



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

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 وعلوم التسيير وعلوم تجارية فرع علوم التسيير
التخصص: مالية المؤسسة

بعنوان:

محددات الهيكل المالي للمؤسسات الخدمائية المدرجة في البورصة

" دراسة حالة عينة من المؤسسات الخدمائية المدرجة في بورصة
عمان للفترة 2014-2016 "

من إعداد الطالبة: حليمة تلالى

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ:

أمام اللجنة المكونة من السادة:

(جامعة قاصدي مرباح) رئيسا

(جامعة قاصدي مرباح) مشرفا

(جامعة قاصدي مرباح) مناقشا

د/ لعروسي العربي

أ/ رشيد حفصي

أ/ سعيدة تلي

السنة الجامعية: 2018/2017م



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

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 وعلوم التسيير وعلوم تجارية فرع علوم التسيير
التخصص: مالية المؤسسة

بعنوان:

محددات الهيكل المالي للمؤسسات الخدماتية المدرجة في البورصة

" دراسة حالة عينة من المؤسسات الخدماتية المدرجة في بورصة
عمان للفترة 2014-2016 "

من إعداد الطالبة: حليمة تلالى

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ:

أمام اللجنة المكونة من السادة:

(جامعة قاصدي مرباح) رئيسا

(جامعة قاصدي مرباح) مشرفا

(جامعة قاصدي مرباح) مناقشا

د/ لعروسي العربي

أ/ رشيد حفصي

أ/ سعيدة تلي

السنة الجامعية: 2017/2018

الاجتهاد

اللهم لك الحمد و الشكر على رحمتك و نعمك

وصل وسلم على سيدنا محمد صلى الله عليه و سلم

إلى من كلله الله بالهبة والوقار، الى من علمني العطاء بدون انتظار، الى من وقف جانبي منذ

الصغر، الى من احمل اسمه بكل فخر والدي العزيز ارجو من الله ان يمد في عمرك

والى من سهر على تربيتي ونجاحي وعلمني معنى النجاح والصبر وعلمتني وعانت الصعاب

لأصل الى ما انا عليه امي اطال الله في عمرها

إلى من قيل فيهما مالا يكفيهما أمي الغالية أبي العزيز

الى الذين تعلمت معهم كيف أعيش وتقاسمت معهم الحلوة والمرارة إخوتي وأخواتي كل باسمه

الى كل الاهل والاقارب

إلى جميع من مد لي يد العون ...

الى كل من علمني ولو حرفا طيلة فترة دراستي من التعليم الابتدائي الى الجامعي اساتذتي

الكرام

الى الذين جمعني بهم القدر ليكونوا الاخوة والأحبة زملائي في الدفعة الى أصدقائي من قريب

او بعيد الى كل من عرفتهم طوال مشواري الدراسي منذ السنة الأولى الى يومنا هذا

الى كل من وسعهم صدري ولم يسعهم قلبي

الى كل طالب علم

الى جميع هؤلاء اهدي ثمرة جهدي

حليمة

شكر وتقدير

باسم الله الرحمن الرحيم

" رب اوزعني ان اشكر نعمتك التي انعمت علي وعلى والدي وان اعمل عملا تصفه وانه خلقي برحمتك في عبادة الصالحين "

صدق الله العظيم سورة النمل الآية 19

بداية نحمد الله تعالى الذي أنعم علينا بنعمته أما بعد

نتقدم بأسمى الشكر والإخلاص إلى الأستاذ المشرف حفصي رشيد على قبوله الاشراف على هذا العمل، الى اساتذتي الأعزاء الذين سأنال شرف مناقشتهم لبحثي هذا، فلهم الشكر والعرفان على مجمل نصائحهم وتوجيهاتهم التي ستبني درينا العلمي، اشكر كل من وجهنا في هذا العمل و اخص بالذكر أستاذ قريشي خير الدين وأستاذ عبد الرحمان بابنات والاساذ العربي لعروسي، كما اشكر بالأطرش مراد على تقديمه لي يد العون، اشكر كل من قدم لي النصيحة واعانني ولو بكلمة وإلى كل من كان له فضل علينا سواءا كان من قريب أو بعيد

كما نتوجه بالشكر الى كل الأساتذة ومسيري كلية العلوم التجارية والتسيير.

وفي الأخير نسأل ربنا الله عز وجل ان يجعل عملنا هذا خالصا لوجهه ومقبولا عنده ورافعا

لأعمالنا ومزايا حسناتنا

وشكرا

حليمة

الملخص

تهدف هذه الدراسة الى التعرف بأهم العوامل المحددة للهيكل المالي لعينة من المؤسسات الخدمائية المدرجة ببورصة عمان، كما تهدف الدراسة الى مدى تأثير هذه العوامل على معدل الهيكل المالي لهذه المؤسسات خلال فترة الدراسة 2014-2016م.

ولتحقيق هذا الغرض قمنا بإجراء هذه الدراسة ببورصة عمان (الأردن) على شركات قطاع الخدمات المدرجة بسوق عمان المالي، حيث شملت العينة ثلاثون مؤسسة لهذا القطاع، وتم استخدام المنهج الوصفي التحليلي للإلمام بحيثيات الجانب النظري والتطبيقي، وقد تم الاعتماد على نموذج الانحدار المتعدد للبيانات الطويلة لتفسير العلاقة بين هذه المحددات ومعدل الهيكل المالي.

وقد خلصت هذه الدراسة ان كل من المتغيرات: المردودية المالية، العائد على الأصول، حجم المؤسسة، تلعب دورا جوهريا في تفسير الهيكل المالي لهذه المؤسسات.

واستبعد من النموذج الأمثل كل من المتغيرات: معدل النمو، هيكل الأصول، عمر المؤسسة، أي لا تلعب دورا ملموسا في

Abstract

This study aims to identify the specific factors of the financial structure of some of the service institutions listed in the Amman Stock Exchange, and It also aims search examaine the impact of these factors on the rate of the financial structure of these institutions during the period 2014-2016.

To achieve this objective, we conducted this study at Amman Stock exchange (Jordan) on the services sector companies listed in the Amman Financial Market. The sample included 30 institutions for this sector.

Was studied using descriptive analytical To familiarize themselves with the merits of theoretical and applied side, have been relying on multiple regression model for CT data to explain the relationship between the determinants and rate the financial structure.

This study concluded that Each of the variables : Financial profitability rate , rate of return on assets, size of the institution , play fundamental role in interpreting the financial structure of these institutions.

The optimal model excluded each of the vriables : growthe rate, asset structure, age of the institutions, which does not play a significant role in interpreting the financial structure of these institutions

Keywords : finance structure, finance structure parameters, capital structure, modern Financial theories, the Amman Stock Echange

قائمة المحتويات

الصفحة	قائمة المحتويات
III	الإهداء
IV	الشكر
V	الملخص
VI	قائمة المحتويات
VII	قائمة الجداول
VIII	قائمة الأشكال البيانية
IX	قائمة الاختصارات والرموز
X	قائمة الملاحق
أ	المقدمة العامة
الفصل الأول: الإطار النظري للهيكل المالي والدراسات السابقة ذات صلة بالموضوع	
02	تمهيد الفصل
03	المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول الهيكل المالي
20	المبحث الثاني: الدراسات السابقة ذات الصلة بالموضوع
30	خلاصة الفصل
الفصل الثاني: دراسة تطبيقية لمحددات الهيكل المالي	
32	تمهيد الفصل
33	المبحث الأول: الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة
39	المبحث الثاني: عرض النتائج ومناقشتها
52	خلاصة الفصل
53	الخاتمة العامة
56	قائمة المراجع
60	الملاحق
66	الفهرس

قائمة الجداول

الصفحة	العنوان	رقم الجدول
29-26	مقارنة الدراسات السابقة	الجدول 1.1
37-36	عينة الدراسة	الجدول 1.2
38	قياس المتغيرات المستقلة	الجدول 2.2
39	مصفوفة الارتباط بين محددات الهيكل المالي	الجدول 3.2
41	نتائج نموذج الانحدار التجميعي PRM	الجدول 4.2
42	نتائج نموذج تأثيرات الثابتة FEM	الجدول 5.2
43	نتائج نموذج التأثيرات العشوائية REM	الجدول 6.2
44	معلومات نموذج الدراسة المقطرة باستخدام النماذج الثلاثة	الجدول 7.2
45	يوضح اختبار LM	الجدول 8.2
46	اختبار Hausman	الجدول 9.2
49-47	معلومات نموذج الدراسة المقطرة باستخدام نموذج التأثيرات العشوائية	الجدول 10.2

قائمة الاشكال البيانية

الصفحة	العنوان	رقم الشكل
15	نموذج (Modigliani et Miller) في حالة عدم الضرائب	الشكل 1.1
16	نموذج (Modigliani et Miller) في حالة وجود الضرائب	الشكل 2.1
20	تمثيل بياني لتكلفة التمويل حسب نظرية التسلسل الهرمي لمصادر التمويل	الشكل 3.1
35	الهيكل التنظيمي للبورصة	الشكل 4.1

قائمة الاختصارات والرموز

الاختصار/الرمز	الدلالة باللغة العربية
TDT	معدل الهيكل المالي
RF	المردودية المالية
GAR	هيكل الأصول
CROISS	معدل النمو
TAILLE	حجم المؤسسة
AGE	عمر المؤسسة
ROA	العائد على الأصول
PRM	نموذج الانحدار التجميعي
FEM	نموذج التأثيرات الثابتة
REM	نموذج التأثيرات العشوائية

قائمة الملحق

الصفحة	الملحق	رقم الملحق
60	البيانات الخام لعينة من المؤسسات	الملحق 01
63	نموذج الانحدار التجميعي PRM	الملحق 02
63	نموذج التأثيرات الثابتة FEM	الملحق 03
64	نموذج التأثيرات العشوائية REM	الملحق 04

مقدمة

توطئة

ان موضوع الهيكل المالي من المواضيع الأساسية والمعقدة في مجال التسيير المالي، وقد مر هذا الأخير بعدة مراحل نظرية، فمنذ العمل الذي قام به الباحثين Modigliane et Miller ونظرية الهيكل المالي تشهد تطورات ملحوظة حيث اكتسب هيكل التمويل أهمية كبيرة بعد ظهور افتراض Modigliani et Miller سنة 1958.

ونجد ان النظريات التقليدية اهتمت بالوصول الى وجود هيكل مالي أمثل من عدمه، لتظهر فيما بعد النظريات الحديثة والمتمثلة أساسا في نظرية الإشارة ونظرية الالتقاط التدريجي، لتثبت ان هيكل المالي للمؤسسة هو ناتج عن السلوك التمويلي الذي يتبعه مسيرها.

اذ ان النظريات الحديثة هي الأكثر تفسيراً للهيكل المالي في المؤسسات الاقتصادية، والمعلوم ان الهيكل المالي له تأثير على قيمة المؤسسة، بحيث كلما اعتمدت المؤسسة حسب بعض الباحثين على الاستدانة كلما ارتفعت قيمتها السوقية، في حين يرى باحثون آخرون انه لا يوجد تأثير للهيكل المالي على قيمة المؤسسة. وفي هذه الدراسة سوف نختبر العوامل المؤثرة في هيكل التمويل.

1. طرح الإشكالية:

بناء على ما سبق، ونظرا لأهمية الهيكل المالي بالنسبة للمؤسسة، جاءت هذه الدراسة لتبين اهم العوامل المحددة للقرارات المتعلقة بالهيكل المالي من خلال اجراء دراسة على عينة من المؤسسات الخدمائية المدرجة بالبورصة، خلال الفترة الممتدة بين (2014-2016) وذلك بالبحث في السؤال الرئيسي التالي:

ماهي محددات الهيكل المالي للمؤسسات الخدمائية المدرجة في بورصة (عمان) ؟

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

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

2. فرضيات البحث:

في ضوء العرض السابق ومن اجل تفسير الإشكالية ومحاولة الإجابة على التساؤلات السابقة، يمكن طرح الفرضيات التالية من اجل مناقشتها واختبار صحتها، ويأتي ذكرها فيما يلي:

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

3. حدود الدراسة:

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

الحدود المتعلقة بالمفاهيم: تتمثل هذه الحدود في اعتماد الدراسة في جانبها التطبيقي على بعض العوامل فقط والتي يعتقد الباحث ان لها تأثير على الهيكل المالي، الا انه يوجد عدة عوامل أخرى يفترض ان لها تأثير في اختيار توليفة الهيكل المالي.

الحدود الزمانية: تناولت الدراسة محددات الهيكل المالي للمؤسسات الخدمائية المدرجة بالبورصة (عمان)، خلال الفترة 2014-2016 وذلك اعتماد على البيانات المتعلقة بعينة الدراسة من كشوف المالية.

الحدود المكانية: بغرض الإجابة على الأسئلة المطروحة في الإشكالية المقترحة، وتحليل ابعادها وجوانبها المختلفة وكذا اختبار صحة الفرضيات وبغية تحقيق اهداف البحث والمتمثلة أساسا في دراسة محددات الهيكل المالي للمؤسسات الاقتصادية الخدمائية المسعرة في البورصة، تم اجراء هذه الدراسة على مجموعة من المؤسسات الخدمائية المسعرة ببورصة (عمان).

4. أسباب اختيار الموضوع:

تتمثل أسباب اختيار هذا الموضوع فيما يلي:

- ✓ دخول الموضوع ضمن التخصص؛
- ✓ يعد من المواضيع الجديرة بالاهتمام والبحث نظرا لما يحظى من اهتمامات الباحثين والكتاب؛



- ✓ الرغبة في البحث عن مقاربات النظرية المالية في تفسير السلوك المالي للمؤسسات عند البحث عن مصادر تمويلها؛
- ✓ الرغبة في فهم العوامل المؤثرة في اختيار الهيكل المالي بالنسبة للمؤسسات الاقتصادية؛
- ✓ محاولة استخدام بعض الأساليب الإحصائية في مجال علوم التسيير خاصة في مثل هذه المواضيع؛

5. أهمية الدراسة:

ترجع أهمية بحثنا في النقاط التالية:

- 1) تتجلى أهمية هذه الدراسة انها تساعد في التعرف على اهم العوامل التي تحدد الهيكل المالي للمؤسسات؛
- 2) تتجلى أهمية هذا البحث في دراسة محددات الهيكل المالي في المؤسسات الاقتصادية هذا نظريا؛
- 3) محاولة ربط الجانب النظري بالجانب التطبيقي وذلك من خلال تحليل النتائج المحصل عليها؛
- 4) تقديم دراسة يمكن الاعتماد عليها مستقبلا للإعداد أكثر شمولية ودقة؛

6. اهداف الدراسة:

من العرض السابق لمشكلة الدراسة وما نحاول الإجابة عليه من أسئلة يمكن الاستدلال على ان اهداف الدراسة تكمن فيما يلي:

- ✓ من خلال هذه الدراسة سيتم تسليط الضوء على مختلف بنود الهيكل المالي؛ والعوامل المحددة له؛
- ✓ التعرف على اهم العوامل او المحددات التي تؤثر في عملية اختيار مصادر تمويل الاحتياجات المالية داخل المؤسسات؛
- ✓ اختبار العلاقة بين (الحجم، المردودية المالية، النمو، العمر، العائد على الاصول) والهيكل المالي للمؤسسات الاقتصادية؛
- ✓ التعرف على السياسات التمويلية للشركات الأردنية بقطاع الخدمات المدرجة بسوق عمان المالي؛
- ✓ التوصل الى استنتاجات لتدعيم المعرفة الشخصية؛

7. منهج الدراسة والأدوات المستعملة:

قصد القيام بتحليل علمي ومنهجي لإشكالية بحثنا، وبهدف اختبار صحة الفرضيات المقترحة والوصول الى النتائج المرجوة سنعمد في بحثنا على المنهج الوصفي في توضيح مختلف المفاهيم المتعلقة بالهيكل المالي واهم العوامل المحددة له، وكذا استخلاص اهم الدراسات العلمية السابقة ذات الصلة بالموضوع بالإضافة الى اختبار العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع.

ولدراسة العلاقة بين (الحجم، المردودية المالية، النمو، العمر، عائد على الاصول) والهيكل المالي للمؤسسات الخدمائية المدرجة ببورصة (عمان)، سنقوم بتجميع البيانات والمعلومات، كما سنقوم أيضا باستخدام نموذج الانحدار المتعدد لبيانات السلاسل الزمنية والمقطعية، وذلك بالاعتماد على البرنامج الاحصائي Eviews0.9 في معالجة واستغلال هذه البيانات وتحويلها وتكليفها بما يتوافق وغرض الدراسة، وهذا من الاجل التوصل الى نتائج معبرة يمكن تفسيرها وتحليلها.

8. مرجعية الدراسة:

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

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

✓ **مصادر ثانوية:** هي مصادر تتعلق بالجانب النظري، حيث قمنا بعملية مسح للدراسات السابقة والاطلاع على ادبيات المنشورة حول محددات الهيكل المالي، باستخدام الكتب، المجالات، المقالات، الرسائل الجامعية، ومواقع الانترنت.

9. صعوبات الدراسة:

- ✓ صعوبة معالجة هذا الموضوع في وقت ضيق للدراسة؛
- ✓ صعوبة الحصول على معلومات مالية من مصادر الانترنت والتأكد من مصداقيتها؛
- ✓ صعوبة تطبيق بعض الأساليب الإحصائية؛

10. هيكل الدراسة:

سعيًا منا لإنجاز البحث والاجابة على اشكاليته، قمنا بتقسيم البحث الى فصلين، حيث سنتناول في الفصل الأول منها الجانب النظري من اجل الفهم الجيد للموضوع ومراجعة الأبحاث والدراسات العلمية السابقة للوقوف على النتائج المتوصل اليها، وفي حين سنتطرق في الفصل الثاني الى الجانب التطبيقي، وذلك لصحة الفرضيات او نفيها بالاعتماد على عينة من المؤسسات الخدمائية المدرجة ببورصة (عمان).

الفصل الأول:

الأدبيات النظرية والتطبيقية

حول الهيكل المالي

تمهيد:

ان المؤسسة من خلال هدفها في المحافظة على تواجدتها واستمراريتها في عالم الاعمال، دعى لابد عليها من مراعاة ودراسة العديد من المتغيرات الاستراتيجية المتواجدة ضمن محيطها الداخلي والخارجي ، ومن الملاحظ ان موضوع الهيكل المالي قد استأثرت بجزء مهم من الدراسات المالية ، لما لها من أهمية بالغة في التأثير على المؤسسة فاعتبار ان بناء الهيكل المالي المناسب من بين التحديات التي تواجه المؤسسة ، نظرا للصعوبات التي تواجهها في إيجاد واختيار المصادر التمويلية الملائمة، اذ يتوجب عليها التوفيق بين قدرتها الذاتية والعرض الخارجي من مختلف مصادر التمويل ، وهذا في ظل قيود المفروضة .

حيث يعتبر الهيكل المالي عن مختلف التوليفات من مصادر التمويل التي يمكن للمؤسسة المفاضلة بينها لتحقيق مزايا متعددة ، أي توزيع قيمتها بين الأموال الخاصة والديون ، للتمكن من تحقيق المزايا التي يوفرها كل مصدر من مصادر التمويل ، حيث يعد قرار التمويل من بين اهم القرارات التي تهتم بها المؤسسة وتعيرها أهمية بالغة لما له من تأثير على مختلف نشاطاتها، رغم ظهور عدة نظريات حاولت تفسير مشكلة اختيار الهيكل المالي ، واختلاف وجهات نظرها بين مؤيد ومعارض وإمكانية تحقيق هيكل تمويلي امثل للمؤسسة الاقتصادية، الا انه لا يزال هناك جدل كبير في حقل الإدارة المالية وعدم حيازة أي نظرية على الاجماع .

ومن هذا المنطلق سيتم التطرق في هذا الفصل الى مختلف العناصر المتعلقة بالهيكل المالي ومحدداته، واهم النظريات المالية المفسرة له واهم الدراسات والأبحاث السابقة التي تخص هذا الموضوع.

المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول الهيكل المالي

تعتبر عملية التعرف على مصادر التمويل المختلفة مهمة بالنسبة للمؤسسة لكن الامر لا يتوقف عند هذا الحد.

فان عمل المدراء الماليين لا يقتصر على مجرد التعرف على مصادر الأموال، بل ان يحصل عليها بأفضل الشروط وان يحدد ذلك المزيج من الأموال الذي يترتب عليه أكبر عائد بأقل تكلفة ممكنة، ويعرف هذا المزيج بالهيكل المالي، حيث يرتبط الأداء المالي الجيد للمؤسسة على قدرتها في تشكيل توليفة المثلى من هذا الهيكل ومدى استخدام المصادر التمويلية المتاحة امامها بوتيرة تكافئ دوران أصلها الاقتصادي بما يضمن تشكيل الثروة، والرفع من معدل النمو، وبالتالي قيمة المؤسسة بشكل عام¹.

ومن خلال هذا تقديم قسمنا هذا المبحث الى مطلبين: الأول يهدف الى تعريف بالهيكل مالي عموماً، لنتقل فيما بعد الى مطلب الثاني وذلك بعرض مختلف المقاربات النظرية التي حاولت تفسير الهيكل المالي.

المطلب الأول: مفهوم الهيكل المالي ومحدداته

يعود التطور الذي عرفته وسائل التمويل الى الخاصية الاستراتيجية للهيكل المالية، اذ تعكس هذه الأخيرة طبيعة الاستراتيجية المالية التي تسمح للمؤسسة بمباشرة نشاطها، او بعبارة أخرى الحيازة على أصولها، وهنا تعددت العناصر التي تشملها هذه الهياكل، والتي يمكن تلخيصها في مكونين هما الديون والأموال الخاصة.

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

لذلك تم تخصيص هذا المطلب الى التعريف بالهيكل المالي وكل ما يخص بهذا المفهوم.

الفرع الأول: تعريف الهيكل المالي والهيكل المالي الأمثل

نتناول ضمن هذا العنصر كل من مفهوم الهيكل المالي ومكوناته، والهيكل المالي الأمثل.

أولاً: مفهوم الهيكل المالي ومكوناته

1 - تعريف الهيكل المالي

تعددت التعريفات التي تناولت مفهوم الهيكل المالي نذكر منها:

يعرف الهيكل المالي بأنه "الجزء الخاص بالأموال الخاصة والمتمثلة في الموارد الدائمة"²

¹ محمد بوشوشة، مصادر التمويل وأثرها على الوضع المالي للمؤسسة، مذكرة ماجستير اقتصاد وتسيير المؤسسة، غير منشورة، جامعة بسكرة، 2007، ص56.

