

جامعة قاصدي مباح - ورقلة -  
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير



مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي

الميدان : علوم اقتصادية، علوم التسيير و علوم تجارية

الشعبة: علوم المالية والمحاسبية

التخصص : مالية المؤسسة

من إعداد الطالبة : نادية مولاي

بعنوان :

## دراسة العوامل المؤثرة في تركيبة الهيكل المالي للمؤسسات الاقتصادية الصناعية

"دراسة تطبيقية لمجموعة من المؤسسات الاقتصادية

الصناعية بولاية ورقلة للفترة (2010-2012)

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ : 2014/06/16

أمام اللجنة المكونة من السادة :

الدكتور / قوجيل محمد (أستاذ مساعد أ- جامعة قاصدي مباح ورقلة) رئيسا

الدكتورة / زغود تبر (أستاذة مساعدة أ- جامعة قاصدي مباح ورقلة) مشرفا

الدكتورة / لمقدم ليلي (أستاذة مساعدة أ- جامعة قاصدي مباح ورقلة) مناقشا

السنة الجامعية : 2014/2013



## الإهداء

أهدي ثمرتي جهدي المتواضع

إلى.....

من عُرسَت في نفسي روح المثابرة إلى منبع العنان ومشعل الوفاء وينبوع الصبر والتفاؤل

إلى.....

من يرافقتني دعاءها دوماً ويزيدي رجاها نجاحاً أُمِّي الغالية حفظها اللهُ

إلى.....

من تعب وكافح وجعلني أرى أن الحياة عمل وكفاح ونتاجها فرح ونجاح إلى أبي الغالي حفظه اللهُ

إلى.....

من أعطتني الأمل في الاستمرار ورسمت لي طريق العلا أختي العزيزة فريدة

إلى.....

من علموني علم الحياة وساندوني معنويًا أخواتي الأجزاء فضيلة، نجاة، فاطمة، ساجية

إلى.....

من دعموني في مشواري الدراسي إلى إخوتي كل باسمه

إلى.....

زوجات أخوتي وأزواج أخواتي

إلى.....

براعم المستقبل والزهور المتفتحة أبنائي بنات وأبناء أخوتي وأخواتي

إلى.....

كل المعلمين الكرام والأساتذة الأفاضل من الابتدائي إلى ما بعد التدرج

إلى.....

كل من ساندني معنويًا إلى كنوز حياتي زميلاتي وصديقاتي و إلى جميع الأحباب والأصحاب الذين قاسموني

شظايا من الحياة

إلى.....

كل العائلة الكريمة كئيباً و صغيراً

إلى.....

كل من ذكره قلبي ولم يكتبه قلبي

نادية

## الشكر

«..... ربه أوزعني أن أشكر نعمتك التي أنعمت علي وعلى والدي وأن أعمل صالحا ترضاه  
وأدخلني برحمتك في عبادك الصالحين.....»

(سورة النمل - الآية 19)

بعد الحمد لله والشكر للمولى عز وجل على إتمام هذا العمل نتوجه بجزيل الشكر للأستاذة المشرفة  
ذمود تهر التي لم تبخل علينا بنصائحها وتوجيهاتها القيمة لإتمام هذا العمل

كما أتقدم أيضا بجزيل الشكر إلى أساتذتي الأفاضل هتهامه السعيد جابو سليم بن قانة عبد  
السلام على توجيههم و مساعدتهم لي في إتمام عملي هذا

كما لا يفوتني أن أتقدم بالشكر للأستاذة الأعماء الذين سأنال شرفه مناقشتهم لهذا البحث فلمهم  
الشكر والعرفان على مجمل نصائحهم وتوجيهاتهم التي ستنير دربنا العلمي

وفي الأخير أتقدم بشكر لكل من ساعدني ودعمني من قريب أو بعيد في إنجاز هذا البحث.

نادية

## ملخص البحث :

يهدف هذا البحث لاستخلاص ودراسة العوامل المؤثرة في تركيبة الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الصناعية وكذا معرفة العلاقة بين هذه العوامل والمتمثلة في (هيكل الأصول، الحجم، المردودية والمخاطرة ونسبة الاقتراض ومعدل النمو) ونسبة الاستدانة بصورها الثلاث (استدانة إجمالية ، استدانة طويلة ومتوسطة الأجل و استدانة قصيرة الأجل) كمقياس للهيكل المالي، حيث طبقت الدراسة على مجموعة من المؤسسات الاقتصادية الصناعية بولاية ورقلة والتي بلغ عددها 30 مؤسسة خلال فترة (من 2010 إلى 2012).

ولمعالجة الإشكال المطروح وثبات صحة الفرضيات تم الاعتماد على التحليل الإحصائي و الإحصاء الوصفي كمتوسط الحسابي والانحراف المعياري كما تم استخدام برامج إحصائية مثل Microsoft Excel 2007 و spss20 وفقا لمعطيات سنوية تم استخراجها من القوائم المالية (جدول حسابات النتائج و الميزانية العمومية ) للمؤسسات الاقتصادية الصناعية وبناء على مخرجات برنامج spss20، خلصت هذه الدراسة إلى نتائج أهمها : أن هناك علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين تكلفة الاستدانة والمتغير التابع (معدل الاقتراض الإجمالية و طويلة ومتوسطة الأجل ) وبين الحجم والمتغير التابع (معدل الاقتراض قصير الأجل)، و علاقة عكسية بين المخاطرة والمتغير التابع (معدل الاقتراض طويل والمتوسط الأجل ) بينما لم يكن لباقي العوامل الأخرى أي تأثير في تفسير المتغير التابع ( بصوره الثلاث) .

الكلمات المفتاح : الهيكل المالي، هيكل الأصول، نسبة الاستدانة، المخاطرة، الحجم.

## Résumé :

L'Objectif de notre recherche sur L'étude des facteurs qui influent sur la composition de la structure financière de l'Entreprise l'économique usinier dans de willaya Ouargla et aussi l'étudier la liaison entre les facteur suivre (structure actif, niveau rentabilité et risque, taux croissance et entre taux dettes total par les trois sa photos comme structure financière et depuis l'année (2010 au 2012) de 30 entreprise locale installer à selon willaya Ouargla.

le traitement la problématique du sujet lester ses hypothèses justement puis nous sommes basé sur l'analyse statistique et les statistique descriptives comme la moyenne l'arithmétique et racine et en utilisant logiciel statistique spss20, et Microsoft Excel 2007 selon donnés l'années qui sa relève du les bilans financier la tableau des créances et compte de résultat En général par l'entreprise l'économique selon spss20.

l'élude conclu que la relation significatif statistique entre le combure financement et en suit conversible (taux dettes total et dette long et moyen temps ) et entre taille et suivre conversible (taux dettes ragot tempe) et relation l'inversifs entre le risque et en suit le conversible (taux dettes long et moyen tempe) , lorsque les facture reste ne pas significatif en explication conversible suivant( par les trois sa photos ) .

**Mots de clé :** la structure financière, structure actif, Taux datte, risque, Taille.

الصفحة	قائمة المحتويات
III	الإهداء.....
IV	الشكر.....
V	ملخص.....
VI	قائمة المحتويات.....
VII	قائمة الجداول.....
VIII	قائمة الأشكال البيانية.....
IX	قائمة الملاحق.....
X	قائمة الاختصارات والرموز.....
أ	المقدمة.....
01	الفصل الأول : الأسس النظرية و التطبيقية لدراسة العوامل المؤثرة في تركيبه الهيكل المالي.
03	المبحث الأول :الأسس النظرية للهيكل المالي والعوامل المؤثرة فيه.
20	المبحث الثاني : الأدبيات التطبيقية – الدراسات السابقة –.....
26	الفصل الثاني : دراسة ميدانية لمجموعة من المؤسسات الاقتصادية الصناعية بولاية ورقلة.
28	المبحث الأول : الطريقة والأدوات.....
34	المبحث الثاني : تحليل وتفسير ومناقشة نتائج الدراسة التطبيقية.....
45	الخاتمة.....
49	قائمة المراجع والمصادر.....
53	الملاحق.....
67	الفهرس.....

# قائمة الجداول

رقم الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
12	المقارنة بين مؤسستين متماثلتين في جميع البيانات المالية ماعدا الهيكل المالي (تحليل ميلر وموديقلياني)	(1-1)
17	تمثيل الفائض التنظيمي و ثروة المؤسسة	(2-1)
36	نتائج الانحدار المتعدد للنموذج الكامل للمؤسسات الاقتصادية الصناعية	(1-2)

# قائمة الأشكال

رقم الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
4	مصادر التمويل المتاحة للمؤسسة	(1-1)
8	منحنى يبين العلاقة بين نسبة الاستدانة إلى الأموال الخاصة وتكلفة رأس المال حسب نظرية الربح	(2-1)
9	منحنى سلوك المقرضين	(3-1)
9	منحنى سلوك المساهمين	(4-1)
10	منحنى يبين الهيكل المالي الأمثل حسب المنظور تكلفة التقليدية	(5-1)
11	منحنى يبين استقلالية تكلفة رأس المال عن الهيكل المالي	(6-1)
13	منحنى يبين العلاقة بين تكلفة الأموال وبين نسبة الاقتراض (مدخل صافي الربح العمليات)	(7-1)
13	يبين صورة نظرية التوازن والقيمة السوقية في صياغة الهيكل المالي	(8-1)
14	منحنى يبين العلاقة بين نسبة الاستدانة إلى الأموال الخاصة ومعدل المردودية المطلوب من قبل المساهمين	(9-1)
15	منحنى يبين الهيكل المالي الأمثل حسب نظرية الوكالة	(10-1)
39	شكل الانتشار بين الأخطاء المشاهدة والأخطاء المتوقعة للمتغير التابع (معدل الاقتراض الإجمالي)	(1-2)
39	شكل الانتشار بين الأخطاء المشاهدة والأخطاء المتوقعة للمتغير التابع (معدل الاقتراض طويل والمتوسط الأجل)	(2-2)
40	شكل الانتشار بين الأخطاء المشاهدة والأخطاء المتوقعة للمتغير التابع (معدل الاقتراض قصير الأجل)	(3-2)
40	المدرج التكراري لتوزيع الأخطاء المعيارية للمتغير التابع (معدل الاقتراض الإجمالي)	(4-2)
41	المدرج التكراري لتوزيع الأخطاء المعيارية للمتغير التابع (معدل الاقتراض طويل والمتوسط الأجل)	(5-2)
41	المدرج التكراري لتوزيع الأخطاء المعيارية للمتغير التابع (معدل الاقتراض قصير الأجل)	(6-2)



# قائمة الملاحق

رقم الصفحة	عنوان الملحق	رقم الملحق
54	اختبار تجانس إثبات الأخطاء العشوائية بنموذج الدراسة للمؤسسات الصناعية	الملحق 01
57	تحليل التباين الأحادي ANOVA بين القيم الفعلية والقيم المقدرة للمتغير التابع بنموذج الدراسة	الملحق 02
58	نسبة هيكل الأصول السنوية ومتوسطها الحسابي	الملحق 03
59	نسبة الحجم المؤسسات السنوية ومتوسطها الحسابي	الملحق 04
60	نسبة المردودية السنوية ومتوسطها الحسابي	الملحق 05
61	نسبة المخاطرة السنوية ومتوسطها الحسابي وتباينها وانحرافها المعياري	الملحق 06
62	معدل نمو المؤسسات السنوية ومتوسطها الحسابي	الملحق 07
63	تكلفة الاستدانة السنوية ومتوسطها الحساب	الملحق 08
64	معدل الاستدانة الإجمالية السنوية ومتوسطها الحسابي	الملحق 09
65	معدل الاستدانة طويل ومتوسط الأجل السنوية ومتوسطها الحساب	الملحق 10
66	معدل الاستدانة قصير الأجل السنوية ومتوسطها الحساب	الملحق 11

# قائمة الاختصارات والرموز

التسمية بالعربية	التسمية بالفرنسية	الرمز
المردودية الاقتصادية	RENTABILITE ECONOMQ	RE
المردودية المالية	RENTABITE FINANCIER	RF
إجمالي الأصول	TOTAL ACTIF	AT
النتيجة الصافية	RESULTAT NET	RN
المصاريف المالية	CHARGES FINANCIERS	FF
إجمالي الديون	TOTAL DETTES	DT
تكلفة الاستدانة (التمويل)	COMBRURE FINANCEMENT	CF
ديون طويلة ومتوسطة الأجل	DETTES LONG MOYEN TEMPS	DLMT
الأموال الخاصة	CAPITAUX PROPRES	CP
رقم الأعمال	CHIFFRE D'AFFAIRES	CA
معدل الاستدانة الإجمالية	TAUX DETTES TOTAL	TDT

# المقدمة العامة

يزداد الاهتمام بالمؤسسات الصناعية في معظم اقتصاديات الدول النامية نظرا للدور الذي أصبحت تؤديه هذه المؤسسات وكذا المكانة الإستراتيجية التي تحتلها في ظل التحولات الإقليمية والدولية .

وعليه يعد الهيكل المالي من المواضيع الأساسية والمعقدة في مجال التسيير المالي والذي يؤثر في تركيبته عدة عوامل منها ما تفرضها ظروف خارجية للمؤسسة ومنها ما يتعلق بطبيعة المؤسسة نفسها والتي ترسم المعالم الأساسية لهيكل مالي أمثل ، حيث يراعي قرار التمويل تركيبة الهيكل التمويلي للمؤسسة وتحقيق الهدف الرئيسي لمالكها والمتمثل في تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة ، وهذا الهدف لا بد أن يمر عبر موازنة بين حجم المخاطرة وكذا العائد المتوقع أو المطلوب من طرف أصحاب رؤوس الأموال.

لدى اعتبرت العديد من النظريات في الحقل المالي أن تحديد الهيكل المالي يعد من المواضيع المهمة والساخنة في الحقل المالي، واتخاذ القرارات المالية المتعلقة به ويعتبر من القرارات المهمة والتي تؤثر على المنافسة بين الشركات، فهناك نظريات مفسرة لوجود هيكل مالي مثل نظرية التوازن ونظرية متعددة الأشكال ونظريات مؤيدة لوجود هيكل مالي أمثل مثل نظرية صافي الربح ونظرية التقليدية، وأخرى معارضة مثل نظرية ميلر ومودقلياني ونظرية صافي ربح الاستغلال.

ومن تم جاءت هذه الدراسة لتركيز على أهم العوامل التي تؤثر في المزيج التمويلي للشركات ودراسة العلاقة بين استخدام الدين في الهيكل المالي والعوامل الأساسية المؤثرة عليه .

### الإشكالية الرئيسية :

وبناء على ما سبق بإمكاننا صياغة الإشكالية الرئيسية التالية

**ما هي العوامل المؤثرة في تركيبة الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية الصناعية ؟**

وتتفرع من خلال هذه الإشكالية التساؤلات الجزئية التالية

1. هل يمكن اعتبار العوامل المؤثرة في تركيبة الهيكل المالي تعكس إلى حد بعيد طبيعة نظام البنكي والبيئة المالية في المؤسسات الاقتصادية ؟

2. هل هناك تماثل أو اختلاف في محددات سياسة التمويل للمؤسسات الاقتصادية الصناعية بولاية ورقلة مقارنة بمثيلاتها في البيئات الاقتصادية لدول النامية ؟

3. هل نظريات الهيكل المالي من خلال خصائص التي تفرضها قادر على تفسير السياسة أو السلوك التمويلي في المؤسسات الاقتصادية الصناعية ؟

### الفرضيات:

1. نفترض أن العوامل المؤثرة (المحددة) في تركيبة الهيكل المالي لا تعكس جميعها طبيعة النظام البنكي والبيئة المالية في المؤسسات الاقتصادية الصناعية.
2. هناك تماثل في العوامل المحددة لسياسة التمويل للمؤسسات الاقتصادية الصناعية بولاية ورقلة مقارنة بمثيلاتها في البيئات الاقتصادية لدول النامية.
3. تقوم هذه الفرضية على أساس توقع العلاقة بين المتغير التابع (بصوره الثلاث) والمتغيرات المستقلة، ويمكن تجزئة هذه الفرضية إلى الفرضيات فرعية التالية :

الفرضية 1.3 : من المتوقع وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين المتغير التابع (بصوره الثلاث) وحجم المؤسسة.

الفرضية 2.3 : من المتوقع وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين المتغير التابع (بصوره الثلاث) ومستوى ضمانات المؤسسة .

الفرضية 3.3 : من المتوقع وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين المتغير التابع (بصوره الثلاث) ومعدل المردودية

الفرضية 4.3 : من المتوقع وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين المتغير التابع (بصوره الثلاث) ومعدل نمو المؤسسة

الفرضية 5.3 : من المتوقع وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين المتغير التابع (بصوره الثلاث) ومستوى المخاطرة .

الفرضية 6.3 : من المتوقع وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين المتغير التابع (بصوره الثلاث) وتكلفة الاستدانة.

### مبررات اختيار الموضوع :

إن اختيار موضوع البحث له أسباب موضوعية وأخرى ذاتية وهي كالتالي :

1. الرغبة الذاتية في دراسة الهيكل المالي للمؤسسة الصناعية ومن أجل التوسع و الاطلاع أكثر على هذا الموضوع بإضافة إلى الرغبة في معرفة العوامل التي يتأثر بها؛

2. نظرا لأهمية الموضوع الهيكل المالي وحدثاته والرغبة في معرفة واقع المؤسسات الصناعية عن قرب

### أهداف الدراسة :

1. معرفة مدى تأثير العوامل المحددة على تركيبة الهيكل المالي في المؤسسة وعلى وظيفتها المالية .

2. معرفة والتمييز بين كافة النظريات المفسرة والمؤيدة والمعارضة لوجود هيكل مالي أمثل .

3. محاولة معرفة مدى تطابق الجانب النظري للدراسة مع الواقع التطبيقي في الميدان.

### أهمية الدراسة :

1. يعتبر موضوع الهيكل المالي من أهم القضايا التي نالت اهتمام البحث العلمي من أجل تفسير سلوك تمويلي

للمؤسسات الاقتصادية الصناعية.

2. محاولة تطبيق الأساليب الإحصائية لقياس نسبة الديون للهيكال المالي وكذا مؤشرات العوامل المؤثرة في تركيبه وربط ما هو نظري بالجانب الحسابي و التحليلي، من أجل الوصول إلى نتائج صحيحة تزيد من دقة التحليل.
3. التعرف إلى أهم المصادر التمويلية المتاحة للمؤسسة الاقتصادية الصناعية.

### حدود الدراسة :

اقتصر البحث في الجانب النظري على دراسة الهيكل المالي ومفهومه والتعرف على مختلف مصادر تمويله ، بالإضافة إلى ذلك معرفة كيفية اختيار هيكل مالي الأمثل والتعرف إلى نظريات الهيكل المالي والعوامل المؤثرة في تركيبته. أما الدراسة التطبيقية فقد شملت مجموعة من المؤسسات الاقتصادية الصناعية بولاية ورقلة للفترة (2010-2012) وذلك من خلال جمع القوائم المالية لسنوات 2010-2011-2012 وحساب المؤشرات اللازمة لموضوع الدراسة.

### منهج البحث والأدوات المستخدمة :

من أجل معالجة الموضوع والوصول إلى النتائج دقيقة اعتمد في هذا البحث على المنهج الوصفي لتحليل ظاهرة اختيار المؤسسة لهيكلها المالي والعوامل المؤثرة عليه، حيث يمكننا هذا المنهج من توضيح جوانب الموضوع النظرية والذي يمكننا من جمع المعلومات والبيانات وتنظيمها بشكل تسلسلي والإحاطة بكافة عناصر الهيكل المالي في الفصل الأول والمتمثلة في مفهومه ومكوناته ونظرياته والعوامل المؤثرة فيه والدراسات السابقة. كما تم الاعتماد في الفصل الثاني على أسلوب دراسة حالة وذلك باستخدام مزيجاً من أدوات القياس والإحصاء والإحصاءات الوصفية.

### مرجعية الدراسة

تم الاعتماد في هذه الدراسة على مجموعة من الكتب والرسائل الجامعية والمجلات والمقالات بالإضافة إلى بعض القوائم المالية للمؤسسات الصناعية مثل (الميزانية وجدول حسابات النتائج ) التي تم الاعتماد عليها في دراسة الحالة.

### صعوبات البحث :

1. ضيق الوقت الممنوح لإعداد هذا البحث؛
2. صعوبة الحصول على القوائم المالية الخاصة بالمؤسسات الصناعية.

### هيكل البحث :

من أجل الإحاطة بكافة جوانب الدراسة والإجابة على الإشكال المطروح فقد قمنا بتقسيم البحث كما يلي :

**الفصل الأول** والذي بعنوان الأسس النظرية و التطبيقية لدراسة العوامل المؤثرة في تركيب الهيكل المالي تم تقسيمه لمبحثين، المبحث الأول بعنوان الأدبيات النظرية لدراسة الهيكل المالي ونظرياته والعوامل المؤثرة فيه والذي تناول مفهوم الهيكل المالي ومكوناته، اختيار هيكل مالي الأمثل، نظريات الهيكل المالي وفي الأخير تناولنا فيه العوامل المؤثرة في تركيب الهيكل المالي، أما المبحث الثاني فكان بعنوان الأدبيات التطبيقية - الدراسات السابقة - تم التطرق فيه للدراسات السابقة لنفس موضوع بحثنا

أما الفصل الثاني فكان بعنوان دراسة ميدانية لمجموعة من المؤسسات الاقتصادية الصناعية بولاية ورقلة تناولنا فيه دراسة الحالة فقسم إلى مبحثين، المبحث الأول تم فيه تحديد مجتمع وعينة الدراسة وتحديد المتغيرات وقياسها والأدوات الإحصائية والبرامج المستخدمة في معالجة المعطيات أم المبحث الثاني فقد اعتمدنا فيه بعرض النتائج المتوصل إليها وثم ربط النتائج بالفرضيات وتحليل ومناقشة النتائج.

و في الأخير ومن خلال الخاتمة تم استعراض ما توصلنا له من نتائج، وتوصيات وأفاق للدراسة.

الفصل الأول :

الأسس النظرية و التطبيقية

لدراسة العوامل المؤثرة في تركيبة

الهيكل المالي



**تمهيد :**

يعتبر موضوع الهيكل المالي من أهم المواضيع التي نالت اهتمام البحث العلمي في مجال الإدارة المالية، وباعتبار المؤسسة مركز للقرارات فإنها تقوم على جملة من القرارات المالية الخاصة والتي تتوفر على جملة من المصادر التمويلية التي تستدعي المفاضلة بينها والتي تقع على عاتق المدير المالي باختيار مصادر التمويل المناسبة في ضوء العائد المطلوب والخطر الممكن قبوله منها لتكوين هيكل مالي أمثل والذي يفسر السلوك التمويلي لها، و من أجل إقراره تأخذ المؤسسة العديد من الاعتبارات والعوامل التي تحدد سياسة التمويل، إلا أنه لا يوجد إجماع أو اتفاق على نظرية معينة والتي تبحث عن تساؤلات في هذا الصدد و خاصة أمثلة الهيكل المالي.

وعليه سنتطرق في هذا الفصل إلى التعرف لمفهوم الهيكل المالي والنظريات المفسرة، المعارضة والمؤيدة لوجود هيكل مالي أمثل وكيفية اختياره و التعرف على العوامل الأساسية التي تحدد سياسة التمويل مع التطرق في المبحث الثاني للفصل إلى الدراسات السابقة التي تناولت موضوع العوامل أو محددات الهيكل المالي .

المبحث الأول : الأسس النظرية للهيكل المالي والعوامل المؤثرة فيه

المبحث الثاني : الأدبيات التطبيقية – الدراسات السابقة-

## المبحث الأول : الأسس النظرية للهيكل المالي والعوامل المؤثرة فيه

يقع على عاتق المسير المالي اختبار التوليفة المثلى للمؤسسة والتي تسمح بتحقيق مرودية أعلى ومخاطر اقل وتسمى هذه التوليفة بالهيكل المالي<sup>1</sup>، ومدى استخدام المصادر التمويلية المتاحة أمامها بما يضمن لها تشكيل الثروة والرفع من معدل النمو وبالتالي الرفع من قيمة المؤسسة بشكل عام.

### المطلب الأول : مفاهيم حول الهيكل المالي ومكوناته

سنتطرق في هذا المطلب إلى معرفة ماهية الهيكل المالي ومكوناته والمتمثلة في المصادر الأساسية التي يمتدحها نشاط المؤسسة في الفرع الأول والثاني على التوالي وسنتناول في الفرع الثالث كيفية اختيار هيكل مالي أمثل في المؤسسة.

