتائج تقدير النموذج بأن المتغيرات المستقلة لا تفسر المتغير التابع وهو الرفع المالي من خلال المعالم الجزئية المقدره لكل متغير مستقل وهي أكبر تماما عند مستوى معنوية 0.05، لذلك نقبل H1 الفرضية البديلة أي لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية.

الفرع الثاني: النموذج الآثار الثابتة

جدول رقم (2-3) نتائج تقدير نموذج الآثار الثابتة

variable	t-statistic	Prop
C	4.196749	0.0004
X1	-0.277880	0.0483
X2	-0.095206	0.9251
X3	-1.053283	0.0042
f-statistic		5.206455
Prob(f-statistic)		0.001125
Durbin-watsonstat		0.519667
r-squared		0.664813

مصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على برنامج **eviews9**

من خلال جدول رقم (2-3) نلاحظ أن المتغيرات المستقلة لكل من معدل الربحية ومعدل الفائدة ذات دلالة إحصائية من خلال المعالم الجزئية التي تقدر على التوالي (0.0483، 0.0042) أما المتغير المستقل الذي يمثل معدل الضريبة ليس له دلالة إحصائية عند مستوى معنوية أقل من 0.05. كما نلاحظ أن قيمة معامل التحديد تفسر نسبة 66.48 وهي نسبة جيدة.

الفرع الثالث: النموذج الآثار العشوائية

جدول رقم (2-4) نتائج تقدير نموذج الآثار العشوائية

variable	t-statistic	Prop
C	1.984873	0.0578
X1	-0.261282	0.7959
X2	-0.103097	0.9187
X3	-1.222645	0.2324
f-statistic		0.585526
Prob(f-statistic)		0.629891
Durbin-watsonstat		0.582378
r-squared		0.113450

مصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على برنامج **eviews9**

نلاحظ من خلال الجدول رقم (2-4) أن المعامل الجزئية المقدرة لكل المتغيرات المستقلة أكبر تماماً من مستوى المعنوي 0.05 ومنه نقبل الفرضية البديلة التي ترفض هذا النموذج - اختيار أحسن نموذج يظهر من خلال العلاقة بين المتغيرين :

- إذ كانت LM: عند مستوى معنوية اقل من 0.05 فإننا نرفض H0 ونقبل H1:
- H0 نقبل نموذج الانحدار التجميعي؛
- H1 نقبل نموذج التأثيرات الثابتة أو العشوائية؛

جدول رقم (2-5) نتائج اختبار LM (lagrange-multiplier)

Breusch-pagn	0.0001
--------------	--------

مصدر: من إعداد الطالب اعتماداً على برنامج eviews9

نلاحظ من الجدول رقم (2-5) أن احتمال الخطأ Breusch-Pagan يساوي 0.0001 أقل من 0.05 وعلية نرفض H0 ونقبل H1 أي أن النموذج الملائم هو إما النموذج الثابت أو العشوائي.

- نستخدم اختبار HAUSMAN للاختيار بين النموذج العشوائي أو الثابت وتعطى فرضياته كما يلي :

H0 نقبل نموذج التأثيرات العشوائية؛

H1 نقبل نموذج التأثيرات الثابت؛

جدول رقم (2-6) نتائج اختبار Hausman

Prob	0.0499
------	--------

مصدر: من إعداد الطالب اعتماداً على برنامج eviews9

نلاحظ من الجدول أعلاه أن قيمة الاحتمال تساوي 0,0499 أقل من 0.05 أي اننا نقبل H1 ونرفض H0 أي نقبل النموذج الثابت لأنه أكثر معنوية وكفاءة في تحليل بيانات الدراسة عن النماذج الأخرى.

ثانياً: تفسير نموذج الدراسة

معنوية المعالم المقدرة :

نختبر الدلالة الإحصائية لكل من المعاملات المقدرة في المعادلة:

المعنوية الإحصائية α_0

$$\begin{cases} H_0: \alpha_0 = 0 \\ H_1: \alpha_0 \neq 0 \end{cases}$$

من خلال الجدول رقم (2-3) نجد أن القيمة الإجمالية للاختبار $0,05 \geq 0,0004$ (مستوى المعنوية) و منه نرفض H_0 و نقبل H_1 أي أن المعلمة المقدرة α_0 تختلف معنوياً في الواقع عن الصفر و أن قيمتها المقدرة لها دلالة إحصائية بمستوى معنوية 5%.