² Florence Dalahaya, Jaqueline Dalahaya, **Finance d'entreprise manuel et applications**, 2^e édition, DUNOD, paris, 2009, p121.

أي أن الهيكل المالي هو الجانب الأيسر من الميزانية والذي يبين لنا كيفية تمويل أصول المؤسسة.

كما يعرف بأنه: "ذلك المزيج من الأموال الذي يترتب عنه اقل تكلفه ممكنة"¹.

ويعرف على انه هيكل مصادر التمويل او جانب الخصوم وحقوق الملكية في كشف المركز المالي.²

وانه توليفة مكونة من مجموع مصادر التمويل التي تم اختيارها من قبل المؤسسة لتغطية استثماراتها، وتتكون من العناصر المكونة لجانب الخصوم في الميزانية العمومية.³

اذن فالهيكل المالي هو عبارة عن الخليط من الأموال التي تستعملها المؤسسة في تمويل مختلف استثماراتها والتي تتمثل في جميع أشكال وأنواع التمويل من أموال ملكية الى الديون القصيرة والطويلة الأجل، والتي تم الحصول عليها في ظل أفضل الشروط، هذا إضافة الى تكلفة دنيا ناتجة عن استخدام هذه الأموال، فكما سبق الإشارة الى أن تكلفة الأموال تستخدم للمفاضلة بين المشاريع الاستثمارية، فالمؤسسة تسعى للوصول الى هيكل مالي مثالي والذي يحقق هدفها في تعظيم قيمتها.

كما يجب التفرقة بين مفهومين أساسيين، وهما الهيكل المالي وهيكل رأس المال، حيث المفهوم الأول المتعلق في الهيكل المالي يقصد به المصادر التمويلية المختلفة التي تعتمد عليها المؤسسة في تمويل أصولها المختلفة، اما بالنسبة لهيكل رأس المال (capital structure) فيقصد به التمويل الدائم للمؤسسة.⁴ وهذا الأخير يتكون عادة من مصادر التمويل طويلة الأجل التي تمثل التمويل الدائم للمؤسسة والمكونة أساسا من أموال الملكية إضافة الى الديون طويلة الأجل، وذلك مع استبعاد لكل شكل من أشكال الديون القصيرة الأجل، لذا يمكن القول ان هيكل رأس المال انما هو جزء من الهيكل المالي.

2 - مكونات الهيكل المالي

يبين الهيكل المالي الكيفية التي تقوم المؤسسة بتمويل احتياجاتها طويلة وقصيرة الاجل من أصول ثابتة ومواد أولية وكذا مختلف المصاريف اللازمة لاستمرار نشاط المؤسسة وتحقيق أهدافها.

2 - 1: التمويل عن طريق أموال الملكية (سياسة التمويل الذاتي):

يعتبر التمويل عن طريق أموال الملكية احدى الطرق الممكن استخدامهما من قبل المؤسسة من أجل تمويل مختلف أنشطتها، كما ان تمويل الذاتي اهم مصدر من مصادر التمويل في المؤسسة لما له من خصائص ومميزات، اذ يعتبر أحد المركبات الأساسية للتمويل الداخلي. وعموما تتمثل في رؤوس الأموال التي تقبل تحمل مستويات عالية من الخطر الناتج عن استخدامها، اذ تميزها تكلفتها الخاصة إضافة الى دورها الأساسي في تكوين المؤسسات وفق النظام الليبرالي، وتتمثل اهم استعمالات هذه الأموال في الرفع من رأس المال او تدعيمه.

¹ عبد العزيز النجار ، اساسيات الإدارة المالية، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2007، ص 393.

² د. عدنان تايه النعيمي وياسين كاسب الخرشنة ، اساسيات في الإدارة المالية ، دار المسيرة للنشر والتوزيع و الطباعة ، ط 1 ، عمان ، 2007، ص138.

³ عاطف وليم اندراوس، التمويل والادارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2008، ص401.

⁴ محمد صالح الحناوي ونهال فريد مصطفى . اساسيات الإدارة المالية .الدار الجامعية ، الإسكندرية ، مصر . 2001 ص 360.

ويعرف التمويل الذاتي بأنه تدفقات الأموال المتأتية من عمليات المؤسسة وإعادة توظيفها .

كما يتحدد مفهوم التمويل الذاتي من خلال منظورين مباشر وغير مباشر:¹

. المنظور المباشر: يمثل هذا المنظور التمويل الذاتي حاصل الفرق بين التدفقات المقبوضة والتدفقات المدفوعة، أي انه يأخذ في الاعتبار التدفقات الفعلية دون الوهمية (الاهتلاكات، المؤونات).

. المنظور غير المباشر: يظهر التمويل الذاتي هنا كتدفق نقدي فعلي تحققه المؤسسة.

بحيث تتوقف قدرة المؤسسة على تكوين التمويل الذاتي على عنصرين:²

✓ سياسة توزيع الأرباح؛

✓ سياسة التفاوض مع المحيط الداخلي والخارجي، وكذا مدى قدرة المؤسسة على التحكم في مختلف المصاريف، ما يؤدي الى تحقيق فوائض نقدية ترفع في مستوى التمويل الذاتي؛

كما يمكن ان تكون الأموال الملكية ذات مصدر داخلي او خارجي، حيث تعرف أموال الملكية خارجية المصدر على انها³: "كل مورد مقدم من طرف المساهمين مقابل حق الملكية والذي يدعى بالسهم".

وتتمثل اهم مصادر التمويل عن طريق أموال الملكية في: "الأسهم العادية؛ الأسهم الممتازة والارباح المحتجزة".

(أ) : الأسهم العادية **common Stock**:

تعتبر الأسهم العادية من اهم وسائل تمويل المؤسسات في العصر الحديث، خاصة مع التطور الكبير في مجال تكنولوجيا الاعلام والاتصال والذي انعكس على أداء البورصات في مختلف امصار العالم حيث يتم فيها تداول أسهم العديد من الشركات إضافة الى باقي الأدوات المالية، ناهيك عن حجم الاستثمارات الكبير والذي يتطلب أموالا طائلة قد تعجز البنوك عن توفيرها.

كما ان هناك عدة تعاريف للسهم العادي نذكر منها:

" هو عبارة عن ورقة مالية تثبت امتلاك حائزها لجزء من راس مال المؤسسة التي أصدرته مع الاستفادة من كل الحقوق وتحمل كل الأعباء التي تنتج عن امتلاك هذه الورقة " .⁴

" تمثل الأسهم العادية مصدر تمويل دائم، وهي أوراق مالية تحمل قيمة اسمية ولا تلتزم المؤسسة بتوزيع نسبة أرباح ثابتة تصدرها الشركات لتحصل من خلالها على أموال ملكية، مما يمنح حق الملكية النهائية للشركة لحاملي الأسهم العادية " .

¹ الياس بن ساسي، ويوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية)، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع الأردن، 2011، ص259.

² تبر زغود، محددات سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير، قسم علوم التسيير، مالية مؤسسة، جامعة ورقلة، 2009، ص 19.

³ اشرف عادل محمود إسماعيل، محددات الهيكل المالي وأثرها على هيكل رأس المال للشركات الصناعية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، رسالة ماجستير غير منشورة، قسم إدارة الاعمال، جامعة الازهر- غزة، 2016، ص19.

⁴ الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون الجزائر، 6، 2007 ص82

(ب): الأسهم الممتازة preferred stock :

تعتبر الأسهم الممتازة احدى الصيغ المهمة في تمويل المؤسسات منذ ظهورها في القرن 19م، وهذا نظرا للميزات التي تتحلّى بها. ومع ما تحمله هذه الأسهم من خصائص جديدة، كانت بمثابة تشجيع للمستثمرين من أجل تفعيل استثمار أموالهم وفق هذه الصيغة.

كما يمكن تعريف السهم الممتاز على انه: مستند ملكية يثبت لحامله ملكية جزء من رأسمال المؤسسة، ويطلق عليها الأوراق المالية المهجنة (Hybrid Securities)، وذلك لجمعها بين خصائص السندات والأسهم العادية. وكونها مصدر من مصادر التمويل الدائمة بالنسبة للمؤسسة فإنها في الغالب لا تملك تاريخ استحقاق محدد، كما تكون لها أولوية الحصول على توزيعات الأرباح، ولكن في المقابل لا يكون لها حق التصويت على العموم.

(ج): التمويل عن طريق الأرباح المحتجزة Retained Earnings :

تعتبر الأرباح المحتجزة من بين اهم المصادر التمويلية التي تندرج ضمن أموال ملكية، فأهميتها بالغة وهذا راجع الى العديد من الخصائص التي يمكن للمؤسسات ان تستفيد منها.

فالأرباح المحتجزة هي عبارة عن "جزء من حقوق الملكية، الذي تستمده المؤسسة من ممارسة عملياتها المربحة ممثلا في الجزء المتبقي من أرباح السنة، وذلك بعد تخصيص الاحتياطات المختلفة، والتوزيعات المقررة" ¹ ، كما لا تكون هذه الأرباح الا عن طريق تحقيق المؤسسة لأرباح من خلال ممارسة نشاطها، والقرارات المتخذة إزاء هذه الأرباح هو ما يدعى بسياسة توزيعات الأرباح، حيث تحدد نسبة الأرباح التي يتم توزيعها على الملاك، والجزء الذي يتم احتجازه في المؤسسة.

كما تعتبر الأرباح المحتجزة مصدرا تمويليا ذاتيا (داخليا)، وتكون ناتجة عن الأرباح غير الموزعة على ملاك المؤسسة، وذلك بغرض إعادة استثمارها واستعمالها في تمويل الاستثمارات الجديدة للمؤسسة، أو توزيعها على المساهمين في حالات عدم تحقيق المؤسسة أرباح، ويتم استعمالها لمواجهة الاحتياجات المالية طويلة الاجل، فالأرباح المحتجزة تعمل على تقوية القوة الافتراضية للمؤسسة، وهذا من خلال رفع نسبة أموال الملكية الى الأموال المقترضة.

.كما يمكن ذكر بعض مميزات وعيوب الأرباح المحتجزة، يمكن ايجازها على النحو التالي ²:

فتتمثل المزايا في:

- الكلفة المنخفضة نسبيا؛
- يتم استعمال الأرباح المحتجزة دون الحاجة الى أي ضمانات او رهن لأصول المؤسسة؛
- السهولة في الحصول عليها واستعمالها وذلك لأن الاجراء يكون داخلي؛

¹ سمير محمد عبد العزيز _ اقتصاديات الاستثمار والتمويل والتحليل المالي : مدخل في التحليل واتخاذ القرارات _ الاشاع _ مصر 2006_ص134.

² محمد يونس خان وهشام صالح غرايه _ الإدارة المالية _ مركز الكتب الأردني _ 1995_ ص 203.

اما فيما يخص العيوب فتتمثل فيما يلي:

- قد يترتب عن استعمال الأرباح المحتجزة اصدار أسهم مجانية للمساهمين؛
- لا يكون بإمكان المؤسسة استخدام الأرباح المحتجزة بشكل متكرر، حيث سوف يفرض ضرورة انتظار عدة سنوات حتى تكثر الأرباح المحتجزة، الامر الذي يفرض عليها التوجه الى مصادر أخرى؛
- قد لا تتوفر الأرباح المحتجزة امام المؤسسة خاصة في بداية حياتها، او في المؤسسات التي لا تحقق أرباح؛

2 - 2: التمويل عن طريق الاستدانة المتوسطة والطويلة الاجل:

بعد التعرض لمختلف مصادر التمويل عن طريق أموال الملكية، هناك مصادر تمويلية أخرى تحتل أهمية بالغة في تمويل المؤسسات، وخاصة في ظل محدودية أموال الملكية وعدم قدرتها على تغطية كل الاستثمارات التي تقوم بها المؤسسة، وتتأتى من مصادر خارجية وتتمثل في الاستدانة، ويمكن ان نميز فيها: "ديون طويلة الاجل، ومتوسطة الاجل، وقصيرة الاجل. فبالنسبة للطويلة الاجل يمكن ان تصنف ضمنها كل من السندات والقروض الطويلة الاجل.

أ): السندات The Bonds:

يمكن للمؤسسة اقتراض الأموال وذلك عن طريق اصدار أوراق مالية تدعى بالسندات، فهي تصنف ضمن الالتزامات طويلة الاجل، ومن خلالها تلتزم المؤسسة بدفع القيمة الاسمية للسند عند الاستحقاق بالإضافة الى العائد، حيث يعرف السند بانه "يمثل السند صكاً قابلاً للتداول، اذ يعتبر حامله دائماً في مواجهة المنشأة وذلك الى جانب إعادة سداد اصل السند عند تاريخ الاستحقاق"¹، كما يوجد للسندات عدة أنواع من بينها²:

- السندات القابلة للاستبدال؛
- السندات ذات مصدر الفائدة الصفري؛
- السندات القابلة للتحويل الى اسهم؛
- السندات التي تعطي الحق في شراء اسهم المؤسسة؛
- سندات الدخل (النتيجة)؛
- السندات الصادرة عن القروض عقارية المرهونة؛

ب): القروض طويلة ومتوسطة الاجل:

نعني بكلمة القرض تسليف المال دفعة واحدة لمدة معينة (ما بين خمس سنوات وثلاثين سنة طويلة الاجل) مقابل سعر الفائدة، حيث يتم الاتفاق على شروط القرض (سعر الفائدة، تاريخ الاستحقاق، الرهنات....) بالتفاوض بين المؤسسة المقترضة والمقرضة، التي عادة ما تكون مؤسسات مالية كالبنوك او شركات التأمين، بالرغم من ان سعر الفائدة هو نسبة محددة من قيمة

¹ عاطف وليم اندراوس _ مرجع سابق ذكره _ ص 380.

² منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، منشأة المعارف بالإسكندرية، الطبعة الثانية، 2005، ص 59.

القرض الا ان المؤسسة المقرضة قد تشترط بعض الشروط التي تختلف باختلاف المخاطر كعدم تثبيت سعر الفائدة (تعويم سعر الفائدة) او تشترط دفع الفوائد جملة واحدة عند منح القرض.

يكون التسديد حسب الاتفاق، دفعة واحدة عند تاريخ الاستحقاق او عن طريق دفعات *Annuité*، عادة ما تكون هذه الأخيرة نهاية المدة وتعرف بدفعات السداد.

1) القروض المباشرة طويلة الاجل *Long Term Loans*:

على غرار السندات ومن قبيل الاستدانة، يمكن للمؤسسة اللجوء الى مختلف المؤسسات المالية والبنوك، قصد الحصول على القروض من اجل تمويل استثماراتها، ويمكن القول ان هذه المؤسسات المالية تلعب دور الوسيط بين مدخري الأموال (أصحاب الفائض) ومستخدميها (أصحاب العجز).

فالقروض طويلة الاجل تعتبر أحد اهم المصادر التمويلية التي تعتمد عليها المؤسسة في القيام باستثمارها الطويلة الاجل،¹ وتتمثل اهم المؤسسات المالية المانحة للقروض طويلة الاجل في البنوك التجارية، بنوك الادخار وشركات التأمين.

ويمكن تعريف القروض طويلة الاجل على انها عقد يتم بين المؤسسات المالية التي تتوفر على الأموال، والتي تعتبر في هذه الحالة مانحة للقرض، والمؤسسات التي تعاني من عجز في تمويل استثمارها والتي تعتبر كطالبة لهذه القروض، وفق بنود وشروط يتم تحديدها في العقد من خلال التفاوض بين الطرفين، حيث تضمن العملية انتقال الأموال من المقرض الى المقترض. ويتعهد من خلاله المقترض بدفع الفوائد والمبلغ المقترض عند تاريخ الاستحقاق.

تعتبر القروض طويلة الاجل مصدر تمويلي خارجي، كما تميزت القروض طويلة الاجل بالعديد من الخصائص من أهمها نذكر²:

- ✓ مدة القرض تتراوح بين 7 سنوات و20 سنة؛
- ✓ تفرض طبيعة القروض الممنوحة (مبالغ الضخمة والمدة الطويلة) تنبه من قبل مؤسسات متخصصة؛
- ✓ يتم تسديد القروض اما عن طريق دفعات سنوية ثابتة او أقساط قرض ثابتة، او عن طريق دفعة واحدة وذلك وفق تواريخ متفق عليها؛
- ✓ توجه لتمويل أنواع خاصة من الاستثمارات (عقارات، الأراضي، المباني)؛

ومن اهم مميزاته للقروض طويلة الاجل السرعة والمرونة وذلك لكونه يتم وفق مفاوضات مباشرة بين المقرض والمقترض دون تدخل أي وسيط، مما يسرع عملية حصول المؤسسة على تمويل، إضافة الى السهولة والبساطة النسبية لإجراءاتها.

¹ ياسين ضيف، تأثير الهيكل المالي على قيمة الشركة المسعرة، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير غير منشورة، قسم علوم التجارة، تخصص مالية كمية، جامعة ورقلة، 2015، ص05.

² الطاهر لطرش. مرجع سبق ذكره، ص 75-76.

(2) القروض متوسطة الاجل:

تكون استحقاقات هاته القروض أكثر سنة و اقل من خمس سنوات، ويمكن ادراج نوع اخر من القروض يتميز بأجله المتوسط ويكون عادة موجه لشراء: " الآلات؛ المعدات؛ وسائل النقل؛ وتجهيزات الإنتاج بصفة عامة " ¹. فالبنوك والمصارف في الغالب تلعب الدور الكبير في تلبية احتياجات المؤسسة من هذا المصدر التمويلي، وهذا وفق بنود الاتفاق عليها من الطرفين، وتتمثل اهم جوانب هذا الاتفاق فيما يلي ²:

- شروط تحديد سقف المديونية للشركة؛
- شروط استخدام القرض؛

ثانيا: مفهوم الهيكل المالي الأمثل:

المقصود من الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة هي: "مدى إمكانية اختيارها لنسبة تمويل معينة بين كل من الأموال الخاصة والديون بالشكل الذي يؤدي الى تدنئة تكلفة راس المال الى اقصى حد ممكن، وبالتالي تعظيم قيمة المؤسسة" ³.

الفرع الثاني: محددات الهيكل المالي

هناك عوامل تأخذها المؤسسة في الاعتبار عندما تقوم بوضع سياستها المتعلقة بالهيكل المالي، يمكن أن نلخص هذه المحددات الرئيسية للهيكل المالي في الآتي:

1. هيكل الأصول:

ان هيكل الأصول المؤسسة أي طبيعة موجوداتها يؤثر بأشكال مختلفة على قرار اختيار المؤسسة لمصادر تمويلها فقد كشفت نتائج بعض الدراسات عن وجود علاقة عكسية بين نسبة الأصول الثابتة الى مجموع الأصول ونسبة الاقتراض، فكلما زادت نسبة الأصول الثابتة الى مجموع الأصول زاد اعتماد المؤسسة على الأموال الخاصة وقل اعتمادها على القروض ⁴.

اذ ان المؤسسة التي تحتوي على نسبة عالية من الأصول الثابتة، والتي تعتبر ضمانات تقدمها المؤسسة عند حصولها على أموال مقترضة، تكون أكثر قدرة على الاستفادة من درجات عالية من الاستدانة ⁵.

¹ لطرش الطاهر . مرجع السابق . ص 74.

² نور دين خباية . الإدارة المالية . دار النهضة العربية . طبعة الأولى . 1997 . ص 481 .

³ عبد الوهاب دادن، تحليل المقاربات النظرية حول امثلية الهيكل المالي، مجلة باحث، العدد4، جامعة ورقلة، 2006، ص108.

⁴ عدوي هاجر ، محددات الهيكل المالي لمؤسسة اقتصادية ، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير غير منشورة ، قسم علوم تسيير، تخصص إدارة مالية، جامعة قسنطينة ، 2011، ص106.

⁵ سليمان شلاش وعلي البقوم ، العوامل المحددة للهيكل المالي في شركات الاعمال ، مجلة المنارة ، المجلد 14 عدد 1، 2008 ص 58.

2. معدل النمو:

تقوم المؤسسات التي تنمو بمعدلات عالية باللجوء الى التمويل الخارجي في تغطية مختلف احتياجاتها التوسيعية، على عكس الأخرى ذات النمو المنخفض.¹

وهذا ما يتفق مع نظرية الالتقاط التدريجي للتمويل كما انه حسب نظرية الإشارة يعتبر معدل النمو مؤشر عن الصحة المالية للمؤسسة، وبالتالي يفترض ان المقترضون يميلون الى اقراض المؤسسة، ذلك لان معدل النمو يعتبر مؤشر على قدرة المؤسسة على تحقيق أرباح مستقبلية وبالتالي قدرتها على سداد التزاماتها المستقبلية.²

3. عمر المؤسسة:

يمكن التعبير عن عمر الشركة بعدد السنوات التي مضت منذ تأسيس الشركة ومباشرة اعمالها³.

ان المؤسسات الحديثة النشأة تلجأ بدرجة كبيرة الى الاستدانة، وذلك بسبب ضعف مواردها الذاتية، وهذا ما خلصت له بعض الدراسات الميدانية.

كما اكدت بعض الدراسات وجود علاقة عكسية بين عمر المؤسسة ونسبة الديون في الهيكل المالي فالمؤسسات الحديثة التأسيس يتوقع ان تلجأ أكثر الى الاستدانة وذلك بسبب ضعف مواردها الذاتية عند مرحلة الانطلاق وكذلك صعوبة لجؤها الى السوق المالية (طرح أسهم)، وذلك بسبب ارتفاع تكاليف الإصدار.⁴

4. حجم المؤسسة:

يؤثر حجم المؤسسة بدرجة كبيرة على تركيبة الهيكل المالي، بحيث ان المؤسسات ذات الحجم الصغير تعتمد على المصادر الداخلية في تمويلها بينما المؤسسات ذات الحجم الكبير فتعتمد على الاستدانة.⁵

اشارت العديد من الدراسات الى أن لحجم المؤسسة تأثير على نسبة الاقتراض داخل الهيكل المالي، وقد قدمت هذه الدراسات عدة أسباب لوجود علاقة إيجابية بين حجم المؤسسة والمديونية، أولها ان احتمالات الإفلاس تنخفض في المؤسسات ذات الحجم الكبير، كما ان المؤسسات الكبيرة تملك الامكانية أكثر في اللجوء الى الأسواق وتستطيع الاقتراض بشروط أيسر.⁶ أما ما يدفع المؤسسات كبيرة الحجم الى التنوع انها تتعرض لدرجة مخاطر اقل وهو ما يخلق لديها الدافع

¹ عدنان تايه ذياب النعيمي، ياسين كاسب الخرشنة، مرجع سبق ذكره، ص201.

² زغود تير، مرجع سبق ذكره، ص117.

