

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



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

بعنوان:

**أثر الهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية**  
**"دراسة عينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بولاية ورقلة**  
**خلال الفترة 2010-2014 "**

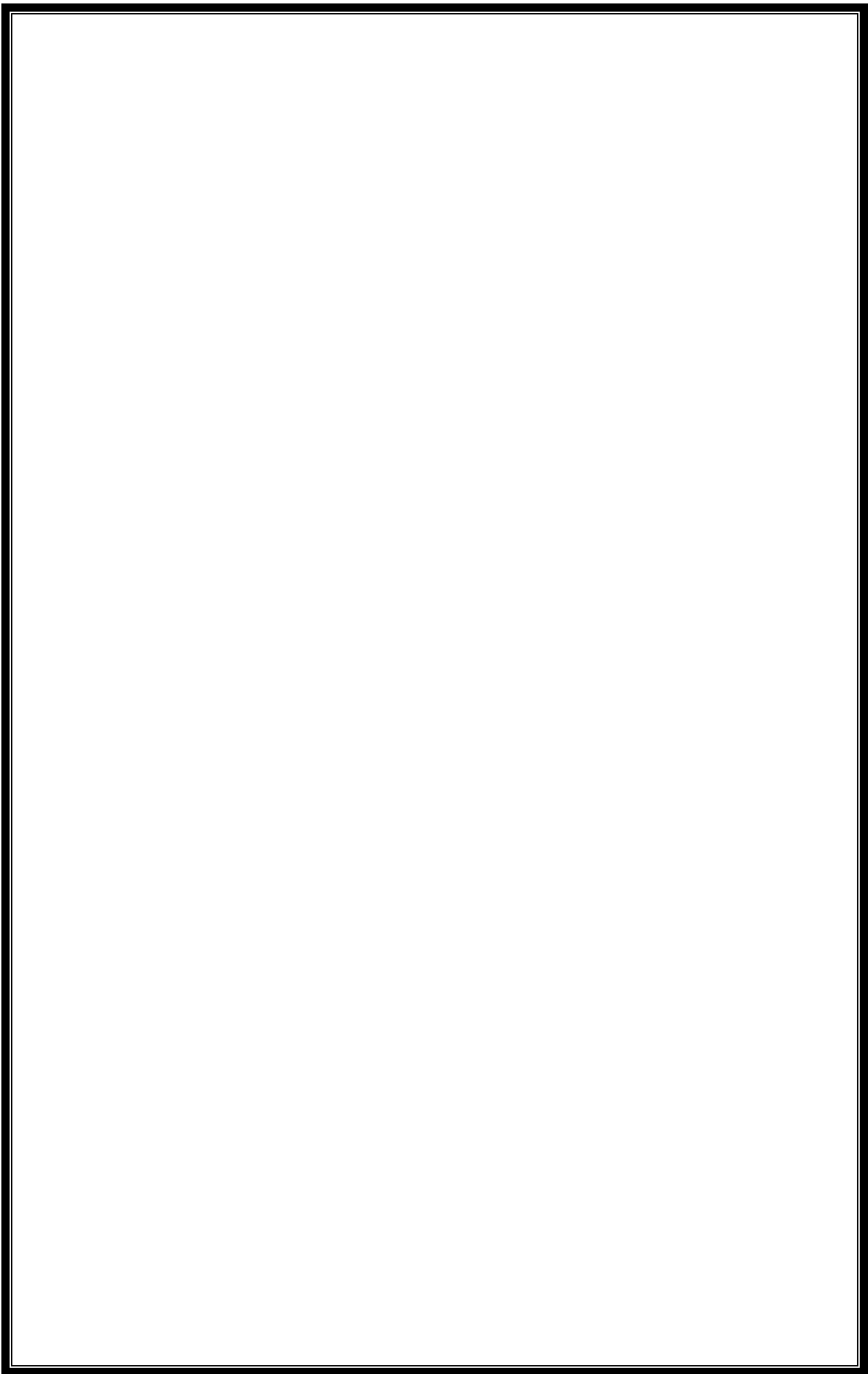
من إعداد الطالبة: عيشاوي خولة

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ : 25/05/2016

أمام اللجنة المكونة من السادة :

الدكتور/ بوزيد عصام.....(أستاذ التعليم العالي \_ جامعة قاصدي مرباح ورقلة) رئيسا.  
الدكتور/بن مالك محمد حسان.....(أستاذة مساعدة \_ جامعة قاصدي مرباح ورقلة) مشرف  
الدكتور بضياف عبد الباقي.....(أستاذ مساعد \_ جامعة قاصدي مرباح ورقلة) مناقشا.