المعنوية الإحصائية α_1

$$\begin{cases} H_0: \alpha_1 = 0 \\ H_1: \alpha_1 \neq 0 \end{cases}$$

من خلال الجدول رقم (2-3) نجد أن القيمة الإجمالية للاختبار $0,05 \geq 0,0483$ (مستوى المعنوية) و منه نرفض H_0 و نقبل H_1 أي أن المعلمة المقدرة α_1 تختلف معنوياً في الواقع عن الصفر و أن قيمتها المقدرة لها دلالة إحصائية بمستوى معنوية 5%.

المعنوية الإحصائية α_2

من خلال الجدول رقم (2-3) نجد أن القيمة الإجمالية للاختبار $0,05 \leq 0,9251$ (مستوى المعنوية) و منه نقبل H_0 و نرفض H_1 أي أن المعلمة المقدرة α_2 لا تختلف معنوياً في الواقع عن الصفر و أن قيمتها المقدرة ليس لها دلالة إحصائية بمستوى معنوية 5%.

المعنوية الإحصائية α_3

$$\begin{cases} H_0: \alpha_3 = 0 \\ H_1: \alpha_3 \neq 0 \end{cases}$$

من خلال الجدول رقم (2-3) نجد أن القيمة الإجمالية للاختبار $0,05 \geq 0,0042$ (مستوى المعنوية) و منه نرفض H_0 و نقبل H_1 أي أن المعلمة المقدرة α_3 لا تختلف معنويا في الواقع عن الصفر و أن قيمتها المقدرة لها دلالة إحصائية بمستوى معنوية 5%.

المعنوية الكلية للنموذج:

في هذا الاختبار نختبر الدلالة الإحصائية للمعاملات بشكل إجمالي وفق الفرضيتين:

$$\begin{cases} H_0: \alpha_0 = \alpha_1 = \alpha_2 = 0 \\ H_1: \text{au moins } (\alpha_j \neq 0) \forall j = 1, 2, 3 \end{cases}$$

من خلال الجدول رقم (2-3) نجد أن القيمة الإجمالية للاختبار $0,05 \text{ brob}(F.\text{stastic}) \geq 0,001125$ و منه نرفض H_0 ، و نقبل H_1 ، بمعنى انه يوجد على الأقل معلمة تختلف معنويا عن الصفر أي وجود دلالة إحصائية للمعادلة المقدرة و بقيمة بمستوى معنوية 5%.

تقدير المعادلة: و منه يمكن ان نكتب معادلة النموذج بالشكل التالي:

$$Y = - 0.100035891522 * X1 - 1.23704258717 * X3 + 0.832432087803$$

جودة التوفيق:

يمكن أن نلاحظ جودة التوفيق جيدة للمعادلة المقترحة من خلال قيمة R^2 معاملا للتحديد الذي يساوي 0,664813، بمعنى أن المعادلة المعطاة تفسر لنا 66,48% من التغيرات الإجمالية لمعدل لرفع المالي و هي تعبر عن نسبة جيدة جدا لتفسير العلاقة بين الرفع المالي من جهة و الربحية ومعدل الفائدة من جهة أخرى من خلال النقاط الثلاث السابقة يمكننا أن نلاحظ القوة الإحصائية الجيدة للمعادلة المقترحة في تفسير العلاقة المدروسة و من ثم مصداقية النتائج المستخلصة منها.