### الفرع الأول : ماهية الهيكل المالي

توجد عدة تعارف للهيكل المالي نذكر منها مايلي :

- يقصد بالهيكل المالي تشكيلة الصادر التي تحصلت المؤسسة منها على أموال بغرض تمويل استثماراتها، ويتضمن جميع العناصر المكونة لجانب الخصوم و حقوق الملكية من الميزانية العمومية والذي يتضمن المديونية قصيرة الأجل (الخصوم المتداولة) و المديونية طويلة الأجل (خصوم طويلة الأجل) و حقوق الملكية<sup>2</sup>.

- كما يعرف الهيكل المالي انه ينطوي على كل أشكال وأنواع التمويل سواء كانت أموال ملكية أو أموال مفترضة أو كانت أموال طويلة الأجل أو قصيرة الأجل فهو يشير إلى الجانب الأيسر للميزانية العمومية<sup>3</sup>.

- يتمثل مفهوم الهيكل المالي أيضا في أنه يرتبط بكيفية تمويل إجمالي موجودات المؤسسة والجانب الأيسر من الميزانية العمومية بالقروض أو حقوق الملكية<sup>4</sup>.

ويمكن التمييز بين مفهوم الهيكل المالي و المفاهيم الأخرى المماثلة .

<sup>1</sup> - علي بن الضب ، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة بالبورصة (سوق كويت) ، مذكرة مقدمة لاستكمال شهادة الماجستير غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2009، ص : 74.

<sup>2</sup> - عدنان تايه النعيمي وياسين كاسب الخرشنة، أساسيات في الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2007، ص : 138.

<sup>3</sup> - محمد طيب، ومحمد عبيدات، الإدارة المالية في القطاع الخاص، الطبعة الأولى، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص : 131.

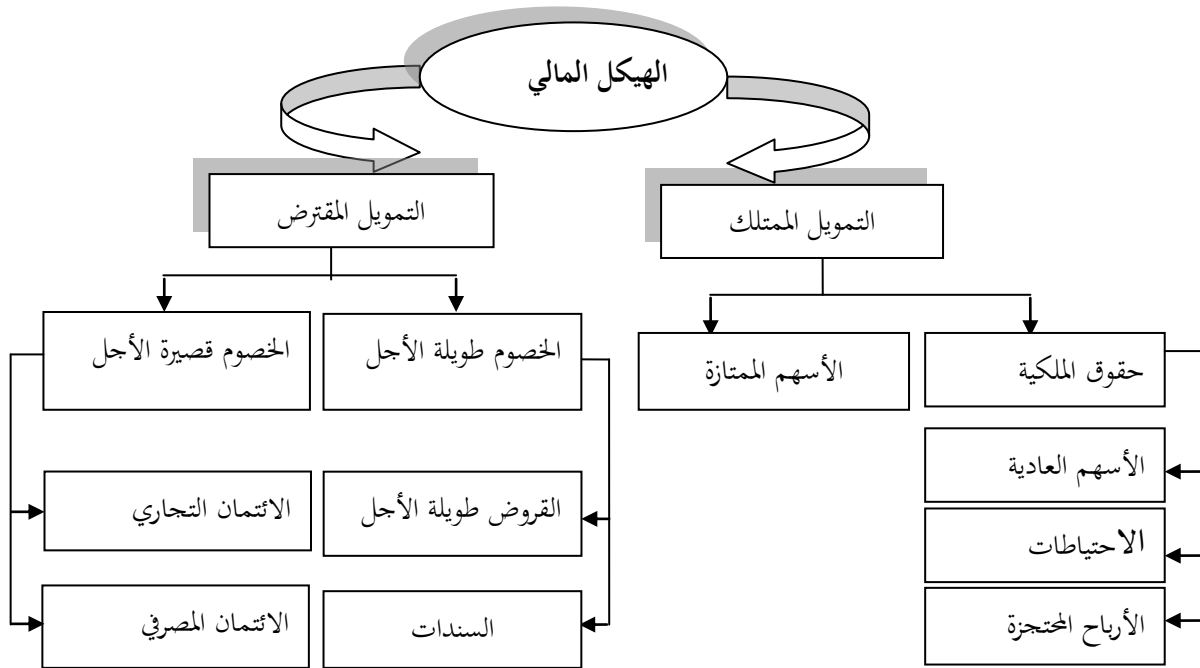
<sup>4</sup> - سفيان خليل المناصير، القرارات المالية وأثرها في تحديد الخيار الاستراتيجي، دار جليس الزمان للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص : 41.

- هيكل رأس المال: فهو يختلف عن الهيكل المالي بحيث يعتبر جزء من هيكل مال المؤسسة ويتمثل في التمويل الدائم لها والذي يتكون عاداتا من قروض طويلة الأجل،<sup>1</sup> وحقوق الملكية بما فيها الأسهم الممتازة إن وجدت<sup>2</sup>.
- هيكل التمويل: يقصد به تحديد المزج المناسب من الديون الملكية أي تحديد هيكل التمويل المؤسسة (ديون + حقوق ملكية)<sup>3</sup>.

### الفرع الثاني : مصادر تمويل الهيكل المالي

ويقصد بمصادر التمويل تشكيلة المصادر التي حصلت منها المؤسسة على أموال بهدف استثمارها من والتي تتضمن كافة العناصر سواء كانت عناصر طويلة الأجل أو قصيرة الأجل وهو ما يطلق عليه بالهيكل المالي<sup>4</sup>.

الشكل (1-1): مصادر التمويل المتاحة للمؤسسة



المصدر : عدنان تايه النعيمي و ياسين كاسب الخرشة، مرجع سبق ذكره، ص : 139 (بتصرف).

### أولا : مصادر التمويل المقترض

- <sup>1</sup> مفيدة بجاوي، "تحديد الهيكل المالي الأمثل-في المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية -"، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، العدد الثالث، 2002، ص : 90.
- <sup>2</sup> إسلام فيصل أحمد الخليل "أحمد الخليل" أثر الهيكل التمويلي على ربحية الشركات المساهمة الأردنية وعلى سياستها في توزيع الأرباح (دراسة اختيارية) ، رسالة مقدمة لاستكمال متطلبات درجة الماجستير في المحاسبة غير منشورة، جامعة الشرق الأوسط ، 2011، ص:12.
- <sup>3</sup> محمد قاسم خصاونة، أساسيات الإدارة المالية، الطبعة الأولى ، دار الفكر (ناشرون وموزعون)، عمان، الأردن ، 2011، ص : 200.
- <sup>4</sup> بسام محمد الأغا، "أثر الرفاعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار" دراسة تطبيقية على شركات المساهمة العامة العاملة بفلسطين"، رسالة مقدمة لاستكمال متطلبات الحصول على درجة الماجستير في إدارة الأعمال غير منشورة"، الجامعة الإسلامية، غزة، 2005، ص:37.

## 1. مصادر التمويل القصيرة الأجل :

يقصد بالتمويل قصير الأجل تلك الأموال التي تحصل عليها المؤسسة من الغير وتلتزم بردها خلال فترة لا تزيد عن سنة<sup>1</sup>، و تستخدم القروض قصيرة الأجل لتمويل الاحتياجات المالية المؤقتة في الأصول المتداولة .

وعليه تنقسم مصادر التمويل القصيرة الأجل إلى نوعين أساسيين:<sup>2</sup>

### 1.1 الائتمان التجاري: ويعرف بأنه ائتمان قصير الأجل يمنحه المورد إلى المشتري عندما يقوم هذا الأخير بشراء بضاعة لإعادة

بيعها وهذا التعريف يستبعد من الائتمان التجاري:

✓ الائتمان الطويل الأجل أو المتوسط الأجل الذي يمنحه بائعو الأصول الثابتة؛

✓ الائتمان الاستهلاكي كالبيع بالتقسيط<sup>3</sup>؛

### 2.1 الائتمان المصرفي : ويقصد به القروض القصيرة الأجل التي تحصل عليها المؤسسة من البنوك ويأتي هذا النوع في الدرجة

الثانية بعد الائتمان التجاري وذلك من حيث درجة اعتماد المؤسسة عليه كمصدر للتمويل قصير الأجل ويتميز هذا النوع بأنه أقل تكلفة من الائتمان التجاري<sup>4</sup>.

## 2. مصادر التمويل المقترضة طويلة الأجل :

تسعى المؤسسات المعاصرة إلى توفير الموارد المالية من مصادر متعددة و بأشكال مختلفة وفقا للظروف السائدة في الأسواق المالية و توجهات إدارتها من اجل تحمل المخاطر أو عدم تحملها، فالتمويل المقترض طويل الأجل يعد من مصادر التمويل الأساسية للمؤسسات ومن أهمها (القروض الطويلة الأجل و السندات).

### 1.2 قروض طويلة الأجل :

تحصل المؤسسة على قروض طويلة الأجل من المؤسسات المالية و شركات التأمين كالبنوك، حيث يتم الحصول عليها عن طريق التفاوض المباشر من خلال انتقال الأموال من المقرض إلى المقترض وفقا لشروط محددة في العقد المبرم بينهما ويتم سداد الفوائد بشكل دوري واستهلاك القرض على أقساط متساوية في تواريخ معينة أو مرة واحدة في تاريخ الاستحقاق متفق عليه ومن أهم الخصائص المميزة للقرض (معدل الفائدة، تاريخ الاستحقاق، الرهانات، أوجه استخدام القرض)<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> - منير إبراهيم الهندي، الإدارة المالية مدخل تحليل معاصر، الطبعة الخامسة، المكتب العربي الحديث، مصر، 2003، ص : 545.

<sup>2</sup> - عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الطبعة الأولى، الدار الجامعية الجديدة، مصر، 2004، ص : 411.

<sup>3</sup> - مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، الطبعة الأولى، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، 2011، ص : 84.

<sup>4</sup> - منير إبراهيم الهندي، مرجع سبق ذكره، ص: 547 .

<sup>5</sup> - أنفال حدة خبيزة، "تأثير الهيكل المالي على إستراتيجية المؤسسة الصناعية" دراسة حالة مؤسسة المطاحن الكبرى للجنوب CMS "مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل

شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية غير منشورة ، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2012، ص: 12 .

## 2.2 السندات :

يعتبر السند أحد صور الاقتراض طويلة الأجل (سند مديونية طويل الأجل) تصدره المؤسسة المقترضة للأموال و يعطي حامله الحق في الحصول على القيمة الاسمية للسند في تاريخ الاستحقاق كما يعطي له أيضا الحق في عائد سنوي يتمثل سعر الفائدة الدوري والذي يمثل نسبة المثوية من القيمة الاسمية، وهذا يعني انه يعطي لحامل السند فرصة في تحقيق أرباح رأسمالية كما قد يتعرض لخسائر رأسمالية، مع تحديد القيمة السوقية حسب درجة المخاطرة التي يتعرض لها حامل السند<sup>1</sup>.

### ثانيا : مصادر التمويل المملوكة

تعد أموال الملكية المصدر الأول لتمويل المؤسسات الجديدة، والقاعدة التي يستند عليها الاقتراض بالنسبة للمؤسسات القائمة وعليه سنتطرق إلى أهم هذه المصادر والمتمثلة في الأسهم العادية والأسهم الممتازة والأرباح المحتجزة.

### 1. الأسهم الممتازة :

تعتبر الأسهم الممتازة مستند ملكية فهي تعد مصدرا هاما من مصادر التمويل الطويلة الأجل للمؤسسة، كما أنها تمتاز بجمعها بين صفات أموال الملكية والاقتراض فهي شكل من أشكال رأس المال المستثمر في الشركة ومركز ممتاز تجاه الأسهم وتحسب القيمة الدفترية لهذا السهم بقسمة الأسهم الممتازة على عدد الأسهم<sup>2</sup>.

### 2. حقوق الملكية

**1.2 الأسهم العادية :** هي تلك الأسهم التي لا تمتلك أية تفصيلات أو أسبقيات خاصة سواء في دفع مقسوم الأرباح أو في حالة الإفلاس والتصفية وتعد هذه الأسهم الأساس لهدف المؤسسة لتعويض قيمتها في أسواق الأوراق المالية كما أنها تمثل رأس المال الذي يقدمه المالكين عند تأسيس المؤسسة<sup>3</sup>.

### 2.2 الاحتياطات :

هي تلك الأموال التي تجمع من طرف المؤسسة وذلك باقتطاعها من الأرباح المحققة والغير الموزعة، فالاحتياطات مهما كانت نوعها فهي عبارة عن أرباح صافية غير موزعة حجزت في حساب خاص وهو حساب الاحتياطات، لذلك فهي تعتبر حقا من حقوق أصحاب المؤسسة وتنقسم إلى (احتياطات قانونية ، اختيارية والنظامية).

### 3.2 الأرباح المحتجزة :

يمثل الأرباح مصدرها داخليا هاما يستخدم لتمويل الاحتياجات المالية طويلة الأجل للمؤسسة ، كما انه يمثل ذلك الجزء من الأرباح التي يتم الاحتفاظ بها داخل المؤسسة لغرض إعادة استثمارها و تستخدم الأرباح المحجوزة في حالة المؤسسات التي يعاني من المشاكل المالية و التي ترغب في تخفيض ديونها أو المؤسسات التي تواجه ظروف اقتصادية متقلبة، و من أهم مميزاتهما : (أنها ذات تكلفة قليلة مقارنة مع غيرها و تنعكس بشكل إيجابي على سعر القيمة الدفترية للسهم)<sup>1</sup>

<sup>1</sup> - منير إبراهيم الهندي، مرجع سبق ذكره، ص: 562.

<sup>2</sup> - مفلح محمد عقل، مرجع سبق ذكره ، ص : 106

<sup>3</sup> - عدنان نايه النعمي و ياسين كاسب الخرشنة، مرجع سبق ذكره، ص ص : 161-162.

الفرع الثالث : اختيار هيكل المالي مناسب (أمثل)

إن طريقة التمويل في المؤسسة تؤثر على ربحيتها ، وبالتالي لا بد من اختبار هيكل التمويل المناسب أي الخليط المتجانس من مصادر التمويل، والذي من خلاله تتمكن الإدارة من تعظيم مستوى ربحيتها وبالتالي تحقيق هدفها والمتمثل في تعظيم ثروة الملاك أو تعظيم القيمة السوقية للسهم الواحد.

حيث أن الاعتماد على مصادر التمويل الخارجية يحمل المؤسسة تكلفة المخاطر المالية، ترتبط هذه المخاطر بنمط التمويل الذي تختاره، فزيادة نسبة الأموال المقترضة إلى مجموع الأموال، يعني أن الإدارة المالية ستتحمل مخاطرة دفع كلفة نقدية ثابتة ممثلة بفائدة بغض النظر عن مستوى الربحية المحقق لذلك يتطلب من الإدارة المالية أن تتخذ قرار التمويل بشأن هيكل التمويل الذي يضمن التوازن بين ربحيتها المتوقعة وبين كلفة المخاطرة المالية، ومن ذلك نلاحظ بأن هيكل التمويل الأمثل تحكمه قرارات مستمدة من سعي الإدارة المالية لتحقيق أهدافها بأحسن كفاءة و بأقل تكلفة<sup>2</sup>.

المطلب الثاني : الأسس النظرية للهيكل المالي

الفرع الأول : النظريات المؤدية لوجود هيكل مالي أمثل

سنتناول في هذا الفرع المداخل التي تؤيد وجهة النظر الخاصة بتأثير هيكل رأس المال على قيمة المؤسسة حيث يعتقد أصحاب هذا الرأي أن وجود هيكل مثالي لرأس المال يؤدي إلى تخفيض التكاليف الكلية للأموال وبالتالي تعظيم قيمة المؤسسة ،وهناك مدخلان يعملان على تأييد هذا الاتجاه.

1. نظرية صافي الربح : حيث يعتمد هذا المدخل على افتراض أساسي وهو أن تكلفة كل من الأموال الملكية والاقراض ثابتة لا

تتغير وليس لها علاقة بهيكل رأس المال وهذا يعني ارتفاع أو انخفاض نسبة الرفع المالي\* في هيكل رأس المال لا يترتب عليها انخفاض وارتفاع في تكلفة الأموال القروض أو الملكية وطالما إن تكلفة الاقتراض اقل من تكلفة إصدار الأسهم جديدة فإن الاعتماد على الاقتراض في التمويل، تكون بنسبة أكبر من أموال الملكية حيث يؤدي إلى انخفاض التكاليف الكلية للأموال وبالتالي ارتفاع قيمة المنشأة<sup>3</sup>، ومنه يتضح لنا أن نظرية الربح الصافي kd وتكلفة الأموال الخاصة kcp لا تتغير عند تغير نسبة لاستدانة (L=P/S)، و يمكن عرض هذا التحليل على أساس امتداد لطرق حساب التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال وتحسب بالعلاقة

$$K0 = (D / D+CP) kd+(cp / d + cp) kep$$

التالية:

حيث k0:التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال (تكلفة الأموال ) و Kd: تكلفة الديون

بضرب المقدار 1/S في البسط والمقام نحصل على العلاقة التالية :

<sup>1</sup> - أنفال حدة خبيزة، مرجع سبق ذكره، ص ص : 19-20.

<sup>2</sup> - حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الثانية، مؤسسة الورق للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص ص : 582-583.

\* - الرفع المالي : يعني بالرفع المالي زيادة نسبة الاستدانة في الأموال المستثمرة.

<sup>3</sup> - محمد صالح الخناوي ونحال فريد مصطفى، أساسيات الإدارة المالية ، الطبعة الأولى، الدار الجامعية - طبع - نشر - توزيع، مصر، 2001، ص ص : 227-228.

$$k_0 = kd * \frac{d/cp}{\frac{d}{cp} + \frac{cp}{cp}} + kcp * \frac{cp/cp}{\frac{p}{cp} + \frac{cp}{cp}}$$

$$k_0 = kd * \frac{d/cp}{\frac{d}{cp} + 1} + kcp * \frac{1}{\frac{d}{cp} + 1}$$

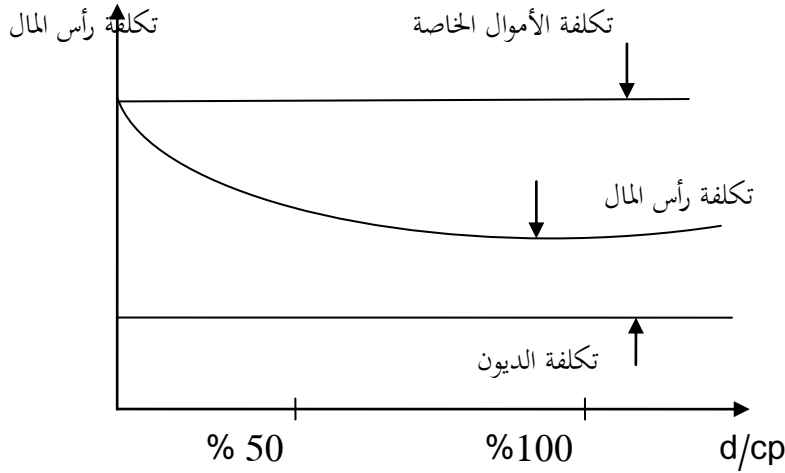
ومنه :

$$K_0 = kd (L/1+L) + kcp (1/1+L)$$

لدينا  $L=D/S$  فنحصل على :

وحيث  $k$  و  $kcp$  ثابتة و  $k_0$  تمثل دالة متناقصة ل  $L$  إذا كانت  $kd < kcp$ <sup>1</sup>.

الشكل (2-1) : منحنى يبين العلاقة بين نسبة الاستدانة إلى الأموال الخاصة وتكلفة رأس المال حسب نظرية الربح



المصدر : تبر زغود ، محددات سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية - دراسة ميدانية لعينة من المؤسسات الاقتصادية

بالقطاعين العام والخاص في الجزائر ، مذكرة ماجستير ، غير منشورة ، جامعة ورقلة ، 2009 ، ص : 56.

يوضح الشكل أن تكلفة رأس المال تنخفض كلما زادت نسبة الاستدانة والأموال الخاصة والديون ثابتة عند المستويات المختلفة من الاستدانة ومنه تكون قيمة المؤسسة مرتفعة أي هناك ( علاقة عكسية بين تكلفة رأس المال وقيمة المؤسسة ).

➤ نظرية الربح الصافي كمفسر للهيكل المالية

تحدد هذه النظرية علاقة متباينة بين تكلفة رأس المال الإجمالية للتمويل والهيكل المالي حسب معدل المر دودية الذي وصلت إليه المؤسسة.

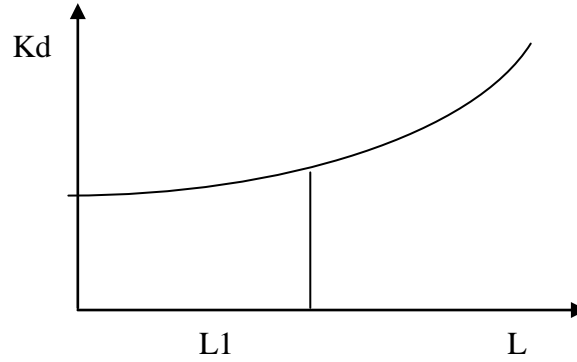
<sup>1</sup> - البلس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس وتطبيقات، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان ، الأردن ، 2006 ، ص : 348-349.

✓ سلوك المقرضون : في هذه النظرية يسعى المقرضون إلى الرفع من مطالبهم مما يثقل الاستدانة بالنسبة للمؤسسة والتي تحسب بالعلاقة التالية :  $L=D/CP$

وبصفة عامة تكلفة الاستدانة يفترض أنها تتغير حسب قيمة  $L$  ويبرز ذلك في مرحلتين:

- من أجل  $0 < L1 < 4$  أي أن بالنسبة لمستويات الاستدانة منخفضة  $kd$  ستبقى ثابتة
  - و من أجل  $L > L1$  طلب المقرضون مكافئات متزايدة بسبب تفاقم المخاطر المالية التي تتعرض لها المؤسسة.
- وفي هذه الحالة  $L1$  لا يمثل المؤشر الذي يحدد الاستدانة وإنما عينة دخول المؤسسة إلى مستوى المخاطرة ويمكن تمثيل العلاقة كما يلي:  $Kd=kd(L)$

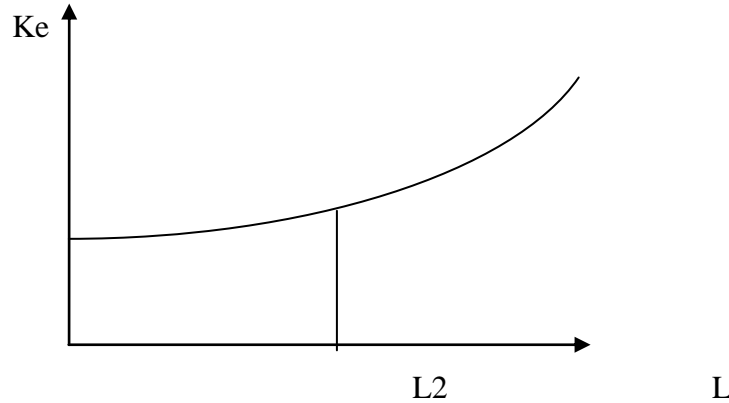
الشكل (1-3) : منحني يبين سلوك المقرضين



المصدر: الياس بن ساسي ويوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، 2006، ص : 350.

✓ سلوك المساهمين : تقترح هذه النظرية تحليل السلوك المساهمين مشابها بسلوك المقرضين يقابلون الارتفاع بتقدير أعلى بمعدل المكافأة المنتظرة من المؤسسة أي تكلفة الأموال الخاصة  $kcp$  ، حيث تعرف هذه الأخيرة تغيرات كتلك التي تتعرض لها تكلفة الاستدانة فالعلاقة  $kcp=kcd$  ثابتة من أجل كل القيم  $L$  أقل من حد معين  $L2$ ، فأى تجاوز ل  $L2$  يؤدي إلى زيادة  $KCP$  وذلك في العلاقة التالية :  $KCP = K(cptL)$  و يظهر ذلك في الشكل الموالي :

الشكل (1-4) : يبين سلوك المساهمين



المصدر : الياس بن ساسي و يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، 2006، ص : 351.