السنة الجامعية 2015/2016





## الإهداء

الحمد لله الذي أعانني على إنجاز هذا العمل حمدا يليق بجلال وجهه وعظيم سلطانه  
والصلاة والسلام على سيدنا محمد صلى الله عليه وسلم وعلى آله وصحبه أجمعين

أهدي هذا العمل إلى قرّة عيني و أعلى أم في الدنيا، إلى من ربّنتني على طاعة الله و لقنتني في الحياة درسا لا  
أنساه و أهدتني من حياتها عمرا أروع من سواه، و هي العزيزة الغالية "أمي" التي أدعوا الله أن يبارك في عمرها و  
يجعلها دوما إكليلا على رأسي.

إلى مثلي الأعلى إلى من سهر على تعليمي إلى من وقف معي في السراء والضراء إلى من بذل الغالي و النفيس  
من أجل إتمام مشواري العلمي "أبي" الذي أرجوا الله أن يديم عزه و يحفظه و يبارك الله في عمره.  
إلى إخواني و "إخوتي الأعمام" .....

إلى من كان سندي طيلة مشواري الجامعي، إلى من ساندني في إنجاز هذا العمل، وإلى من وقف معي في أقصى  
الظروف وأروع اللحظات، " .....

إلى أعمامي و عماتي و أخوالي و خالاتي و أبناءهم الكرام.

إلى أعز صديقاتي ،

إلى كل من لقنتني علما نافعا، و إلى كل معلماتي و أساتذتي الكرام.

إلى كل زملائي و زميلاتي في المشوار الدراسي.

أهدي ثمرة جهدي

## الشكر

الحمد لله الذي أنار لي درب العلم والمعرفة أعانني ووقفني على إنجاز هذا العمل وأمدني بالقوة والصبر على المتواصلة أتوجه بجزيل الشكر والامتنان وأسمى عبارات التقدير والاحترام للأستاذ المشرف بن مالك محمد حسان على توجيهاتها ونصائحها المتواصلة وحرصها على إنجاز هذه المذكرة، أسأل الله أن يجعله ممن قال فيه النبي (ص): "من لا يشكر الناس لا يشكره الله"

كما لا يفوتني أن أتقدم بالشكر لأعضاء اللجنة المناقشة عل ما سوف يقدمونه من التوجيهات والتوصيات لإثراء هذا العمل

كما أتوجه بجزيل الشكر و الامتنان إلى كل من ساعدني من قريب أو من بعيد على إنجاز هذا العمل وأخص بالذكر الأساتذة الكرام: الياس بن ساسي، بن قانة اسماعيل، بوضيف عبد الباقي ، شيخي محمد

شكر خاص لمن ساعدني في إنجاز هذه المذكرة من قريب أو بعيد

فإن كان هذا العمل صوابا فمن الله وإن كان خطأ فمن نفسي والشيطان وصلى الله على سيدنا محمد وعلى آله وصحبه أجمعين

خولة

## ملخص :

تهدف الدراسة إلى توضيح مدى تأثير الهيكل المالي على الأداء المالي لعينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المتواجدة في ولاية ورقلة، خلال الفترة الممتدة من 2010 إلى 2014، وقد شملت عينة الدراسة على 30 مؤسسة صغيرة ومتوسطة تنتمي إلى قطاعات مختلفة، وقد تم استخدام نموذج Panel بأسلوب الانحدار الخطي البسيط لدراسة العلاقة بين الهيكل المالي كمتغير مستقل مقاساً بنسبة ( الديون القصيرة الأجل إلى إجمالي الخصوم، الديون طويلة الأجل والمتوسطة الأجل إلى إجمالي الخصوم، ونسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الخصوم)، والأداء المالي كمتغير تابع مقاساً بأثر الرافعة المالية، وقد توصلت الدراسة إلى عدم وجود علاقة بين الديون القصيرة الأجل وأثر الرافعة المالية وبالتالي الأداء المالي، وتوصلت كذلك إلى وجود علاقة طردية بين نسبة "الديون طويلة المدى ومتوسطة الأجل إلى إجمالي الخصوم وبين أثر الرافعة المالية وبالتالي الأداء المالي، وجود علاقة طردية بين إجمالي الديون إلى إجمالي الخصوم وبين أثر الرافعة المالية وبالتالي الأداء المالي .