المطلب الثالث: تحليل وتفسير النتائج

- متغيرة معدل الربحية: بالنظر إلى القدرة التفسيرية لمتغيرات الدراسة الخاصة بالشركة نجد انه كلما تتغير نسبة معدل الربحية بوحدة واحدة يتغير الرفع المالي بمقدار 0.100036 وأن اتجاه العلاقة بين معدل الربحية و معدل الرفع المالي سالبة لذا نقبل الفرضية والتي تنص على أنه يوجد أثر ودلالة إحصائية بين معدل الربحية للشركة و معدل الرفع المالي ، ويمكن تفسير هذا الأثر السلبي على أنه كلما ارتفعت ربحية الشركة كلما انخفض معدل الرفع المالي وهذا لان الشركة تحتفظ بالإرباح مما يزيد في حجم الأموال الخاصة وبالتالي يقل الرفع المالي.
- متغيرة معدل الفائدة: بالنظر إلى القدرة التفسيرية لمتغيرات الدراسة الخاصة بالشركة نجد انه كلما تتغير معدل الفائدة بوحدة واحدة يتغير الرفع المالي بمقدار 1.237042 و أن اتجاه العلاقة بين معدل الفائدة و معدل الرفع المالي سالبة لذا نقبل الفرضية والتي تنص على أنه يوجد أثر ودلالة إحصائية بين معدل الفائدة للشركة و معدل الرفع المالي ، ويمكن تفسير هذا الأثر السلبي على أنه كلما ارتفع معدل الفائدة على القروض كلما انخفض معدل الرفع المالي وهذا لان الشركة تحجم عن الاقتراض وبالتالي يقل الرفع المالي.
- متغيرة معدل الضرائب: أثبتت النتائج عدم وجود أثر بين معدل الضرائب المفروض على أرباح الشركات و الرفع المالي، أي أن معدل الضرائب لا يفسر التغيرات التي تحدث في الرفع المالي.

خلاصة الفصل:

تم في هذا الفصل دراسة لأثر العوامل المؤثرة في الهيكل المالي حيث تم الاعتماد على القوائم المالية لعينة من شركات المساهمة (6 شركات) خلال فترة 2011-2015 و استخدمت نماذج بانل في تحليل البيانات.

وبعد إجراء عملية تحليل البيانات و اختبار الفرضيات توصلت الدراسة إلى عدد من النتائج أبرزها من بين العوامل المستقلة التي تم التطرق إليها ظهرت متغير معدل كل من الربحية والفائدة كعوامل محددة للهيكل المالي لشركات المساهمة، في حين أستبعد معدل الضرائب كعامل محدد في ذلك.

وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية في اتجاه العكسي بين معدل الرفع المالي ومعدل كل من الربحية، الفائدة.



الحاتمة

الخاتمة

حاولت هذه الدراسة البحث في محددة الهيكل المالي لشركات المساهمة من خلال الاجابة على التساؤل التالي:

- ماهية أهم محددات الهيكل المالي لشركات المساهمة في إقليم ولاية ورقلة؟

والاجابة على هذا التساؤل إنطلقت الدراسة من مجموعة من الفرضيات وتوصلت إلى النتائج النظرية والتطبيقية التالية:

من خلال ما تم التطرق إليه في الجانب النظري الهيكل المالي ومحددته، تم عرض مفهوم الهيكل المالي والذي يعبر عن تشكيلة مصادر التمويل لشركات المساهمة.

وبينت النظريات المالية منذ بداية أبحاث موديل جاني و ميلير سنة 1958 من خلال تفسير أثر الهياكل المالية للمؤسسات على قيمتها، إضافة إلى النظرية التقليدية و ما يلاحظ على هذه المدخلات المفسرة على أنها تقوم على فرضيات غير واقعية.

غير أنه و منذ أبحاث ميلير و موديل جاني سنة 1963 والتي رفضت فكرة انعدام أثر عدم وجوب الضرائب على الهيكل المالي وأكدت أنه في ظل وجود الضريبة على الدخل يمكن في هذه الحالة تحديد ما يعرف بهيكل المالي الأمثل، وتوالت الدراسات حول علاقة الهيكل المالي بإدخال تكاليف الوكالة ونظرية الإشارة. وفي ما يخص نتائج الدراسة واختبار الفرضيات المتعلقة بمحددات الهيكل المالي لشركات المساهمة فقد توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

فرضية الأولى: من خلال الدراسة اتضح لنا أنه توجد علاقة عكسية بين معدل الربحية ومعدل الرفع المالي لشركات المساهمة حيث إشارة نتائج الدراسة إلى وجود علاقة عكسية بمقدار (0.100036) ويمكن تفسير النتائج في أنه كلما أرتفع معدل الربحية يدي إلى انخفاض معدل الرفع المالي بمعنى أن شركة تحتفظ بأرباح لزيادة في رأس مالها مما يؤدي إلى التخلي عن الاستدانة

فرضية الثانية: لا توجد علاقة بين معدل الرفع المالي ومعدل الضريبة على أرباح الشركات

فرضية الثالثة: من خلال الدراسة اتضح لنا أنه توجد علاقة عكسية بين معدل الفائدة ومعدل الرفع المالي لشركات المساهمة حيث إشارة نتائج الدراسة إلى وجود علاقة عكسية بمقدار (1.237042) ويمكن تفسير النتائج في أنه كلما أرتفع معدل الفائدة لدى بنوك الإقراض فإن هذا يؤدي إلى التقليل من حجم الاستدانة.