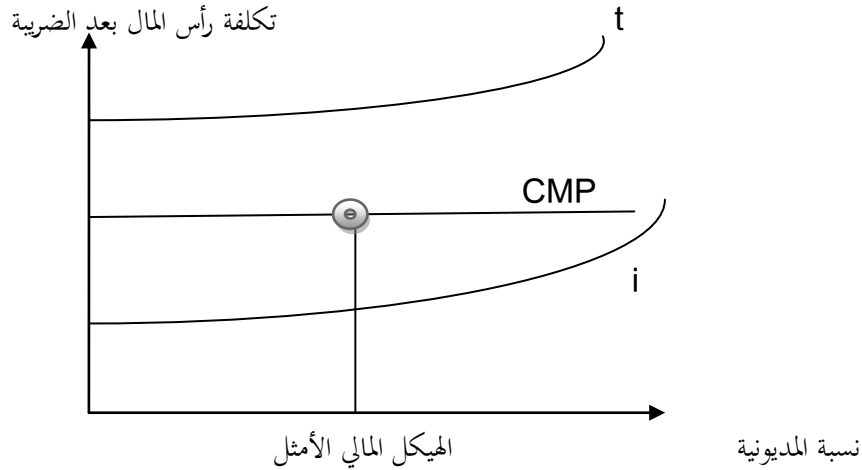
وهنا تصبح kcp تمثل علاقة متزايدة من أجل قيم  $L^1$ .

**2. المدخل التقليدي :** يفترض المدخل التقليدي وجود هيكل رأسمالي مثالي أي وجود نسبة اقتراض مثالية تنخفض عندها تكلفة الأموال إلى حدها الأدنى، بالتالي تصل عندها قيمة المؤسسة إلى حدها الأقصى بافتراض زيادة معدل العائد الذي يطلبه المستثمر مع زيادة نسبة الاقتراض.<sup>2</sup>

كما يفترض مؤيدو هذه النظرية أن تكلفة التمويل المقترض تظل ثابتة بمستويات عالية من الرفع المالي ، إلا أن هذه التكلفة سوف تبدأ بالارتفاع التدريجي إذا ما تجاوزت الشركة الحدود المقبولة من الرفع المالي المتعارف عليه.<sup>3</sup>

وقد بنيت هذه النظرية على أساس مجموعة من الفرضيات أهمها: أن توزيع الأرباح يكون قبل الضريبة وخطر الاستغلال الذي تتحمله المؤسسة يكون ثابت ، توقعات المساهمين تكون معروفة ومتجانسة، تعمل المؤسسة في محيط تنعدم فيه الضريبة.

الشكل (1-5) : منحني يبين الهيكل المالي الأمثل حسب المنظور تكلفة التقليدية



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

نلاحظ من الشكل أن تكلفة رأس المال (CMP) تتناقص طالما أن تكلفه الاستدانة (i) و التي تمثل سعر الفائدة منخفضة، بعدها تميل إلى ثبات إلى حد ما ثم تتزايد.<sup>4</sup>

الفرع الثاني : النظريات المعارضة لوجود هيكل مالي أمثل

<sup>1</sup> - يوسف قرششي، سياسات التمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر، 2005، ص : 115-116.

<sup>2</sup> - منير إبراهيم الهندي، مرجع سبق ذكره، ص : 650 .

<sup>3</sup> - حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص : 547.

<sup>4</sup> - أنفال حدة خبيزة، مرجع سبق ذكره، ص : 22.

**1. نظرية MILLER ET MODIGLANI انعدام هيكل تمويل لأمثال**

تم نشر نظرية ميلر ومدقلياني عام 1958 التي كانت و لا تزال موضوع جدل ونقاش بين المهتمين في الإدارة المالية، وأكد هذان الاقتصاديان على عدم وجود أمثلية في الهيكل المالي حيث توصلت هذه الدراسة إلى جملة من الافتراضات الغير واقعية . حيث يفترض عدم وجود ضرائب على أرباح المؤسسة، وأن التوقعات بالنسبة لمختلف المستثمرين ماثلة ويتم التعامل بالأوراق المالية في سوق رأس المال وتتصف بالكمال، مما يعني عدم وجود عمولة ووساطة كما يمكن للمستثمرين الاقتراض بنفس معدل الفائدة ، ومن خلال الافتراضات السابقة يمكن أن نميز بين حالتين وهما كالتالي:

**1.1 حالة غياب الضرائب :** وفي هذه الحالة يمكن كتابة الصيغة العامة لأثر الرافعة المالية بالشكل التالي :

$$R_f = R_e + (R_e - I) D / CP \dots\dots\dots 1$$

حيث أن:  $R_f$  معدل مرودية الأموال الخاصة المطلوب من طرف المساهمين (تكلفة الأموال الخاصة ) مع العلم أن:

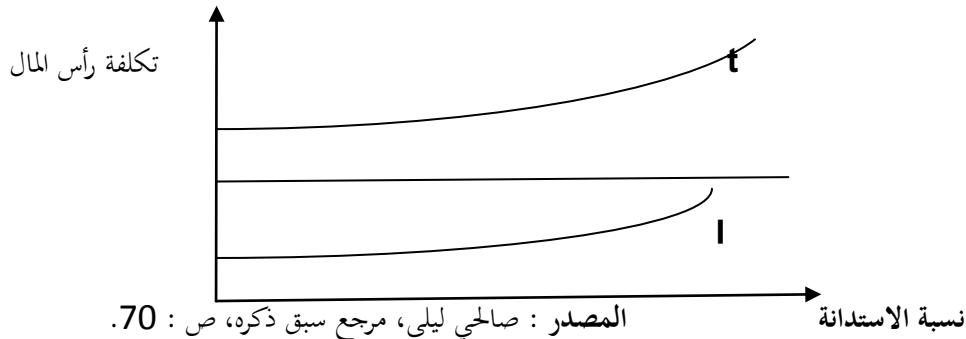
$$CMP = R_f [ C_p / (c_p + d) ] + I [ ( d / c_p + d ) ] \dots\dots\dots 2$$

وبتعويض العلاقة 1 في العلاقة 2 نجد المعادلة :

$$CMP = R_e e$$

ومنه نستنتج أن تكلفة رأس المال هي عبارة عن معدل المردودية المطلوب فهي إذن مستقلة عن الهيكل المالي ، وبالتالي فإن قيمة المؤسسة لا تتأثر بتغير حجم الديون والذي أدى بالخروج إلى نتيجة أن الهيكل المالي لا يؤثر في قيمة المؤسسة وأن تكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال تكون ثابتة مهما كانت طبيعة الهيكل المالي<sup>1</sup>، والمنحنى الموالي يبين ذلك :

الشكل (1-6) : منحنى يبين استقلالية تكلفة رأس المال عن الهيكل المالي



المصدر : صالحى ليلى، مرجع سبق ذكره، ص : 70.

<sup>1</sup> - ليلى صالحى ، "تأثير سياسة التمويل على قيمة الورقة المالية - دراسة عشوائية لعينة من المؤسسات المدرجة في سوق عمان المالي" - مذكرة مقدمة لاستكمال شهادة الماجستير غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2011، ص: 70 .

2.1 حالة وجود ضريبة : أشار الاقتصاديان في هذه الحالة إلى تجربة مؤسستين حيث أضافا فكرة حساب التدفقات السنوية التي سيستفيد منها الأشخاص الممولون أو المقرضون لكلا المؤسستين ونوضح ذلك في الجدول التالي:

الجدول (1-1) : المقارنة بين مؤسستين متماثلتين في جميع البيانات المالية ماعدا الهيكل المالي (تحليل ميلر و موديقلياني)

العناصر	المؤسسة E1	المؤسسة E2
النتيجة الاقتصادية	R	R
المصاريف المالية (الفوائد)	0	DI
النتيجة قبل الضريبة IS	R (1 - t)	(R - Di) (1 - t)
ربح المساهمين t	R (1 - t)	(R - Di) (1 - t)
ربح المقرضين	0	D t / (R(1-t)) + Di * t

المصدر : دادن عبد الوهاب، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي -الإسهامات النظرية الأساسية - ، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 4، 2004، ص : 110.

وتساوي قيمة المؤسسة VE القيمة المستحدثة للأرباح الموزعة، بمعدل استحداث يتمثل في معدل المطلوب (te) من طرف المساهمين أو المقرضين، وذلك لعدد لا متناهي من السنوات n كما يلي :

$$E1 : VE1 = R (1-t) (1 - (1 + te)^{-n}) / te$$

$$E2 : VE2 = R (1-t) - ((1 - (1 + te)^{-n}) / te + D i * t * (11 - (1 + I)^{-n}) / i$$

$$VE2 = R (1-t) / te + D i * t \longrightarrow VE2 = VE1 + D * t$$

ويسمى المقدار  $D * t$  بالاقتصاد في الضريبة المحقق عن طريق الاستدانة خلال فترة لا متناهية

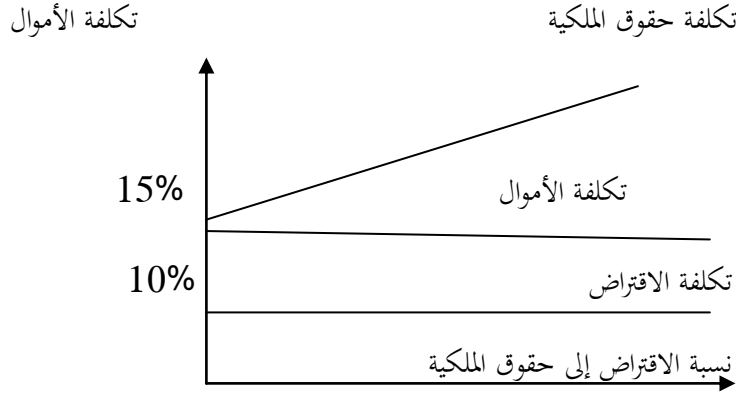
والنتيجة أنه في حالة الخضوع للضريبة على الأرباح فإن قيمة المؤسسة المعتمدة للاستدانة تساوي إلى قيمة نفس المؤسسة في حالة عدم اعتمادها للاستدانة ، مضاف إليها مقدار الاقتصاد في الضريبة الناجم عن فوائد الديون وعليه فإن قيمة المؤسسة المعتمدة للاستدانة تفوق قيمة المؤسسة التي لا يعتمد الاستدانة<sup>1</sup>.

2. نظرية صافي ربح الاستغلال (ربح العمليات)

<sup>1</sup> - نفس المرجع السابق، ص : 110-111.

يفترض هذا المدخل أن تكلفة القروض ثابتة لا تتغير بتغير نسبة الاقتراض ، أما تكلفة حقوق الملكية ترتفع مع كل زيادة في نسبة الاقتراض ويفترض أيضا زيادة تكلفة الأموال بسبب الزيادة في تكلفة حقوق الملكية التي تنجم عن زيادة نسبة الاقتراض والتي يعوضها انخفاض بنفس القيمة في تلك التكلفة نتيجة لزيادة الاعتماد على الأموال المقترضة (أي الاعتماد على مصادر التمويل ذات التكلفة منخفضة) لذا فمن المتوقع أن تضل تكلفة الأموال ثابتة مهما تغيرت نسبة الاقتراض<sup>1</sup>.

الشكل (1-7): منحني يبين العلاقة بين تكلفة الأموال وبين نسبة الاقتراض (مدخل صافي الربح العمليات)



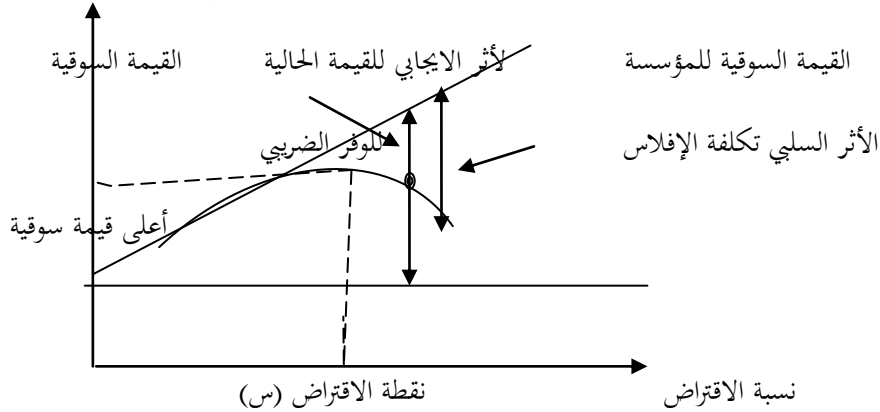
المصدر: منير إبراهيم الهندي، مرجع سابق، ص: 650.

### الفرع الثالث : النظريات الحديثة في تفسير الهيكل المالي

#### 1. نظرية التوازن :

تقتضي نظرية التوازن لهيكل التمويل القرار الأمثل للاقتراض والذي يضمن أعلى قيمة سوقية للمؤسسة ، وما هو إلا محصلة للتوازن بين الأثر الإيجابي الذي تحدثه القيمة الحالية للوافرات الضريبية والأثر السلبي الذي تسببه تكلفة الإفلاس والتي تنشأ عن الزيادة في الاقتراض وما يسببه من انخفاض في القيمة السوقية للمؤسسة وهذان العاملين يحققان المقدار الأمثل من الاقتراض.

الشكل (1-8): يبين صورة نظرية التوازن والقيمة السوقية في صياغة الهيكل المالي



<sup>1</sup> - منير إبراهيم الهندي، مرجع سبق ذكره، ص : 650.

المصدر: حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص: 574.

نستخلص من النظرية ومن الشكل أعلاه أنه وبسبب انخفاض تكلفة الأموال المقترضة كمصدر للتمويل فإن ذلك يشجع إدارة المؤسسة على زيادة مقدار القروض في هيكل أموال المؤسسة حتى النقطة (س) نقطة الاقتراض والتي تضمن فيها المؤسسة تكلفة الإفلاس (كمتغير سلبي) وبين القيم الحالية للوافرات الضريبية (كمتغير إيجابي) وفي هذا المقدار من الاقتراض تصل التكلفة المرجحة للأموال إلى الحد الأدنى لتكون القيمة السوقية للمؤسسة في حدها الأعلى<sup>1</sup>.

وقد عرفت هذه النظرية مرحلتين حيث تم أخذ في المرحلة الأولى محصلة التوازن بين الوافرات الضريبية وتكلفة الإفلاس أما المرحلة الثانية قد تم إدخال تكلفة الوكالة.

### 1.1 تكلفة الإفلاس

لقد استبعد Miller و Modigliani من تحليلهما مخاطر الإفلاس المترتبة عن الاستدانة والتي تتعرض لها مؤسسة مماثلة إلا إن هيكل رأس مالها يتكون من أموال خاصة فقط، فمن الصعب تجاهل تكلفة الإفلاس كونها تتضمن مجموعتين هامتين:

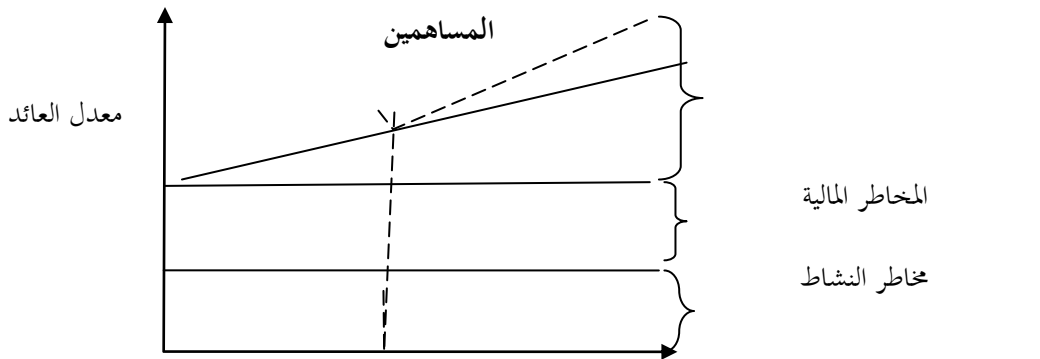
المجموعة الأولى: تتضمن تكاليف مباشر (تكاليف إدارية تكاليف إعادة التنظيم، تكاليف مالية)

أما المجموعة الثانية تتضمن تكاليف غير مباشرة (تكاليف الصورة أي مصداقية المالية و التجارية وتكاليف ضياع الفرصة)

#### ✓ تأثير تكلفة الإفلاس:

يدرك المقرضون جيداً أنهم عرضة لتحمل جزء من تكلفة الإفلاس في حالة حدوثه برغم من عدم كفاية أموال التصفية لسداد مستحقاتهم بالكامل ولكي يتجنب المقرضون مثل هذا الخطر فإنهم يقومون من البداية بنقل هذه التكاليف إلى المساهمين تحسباً لوقوع الإفلاس، و هذا يعني أن هناك علاقة غير مباشرة بين نسبة الاستدانة في الهيكل المالي ومعدل المر دودية المطلوب من طرف المساهمين<sup>2</sup>.

الشكل (1-9): منحني يبين العلاقة بين نسبة الاستدانة إلى الأموال الخاصة ومعدل المر دودية المطلوب من قبل



<sup>1</sup> - حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص: 573-574.

<sup>2</sup> - اليلس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس وتطبيقات، الجزء الأول، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، 2011، ص: 414.

عنصر الزمن

A

D/CP

المصدر : تبر زغود، مرجع سبق ذكره، ص : 84.

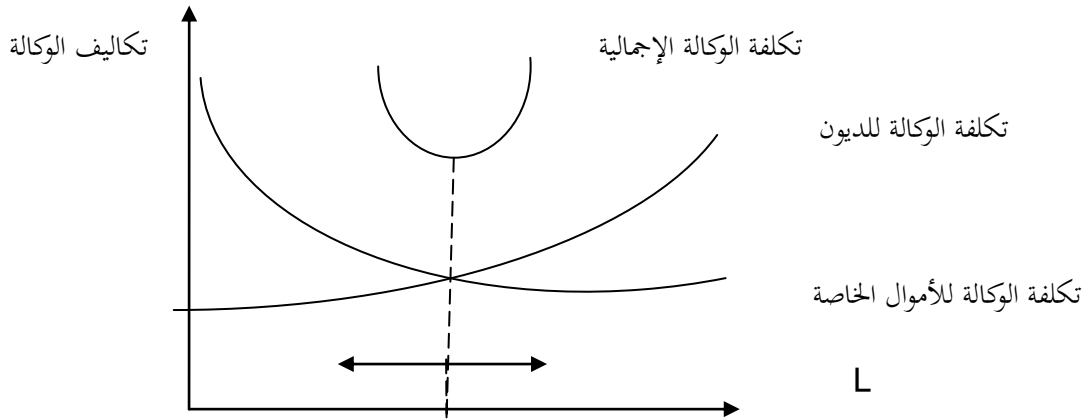
## 2.1 نظرية الوكالة

أول الأبحاث في هذا المجال قام بها Fama و Miller سنة 1972 و Meckling Jensen سنة 1976 وتهدف هذه النظرية إلى تقديم خصائص العقود المثلى والتي يمكن أن تعقد بين الموكل والوكيل<sup>1</sup>، وقد أشار الباحث Meckling Jensen إلى نوعين من التكاليف الوكالة.

- ✓ **تكاليف وكالة الديون** : وتكون ناجمة عن تعارض المصالح بين المساهمين والدائنين، وقد تتمثل في خسائر الناجمة عن تأثير القرارات الاستثمارية للمؤسسة التي يتحملها الدائنون على قرارات الإدارة أو تكاليف الإفلاس وإعادة التنظيم.
- ✓ **تكاليف الوكالة الخاصة** : تنتج من تعارض المصالح بين المساهمين والمسيرين، بحيث يتحملها المساهمون من أجل ردع تصرفات المسيرين والحد من انحرافات التسيير مثلا تحويل الموارد للمنافع الشخصية على حساب مصلحة الملاك<sup>2</sup>.

ويمكن تمثيل الهيكل المالي الأمثل حسب نظرية الوكالة في الشكل الموالي:

الشكل (1-10) : منحني يبين الهيكل المالي الأمثل حسب نظرية الوكالة



Ziane Ydriss, Op. Cit, P.7

ويتضح من خلال الشكل أنه كلما زادت نسبة الاستدانة انخفضت معها تكلفة الوكالة بالنسبة للأموال الخاصة بالمقابل ارتفاع نسبة الوكالة<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> - Ziane Ydriss "La structure d'enlèvement des Petites et moyennes entreprises finnoises : une étude sur données de panel", www.univ-orlens.fr/dog / GDRcofi / Actif/ doclyon /ziane.pdf.cosulté 24/03/2014 à 18 :12 , P.4.

<sup>2</sup> - رقية بوسعيد، "دراسة الهياكل التمويلية للمؤسسات الكبيرة الصغيرة والمتوسطة-دراسة مقارنة بين المؤسسات الكبيرة والصغيرة والمتوسطة في الجزائر خلال فترة

2007-2009"، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماستر في علوم التسيير، غير منشورة، جامعة ورقلة، 2011، ص : 74.

## 2. النظرية المتعددة الأشكال :

### 1.2 نظرية الإشارة :

تستند هذه النظرية من مفهوم انعدام التناظر في المعلومة التي تتميز بها الأسواق المالية ، فتأكد هذه النظرية أن مدراء المؤسسات الأحسن أداء هي التي تستطيع إصدار مؤشرات خاصة وفعالة تميزها عن غيرها من المؤسسات الأقل أداء<sup>2</sup>، حيث تقترح هذه النظرية نموذجاً يحاول التعبير عن جودة مؤسسة ما من خلال هيكلها المالي، فالمستثمرون يصنفون المؤسسات من الصنف الموجودة في السوق إلى فئتين A و B بحيث المؤسسة A أحسن أداء من المؤسسة من الصنف B ، و من أجل تصنيفها إلى مجموعتين A و B يحدد المستثمرين في السوق مستوى من المديونية  $D^*$  يسمى المديونية الحرجة ، بحيث المؤسسات ذات النوعية الرفيعة (A) لها قدرة على الاستدانة أعلى من  $D^*$  والعكس صحيح<sup>3</sup>.

### 2.2 نظرية الالتقاط التدريجي :

#### ✓ مضمون نظرية الالتقاط التدريجي

من بين نظريات الحديثة هناك نظرية أخرى لتحديد الهيكل المالي وتتمثل في نظرية الالتقاط التدريجي للتمويل والتي تحمل خصائص مشتركة وهي القيام بتصنيف التمويل.

➤ نموذج (1988) Williamson: حسب Williamson فإن درجة خصوصية الأصل المراد تمويله يلعب دوراً كبيراً في اختيار نوع مصدر التمويل الذي يتم اللجوء إليه، فعندما يتعلق الأمر بعقد تمويل استثمار في شكل أصل خاص (أي أصل ليس له استعمالات محدودة من قبل المؤسسات قليلة وأسواق ثانوية) ويكون محل العقد غير تام بين المؤسسة وحاملي رؤوس الأموال، فاللجوء إلى الرفع من رأس المال عن طريق إصدار أسهم لا يكون بحجم كبير بل أكثر فعالية من الاستدانة من أجل القيام بتعديلات.

أما إذا تعلق الأمر بتمويل أصل غير خاص تكون الاستدانة المصدر الأكثر ملائمة واحتمال القيام بتعديلات قبلية ضئيلة وأن هذا الاستثمار من المحتمل تحقيق عوائد بشكل منتظم وبالتالي حسب هذا النموذج فإن درجة خصوصية تظل العامل المحوري الذي يفسر نمط التمويل وبالتالي الهيكل المالي.

➤ نموذج Myers(1990) : حسب نموذج Myers فإن الفرضية السلوكية للمدراء هي تعظيم ثروة المؤسسة، وتحسب بالعلاقة التالية<sup>4</sup>:

$$W = E + S$$

وهي مبينة في الميزانية المالية المختصرة التالية :

<sup>1</sup> - سمية لزغم، أثر الهيكل المالي على القرارات المالية في المؤسسات الصغيرة و المتوسطة -دراسة ميدانية لعينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في ولاية ورقلة ، مذكرة مقدمة لاستكمال شهادة ماستر غير منشورة، جامعة ورقلة، 2012. ص: 58-59.

<sup>2</sup> - الياس بن ساسي ويوسف قرشي، مرجع سبق ذكره، 2011، ص: 39

<sup>3</sup> - عبد الوهاب دادن، الجدل القائم حول هيكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد السابع، 2010، ص: 230.

<sup>4</sup> - الياس بن ساسي ويوسف قرشي، مرجع سبق ذكره، 2006، ص: 392-393.

الجدول (1-2) : تمثيل الفائض التنظيمي وثروة المؤسسة

الأصول	الخصوم
Pva : القيمة الحالية للأصول الموجودة مع الأخذ بعين التدفقات - cash flows - المنتظرة لهذه الأصول + PVGO : القيمة الحالية للفرص الاستثمارية PVTAX : القيمة الحالية للضرائب	D : الديون E : الأموال الخاصة S : القيمة الحالية

المصدر : الياس بن ساسي ويوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، 2006، ص : 393.