**الكلمات المفتاحية:** هيكل مالي، أداء مالي، مردودية مالية، مؤسسات صغيرة ومتوسطة.:

### ABSTRACT:

The study aimed to clarify the extent of the impact of the financial structure on the financial performance for a sample of small and medium enterprises located in Ouargla province, during the period from 2010 to 2014 and included a sample survey on 30 small and medium enterprises belongs to different sectors, we have been using the panel model in a linear simple to study the relationship between the financial structure of an independent variable as measured by (short-term debt to the total liabilities, medium and long-term debt to the total liabilities, the total debt rate to the total liabilities) and the financial performance of the variable continued as measured by the impact of the , the study found no link between short-term debt and the impact of the financial leverage and thereby financial performance, and reached also the existence of a direct relationship between the total debt to the total liabilities and the impact of the financial leverage and thus the financial performance .

**Key words:** financial structure , financial performance ,small and medium enterprises , financial profitability.

## قائمة المحتويات

الصفحة	قائمة المحتويات
III	الإهداء .....
IV	الشكر .....
V	الملخص .....
VI	قائمة المحتويات .....
VII	قائمة الجداول .....
VIII	قائمة الأشكال .....
X	قائمة الاختصارات والرموز .....
IX	قائمة الملاحق .....
أ	المقدمة .....
01	الفصل الأول: مفاهيم أساسية حول الهيكل المالي والأداء المالي .....
03	المبحث الأول: الإطار النظري للهيكل المالي والأداء المالي .....
14	المبحث الثاني: الدراسات السابقة .....
20	الفصل الثاني: أثر الهيكل المالي على الأداء المالي لعينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
22	المبحث الأول: الطريقة والأدوات .....
25	المبحث الثاني: النتائج والمناقشة .....
44	الخاتمة .....
47	قائمة المصادر والمراجع .....
50	الملاحق .....
59	الفهرس .....

## قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
22	يوضح توزيع المؤسسات حسب القطاع	الجدول 2.1
24	يوضح دراسة الوصفية لمتغيرات الدراسة	الجدول 2.2
27	نتائج اختبار النموذج الأول الخطي البسيط التجميعي والثابت والعشوائي لنسبة الديون القصيرة إلى إجمالي الخصوم بدلالة أثر الرافعة المالية	الجدول 3.2
30	نتائج اختبار لاجرونج	الجدول 4.2
30	نتائج اختبار هوسمان	الجدول 5.2
31	أثر المؤسسات بالنسبة للديون القصيرة الأجل	الجدول 6.2
32	نتائج اختبار النموذج الثاني الخطي البسيط التجميعي و الثابت والعشوائي لنسبة الديون الطويلة والمتوسطة الأجل بدلالة أثر الرافعة المالية	الجدول 7.2
34	نتائج اختبار لاجرونج	الجدول 8.2
35	نتائج اختبار هوسمان	الجدول 9.2
35	أثر المؤسسات بالنسبة للديون الطويلة والمتوسطة	الجدول 10.2
36	نتائج اختبار النموذج الثالث الخطي البسيط التجميعي والثابت والعشوائي لنسبة إجمالي الديون بدلالة أثر الرافعة المالية	الجدول 11.2
38	نتائج اختبار لاجرونج	الجدول 12.2
39	نتائج اختبار هوسمان	الجدول 13.2
39	أثر المؤسسات بالنسبة لإجمالي الديون	الجدول 14.2



## قائمة الأشكال البيانية

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
8	العلاقة بين الأموال وبين نسبة الاقتراض	الشكل 1.1
8	العلاقة بين نسبة الاقتراض وقيمة المنشأة	الشكل 2.1
13	حالات أثر الرافعة المالية	الشكل 3.1
22	التوزيع النسبي للمؤسسات عينة الدراسة حسب القطاع	الشكل 1.2
26	تمثيل سحابة النقاط بين المتغيرين (Y) و(X1)	الشكل 2.2
26	تمثيل سحابة النقاط بين المتغيرين (Y) و(X2)	الشكل 3.2
26	تمثيل سحابة النقاط بين المتغيرين (Y) و(X3)	الشكل 4.2