³ عماد زياد رمضان وصالح خليل العقدة، محددات هيكل رأس المال في الشركات المساهمة العامة الأردنية، المجلة الأردنية في إدارة الاعمال، المجلد 7، العدد2، 2011، ص 233.

⁴ زغود تير، المرجع السابق، ص124.

⁵ غازي فلاح المومني وعلي محمود حسن، محددات اختيار الهيكل المالي بشركات الاعمال، مجلة الدراسات العلوم الإدارية، المجلد 38، العدد 2، جامعة الأردن 2011، ص369.

⁶ إلياس بن ساسي ود يوسف قريشي، التسيير المالي: الإدارة المالية (دروس وتطبيقات)، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، جامعة ورقلة، الجزائر، 2006، ص408.

لزيادة الأموال المقترضة، حيث كشفت بعض الدراسات عن عدم وجود علاقة بين حجم المؤسسة ونسبة الاقتراض وتبريرهم في ذلك ان هناك علاقة لكن ضعيفة.¹

5. مردودية المؤسسة:

ان تأثير معدل مردودية المؤسسة على نسبة الاستدانة بالهيكل المالي كان محل اهتمام العديد من النظريات المفسرة للسلوك التمويلي، فارتفاع مستوى المردودية يعطي المؤسسة قدر أكبر من المرونة في تغطية التزاماتها المالية.² فاختلقت الدراسات في تفسير تأثير مردودية المؤسسة تركيبة الهيكل المالي، فنجد من يرى وجود علاقة طردية بين المردودية ونسبة الدين، فالمؤسسات التي تتمتع بنسبة مردودية مرتفعة تفضل التمويل عن طريق القروض وذلك للاستفادة من ميزة الوفورات الضريبية المحققة عن خصم المصاريف المالية عن الوعاء الخاضع للضريبة.

اما نظرية تكلفة الوكالة فتري ان المؤسسات ذات المردودية المرتفعة تفضل الرفع نسبة القروض في الهيكل المالي، ذلك من اجل التقليل من التدفق النقدي الحر عن طريق ضبط سلوك المسيرين بزيادة رقابة المقرض على أعمال المسير.³

6. معدل العائد على الأصول Return On Assets :

تشير هذه النسبة إلى الدخل على المحقق على إجمالي الأصول المستثمرة في المؤسسة⁴، هو نسبة صافي الربح إلى إجمالي الأصول (أي مجموع الأصول المتداولة والثابتة). يمكن استخدام إجمالي الأصول أو متوسط إجمالي الأصول

هذه النسبة مشابهة لمعدل العائد على حقوق المساهمين حيث أن كلا منهما يقيس العائد على الاستثمار بصورة أو بأخرى. معدل العائد على الأصول يقيس قدرة الشركة على استثمار الأصول التي تمتلكها من معدات ومباني وأراضي ومخزون. ربما تبادر إلى ذهنك أن بعض الأنشطة تحتاج أصولا أكبر من غيرها، هذا صحيح ولذلك فإن مقارنة هذه النسبة بين شركتين يعملان في مجالين مختلفين لا يعطينا مؤشر عن فشل هذه أو نجاح تلك. ولكن يمكننا مقارنة قيمة هذا المؤشر لنفس الشركة عاما بعد عام أو أن نقارنه بالشركات المماثلة من حيث طبيعة النشاط.

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

² زغود تبر، مرجع سبق ذكره، ص115.

³ الياس بن ساسي ويوسف قريشي، خصائص ومحددات الهياكل التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، الملتقى الدولي: متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية يومي 17،18 افريل، 2006، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، مخبر العولمة واقتصاديات شمال افريقيا، جامعة حسنية بن بوعلي، الشلف، 2006، ص433.

⁴ محمد صالح الحناوي، ال فريد مصطفى، رسمية زكي قرياقص، اساسيات الإدارة المالية، الدار الجامعية، كلية الحقوق جامعة الإسكندرية، 2000، ص77

المطلب الثاني: النظريات المفسرة للهيكل المالي

يعتبر موضوع الهيكل المالي من بين اهم القضايا التي نالت اهتمامات البحث العلمي في مجال الإدارة المالية حيث ظهرت العديد من النظريات التي تفسر الهيكل المالي، وسوف نتطرق في هذا المطلب الى اهم النظريات المالية المفسرة لهذا الهيكل المتمثلة في:

1) نظرية صافي الربح **La théorie du bénéfice net** :

يرى التابعون او أصحاب هذه النظرية انه بإمكان المؤسسة ان ترفع في قيمتها السوقية من خلال الاعتماد على الاستدانة كمصدر للتمويل أي ان هذه النظرية تؤيد وجود هيكل مالي امثل في المؤسسة¹، كما تقول نظرية صافي الربح بان المؤسسة بإمكانها التحكم في قيمتها والتأثير عليها من خلال تغييرها في نسب الاستدانة، بحيث كلما زاد معدل الاستدانة انخفضت التكلفة الوسيطة المرجحة (CMP) والعكس صحيح ،وحسب رأيهم سعي المؤسسة لزيادة نسبة التمويل عن طريق المصدر الأقل تكلفة، وهذا ما يفرضه السلوك العقلاني ، بما ان هناك تفاوت بين تكلفة مختلف مصادر التمويل.²

حيث تقوم هذه النظرية على الافتراضين التاليين:

- ❖ ثبات تكلفة الأموال الخاصة والديون؛ كون ان الزيادة في استخدام الاقتراض لا يغير من إدراك المستثمرين للمخاطر؛
- ❖ معدل العائد الذي يطلبه الملاك يكون أكبر من معدل الفائدة على الاقتراض، وذلك لتعويض الزيادة في درجة المخاطر التي يتعرض لها المساهمين؛

ومن خلال فرضيتين السابقتين نجد ان تكلفة الأموال الخاصة وتكلفة الديون ثابتة وبما ان تكلفة هذه الأخيرة اقل من تكلفة الأموال الخاصة، لأنه وحسب الفرضية الثانية فان المساهمين يطلبون عائد أكبر من اجل حماية مصالحهم، فان زيادة الاعتماد على الاستدانة سيرفع من الأرباح، وبالتالي ثروة المساهمين، وبالنتيجة يؤدي ذلك الى تحقيق الهدف الرئيسي للمؤسسة الا وهو تعظيم قيمتها. أي ان تكون في أحسن احوالها عندما تتعادل التكلفة الوسيطة المرجحة مع تكلفة الاستدانة.

ويتضح ان تكلفة الأموال الكلية تنخفض كلما زادت نسبة الاقتراض الى الأموال الخاصة، وتستمر هذه التكلفة في الانخفاض الى ان تصل الى تكلفة الاقتراض. وبالتالي ترتفع قيمة المؤسسة أي ان الهيكل المالي الأمثل حسب هذه النظرية هو الذي يتضمن أكبر نسبة من الديون ولو كانت 100%.³

¹ محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية مدخل القيمة واتخاذ القرارات، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص317.

² Rifki Samira et Abdessadeq sadq, **un essai de synthèse des débats théoriques à propos de la structure financière des entreprises**, la revue du financier, N° 131, p12.

³ عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، اساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، مصر، 2004، ص193.

(2) نظرية صافي ربح الاستغلال **La théorie du bénéfice net d'exploitation**:

يرى مؤيدو هذه النظرية على فرضية ان قيمة المؤسسة لا تتأثر بتوليفة الهيكل المالي، أي انهما مستقلين عن بعضهما وبالتالي عن تكلفة راس المال، وتقوم هذه النظرية على بعض الفرضيات أهمها:

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

وحسب هذه النظرية الزيادة في تكلفة الأموال الناتجة عن الارتفاع في تكلفة الأموال الخاصة نتيجة لزيادة نسبة الاستدانة سيعوضها انخفاض بنفس القيمة في تكلفة الاقتراض ناتج من زيادة الاعتماد على المصدر ذو التكلفة المنخفضة نسبيًا، ولهذا فمن المتوقع ان تظل تكلفة الأموال الكلية ثابتة وبالتعبية قيمة المؤسسة هذا ما يقودنا لاعتبار انه لا يوجد هيكل مالي أمثل.

(3) النظرية التقليدية **La rhéorie traditionnel** :

ترى هذه النظرية التقليدية، يوجد هيكل مالي أمثل والذي يسمح بتعظيم قيمة الأصل الاقتصادي بفضل الاستعمال الذكي والحكيم للاستدانة واثار الرفع المالي، وبالنتيجة يوجد مستوى أمثل للاستدانة والذي يخفض من تكلفة راس المال.

(أ) تكلفة الموارد المالية:

فرضية ان تكلفة الأموال الخاصة اعلى من تكلفة الاستدانة، وهذا لسببين:

-الخطر الذي تحمله الأموال الخاصة اعلى من الذي تحمله الديون؛

-أعباء الفائدة تطرح منها الضرائب، بينما توزيعات الأرباح لا؛

مع الزيادة في الاستدانة، التكلفة الوسيطة لراس المال تبدأ في الانخفاض، ولكن عند مستويات معينة من الاستدانة:

- الخطر الذي يتحمله المساهمون يتضاعف، وبالتالي يقومون بطلب معدل مردودية اعلى، من اجل تغطية الخطر المرتبط بالاستدانة؛

-المقرضون يرفعون من طلباتهم من اجل حماية مصالحهم؛

أي ان تكلفة راس المال ترتفع ثانية، وبالتالي يوجد حد ادنى للاستدانة يتمثل في الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة.

(ب) آلية أثر الرفع المالي:

يعرف الرفع المالي بانه نسبة من مجموع القروض الى مجموع الأصول ، اما اثر الرفع المالي فيقوم على مبدا بسيط ، بحيث عندما تقوم المؤسسة بالاستدانة واستثمار هذه الأموال في مشاريع مربحة تدر أرباحا تغطي التكاليف المالية للديون وتفوقها لتحقق فوائض تتمثل في الفرق بين المردودية الاقتصادية للاصل والاعباء المالية الناتجة عن القرض ، يؤدي هذا الى

تحقيق فوائض ترفع من مردودية الأموال الخاصة ولهذا سمي باثر الرفع ، بحيث ان اثر الرفع المالي يسمح بتبيان مردودية الأموال الخاصة (R_c) .

4) نظرية Modigliani et Miller (نظرية انعدام الهيكل المالي الأمثل):¹

ويعرف كذلك بمدخل السوق التام، كما يعتبر هذا النموذج منذ سنة 1958 الاتجاه الأكثر أهمية بالنسبة للنظرية المالية الحديثة حيث أكد الباحثان على انعدام هيكل التمويل الأمثل للمؤسسة.

ففي ظل سوق مالي كفء وغياب الجباية يوجد تكافؤ بين مختلف أنماط التمويل، ويقوم على عدة فرضيات أهمها²:

- ✓ لا يوجد تأثير لقرار التوزيع؛
- ✓ ليس هناك تكاليف لعقد الصفقات التي تتم في السوق وتنفيذها؛
- ✓ وجود سوق تتمتع بالمنافسة الكاملة، وتحكم تصرفات المتعاملين فيها المنطق الاقتصادي الرشيد؛
- ✓ يتمتع المتعاملون في هذا السوق بالمعرفة الجيدة والكاملة لأوضاع السوق بسبب توفر المعلومات لهم جميعا في الوقت نفسه؛
- ✓ يتصور جميع المتعاملين في السوق توقعات متماثلة بخصوص مستقبل أداء الاسهم؛

حيث مدجلياني وميلر (M&M) يعتبر مؤسسا الإدارة المالية الحديثة، وقد جاءت نظريتهما على مرحلتين :

أ) المرحلة الأولى عام 1958م، مرحلة عدم وجود ضريبة:

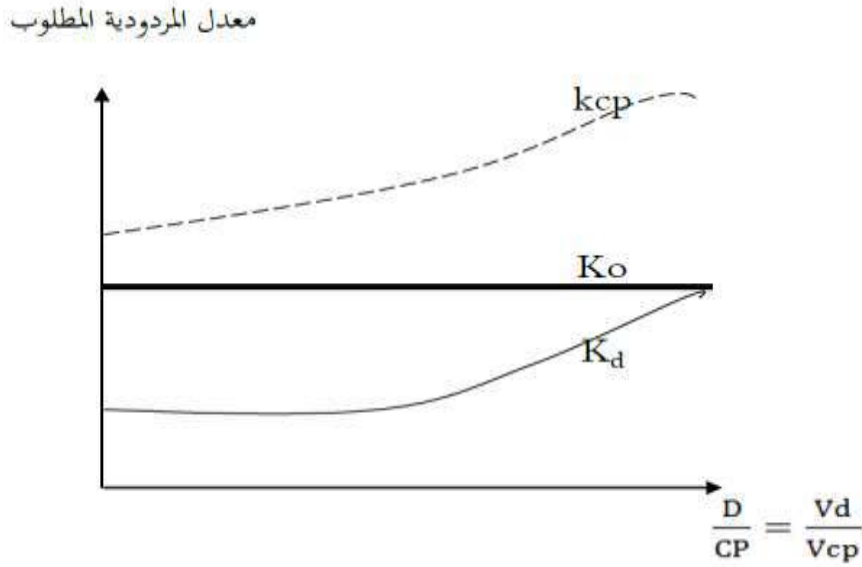
اعتبرا المؤسسة متواجدة في عالم دون ضرائب مفروضة على أرباحها، وهو الفرض الأساسي الذي قام عليه تحليلها ، مع استبعادهما لتكاليف الإفلاس و الوكالة، وفي هذه المرحلة يكون الهيكل المالي حيادي في تحديد قيمة المؤسسة وبالتالي عدم وجود هيكل مالي أمثل³. والمنحنى التالي يبين ذلك:

¹ سمية دربال ، سلوك المؤسسات الاقتصادية في تمويل نموها الداخلي، ملكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير غير منشورة، جامعة ورقلة، 2012، ص23.

² Denis babusiaux , décision d'investissement et calcul économique dans l'entreprise , édition economica et technip France , 1990 , p431 .

³ زغود تبر، مرجع سبق ذكره، ص66.

الشكل الرقم (1-1): نموذج (Modigliani et Miller) في حالة عدم الضريبة



Source: Pierre Vernimmen, **Finance D'entreprise**, 8^{eme} Edition Dalloz, Paris, 2010, P789.

حيث:

K_o : تكلفة رأس المال ؛ K_d : معدل المردودية المطلوب لمؤسسة مستدينة ؛

K_{cp} : تكلفة الأموال الخاصة ؛ D/CP : نسبة الرافعة المالية ؛

من خلال الشكل يظهر ان تكلفة رأس المال تظل ثابتة ولا تتغير بالتغير في مكونات الهيكل المالي وهي تساوي في نفس الوقت معدل المردودية المطلوب من طرف المساهمين (تكلفة أموال الخاصة) لمؤسسة غير مستدينة وتنتمي لنفس طبقة المخاطر. أما تكلفة الأموال الخاصة لمؤسسة مستدينة فترتفع كلما زادت نسبة الاستدانة وذلك بسبب زيادة المخاطر المالية التي يتعرض لها المساهمون مما يؤدي الى ارتفاع تكلفة رأس المال.¹

وتلخص هذه المرحلة لهذا النموذج، انه في غياب الضريبة، تكلفة الأموال مستقلة تماما عن الهيكل المالي للمؤسسة.

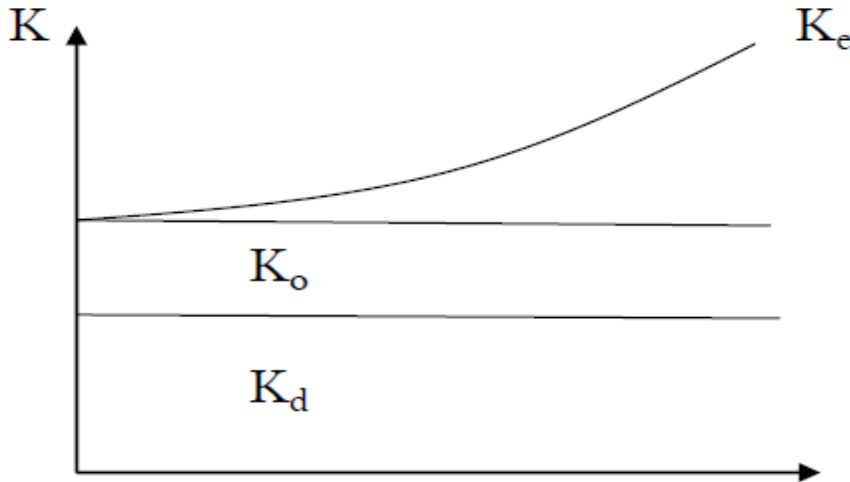
(ب) المرحلة الثانية عام 1963م، مرحلة حالة وجود الضرائب:

وفي هذه السنة أسقط الباحثان (M&M) فرضيتهما فيما يخص عدم وجود الضريبة، وذلك من خلال نشر مقال تصحيحي، يوضح أثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة في حال وجود الضرائب، وهذا بعد تعرضها لعدة انتقادات خاصة فيما يخص فرضية

¹ زغود تبر ، مرجع السابق، ص74.

السوق التام. بحيث توصلنا الى انه وفي حالة وجود ضريبة ، فان قيمة المؤسسة المستدينة ستفوق قيمة المؤسسة غير المستدينة وهذا بفضل اثر الضريبة بحيث يتم طرح هذه الضرائب من القروض وهذا ما تتميز به الاستدانة عن الأموال الخاصة. الشكل التالي يبين ذلك:

الشكل (2-1) : نموذج M&M في حالة وجود ضرائب



المصدر: محمد صالح الحناوي ، الإدارة المالية والتمويل ، الطبعة الأولى ، الدار الجامعية ، مصر ، 2000 ، ص366.

يظهر من خلال الشكل ان الاستمرار في الاقتراض يعني التخفيض المتواصل لتكلفة راس المال ، وبالتالي الاستمرار في تعظيم قيمة المؤسسة ، ومنه الهيكل المالي الأمثل هو الذي يعتمد على أكبر قدر من الديون ¹.

5) نظرية التوازن La théorie de Trade-Off :

نظرا للانتقادات التي وجهت للنظريات السابقة خاصة حول عدم واقعية وجود ما يسمى بالسوق التام، ظهرت العديد من النظريات منها نظرية التوازن، فحسب هذه النظرية ، فان هناك معدل استدانة امثل ، والذي تهدف المؤسسة لتحقيقه وتحاول الاقتراب تدريجيا من هذه النسبة المثلى. ولم يركز باحثو هذه النظرية فقط على مميزات استعمال الاستدانة كمصدر تمويل، بل كذلك على مشاكل الدفع والوفاء بالديون، والتي تؤدي الى العسر المالي، وبالتالي الإفلاس ، وكذلك تطرقوا للنزعات بين الوكلاء. وبالتالي سنتطرق على نظريتين هما "نظرية الإفلاس ونظرية الوكالة".

(أ) تكلفة الإفلاس:

تكلفة الإفلاس هي التكلفة الناتجة عن عجز المؤسسة في سداد التزاماتها عند تواريخ استحقاقها في تواريخ استحقاقها (الفوائد، أصل القرض)، يتخذ الدائنون إجراءات قانونية من شأنها ان تؤدي الى اعلان افلاس المؤسسة، كل هذا يخص المؤسسة التي تعتمد في تمويلها على الأموال الخاصة والاستدانة، اما المؤسسة التي تعتمد في تمويلها على الأموال الخاصة

¹ عبد الكريم بوحادة، أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة ودور سياسة توزيع الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم، مذكرة ماجستير غير منشورة، قسم علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، جامعة قسنطينة، 2012، ص89.

فقط، غير ملزمة أصلاً بإرجاع قيمة الأسهم وحتى دفع التوزيعات إذا لم تقرر هي ذلك، مما لا يجعلها تتعرض لمثل هذه الإجراءات.¹

(ب) تكلفة الوكالة:

أصبحت المؤسسة الحديثة تقوم على تعدد الأهداف، وخاصة في ظل تضارب المصالح بين الأطراف الفاعلة فيها (الملاك؛ المسيرين؛ المقرضين)، مما سينعكس حتماً على تشكيل الهيكل المالي، ولقد جاءت نظرية الوكالة لترسي قواعد التعاقد المثلى، التي تضمن حل الصراعات بين مختلف الأطراف الناشطة في المؤسسة.

وتعرف الوكالة هي عقد يقوم بموجبه شخص يدعى الموكل بالجوء الى شخص اخر يدعى الوكيل من اجل القيام بمهمة معينة نيابة عنه وباسمه، فيما يتعلق بالمؤسسية هذه العلاقة توجد بين الملاك او المساهمين او المسيرين حيث يتم التنازل عن جزء سلطاتهم الا ان هذه العلاقة تتميز بالتعارض حيث يحاول كل منهما تعظيم منفعته على حساب الاخر، وتنطلق هذه النظرية من فرضتين، الأولى ليس بالضرورة ان تكون اهداف الملاك متطابقة، والثانية ان المتعاملين ليس متساوين في الحصول على المعلومة المتعلقة بالمؤسسة²، وعلاقة الوكالة تقود الى نصفان من التكاليف هما:

تكاليف وكالة الأموال الخاصة وتكاليف وكالة الديون، يتمثل هدف هذه النظرية في تقديم خصائص التعاقد الأمثل التي يمكن ان تعقد بين الموكل و الوكيل معتمدة في ذلك على مبدأ النيكلاسيكي الذي مؤداه ان كل عون اقتصادي يبحث على تعظيم مصلحته الخاصة قبل المصلحة العامة، ومنذ ظهور تكلفة الوكالة اصبح وجود هيكل مالي امثل بتوازن الوفر الضريبي مع كل من تكلفة الوكالة و الإفلاس³، وعليه فان ظهور تكلفة الوكالة الى جانب تكلفة الإفلاس سوف يؤثر على النسبة المثالية للاقتراض الى الأموال الخاصة أي سوف يؤثر على مكونات الهيكل المالي الأمثل وبالتالي ظهور تكلفة الوكالة سوف يؤدي الى انخفاض نسبة الأموال المقترضة داخل الهيكل المالي.⁴

(6) النظرية متعددة الاشكال:

ظهرت هذه النظرية في منتصف التسعينات، حيث تعتبر من النظريات الحديثة التي درست الهيكل المالي في المؤسسة، وتمثل أساساً في نظرية الإشارة ونظرية الالتقاط التدريجي.

(أ) نظرية الإشارة La théorie du signal:

مفاد هذه النظرية هو عدم تماثل المعلومات التي تميز السوق المالي، اذ ان المعلومات التي تنشرها المؤسسات ليست بالضرورة معلومات صادقة او حقيقية، كما تؤكد هذه النظرية على ان مسيري المؤسسات الاحسن أداء هي التي تستطيع اصدار

¹ منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 246.