الفائض التنظيمي يعكس القيمة المخنية للتكاليف الناجمة عن الأجرور العالية جدا والتي تتمتع بالديمومة وأن المقرضين يمكنهم فرض تخفيضها إذا سدد الدين أو دفع الفوائد غير منتظم.

أما **Myers** فينظر إلى مؤسسة على أنها تحالف يبحث عن زيادة حجم الأموال الخاصة والفوائض التنظيمية (أي توزيع العلاوات على المستخدمين) في حالة الرفع في رأس المال بفضل الاستدانة إذا كان من الضروري اللجوء إلى التمويل الخارجي.

✓ **الانسجام بين نظريات الالتقاط التدريجي**: كلا النموذجين المذكورين يقومان على نفس القاعدة وهي الاختبار مع تطبيق خطوات متباينة، كما تدفع هذه الخاصية إلى التساؤل عن المساهمة التفسيرية لكلا النموذجين فيما يتعلق بالسلوك الخاص باختيار طريقة تمويل المؤسسات.

✓ **خصوصية مبدأ التسلسل** : يقوم هذا المبدأ على تطبيق المدراء لقاعدة اتخاذ القرار التسلسلي للتمويل في بعض الظروف المحددة (سيناريوهات والإجراءات تختلف حسب المختصين) بتطبيق إجراء معين بمجرد بروز وضعية خاصة (استثمار محدد، مشكلة، معلومات) .

إذن ضمن نماذج التوافق فإن الإجراء الهامشي يقوم على مبدأ تحليل (تكلفة/فرصة) لموارد التمويل يسمح بتحقيق هدف الهيكل المالي الإجمالي الأمثل بالمقابل نجد أن نظريات التمويل التسلسلي لا ينطبق بشكل صريح لمفهوم الهيكل المالي الأمثل<sup>1</sup>.

### المطلب الثالث : العوامل المؤثرة في تركيبة الهيكل المالي

#### 1. هيكل الأصول (الضمانات) :

نقصد بهيكل الأصول الجانب الأيمن من الميزانية العمومية للمؤسسة والتي تمثل مجموع الأصول المحاسبية الثابتة ذات استثمارات الكبيرة والموجودات الحالية والمستحقات<sup>2</sup>.

يؤدي هيكل أصول الشركة دورا مهما في تحديد الهيكل المالي للمؤسسة، بحيث أن ارتفاع قيمة الأصول الملموسة للمؤسسة تعطي إشارة لارتفاع قيمة أصولها بأسعار التصفية، وأكد الباحثون أن الشركات التي لها استثمارات كبيرة في أصولها الملموسة لها نسبة

<sup>1</sup> - نفس المرجع السابق، ص: 394-395.

<sup>2</sup> - Armand Dayan, **manul de gestion**, 2<sup>e</sup> edition, volume 2, ellipses, France, 2004, p : 66.



دين أعلى من تلك التي لا تستخدم هذه الأصول، كما بإمكانها الاقتراض بمعدلات أقل لأن الأموال المقترضة مضمونة بقيمة تلك الأصول ، ومنه فإن المؤسسة بعدد قليل من الأصول الثابتة تستطيع أن تصدر ملكية<sup>1</sup>.

### 2. حجم المؤسسة :

يعتبر حجم المؤسسة عاملاً مهماً في زيادة قدرتها على التوسع بالاقتراض، فالمؤسسة ذات المصادر المالية كبيرة وذات الحجم الواسع تتمتع بثقة مصادر التمويل أكثر من تلك المؤسسات الصغيرة وأن المؤسسات الصغيرة الحجم تتحمل تكلفة أكبر من المؤسسات الكبيرة في حالة اتجاهها للإقراض طويل الأجل وتزيد هذه التكلفة في حالة اتجاه مؤسسات صغيرة لإصدار أسهم جديدة لتمويل مشاريعها لذلك تلجأ هذه المؤسسات للاقتراض القصير الأجل<sup>2</sup>.

### 3. معدل النمو :

تشير أغلب الدراسات أن هناك علاقة عكسية بين معدل النمو والاستدانة نذكر منها خاصة دراسة Rajan et zingales ، حيث لاحظنا ذلك بالنسبة للمؤسسات التي يمكنها إصدار أسهم جديدة والتي يكون سعر تداول أسهمها أكبر بسبب وجود معدل نمو عالي.

على عكس من ذلك فهناك الكثير من الدراسات الميدانية تثبت وجود علاقة طردية بين معدل النمو ومستوى جوهري في تحديد قدرتها على سداد التزاماتها المستقبلية ومن يحدد نسبة الاقتراض في هيكل المالي .

ويرى walker bauglm أن زيادة نمو المؤسسة سوف يؤثر على حجم التمويل المطلوب وهو ما يؤثر على نسبة الاقتراض فعادتا يتم قياس نمو المؤسسة من خلال النمو في المبيعات، حيث تتيح هذه الأخيرة فرصة أكبر في الحصول المؤسسة على قروض.

### 4. طبيعة القطاع :

تشير العديد من الدراسات إلى احتمال تأثير نوعية القطاع على نسبة الاقتراض بالهيكل المالي حيث كشفت دراسة Shwartz et aronson على عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية للتباين في الهيكل المالي للمؤسسات التي تنتمي لقطاعات مختلفة، في حين أوضحت دراسة Feri ejons أن طبيعة القطاع يعد محددًا جوهريًا لهيكل الأصول وبالتالي للهيكل المالي.

بينما أوضحت دراسة Najet عن وجود علاقة طردية بين متغير نوعية لكل القطاعات المدروسة ومعدل الاستدانة الإجمالية، في حين وجدت علاقة عكسية بين قطاعات الصناعات من جهة ومعدل الاقتراض القصير الأجل من جهة أخرى، وعلاقة طردية بين متغير قطاعات البناء و الأشغال العمومية وقطاعات التجارة وقطاعات الخدمات من جهة ومعدل الاقتراض القصير الأجل، ووجود علاقة عكسية بين متغير جميع القطاعات التي تنتمي إليها مؤسسات العينة ومعدل الاستدانة الطويلة الأجل<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> - غازي فلاح المومي وعلي محمود حسن ، محددات اختيار الهيكل المالي بشركات الأعمال - دراسة تحليلية لشركة قطاع الخدمات المدرجة في بورصة عمان، مجلد 38 لدراسات العلوم الإدارية، جامعة التحدي، ليبيا، العدد الثاني، 2011، ص : 339.

<sup>2</sup> - ابن الشنطي وزهير الحدوب ، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، الطبعة الأولى ، دار البداية ناشرون وموزعون، عمان، الأردن، 2009، ص : 95 .

<sup>3</sup> - الياس بن سامي ويوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، 2006، ص ص : 412-413.

## 5. الربحية للمؤسسة :

إن هدف المؤسسة الرئيسي هو تعظيم قيمتها السوقية وأن تحليل الأرباح وحصص السهم الواحد من الربح تعد من المؤشرات التي يجب أن تؤخذ بعين الاعتبار كأول خطوة في طريق تصميم الهيكل المالي<sup>1</sup>.

وعليه اختلفت النظريات المالية في تفسيرها لتأثير ربحية المؤسسات على الهيكل المالي ، حيث نجد أن نظرية التبادل تؤكد وجود اثر إيجابي بين ربحية و نسبة الدين، فالمؤسسة التي لها نسبة ربحية عالية لها القدرة على زيادة نسبة الدين .  
نجد أن Myer 1989 اقترح أن يتم التمويل بالأرباح المحتجزة أولاً ثم بالدين، ومن ثم التمويل بالملكية، فكشفت النتائج أن هناك اثر سلبي بين الربحية ونسبة الدين ( أي أن الربحية العالية تعتمد على التمويل الذاتي أكثر و استعمالاً أقل للدين)<sup>2</sup>.

## 6. عمر الشركة :

أكدت بعض الدراسات على وجود علاقة عكسية بين عمر المؤسسة ونسبة الديون بالهيكل المالي، فالمؤسسات الحديثة التأسيس يتوقع أن تلجأ للاستدانة أكثر بسبب ضعف مواردها الذاتية وصعوبة لجوئها للأسواق المالية<sup>3</sup>.

## 7. المخاطرة : وينظر للخطر في مجال العوامل المحددة من منظورين هما:

✓ **الخطر التشغيلي** : ويرتبط بطبيعة النشاط الذي تمارسه المؤسسة والظروف الاقتصادية التي تعمل فيها، حيث يجب على المؤسسة الاعتماد على رأس مال كبير في الحالة التي تتعرض فيها لمخاطر تشغيل مرتفعة بدلاً من القروض.  
✓ **الخطر التمويلي** : وينتج عن زيادة الاعتماد على الاقتراض في تمويل عمليات المؤسسة، مما يؤدي إلى زيادة أعباء خدمة الدين ويتالي عجز المؤسسة على سد ديونه<sup>1</sup>.

إن الهيكل المالي للمؤسسة يؤثر بشكل مباشر في المخاطر المالية (التمويلية) والمتمثلة في عدم قدرة المؤسسة على سد التزاماتها المالية ، وكلما كانت التكاليف التمويلية الثابتة عالية في الهيكل المالي للمؤسسة كلما كانت الرافعة المالية والمخاطرة عالية.

أشارت بعض الدراسات أن هناك علاقة طردية بين نسبة الديون بالهيكل المالي والمخاطر التشغيلية.

بحيث ترى العديد من الدراسات الميدانية الأخرى أن هناك علاقة عكسية بين المخاطر التشغيلية ومستوى الاستدانة فكلما زادت نسبة المخاطرة تنخفض ديون المؤسسة وبالتالي تتعرض المؤسسة للإفلاس<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> - سمية دربال، سلوك المؤسسات الاقتصادية في تمويل نموها الداخلي -دراسة مقارنة بين المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والمؤسسات الكبيرة الجزائرية ، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية ، جامعة ورقلة، 2012، ص : 19.

<sup>2</sup> - غازي فلاح المومني وعلي محمود حسن، مرجع سبق ذكره، ص : 369.

<sup>3</sup> - تبر زغود، مرجع سبق ذكره، ص : 124.

<sup>4</sup> - Salah eddine kartobi , **Déterminas de la structure financière et rections du marche aux ducisions de financent :cas des sociétés marocaines cotées a la bourse valeurs de Casablanc** thèse pour l'obtention du titre Doctorat université Nice sophla Antipolis Economique et de Gestion a , 2013 , p : 205-206.

## 8. تكلفة الاقتراض :

تعتبر تكلفة الاقتراض أهم المحددات المعتمدة في اختيار وسيلة التمويل وترتبط بعدة عوامل تتمثل في (طبيعة التمويل، حالة السوق ومدة الإقراض)<sup>1</sup>، حيث أكدت العديد من الدراسات على وجود علاقة عكسية بين تكلفة الاستدانة ونسبة الديون بالهيكل المالي، حيث يتوقع أن يقل اللجوء إلى الاقتراض عند ارتفاع تكلفة الاستدانة مقارنة بمعدل المرودية (أثر الرافعة المالية يكون سالب)<sup>2</sup>.

## المبحث الثاني: الأدبيات التطبيقية - الدراسات السابقة-

اهتم البحث العلمي بهذا الموضوع نظرا لأهميته البالغة ودوره الأساسي في تحقيق أهداف المؤسسات، وعلية سنحاول عرض أهم الدراسات التي لها صلة بالموضوع في شكل نقاط من المبحث الثاني للدراسات السابقة، ومن خلال اطلاع القارئ على دراستنا وعلى الدراسات الأخرى السابقة يمكن له معرفة أهم أوجه التشابه والاختلاف.

### 1. دراسة يوسف قريشي (2005)، بعنوان "سياسة التمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر للفترة (2001-2003)"<sup>3</sup>.

تمثل هدف هذه الدراسة في دراسة المتغيرات المفسرة لهيكل التمويل بالاعتماد على طبيعة سياسة التمويل التي تميز المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر حيث قام الباحث بدراسة ميدانية لعينة تتكون من 128 مؤسسة صغيرة ومتوسطة خلال الفترة 2001-2003 مع اعتماده على أسلوب الاستمارات المعدة ومألها بناء على الحسابات الختامية والميزانية للمؤسسة، وتم الاعتماد فيها على تحديد اختبار نموذج الدراسة من خلال اختبار خطية المتغيرات واختبار استقلالية الأخطاء واختبار اعتدالية توزيع الأخطاء وثبات تباينها من اجل اختبار قدرة النموذج التنبؤية والقيام بتحليل الانحدار التدريجي، ومن خلال ذلك استخلاص الباحث العوامل المحددة لسياسة التمويل للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة ومن أهمها (معدل المرودية، الحجم، مستوى الضمانات، معدل النمو وطبيعة القطاع ) و باعتماده على المساهمات النظرية والمتمثلة في نظرية الوكالة ونظرية الالتقاط التدريجي للتمويل توصل الباحث إلى أنها احتلت أهمية بالغة في تفسير اختبارات التمويل للمؤسسات صغيرة والمتوسطة في الجزائر .

### 2. دراسة سليمان شلاش وعلي البقوم وسالم العون (2008)، بعنوان "العوامل المحددة للهيكل المالي للشركات

الأعمال حالة تطبيقية في شركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي للفترة (1997-

2001)"<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> - هاجر عدوي، محددات الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية -دراسة حالة الشركة الجزائرية للكهرباء، مذكرة مقدمة ليل شهادة الماجستير (غير منشورة)، جامعة منتوري، قسنطينة، 2011، ص : 114.

<sup>2</sup> - تبر زغود، مرجع سبق ذكره، ص : 124.

<sup>3</sup> - يوسف قريشي، "سياسة التمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر"، أطروحة دكتوراه، (غير منشورة)، جامعة الجزائر، الجزائر، 2005.

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على أهم محددات الهيكل المالي للمؤسسات الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي والذي بلغ عددها 58 مؤسسة خلال فترة 1997-2001، حيث شمل نموذج الدراسة أربعة متغيرات مستقلة، وهي نسبة المديونية والسيولة والربحية ومعدل النمو بينما يمثل نسبة الرفع المالي المتغير التابع للهيكل المالي للمؤسسة ولمعالجة هذا الموضوع استخدم الباحثون أسلوب التحليل الانحدار المتعدد، فتوصلت نتائج الدراسة في إلى أن نسبة الرفع المالي في المؤسسات الصناعية الأردنية كانت بمتوسط 36% وهي نسبة منخفضة مقارنة مع مثيلاتها في الدول الأخرى والمتمثلة في الوم أ وألمانيا ودول شرق آسيا، حيث تجاوزت نسبة 80% وتوصلت أيضا إلى أن هناك علاقة ذات معنوية إحصائية موجبة بين الهيكل المالي ونسبة المديونية عند مستوى معنوية 1% وأن هناك علاقة ذات معنوية إحصائية سالبة بين الهيكل المالي والربحية والسيولة ومعدل النمو عند مستوى معنوية 1%.

### 3. دراسة تبر زغود(2009)، بعنوان " محددات سياسة التمويل للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية دراسة ميدانية لعينة من المؤسسات الاقتصادية بالقطاعات العام والخاص في الجزائر للفترة (2003-2007)"<sup>2</sup>.

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة العوامل المحددة لسياسة التمويل للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية وذلك من خلال الاعتماد على النموذج التجريبي لتفسير السلوك التمويلي للمؤسسة الاقتصادية، حيث قامت الباحثة بدراسة ميدانية بالقطاعات العام والخاص بلغ حجمها 51 مؤسسة عمومية و 91 مؤسسة خاصة خلال فترة 2003-2007 من خلال اعتمادها على أسلوب الاستمارة التي تم تصميمها وفقا لما يحتاج إليه من بيانات و ميزانيات محاسبية ، وذلك من أجل معرفة تلك المحددات تمهيدا لاختيار ما قد يتلاءم منها مع خصائص البيئة الجزائرية وذلك من خلال تأثير تلك العوامل على نسبة الاستدانة بالهيكل المالي للمؤسسات العينة، وقد توصلت الدراسة إلى أن كل من المتغيرات التالية: المر دودية الاقتصادية ،معدل النمو، حجم المؤسسة ،مستوى الضمانات، تكلفة الاستدانة، مستوى المخاطرة وطبيعة القطاع تلعب دورا هاما في تفسير سياسة تمويل المؤسسة الاقتصادية، كما توصلت الدراسة إلى أن نظرية التمويل التدريجي لمصادر التمويل لها قدرة كبيرة في تفسير السلوك التمويلي للمؤسسة .

### 4. دراسة هاجر عدوي، (2011)، بعنوان " محددات الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة الشركة الجزائرية الأم للكهرباء والغاز بالجزائر للفترة (2002-2007)"<sup>3</sup>.

هدف هذه الدراسة لإبراز وتحليل العوامل المؤثرة في تحديد الهيكل المالي الأمثل في المؤسسة الاقتصادية، دراسة حالة للمؤسسات العمومية في ميدان الإمداد بالطاقة الكهربائية والغاز للمؤسسة الأم الجزائرية "سونلغاز" خلال فترة من 2002 إلى 2007، حيث قامت الباحثة بتحديد متغيرات الدراسة والمتمثلة في المتغير التابع (الهيكل المالي) والمتغيرات المستقلة

<sup>1</sup> سليمان شلاش وعلي البقوم وسالم العون، "العوامل المحددة للهيكل المالي للشركات الأعمال حالة تطبيقية في شركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي للفترة (1997-2001)"، مجلة جامعة آل البيت للعلوم الإدارية و الأعمال، المارة، العدد 1، المجلد 14، 2008.

<sup>2</sup> تبر زغود، محددات سياسة التمويل للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية دراسة ميدانية لعينة من المؤسسات الاقتصادية بالقطاعات العام والخاص في الجزائر، مذكرة ماجستير (غير منشورة)، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2009.

<sup>3</sup> هاجر عدوي، "محددات الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة الشركة الجزائرية للكهرباء"، مذكرة ماجستير (غير منشورة)، جامعة متوري، قسنطينة، 2011.

(حجم المؤسسة، المردودية، هيكل الأصول، نمو المؤسسة) ، ومن أجل اختبار العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة تم الاعتماد على الوثائق المحاسبية، كما اعتمدت أيضا على أساليب إحصائية مثل : الانحدار المتعدد والانحدار التدرجي .  
وعليه توصلت نتائج هذه الدراسة إلى وجود علاقة طردية معنوية مع متغير حجم المؤسسة وعلاقة عكسية مع متغير مردودية المؤسسة، وهذا يعني أن كلا المتغيرين يعتبران محددان رئيسيان للهيكل المالي للمؤسسة، وقد أسفر تحليل الانحدار التدرجي إلى استبعاد ثلاث متغيرات مستقلة والمتمثلة في هيكل الأصول ، معدل النمو، وتكلفة الاقتراض بسبب انعدام وجود دلالة إحصائية لهذه المتغيرات وهو ما يشير إلى أن هذه المتغيرات لا تلعب دورا ملموسا في تفسير المتغير التابع.

#### 5. دراسة غازي فلاح المومني وعلي محمود حسن (2011)، بعنوان "محددات اختيار الهيكل المالي لشركات الأعمال دراسة تحليلية لشركات قطاع الخدمات المدرجة في بورصة عمان-"<sup>1</sup>

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة مدى اعتماد قرارات المديرين الماليين بالمؤسسة على العوامل الخاصة بها والمتمثلة في (الحجم، هيكل الأصول، العائد على الأصول، معدل النمو) والعوامل الخاصة بالسوق والمتمثلة في (معدل الضريبة، معدل الفائدة، القيمة السوقية للأسهم بسوق رأس المال) في اختيار وتحديد نسبة الدين في المؤسسة، حيث طبقت هذه الدراسة على قطاع الخدمات المدرجة في سوق عمان المالي والذي بلغ عدده 54 شركة خلال فترة 1996-2007 حيث تم استخدام الأسلوب الإحصائي و المتمثل في معالجة الانحدار المتعدد وذلك باستخدام مقياس الهيكل المالي والمتمثل في نسبة (إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول)، حيث توصلت الدراسة إلى أن هناك أثر ذو دلالة إحصائية بين العوامل الخاصة بالمؤسسة والمتمثل في (الحجم، هيكل الأصول، العائد على الأصول، معدل النمو) وأن حجم المؤسسة وهيكل الأصول لهما أثر إيجابي في مقياس الهيكل المالي في حين كان لمعدل العائد على الأصول أثر سلبي في مقياس الهيكل المالي، أما معدل النمو فكان له أثر إيجابي في الهيكل المالي، وعدم وجود أثر للعوامل الخاصة بسوق رأس المال والمتمثل في (معدل الضريبة، ومعدل الفائدة، القيمة السوقية للأسهم بسوق رأس المال) في قرارات المديرين الماليين للمؤسسة والتي لا تفسر التغيرات التي تحدث في الهيكل المالي.

#### 6. دراسة قيس أديبي الكيلاني و نائر عدنان قدومي و أسماء إبراهيم العمارنة (2011)، بعنوان "العوامل المؤثرة على استخدام الدين في شركات الصناعية المساهمة العامة في الأردن للفترة (2000-2009)"<sup>2</sup>.

هدفت هذه الدراسة لاختبار الأثر المحتمل لمحددات الهيكل المالي على نسبة استخدام الدين في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية خلال فترة 2000-2009 والتي بلغ عددها 27 مؤسسة، حيث تضمنت هذه الدراسة أربعة متغيرات مستقلة وتمثل في الحجم والربحية وعمر المؤسسة وهيكل أسعار الفائدة ومتغير تابع هو مستوى استخدام الدين في الهيكل المالي، وإثبات صحة فرضيات الدراسة اعتمد الباحثون على أسلوب تحليل الانحدار البسيط لمجموعة البيانات المالية الخاصة بالعوامل التي يكون لها أثر على نسبة استخدام الدين في المؤسسات الصناعية (محل الدراسة) وعليه أشارت النتائج إلى أن هناك تأثير سلبي وبدلالة إحصائية هامش الربح التشغيلي عند مستوى دلالة 0.003 وأن نسبة الدين أيضا تتأثر طرديا وبدلالة إحصائية بنسبة الأصول

<sup>1</sup> - غازي فلاح المومني وعلي محمود حسن، محددات اختيار الهيكل المالي بشركات الأعمال - دراسة تحليلية لشركة قطاع الخدمات المدرجة في بورصة عمان، مجلد 38 لدراسات العلوم الإدارية، جامعة التحدي، ليبيا، العدد الثاني، 2011.

<sup>2</sup> - قيس أديبي الكيلاني و نائر عدنان قدومي وأسماء إبراهيم العمارنة، "العوامل المؤثرة على استخدام الدين في شركات الصناعة العامة للفترة (2000-2009)" (مقبولة للنشر)، مجلة جامعة العلوم التطبيقية الخاصة، الأردن، 2011.

عند مستوى دلالة 0.002، وأنه لا يوجد أي تأثير ذو دلالة إحصائية بنسبة تركيز الملكية والحجم وعمر الشركة ومعدل أسعار الفائدة، ومن خلال النتائج المتوصل إليها خلصت الدراسة إلى أن كافة العوامل التي تؤثر على نسبة استخدام الدين والمشار إليها سابقا لها أهمية بالغة، كما يجب على الشركات أخذها بعين الاعتبار وذلك من اجل تحقيق الرفع المالي المناسب للشركات.

7. دراسة غنية بوربيعة (2012)، بعنوان "محددات الهيكل المالي المناسب للمؤسسة دراسة حالة- مؤسسة الأشغال والتركيب الكهربائي (كهركيب) فرع من فروع سونلغاز بالجزائر- للفترة (2006-2009)"<sup>1</sup>.

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أهم المحددات التي يتم على أساسها اختيار المزيج التمويلي للمؤسسة (أي الهيكل المالي أمثل للمؤسسة ) ، ومن أجل معالجة الموضوع قامت الباحثة بدراسة العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتمثلة في ملاءة المؤسسة ، نمو المؤسسة ، الحجم ، المردودية، الرفع المالي والمتغير التابع وهو هيكل المالي ، وذلك من خلال الاستعانة بالقوائم المحاسبية للمؤسسة، والقيام بعملية تشخيص هيكلها المالي عن طريق مؤشرات التوازن ونسبة الهيكلية .