## قائمة الاختصارات والرموز

الاختصار/الرمز	الدلالة
ROE	العائد على حقوق الملكية
ROA	العائد على الأصول
EVA	القيمة الاقتصادية المضافة
Re	المردودية الاقتصادية
Rcp	المردودية المالية
Rex	نتيجة الاستغلال
CP	الأموال الخاصة
AE	الأصل الاقتصادي
PRM	نموذج الانحدار التجميعي
FEM	نموذج التأثيرات الثابتة
REM	نموذج التأثيرات العشوائية
DATTP	الديون القصير الأجل
DLMT	الديون الطويل والمتوسطة الأجل
DTTP	معدل المديونية الإجمالي
D	الاستدانة الصافية
CFROI	عائد التدفق النقدي المتولد على الاستثمار
MVA	القيمة السوقية المضافة

## قائمة الملاحق

الرقم	عنوان الملحق
الملحق 1	نموذج الانحدار التجميعي لـ $x_1$
الملحق 2	نموذج التأثيرات الثابتة لـ $x_1$ بدلالة $y$
الملحق 3	نموذج التأثيرات العشوائية لـ $x_1$ بدلالة $y$
الملحق 4	نتائج اختبار لاجرونج لـ $x_1$ بدلالة $y$
الملحق 5	نتائج اختبار هوسمان لـ $x_1$ بدلالة $y$
الملحق 6	نموذج الإنحدار التجميعي لـ $x_2$ بدلالة $y$
الملحق 7	نموذج التأثيرات الثابتة لـ $x_2$ بدلالة $y$
الملحق 8	نموذج التأثيرات العشوائية لـ $x_2$ بدلالة $y$
الملحق 9	نتائج اختبار لاجرونج لـ $x_2$ بدلالة $y$
الملحق 10	نتائج اختبار هوسمان لـ $x_2$ بدلالة $y$
الملحق 11	نموذج الإنحدار التجميعي لـ $x_3$ بدلالة $y$
الملحق 12	نموذج التأثيرات الثابتة لـ $x_3$ بدلالة $y$
الملحق 13	نموذج التأثيرات العشوائية لـ $x_3$ بدلالة $y$
الملحق 14	نتائج اختبار لاجرونج لـ $x_3$ بدلالة $y$
الملحق 15	نتائج اختبار هوسمان لـ $x_3$ بدلالة $y$

# المقدمة

أ. توطئة:

يعتبر موضوع الهيكل المالي من أهم المواضيع التي تواجه المؤسسة إذ تقع على عاتقها عملية تدبير الأموال اللازمة لتمويل مختلف أنشطة المؤسسة، وذلك من خلال تحديد الكميات التي تحتاجها من الأموال ونوعيتها وعلى إدارة المؤسسة أن تقرر كيفية المزج بين هذه المصادر من حيث الكم والنوع، حيث لا يقتصر عمل المدراء الماليين على مجرد التعرف على مصادر الأموال، بل أن يحصل عليها بأفضل الشروط وأن يشكل ذلك المزيج من الأموال التي تترتب عليها أكبر عائد بأقل تكلفة ممكنة، ويعرف هذا المزيج بالهيكل المالي، حيث يرتبط الأداء المالي الجيد للمؤسسة على قدرتها في تشكيل التوليفة المثلى من هذا الهيكل ومدى استخدام المصادر التمويلية المتاحة أمامها بوتيرة تكافئ دوران أصلها الاقتصادي بما يضمن تشكيل الثروة، والرفع من معدل النمو، وبالتالي قيمة المؤسسة بشكل عام.

ب. طرح إشكالية البحث:

وبناء على ما سبق يمكن صياغة الإشكالية الرئيسة لهذا البحث على النحو التالي:

ما مدى تأثير الهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في ولاية ورقلة للفترة الممتدة (2010-2014)؟

الأسئلة الفرعية:

وتندرج تحت الإشكالية الرئيسية مجموعة من الإشكالات الفرعية والتي يمكن صياغتها على النحو التالي:

- ✓ هل توجد علاقة بين الهيكل المالي ممثلاً بللديون القصيرة الأجل إلى إجمالي الخصوم والأداء المالي ممثلاً بأثر الرافعة المالية؟
- ✓ هل توجد علاقة بين الهيكل المالي ممثلاً بللديون الطويلة والمتوسطة إلى إجمالي الخصوم والأداء المالي ممثلاً بأثر الرافعة المالية؟
- ✓ هل توجد علاقة بين الهيكل المالي ممثلاً بإجمالي الديون إلى إجمالي الخصوم والأداء المالي ممثلاً بأثر الرافعة المالية؟

ت. الفرضيات:

وللإجابة على الإشكالية المطروحة تم الاعتماد على الفرضيات التالية:

- ✓ توجد علاقة طردية بين الهيكل المالي ممثلاً بللديون القصيرة إلى إجمالي الخصوم والأداء المالي ممثلاً بأثر الرافعة المالية؛
- ✓ توجد علاقة طردية بين الهيكل المالي ممثلاً بللديون الطويلة والمتوسطة إلى إجمالي الخصوم والأداء المالي ممثلاً بأثر الرافعة المالية؛
- ✓ توجد علاقة طردية بين الهيكل المالي ممثلاً بإجمالي الديون إلى إجمالي الخصوم والأداء المالي ممثلاً بأثر الرافعة المالية.