² الياس بن ساسي ويوسف القرشي، مرجع سبق ذكره، 2011م، ص 418.

³ انفال حدة خبيزة، تأثير الهيكل المالي على استراتيجية المؤسسة، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الماجستير جامعة محمد خيضر بسكرة، 2012، ص 31.

⁴ الياس بن ساسي ويوسف قرشي، المرجع السابق، ص 424.

إشارات خاصة وفعالية تميزها عن غيرها من المؤسسات الأقل أداء، بحيث يمكن ان الإشارة، تركيبة راس المال، توزيعات الأرباح... الخ.¹

وقد بنيت هذه النظرية على أساس نموذجين أساسيين هما:

1. نموذج Ross:

قدم Ross نموذج 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، اذ كلما ارتفعت نسبة الاستدانة دل هذا على قدرة المؤسسة على الإيفاء بديونها وبالتالي فهي الاحسن أداء.

يعود تطبيق نظرية الإشارة الى اعمال Ross سنة 1977 وتستند الى وجود عدم تماثل في المعلومة بين المسكرين والسوق²، ويشمل على فكرتين:

- تكون نفس المعلومة غير متاحة للجميع، فبإمكان مسكري المؤسسة تهيئة معلومات لكن لا تكون متوفرة لدى المسكرين؛
- حتى إذا كانت تلك المعلومات متوفرة ومنشورة لدى الجميع فهناك اختلاف في فهمها، أي لا تدرك بنفس الأسلوب والطريقة؛

2. نموذج Pyle et Leland :

ظهر هذا النموذج سنة 1977 ، ويقوم على أساس ان المسكرين يعلمون قيمة التدفقات النقدية المستقبلية،

هذا ما يجعلهم يحتفظون بالأسهم العادية من عدمه حسب قيمة هذه التدفقات، وبالتالي فان المسثمر الرشيد سيتوجه نحو المؤسسة التي يحتفظ مسيرها بنسبة اكبر من الأسهم كدليل على المردودية المستقبلية الجيدة للمؤسسة.

تقترح هذه النظرية نمودجا لمحاولة التعبير عن جودة المؤسسة من خلال هيكلها المالي، فيميز المسكرين بين كل المؤسسات المتواجدة في السوق ويصنفونها الى نوعين: A و B، المؤسسات من النوع A احسن أداء من المؤسسات من نوع B، ومن اجل تصنيف مؤسسة ما في احد الصنفين، يحدد المسكرين في السوق مستوى حرجا للاستدانة D^* فترى النظرية ان المؤسسات من النوع الجيد لها القدرة على الاستدانة يصل الى D^* والعكس بالعكس.³

¹ Rifki samira et Abdessdeq Sadq , op, cit, ,N° 131, p18.

² Alain Burlaud , Arnaud Thauvron, Annaick Guyvarc K , finance, manuel, édition foucher, paris,2007,p197.

³ الياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، 2006م، ص 392 – 393.

(ب) نظرية الالتقاط التدريجي:

تعد نظريات التمويل التسلسلي من بين النظريات الحديثة التي تحاول شرح السلوك التمويلي للمؤسسة والتي ظهرت في منتصف الثمانينات من القرن العشرين، إذ تتعلق بتصنيف وترتيب مصادر التمويل حسب افضليتها.

يتم التعرف على هذه النظرية من خلال النماذج التي بنيت عليها والمتمثلة فيما يلي:

1. نموذج (Myers و Majluf و Myers):

ظهرت اول تطورات نظرية (POT) على يد Majluf et Myers, 1984 ، فبحسب هذا النموذج يصلح التمويل التسلسلي في حال كون تكاليف اصدار اسهم جديدة اكبر من تكاليف الاعتماد على الاستدانة وبالتالي فان المؤسسة تمول استثماراتها اولاً بالتمويل الذاتي، ثم تلجأ للاستدانة وفي الأخير تصدر اسهم جديدة.¹

2 نموذج Williamson :

ظهر سنة 1988 م ، ويقوم على افتراض ان مختلف الأطراف الاقتصاديين في المؤسسة (مساهمون، مسيرون ، مقترضون) لديهم رشادة اقتصادية محدودة، وانهم يستطيعون تغيير سلوكهم ليصب في مصلحتهم عند انتهاء العقد ، وبالتالي فان مصادر التمويل تعتبر وسيلة لتحقيق اهداف هؤلاء المتعاملين .

بحيث وحسب الباحث يتم اختيار مصدر التمويل حسب خصوصية الأصل المراد تمويله ، فاذا كان الامر يتعلق بتمويل اصل خاص تفضل المؤسسة الرفع في راس المال على الاستدانة؛ اما اذا كان الاستثمار يتمثل في اصل غير خاص فتلجأ المؤسسة للاستدانة .²

3. نموذج Myerz 1990:

يقوم هذا النموذج على فرضية ان المسيرين يسعون الى تعظيم ثروة المؤسسة، ويتحقق هذا من خلال زيادة الأموال الخاصة والفوائض التنظيمية، وبالتالي الرفع في راس المال يفضل على الاستدانة إذا كان من الصعب اللجوء الى هذه الأخيرة.

إذا وحسب هذا النموذج ترتيب مصادر التمويل كما يلي: التمويل الذاتي؛ الرفع في راس المال، ثم الاستدانة كحل أخير.³

فخلاصة هذه النظرية ان المؤسسات تفضل تمويل استثماراتها عن طريق التمويل الذاتي، ثم بعد ذلك تلجأ للاستدانة ولا تستعمل الرفع من راس المال الا بشكل استثنائي.⁴

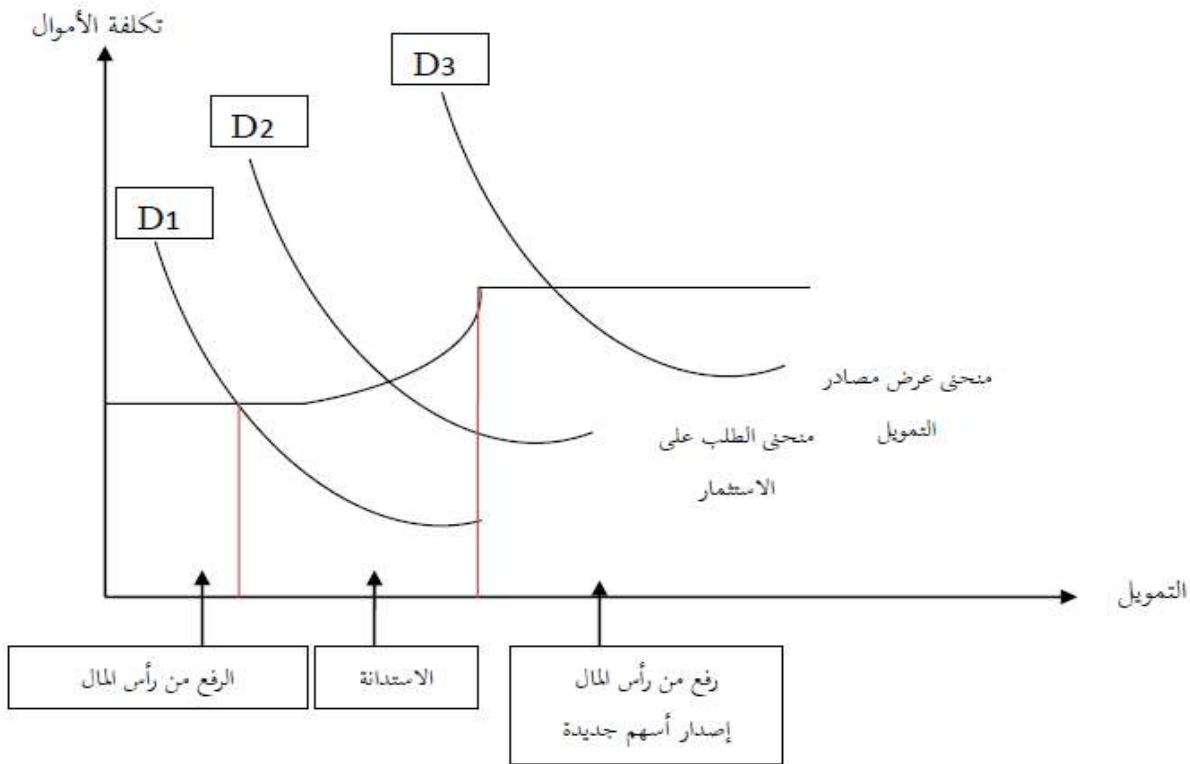
¹ Samah Ouni ,La relation entre les notations de crédit et la structure du capital dans le contexte de la théorie de trade off et de Packing Order, Mémoire de fin d'études Pour l'obtention du diplôme de Mastère , non publié, Université de tunis,2004, p20.

² الياس بن ساسي ويوسف قريشي، مرجع سبق ذكره ،2011م، ص430 . 431.

³ المرجع السابق، ص432431.

⁴ الياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي 2006م، مرجع سبق ذكره، ص394.

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



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

المبحث الثاني: الدراسات السابقة ذات الصلة بالموضوع

بعد التطرق للإطار النظري لموضوع دراستنا، وقصد الإحاطة أكثر بموضوع بحثنا، توجب علينا إعطاء نظرة على أهم الدراسات السابقة والتي قمنا بالاطلاع عليها والمتعلقة أساساً بموضوعنا قصد التعرف على النتائج المتوصل لها، تم اختيار عدد من المذكرات والمقالات التي قمنا بتلخيصها بذكر أهم النقاط المتوصل لها، حيث قسمنا هذا المبحث لمطلبين أساسيين، الأول يخص عرض الدراسات، والثاني موقع الدراسة من الدراسات السابقة.

المطلب الأول: عرض الدراسات

سنتناول في هذا المطلب عرض بعض الدراسات السابقة ذات صلة بالموضوع، والمتمثلة في الدراسات العربية والأجنبية:

الفرع الأول: الدراسات العربية

1. دراسة مفيدة يحيواوي بعنوان " تحديد الهيكل المالي الأمثل في المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية " 2002.¹

تهدف هذه الدراسة الى تسليط الضوء على مسار عملية التمويل وانعكاساتها والاختلالات المالية في المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية. حيث تدور الإشكالية " ماهي محددات الهيكل المالي الأمثل في المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية " .

خلصت هذه الدراسة الى انه لا يمكن تحديد صيغة عامة للهيكل المالي الذي تطبقه كل المؤسسات، كذلك الهيكل المالي في المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية يمكن ان يعتمد في البداية على التمويل الذاتي ويحاول تحقيق مستوى مقبول من المردودية الاقتصادية التي تسمح لها بالتوجه الى التمويل بالديون، أيضا تحديد الهيكل المالي وحده غير كافي، بل يجب ان يكون متنوع بالاستخدام الأمثل للأموال المحصل عليها.

2. دراسة يوسف قريشي أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، بعنوان "محددات سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر"، من خلال طرح الإشكالية التالية: ما هية طبيعة ومميزات السلوك التمويلي لهذه المؤسسات؟ 2005.²

الهدف من هذه الدراسة هو دراسة المتغيرات المفسرة لهيكل التمويل من خلال الوقوف على طبيعة سياسة التمويل التي تميز المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، ومقارنتها مع نظيراتها في البيئات الاقتصادية الأخرى، ومحاولة استخلاص اهم المحاور التي يمكن ان تمثل أرضية بناء سياسة اقتصادية تهدف الى تطوير وضع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، ومحاولة فتح اتجاهات البحث في مجال السلوك المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية. من خلال الاعتماد على دراسة ميدانية لعينة من 128 مؤسسة صغيرة ومتوسطة تابعة للقطاع الخاص بالجنوب الشرقي خلال الفترة 2003/2001م.

وقد خلصت الدراسة نظريا الى ان كل من نظرية الوكالة ودورة الحياة والالتقاط التدريجي للتمويل تحتل أهمية بالغة في تفسير اختيارات التمويل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، اما التحليل الميداني فأكد على خصوصية هيكل الملكية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة (فمستوى الاقتراض يتحدد في الغالب تبعاً الى القدرات الشخصية للمسير على تحمل المخاطر المالية) وكذلك أهمية مصادر التمويل الأخرى غير البنكية. وقد خلص الباحث الى ان اهم العوامل المحددة لسياسة التمويل في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التابعة للقطاع الخاص هي معدل المردودية، الحجم، مستوى الضمانات، معدل النمو، وطبيعة القطاع.

¹ مفيدة يحيواوي، تحديد الهيكل المالي الأمثل في المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية، مجلة العلوم الإنسانية، العدد الثالث، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2002.

² يوسف قريشي، محددات سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر، 2005.

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

3. دراسة تبر زغود " محددات سياسة التمويل للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية، 2009.

حيث تدور الإشكالية حول: ما هي العوامل المحددة لسياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية بالقطاعين العام والخاص بالجزائر؟

تهدف هذه الدراسة الى بناء نموذج لتفسير السلوك التمويلي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية بالقطاع العام والخاص في الجزائر وكذلك الكشف عن اهم الصعوبات التي تعاني منها مؤسسات القطاع الخاص في الجزائر فيما يخص سياسة الاقتراض من البنوك وذلك من خلال تطبيق الدراسة على عينة من المؤسسات الاقتصادية بالقطاعين خلال الفترة 2003 - 2007، وقد استخدم المنهج الوصفي لتحليل ظاهرة اختبار المؤسسة لهيكلها المالي والعوامل المحددة له ، كما تم الاعتماد أيضا على أدوات الإحصاء الوصفي و الإحصاء الاستدلالي لتحليل البيانات التي تم جمعها.

وقد خلصت الدراسة نظريا الى ان نموذج ميلر ومدلياني 1958 ذو أهمية بالغة، وتمثل أهميته في الفروض التي وضعها ، والتي أدت الى ظهور مختلف النظريات المفسرة للهيكل المالي ، اما تطبيقيا فقد خلصت الباحثة الى ان معدل المردودية الاقتصادية ، معدل النمو ، حجم المؤسسة ، طبيعة النشاط ، تكلفة الاستدانة، مستوى الضمانات ، المخاطر التشغيلية ، طبيعة الملكية ، واختلاف الظروف البيئية ، لها دور في تفسير سياسة التمويل للمؤسسات الجزائرية ، كما خلصت الدراسة الى ان النظرية المالية الحديثة للتمويل قادرة على تفسير سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية لكن تعتبر غير كافية، وان الهياكل التمويلية للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية هي هياكل مفروضة وليست مختارة.

4. دراسة علي بن الضب، " تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة

بالبورصة دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية 2009¹.

حيث تدور الإشكالية حول ما مدى تأثير كل من الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح لقيمة المؤسسة الاقتصادية المسعرة بالبورصة وتفسيرهما لها؟ .حيث يهدف الباحث الى الوقوف على قدرة التفسيرية للقرارات التمويلية على قيمة المؤسسة ومن ثمة على أسعار اسهم الدول العربية ، و التعمق في طرق التقييم المتعددة واختبار إمكانية تطبيقها و الوقوف على النقائص و الصعوبات في ضل الإصلاحات المحاسبية الوطنية ، وهذا من خلال اختبار الدراسة على عينة مكونة من 60 شركة مدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية في الفترة الممتدة بين 2006-2008 ، إضافة الى اختبار كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية عند المستوى الضعيف لكل اسهم الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية في الفترة بين 2001 - 2008 ، كذلك و محاولة اختبار الوعي الاستثماري العربي من خلال المراعاة لمؤشرات المردودية .

¹ دراسة علي بن الضب، تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية مدرجة بالبورصة، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة ورقلة، 2009.

وخلصت هذه الدراسة الى ان سوق الكويت للأوراق المالية تعد سوق كفو عن المستوى الضعيف وان متغير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح نالا حصة الأسد في تفسير قيمة المؤسسة المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية، ولهما تأثير ذو معنوية إحصائية على قيمة المؤسسة، وهما ليس لولدهما بل توجد متغيرات أخرى محاسبية وبورصية لها تأثير ذو معنوية إحصائية وهي حجم المؤسسة، المردودية، المخاطر النظامية والمعبر عنها ب Beta.

5. دراسة حمزة غربي (2010)¹: تحت عنوان " محددات السياسة المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

وتتمثل الإشكالية كما يلي: "ماهي محددات الهيكلية المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وخاصة منها الجزائرية في ظل إشكالية التمويل التي تعاني منها هذه المؤسسات".

هدفت هذه الدراسة الى ابراز مكانة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، ومعرفة المحددات الهيكلية المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، ومعرفة أثر إشكالية التمويل في الجزائر، حيث استخدم الباحث المنهج الوصفي والمنهج التحليلي للمعطيات لإيجاد وتحليل المتغيرات المؤثرة بصفة مباشرة وغير مباشرة في مفهوم الهيكلية المالية وتطبيقها ميدانيا، وتحديد اهم محددات الهيكلية المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية.

وقد توصل الباحث الى أهمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، كما ان هذه المؤسسات تعاني من إشكالية في تمويلها. وهذه الإشكالية، كان لها أثر محدود على محددات السياسة المالية في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، فهي تتشابه في بعض المحددات مع الدول المتطورة، والتي تتمثل في النمو، رقم الأعمال، الأرباح المحققة، الأصول الملموسة والشكل القانوني.

6. دراسة غازي فلاح المومني وعلي محمود حسن بعنوان " محددات الهيكل المالي بشركات الاعمال "

2011.² حيث تدور إشكالية الدراسة في " هل يوجد أثر بين الهيكل المالي والمؤشرات المالية الخاصة بالشركة (حجم الشركة، العائد على الأصول، هيكل الأصول ومعدل النمو)؟ هل يوجد أثر بين الهيكل المالي ومستوى كفاءة سوق راس المال المتمثلة في (معدل الفائدة، معدل الضرائب والقيمة السوقية للأسهم بسوق راس المال) ".

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

¹ حمزة غربي، محددات الهيكلية المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مذكرة ماجستير غير منشورة، المدرسة العليا للتجارة الجزائر، 2010.

² غازي فلاح المومني وعلي محمود حسن، محددات اختيار الهيكل المالي بشركات الاعمال، مجلة الدراسات العلوم الإدارية، المجلد 38، العدد 2، جامعة الأردن 2011.

و خلصت الدراسة الى وجود اثر ذي دلالة إحصائية بين العوامل الخاصة بالشركة المتمثلة في " الحجم ،هيكل الأصول ، العائد على الأصول ومعدل النمو)، حيث حجم الشركة وهيكل الأصول كان له اثر إيجابي في مقاييس الهيكل المالي ، في حين كان لمعدل العائد على الأصول اثر سلبي في مقاييس الهيكل المالي ، اما معدل النمو فقد كان له اثر إيجابي في الهيكل المالي ، ومن جهة أخرى اثبتت النتائج عدم وجود اثر العوامل الخاصة بسوق راس المال والمتمثلة في (معدل الضريبة ، معدل الفائدة والقيمة السوقية للاسهم بسوق راس المال) ، في قرارات المديرين الماليين في الشركات ، وان هذه العوامل لا تفسر التغيرات التي تحدث في الهيكل المالي .

7. دراسة هاجر عدوي تحت عنوان " محددات الهيكل المالي للمؤسسات الاقتصادية، 2011"¹

تدور هذه إشكالية الدراسة حول: " ماهي العوامل المؤثرة على تحديد الهيكل المالي الأمثل في المؤسسات الاقتصادية " . الهدف من هذه الدراسة، الى تحديد العوامل المحددة للهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية بصفة عامة، ومؤسسة سونلغاز بصفة خاصة، وقياس المتغيرات المستقلة التي يمكن ان تؤثر على الهيكل المالي، حيث تم اتباع المنهج التحليلي الوصفي لعرض وتحليل مختلف المعلومات المتعلقة بالموضوع، كما تم اعتماد المنهج الاحصائي في تحليل البيانات المتعلقة بالجانب التطبيقي لهذه الدراسة.

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

8. دراسة العايب ياسين (2011)² بعنوان "إشكالية تمويل المؤسسة الاقتصادية دراسة حالة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، أطروحة دكتوراه"،

حيث هدفت الدراسة الى البحث عن العوامل المحددة للتمويل من مختلف مصادر وإشكالية عدم قدرة هذه المؤسسات على الدخول الى سوق التمويل، حيث استخدم نموذج الانحدار المتعدد، وذلك من خلال تطبيق الدراسة على عينة من المؤسسات خلال الفترة 2006-2009. وقد توصل الباحث إلى مجموعة من النتائج أهمها ان المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر ترجع إشكالية تمويلها الى مجموعة من العوامل، منها ما هو مشترك بينها في معظم دول العالم كخصوصيتها المالية تجاه عدم تماثل المعلومات بينها وبين مؤسسات التمويل والآثار السلبية لصغر حجمها. ومنها ما تخص به المؤسسة في الجزائر كضيق نطاق التمويل وخاصة التي تساعد على تدنية عدم تماثل المعلومات كالمؤسسات التي ترفض المشاركة في الأموال الخاصة، وضعف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة خاصة ضعف التحكم في التكنولوجيات التي تساعد على جذب المؤسسات المتخصصة للتمويل. كما خلصت الدراسة ان ثلاث متغيرات مستقلة

¹ هاجر عدوي، محددات الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير غير منشورة، جامعة قسنطينة، 2011.

² ياسين العايب، إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية، أطروحة دكتوراه غير منشورة في العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري قسنطينة، 2011.

كمية التي تفسر نسبة الاستدانة، كانت لها دلالة إحصائية وهي متغير الحجم، المرودية، صافي الأموال الخاصة، بينما لم تكن لباقي متغيرات ذو دلالة إحصائية.

9. دراسة غنية بوربيعة بعنوان " محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة 2012.¹

تم طرح الإشكالية حول هذه الدراسة كالتالي: " كيف تتحكم وتؤثر العوامل التي يتم على أساسها التوليف بين مصادر التمويل في اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة الذي يسمح برفع القيمة السوقية للمؤسسة " .

الهدف من هذه الدراسة الى التعرف على اهم المصادر التمويلية للمؤسسة الاقتصادية وقياس تكلفة كل مصدر واستعراض وإبراز أهمية وجود الدراسات التي تهتم بالاختبار الأمثل للهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية وكذلك تحديد اهم المحددات الكيفية والكمية لاختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة الاقتصادية، أجريت هذه الدراسة على مؤسسة الاشغال وتركيب الكهربائي فرع سونلغاز خلال الفترة 2006-2010.