خلصت هذه الدراسة إلى أن تكلفة الأموال و الرفع المالي يعتبران من العوامل الأساسية المحددة لتركيب أموال المؤسسة الاقتصادية وكلاهما يبرزان خصوصية التمويل باستدانة عن باقي مصادر التمويل الأخرى كونه يرفع من مردودية المؤسسة نظرا لانخفاض تكلفته والذي يؤدي إلى زيادة المخاطر المالية ومن النتائج المتوصل إليها : أن اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة لا يكون بطريقة عشوائية وإنما وفق محددات والمتمثلة في سيولة المؤسسة و المردودية المحققة من عملية مزج موارد التمويل المتاحة ونمو المؤسسة والحجم، كما أن هناك علاقة طردية بين السيولة والحجم ونمو المؤسسة ونسبة الديون المشككة للهيكل المالي.

8. دراسة علاء عبد الحسين صالح الساعدي (2012)، بعنوان " هيكل رأس المال والعوامل المؤثرة عليه-دراسة حالة لعينة من المؤسسات المدرجة في سوق أبوظبي ودبي للأوراق المالية للفترة (2005-2010)"<sup>2</sup>.

يهدف هذا البحث لدراسة و تحديد وقياس أثر العوامل التي تؤثر على قرارات المؤسسة فيما يتعلق بهيكل رأس مالها على مستوى الرفع المالي في المؤسسة لعينة مؤلفة من 30 مؤسسة مدرجة في سوق دبي و أبوظبي للأوراق المالية للفترة (2005-2010 )، حيث اعتبر الباحث نسبة الدين إلى حقوق الملكية (لهيكل رأس المال) كمتغير تابع وهيكل الأصول، حجم المؤسسة، نمو المؤسسة، ربحية المؤسسة وتدبدب الأرباح متغيرات مستقلة ، واستخدم عدة أساليب إحصائية تمثلت في أسلوب panel data (التحليل المقطعي للسلاسل الزمنية ) وأسلوب الانحدار المتعدد، كما اعتمد على تحليل ANOVA وتحليل المتوسطات الحسابية ، فتوصلت نتائج الدراسة إلى أن هناك أثر لطبيعة نشاط المؤسسة مع مستوى الرفع المالي كما توصلت إلى أن هناك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين هيكل الأصول وحجم المؤسسة مع الرفع المالي، وعلاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين ربحية المؤسسة والرفع المالي .

<sup>1</sup> - غنية بوربيعة، "محددات الهيكل المالي المناسب للمؤسسة دراسة حالة مؤسسة - الأشغال والتركيب الكهربائي- فرع سونلغاز بالجزائر "مذكرة ماجستير، غير منشورة، جامعة الجزائر، 2012.

<sup>2</sup> - علاء عبد الحسين صالح الساعدي ، هيكل رأس المال والعوامل المؤثرة عليه دراسة حالة لعينة من المؤسسات المدرجة في سوق أبوظبي ودبي للأوراق المالية للفترة (2005-2010)، مجلة الاقتصاد الخليجي، جامعة البصرة ، العدد23، البصرة، 2012.

9. دراسة عبد المجيد قدي وعبد الوهاب دادن (2013)، بعنوان "دراسة وتحليل خصوصيات الهيكل المالي والمردودية في مقاولات البناء والأشغال العمومية بالجزائر -تحليل متعدد الأبعاد لعينة من المؤسسات للفترة (2010-2003)"<sup>1</sup>.

هدفت هذه الدراسة إلى الكشف عن خصوصيات العوامل المحددة للهيكل المالي والمفسرة للمردودية في مقاولات البناء والأشغال العمومية الجزائرية والتي بلغ عددها 46 مؤسسة خلال الفترة 2010-2003 وذلك من خلال إعداد الباحثان لقاعدة معطيات بناء على الميزانية وجدول حسابات النتائج تم الحصول عليها من خلال مكاتب محافضي الحسابات والمحاسبين المعتمدين واستخراج عدة مؤشرات مالية تكشف عن مدى وجود تماثل بين المؤسسات المشكلة لعينة الدراسة من حيث السلوك التمويلي ومردوديتها، ولهذا الغرض تم استخدام الأسلوب التحليلي وهما التحليل إلى مركبات أساسية (ACP) والتحليل التمييزي (AFD) فتوصلت النتائج إلى أن هذه المؤسسات تتشابه إلى حد كبير من حيث هيكلها المالي ، وتم استخراج ثلاثة عوامل أساسية متحكممة في هذا التمييز وتمثل في موارد الاستغلال ، نمط التمويل والمردودية المالية ، كما تم استخراج العوامل المحددة للهيكل المالي و المردودية في مقاولات البناء و أشغال محل الدراسة وذلك بواسطة التحليل إلى مركبات أساسية بواسطة SPSS، وقد توصل الباحثان إلى مجموعة من النتائج والتي أشارت إلى وجود 10 عوامل أساسية مفسرة للهيكل المالي و المردودية في المؤسسات والمتمثلة في (الأموال الخاصة، ديون الاستغلال، أثر الرافعة، المردودية الاقتصادية، عمليات التسيير، ثروة الملاك ، المردودية التجارية، هيكل أصول ، المردودية التجارية، هيكل أصول المؤسسة، تمويل الأصول الثابتة ، سيولة المؤسسة ) وتفسر هذه العوامل في مجملها 88.2% من الظاهرة موضوع الدراسة.

#### 10. Salah Eddine Kartobi (2013) : " Déterminas de la structure financière et rections du marche aux décisions de financent :cas des sociétés marocaines cotées a la bourse valeurs de Casablanca" attiédir (2003-2010)".<sup>2</sup>

تهدف هذه الدراسة لاختبار وتحليل محددات الهيكل المالي أي العوامل المؤثرة في تركيبة الهيكل المالي لعينة من المؤسسات المغربية المدرجة في البورصة والتي يبلغ عددها 50 مؤسسة خلال الفترة من 2003 إلى 2010 ، حيث اعتمد الباحث في هذه الدراسة على متغير تابع وهو نسبة الدين إلى الهيكل المالي و 8 متغيرات مستقلة وتمثلت في هيكل الأصول، الضريبة، نمو المؤسسة، الربحية، المخاطرة، الأصول المعنوية ، الفوائد الغير مرتبطة بالديون وظروف السوق، ومن أجل دراسة العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة استخدم الباحث أسلوب التحليل إلى مركبات أساسية (ACP) وأسلوب تصنيف الارتفاع التدريجي (CHT) ومنه توصلت الدراسة إلى نتائج أهمها :أن كل المتغيرات المستقلة لها قدرة تفسيرية للمتغير التابع (الهيكل المالي) وأن هناك دلالة إحصائية معنوية سالبة بين نسبة الدين للهيكل المالي مع مقدار الضريبة وهيكل الأصول ودلالة إحصائية معنوية موجبة بين نسبة الدين للهيكل المالي مع نمو المؤسسة والأصول المعنوية والمخاطرة والفوائد الغير المرتبطة بالديون وظروف السوق.

<sup>1</sup> - عبد المجيد قدي وعبد الوهاب دادن، "دراسة وتحليل خصوصيات الهيكل المالي والمردودية في مقاولات البناء والأشغال العمومية بالجزائر - تحليل متعدد الأبعاد لعينة من المؤسسات للفترة (2010-2003)"، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3 وجامعة ورقلة، العدد 13، 2013.

<sup>2</sup> - Salah Eddine KARTOBI, " Déterminas de la structure financière et rections du marche aux décisions de financent :cas des sociétés marocaines cotées a la bourse valeurs de Casablanca" attiédir (2003-2010)"

## خلاصة الفصل

تطرقنا في هذا الفصل إلى معرفة مفهوم الهيكل المالي والذي ينطوي على كافة أشكال وأنواع التمويل فهو يتكون من جميع العناصر المكونة لجانب الخصوم وحقوق الملكية من الميزانية العمومية، بإضافة إلى معرفة مصادر التمويل الأساسية التي يحتاجها نشاط المؤسسة، مع ذكر كافة الأسس النظرية والعوامل التي تؤثر في تركيبته ويمكن تلخيص أهم النتائج المتحصل عليها من هذا الفصل في نقاط التالية :

✚ أن المؤسسة تعتمد على تشكيلة من المصادر التمويل بهدف استثمارها وتتضمن كافة العناصر التمويلية سواء كانت قصيرة أو طويلة الأجل وهي ما تعرف بالهيكل المالي .

✚ أن هناك نظريات مؤيدة لوجود هيكل مالي أمثل مثل نظرية صافي الربح والمدخل التقليدي وأخرى معارضة مثل نظرية ميلر و مديقلياني ونظرية صافي ربح الاستغلال كما يوجد أيضا نظريات حديثة لتفسر الهيكل المالي مثل نظرية التوازن ونظرية متعددة الأشكال .

✚ أن العوامل المؤثرة في تركيبة الهيكل المالي والمتمثلة في (هيكل الأصول، حجم المؤسسة، معدل النمو، طبيعة القطاع، ربحية المؤسسة، تكلفة الاقتراض والمخاطرة ) لها أهمية بالغة في تفسير اختيارات تمويل المؤسسة .

وفي المبحث الثاني قمنا بعرض الدراسات السابقة والتي لها علاقة بموضوع دراستنا، حيث تم استعراض أهداف هذه الدراسات وطريقة المعالجة وذكر أهم النتائج المتوصل إليها.



الفصل الثاني :

دراسة ميدانية لمجموعة من  
المؤسسات الاقتصادية الصناعية  
بولاية ورقلة

## تمهيد

بعد أن تطرقنا في الجانب النظري لدراسة والمتمثل في الفصل السابق والذي تناولنا فيه مفهوم الهيكل المالي ومكوناته ونظرياته والتطرق أيضا إلى العوامل المؤثرة في تركيبته والدراسات السابقة التي تناولت نفس الموضوع، ومن أجل تغطية الجوانب المتعلقة بموضوع دراستنا و محاولة الإجابة على التساؤل المطروح و كذا الأسئلة الفرعية، سوف نقوم بإجراء دراسة ميدانية تتعلق بشكل أساسي بدراسة وتحليل محددات (عوامل) المؤثرة في تركيبية الهيكل المالي للمؤسسات الاقتصادية الصناعية بولاية ورقلة ، وذلك عن طريق جمع القوائم المالية وقياس النسب المالية اللازمة لموضوع الدراسة .

كما تم استخدام برامج إحصائية مثل Excel و spss20 للحصول على نتائج دقيقة تثبت صحة الفرضيات .

ولالإلمام بجانب الميداني للدراسة ارتأينا أن نتناول من خلال هذا الفصل كلا من مجتمع وعينة الدراسة، طريقة جمع المعطيات وتلخيصها والتعريف بالمتغيرات الدراسية وكيفية قياسها والأدوات القياسية والإحصائية و البرامج المستخدمة لمعالجة المعطيات وفي الأخير سوف نقوم بتحليل ومناقشة نتائج الدراسة التطبيقية.

وعليه تم تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين التاليين :

المبحث الأول : الطريقة والأدوات

المبحث الثاني : تحليل وتفسير ومناقشة نتائج الدراسة التطبيقية

**المبحث الأول : الطريقة والأدوات**

قبل الشروع في دراسة العوامل المؤثرة في تركيبة الهيكل المالي في المؤسسات الصناعية، سنوضح في هذا المبحث بعض الجوانب والمتمثلة في اختبار مجتمع الدراسة والعينة وذلك من خلال جمع المتغيرات وقياسها وطريقة جمعها وكذا الأدوات الإحصائية المستعملة من خلال المطلبين التاليين :

**المطلب الأول : الحدود الزمنية والمكانية لإعداد دراسة حول العوامل المؤثرة في تركيبة الهيكل المالي**

يحتوي هذا المطلب على ثلاث فروع، الفرع الأول تناولنا فيه اختيار مجتمع وعينة الدراسة أما الفرع الثاني والثالث تطرقنا فيه إلى طريقة جمع وتلخيص المعطيات، تحديد المتغيرات وقياسها.

**الفرع الأول : اختيار مجتمع وعينة الدراسة**

يتكون مجتمع دراستنا الحالية من 30 مؤسسة اقتصادية صناعية تابعة لولاية ورقلة، حيث تم جمع البيانات والمعطيات والمتمثلة في الجداول حسابات النتائج والميزانية العمومية خلال السنوات 2010-2011-2012 من مختلف المؤسسات ومكاتب محافضي الحسابات والمحاسبين المعتمدين مع التعهد لمسيرى المؤسسات وللمحاسبين أن استعمال هذه البيانات يكون على مبدأ السرية و عدم أخذ اسم المؤسسة .

**الفرع الثاني : تحديد المتغيرات وقياسها**

تطرقنا في المطلب الثالث من الفصل الأول لمعرفة العوامل المؤثرة في تركيبة الهيكل المالي بصفة عامة والتي تضمنت نتائج عدة دراسات سابقة ، ومنه سنحاول في هذا الفرع تحديد المتغير التابع والمتغيرات المستقلة التي تؤثر على السلوك التمويلي للمؤسسة ( أي تؤثر على الهيكل المالي للمؤسسة )

**1. المتغير التابع :**

يمثل **الهيكل المالي المتغير التابع** للدراسة الحالية ولقد قدم **tilman** ثلاثة مؤشرات لقياس الهيكل المالي و هي :<sup>1</sup>

- **المؤشر الأول** : القروض الطويلة والمتوسطة / الأموال الخاصة ؛

<sup>1</sup>- تير زغود، مرجع سبق ذكره، ص : 130.

- المؤشر الثاني : القروض القصيرة الأجل / الأموال الخاصة ؛
- المؤشر الثالث : القروض القابلة للتحويل / الأموال الخاصة .

وقدم kester ثلاثة مؤشرات لقياس الهيكل المالي وهي :

- المؤشر الأول : نسبة إجمالي الديون / القيمة المحاسبية للأموال الخاصة ؛
- المؤشر الثاني : نسبة الاستدانة الصافية / القيمة المحاسبية للأموال الخاصة ؛
- المؤشر الثالث : نسبة إجمالي الديون / القيمة السوقية للأموال الخاصة .

أما دراسة Chung فقد استخدمت ثلاثة مقاييس للهيكل المالي وهي كالآتي :

- المؤشر الأول : نسبة الديون الطويلة الأجل / إجمالي الأصول ؛
- المؤشر الأول : نسبة الديون قصيرة الأجل / إجمالي الأصول ؛
- المؤشر الثالث : نسبة إجمالي الديون / إجمالي الأصول .

وبناء على نموذج Chung سوف يتم قياس المتغير التابع للدراسة الحالية والذي يتمثل في نسبة الهيكل المالي

للمؤسسات موضوع الدراسة بالمؤشرات الافتراض (الاستدانة) الطويل الأجل على الافتراض القصير الأجل وهي كآتي :

- المؤشر الأول : معدل الافتراض (الاستدانة) الإجمالية = الديون الطويلة والمتوسطة و القصيرة الأجل / إجمالي الأصول؛
- تتميز هذه النسبة بالبساطة مقارنة مع المقاييس الأخرى للهيكل المالي، كما أنها تعكس وبصورة كلية مدى اعتماد المؤسسات على مجموع الديون.<sup>1</sup>

$$TDT = \frac{DT}{AT}$$

TDT : معدل الاستدانة الإجمالية

DT : الديون الطويلة والمتوسطة وطويلة الأجل

AT : إجمالي الأصول

- المؤشر الثاني : معدل الافتراض (الاستدانة) طويلة ومتوسطة الأجل = الديون الطويلة والمتوسطة الأجل / إجمالي

الأصول ؛

$$TDLMT = \frac{DLMT}{AT}$$

<sup>1</sup>- نفس المرجع السابق ، ص : 131.

TDLMT : معدل الاستدانة طويل ومتوسط الأجل

DLMT : الديون الطويلة والمتوسطة الأجل

وتتمثل الأموال الخاصة في جميع الحسابات المجموعة الأولى في نظام المحاسبي المالي وتسمح هذه النسبة بتقدير وزن الدائنين مقارنة بالمساهمين.

- المؤشر الثالث : معدل الاقتراض (الاستدانة) قصيرة الأجل = الديون قصيرة الأجل / إجمالي الأصول.

## 2. المتغيرات المستقلة :

### 1.2 الضمانات ( هيكل الأصول) :

كشفت العديد من الدراسات أن هيكل الأصول أحد العوامل المحددة لنسبة الاقتراض بالهيكل المالي حيث أشارت إلى وجود علاقة طردية بين هيكل الأصول ونسبة الاقتراض، وقد استخدمت معظم الدراسات نسبة الأصول إلى إجمالي الأصول.

غير أن النظام المصرفي في الجزائر عادة ما يشترط كضمان للأصول الثابتة في شكل عقارات (قيم غير منقولة) والتي تقيّم حجم الضمانات بقيم الأصول الثابتة المنقولة أو المخزونات وعلية نستخدم في دراستنا الحالية مقياس حجم الضمانات وتحسب بالعلاقة التالية : هيكل الأصول = الاستثمارات غير المنقولة (أراضي + مباني) / إجمالي الأصول<sup>1</sup>

$$car = \frac{Ii}{AT}$$

Car : مستوى حجم الضمانات

Ii : الاستثمارات الغير المنقولة ( العقارات) أراضي + مباني

### 2.2 الحجم :

أشارت معظم الدراسات السابقة إلى وجود علاقة طردية بين الحجم و المؤسسة ونسبة الاستدانة و الهيكل المالي، حيث كشفت بعض النتائج عن انخفاض نسبة الاقتراض في المؤسسات الصغيرة الحجم، وترتفع تلك النسبة في المؤسسات الكبيرة الحجم ، وقد استخدمت عدة مؤشرات منها : متوسط إجمالي الأصول أو متوسط المبيعات، وهناك من استخدم اللوغاريتم الطبيعي .

<sup>1</sup>- يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص : 217.

بينما في دراستنا سوف نعتمد على اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول وذلك بسبب اتفاق أغلب الدراسات عليه.<sup>1</sup>

$$\text{Taille} = \text{Ln AT}$$

Taille : الحجم

### 3.2 معدل النمو :

أشارت الدراسات السابقة إلى أن هناك علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين معدل نمو المؤسسة ونسبة الديون بالهيكل المالي، فزيادة معدل النمو في المؤسسات يؤثر على حجم التمويل المطلوب وبالتالي يؤثر على نسبة الاقتراض .

على العكس الدراسات الأخرى التي أشارت إلى عدم وجود علاقة بين معدل النمو ونسبة الاقتراض (دراسة tilmanet et wessels سنة 1988 )، حيث استخدمت مؤشر نمو المبيعات (رقم الأعمال ) ومعدل نمو الأصول .

بينما دراستنا الحالية اعتمدت على معدل التغير في رقم الأعمال ( CA ) من سنة لأخرى.<sup>2</sup>

$$\text{TC} = \text{CA2012} - \text{CA2011} / \text{CA2011}$$

### 4.2 المر دودية (الربحية) :

أشارت معظم الدراسات التي تناولت علاقة المر دودية بنسبة الاقتراض بالهيكل المالي إلى وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بينهما، إذن ارتفاع مستوى مرد ودية المؤسسة تعطيها قدر أكثر من المرونة في تغطية التزاماتها المالية وقد استعملت هذه الدراسات ما يعرف بالمر دودية الاقتصادية أو معدل الأموال المستثمرة .

وعليه سوف نعتمد في دراستنا على مرد ودية الأموال المستثمرة والتي تحسب بالعلاقة التالية :

$$\text{RE} = \frac{\text{RN}}{\text{AT}}$$

RE : المر دودية الاقتصادية

RN : النتيجة الصافية

<sup>1</sup>- تير زغود، مرجع سبق ذكره، 134.

<sup>2</sup>- يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص ص : 216، 218 .

## 5.2 المخاطرة :

أكدت العديد من الدراسات السابقة على وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين المخاطرة التشغيلية ومستوى الاستدانة بالهيكل المالي .

على عكس دراسات أخرى، والتي أشارت إلى أن هناك علاقة طردية بين نسبة الهيكل المالي والمخاطرة التشغيلية ، وقد استخدمت هذه الدراسات عدة مؤشرات منها الانحراف المعياري للنتيجة الاقتصادية (النتيجة قبل الفوائد والضرائب ) إلى إجمالي الأصول، كما استخدمت الدراسات الأخرى التغير في المردودية الاقتصادية (النتيجة قبل الفوائد والضرائب ) أو التغير في التدفق النقدي.

بينما في دراستنا الحالية سوف نعتمد في قياس المخاطر التشغيلية : نسبة الانحراف المعياري للنتيجة الاقتصادية (النتيجة قبل الفوائد والضرائب ) إلى إجمالي الأصول<sup>1</sup>.

$$\text{Risque} = \frac{\epsilon \text{RE}}{\text{AT}}$$

RE : النتيجة الاقتصادية

## 6.2 تكلفة الاقتراض ( الاستدانة ) :

سوف يتم الاعتماد في دراستنا على متوسط حجم المصاريف المالية كمقياس لتكلفة الاستدانة وتحسب عن طريق قسمة المصاريف المالية على إجمالي الديون المالية (القروض)<sup>2</sup>

$$\text{CF} = \frac{\text{FF}}{\text{DT}}$$

CF : تكلفة الاستدانة أو الاقتراض ( تكلفة التمويل ) ؛

DT : إجمالي الديون المالية؛

FF : المصاريف المالية؛

<sup>1</sup>- تير زغود، مرجع سبق ذكره، 135، 137.

الفرع الثالث : طريقة جمع المعطيات وتلخيص المعطيات

1. طريقة جمع المعطيات

من أجل اختبار فرضيات الدراسة تم الاعتماد على أسلوب جمع البيانات والمتمثلة في القوائم المالية ( جدول حسابات النتائج والميزانيات) للمؤسسات الاقتصادية الصناعية بولاية ورقلة خلال الفترة(2010-2012) ، كما تم الحصول على بعض القوائم من طرف مكاتب محافضي الحسابات والمحاسبين المعتمدين ، أيضا تحصلنا على القوائم المالية لبعض المؤسسات الصناعية للفترة من 2011 الى 2012، ونظرا لل صعوبات التي وجهتنا في الحصول على العدد المطلوب من المعطيات اللازمة تم إضافتها إلى عينة الدراسة .

ترجمة هذه القوائم من اجل استخدام البيانات اللازمة لحساب المؤشرات الخاصة بمتغير التابع والمتغيرات المستقلة .

2. تلخيص المعطيات المجمعة

من خلال هذه الدراسة وعن طريق جمع المعلومات الخاصة بالمؤسسات الاقتصادية الصناعية محل الدراسة تم الحصول على معطيات والمتمثلة في جدول حسابات النتائج والميزانيات ( أصول وخصوم ) ، ومن أجل تحقيق هدف الدراسة تم تلخيص المعطيات كالآتي :

- تحديد متغيرات الدراسة ( المتغيرات التابعة والمتغيرات المستقلة )؛
- استخراج البيانات اللازمة لحساب مؤشرات المتغير التابع والمتغيرات المستقلة ؛
- القيام بحساب كل المؤشرات الخاصة بالمتغير التابع ( الهيكل المالي) والمتغيرات المستقلة ( الحجم، معدل النمو، المر دودية، تكلفة الاستدانة (الاقتراض) ، المخاطرة، هيكل الأصول (الضمانات) ل 30 مؤسسة اقتصادية مع العلم أنه تم استبعاد مؤشر عمر المؤسسة لانعدام المعلومات الخاصة بتاريخ تأسيس مؤسسات عينة الدراسة .
- كما تم استخدام الأسلوب الإحصائي لاختبار العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة ؛
- حساب بعض الإحصائيات الوصفية مثل الوسط الحسابي و الانحراف المعياري واللوغاريتم ومعامل الارتباط، لمعرفة الخصائص العامة لمتغيرات ؛
- تشكيل مصفوفة معاملات الارتباط لمتغيرات الدراسة .
- وفي الأخير إجراء تحليل الانحدار المتعدد لنموذج الكامل والذي يتضمن جميع المتغيرات المفسرة لمحددات الهيكل المالي للمؤسسات الصناعية موضوع الدراسة.



المطلب الثاني : الأدوات

سنحاول من خلال دراستنا الحالية استخدام مجموعة من المؤشرات المالية والأدوات الإحصائية والقياسية

1. تم استخدام مؤشرات مالية المتعلقة بموضوع دراستنا وتمثل في المتغير التابع ( الهيكل المالي) وهي:

- مؤشر معدل الاقتراض ( الاستدانة الإجمالية)؛
- مؤشر معدل الاقتراض ( الاستدانة ) طويلة الأجل؛
- مؤشر الاستدانة قصير الأجل؛

أما مؤشرات المتغيرات المستقلة تتمثل في :

- مؤشر المردودية؛
- مؤشر الحجم؛
- مؤشر معدل النمو؛
- مؤشر هيكل الأصول ( الضمانات)؛
- مؤشر المخاطرة؛
- مؤشر تكلفة الاقتراض.