الاقتراحات:

- ضرورة تفعيل دور سوق المالي الجزائري لما يتيح لشركة المساهمة بدخول إليه
- اتخاذ إجراءات جديدة من شأنها تسهيل العلاقة بين شركات المساهمة والبنوك الوطنية في عمليات منح القروض وتمويل أنشطة هذه الشركات.
- ضرورة تعزيز الشفافية والإفصاح بما يتلاءم مع المعايير الدولية ووجوب تكييف النظام المحاسبي الجديد مع محاسبة الشركات.

آفاق الدراسة:

- البحث في تأثير المتغيرات الكيفية على تركيبة الهيكل المالي لشركات المساهمة.
- البحث بدائل التمويل المستحدثة في تمويل شركات المساهمة.
- البحث في تأثير متغيرات مستقلة أخرى (كمعدل السيولة، معدل التضخم، ... الخ) على تركيبة الهيكل المالي

قائمة المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية:

- الكتب

- 1- عدنان تايه النعيمي، ارشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار البازوري، الأردن، 2009.
- 2- مُجَدَّ علي العامري، الإدارة المالية المتقدمة، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2013.
- 3- سلمان أبو صبحا، الإدارة المالية، منشورات جامعة القدس المفتوحة، عمان، الأردن، 1996.
- 4- عبد الغفار الحنفي، رسمية زكي قرياقص، الإدار المالية، الدار الجامعية، مصر، 2002.

-البحوث الجامعية

5- يوسف قريشي والياس بن ساسي مقال بعنوان خصائص ومحددات الهياكل التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، الملتقى الدولي، متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، يومي 17 و 18 افريل، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف 2006.

6 النجار، مدى تأثير الرفع المالي على أداء المالي لشركات المساهمة المدرجة في بورصة فلسطين، دراسة إختبارية في بورصة فلسطين 2013.

7 دادن عبد الغاني و آخرون، دور تكلفة رأس المال في اتخاذ قرار تمويل المشروعات والمتوسطة والصغيرة والرفع المالي كإستراتيجية للنمو الداخلي، دورة تدريبية حول تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطويرها في الاقتصاديات المغاربية ، الجزائر، 2003.

8 أنفال حدة خبيزة، تأثير الهيكل المالي على إستراتيجية المؤسسة الصناعية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية غير منشورة ،جامعة مُجَدَّ خيضر، بسكرة، 2012.

9 عبد الوهاب دادن، الجدل القائم حول هيكل التمويل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد السابع، 2009.

10 تير زغود، محددات سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية مذكرة ماجستير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2009.

11 كنزة بلدي، العوامل المحددة للهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، دراسة حالة شركة سوناليك وحدة فرجيو، مذكرة ماستر غير منشورة، جامعة ميلة، 2013.

ثانيا المراجع باللغة الأجنبية:

1-Hisham Gharaibeh and Basil Al-Najjar Determinants of capital structure :

(Evidence from Jordanian Data)2007

2-Les Déterminant De La Structure Du Capital Application pour Les Entreprise Canadiennes Et Américaines De 1998 a 2005

3-Olivier Colot et Mélanie Croquet Les Déterminats De La structure Financière Des Entreprise Belgiqu(2007)



ملحق رقم 01 نموذج الانحدار التجميعي

Dependent Variable: Y

Method: Panel Least Squares

Date: 04/25/18 Time: 17:26

Sample: 2011 2015

Periods included: 5

Cross-sections included: 6

Total panel (balanced) observations: 30

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.902183	0.259364	3.478448	0.0018
X1	-0.062503	0.395517	-0.158030	0.8757
X2	-0.013258	0.759655	-0.017452	0.9862
X3	-2.562092	1.248192	-2.052643	0.0503
R-squared	0.144234	Mean dependent var		0.707082
Adjusted R-squared	0.045492	S.D. dependent var		0.814336
S.E. of regression	0.795598	Akaike info criterion		2.504119
Sum squared resid	16.45737	Schwarz criterion		2.690946
Log likelihood	-33.56179	Hannan-Quinn criter.		2.563887
F-statistic	1.460712	Durbin-Watson stat		0.712131
Prob(F-statistic)	0.248242			