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

الفرع الثاني : الدراسات الأجنبية

1. Faris AL Shubiri, "Determinants of capital Structure choice" 2010².

تدور إشكالية الدراسة في التساؤل الرئيسي التالي: (ماهي محددات هيكل راس المال للشركات الأردنية الصناعية)

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

خلصت الدراسة في الأخير الى وجود علاقة إيجابية ذو دلالة إحصائية ما بين حجم الشركة، هيكل الأصول، معدل النمو والضريبة مع درجة المديونية، كما أظهرت وجود علاقة سالبة وذو دلالة إحصائية ما بين العائد على الأصول ودرجة المديونية، كما أظهرت النتائج أيضا عدم وجود علاقة ذو دلالة إحصائية بين (عمر الشركة، هيكل الأصول ومخاطر الشركة) كمتغيرات مستقلة مع درجة الدين.

¹ غنية بوربيعة، محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة الجزائر3، 2012.

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

2. Pozniak Laetitia «*déterminants des choix de financement et profils de PME*» 2010¹.

تدور الإشكالية لهذه الدراسة في التساؤل التالي : " ما هي محددات الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة البلجيكية " .

يهدف الباحث من خلال دراسته الى تحديد خصائص الهيكل المالي، وكذلك لدراسة خيارات التمويل لعينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة البلجيكية الغير المدرجة في السوق المالي، حيث شملت العينة 359 شركة بلجيكية، حيث استخدم الباحث المنهج الاستقرائي ونموذج الانحدار الخطي المتعدد للوصول الى النتائج.

خلصت الدراسة الى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الأصول الثابتة ونسبة الديون، كذلك وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الأصول الثابتة ونسبة الديون، كما خلص الباحث أيضا الى ان درجة التمويل الذاتي تؤثر سلبا على استخدام الديون وهذا ما يتوافق مع نظرية التمويل التدريجي.

المطلب الثاني: موقع الدراسة من الدراسات السابقة

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

الجدول (1-1) : يوضح مقارنة الدراسات السابقة

الدراسة	الهدف	عينة الدراسة	متغيرات الدراسة	أدوات التحليل الإحصائي	النتائج
هاجر عدوي	هذه الدراسة هدفت الى تحديد العوامل المحددة للهيكل المالي لمؤسسة سونغاز ، وقياس المتغيرات المستقلة التي يمكن أن تؤثر على الهيكل المالي.	دراسة حالة الشركة الجزائرية للكهرباء، خلال الفترة 2002-2007	المتغير التابع (الهيكل المالي) المتغيرات المستقلة (المردودية ، هيكل الأصول ، معدل النمو ، تكلفة الاقتراض وطبيعة القطاع).	نموذج الانحدار التدريجي	نتائج هذه الدراسة تتمثل في أن الهيكل التمويلي للمجمع يعتمد بالدرجة الأولى على الأموال الخاصة وبصفة ضئيلة على الديون كذلك وجود علاقة طردية بين حجم المؤسسة والهيكل المالي ، وعلاقة عكسية بين معدل المردودية والهيكل المالي.

¹ Pozniak Laetitia, Déterminantes des choix de financement et profils de PME, Memorandum of unpublished PhD, Université de mons-Hainaut, 2010.

الفصل الأول: الأدبيات النظرية والتطبيقية حول الهيكل المالي

<p>أن كل من معدل المردودية الاقتصادية، معدل النمو، حجم المؤسسة وتكلفة الاستدانة تلعب دورا جوهريا في تفسير سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، وان الهياكل التمويلية للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية هي هياكل مفروضة وليست مختارة .</p>	<p>أسلوب الإنحدار التدريجي</p>	<p>المتغير التابع (الهيكل المالي بصورة الثلاث) المتغيرات المستقلة (الحجم، المخاطر التشغيلية، طبيعة القطاع، تكلفة الاستدانة، عمر المؤسسة).</p>	<p>عينة من المؤسسات الاقتصادية بالقطاعين العام والخاص خلال الفترة 2003-2007</p>	<p>بناء نموذج لتفسير السلوك التمويلي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية بالقطاعين العام والخاص والكشف عن اهم الصعوبات التي تعاني منها مؤسسات القطاع الخاص في الجزائر فيما يخص سياسة الاقتراض من البنوك.</p>	<p>تبر زغود</p>
<p>أظهرت هذه الدراسة الدور البارز الذي تلعبه هذه المؤسسات في الاقتصاد، تعاني المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من إشكالية في تمويلها، كل من المردودية، الحجم، الضمانات والشكل القانوني تؤثر في الهيكل المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية .</p>	<p>. الانحدار الخطي المتعدد . نموذج التحليل التمييزي</p>	<p>المتغير التابع(معدل الاستدانة ط و م، المتغيرات المستقلة) حجم المؤسسة ، المردودية ، هيكل الأصول ، الشكل القانوني ، قطاع النشاط)</p>	<p>456 مؤسسة صغيرة ومتوسطة .</p>	<p>ابراز مكانة المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر ، وكذلك معرفة محددات الهيكل المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية ، ومعرفة اثر إشكالية التمويل في الجزائر.</p>	<p>حمزة غربي</p>
<p>عدم وجود علاقة بين معدل الاقتراض طويل الاجل وكل من متغير معدل المردودية، معدل النمو وحجم الضمانات ، كذلك عدم وضوح تأثير كل من متغيرات حجم المؤسسة وحجم الضمانات على المتغير التابع (اجمالي الديون).</p>	<p>أسلوب الانحدار المتعدد</p>	<p>المتغير التابع (الهيكل المالي بصورة الثلاث) ، المتغيرات المستقلة) حجم المؤسسة، المردودية، هيكل الأصول ، نمو المؤسسة وطبيعة القطاع)</p>	<p>128 مؤسسة صغيرة ومتوسطة خلال الفترة 2003.2001</p>	<p>هدفت هذه الدراسة الى دراسة المتغيرات المفسرة لهيكل التمويل من خلال الوقوف على طبيعة سياسة التمويل التي تميز المؤسسات صغيرة ومتوسطة في الجزائر .</p>	<p>يوسف قريشي</p>
<p>خلصت الدراسة الا انه لا يمكن تحديد صيغة عامة للهيكل المالي الذي تطبقه كل المؤسسات ، أيضا تحديد الهيكل المالي وحده غير كافي ، بل يجب ان يكون متنوع بالاستخدام الأمثل للأموال المحصل عليها.</p>	<p>مقاييس التشتت</p>	<p>المتغير التابع (الهيكل المالي) المتغيرات المستقلة (المردودية، تكلفة المخاطرة).</p>	<p>مجموعة من المؤسسات العمومية الاقتصادية سنة 2002</p>	<p>هدفت هذه الدراسة الى تسليط الضوء على مسار عملية التمويل وانعكاساتها واختلالات المالية في المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية .</p>	<p>مفيدة يحيياوي</p>

<p>وجود اثر ذي دلالة إحصائية بين العوامل الخاصة بالشركة في مقاييس الهيكل المالي ، ومن جهة أخرى اثبتت النتائج عدم وجود اثر العوامل الخاصة بسوق رأس المال في قرارات المديرين الماليين في الشركات ،وان هذه العوامل لا تفسر التغيرات التي تحدثت في الهيكل المالي .</p>	<p>نموذج الانحدار المتعدد</p>	<p>المتغير التابع(اجمالي الديون/اجمالي الأصول . اجمالي الديون /حقوق الملكية) المتغيرات المستقلة (العائد على الأصول،معدل النمو،معدل الضريبة ، معدل الفائدة... الخ)</p>	<p>شركات قطاع الخدمات المدرجة في سوق عمان المالي 54 شركة ، خلال الفترة 2007.1996</p>	<p>هدفت هذه الدراسة الى معرفة مدى اعتماد قرارات المديرين الماليين بالشركات على العوامل الخاصة بالشركة والعوامل الخاصة بالسوق في اختيار وتحديد نسبة الدين للشركات.</p>	<p>غازي فلاح المومني وعلي محمود</p>
<p>استنتج ان ثلاث متغيرات مستقلة كمية من بين المتغيرات المستقلة المستخدمة في تفسير نسبة الاستدانة وكانت لها دلالة إحصائية وهي متغير الحجم، المردودية، صافي الأموال الخاصة.</p>	<p>نموذج الانحدار المتعدد</p>	<p>المتغير التابع (الاستدانة)، المتغيرات المستقلة (الحجم،المردودية، مؤ ش الأموال الخاصة، مؤ ش الضمانات، النمو، مؤ شر شكل القانوني)</p>	<p>دراسة حالة 126 مؤسسة في الجزائر خلال الفترة 2006-2009</p>	<p>هدفت هذه الدراسة الى البحث عن العوامل المحددة للتمويل من مختلف مصادر واشكالية عدم قدرة هذه المؤسسات على الدخول الى السوق التمويل</p>	<p>ياسين العايب</p>
<p>أن اعتماد المؤسسة على الاستدانة بشكل كبير في هيكلها المالي لا يؤدي بالضرورة الى فشل المؤسسة، وهشاشة هيكلتها المالية، وأيضاً يعتبر التمويل الذاتي افضل وسيلة للتمويل واقلها تكلفة، لكن يكون في معظم الأحيان غير كاف لتغطية احتياجات المؤسسة.</p>	<p>أدوات التحليل المالي</p>	<p>المتغير التابع (الهيكل المالي) المتغيرات المستقلة) ملاءمة المؤسسة، نمو المؤسسة ، حجم المؤسسة ،المردودية)</p>	<p>دراسة حالة مؤسسة الاشغال والتركييب الكهربائي فرع سونلغاز خلال الفترة 2010.2006</p>	<p>هدفت هذه الدراسة الى التعرف على اهم المصادر التمويلية للمؤسسة الاقتصادية وقياس تكلفة كل مصدر وكذلك تحديد أهم المحددات الكيفية والكمية لاختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة الاقتصادية</p>	<p>بوربيعة غنية</p>
<p>ان سوق الكويت للأوراق المالية تعد سوقاً كففا عند المستوى ضعيف، والى ان متغير الهيكل المالي ومتغير سياسة توزيع الأرباح نالا حصة الأسد في تفسير قيمة المؤسسة ولهما تأثير ذو معنوية إحصائية على قيمة المؤسسة.</p>	<p>بالاعتماد على نماذج الانحدار الخطي والمتعدد والبسيط من خلال منهج الوصفي وتحليلي</p>	<p>المتغير التابع (قيمة المؤسسة) المتغير المستقل (الهيكل المالي) وسياسة توزيع الأرباح (</p>	<p>دراسة حالة ل60 شركة مدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة 2008.2006</p>	<p>هدفت هذه الدراسة الى قياس تأثير قرار اختيار الهيكل المالي وقرار توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة بالبورصة كما هدفت الى ابراز العوامل ذات تأثير البالغ والمهم على قيمة المؤسسة</p>	<p>دراسة علي صوب</p>

<p>خلصت هذه الدراسة الى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم المؤسسة ونسبة الديون، كذلك وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الأصول الثابتة ونسبة الديون</p>	<p>نموذج الانحدار الخطي البسيط والمتعدد</p>	<p>المتغير التابع (الهيكل المالي) المتغيرات المستقلة (حجم المؤسسة، هيكل الأصول ، المردودية).</p>	<p>356 شركة بلجيكية غير مدرجة في السوق المالي</p>	<p>هدف الباحث من خلال هذه الدراسة الى تحديد خصائص الهيكل المالي، وكذلك لدراسة خيارات التمويل لعينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة البلجيكية الغير مدرجة في السوق المالي.</p>	<p>Pozniak Laetitia</p>
<p>وجود علاقة إيجابية حجم الشركة ، هيكل الأصول معدل النمو والضريبة مع درجة المديونية ، كما أظهرت النتائج أيضا عدم وجود (عمر الشركة، هيكل الأصول ومخاطر الشركة) مع درجة الدين.</p>	<p>نموذج الانحدار الخطي البسيط والمتعدد</p>	<p>المتغير التابع (الهيكل المالي) المتغيرات المستقلة (الحجم ، هيكل الأصول، معدل الضريبة ، معدل النمو ، العمر ، مخاطر المؤسسة)</p>	<p>59 شركة صناعية مدرجة في سوق عمان المالي ، فترة 2007/2004</p>	<p>هدفت هذه الدراسة الى فحص محددات هيكل رأس المال للشركات الصناعية الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي</p>	<p>Faris AL Shubiri</p>

المصدر: من اعداد الطالبة اعتمادا على الدراسات السابقة.

من خلال الدراسات السابقة في الجدول الذي تم تقديمه يمكن توضيح موقع الدراسة الحالية من الدراسات السابقة في

النقاط التالي:

- تشابه الدراسة الحالية مع الدراسات السابقة من حيث الإطار النظري، بحيث اغلب الدراسات السابقة تطرقت الى مفهوم الهيكل المالي وكذا محدداته، كما ابرزت أيضا بعض النظريات المفسرة لوجود هيكل مالي أمثل.
- وبالرغم من تشابه الدراسات السابقة مع الدراسة الحالية الا انها تختلف عنها من حيث طريقة المعالجة التي اعتمدت عليها الدراسة الحالية والدراسات السابقة كما تختلف من حيث عينات الدراسة المدروسة، البرنامج المستخدم في الوصول الى النتائج والفترة الزمنية التي أجريت فيها تلك الدراسات.

خلاصة الفصل

خلال هذا الفصل تطرقنا الى اهم النقاط المتعلقة بماهية الهيكل المالي بداية بمفهوم الهيكل المالي الذي يمثل جميع اشكال التمويل سواء داخلية وخارجية ووضحنا الى التفرقة بين الهيكل المالي وهيكل رأس المال، وكذا عرفنا مفهوم الهيكل المالي الأمثل كما تناولنا محددات الهيكل المالي أي مجموعة من العوامل التي يجب اخذها بعين الاعتبار عند تحديد أنواع الأموال المستخدمة في تمويل المؤسسة، كما تم التطرق لاهم النظريات المفسرة لهذا الموضوع.

وتمكنا من استخلاص بعض النقاط من خلال دراستنا أهمها:

– ان المؤسسة تمويل احتياجاتها المالية من خلال مصدرين أساسيين وهما الأموال الخاصة والديون، وهذا ما يعرف بالهيكل المالي؛

– ان الهيكل المالي الأمثل هو عبارة عن الهيكل الذي يؤدي الى تدنئة تكلفة راس المال الى اقصى حد ممكن وبالتالي تعظيم قيمة المؤسسة؛

– ان العوامل المحددة للهيكل المالي متعددة في المؤسسات الاقتصادية؛

– يكتسب الهيكل المالي أهمية بالغة في مجال النظرية المالية، كونه يعكس قراراتها التمويلية التي تعبر عن كيفية تمويل استثماراتها من المصادر المتاحة امامها بهدف الحصول على المردودية، وهذه الأخيرة تعد أداة لقياس الفعالية الاقتصادية لنشاط المؤسسة.

وفي الأخير تم التطرق الى مجموعة من الدراسات والأبحاث السابقة التي تناولت موضوع دراستنا، وتم من خلالها استعراض اهم جوانب هذه الدراسات.

الفصل الثاني:

دراسة تطبيقية لمحددات

الهيكل المالي

تمهيد:

بعد التطرق في الفصل السابق الى اهم المفاهيم المتعلقة بالهيكل المالي، من تعاريف ومكونات، وكذا محدداته واهم النظريات المفسرة له، واهم ما جاء من دراسات السابقة التي تناولت الموضوع، سنحاول في هذا الفصل اسقاط الجانب النظري لمحددات الهيكل المالي على الواقع وذلك من خلال الدراسات التطبيقية التي اخذت المؤسسات الخدمائية المدرجة ببورصة الأردن وهذا لتوصل الى نتائج الدراسة.

والالمام أكثر بالجانب التطبيقي للدراسة ارتأينا ان نتناول من خلال هذا الفصل كل من مجتمع، وعينة الدراسة، وطرق جمع وتلخيص المعطيات، والتعريف بالمتغيرات الدراسة وكيفية قياسها، والأدوات الإحصائية والقياسية والبرامج الدراسة المستخدمة في معالجة المعطيات المجمعة، كما سيتم عرض، تحليل، تفسير ومناقشة النتائج.

وبغرض تحقيق ذلك واختبار مدى صحة فرضيات الدراسة سنقوم بتقسيم فصل الدراسة التطبيقية الى مبحثين، حيث سنتطرق في المبحث الأول الى مجتمع وعينة الدراسة، وكذا الأدوات المستخدمة في التحليل، اما المبحث الثاني سنعرض فيه اهم النتائج المتوصل اليها ومناقشتها.

المبحث الأول: الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة

يتناول هذا العنصر وصفا لمجتمع الدراسة وعينتها، وتحديد متغيراتها وكيفية قياسها، وكذلك أداة الدراسة المستخدمة وكذا طرق اعدادها، وذلك من خلال مطلبين لذكر ما سبق.

المطلب الأول: الطريقة المتبعة في الدراسة:

من المعتاد ان لكل بحث طريقة معينة للدراسة يتم الاعتماد عليها وتختلف هذه الأخيرة من بحث لآخر، وذلك حسب طبيعة الدراسة، وكذا للإجابة على الإشكالية المطروحة واستخلاص النتائج قمنا بالدراسة الميدانية وذلك من خلال اسقاط الدراسة النظرية على عينة من المؤسسات الخدمية المدرجة ببورصة عمان (الأردن)، سنتطرق الى عرض الطريقة من خلال تقديم عينة الدراسة وتحديد متغيرات الدراسة.

الفرع الأول: مجتمع وعينة الدراسة

أولاً: مجتمع الدراسة:

بلغ عدد الشركات لبورصة عمان لسنة 2017 حوالي 238 شركة لثلاثة قطاعات (القطاع المالي، القطاع الصناعي، وقطاع الخدمات).

وتم تخصيص مجتمع الدراسة، على المؤسسات الخدمية في سوق عمان المالي لتطبيق الدراسة، للفترة 2014-2016.

حيث تعتبر بورصة عمان سوق مالي متقدم وتمتيز تشريعيا وتقنيا على المستوى الإقليمي ومرتبيا الى أحدث المعايير تشريعيًا في مجال الأسواق المالية، مما يوفر بيئة جذابة للاستثمار.

1. نشأة بورصة عمان: ¹

تأسست بورصة عمان في 11 آذار 1999م كمؤسسة مستقلة لا تهدف الى الربح ومصرح لها بمزاولة العمل كسوق منظم لتداول الأوراق المالية في المملكة الأردنية الهاشمية.

وتقوم بورصة عمان بتوفير أنظمة إلكترونية ووسائل ربط وقاعات مجهزة بالأدوات والوسائل التقنية الحديثة، ومراقبة عمليات التداول في السوق والتنسيق مع الهيئة في متابعة تلك العمليات، كما قامت بوضع معايير لسلوك المهني لضمان التزام أعضائها بمبادئ التداول العادل والسليم، كما تحرص على ضرورة النشر الفوري والصحيح للمعلومات.

¹ http://www.ase.com.jo/sites/default/files/Annual%20report%202015_A.pdf

وفي شباط 20 من سنة 2017م تم تسجيل بورصة عمان كشركة مساهمة عامة مملوكة بالكامل للحكومة، وكما تعتبر شركة بورصة عمان الخلف القانوني العام والواقعي لبورصة عمان.

2. مجلس إدارة البورصة وعضويتها:

تدار شركة بورصة عمان من قبل مجلس إدارة مكونة من سبعة أعضاء يعينهم مجلس الوزراء ومدير تنفيذي متفرغ يتولى إدارة ومتابعة الاعمال اليومية للبورصة. وتتكون عضوية البورصة من الوسطاء الماليين والوسطاء لحسابهم واي جهات أخرى يحددها مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية، والذين يشكلون الهيئة العامة للبورصة.¹

3. اهداف البورصة:

تهدف بورصة عمان الى خلق بيئة استثمارية جاذبة وآمنة وتطوير عمليات وأساليب التداول الأوراق المالية في البورصة والى تطبيق أحدث المعايير العالمية، نشر معلومات التداول الى أكبر عدد ممكن من المتعاملين والمهتمين وزيادة وعي فئات المتعاملين بالأوراق المالية وتوفير الشفافية والمصدقية في تعاملات البورصة.

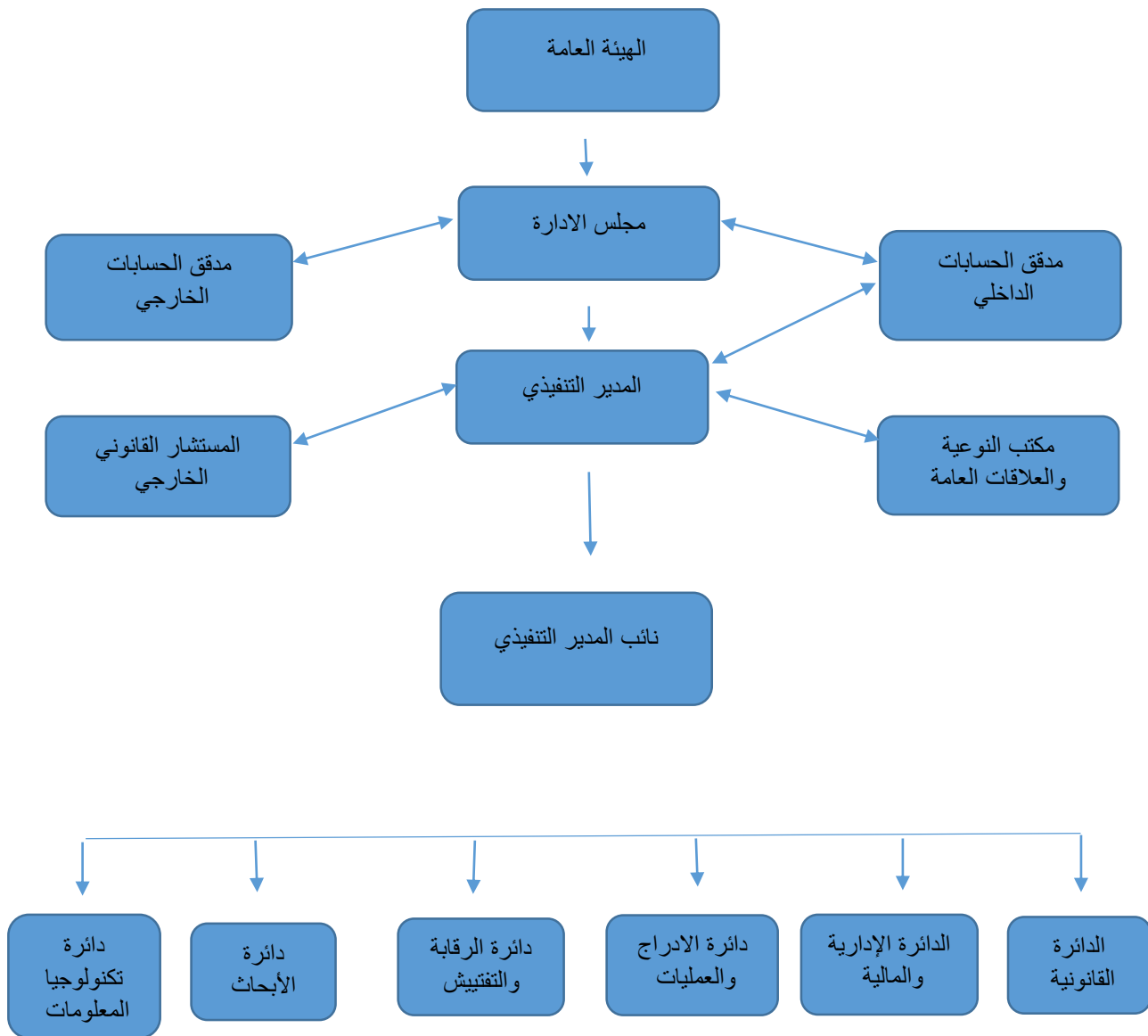
كما تهدف شركة بورصة عمان الى ممارسة جميع اعمال أسواق الأوراق المالية والسلع والمشتقات وتشغيلها وادارتها وتطويرها داخل المملكة وخارجها ، وتوفير المناخ المناسب لضمان تفاعل قوى العرض والطلب على الأوراق المالية المتداولة وفق أسس التداول السليم والواضح والعاقل ، ونشر ثقافة الاستثمار في الأسواق المالية وتنمية المعرفة المتعلقة بالأسواق المالية والخدمات التي تقدمها الشركة ، ولتحقيق غاياتها تضع الشركة الأنظمة الداخلية والتعليمات والمتطلبات اللازمة لإدارتها وتلك المتعلقة بالتعامل بالأسواق المالية وفق افضل الممارسات العالمية المتبعة ، ولها انشاء واحتساب المؤشرات المالية الخاصة بالأوراق المالية المدرجة فيها ، والدخول في اتفاقيات او تحالفات استراتيجية وتجارية واستثمارية مع أسواق المال والمشتقات داخل المملكة او خارجها ومع مزودي الخدمات او أي جهات أخرى ذات علاقة بعملها ، والتعاون وتبادل المعلومات مع الأسواق والجهات الرقابية والاشرفية على الأسواق المالية ذات الصلة والسلطات الحكومية وغير حكومية وغيرهم من الجهات والأشخاص داخل المملكة وخارجها .