2. كما تم استخدام الأدوات الإحصائية والمتمثلة في :

- متوسط الحسابي؛
- الانحراف المعياري؛
- واللوغاريتم؛
- التباين.

3. وتم الاعتماد في هذه الدراسة على برنامج الجداول الالكترونية وهي :

- Microsoft Office Excel 2007 ;

- و برنامج SPSS 20.

### المبحث الثاني : تحليل وتفسير ومناقشة نتائج الدراسة التطبيقية

بعد تحديد طريقة وأدوات الدراسة سنتناول في هذا المبحث تحديد الأسلوب الإحصائي المقترح وتحديد نموذج الدراسة ( القيم المتطرفة وتحديد متغيرات الدراسة ) ودراسة العلاقة بينها وبين المتغير التابع (بصوره الثلاث).

#### المطلب الأول : نتائج الدراسة التطبيقية

سنتناول في هذا المطلب نتائج الدراسة المتوصل إليها بناء على المعلومات التي تم جمعها وتلخيصها وباعتماد على برنامج

.spss20

#### الفرع الأول : تحديد الأسلوب الإحصائي المقترح ونموذج الدراسة

##### 1. الأسلوب الإحصائي المقترح

الأسلوب الإحصائي المقترح لاختبار العلاقة بين المتغير التابع (الهيكال المالي ) والمتغيرات المستقل هي الانحدار المتعدد والذي يأخذ الصورة التالية :

$$Y_i = a + \beta_1 x_1 + \beta_2 x_2 + \beta_3 x_3 + \dots + \beta_k x_k + \varepsilon_i$$

حيث أن  $Y_i$  هو المتغير التابع ( الهيكال المالي )

$k$  : عدد المتغيرات المستقلة

$a$  : قيمة المتغير التابع إذا كانت قيمة كل متغير مستقل تساوي الصفر

$\beta_i$  : هي معاملات الانحدار الجزئي التي تقدم مقياس لتأثير المتغير التابع مع ثبات العوامل الأخرى

$x_i$  : المتغير المستقل

$\varepsilon_i$  : هو عنصر الخطأ الذي يعبر عن تأثير المتغيرات الأخرى غير الموجودة في النموذج

2. يتم حساب بعض الإحصاءات الوصفية لمتغيرات من خلال برنامج Excel مثل حساب الوسيط الحسابي والانحراف المعياري

وذلك بهدف معرفة الخصائص العامة لمتغيرات الدراسة

3. يتم استبعاد المؤسسات التي تمثل بياناتها قيم متطرفة بحيث لدينا 30 مؤسسة وباعتماد على  $stddévation, Men$

وباستخدام التمثيل البياني للبقايا لنموذج المقدر ولتحديد المؤسسات ذات القيم المتطرفة والتي يمكن أن تؤثر على سلامة نتائج

الانحدار المتعدد تم حساب الفرق بين الربيع الثالث والربيع الأول إذا كانت قيمة أحد المتغيرات المستقلة والمتغير التابع تقع خارج المدى من +5-5 و عليه تم حذف 4 مؤسسات لتصبح 26 مؤسسة.

الفرع الثاني : نتائج تحليل الانحدار المتعدد لمؤشر الاستدانة (بصوره الثلاث)

الجدول (1-2) : نتائج الانحدار المتعدد للنموذج الكامل للمؤسسات الصناعية

المتغير التابع			المتغيرات المستقلة
معدل الاقتراض قصير الأجل TDCT	معدل الاقتراض طويل والمتوسط الأجل TDLMT	معدل الاقتراض الإجمالي TDT	
0.57 (0.001)	0.11 (0.007)	-0.023 (0.22)	هيكل الأصول Gar
0.003 (1.78)	-0.05 (3.335)	0.06 (6.50)	الحجم Taille
0.005 (0.000)	-0.020 (0.001)	-0.15 (0.007)	المردودية Rent
0.001 (0.000)	-0.082 (0.003)	0.77 (0.008)	المخاطرة Risque
0.000 (3.55)	0.000 (1.08)	-0.03 (2.05)	معدل النمو Crois
-254 (0.126)	10.343 (2.688)	11.024 (5.22)	تكلفة الاستدانة CF
%15.6	%77.5	%70.6	معامل التحديد R <sup>2</sup>
4.436	02.023	8.405	قيمة F
0.046	0.000	0.000	مستوى دلالة F
1.0902	2.125	2.120	إحصائية دبرين وتسون (D-W)

المصدر : من إعداد الطالبة بناء على مخرجات spss20

### 1. نتائج الانحدار المتعدد لمؤشر الاقتراض الإجمالي

كشفت نتائج الانحدار المتعدد للنموذج مؤشر الاستدانة الإجمالية لقطاع الصناعة عن ظهور متغير مستقل واحد له دلالة إحصائية، أي إن له علاقة إحصائية بالمتغير التابع وهو الهيكل المالي ويتمثل هذا المتغير في تكلفة الاقتراض (cf) والذي نرمز له ب x6 ، أما باقي المتغيرات الأخرى والمتمثلة في هيكل الأصول x1 والحجم x2 و المردودية x3 والمخاطرة x4 و نمو المؤسسات x5 لم يظهر لها دلالة إحصائية في تفسير المتغير التابع (الهيكل المال) حيث كشفت اختبارات T لكل متغير من هذه المتغيرات عن عدم وجود علاقة بينها وبين المتغير التابع (نسبة الاقتراض الإجمالية).

تشير نتائج الدراسة إلى أن المتغير المستقل (نسبة الاستدانة) الذي يتضمنه نموذج الدراسة يفسر 70% من التغيرات التي تطرأ على الهيكل المالي وهو ما يكشف معامل التحديد الدراسة  $R^2$  عند مستوى ثقة 84% و تشير مصفوفة الارتباط إلى أن أغلب المتغيرات ليس لديها ارتباط وعدم وجود معنوية جزئية للمعالم أي لا يوجد ارتباط تام بالمتغير التابع و المتغيرات المستقلة والمتمثلة في هيكل الأصول ، الحجم ، المردودية ، المخاطرة و معدل النمو عدا متغير واحد وهو تكلفة الاستدانة .

كما تشير نتائج الدراسة إلى أن هناك علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين تكلفة الاستدانة والهيكل المالي وأن هذا المتغير له دلالة إحصائية في تفسير المتغير التابع كما يوضح اختبار F ذو دلالة إحصائية بمستوى ثقة 84% حيث تقدر درجة المعنوية  $sig=0.000$  مما يدل أن هناك معنوية قوية، وبما أن باقي المتغيرات لا تفسر المتغير التابع لا يمكن دراسة العلاقة بينها وبين المتغير التابع (الهيكل المالي) أي لست لها علاقة بالمتغير التابع.

### 2. نتائج الانحدار المتعدد لمؤشر القروض الطويلة والمتوسطة الأجل

تشير نتائج المؤشر الثاني للمتغير التابع وهو معدل الاقتراض طويل والمتوسط الأجل للمؤسسات الاقتصادية عن ظهور متغيرين مستقلين ذو دلالة إحصائية في تفسير المتغير التابع (نسبة الاقتراض طويلة والمتوسطة الأجل) وهي نسبة الاستدانة x6 والمخاطرة x4.

تشير النتائج إلى وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين نسبة الاستدانة ونسبة الاقتراض طويلة ومتوسطة الأجل عند مستوى دلالة ثقة 86% ، ووجود علاقة عكسية بين متغير المستقل نسبة المخاطرة وبين المتغير التابع نسبة القروض طويلة ومتوسطة الأجل بمستوى ثقة 75% .

بينما لم يكن لبقية المتغيرات المستقلة في النموذج أي دلالة إحصائية في تفسير المتغير التابع معدل الاقتراض طويل والمتوسط الأجل للمؤسسات موضوع الدراسة حيث كشفت اختبار T عن عدم وجود دلالة إحصائية لهذه المتغيرات في نموذج الدراسة.

تشير النتائج الانحدار المتعدد إلى أن المتغيرات المستقلة التي يتضمنها النموذج والتي لها علاقة إحصائية تقدر بـ 86.6% بالنسبة لتكلفة الاستدانة و 76.6% بالنسبة للمخاطرة وهو ما يكشف عنه  $R^2$ .

كما تشير النتائج كذلك إلى أن المتغير المستقل (نسبة الاستدانة) يحقق درجة معنوية تقدر بـ  $\text{sig}=0.000$  وأن المتغير المستقل (المخاطرة) يحقق درجة معنوية تقدر بـ  $\text{sig}=0.039$  كما تقدر نسبة  $DW=1.52$  للمتغير المستقل نسبة الاستدانة و تقدر نسبة  $DW=2.28$  بالنسبة لمتغير المستقل المخاطرة .

### 3. نتائج الانحدار المتعدد لمؤشر القروض قصيرة الأجل

أما بالنسبة لمؤشر الثالث من مؤشرات المتغير التابع وهو معدل الاقتراض قصير الأجل TDCT، فقد كشفت نتائج التحليل المتعدد كما هو موضح في الشكل (1-2) عن ظهور متغير واحد له دلالة إحصائية في تفسير المتغير التابع (تكلفة الاستدانة قصيرة الأجل) وهو الحجم.

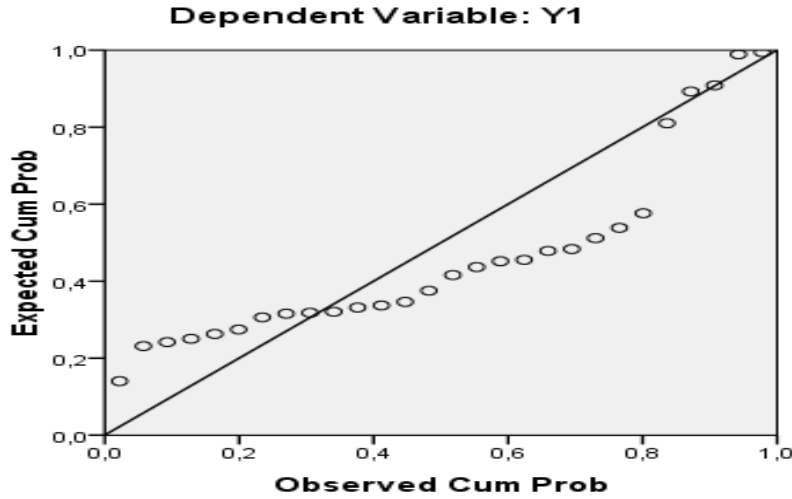
وعليه تشير النتائج إلى وجود علاقة طردية عند مستوى ثقة يزيد عن 15.16 بين الحجم وبين المتغير التابع معدل الاقتراض قصير الأجل .

بينما لم يكن لبقية المتغيرات المستقلة في النموذج دلالة إحصائية في تفسير المتغير التابع (معدل الاقتراض قصيرا لأجل) للمؤسسات موضوع الدراسة بالقطاع الصناعية.

حيث بلغت درجة المعنوية للمتغير المستقل  $\text{sig}=0.046$  و تقدر إحصائيات  $(D-W) = 1.090$  ، كما تفسر النتائج أن المتغير المستقل (الحجم) الذي يتضمنه نموذج الدراسة والذي يفسر 15.6% من التغيرات التي تطرأ على المتغير التابع (نسبة الاقتراض قصير الأجل) وهو ما يكشف عنه  $R^2$ .

الشكل (1-2) : شكل الانتشار بين الأخطاء المشاهدة والأخطاء المتوقعة للمتغير التابع (معدل الاقتراض الإجمالي)

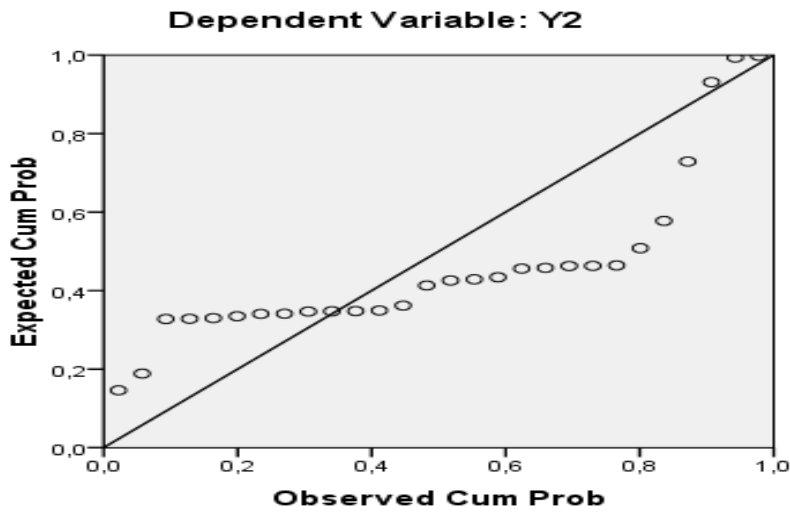
Normal P-P Plot of Regression Standardized Residual



المصدر : نتائج برنامج spss20

الشكل (2-2) : شكل الانتشار بين الأخطاء المشاهدة والأخطاء المتوقعة للمتغير التابع (معدل الاقتراض طويل والمتوسط الأجل)

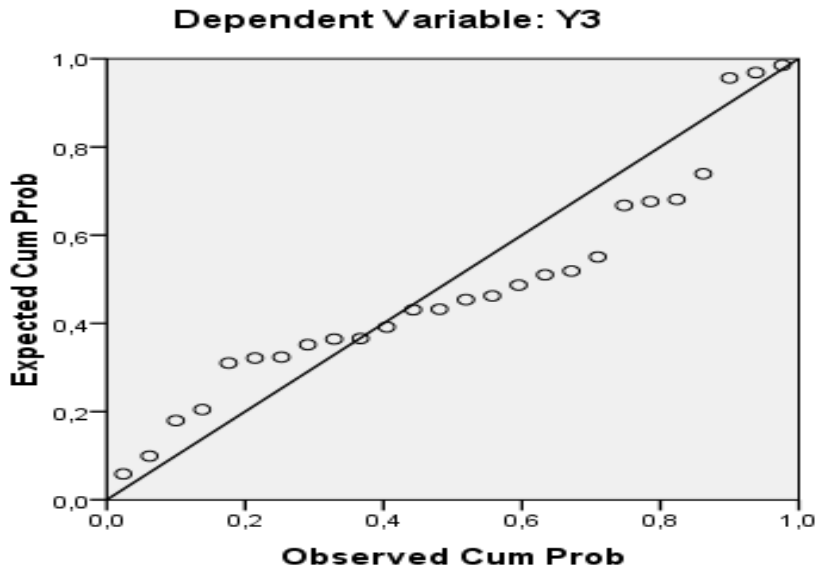
Normal P-P Plot of Regression Standardized Residual



المصدر : نتائج برنامج spss20

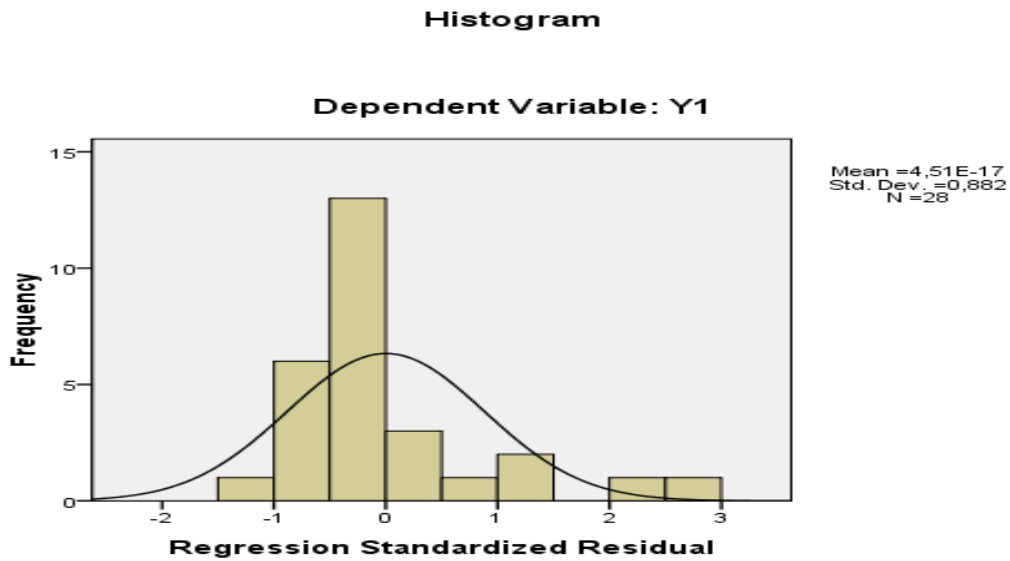
الشكل (2-3): شكل الانتشار بين الأخطاء المشاهدة والأخطاء المتوقعة للمتغير التابع (معدل الاقتراض قصير الأجل)

Normal P-P Plot of Regression Standardized Residual



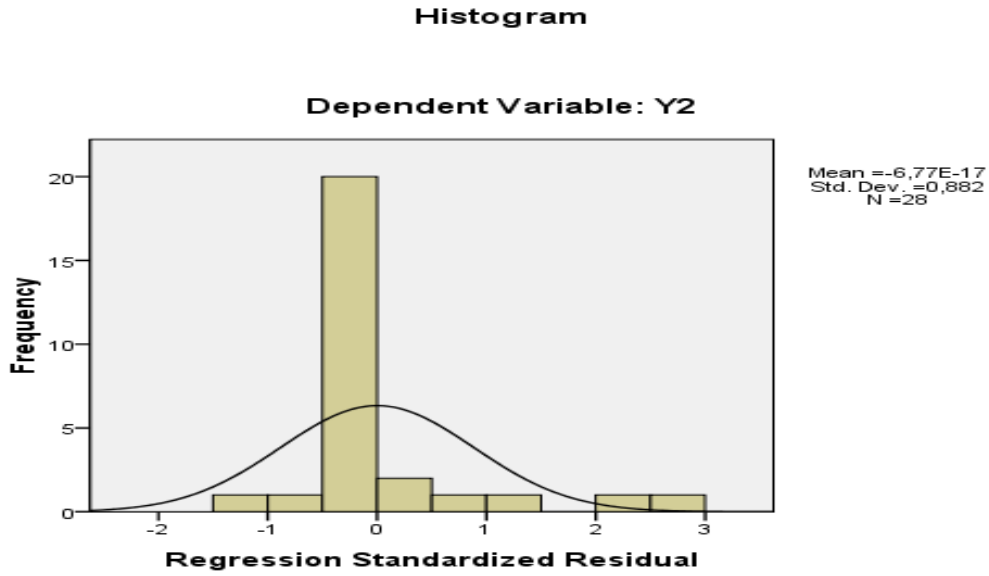
المصدر : نتائج برنامج spss20

الشكل (2-4) : المدرج التكراري لتوزيع الأخطاء المعيارية للمتغير التابع (معدل الاقتراض الإجمالي )



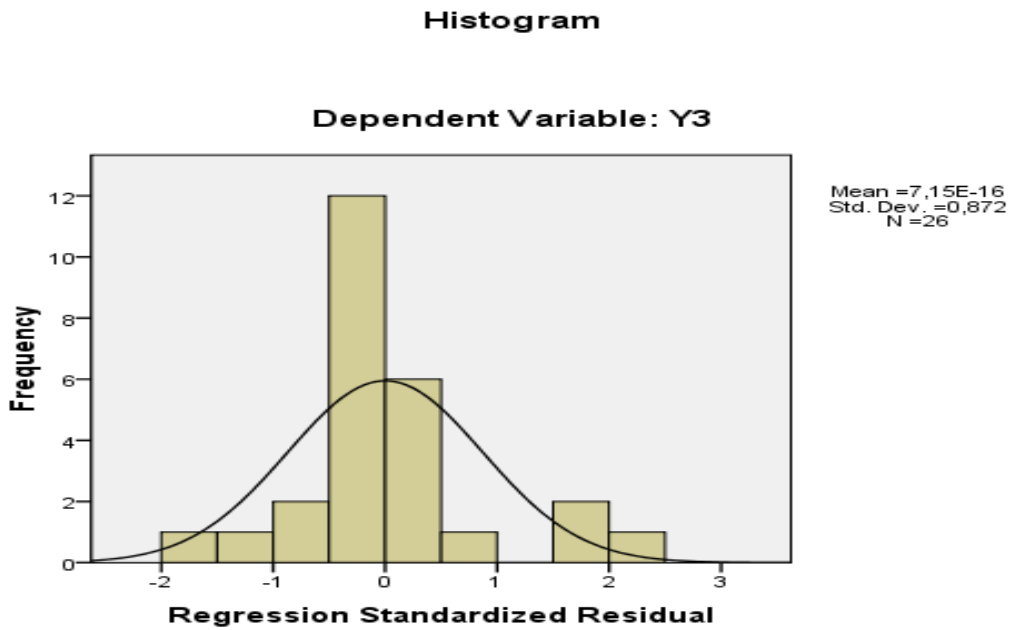
المصدر : نتائج برنامج spss20

الشكل (2-5): المدرج التكراري لتوزيع الأخطاء المعيارية للمتغير التابع (معدل الاقتراض طويل والمتوسط الأجل)



المصدر : نتائج برنامج spss20

الشكل (2-6) : المدرج التكراري لتوزيع الأخطاء المعيارية للمتغير التابع (معدل الاقتراض قصير الأجل)



المصدر : نتائج برنامج spss20



المطلب الثاني : تحليل وتفسير نتائج الدراسة التطبيقية

لقد توصلنا في المطلب السابق لمجموعة من النتائج سوف يتم في هذا المطلب تحليلها وتفسيرها انطلاقا من مخرجات التحليل والتفسير سيتم اختبار صحة فرضيات الدراسة ومناقشة النتائج المتوصل لها مع نتائج الدراسة السابقة .

أثبتت نتائج الانحدار المتعدد عن وجود دلالة إحصائية بين متغير المستقل (تكلفة الاستدانة ) والمتغير التابع (معدل الاقتراض الإجمالي و معدل الاقتراض طويل والمتوسط الأجل ) بالمؤسسات الاقتصادية الصناعية، وان اتجاه العلاقة بين تكلفة لاستدانة والمتغير التابع (معدل الاقتراض الإجمالي و معدل الاقتراض طويل والمتوسط الأجل ) طردية، حيث بلغت درجة معنوية هذا المتغير (تكلفة الاستدانة)  $\text{sig}=0.000$  في كلا من المتغير التابع (معدل الاقتراض الإجمالي و طويل والمتوسط الأجل) مما يدل على وجود معنوية قوية أي لها قدرة تفسيرية كبيرة للهيكال المالي وهو ما يثبتته معامل التحديد  $R^2$  والذي يقدر بـ 84% و 86% في معدل الاقتراض الإجمالي والطويل والمتوسط الأجل على التوالي.

أما بالنسبة للمتغير التابع قصير الأجل لم تكن هناك أي دلالة إحصائية بينه وبين المتغير المستقل تكلفة الاستدانة.

كذلك بقية العوامل الأخرى لم تكن لها أي دلالة إحصائية في تفسير الهيكال المالي بصوره الثلاث ( معدل الاقتراض الإجمالي، طويل والمتوسط الأجل وقصير الأجل )، بالنسبة لهيكال الأصول لم يكن له معنوية إحصائية حيث قدرت فيه درجة المعنوية بـ  $\text{sig}=0.881$ ،  $\text{sig}=0.945$ ،  $\text{sig}=0.135$  في كلا من معدل الاقتراض الإجمالي ، طويل والمتوسط الأجل وقصير الأجل على التوالي وهي أكبر من 0.05 مما يؤكد على عدم وجود أي تأثير يفسر المتغير التابع وهذا راجع لانخفاض أصول الثابتة في المؤسسات الاقتصادية الصناعية.