ملحق رقم 02 نموذج الآثار الثابتة

Dependent Variable: Y

Method: Panel Least Squares

Date: 04/25/18 Time: 17:29

Sample: 2011 2015

Periods included: 5

Cross-sections included: 6

Total panel (balanced) observations: 30

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.832432	0.198352	4.196749	0.0004
X1	-0.100036	0.359997	-0.277880	0.0483
X2	-0.057769	0.606780	-0.095206	0.9251
X3	-1.237042	1.174464	-1.053283	0.0042

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.664813	Mean dependent var	0.707082
Adjusted R-squared	0.537123	S.D. dependent var	0.814336
S.E. of regression	0.554034	Akaike info criterion	1.900144
Sum squared resid	6.446027	Schwarz criterion	2.320503
Log likelihood	-19.50215	Hannan-Quinn criter.	2.034620
F-statistic	5.206455	Durbin-Watson stat	1.519667
Prob(F-statistic)	0.001125		

ملحق رقم 03 النموذج الآثار العشوائية

Dependent Variable: Y

Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)

Date: 04/25/18 Time: 17:28

Sample: 2011 2015

Periods included: 5

Cross-sections included: 6

Total panel (balanced) observations: 30

Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.841817	0.424116	1.984873	0.0578
X1	-0.091716	0.351021	-0.261282	0.7959
X2	-0.061766	0.599112	-0.103097	0.9187
X3	-1.396230	1.141974	-1.222645	0.2324

Effects Specification

	S.D.	Rho
Cross-section random	0.920424	0.7340
Idiosyncratic random	0.554034	0.2660

Weighted Statistics

R-squared	0.063285	Mean dependent var	0.183798
Adjusted R-squared	-0.044797	S.D. dependent var	0.513688
S.E. of regression	0.525068	Sum squared resid	7.168109
F-statistic	0.585526	Durbin-Watson stat	1.385189
Prob(F-statistic)	0.629891		

Unweighted Statistics

R-squared	0.113450	Mean dependent var	0.707082
Sum squared resid	17.04938	Durbin-Watson stat	0.582378

(LM) Lagrange Multiplier ملحق رقم 04 اختبار

Lagrange Multiplier Tests for Random Effects

Null hypotheses: No effects

Alternative hypotheses: Two-sided (Breusch-Pagan) and one-sided
(all others) alternatives

	Test Hypothesis		
	Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	13.81335 (0.0002)	1.676415 (0.1954)	15.48977 (0.0001)
Honda	3.716632 (0.0001)	-1.294764 (0.9023)	1.712519 (0.0434)
King-Wu	3.716632 (0.0001)	-1.294764 (0.9023)	1.512694 (0.0652)
Standardized Honda	5.002506 (0.0000)	-1.128818 (0.8705)	-0.471354 (0.6813)
Standardized King-Wu	5.002506 (0.0000)	-1.128818 (0.8705)	-0.708544 (0.7607)
Gourieroux, et al.*	--	--	13.81335 (0.0004)

ملحق رقم 105 اختبار HAUSMAN

Correlated Random Effects - Hausman Test

Equation: Untitled

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	0.352416	3	49900.

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
X1	-0.100036	-0.091716	0.006382	0.9171
X2	-0.057769	-0.061766	0.009246	0.9668
X3	-1.237042	-1.396230	0.075260	0.5617