ومن المتوقع ان يساهم تحويل البورصة الى شركة في تعزيز المنفعة الاقتصادية التي تقدمها البورصة للاقتصاد الوطني، وسيمكنها من تقديم خدمات أفضل واستقطاب شركات جديدة ومتعاملين جدد والدخول في اتفاقيات إقليمية ودولية مع جهات مختلفة لزيادة الحصة السوقية لها إقليمياً ودولياً.

1 تاريخ التصفح (2018/03/22) <http://www.ase.com.jo/ar/>

4. الهيكل التنظيمي لبورصة عمان:

يوضح الشكل رقم (1-2) : الهيكل التنظيمي للبورصة



المصدر: www.exchang.jo

ثانياً: عينة الدراسة:

تتكون عينة الدراسة من مجموعة من المؤسسات الاقتصادية في قطاع الخدمات المدرجة في سوق عمان، بحيث بلغ عدد الشركات لهذا القطاع لسنة 2017 الى 58 شركة مقسمة الى:

(خدمات تجارية، خدمات تعليمية، خدمات صحية، وقطاع فنادق والسياحة، قطاع الاعلام، تكنولوجيا والاتصال، قطاع النقل، وقطاع الطاقة والمنافع).

وتم اختيار 30 مؤسسة المكونة لعينة الدراسة وهي عينة عشوائية، وفرت 90 مشاهدة متمثلة في القوائم المالية (الميزانية وجدول حسابات النتائج) لسنوات 2014 الى 2016م. الوضحة في الجدول التالي:

الجدول (1-2): يمثل عينة الدراسة:

اسم الشركة	رمز الشركة	تاريخ تأسيس الشركة
1	JDFS	28-09-1996
2	JITC	07-05-1982
3	SPTI	12-12-1994
4	SIJC	19-01-1995
5	BIND	17-04-2000
6	OFTC	07-12-2004
7	SECO	14-08-1993
8	JOTF	13-03-1983
9	MANE	05-08-2008
10	LEAS	14-04-2004
11	ZEIC	22-12-1991
12	AIEI	20-11-1989
13	ITSC	01-05-2000
14	AIFE	01-02-1991
15	PEDC	01-08-1990
16	PIEC	27-02-1991
17	ABMS	26-11-1996
18	IBNH	21-04-1993
19	ICMI	05-06-1995
20	JTEL	08-10-1996
21	RJAL	05-02-2001
22	ARAN	12-11-2007
23	SHIP	30-05-2004
24	ALFA	10-11-1994

23-12-1995	VGLT	المجموعة المتحدة للنقل البري	25
01-01-1998	ELDI	شركة توزيع الكهرباء	26
12-02-1998	CEGE	توليد الكهرباء المركزية	27
15-06-2000	JPTD	الأردن لتطوير المشاريع السياحية	28
20-11-1996	MDTR	البحر المتوسط للاستثمارات السياحية	29
29-08-2005	WIVA	وادي شتا للاستثمارات السياحية	30

بحيث اخذنا 10 شركات من خدمات تجارية، و6 من الخدمات التعليمية، و3 من الخدمات الصحية، وشركة واحدة من التكنولوجيا والاتصال، و5 من قطاع النقل، و2 من قطاع الطاقة والمنافع، و3 من قطاع الفنادق والسياحة.

الفرع الثاني: جمع البيانات ومعطيات الدراسة

بغرض الوصول للأهداف المرجوة للدراسة واختبار الفرضيات تم جمع المعطيات اللازمة والمتمثلة في:

- **البيانات الأولية:** تتمثل في المعطيات والبيانات والقوائم المالية من ميزانيات وجداول حسابات النتائج للمؤسسات الخدمائية خلال فترة الدراسة.
- **البيانات الثانوية:** وتتمثل في الكتب والمجلات بالإضافة الى الدراسات والمقالات السابقة المتعلقة بالموضوع.

المطلب الثاني: متغيرات الدراسة والأدوات المستخدمة في التحليل

سنتطرق في هذا المطلب لمتغيرات الدراسة وطرق قياسها والأدوات المستخدمة في التحليل.

الفرع الأول: تحديد متغيرات الدراسة

أولاً: متغير التابع

يعتبر الهيكل المالي المتغير التابع لنموذج الدراسة، وهو متغير كمي يتطلب لقياسه معلومات ذات طبيعة مالية والمتمثلة في مخرجات المؤسسة من القوائم المالية وهذا لغرض تقييم الهيكل المالي لعينة من المؤسسات الخدمائية المدرجة في بورصة الأردن.

ثانياً: المتغيرات المستقلة

على ضوء تحليل الدراسة وهدفها تم الاعتماد على مجموعة من المحددات لدراسة الهيكل المالي لمؤسسات الخدمائية المتمثلة في ما يلي:

المردودية المالية، معدل النمو، عمر الشركة، حجم الشركة، هيكل الأصول، العائد على الاصول.

ثالثا: قياس متغيرات الدراسة

أ. قياس المتغير التابع (معدل الهيكل المالي):

معدل الهيكل المالي TDT = اجمالي الديون / اجمالي الأصول (حقوق الملكية)

ب. قياس المتغيرات المستقلة:

الجدول (2-2): يوضح قياس المتغيرات المستقلة للدراسة.

المتغير	المقياس
هيكل الأصول GAR	الأصول الثابتة / اجمالي الأصول
المردودية المالية FP	النتيجة الصافية / الأموال الخاصة
معدل النمو CROISS	القيمة السوقية / القيمة الدفترية = رقم الاعمال السنة الحالية . رقم الاعمال السنة الماضية / رقم الاعمال السنة الماضية
حجم الشركة TAILLE	لوغاريتم اجمالي الأصول كمقياس لحجم شركة
عمر الشركة AGE	2014 . تاريخ التأسيس
عائد على الأصول ROA	صافي الربح قبل الفوائد والضرائب / اجمالي الأصول

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على وثائق وكتب

الفرع الثاني: الأساليب والأدوات الإحصائية المعتمدة

بغرض الإجابة على تساؤلات الدراسة واختبار الفرضيات الخاصة بالموضوع تم استخدام مجموعة من الأدوات الإحصائية

القياسية والمؤشرات المالية المتمثلة فيما يلي:

الإحصاء الوصفي: والذي علم استنباط الحقائق من ارقام بطريقة علمية.

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

المجتمع معتمدة على طرق إحصائية محددة، مستخدمين الوسييلتين التقدير واختبار الفروض والتي تم التعبير عنه بأهم العلاقات الإحصائية.

ومن أجل حساب وتقدير ما سبق تم الاستعانة بالبرامج التالية:

برامج المجدول الالكتروني (Microsoft Excel2013) وبرنامج (Eviews 9.0).

المبحث الثاني: عرض النتائج ومناقشتها

سنحاول من خلال هذا المبحث إعطاء نظرة عامة عن دراسة الحالة، وذلك من خلال عرض اهم النتائج ومناقشتها من خلال مبحثين، الأول يتمثل في فيه عرض النتائج المتعلقة بمحددات قياس الهيكل المالي، أما في المطلب الثاني سنتعرض لتحليل، تفسير ومناقشة نتائج الدراسة، كما سنحاول عرض النتائج التطبيقية لتحليل الارتباط والانحدار لاختبار القدرة التفسيرية لمحددات الهيكل المالي، وذلك بعرض الوسائل التوضيحية اللازمة لذلك.

المطلب الأول: عرض نتائج الدراسة

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

الفرع الأول نتائج تحليل الارتباط:

الجدول (2-3) : يوضح مصفوفة الارتباط بين محددات الهيكل المالي

Covariance Analysis: Ordinary							
Date: 04/30/18 Time: 12:22							
Sample: 2014 2016							
Included observations: 90							
Correlation Probability	TDT	FP	GAR	CROISS	ROA	TAILLE	AGE
TDT	1.000000 -----						
FP	-0.287701 0.0060	1.000000 -----					
GAR	-0.188966 0.0745	0.134173 0.2074	1.000000 -----				
CROISS	0.122631 0.2495	0.075303 0.4806	-0.125681 0.2379	1.000000 -----			
ROA	-0.244920 0.0200	0.941830 0.0000	0.257235 0.0144	0.049094 0.6459	1.000000 -----		
TAILLE	0.518468 0.0000	0.187104 0.0774	0.121789 0.2528	-0.109899 0.3025	0.162220 0.1266	1.000000 -----	
AGE	-0.275958 0.0085	0.238386 0.0237	-0.014718 0.8905	-0.169420 0.1104	0.292750 0.0051	-0.197345 0.0623	1.000000 -----

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Eviews9.0

تبين إشارة معامل الارتباط السالبة والموجبة طبيعة بين المتغيرين، عكسية او طردية على التوالي، بينما تبين قيمة معامل الارتباط r قوة العلاقة بين المتغيرين، لكن قبل أن نراعي الى قيمة المعامل لابد من دراسة الدلالة الإحصائية له، حيث يمكن ان يعطي قيمة للارتباط، بينما لا توجد دلالة إحصائية في الواقع بين هذين المتغيرين (قيمة عشوائية)، من اجل ذلك نقارن القيمة الاحتمالية $prop$ بمستوى المعنوية 5% المعتمد، حيث اذا كانت قيمة $prop$ اقل من 0.05 فان قيمة معامل الارتباط تختلف معنويا عن الصفر، أي توجد دلالة إحصائية للارتباط الخطي بين المتغيرين.

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه بأن هناك علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية لمعامل الارتباط ما بين الهيكل المالي TDT ومردودية المالية FP، حيث بلغت درجة الارتباط بين هذين المتغيرين -0.287- عند مستوى معنوية (0.006) وهي أقل من مستوى المعنوية المعتمد وهي 0.05، حيث ان الزيادة في المردودية المالية يكون له اثر سلبي على الهيكل المالي.

و أيضا نلاحظ كذلك من الجدول (1-2) بأن هناك علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية لمعامل الارتباط ما بين الهيكل المالي TDT والعائد على الأصول ROA، حيث بلغت درجة الارتباط بين هذين المتغيرين -0.244- عند مستوى معنوية (0.020) وهي اقل من مستوى المعنوية المعتمد وهو 0.05، حيث ان الزيادة في العائد على الأصول له اثر سلبي على الهيكل المالي.

- من نفس الجدول نلاحظ بان هناك علاقة طردية ذات دلالة إحصائية لمعامل الارتباط ما بين الهيكل المالي TDT و حجم المؤسسة TAILLE ، حيث بلغت درجة الارتباط بين هذين المتغيرين 0.518 عند مستوى معنوية (0.000) وهي اقل من مستوى المعنوية المعتمد وهو 0.05، حيث ان الزيادة في حجم المؤسسة له اثر إيجابي على الهيكل المالي.

- كما نلاحظ من نفس الجدول بأن هناك علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية لمعامل الارتباط ما بين الهيكل المالي TDT و عمر المؤسسة AGE، حيث بلغت درجة الارتباط بين هذين المتغيرين -0.275- عند مستوى معنوية (0.008) وهي اقل من مستوى المعنوية المعتمد وهو 0.05، حيث ان الزيادة في عمر المؤسسة له اثر سلبي على الهيكل المالي.

- نلاحظ من خلال الجدول أعلاه بان هناك علاقة طردية ذات دلالة إحصائية لمعامل الارتباط ما بين العائد على الأصول ROA و المردودية المالية FP ، حيث بلغت درجة الارتباط بين هذين المتغيرين 0.941 عند مستوى معنوية (0.000) وهي اقل من مستوى المعنوية المعتمد وهو 0.05، وبالتالي يوجد تأثير للمردودية المالية على عائد على الأصول .

- كما نلاحظ من خلال الجدول أعلاه بان هناك علاقة طردية ذات دلالة إحصائية لمعامل الارتباط ما بين عمر المؤسسة AGE و المردودية المالية FP ، حيث بلغت درجة الارتباط بين هذين المتغيرين 0.238 عند مستوى معنوية (0.023) وهي اقل من مستوى المعنوية المعتمد وهو 0.05، وبالتالي يوجد تأثير للمردودية المالية على عمر المؤسسة.

- نلاحظ من خلال الجدول أعلاه بان هناك علاقة طردية ذات دلالة إحصائية لمعامل الارتباط ما بين العائد على الاصول ROA وهيكل الأصول GAR حيث بلغت درجة الارتباط بين هذين المتغيرين 0.257 عند مستوى معنوية (0.0144) وهي اقل من مستوى المعنوية المعتمد وهو 0.05، وبالتالي يوجد تأثير للهيكل الاصول على عائد على الأصول.
- نلاحظ من نفس الجدول بان هناك علاقة طردية ذات دلالة إحصائية لمعامل الارتباط ما عمر المؤسسة AGE والعائد على الأصول ROA، حيث بلغت درجة الارتباط بين هذين المتغيرين 0.292 عند مستوى معنوية (0.005) وهي اقل من مستوى المعنوية المعتمد وهو 0.05، وبالتالي يوجد تأثير للعائد على الأصول على عمر المؤسسة.

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

نهدف من خلال هذه الدراسة الى بناء نموذج احصائي لمحددات الهيكل المالي وذلك باستخدام نموذج البيانات المقطعية من خلال تطبيق ثلاث نماذج هي النموذج التجميعي، نموذج الاثار الثابتة ونموذج الاثار العشوائية.

1) نموذج الانحدار التجميعي (pooled Regression Model) :

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

$$Y_{it} = \beta_{0(i)} + \sum_{j=1}^k \beta_j x_j(it) + \varepsilon_{it} \quad i = 1, 2 \dots \dots \dots, Nt = 1, 2 \dots \dots, T$$

الجدول (2-4) : نتائج نموذج الانحدار التجميعي PRM

Dependent Variable: TDT				
Method: Panel Least Squares				
Date: 04/26/18 Time: 12:54				
Sample: 2014 2016				
Periods included: 3				
Cross-sections included: 30				
Total panel (balanced) observations: 90				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1.301681	0.251094	-5.184035	0.0000
FP	-2.833586	0.633354	-4.473935	0.0000
GAR	-0.213516	0.060171	-3.548489	0.0006
CROISS	0.019993	0.008377	2.386678	0.0193
ROA	1.681834	0.559241	3.007353	0.0035
TAILLE	0.245066	0.030389	8.064206	0.0000
AGE	-0.003367	0.003151	-1.068317	0.2885
R-squared	0.553965	Mean dependent var	0.388132	
Adjusted R-squared	0.521722	S.D. dependent var	0.241224	
S.E. of regression	0.166825	Akaike info criterion	-0.669158	
Sum squared resid	2.309933	Schwarz criterion	-0.474729	
Log likelihood	37.11213	Hannan-Quinn criter.	-0.590753	
F-statistic	17.18070	Durbin-Watson stat	0.553589	
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر : مخرجات برنامج Eviews 9.0

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

في نموذج التأثيرات الثابتة يكون الهدف هو معرفة سلوك كل مجموعة بيانات مقطعية على حدة من خلال جعل معلمة القطع β_0 تتفاوت من مجموعة الى أخرى مع بقاء معاملات الميل β_j ثابتة لكل مجموعة بيانات مقطعية (أي سوف نتعامل مع حالة عدم التجانس في التباين بين المجاميع)، وعليه فإن نموذج التأثيرات الثابتة بالصيغة الأتية¹:

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

$$y_{it} = \beta_0(it) + \sum_{j=1}^k \beta_j X_j(it) + \varepsilon_{it} \quad i=1,2,\dots,N, t=1,2,\dots,T$$

الجدول (5-2) : نتائج نموذج التأثيرات الثابتة FEM

Dependent Variable: TDT				
Method: Panel Least Squares				
Date: 04/26/18 Time: 12:58				
Sample: 2014 2016				
Periods included: 3				
Cross-sections included: 30				
Total panel (balanced) observations: 90				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-2.463549	0.938175	-2.625893	0.0112
FP	-3.232722	0.686348	-4.710036	0.0000
GAR	-0.206057	0.141047	-1.460907	0.1498
CROISS	0.006292	0.004626	1.360063	0.1795
ROA	2.856911	0.595612	4.796600	0.0000
TAILLE	0.410517	0.125289	3.276576	0.0018
AGE	-0.011045	0.010005	-1.103987	0.2745
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.941163	Mean dependent var	0.388132	
Adjusted R-squared	0.903028	S.D. dependent var	0.241224	
S.E. of regression	0.075118	Akaike info criterion	-2.050336	
Sum squared resid	0.304707	Schwarz criterion	-1.050412	
Log likelihood	128.2651	Hannan-Quinn criter.	-1.647108	
F-statistic	24.67962	Durbin-Watson stat	2.548153	
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر : مخرجات برنامج Eviews 9.0

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

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

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

¹Jérôme héricourt et Julien Reynaud , préface de Christian de Boissieu , TD Econométrie, compliments en ligne, DUNOD, France, 2007 , p167.

الجدول (2-6): نتائج نموذج التأثيرات العشوائية REM

Dependent Variable: TDT				
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)				
Date: 04/26/18 Time: 12:57				
Sample: 2014 2016				
Periods included: 3				
Cross-sections included: 30				
Total panel (balanced) observations: 90				
Swamy and Arora estimator of component variances				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1.182373	0.343417	-3.442967	0.0009
FP	-3.177196	0.475085	-6.687637	0.0000
GAR	-0.239619	0.078372	-3.057466	0.0030
CROISS	0.009826	0.004355	2.256498	0.0267
ROA	2.607444	0.404739	6.442286	0.0000
TAILLE	0.236939	0.042769	5.539987	0.0000
AGE	-0.007846	0.004093	-1.916786	0.0587
Effects Specification				
			S.D.	Rho
Cross-section random			0.143756	0.7855
Idiosyncratic random			0.075118	0.2145
Weighted Statistics				
R-squared	0.447781	Mean dependent var	0.112104	
Adjusted R-squared	0.407862	S.D. dependent var	0.103241	
S.E. of regression	0.079444	Sum squared resid	0.523848	
F-statistic	11.21713	Durbin-Watson stat	1.616515	
Prob(F-statistic)	0.000000			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.483039	Mean dependent var	0.388132	
Sum squared resid	2.677249	Durbin-Watson stat	0.316298	

المصدر: مخرجات برنامج Eviews9.0

بعد عرضنا لهذه النماذج الثلاثة سنقوم بتلخيص نتائجنا ضمن الجدول الاتي:

الجدول رقم (2-7): معلمات نموذج الدراسة المقدر باستخدام النماذج الثلاثة

المتغير التابع: الهيكل المالي TDT			
الفترة: 2014-2016 T=3 N=30 مجموع مشاهدات البيانات 3×30 = 90 مشاهدة			
المتغيرات التفسيرية	نموذج الانحدار التجميعي	نموذج التأثيرات الثابتة	نموذج التأثيرات العشوائية
Constante	-1.301681 (0.0000)*	-2.463549 (0.0112)*	-1.182373 (0.0009)*
ROA	1.681834 (0.0035)*	2.856911 (0.0000)*	2.607444 (0.0000)*
GAR	-0.213516 (0.0006)*	-0.206057 (0.1498)*	-0.239619 (0.0030)*
CROISS	0.019993 (0.0193)*	0.006292 (0.1795)*	0.009826 (0.0267)*
TAILLE	0.245066 (0.0000)*	0.410517 (0.0018)*	0.236939 (0.0000)*
AGE	-0.003367 (0.2885)*	-0.011045 (0.2745)*	-0.007846 (0.0587)*
FP	-2.833586 (0.0000)*	-3.232722 (0.0000)*	-3.177196 (0.0000)*
R- squared	0.553965	0.941163	0.447781
Adjusted R- squared	0.521722	0.903028	0.407862
Prob (F- statistic)	0.000000	0.000000	0.000000

*

تمثل القيمة الاحتمالية (Prob) عند مستوى معنوية 5%.

المصدر: من اعداد الطالبة بناء على نتائج التقدير

بعد القيام بعرض النماذج الثلاثة سنقوم باختيار أحسن نموذج وذلك بالاعتماد على كل من اختبار لاغرونج LM واختبار هوسمان Hausman.