أما بالنسبة لمؤشر الحجم لم يكن له تأثير في تفسير للهيكال المالي (نسبة الاقتراض الإجمالي وقروض طويلة ومتوسطة الأجل)، حيث بلغ  $\text{sig}=0.440$ ،  $\text{sig}=0.435$  على التوالي مما يدل على عدم وجود معنوية إحصائية في تفسير الهيكال المالي ويرجع سبب ذلك إلى كون المؤسسات الصناعية ذات الحجم الصغير تنعدم فيها الديون لذلك نجد أن المؤسسات المالية تعطي أهمية خاصة إلى حجم أصول المؤسسة عند منح القروض .على عكس متغير التابع ( القروض قصيرة الأجل) التي أثبتت فيه نتائج الانحدار المتعدد على وجود دلالة إحصائية بينه وبين حجم المؤسسة بتأثير موجب عند مستوى ثقة 15.6% وبدرجة معنوية تقدر بـ  $\text{sig}=0.04$  وهي أقل من 0.05 مما يدل إن هذا المتغير المستقل يفسر المتغير التابع ( معدل الاقتراض قصير الأجل) كذلك بالنسبة للمردودية لم يكن لها أي تأثير في تفسير الهيكال المالي (بصوره الثلاث) لأن درجة المعنوية للمعدل الاقتراض الإجمالي  $\text{sig}=0.858$ ، ولمعدل الاقتراض طويل ومتوسط الأجل  $\text{sig}=0.478$ ، ولمعدل قصير الأجل  $\text{sig}=0.628$  ومنه نلاحظ أن كلها أكبر من 0.05 مما يدل على عدم وجود أي دلالة إحصائية تفسر المتغير التابع،

وذلك بسبب نقص الأرباح المحتجزة والاحتياطات لتمويل مشاريعها ومما يدل على أن المؤسسات الصناعية تعتمد على التمويل بأموال الملكية أكثر من التمويل بالدين.

أما بالنسبة للمخاطرة كذلك لم يكن لها أي دلالة إحصائية في تفسير المتغير التابع ( معدل الاقتراض الإجمالي و معدل الاقتراض قصير الأجل )، بحيث تقدر درجة المعنوية للمعدل الاقتراض الإجمالي  $\text{sig} = 0.413$  و تكلفة الاقتراض قصير الأجل  $\text{sig} = 0.901$  ومنه نلاحظ أن كلها كذلك أكبر من 0.05 وذلك يدل على عدم تعرض المؤسسات الصناعية لمخاطرة لأن المخاطرة تنتج عن وجود استنادة كبيرة.

بينما أثبتت نتائج الدراسة أن هناك علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين المتغير التابع (معدل الاقتراض طويل و متوسط الأجل ) وبدلالة معنوية تقدر ب 0.03 وهي أقل من 0.05 وعليه يمكن القول أن هذا العامل له قدرة على تفسير المتغير التابع (معدل الاقتراض طويل و متوسط الأجل).

كذلك معدل نمو المؤسسة لم يكن له أي تأثير في تفسير الهيكل المالي (بصوره الثلاث) بحيث تقدر درجة المعنوية للمعدل الاقتراض الإجمالي  $\text{sig} = 0.858$ ، ولمعدل الاقتراض طويل ومتوسط الأجل  $\text{sig} = 0.782$ ، ولمعدل قصير الأجل  $\text{sig} = 0.733$  ومنه نلاحظ أن كلها أكبر من 0.05 مما يدل على أن المؤسسات الاقتصادية الصناعية نموها ضعيف خلال سنوات الثلاث المدروسة خلال الفترة (2010 – 2012) وذلك بسبب ضعف مصادر التمويل الخارجية (الديون الخارجية).

### المطلب الثالث : مناقشة نتائج الدراسة

بعد قيامنا بتحليل وتفسير ومناقشة واختبار فرضيات الدراسة استخلصنا مجموعة من النتائج سنقوم بمقارنتها بما توصلت إليه نتائج الدراسات السابقة .

1. يؤثر متغير تكلفة الاستدانة في متغير التابع (تكلفة الاستدانة الإجمالية ) وأن هناك علاقة طردية بين تكلفة الاستدانة والمتغير التابع ( تكلفة الاستدانة الإجمالية ) تتفق هذه النتيجة مع نتيجة دراسة بوربيعة غنية (2012) والتي خلصت إلى إن تكلفة الأموال والرفع المالي يعتبران من العوامل الأساسية المحددة لتركيبية لأموال المؤسسة الاقتصادية وكلاهما يبرز خصوصية التمويل بالاستدانة ، كما تتفق أيضا مع نتائج دراسة سليمان شلاش وعلي البقوم وسالم العون (2008) والذي توصل إلى أن هناك علاقة ذات معنوية إحصائية موجبة بين الهيكل المالي ونسبة المديونية عند مستوى معنوية 1%
2. ظهور متغيرين مستقلين ذات دلالة إحصائية في تفسير المتغير التابع (نسبة الاستدانة طويلة ومتوسطة الأجل ) وان هناك علاقة عكسية بين المخاطرة والمتغير التابع (قروض طويلة ومتوسطة الأجل ) وهذه النتيجة تتفق مع النتيجة التي توصلت إليها دراسة زغود تير (2009) والتي توصلت إلى أن المخاطرة تلعب دورا جوهريا في تفسير المتغير التابع ، يكمن الاختلاف في إن باقي العوامل لها دلالة معنوية في تفسير المتغير التابع أما في دراستنا الحالية باقي العوامل ليس لديها معنوية إحصائية في تفسير المتغير التابع (نسبة الاستدانة طويلة ومتوسطة الأجل).

3.

4. وجود متغير واحد ذو دلالة إحصائية في تفسير العلاقة بين المتغير التابع (تكلفة الاستدانة قصير الأجل) والمتغير المستقل الحجم مع وجود علاقة طردية بين الحجم والمتغير التابع .

تتفق هذه النتيجة مع نتائج دراسة غازي فلاح المومني وعلي محمود حسن (2011) والتي تشير إلى أن الحجم المؤسسة وهيكل الأصول لها دلالة إحصائية في تفسير المتغير التابع (تكلفة الاستدانة قصير الأجل) وان لهما أثر إيجابي في مقياس الهيكل المالي.

### خلاصة الفصل :

لقد قمنا في هذا الفصل للجانب التطبيقي من دراستنا بتطبيق ما تطرقنا إليه في الجانب النظري واختبار مدى تطبيق الفرضيات مع الواقع العلمي للمؤسسات الاقتصادية الصناعية ومن جهة أخرى قمنا بمقارنة النتائج الدراسات السابقة بدراستنا الحالية ،

كما تم الإجابة على الإشكالية الرئيسية المتعلقة بالعوامل المؤثرة في تركيبة الهيكل المالي في المؤسسات الاقتصادية الصناعية، حيث اعتمدنا في الخطوة الأولى لتطرق لأدوات وطريقة جمع المعلومات التي يمكن من خلالها التوصل للمعطيات وتلخيصها ومعالجتها وتحديد عينة الدراسة وفي الخطوة الثانية قمنا بتحليل وتفسير النتائج المتوصل إليها انطلاقاً من المعطيات التي تم معالجتها ومن تم اختبار فرضيات ومن أهم النتائج التي توصلنا إليها

- وجود عامل واحد له دلالة إحصائية في تفسير المتغير التابع (تكلفة الاقتراض الإجمالية) وهو تكلفة الاستدانة وطبيعة العلاقة بينهم طردية وعدم تأثير باقي العوامل الأخرى في الهيكل المالي (تكلفة الاقتراض الإجمالية).
- وجود عاملين لهما دلالة إحصائية في تفسير المتغير التابع (تكلفة الاقتراض طويلة ومتوسطة الأجل) وهما تكلفة الاستدانة بتأثير إيجابي والمخاطرة بتأثير سلبي وعدم تأثير باقي العوامل الأخرى في الهيكل المالي (تكلفة الاقتراض طويلة ومتوسطة الأجل).
- أما بالنسبة لمتغير التابع (نسبة الاقتراض قصير الأجل) فكان له دلالة إحصائية مع عامل الحجم فقط وطبيعة العلاقة بينهما طردية ولم يكن لبقية المتغيرات أي دلالة إحصائية في تفسير المتغير التابع (نسبة الاقتراض قصير الأجل).

الخاتمة

تناولنا في هذا البحث بعض العوامل المؤثرة في تركيبة الهيكل المالي في المؤسسات الاقتصادية الصناعية، كون الهيكل المالي من أهم المواضيع التي نالت اهتمام البحث العلمي في مجال الإدارة المالية وعلية تم التطرق في الفصل الأول إلى عدة نظريات حول أمثلية اختيار الهيكل المالي للمؤسسة وتفسير السلوك التمويلي لها .

ومن النظريات التي اهتمت كذلك بدراسة إشكالية الهياكل التمويلية هي النظريات الحديثة للمشروع وأهم التيارات التي تنطوي حسب هذا المنظور هي نظرية الإشارة ونظرية التمويل التدريجي إلا أنه لحد الآن لا يوجد اتفاق على نظرية معينة تبحث عن مختلف التساؤلات في هذا الصدد خاصة أمثلية الهيكل المالي ، وعلية يمكن القول أن الهيكل المالي هو نتيجة لعدة مستويات معقدة لذلك توجد العديد من العوامل لاختبار المؤسسة لهيكلها المالي ومن خلال دراستنا التطبيقية حاولنا تحديد العوامل المحددة للهيكل المالي للمؤسسات الاقتصادية الصناعية، كما قمنا في الفصل الثاني بحساب المؤشرات المالية للعوامل المؤثرة في تركيبة الهيكل المالي باستخدام برنامج EXCEL بناء على القوائم المالية التي تم جمعها من المؤسسات الاقتصادية الصناعية وبناء على مخرجات spss20 تم اختبار الفرضيات و تحصلنا على نتائج .

#### اختبار الفرضيات :

قامت دراستنا على أربعة فرضيات والتي سيتم اختبارها فيما يلي :

مختص الفرضية الأولى والتي تقوم على أن العوامل المؤثرة في تركيبة الهيكل المالي لا تعكس جميعها طبيعة النظام البنكي والبيئة المالية للمؤسسات الاقتصادية الصناعية وبعتماد على مخرجات spss20 نلاحظ أن هناك العديد من المتغيرات تكون فيها  $sig > 0.05$  أي لا يوجد دلالة إحصائية في تفسير المتغير التابع ( بصوره الثلاث) وعلية نثبت صحة الفرضية الأولى .

أما فيما يخص الفرضية الثانية والتي تنص على أن هناك تماثل في العوامل المحددة لسياسة التمويل للمؤسسات الاقتصادية الصناعية مقارنة بمثلاتها بالدول النامية حيث كشفت العديد من الدراسات على وجود تشابه وتماثل كبير بين خصائص العوامل المحددة لسياسة التمويل على عكس ما توصلت إليه نتائج دراستنا الحالية والتي أثبتت أن هناك اختلاف في العوامل المؤثرة في تركيبة الهيكل المالي وذلك من خلال مقارنتها بالدراسات السابقة الأخرى وعلية نفي صحة الفرضية الثانية.

أما بخصوص فرضية الثالثة فهي تنجزاً إلى عدة فرضيات :

بالنسبة للفرضية (1.3) والتي تتوقع وجود علاقة طردية بين المتغير التابع (بصوره الثلاث ) وحجم المؤسسة، فقد كشفت نتائج الانحدار المتعدد أن هناك علاقة طردية بمستوى دلالة 0.04 بين المتغير التابع (معدل الافتراض قصير الأجل )

وحجم المؤسسة وعليه نقبل صحة الفرضية من هذه الناحية ، كما كشفت النتائج على عدم وجود أي دلالة إحصائية بين المتغير التابع (معدل الاقتراض الإجمالي، معدل الاقتراض طويلة ومتوسطة الأجل ) وحجم المؤسسة وفي هذه الحالة نفي صحة الفرضية .

أما بالنسبة لفرضية (2.3) والتي تتوقع وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين المتغير التابع (بصوره الثلاث) ومستوى ضمانات المؤسسة، فقد أشارت نتائج دراستنا إلى عدم وجود دلالة إحصائية بين المتغير التابع ( بصوره الثلاث) ومستوى ضمانات المؤسسة ومنه فإننا نرفض صحة الفرضية (2.3).

وبالنسبة لفرضية (3.3) التي تتوقع وجود علاقة طردية بين المتغير التابع (بصوره الثلاث) ومعدل المردودية ، وعليه أشارت نتائج دراستنا على عدم وجود أي علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير التابع (بصوره الثلاث) ومعدل المردودية وعليه فإننا نرفض صحة الفرضية (3.3).

أما بالنسبة لفرضية (4.3) التي تتوقع وجود علاقة طردية بين المتغير التابع (بصوره الثلاث) ومعدل النمو، فأشارت نتائج دراستنا على عدم وجود أي علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير التابع (بصوره الثلاث) ومعدل النمو وعليه فإننا نرفض صحة الفرضية (4.3).

وبالنسبة لفرضية (5.3) والتي تتوقع وجود علاقة عكسية بين المتغير التابع (بصوره الثلاث ) ومستوى المخاطرة، وعليه أشارت نتائج دراستنا إلى وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين المتغير التابع (معدل الاقتراض طويلة ومتوسطة الأجل ) ومستوى المخاطرة ففي هذه الحالة نثبت صحة هذه الفرضية ، كما أشارت نتائج دراستنا على عدم وجود أي علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير التابع ( معدل الاقتراض الإجمالي، معدل الاقتراض قصير الأجل) ومستوى المخاطرة وعليه نفي صحة الفرضية من هذه الحالة.

وبالنسبة لفرضية (6.3) والتي تتوقع وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين المتغير التابع (بصوره الثلاث ) وتكلفة الاستدانة وعليه تشير نتائج دراستنا إلى أن هناك علاقة طردية بين المتغير التابع (معدل الاقتراض الإجمالي، معدل الاقتراض طويلة ومتوسطة الأجل) وتكلفة الاستدانة ولا توجد أي علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير التابع ( معد الاقتراض قصير الأجل ) وعليه فإننا نرفض صحة الفرضية (6.3)

### نتائج البحث

من خلال اختبار العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع (بصوره الثلاث ) تحصلنا على النتائج التالية :

- أن المتغير الذي يفسر ويحدد الهيكل المالي (تكلفة الاقتراض الإجمالية) للمؤسسات الصناعية هي نسبة الاستدانة بتأثير إيجابي أما بقية العوامل لم يكن لها أي تأثير ذو دلالة إحصائية في تفسير المتغير التابع (تكلفة الاقتراض الإجمالية)
- وجود متغيرين أساسيين لهما تأثير ذو دلالة إحصائية في تفسير المتغير التابع (نسبة الاقتراض طويل ومتوسط الأجل) وهما نسبة الاستدانة بتأثير إيجابي والمخاطرة بتأثير سلبي، أما بقية العوامل لم يكن لها أي تأثير ذو دلالة إحصائية مع المتغير التابع (نسبة الاقتراض طويل ومتوسط الأجل).
- أما بالنسبة للمتغير التابع (تكلفة الاقتراض قصيرة الأجل) يوجد متغير مستقل واحد وهو الحجم الذي له دلالة إحصائية في تفسيره وتأثير إيجابي وباقي العوامل الأخرى لم يكن لها أي تأثير في تفسير المتغير التابع (تكلفة الاقتراض قصيرة الأجل)

### التوصيات :

- بناء على موضوع البحث والدراسة التطبيقية يمكن اقتراح التوصيات التالية :
- يجب تحسين أداء المؤسسات الاقتصادية الصناعية وهذا من اجل زيادة حجم المؤسسة وزيادة نسبة الأصول والتركيز على العوامل المؤثرة في الربحية ومن اجل زيادة تأثير هذا المؤشر وتحسين أداء بهدف زيادة نمو المؤسسات.
  - نوصي المؤسسات الصناعية بتنوع مصادر التمويل وتقليل اعتمادها على الديون بالدرجة الأولى رغم أنها تستفيد بشكل كبير من الاستدانة وذلك من أجل ضمان استقلاليتها المالية وسلطة اتخاذ القرار.
  - تشجيع المؤسسات الصناعية للانضمام إلى البورصة مما يسمح لها بتوزيع المخاطر بين مختلف مصادر التمويل ( إصدار أسهم وقروض).

### آفاق الدراسة :

يعتبر موضوع الهيكل المالي من أهم المواضيع التي نالت اهتمام البحث العلمي في مجال الإدارة المالية وعليه تم ظهور عدة نظريات مختلفة من حيث آراء خاصة من ناحية اختيار هيكل مالي امثل فهذا الموضوع يعرف ندرة كبيرة خاصة فيما يتعلق بدراسة العوامل المؤثرة في تركيبة الهيكل المالي ومن هنا تتضح أهمية هذا الموضوع، فمن آفاق هذه الدراسة :

1. دراسة العوامل المؤثرة في تركيبة الهيكل المالي خاصة في المؤسسات الاقتصادية الصناعية؛
2. معرفة طبيعة العلاقة بين المتغيرات التي تفسر المتغير التابع (بصوره الثلاث).

## قائمة المصادر و المراجع



أولا : المصادر والمراجع باللغة العربية

- الكتب

1. الياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس وتطبيقات، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006.
2. الياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس وتطبيقات، الجزء الأول، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، 2011.
3. ايمن الشنطي وزهير الحدرب، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، الطبعة الأولى، دار البداية ناشرون وموزعون، عمان، الأردن، 2009.
4. حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الثانية، مؤسسة الورق للنشر والتوزيع، عمان، 2008.
5. سفيان خليل المناصير، القرارات المالية وأثرها في تحديد الخيار الاستراتيجي، دار جليس الزمان للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
6. عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الطبعة الأولى، الدار الجامعية الجديدة، مصر، 2004.
7. عدنان تايه النعيمي وياسين كاسب الخرشة، أساسيات في الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2007.
8. محمد صالح الحناوي ونحال فريد مصطفى، أساسيات الإدارة المالية، الطبعة الأولى، الدار الجامعية - طبع - نشر - توزيع، مصر، 2001.
9. محمد طنيب، ومحمد عبيدات، الإدارة المالية في القطاع الخاص، الطبعة الأولى، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
10. محمد قاسم خصاونة، أساسيات الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار الفكر (ناشرون وموزعون)، عمان، الأردن، 2011.
11. مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، الطبعة الأولى، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، 2011.
12. منير إبراهيم الهندي، الإدارة المالية مدخل تحليل معاصر، الطبعة الخامسة، المكتب العربي الحديث، مصر، 2003.

- البحوث الجامعية

1. إسلام فيصل أحمد الخليل "أثر الهيكل التمويلي على ربحية الشركات المساهمة الأردنية وعلى سياستها في توزيع الأرباح (دراسة اختبارية)"، رسالة مقدمة لاستكمال متطلبات درجة الماجستير في المحاسبة غير منشورة، جامعة الشرق الأوسط، 2011.
2. أنفال حدة خبيزة، "تأثير الهيكل المالي على إستراتيجية المؤسسة الصناعية" دراسة حالة مؤسسة المطاحن الكبرى للجنوب "مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية غير منشورة، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2012.

3. بسام محمد الأغا، "أثر الرفعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار" دراسة تطبيقية على شركات المساهمة العامة العاملة بفلسطين"، رسالة مقدمة لاستكمال متطلبات الحصول على درجة الماجستير في إدارة الأعمال غير منشورة"، الجامعة الإسلامية، غزة، 2005.
4. تبر زغود، محددات سياسة التمويل للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية دراسة ميدانية لعينة من المؤسسات الاقتصادية بالقطاعات العام والخاص في الجزائر، مذكرة ماجستير (غير منشورة)، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2009.
5. رقية بوسعيد، "دراسة الهياكل التمويلية للمؤسسات الكبيرة الصغيرة والمتوسطة-دراسة مقارنة بين المؤسسات الكبيرة والصغيرة والمتوسطة في الجزائر خلال فترة 2007-2009"، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماستر في علوم التسيير، غير منشورة، جامعة ورقلة، 2011.
6. سمية دربال، سلوك المؤسسات الاقتصادية في تمويل نموها الداخلي -دراسة مقارنة بين المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والمؤسسات الكبيرة الجزائرية، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة ورقلة، 2012.
7. سمية لزغم، أثر الهيكل المالي على القرارات المالية في المؤسسات الصغيرة و المتوسطة -دراسة ميدانية لعينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في ولاية ورقلة، مذكرة مقدمة لاستكمال شهادة الماستر غير منشورة، جامعة ورقلة، 2012.
8. علي بن الضب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة بالبورصة (سوق الكويت)، مذكرة مقدمة لاستكمال شهادة الماجستير غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2009.
9. غنية بوربيعة، "محددات الهيكل المالي المناسب للمؤسسة دراسة حالة مؤسسة - الأشغال والتركيب الكهربائي - فرع سونلغاز بالجزائر" مذكرة ماجستير، غير منشورة، جامعة الجزائر، 2012.
10. ليلي صالح، "تأثير سياسة التمويل على قيمة الورقة المالية - دراسة عشوائية لعينة من المؤسسات المدرجة في سوق عمان المالي" - مذكرة مقدمة لاستكمال شهادة الماستر غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2011.
11. هاجر عدوي، محددات الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية -دراسة حالة الشركة الجزائرية للكهرباء، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير (غير منشورة)، جامعة منتوري، قسنطينة، 2011.
12. يوسف قريشي، سياسات التمويل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر، 2005.

### - الجرائد والمجلات

1. سليمان شلاش وعلي البقوم وسالم العون، "العوامل المحددة للهيكل المالي للشركات الأعمال حالة تطبيقية في شركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي للفترة (1997-2001)"، مجلة جامعة آل البيت للعلوم الإدارية و الأعمال، المنارة، العدد 1، المجلد 14، 2008.
2. عبد المجيد قدي وعبد الوهاب دادن، "دراسة وتحليل خصوصيات الهيكل المالي والمر دودية في مقاولات البناء والأشغال العمومية بالجزائر - تحليل متعدد الأبعاد لعينة من المؤسسات للفترة (2003 - 2010)"، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3 وجامعة ورقلة، العدد 13، 2013.

3. عبد الوهاب دادن، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي -الإسهامات النظرية الأساسية - ، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 4، 2004.
4. عبد الوهاب دادن ، الجدل القائم حول هياكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد السابع، 2010، ص : 230.
5. علاء عبد الحسين صالح الساعدي ، " هيكل رأس المال والعوامل المؤثرة عليه دراسة حالة لعينة من المؤسسات المدرجة في سوق أبوظبي ودبي للأوراق المالية للفترة (2005-2010)"، مجلة الاقتصاد الخليجي، جامعة البصرة ، العدد 23، البصرة، 2012.
6. غازي فلاح المومني وعلي محمود حسن ، " محددات اختيار الهيكل المالي بشركات الأعمال - دراسة تحليلية لشركة قطاع الخدمات المدرجة في بورصة عمان"، مجلة 38 لدراسات العلوم الإدارية، جامعة التحدي، ليبيا، العدد الثاني، 2011.
7. قيس أديبي الكيلاني و تائر عدنان قدومي وأسماء إبراهيم العمارنة، "العوامل المؤثرة على استخدام الدين في شركات الصناعة العامة للفترة (2000-2009)" (مقبولة للنشر )، مجلة جامعة العلوم التطبيقية الخاصة، الأردن، 2011.
8. مفيدة يحيوي، " تحديد الهيكل المالي الأمثل-في المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية -"، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، العدد الثالث، 2002.
- ثانيا :المراجع والمصادر باللغة الفرنسية :

- الكتب :

1. Armand Dayan, manuel de gestion , 2<sup>o</sup> édition , volume 2, ellipses, France, 2004.

- البحوث العلمية :

1. Salah Eddine KARTOBI, " Déterminas de la structure financière et rections du marche aux décisions de financent :cas des sociétés marocaines cotées a la bourse valeurs de Casablanca" attiédir (2003-2010)" thèse pour l'obtention du titre Doctorat université Nice sophla Antipolis Economique et de Gestion,, 2013.