ملحق رقم 06 البيانات المحاسبية لمتغيرات الدراسة

الشركة	السنوات	y	x1	x2	x3
alpha computers spa	2011	0.0625	0.0455	0.2783	0.0028
	2012	0.0536	0.0350	0.3412	0.2702
	2013	0.0686	0.0290	0.3964	0.3964
	2014	0.0882	0.0238	0.2588	0.0466
	2015	0.1176	0.0391	0.2826	0.4950
ENSP	2011	0.1894	0.0978	0.2195	0.0375
	2012	0.1926	0.2422	0.1173	0.0015
	2013	0.1926	0.2422	0.1173	0.0015
	2014	0.2165	0.3363	0.0993	0.0015
	2015	0.2506	0.3478	0.9663	0.0006
SPA - GEPCO	2011	1.3577	0.0542	0.3407	0.0045
	2012	1.3567	0.0927	0.1411	0.0001
	2013	1.6656	0.0056	0.4251	0.0001
	2014	2.1295	0.0093	0.4294	0.0004
	2015	2.8859	0.0001	0.0001	0.0084
HOTEL TASSILI OUARGLA	2011	2.9798	0.9001	0.3199	0.0003
	2012	0.5167	1.8870	0.3084	0.0313
	2013	0.1085	0.4497	0.2058	0.2240
	2014	1.1755	0.2365	0.0056	0.0240
	2015	1.2951	0.2121	0.1234	0.0009
ENGEO	2011	0.4900	0.1845	0.1194	0.0203
	2012	0.2923	0.1425	0.0595	0.0595
	2013	0.7027	0.7771	0.0090	0.0091
	2014	0.8826	0.2728	0.0027	0.0027
	2015	0.6163	0.4087	0.0001	0.0001
RED MED	2011	0.0066	0.5208	0.2271	0.0920
	2012	0.3961	0.3961	0.3685	0.1092
	2013	0.4174	0.4064	0.0001	0.0660
	2014	0.2213	0.0154	0.2162	0.0750
	2015	0.2840	0.0544	0.3015	0.0619

الفهرس

الفهرس

رقم الصفحة	العنوان
I	الإهداء.....
II	الشكر.....
III	الملخص.....
IV	قائمة المحتويات.....
V	قائمة الجداول.....
VI	قائمة الأشكال البيانية.....
VII	قائمة الملاحق.....
أ	المقدمة.....

الفصل الأول: الإطار النظري لمحددات الهيكل المالي والدراسات السابقة

02	تمهيد.....
03	المبحث الأول: ماهية الهيكل المالي ومحدداته.....
03	المطلب الأول: مفهوم الهيكل المالي ومحدداته.....
03	الفرع الأول: مفهوم الهيكل المالي ومكوناته.....
04	الفرع الثاني: محددات الهيكل لمالي.....
06	المطلب الثالث: الرفع المالي.....

07	.....المبحث الثاني: النظريات المفسرة للهيكال المالي
11	.....المبحث الثالث : دراسات السابقة.
11	.....الدراسات باللغة العربية.
13	.....الدراسات باللغة الأجنبية.
14	.....المقارنة بين الدراسات السابقة.
17	.....خلاصة الفصل.

الفصل الثاني: الدراسة التطبيقية لمحدوات الهيكل المالي في شركات المساهمة

19	.....تمهيد.
20	.....المبحث الأول: عرض منهجية وادوات الدراسة
20	.....المطلب الأول: منهج ، مجتمع و عينة الدراسة.
20	.....الفرع الأول: المنهج المتبع في الدراسة.
20	.....الفرع الثاني: إختيار مجتمع و عينة الدراسة.
21	.....المطلب الثاني: تحديد متغيرات الدراسة، مصادر البيانات و الادوات الاحصائية المتبعة
21	.....الفرع الأول: تحديد متغيرات الدراسة و طرق جمعها.
22	.....الفرع الثاني: تحديد مصادر البيانات.
22	.....الفرع الثالث: الاساليب و الادوات الاحصائية المعتمدة.
26	.....المبحث الثاني: عرض نتائج الدراسة و مناقشتها
26	.....المطلب الأول: عرض النتائج المتحصل عليها
26	.....الفرع الأول: الخصائص الوصفية لمتغيرات الدراسة.

27	..... الفرع الثاني: تحليل قيم متغيرات الدراسة.
27	..... المطلب الثاني: نتائج الدراسة و اختبار الفرضيات و مناقشتها
27	..... الفرع الأول: النموذج التجميعي
28	..... الفرع الثاني: النموذج الاثار الثابتة
28	..... الفرع الثالث: النموذج الآثار العشوائية
32	..... المطلب الثالث: تحليل و تفسير النتائج
33	..... خلاصة الفصل
36	..... الخاتمة
38	..... المراجع
41	..... الملاحق
48	..... الفهرس