أ – اختبار لاغرونج LM:

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

H_0 : نموذج الإنحدار التجميعي هو الملائم لتمثيل العلاقة

H_1 : نموذج التأثيرات الثابتة أو العشوائية هو الملائم لتمثيل العلاقة

الجدول (2 - 8): اختبار LM

Lagrange Multiplier Tests for Random Effects			
Null hypotheses : No effects			
Alternative hypotheses: Two-sided (Breusch-Pagan) and one-sided (all others) alternatives			
	Test Hypothesis		
	Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	39.49778 (0.0000)	0.863403 (0.3528)	40.36119 (0.0000)

المصدر: مخرجات برنامج Eviews9.0

من خلال جدول النتائج أعلاه نجد ان $Prob = 0.0000 < 0.05$ ومنه نقبل الفرضية H_1 ونرفض الفرضية H_0 أي اننا نرفض نموذج الانحدار التجميعي والنموذج الملائم هو نموذج التأثيرات الثابتة أو العشوائية ومن اجل اختيار النموذج الأحسن من بين هذين النموذجين سنقوم بالمفضالة بينهما من خلال اختبار Hausman.

ب - إختبار Hausman:

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

H_0 : نموذج التأثيرات العشوائية هو الملائم لتمثيل العلاقة

H_1 : نموذج التأثيرات الثابتة هو الملائم لتمثيل العلاقة

الجدول (2 - 9) : إختبار Hausman

Correlated Random Effects - Hausman Test			
Equation : Untitled			
Test cross-section random effects			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	15.835911	6	0.0147

المصدر: من مخرجات برنامج Eviews9.0

اشارت نتائج الاختبار الى ان قيمة $Prob\ 0.0147 < 0.05$ وهو ما يعني قبول H_1 ورفض الفرضية البديلة H_0 أي ان النموذج الاحسن هو نموذج التأثيرات الثابتة FEM بحيث يتبين ان أسلوب تحليل الأثار الثابتة هو أكثر معنوية وكفاءة في تقدير بيانات الدراسة عن أساليب التحليل الأخرى داخل نموذج البيانات المقطعية .

❖ تقديم معلمات النموذج باستخدام نموذج التأثيرات الثابتة:

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

الجدول (2 - 10): يوضح معاملات النموذج المقدر باستخدام نموذج التأثيرات الثابتة

المتغير التابع: الهيكل المالي tdt	
الفترة: 2014 - 2016 T=3 N= 30 مجموع مشاهدات البائل : 30 × 3 = 90 مشاهدة	
نموذج التأثيرات الثابتة	المتغيرات التفسيرية
-2.463549 (0.0112)*	Constante
2.856911 (0.0000)*	ROA
-0.206057 (0.1498)*	GAR
0.006292 (0.1795)*	CROISS
0.410517 (0.0018)*	TAILLE
-0.011045 (0.2745)*	AGE
-3.232722 (0.0000)*	FP
0.941163	R - squared
0.903028	Adjusted R - squared
0.000000	Prob (F - statistic)
-0.263728	E1
0.338748	E2
0.329404	E3
0.072304	E4

-0.112292	E5
-0.413128	E6
0.305511	E7
0.115698	E8
-0.280991	E9
0.179383	E10
0.113271	E11
-0.338172	E12
0.062713	E13
-0.179871	E14
-0.062860	E15
0.027367	E16
-0.131690	E17
0.012781	E18
0.209029	E19
-0.430865	E20
0.069120	E21
0.313200	E22

-0.044280	E23
0.276959	E24
0.012249	E25
0.018212	E26
-0.010853	E27
0.007424	E28
-0.299688	E29
0.105045	E30

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

المصدر : من اعداد الطالبة انطلاقا من نتائج التقدير

من خلال الجدول أعلاه يمكن كتابة معادلة النموذج كما يلي :

$$TDT = -0.0110449093941*AGE + 0.00629203929691*CROISS - 3.23272242789*FP - 0.206057204584*GAR + 2.8569108452*ROA + 0.41051743756*TAILLE - 2.46354864758 + [CX=F]$$

● اختبار جودة التوفيق:

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

ومن خلال الجدول أعلاه، يمكن ملاحظة أن $R^2 = 0.941163$ أي ان المتغيرات المستقلة تفسر 94.11% من التغيرات الكلية للمتغير التابع (الهيكل المالي) وهي نسبة قوية جدا ومقبولة إحصائيا، اما النسبة المتبقية 05.89% تفسرها متغيرات أخرى غير مقدرة في النموذج.

● اختبار المعنوية الإحصائية للمعالم المقدرة:

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

ولاختبار المعنوية الإحصائية للمعاملات المقدره نقوم بوضع فرضيتين:

$$B_j = 0 / j = 1, 2, 3, 4, 5, 6 : H_0 \quad \checkmark$$

$$B_j \neq 0 / j = 1, 2, 3, 4, 5, 6 : H_1 \quad \checkmark$$

حيث يمكننا قبول احدى الفرضيتين ورفض الأخرى اعتمادا على القيمة الاحتمالية Prob.

بالنسبة للمعلمة $\beta_{0(i)}$ (تمثل معلمة الحد الثابت العام للمؤسسات)، نجد ان قيمتها الاحتمالية تساوي (0.0147)، أي انها لها معنوية إحصائية عند مستوى 5% والمعلمة $\beta_{0(i)}$ نجد ان قيمتها تختلف من مؤسسة الى أخرى وذلك راجع الى اختلاف حد الخطأ أو صياغة العلاقة السلوكية بالنسبة لكل مؤسسة. انطلاقا من الجدول رقم (2 - 10) نجد ان القيمة الاحتمالية للمتغير المستقل الأول Fp تساوي (0.000) وهي اقل من مستوى المعنوية (0.05)، مما يعني قبول الفرضية H_1 ورفض الفرضية H_0 ، أي ان β_1 تختلف معنويا عن الصفر بمستوى دلالة 5%، وبناءا عليه توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل (المردودية المالية) والمتغير التابع (الهيكل المالي).

- بالنسبة للمتغير الثاني العائد على الأصول ROA نلاحظ من خلال النتائج الإحصائية تساوي (0.000) وهي اقل من مستوى دلالة 5%، مما يعني قبول الفرضية H_1 ورفض الفرضية H_0 ، أي ان β_2 تختلف معنويا عن الصفر بمستوى دلالة 5%، وبناءا عليه توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل (العائد على الأصول) والمتغير التابع (الهيكل المالي).

- بالنسبة للمتغير المستقل الثالث معدل نمو المؤسسة CROISS نلاحظ من خلال النتائج أن القيمة الإحصائية تساوي (0.1795) وهي اكبر من مستوى المعنوية (0.05)، مما يعني قبول الفرضية H_0 ورفض الفرضية H_1 أي ان β_3 لا تختلف معنويا عن الصفر بمستوى دلالة 5%، وبناءا عليه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل (نمو المؤسسة) والمتغير التابع (الهيكل المالي).

- بالنسبة للمتغير المستقل الرابع هيكل الأصول GAR نلاحظ من خلال النتائج أن القيمة الإحصائية تساوي (0.1498) وهي اكبر من مستوى المعنوية (0.05)، مما يعني قبول الفرضية H_0 ورفض الفرضية H_1 أي ان β_4 لا تختلف معنويا عن الصفر بمستوى دلالة 5%، وبناءا عليه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل (هيكل الاصول) والمتغير التابع (الهيكل المالي).

- بالنسبة للمتغير المستقل الخامس عمر المؤسسة AGE نلاحظ من خلال النتائج أن القيمة الإحصائية تساوي (0.2745) وهي اكبر من مستوى المعنوية (0.05)، مما يعني قبول الفرضية H_0 ورفض الفرضية H_1 أي ان β_5 لا تختلف معنويا عن الصفر بمستوى دلالة 5%، وبناءا عليه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل (عمر المؤسسة) والمتغير التابع (الهيكل المالي).

- بالنسبة للمتغير المستقل السادس حجم المؤسسة TAILLE نلاحظ من خلال النتائج الإحصائية تساوي (0.0018) وهي اقل من مستوى دلالة 5%، مما يعني قبول الفرضية H_1 ورفض الفرضية H_0 ، أي ان β_6 تختلف معنويا عن الصفر بمستوى دلالة 5%، وبناءا عليه توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل (حجم المؤسسة) والمتغير التابع (الهيكل المالي).

• اختبار المعنوية الكلية لنموذج :

يمكن اختبار المعنوية الكلية للنموذج من خلال إحصائية فيشر Prob(F-stat) ومقارنتها بمستوى معنوية a.

من خلال الجدول (2-10) نجد ان القيمة الاحتمالية المرفقة لاحصائية فيشر والتي قدرت ب $\text{Prob}(F\text{-stat})=0.000$ والتي هي أقل تماما من مستوى المعنوية (0.05)، ومنه نرفض H_0 ونقبل H_1 أي انه يوجد معلمة على الأقل تختلف معنويا عن الصفر، وبالتالي هناك دلالة إحصائية للمعادلة عند مستوى معنوية 5%.

المطلب الثاني : تحليل ومناقشة نتائج الدراسة

من خلال النتائج التي تم الحصول عليها تمكنا من معرفة أي من المتغيرات التي تحدد الهيكل المالي، والتي تعطي أحسن قدرة تفسيرية للهيكل المالي، وبالتالي سيتم عرض النتائج وفق الأسئلة التي تم طرحها في المقدمة حتى تكون متسلسلة ومنهجية. بعد استخدام نماذج بيانات السلاسل الزمنية والمقطعية على متغيرات الدراسة، وللوصول الى النموذج الرياضي الأفضل والذي يمكن ان يعطي أكبر قدرة تفسيرية لمحددات الهيكل المالي.

كشفت نتائج نموذج الدراسة على ان المتغيرات المستقلة التي يتضمنها النموذج تفسر 94.11%، من التغيرات التي تطرأ على المتغير التابع، كذلك يكشف اختبار إحصائية فيشر ان النموذج ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5%. كما تشير نتائج النموذج الى استبعاد ثلاث متغيرات مستقلة هي (معدل النمو، وهيكل الأصول، وعمر المؤسسة)، حيث كشف التحليل ان هذه المتغيرات ليس لها دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5%، وهو ما يعني أن هذه المتغيرات لا تلعب دورا ملموسا في تفسير المتغير التابع (الهيكل المالي).

كما كشفت الدراسة الحالية على وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5%، بين المردودية المالية والهيكل المالي وتأتي نتائج الدراسة الحالية متفقة مع ما توصلت اليه الدراسات السابقة كما تتفق مع الفكر السائد في هذا المجال. اي كلما تزيد المردودية المالية بوحدة واحدة ينقص الهيكل المالي ب 3.23 وهذا يعني انه كلما حققت المؤسسة، نتيجة صافية أكبر كلما لجأت الى تمويل نفسها بنفسها أي تحقيق أرباح تضاف الى راس مال الشركة انه يؤدي الى احجام من الاستدانة.

كذلك تكشف الدراسة الحالية على وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% بين العائد على الأصول والهيكل المالي، وهو ما توافق مع بعض الدراسات السابقة، أي كلما يزيد العائد على الأصول بوحدة واحدة يزيد الهيكل المالي ب 2.85. ويمكن تفسير الأثر بان معدل العائد على الأصول المرتفع يسمح للشركات باستعمال الأرباح المحتجزة الاحتياطات في تمويل مشاريعها بدلا من التمويل الخارجي، أي ان الاعتماد على التمويل الداخلي لا يمكن ان يتحقق إلا بوجود معدلات عالية من الربحية.

كما كشفت الدراسة الى وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية عند مستوى 5%، بين حجم المؤسسة والهيكل المالي وهذا ما يتفق مع الدراسات السابقة، حيث ان حجم المؤسسة يلعب دورا قياسيا معاكسا لاحتمالات الإفلاس، فالمؤسسات ذات الحجم الأكبر تتمكن من الاقتراض بسهولة أكبر حيث يكون لها قدرة أكبر على خدمة الديون، أي كلما يزيد حجم المؤسسة بوحدة واحدة يزيد الهيكل المالي ب 0.41، أي كلما كان حجم المؤسسات صغيرا كلما اعتمدت هذه المؤسسات على المصادر الذاتية أكثر من المصادر الخارجية للتمويل. أي ان الشركات صغيرة الحجم تواجه صعوبات أكثر في الحصول على القروض من المؤسسات المالية، حيث نجد ان الشركات صغيرة الحجم تكلف تمويلها مكلفة مقارنة مع الشركات الكبيرة، والسبب في ذلك ان الشركات الصغيرة الحجم تكون معرضة الى مخاطر مالية بدرجة أعلى من الشركات الكبيرة.

خلاصة الفصل:

حاولنا من خلال هذا الفصل الإجابة عن الإشكالية الرئيسية للبحث، حيث يعتبر هذا الفصل محاولة بسيطة لتجسيد اهم ما تم التطرق اليه في الفصل النظري على ارض الواقع، من خلال دراسة العوامل المحددة للهيكل المالي لمؤسسات الخدماتية المسعرة بالبورصة خلال الفترة 2014 - 2016م، لمعرفة تأثير كل من المتغيرات المستقلة (حجم المؤسسة، عمر المؤسسة، معدل النمو، هيكل الأصول، المردودية المالية، معدل العائد على الأصول) على المتغير التابع (الهيكل المالي). حيث تطرقنا في هذا الفصل الى عرض النتائج التي تم التوصل اليها وهذا باستخدام نموذج البيانات المقطعية حيث تم من خلاله اقتراح النماذج التي تفسر الهيكل المالي والمتغيرات المستقلة، وهذا للوصول الى أفضل نموذج مفسر لمحددات الهيكل المالي.

ويمكن تلخيص اهم النتائج المتوصل اليها كما يلي:

- يتمثل الهيكل التمويلي للمؤسسة بالدرجة الأولى على الأموال الخاصة وبصفة ضئيلة على الديون؛
- خلصت الدراسة ان كل المتغيرات: المردودية المالية والعائد على الأصول وحجم الشركة تلعب دورا جوهريا في تفسير الهيكل المالي للمؤسسات الخدماتية؛
- استبعد النموذج كل من المتغيرات التالية: النمو وهيكل الأصول وعمر المؤسسة حيث كشف تحليل ان هذه المتغيرات ليس لها دلالة إحصائية وهو ما يعني انها لا تلعب دورا ملموسا في تفسير المتغير التابع (الهيكل المالي).

خاتمة

حاولنا من خلال هذه الدراسة استخلاص محددات الهيكل المالي للمؤسسات الخدمائية المسعرة ببورصة عمان وذلك على ضوء مراجعة الأسس النظرية للهيكل المالية، ونتائج الدراسة الميدانية السابقة بخصوص تلك المحددات من خلال الاعتماد على دراسة ميدانية لعينة من المؤسسات الخدمائية المسعرة ببورصة عمان بلغ حجمها 30 مؤسسة خلال الفترة 2014 - 2016.

لذلك سنتطرق في هذه الخاتمة الى نتائج البحث واختبار الفرضيات، التوصيات والاقتراحات، ثم أفاق البحث.

1. نتائج البحث واختبار فرضياته:

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

1- كشفت الدراسة الى علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل "حجم المؤسسة" والهيكل المالي عند مستوى معنوية 5%، وهذه النتيجة موافقة لما جاء في دراسة هاجر عدوي ودراسة غازي فلاح المومني ودراسة Faris Al shubiri ودراسة Pozniak laetitia، ودراسة تبر زغود، تبين هذه النتيجة الهيكل المالي لهذه المؤسسات يتأثر بحجمها أي ان له دور في تحديد الهيكل المالي لهذه المؤسسات، إذا من خلال هذه النتيجة المتوصل اليها نرفض صحة الفرضية الأولى التي تقول توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الحجم والهيكل المالي.

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

3- كشفت نتائج الدراسة عن عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل "هيكل الأصول" والهيكل المالي عند مستوى معنوية 5%، وهذه النتيجة مخالفة لما جاء في دراسة تبر زغود، أي ان هيكل الأصول ليس له دور في تحديد الهيكل المالي لهذه المؤسسات، وعليه نقبل صحة الفرضية الثالثة التي تنص على انه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين هيكل الأصول والهيكل المالي.

4- أظهرت نتائج الدراسة عن عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل "عمر المؤسسة" والهيكل المالي عند مستوى معنوية 5%، وهي مؤيدة الى بعض الدراسات الميدانية كدراسة تبر زغود، حيث خلصت هذه الدراسات ان المؤسسات الحديثة النشأة تلجأ بدرجة كبيرة الى الاستدانة وذلك بسبب ضعف مواردها الذاتية عند مرحلة الانطلاق، وقد يرجع هذا الاختلاف الى تحفظ البنوك في اقراض المؤسسات حديثة النشأة، ومنه أن الهيكل المالي للمؤسسات لا يتأثر بعمرها أي ان ليس له دور في تحديد الهيكل المالي لهذه المؤسسات، ومن خلال هذه النتيجة المتوصل اليها نرفض صحة الفرضية الرابعة التي تؤيد وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين عمر المؤسسة والهيكل المالي.

5- كشفت نتائج الدراسة عن وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل "المردودية المالية" والهيكل المالي عند مستوى معنوية 5%، وهذه النتيجة مؤيدة لما جاء في دراسة يوسف قريشي ودراسة غنية بوربيعة ودراسة عدوي هاجر، أي ان الهيكل المالي يتأثر بالربحية بحيث ان المردودية المالية تحدد الهيكل المالي، إذا من خلال هذه النتائج المتوصل اليها نقبل صحة الفرضية الخامسة التي تؤيد وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المردودية المالية والهيكل المالي.

6- اثبتت الدراسة الى وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل "العائد على الأصول" والهيكل المالي عند مستوى معنوية 5%، وهذه النتيجة موافقة لما جاء في دراسة غازي فلاح المومني وعلي محمود، تبين هذه الدراسة بان الهيكل المالي للمؤسسات يتأثر بعائد على أصولها أي وله دور في تحديد الهيكل المالي لهذه المؤسسات وعليه من خلال هذه النتائج المتوصل اليها نقبل صحة الفرضية السادسة والتي تؤيد وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين العائد على الأصول والهيكل المالي.

وفي الأخير من خلال تجريبي لهذه الدراسة تم استنتاج ان محددات الهيكل المالي تختلف بين الشركات فقد توجد بعض من المحددات تؤثر على الهيكل المالي و يمكن في نفس الوقت ان لا تؤثر على مؤسسات أخرى.

2. توصيات الدراسة:

كما نهدف من خلال دراستنا الى الوصول الى محددات الهيكل المالي للمؤسسات الخدمائية لبورصة عمان الأكثر تمثيلاً، وذلك بالاعتماد على دراسة ميدانية لعينة من 30 مؤسسة خدمائية المسعرة ببورصة عمان خلال الفترة 2014 – 2016. وبعد استعراضنا لنتائج الدراسة خرجنا بمجموعة من التوصيات أهمها:

- تحسين مستوى أداء شركات قطاع الخدمات بالتركيز على العوامل الخاصة بالشركات، حيث ظهر جلياً ان هذه العوامل لها أثر في الهيكل المالي، كزيادة حجم الشركة؛
- تحسين أداء الشركات بهدف زيادة نموها؛
- كما نقترح ان تضع شركات قطاع الخدمات في اعتبارها المؤشرات المالية المتعلقة بسوق رأس المال، لما لهذه المتغيرات من أهمية في تخفيض تكلفة رأس المال، بحيث ان لمعدلات الفائدة على القروض ومعدل الضريبة دور كبير في تخفيض تكلفة رأس المال، وكذلك تعمل الشركات على توطيد علاقات طيبة مع البنوك التجارية، واستثمارها في خلق فرص تفاوض مع البنوك من أجل الحصول على معدلات فائدة منخفضة ومنافسة من اجل العمل على تخفيض تكلفة التمويل للشركة؛

3. افاق الدراسة:

ان البحث في محددات الهيكل المالي للمؤسسات الخدمائية المسعرة بالبورصة لا يزال واسعاً، كما لا تزال بعض النقاط مجهولة، يمكن ان تكون مواضيع لبحوث أخرى وإشكاليات تنتظر المعالجة، والتي نذكر منها مايلي:

- يمكن اقتراح توسيع الدراسة من حيث الفترة الزمنية ومن حيث المتغيرات بحيث تشمل الدراسة متغيرات أخرى لم تقع ضمن الدراسة، وإعادة النظر في المؤشرات التي تم استخدامها للتعبير عن المتغيرات، وخاصة المتغيرات التي لم تكن لها دلالة إحصائية. كما نقترح اجراء دراسات لتفسير هذه العلاقات؛
- يمكن إعادة اجراء الدراسة بإضافة مؤسسات تنتمي الى قطاعات مختلفة من اجل إضافة متغيرات طبيعة القطاع لمعرفة تأثيرها على اختيار الهيكل التمويلي؛
- مدى تطابق الطروحات النظرية والتطبيقية الشائعة في الأدبيات المالية على السلوك التمويلي للمؤسسات الخدمائية؛
- قيام بدراسات تشمل فترات زمنية اطول؛
- دراسة تكلفة رأس المال للمؤسسات الخدمائية وتقديرها، نظراً لأهمية هذه التكلفة في اتخاذ عدة قرارات سواء كانت القرارات مالية او قرارات استثمارية؛
- إعادة اجراء الدراسة مع اختبار كفاءة سوق عمان للأوراق المالية؛

المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

- (1) عاطف وليم اندراوس، التمويل والادارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي الإسكندرية، 2008.
- (2) ياسين العايب، إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية، أطروحة دكتوراه غير منشورة في العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري قسنطينة، 2011.
- (3) الياس بن ساسي ود/ يوسف قريشي، التسيير المالي: الإدارة المالية (دروس وتطبيقات)، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، جامعة ورقلة، الجزائر، 2006.
- (4) الياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2006.
- (5) الياس بن ساسي، ويوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية)، دروس وتطبيقات، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع الأردن، 2011.
- (6) عبد الكريم بوحادرة، أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة ودور سياسة توزيع الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة قسنطينة، 2012.
- (7) غنية بوربيعة، محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة الجزائر3، 2012.
- (8) محمد بوشوشة، مصادر التمويل وأثرها على الوضع المالي للمؤسسة، مذكرة ماجستير اقتصاد وتسيير المؤسسة، غير منشورة، جامعة بسكرة، 2007.
- (9) د. عدنان تايه النعيمي وياسين كاسب الخرشة، أساسيات في الإدارة المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الطبعة الأولى، عمان، 2007.
- (10) محمد صالح الحناوي، ال فريد مصطفى، رسمية زكي قرياقص، أساسيات الإدارة المالية، الدار الجامعية، كلية الحقوق جامعة الإسكندرية، 2000.
- (11) محمد صالح الحناوي ونهال فريد مصطفى، أساسيات الإدارة المالية الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر . 2001.
- (12) محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم عبد، الإدارة المالية مدخل القيمة واتخاذ القرارات، الدار الجامعية، مصر، 2002.
- (13) عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، مصر، 2004.
- (14) محمد يونس خان وهشام صالح غرايبة_ الإدارة المالية _ مركز الكتب الأردني _ 1995.
- (15) نور دين خبابة . الإدارة المالية . دار النهضة العربية . طبعة الأولى . 1997 .
- (16) انفال حدة خبيزة، تأثير الهيكل المالي على استراتيجية المؤسسة، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الماجستير جامعة محمد خيضر بسكرة، 2012.