- المقالات المنشورة :

1. Ziane Ydriss " La structure d'ensellement des Petites et moyennes entreprises finnoises : une étude sur donnes de panel" ,www.univ-orlens. Fr/dog / GDRecofi /Actif/doclyon /ziane.pdf.cosulté 24/03/2014 à 18 :12

قائمة الملاحق

الملحق 01 : اختبار تجانس إثبات الأخطاء العشوائية بنموذج الدراسة للمؤسسات الصناعية

Variables Entered/Removed<sup>b</sup>

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	X6, X5, X2, X1, X3, X4 <sup>a</sup>		. Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: Y1

Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.	95% Confidence Interval for B		Correlations			Collinearity Statistics		
		B	Std. Error				Lower Bound	Upper Bound	Zero-order	Partial	Part	Tolerance	VIF	
		1	(Constant)	-.066	,155		-.422	,678	-.389	,258				
	X1	,023	,149	,024	,152	,881	-.286	,331	,393	,033	,018	,560	1,784	
	X2	,006	,008	,114	,788	,440	-.010	,023	-.245	,169	,093	,663	1,509	
	X3	-.015	,084	-.049	-.181	,858	-.190	,159	,342	-.040	-.021	,189	5,296	
	X4	-.077	,092	-.264	-.835	,413	-.268	,114	,402	-.179	-.099	,140	7,131	
	X5	-.003	,005	-.061	-.509	,616	-.013	,008	-.115	-.110	-.060	,973	1,028	
	X6	11,024	2,286	1,042	4,823	,000	6,271	15,777	,806	,725	,571	,300	3,337	

a. Dependent Variable: Y1

Model Summary<sup>b</sup>

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics					Durbin-Watson
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change	
1	,840 <sup>a</sup>	,706	,622	,104143	,706	8,405	6	21	,000	2,120

a. Predictors: (Constant), X6, X5, X2, X1, X3, X4

b. Dependent Variable: Y1

Variables Entered/Removed

Model	Variables Entered	Variables Removed	Metho D
1	X6, X5, X2, X3, X1, X4 <sup>a</sup>		. Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: y2

Model Summary<sup>c</sup>

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics					Durbin-Watson
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change	
1	,851 <sup>a</sup>	,724	,714	,088824	,724	68,290	1	26	,000	
2	,876 <sup>b</sup>	,768	,750	,083057	,044	4,736	1	25	,039	2,288

a. Predictors: (Constant), X6

b. Predictors: (Constant), X6, X4

c. Dependent Variable: Y2

Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	95% Confidence Interval for B		Correlations			Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Lower Bound	Upper Bound	Zero-order	Partial	Part	Tolerance	VIF
		1	(Constant)	,105			,109	,963	,347	-,122	,331		
	X1	,007	,103	,008	,070	,945	-,207	,222	,451	,016	,006	,536	1,866
	X2	-,005	,006	-,090	-,797	,435	-,017	,007	-,408	-,175	-,065	,525	1,905
	X3	-,020	,028	-,092	-,724	,478	-,077	,038	,245	-,160	-,059	,414	2,416
	X4	-,051	,051	-,186	-1,002	,328	-,158	,056	,450	-,219	-,082	,194	5,162
	X5	,000	,003	-,023	-,280	,782	-,008	,006	-,090	-,063	-,023	,952	1,050
	X6	10,343	1,639	1,032	6,309	,000	6,923	13,762	,902	,816	,516	,250	4,004

a. Dependent Variable: y2

Variables Entered/Removed<sup>b</sup>

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	X6, X5, X2, X3, X1, X4 <sup>a</sup>		Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: Y3

Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.	95% Confidence Interval for B		Correlations			Collinearity Statistics		
		B	Std. Error	Beta			Lower Bound	Upper Bound	Zero-order	Partial	Part	Tolerance	VIF	
		1	(Constant)	-,059			,026		-2,254	,036	-,114	-,004		
	X1	,057	,036	,716	1,561	,135	-,019	,133	-,075	,337	,303	,179	5,583	
	X2	,002	,001	,395	2,106	,046	,000	,003	,395	,395	,395	1,000	1,000	
	X3	,005	,010	,223	,493	,628	-,016	,026	-,061	,112	,096	,184	5,430	
	X4	,001	,011	,068	,126	,901	-,022	,025	-,014	,029	,024	,128	7,795	
	X5	,000	,001	-,068	-,346	,733	-,001	,001	-,101	-,079	-,067	,963	1,038	
	X6	-,254	,355	-,332	-,716	,483	-,998	,489	-,049	-,162	-,139	,175	5,706	

a. Dependent Variable: Y3

Model Summary<sup>b</sup>

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics					Durbin-Watson
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change	
1	,395 <sup>a</sup>	,156	,121	,011878	,156	4,436	1	24	,046	1,902

a. Predictors: (Constant), X2

b. Dependent Variable: Y3

المصدر : مخرجات برنامج spss20

الملحق 02 : تحليل التباين الأحادي ANOVA بين القيم الفعلية والقيم المقدرة للمتغير التابع بنموذج الدراسة

ANOVA<sup>b</sup>

hModel		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,547	6	,091	8,405	,000 <sup>a</sup>
	Residual	,228	21	,011		
	Total	,775	27			

a. Predictors: (Constant), X6, X5, X2, X1, X3, X4

b. Dependent Variable: Y1

ANOVA

Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,601	6	,100	21,626	,000 <sup>a</sup>
	Residual	,093	20	,005		
	Total	,693	26			

a. Predictors: (Constant), X6, X5, X2, X3, X1, X4

b. Dependent Variable: y2

ANOVA<sup>b</sup>

Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,001	6	,000	2.106	,046 <sup>a</sup>
	Residual	,003	19	,000		
	Total	,004	25			

a. Predictors: (Constant), X6, X5, X2, X3, X1, X4

b. Dependent Variable: Y3

المصدر : باعتماد على برنامج spss20



الملحق 03 : نسبة هيكل الأصول السنوية ومتوسطها الحسابي

نسبة هيكل الأصول	سنة 2010	سنة 2011	سنة 2012	المتوسط الحسابي
E1	0,20607677	0,16878948	0,18926662	0,18804429
E2		0	0	0
E3	0	0	0	0
E4	0,0863133	0,0587735	0,05193598	0,06567426
E5	0	0	0	0
E6	0,00077721	0,00013404	0,02207103	0,00766076
E7	0,07661248	0,0256471	0,02241106	0,04155688
E8	0,00077721	0,00402935	0,00324062	0,00268239
E9	0	0	0	0
E10	0,05253794	0,07056095	0,04030093	0,05446661
E11	0,00069981	0,01968285	0,00051911	0,00696726
E12	0,47002905	0,43808151	0,42956104	0,44589053
E13	0,17688721	0,12149649	0,1795159	0,15929987
E14	0,01608955	0,00402935	0,00324062	0,00778651
E15	0,01672638	0,01581492	0	0,0108471
E16	0,07413295	0,12704391	0,08754195	0,09623961
E17	0,19687378	0,07661248	0,02564709	0,09971112
E18	0,08790051	0,08120414	0,05239139	0,07383201
E19	0	0	0	0
E20	0,44948	0,37257345	0,36497039	0,39567462
E21	0,25567998	0,17267961	0,12752335	0,18529431
E22	0,57226015	0,5015405	0,53246365	0,53542143
E23	0,57193987	0,49588292	0,52807656	0,53196645
E24		0	0	0
E25	0,34495789	0,33631137	0,40193918	0,36106948
E26		0	0	0
E27		0	0	0
E28		0	0,00720197	0,00360099
E29		0,35635729	0,09712633	0,22674181
E30		0,0256471	0,80226721	0,41395716

المصدر : من إعداد الطلبة باعتماد على قوائم المالية للمؤسسات وباستخدام برنامج Excel2007

الملحق 04 : نسبة الحجم المؤسسات السنوية ومتوسطها الحسابي

الحجم	سنة 2010	سنة 2011	سنة 2012	المتوسط الحسابي
E1	17,1887704	17,3883669	17,2738625	17,2836666
E2		17,377174	16,8003719	17,0887729
E3	17,73293526	17,7286138	17,5728871	17,6781454
E4	16,92020815	17,2091905	17,2275094	17,1189693
E5	16,84186589	16,0537753	16,3954212	16,4303541
E6	19,00438261	17,1837147	18,92897	18,3723557
E7	18,70799021	19,375934	18,7521387	18,9453543
E8	19,44848835	20,7789862	20,8790439	20,3688395
E9	17,5995775	19,1471166	19,4780767	18,7415903
E10	20,79995908	20,651602	21,0640529	20,838538
E11	20,5285608	20,8212392	20,8272555	20,7256852
E12	21,20829825	21,26332	21,2700689	21,2472291
E13	18,33392283	18,6348933	18,4466606	18,4718256
E14	19,44848835	20,7789862	20,8790439	20,3688395
E15	15,25752577	18,5433426	20,0408255	17,9472313
E16	23,3533362	20,9667004	21,3806234	21,90022
E17	17,89368668	18,7079902	19,375934	18,6592036
E18	17,39000834	17,4692477	17,9074717	17,5889092
E19	17,39348264	17,9642752	18,8414877	18,0664152
E20	11,76786221	11,9555194	11,9761373	11,8998396
E21	13,82733339	11,9241672	12,2273056	12,6596021
E22	12,57520221	12,7071115	12,6472813	12,6431983
E23	12,57576203	12,7184561	12,6555546	12,6499242
E24		15,6411773	15,0004365	15,3208069
E25	21,08213923	21,1159196	22,2310381	21,4763657
E26		22,3538814	22,5210129	22,4374471
E27		17,8567352	18,2376957	18,0472154
E28		20,9125203	19,8918598	20,4021901
E29		12,0000197	12,4995926	12,2498062
E30		19,375934	17,3540737	18,3650038

المصدر : من إعداد الطلبة باعتماد على قوائم المالية للمؤسسات وباستخدام برنامج Excel2007

الملحق 05 : نسبة المردودية السنوية ومتوسطها الحسابي

المردودية	سنة 2010	سنة 2011	سنة 2012	المتوسط الحسابي
E1	0,01905635	0,01275927	0,01114465	0,01432009
E2		0,03338241	0,01666377	0,02502309
E3	0,00677142	0,01248677	0,00122649	0,00682823
E4	0,06108848	0,05010125	0,0225083	0,04456601
E5	0,0980982	0,06182791	3,94654558	1,3688239
E6	0,05670801	0,06106567	0,21698906	0,11158758
E7	0,03271686	0,01974825	0,03131286	0,02792599
E8	0,05670801	0,13410045	0,04524341	0,07868396
E9	0,02928487	0,00600402	0,01160506	0,01563131
E10	-0,03050936	-0,0305903	0,01127192	-0,01660925
E11	0,01077756	0,00114996	0,05076531	0,02089761
E12	0,01290307	0,0440776	0,01244849	0,02314305
E13	0,0974864	0,07516482	0,06896066	0,08053729
E14	0,08326489	0,13410044	0,04524341	0,08753625
E15	7,70374496	0,25436756	0,1178468	2,69198644
E16	0,02494011	0,02566425	0,02297621	0,02452686
E17	0,02764972	0,03271687	0,01974824	0,02670494
E18	0,04326804	0,01351707	0,03412943	0,03030485
E19	0,04145771	0,03541452	0,0441588	0,04034368
E20	0,19258668	0,16917404	0,17709874	0,17961982
E21	0,37537417	0,28887976	0,23005796	0,29810396
E22	0,12839489	0,12236774	0,15409579	0,13495281
E23	0,1288827	0,13178255	0,1654992	0,14205482
E24		0,02327113	-0,026445	-0,00158693
E25	-0,01798682	0,01947675	-0,00758097	-0,00203035
E26		0,03475465	0,03292223	0,03383844
E27		0,05739336	0,16410415	0,11074875
E28		0,01929097	0,03149281	0,02539189
E29		0,18338269	0,19993438	0,19165854
E30		0,01974824	0,02205438	0,02090131

المصدر : من إعداد الطالبة باعتماد على قوائم المالية للمؤسسات وباستخدام برنامج Excel2007

الملحق 06 : نسبة المخاطرة السنوية ومتوسطها الحسابي وتباينها وانحرافها المعياري

المخاطرة	سنة 2010	سنة 2011	سنة 2012	المتوسط الحسابي	التباين	الانحراف المعياري
E1	0,033803106	0,01320842	0,0117903	0,01960061	7,5893E-05	0,00871166
E2		0,03338241	0,01666377	0,02502309	4,65855E-05	0,00682536
E3	0,00677142	0,01248677	0,00122649	0,00682823	1,58504E-05	0,00398126
E4	0,06108848	0,05010125	0,0225083	0,04456601	0,000197543	0,01405501
E5	0,098098198	0,06182791	0,03946546	0,06646386	0,000437784	0,0209233
E6	0,056708011	0,06106567	0,21698906	0,11158758	0,004168426	0,06456335
E7	0,032716865	0,01974825	0,03131286	0,02792599	2,53247E-05	0,00503237
E8	0,083264894	0,13410045	0,05585607	0,0910738	0,00078814	0,02807383
E9	0,029284869	0,00600402	0,01160506	0,01563131	7,38288E-05	0,00859237
E10	-0,03050936	0,02169705	0,01884906	0,00334558	0,000430823	0,02075627
E11	0,010777568	0,00114996	0,06127967	0,0244024	0,000521561	0,02283772
E12	0,001249882	0,04245336	0,01338284	0,01902869	0,000224169	0,01497228
E13	0,097486404	0,07516482	0,06896066	0,08053729	0,000112539	0,01060842
E14	0,083264895	0,13410044	0,05585607	0,0910738	0,00078814	0,02807383
E15	7,766812597	0,25948102	0,11784749	2,7147137	9,573896213	3,09417133
E16	0,024940115	0,03168426	0,02297621	0,02653353	1,04309E-05	0,00322969
E17	0,027649725	0,03271687	0,01974824	0,02670494	2,13579E-05	0,00462146
E18	0,043268045	0,01351707	0,03412943	0,03030485	0,000116125	0,01077615
E19	0,042163868	0,03578212	0,05093286	0,04295962	2,89306E-05	0,00537871
E20	0,044638014	0,04046919	0,04190867	0,04233862	2,24171E-06	0,00149724
E21	0,375374167	0,28887976	0,23005796	0,29810396	0,002671507	0,05168663
E22	0,028621304	0,02799262	0,03280618	0,0298067	3,42324E-06	0,0018502
E23	0,028605285	0,02767685	0,03253589	0,02960601	3,32682E-06	0,00182396
E24		0,02327113	- 0,01761195	0,00282959	0,000278571	0,01669045
E25	0,017986816	0,01947675	0,00763258	0,01503205	2,08095E-05	0,00456175
E26		0,32182844	0,03863308	0,18023076	0,013366602	0,11561402
E27		0,05739336	0,16410415	0,11074875	0,001897866	0,0435645
E28		0,0192086	0,03149281	0,0253507	2,51503E-05	0,00501501
E29		0,04423746	0,0230401	0,03363878	7,4888E-05	0,00865378
E30		0,01974824	0,02205436	0,0209013	8,86363E-07	0,00094147

المصدر : من إعداد الطالبة باعتماد على قوائم المالية للمؤسسات وباستخدام برنامج Excel2007

الملحق 07 : معدل نمو المؤسسات السنوية ومتوسطها الحسابي

معدل النمو	سنة 2010	سنة 2011	سنة 2012	المتوسط الحسابي
E1		-0,07932665	-0,19581214	-0,1375694
E2			-0,65386254	-0,65386254
E3		1,13852595	-0,34883382	0,39484606
E4		0,17473186	-0,57121165	-0,19823989
E5		-0,15553688	0,00521542	-0,07516073
E6		0,21020031	-0,45673666	-0,12326817
E7		0,1771781	-0,10078306	0,03819752
E8		2,20382234	-0,51611514	0,8438536
E9		3,05906838	0,1999092	1,62948879
E10		0,18680385	0,04336789	0,11508587
E11		2,01692875	0,35673706	1,1868329
E12		1,13272629	-0,24703677	0,44284476
E13		-0,13247035	0,30874067	0,08813516
E14		2,20382234	-0,51611514	0,8438536
E15		0,24965654	0,29189346	0,270775
E16		-0,00286922	0,30264206	0,14988642
E17		1,1579025	0,17717811	0,66754031
E18		0,93946692	0,48546171	0,71246432
E19		0,63618766	1,8997927	1,26799018
E20		0,04999789	0,0500006	0,04999925
E21		0,1	0,0999929	0,09999645
E22		0,09999807	0,10000408	0,10000108
E23		0,10000246	0,09999777	0,10000011
E24			-1	-1
E25		2,40574708	0,04433832	1,2250427
E26			-0,98180933	-0,98180933
E27			21,2717805	21,2717805
E28			-0,96197871	-0,96197871
E29			-0,68920776	-0,68920776
E30			-0,9072301	-0,9072301

المصدر : من إعداد الطالبة باعتماد على قوائم المالية للمؤسسات وباستخدام برنامج Excel2007

الملحق 08 : تكلفة الاستدانة السنوية ومتوسطها الحسابي

تكلفة الاستدانة	السنة 210	سنة 2011	سنة 2012	المتوسط الحسابي
E1	0,016327415	0,00049362	0,000702074	0,00584104
E2		0	0	0
E3	0	0	0	0
E4	0	0	0	0
E5	0	0	0	0
E6	0	0	0	0
E7	0	0	0	0
E8	0	0	0	0
E9	0	0	0	0
E10	0	0	0	0
E11	0	0	0,011046709	0,00368224
E12	-0,00105346	0	0	-0,00035115
E13	0	0	0	0
E14	0	0	0	0
E15	0,174178203	0,01088503	9,29448E-07	0,06168805
E16	0	0	0	0
E17	0	0	0	0
E18	0	0	0	0
E19	0,000776234	0,00040043	0	0,00039222
E20	0	0	0	0
E21	0	0	0	0
E22	0,049395715	0,04928291	0,058479115	0,05238591
E23	0,049395715	0,04850746	0,005847912	0,0345837
E24		0	0	0
E25	0	0	1,04491E-05	3,483E-06
E26		0	0	0
E27		0	0	0
E28		0	0	0
E29		0	0	0
E30		0	6,35812E-09	3,1791E-09

المصدر : من إعداد الطالبة باعتماد على قوائم المالية للمؤسسات وباستخدام برنامج Excel2007

الملحق 09: معدل الاستدانة الإجمالية السنوية ومتوسطها الحسابي

مؤشر معدل الاستدانة الإجمالية	سنة 2010	سنة 2011	سنة 2012	المتوسط الحسابي
E1	0	0	0	0
E2		0	0	0
E3	0	0	0	0
E4	0,30962967	0,30962967	0,22771065	0,28232333
E5	0	0	0	0
E6	0,04054171	0,02503851	0,00324943	0,02294322
E7	0	0	0,01460936	0,00486979
E8	0	0,03860588	0,01315277	0,01725288
E9	0	0	0	0
E10	0,00029115	0,00012468	0,00071121	0,00037568
E11	0,81462569	0,85702311	0,70918152	0,79361011
E12	0	0	0	0
E13	0,28113722	0,16246681	0,13177908	0,19179437
E14	0	0,15703313	0,07846191	0,07849835
E15	0,30868421	0,42073987	0,62825306	0,45255905
E16	0,03274653	0,04328249	0,13540943	0,07047948
E17	0	0	0	0
E18	0,0098557	1,70155086	0,10979	0,60706552
E19	0	0	0	0
E20	0,00542476	0,00513894	0,00251704	0,00436025
E21	0,00686995	0,00530261	0,00195798	0,00471018
E22	0,60267893	0,52486769	0,44874034	0,52542898
E23	0,60234163	0,55678469	0,44504306	0,53472313
E24		0	0	0
E25	0,07453028	0,0605196	0,36617614	0,16707534
E26		0	0	0
E27		0	0	0
E28		0,58041381	0,08413718	0,33227549
E29		0,00368645	0,0022369	0,00296168
E30		0	0	0

المصدر : من إعداد الطلبة باعتماد على قوائم المالية للمؤسسات وباستخدام برنامج Excel2007

الملحق 10 : معدل الاستدانة طويل ومتوسط الأجل السنوية ومتوسطها الحسابي

مؤشر الاستدانة طويل ومتوسط الأجل	سنة 210	سنة 211	سنة 212	المتوسط الحسابي
E1	0	0	0	0
E2		0	0	0
E3	0	0	0	0
E4	0,30962967	0,2319205	0,22771065	0,25642027
E5	0	0	0	0
E6	0,04054171	0,02503851	0,00324943	0,02294322
E7	0	0	0	0
E8	0	0	0	0
E9	0	0	0	0
E10	0	0	0	0
E11	0,81462569	0,82697649	0,70918152	0,78359457
E12	0	0	0	0
E13	0,16770769	0,06280524	0,0157431	0,08208534
E14	0	0	0	0
E15	0,30868421	0,40177511	0,62825306	0,44623746
E16	0,02696946	0,02933429	0,01939148	0,02523174
E17	0	0	0	0
E18	0,0098557	1,70155086	0,10979	0,60706552
E19	0	0	0	0
E20	0	0	0	0
E21	0	0	0	0
E22	0,59680257	0,52304998	0,44423753	0,52136336
E23	0,59646856	0,55072408	0,44057735	0,52925667
E24		0	0	0
E25	0,00070656	0,00068309	0,00089293	0,00076086
E26		0	0	0
E27		0	0	0
E28		0,51407891	0,08413718	0,29910804
E29		0	0	0
E30		0	0	0

المصدر : من إعداد الطلبة باعتماد على قوائم المالية للمؤسسات وباستخدام برنامج Excel2007



الملحق 11: معدل الاستدانة قصير الأجل السنوية ومتوسطها الحسابي

مؤشر الاقتراض قصير الاجل	سنة 2010	سنة 2011	سنة 2012	المتوسط الحسابي
E1	0	0	0	0
E2		0	0	0
E3	0	0	0	0
E4	0	0	0	0
E5	0	0	0	0
E6	0	0	0	0
E7	0	0	0,01460936	0,00486979
E8	0	0,03860588	0,01315277	0,01725288
E9	0	0	0	0
E10	0,00029115	0,00012468	0,00071121	0,00037568
E11	0	0,03004662	0	0,01001554
E12	0	0	0	0
E13	0,11342953	0,09966157	0,11603599	0,10970903
E14	0	0,03860588	0,07846191	0,0390226
E15	0	0,01896476	1,9787E-09	0,00632159
E16	0,00577707	0,01394821	0,11601795	0,04524774
E17	0	0	0	0
E18	0	0	0	0
E19	0	0	0	0
E20	0,00542476	0,00513894	0,00251704	0,00436025
E21	0,00686995	0,00530261	0,00195798	0,00471018
E22	0,00587635	0,0018177	0,00450281	0,00406562
E23	0,00587307	0,00606061	0,00446571	0,00546646
E24		0	0	0
E25	0,07382372	0,05983651	0,36528321	0,16631448
E26		0	0	0
E27		0	0	0
E28		0,0663349	0	0,03316745
E29		0,00368645	0,0022369	0,00296168
E30		0	0	0

المصدر : من إعداد الطلبة باعتماد على قوائم المالية للمؤسسات وباستخدام برنامج Excel2007

الفهرس

III	الإهداء
IV	الشكر
V	الملخص
VI	قائمة المحتويات
VII	قائمة الجداول
VIII	قائمة الأشكال البيانية
IX	قائمة الملاحق
X	قائمة الاختصارات والرموز
أ	المقدمة

**Erreur ! Signet non défini.** الفصل الأول : الأسس النظرية والتطبيقية لدراسة العوامل المؤثرة في تركيبة الهيكل المالي

2	تمهيد
3	المبحث الأول : الأدبيات النظرية لدراسة الهيكل المالي ونظرياته والعوامل المؤثرة فيه
3	المطلب الأول : مفاهيم حول الهيكل المالي ومكوناته
3	الفرع الأول : ماهية الهيكل المالي
4	الفرع الثاني : مصادر تمويل الهيكل المالي
7	الفرع الثالث : اختبار هيكل مالي مناسب (أمثل)
7	المطلب الثاني : الأسس النظرية للهيكل المالي
7	الفرع الأول : النظريات المؤدية لوجود هيكل مالي أمثل
10	الفرع الثاني : النظريات المعارضة لوجود هيكل مالي أمثل
13	الفرع الثالث : النظريات الحديثة في تفسير الهيكل المالي
17	المطلب الثالث : العوامل المؤثرة في تركيبة الهيكل المالي
20	المبحث الثاني: الأدبيات التطبيقية- الدراسات السابقة-

25.....	خلاصة الفصل
26.....	الفصل الثاني : دراسة ميدانية لمجموعة من المؤسسات الاقتصادية الصناعية بولاية ورقلة
27.....	تمهيد
28.....	المبحث الأول : الطريقة والأدوات
28.....	المطلب الأول : الطريقة
28.....	الفرع الأول : اختيار مجتمع وعينة الدراسة
28.....	الفرع الثاني : تحديد المتغيرات وقياسها
32.....	الفرع الثالث : طريقة جمع المعطيات وتلخيص المعطيات
33.....	المطلب الثاني : الأدوات
34.....	المبحث الثاني : تحليل وتفسير ومناقشة نتائج الدراسة التطبيقية
34.....	المطلب الأول : نتائج الدراسة التطبيقية
34.....	الفرع الأول: تحديد الأسلوب الإحصائي المقترح ونموذج الدراسة
36.....	الفرع الثاني : نتائج تحليل الانحدار المتعدد لمؤشرات الاستدانة (بصورها الثلاث)
42.....	المطلب الثاني : تحليل وتفسير نتائج الدراسة التطبيقية
43.....	المطلب الثالث : مناقشة نتائج الدراسة
44.....	خلاصة الفصل :
45.....	الخاتمة
49.....	المراجع
53.....	الملاحق
67.....	الفهرس