- 17) عبد الوهاب دادن، تحليل المقاربات النظرية حول امثلية الهيكل المالي، مجلة باحث، العدد4، جامعة ورقلة، 2006.
- 18) سمية دربال، سلوك المؤسسات الاقتصادية في تمويل نموها الداخلي، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير غير منشورة، جامعة ورقلة، 2012.
- 19) تبر زغود، محددات سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير، جامعة ورقلة، 2009.
- 20) عماد زياد رمضان وصالح خليل العقدة، محددات هيكل رأس المال في الشركات المساهمة العامة الأردنية، المجلة الأردنية في إدارة الاعمال، المجلد 7، ال عدد2، 2011.
- 21) سليمان شلاش وعلى البقوم، العوامل المحددة للهيكل المالي في شركات الاعمال، مجلة المنارة، المجلد 14 عدد 1، 2008.
- 22) دراسة على ضب، تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية مدرجة بالبورصة، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة ورقلة، 2009.
- 23) ياسين ضيف، تأثير الهيكل المالي على قيمة الشركة المسعرة، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير غير منشورة، قسم علوم التجارة، تخصص مالية كمية، جامعة ورقلة، 2015.
- 24) هاجر عدوي، محددات الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير غير منشورة، جامعة قسنطينة، 2011.
- 25) اشرف عادل محمود إسماعيل، محددات الهيكل المالي وأثرها على هيكل رأس المال للشركات الصناعية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، رسالة ماجستير غير منشورة، قسم إدارة الاعمال، جامعة الأزهر - غزة، 2016.
- 26) دراسة غازي فلاح المومني وعلي محمود حسن، محددات اختيار الهيكل المالي بشركات الاعمال، مجلة الدراسات العلوم الإدارية، المجلد 38، العدد 2، جامعة الأردن 2011.
- 27) حمزة غربي، محددات الهيكل المالية لمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مذكرة ماجستير غير منشورة، المدرسة العليا للتجارة الجزائر، 2010.
- 28) يوسف قريشي، محددات سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر، 2005.
- 29) يوسف قريشي والياس بن ساسي، خصائص ومحددات الهياكل التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، مداخلة في إطار فعالية الملتقى الدولي: لمتطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، يومي 17 و18 أبريل، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، مخبر العولمة واقتصاديات شمال افريقيا، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2006.
- 30) الطاهر لطرش. تقنيات البنوك. ديوان المطبوعات الجامعية. بن عكنون الجزائر. الطبعة 6، 2007.

31) سمير محمد عبد العزيز _ اقتصاديات الاستثمار والتمويل والتحليل المالي: مدخل في التحليل واتخاذ القرارات _ الاشعاع_ مصر 2006.

32) عبد العزيز النجار، اساسيات الإدارة المالية، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2007.

33) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، منشأة المعارف بالإسكندرية، الطبعة الثانية، 2005.

34) مفيدة يحيوي، تحديد الهيكل المالي الأمثل في المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية، مجلة العلوم الإنسانية، العدد الثالث، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2002.

ثانيا: المراجع باللغة الأجنبية

35) Florence Dalahaya, Jaqueline Dalahaye, **Finance d'entreprise manuel et applications**, 2^e édition, DUNOD, Paris, 2009.

36) Denis babusiaux, **décision d'investissement et calcul économique dans l'entreprise**, édition economica et technip France, 1990.

37) Jérôme héricourt et julien reynaud, préface de christian de boissieu, **TD Econométrie**, compliments en lign, DUNOD, France, 2007.

38) Rifki Samira et Abdessadeq sadq, **un essai de synthèse des débats théoriques à propos de la structure financière des entreprises**, la revue du financier, N° 131 .

39) Alain Burlaud, Arnaud Thauvron, Annaick Guyvarc K, finance, manuel, édition Foucher, paris, 2007.

40) Samah Ouni, La **relation entre les notations de crédit et la structure du capital dans le contexte de la théorie de trade off et de Packing Order**, Mémoire de fin d'études Pour l'obtention du diplôme de Mastère, non publié, Université de Tunis, 2004.

41) Faris AL Shubiri, **Determinants of Capital Structure Choice**, Magazine An-Najah, Vol 24(8), University for Graduate Studies, 2010.

42) Pozniak Latitia, **Déterminantes des choix de financement et profils de PME**, Memorandum of unpublished PhD, Université de mons-Hainaut, 2010.

الانترنت:

http://www.ase.com.jo/sites/default/files/Annual%20report%202015_A.pdf
www.exchang.jo

الملاحق

الملحق رقم (01) : البيانات الخام لعينة المؤسسات

	ENT	VARIABI	ديون مالية	اجمالي الأصول	النتيجة الصافية	الأموال الخاصة	الأصول الثابتة	صافي ربح قبل ضرائب	رقم الاعمال	العمر
E 1	JDFS	2014	5 620 664	48 226 237	15 166 546	48 226 237	6 421 800	15 211 546	48 394 931	18
	JDFS	2015	3 840 635	51 329 568	16 133 360	51 329 568	7 286 371	16 406 605	54 777 043	19
	JDFS	2016	4 974 109	56 939 162	17 601 120	56 939 162	11 021 323	17 904 027	61 069 527	20
E 2	JITC	2014	3 249 430	8 618 597	257 088	8 618 597	544 854	374 709	5 812 126	32
	JITC	2015	3 556 211	8 915 086	367 389	8 915 086	573 614	559 914	6 702 280	33
	JITC	2016	3 175 614	8 594 436	359 062	8 594 436	613 486	504 684	6 527 872	34
E 3	SPTI	2014	110 778	2 582 976	(253 516)	2 582 976	545 326	(253 516)	1 935 321	20
	SPTI	2015	388 865	1 616 323	(28 138)	1 616 323	523 176	(28 138)	1 398 780	21
	SPTI	2016	786 853	2 218 183	203 872	2 218 183	542 432	279 543	2 437 586	22
E 4	SIJC	2014	437 184	4 112 444	(2 576)	4 112 444	18 193	(1 736)	197 158	19
	SIJC	2015	420 587	4 105 854	10 007	4 105 854	2 564	10 987	195 901	20
	SIJC	2016	401 444	4 099 702	12 991	4 099 702	966	13 691	186 951	21
E 5	BIND	2014	14 884 248	37 000 725	346 527	37 000 725	297 272	768 218	5 254 295	14
	BIND	2015	17 060 099	40 005 742	829 166	40 005 742	324 578	1 749 912	5 336 749	15
	BIND	2016	16 565 985	40 599 844	1 888 216	40 599 844	294 054	2 522 985	5 625 544	16
E 6	OFTC	2014	7 981 676	53 099 282	865 701	53 099 282	1 368 460	1 078 024	17 236 809	10
	OFTC	2015	9 587 015	54 665 814	1 383 715	54 665 814	1 423 024	1 544 502	20 151 370	11
	OFTC	2016	12 990 765	61 027 970	3 493 686	61 027 970	1 394 994	3 877 576	30 364 474	12
E 7	SECO	2014	16 501 171	24 986 621	(1 027 470)	24 936 621	590 809	(1 027 470)	1 086 879	21
	SECO	2015	13 505 116	20 494 693	(1 423 860)	20 494 696	540 814	(1 423 860)	894 209	22
	SECO	2016	7 912 175	15 643 114	(755 486)	15 643 114	481 420	(755 486)	899 462	23
E 8	JOTF	2014	13 406 240	33 677 110	1 479 275	33 677 110	310 750	1 940 426	6 785 198	31
	JOTF	2015	17 920 778	39 312 625	2 277 777	39 312 625	471 332	3 013 689	7 205 020	32
	JOTF	2016	19 189 875	41 051 880	2 120 158	41 051 880	787 381	3 046 660	7 459 054	33
E 9	MANE	2014	132 127 778	269 177 132	19 162 767	269 177 132	167 083 480	21 836 657	940 434 867	6
	MANE	2015	163 170 528	302 489 622	17 669 740	302 489 622	200 436 786	21 668 437	776 825 247	7
	MANE	2016	211 842 156	356 588 986	20 827 736	356 588 986	228 610 502	25 532 043	771 149 434	8
E 10	LEAS	2014	31 615 271	41 985 073	1 646 716	41 985 073	3 776 475	2 174 736	6 003 634	10
	LEAS	2015	33 605 846	44 944 822	2 089 174	44 944 822	232 076	2 731 367	6 771 334	11
	LEAS	2016	42 115 872	54 546 696	2 281 848	54 546 696	201 765	2 902 866	7 303 623	12

E 11	ZEIC	2014	16 584 217	44 662 385	3 585 888	44 662 385	34 740 047	4 301 645	20 690 632	23
	ZEIC	2015	19 421 858	49 246 750	3 246 724	49 246 750	39 605 871	4 111 129	21 232 381	24
	ZEIC	2016	21 083 619	51 231 477	2 122 966	51 231 477	42 314 607	2 673 388	19 604 626	25
E 12	AIEI	2014	23 069 654	35 487 801	14 316 612	119 379 427	54 114 562	16 322 645	46 944 673	25
	AIEI	2015	24 686 539	118 644 399	11 314 036	118 644 399	55 080 078	16 322 645	48 622 554	26
	AIEI	2016	11 292 810	97 266 948	10 893 847	97 266 948	35 487 801	13 168 936	32 131 912	27
E 13	ITSC	2014	11 044 026	27 654 727	619 002	27 654 727	22 279 077	788 374	6 583 533	14
	ITSC	2015	7 991 260	25 751 714	1 339 580	25 751 714	21 222 736	1 698 872	7 143 785	15
	ITSC	2016	6 773 476	25 285 645	1 786 155	25 285 645	20 395 539	2 128 980	7 611 832	16
E 14	AIFE	2014	7 646 037	44 113 920	5 934 343	44 113 920	21 278 112	7 208 912	17 973 072	23
	AIFE	2015	9 547 626	45 796 559	4 281 050	45 796 559	21 339 958	6 099 371	18 233 124	24
	AIFE	2016	9 827 982	45 623 790	4 046 875	45 623 790	20 789 703	5 764 094	18 286 401	25
E 15	PEDC	2014	10 038 731	41 293 993	6 819 639	41 293 993	27 729 518	8 174 639	23 853 942	24
	PEDC	2015	10 038 731	43 591 415	6 008 570	43 591 415	29 876 440	7 593 570	25 045 920	25
	PEDC	2016	11 613 616	46 450 069	7 172 621	46 450 069	31 923 658	9 049 621	25 870 814	26
E 16	PIEC	2014	6 511 998	29 831 433	4 818 040	29 831 433	24 172 055	5 627 372	19 847 179	23
	PIEC	2015	9 619 418	33 247 904	4 807 051	33 245 904	25 117 562	6 081 313	21 602 081	24
	PIEC	2016	9 124 987	32 677 049	4 725 576	32 677 049	25 557 157	6 032 969	22 321 572	25
E 17	ABMS	2014	10 019 046	36 686 566	3 027 868	36 686 566	16 027 717	3 677 416	17 139 446	18
	ABMS	2015	15 122 250	44 222 420	2 488 540	44 222 420	16 743 986	3 704 045	20 195 785	19
	ABMS	2016	10 654 198	45 270 416	(1 421 537)	45 270 416	16 937 921	(896 294)	16 837 955	20
E 18	IBNH	2014	11 530 600	36 839 184	1 132 744	36 839 184	21 492 078	1 323 984	17 468 427	21
	IBNH	2015	9 555 123	35 215 408	1 010 523	35 215 408	21 232 913	1 254 578	19 782 604	22
	IBNH	2016	9 595 925	33 429 855	476 545	33 429 855	19 043 173	655 545	15 747 218	23
E 19	ICMI	2014	3 618 156	8 631 814	352 718	8 631 814	59 696	433 918	3 117 105	19
	ICMI	2015	3 344 116	8 307 163	90 546	8 307 163	238 396	243 217	3 779 401	20
	ICMI	2016	1 678 383	4 806 684	(1 511 284)	4 806 684	70 395	(1 511 284)	1 106 738	21
E 20	JTEL	2014	233 688 706	588 222 722	42 123 868	588 222 722	189 614 408	58 676 514	344 980 180	18
	JTEL	2015	248 903 142	577 542 996	16 105 838	577 542 996	197 487 728	25 280 093	337 849 034	19
	JTEL	2016	356 015 170	624 229 111	18 074 087	624 229 111	206 821 776	25 015 822	344 060 958	20

E 21	RJAL	2014	389 730 000	373 895 000	(39 638 000)	373 895 000	141 625 000	(49 492 000)	757 415 000	13
	RJAL	2015	398 438 000	448 146 000	16 033 000	448 146 000	122 945 000	21 027 000	658 055 000	14
	RJAL	2016	495 705 000	570 816 000	(24 571 000)	570 816 000	227 194 000	(24 491 000)	598 271 000	15
E 22	ARAN	2014	681 573	2 992 409	(25 895)	2 992 409	504 269	(25 895)	637 739	7
	ARAN	2015	6 252 846	8 098 876	(376 382)	8 098 876	13 592	(376 382)	48 620	8
	ARAN	2016	6 359 339	8 931 608	740 674	8 931 608	5 756	740 674	1 063 728	9
E 23	SHIP	2014	15 154 100	36 586 444	811 729	36 586 444	18 180 211	999 881	15 161 982	10
	SHIP	2015	12 911 240	35 856 225	1 413 055	35 856 225	17 911 222	1 584 763	15 210 749	11
	SHIP	2016	11 886 578	35 515 990	2 840 643	35 515 990	17 115 599	3 076 757	15 434 893	12
E 24	ALFA	2014	2 028 817	6 577 481	19 083	6 577 481	3 984 568	19 083	2 990 365	20
	ALFA	2015	1 596 878	6 192 636	47 094	6 192 636	3 756 478	47 094	2 610 764	21
	ALFA	2016	791 301	5 480 623	97 164	5 480 623	3 496 911	106 774	3 015 775	22
E 25	VGLT	2014	1 521 075	11 231 093	722 335	11 231 093	9 802 150	839 924	3 992 532	19
	VGLT	2015	805 866	10 984 707	1 465 716	10 984 707	9 683 208	1 832 145	5 457 214	20
	VGLT	2016	467 447	11 260 990	1 931 414	11 260 990	9 021 192	2 415 018	5 925 353	21
E 26	ELDI	2014	473 513 387	523 728 825	19 333 585	523 728 825	141 503 275	24 941 797	481 896 391	16
	ELDI	2015	558 252 316	597 696 092	566 258	597 696 092	156 801 538	2 197 390	531 017 681	17
	ELDI	2016	600 936 935	646 115 892	14 373 101	646 115 892	180 122 408	18 310 745	548 606 538	18
E 27	CEGE	2014	373 368 104	480 086 317	17 136 921	480 086 317	179 788 655	18 489 914	987 410 357	16
	CEGE	2015	168 931 274	260 689 365	14 553 741	260 689 365	161 223 528	16 882 489	447 012 418	17
	CEGE	2016	165 389 568	234 792 144	7 775 002	234 792 144	145 772 444	9 003 339	137 653 572	18
E 28	JPTD	2014	35 038 522	57 226 246	-577 821	57 226 246	11 667 213	-577 821	13 866 968	14
	JPTD	2015	65 429 037	126 288 722	8 528 301	126 228 722	84 438 405	8 566 651	11 846 056	15
	JPTD	2016	62 129 323	124 150 116	1 139 806	124 150 116	83 102 546	716 047	21 831 701	16
E 29	MDTR	2014	2 907 606	54 322 408	2 997 018	54 322 408	43 150 320	3 552 018	19 259 440	18
	MDTR	2015	3 127 772	54 526 193	2 826 007	54 526 193	42 468 003	3 564 038	18 993 582	19
	MDTR	2016	3 417 735	55 490 802	3 262 484	55 490 802	45 274 786	4 195 034	18 519 065	20
E 30	WIVA	2014	4 296 511	13 170 262	-1 753 851	13 170 262	12 043 304	-1 753 851	1 754 758	9
	WIVA	2015	5 702 900	12 471 740	-2 082 714	12 461 740	11 633 350	-2 082 714	1 183 264	10
	WIVA	2016	1 762 550	11 901 409	-1 886 210	11 901 409	11 297 757	-1 886 210	1 649 188	11

المصدر: من اعداد الطالبة بناء على قوائم المؤسسات

الملحق رقم (02) : نموذج الانحدار التجميعي PRM

Dependent Variable: TDT				
Method: Panel Least Squares				
Date: 04/26/18 Time: 12:54				
Sample: 2014 2016				
Periods included: 3				
Cross-sections included: 30				
Total panel (balanced) observations: 90				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1.301681	0.251094	-5.184035	0.0000
FP	-2.833586	0.633354	-4.473935	0.0000
GAR	-0.213516	0.060171	-3.548489	0.0006
CROISS	0.019993	0.008377	2.386678	0.0193
ROA	1.681834	0.559241	3.007353	0.0035
TAILLE	0.245066	0.030389	8.064206	0.0000
AGE	-0.003367	0.003151	-1.068317	0.2885
R-squared	0.553965	Mean dependent var	0.388132	
Adjusted R-squared	0.521722	S.D. dependent var	0.241224	
S.E. of regression	0.166825	Akaike info criterion	-0.669158	
Sum squared resid	2.309933	Schwarz criterion	-0.474729	
Log likelihood	37.11213	Hannan-Quinn criter.	-0.590753	
F-statistic	17.18070	Durbin-Watson stat	0.553589	
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر : مخرجات برنامج Eviews9.0

الملحق رقم (03) : نموذج التأثيرات الثابتة FEM

Dependent Variable: TDT				
Method: Panel Least Squares				
Date: 04/26/18 Time: 12:58				
Sample: 2014 2016				
Periods included: 3				
Cross-sections included: 30				
Total panel (balanced) observations: 90				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-2.463549	0.938175	-2.625893	0.0112
FP	-3.232722	0.686348	-4.710036	0.0000
GAR	-0.206057	0.141047	-1.460907	0.1498
CROISS	0.006292	0.004626	1.360063	0.1795
ROA	2.856911	0.595612	4.796600	0.0000
TAILLE	0.410517	0.125289	3.276576	0.0018
AGE	-0.011045	0.010005	-1.103987	0.2745
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.941163	Mean dependent var	0.388132	
Adjusted R-squared	0.903028	S.D. dependent var	0.241224	
S.E. of regression	0.075118	Akaike info criterion	-2.050336	
Sum squared resid	0.304707	Schwarz criterion	-1.050412	
Log likelihood	128.2651	Hannan-Quinn criter.	-1.647108	
F-statistic	24.67962	Durbin-Watson stat	2.548153	
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر : مخرجات برنامج Eviews9.0

الملحق رقم (04) : نموذج التأثيرات العشوائية REM

Dependent Variable: TDT				
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)				
Date: 04/26/18 Time: 12:57				
Sample: 2014 2016				
Periods included: 3				
Cross-sections included: 30				
Total panel (balanced) observations: 90				
Swamy and Arora estimator of component variances				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1.182373	0.343417	-3.442967	0.0009
FP	-3.177196	0.475085	-6.687637	0.0000
GAR	-0.239619	0.078372	-3.057466	0.0030
CROISS	0.009826	0.004355	2.256498	0.0267
ROA	2.607444	0.404739	6.442286	0.0000
TAILLE	0.236939	0.042769	5.539987	0.0000
AGE	-0.007846	0.004093	-1.916786	0.0587
Effects Specification			S.D.	Rho
Cross-section random			0.143756	0.7855
Idiosyncratic random			0.075118	0.2145
Weighted Statistics				
R-squared	0.447781	Mean dependent var	0.112104	
Adjusted R-squared	0.407862	S.D. dependent var	0.103241	
S.E. of regression	0.079444	Sum squared resid	0.523848	
F-statistic	11.21713	Durbin-Watson stat	1.616515	
Prob(F-statistic)	0.000000			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.483039	Mean dependent var	0.388132	
Sum squared resid	2.677249	Durbin-Watson stat	0.316298	

المصدر : مخرجات برنامج Eviews9.0

الف ————— كرس

III	الإهداء
IV	الشكر
V	الملخص
VI	قائمة المحتويات
VII	قائمة الجداول
VIII	قائمة الأشكال
IX	قائمة الرموز
X	قائمة الملاحق
أ	مقدمة
الفصل الأول	
الادبيات النظرية والتطبيقية حول الهيكل المالي	
02	تمهيد
03	المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول الهيكل المالي
03	المطلب الأول: مفهوم الهيكل المالي ومحدداته
03	الفرع الأول: تعريف الهيكل المالي والهيكل المالي الأمثل
09	الفرع الثاني: محددات الهيكل المالي
12	المطلب الثاني: النظريات المفسرة للهيكل المالي
20	المبحث الثاني: الدراسات السابقة ذات الصلة بالموضوع
21	المطلب الأول: عرض الدراسات السابقة
21	الفرع الأول: الدراسات باللغة العربية
25	الفرع الثاني: الدراسات باللغة الأجنبية
26	المطلب الثاني: موقع الدراسة من الدراسات السابقة
30	خلاصة الفصل
الفصل الثاني	
دراسة تطبيقية لمحددات الهيكل المالي	
32	تمهيد
33	المبحث الأول: طريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة
33	المطلب الأول: الطريقة المتبعة في الدراسة
33	الفرع الأول: مجتمع وعينة الدراسة

37	الفرع الثاني: جمع البيانات ومعطيات الدراسة
37	المطلب الثاني: متغيرات الدراسة والأدوات المستخدمة في التحليل
37	الفرع الأول: تحديد متغيرات الدراسة
38	الفرع الثاني: الأساليب والأدوات الإحصائية المعتمدة
39	المبحث الثاني: عرض النتائج ومناقشتها
39	المطلب الأول: عرض نتائج الدراسة
39	الفرع الأول: نتائج تحليل الارتباط
41	الفرع الثاني: نتائج تحليل البيانات المقطعية لمحددات الهيكل المالي
51	المطلب الثاني: تحليل النتائج ومناقشة الدراسة
52	خلاصة الفصل
53	الخاتمة
56	قائمة المراجع
60	الملاحق
66	الفهرس