ث. مبررات اختيار الموضوع:

من أهم دوافع اختيار هذا الموضوع ما يلي:

- بحكم التخصص مالية المؤسسة تم اختيار الموضوع على مستوى وحدوي؛

- قلة الدراسات الميدانية التي تناولت العلاقة بين الهيكل المالي والأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في ولاية ورقلة على مستوى مكتبة الجامعة .

ج. أهداف الدراسة وأهميتها:

• الأهداف

تهدف هذه الدراسة

✓ إلى تقييم الهيكل المالي للمؤسسة أو إلى الأداء المالي ؛

✓ معرفة مدى تأثير الهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية؛

✓ استعمال مختلف المؤشرات المالية من اجل تقييم السياسات التمويلية المنتهجة على الوضع المالي للمؤسسة؛

✓ التعرف على أداء المؤسسة الاقتصادية.

• أهمية الدراسة:

تظهر أهمية البحث في ربط الجانب الكمي بالجانب النظري، إذ يجمع بين النظريات والتحليل الإحصائي وهذا ما يزيد دعما من حيث درجة الاطمئنان إلى النتائج المتوصل إليها؛  
التعرف على تأثير الهيكل المالي على الأداء المالي .

ح. حدود الدراسة: من أجل دراسة تأثير الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة قمنا بإجراء دراسة تطبيقية لمجموعة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتمثلت هذه الدراسة في:

الحدود المكانية: تقتصر الحدود المكانية على مجموعة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الموجودة في ولاية ورقلة.

الحدود الزمنية: تتعلق الحدود الزمنية في دراسة للقوائم المالية لعينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية للفترة الممتدة لسنوات (2010-2014).

خ. منهج البحث والأدوات المستخدمة:

من أجل معالجة هذا الموضوع والوصول إلى النتائج المرجوة، سيتم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي في ما يخص الجانب النظري لأنه ملائم لسرد الحقائق، أما في الجانب التطبيقي سيتم الاعتماد على منهج دراسة الحالة من أجل إسقاط الدراسة على مجموعة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في ولاية ورقلة مستخدمين الأساليب الإحصائية والأدوات القياسية وذلك بالاستعانة ببرنامج **EXCEL**، **Eviews** .

د. مرجعية الدراسة :

تم الاعتماد في الدراسة على مجموعة من الك تب والرسائل الجامعية والمجلات العلمية البحث على مواقع الانترنت بالإضافة إلى القوائم المالية لمؤسسات الصغيرة والمتوسطة (الميزانيات، جدول حسابات النتائج) من أجل الدراسة التطبيقية.

ذ. صعوبات البحث:

واجهتنا عدّة صعوبات في هذا البحث من بينها:

- صعوبة الحصول على القوائم المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة عيّنة الدراسة؛
- صعوبة تبويب المعلومة واستخدام البرامج.

### ر. هيكل البحث :

تمّ تقسيم هذا البحث إلى فصلين أحدهما نظري والآخر تطبيقي تسبقهما مقدّمة تناولت طرح إشكالية البحث وينتهي البحث على خاتمة تتضمن نتائج وتوصيات الدراسة، حيث تناولنا في الفصل الأوّل والمعنون بالأدبيات النظرية التطبيقية حيث تناول الأسس النظرية للهيكل المالي والأداء المالي إضافة إلى الدراسات السابقة ذات الصّلة بالموضوع، أمّا الفصل الثاني والمعنون بالدراسة الميدانية حيث تم تناول الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة، تحت عنوان الطريقة والأدوات أما المبحث الثاني تحت عنوان النتائج والمناقشة، في المطلب الأول تم تناول فيه النتائج التي تم التوصل إليها أما المطلب الثاني تم مناقشة النتائج المتوصل إليها.

## الفصل الأول

مفاهيم أساسية حول الهيكل

المالي والأداء المالي



تمهيد

عند سعي المؤسسة للحصول على أموال للتمويل احتياجاتها (توسيع نشاطها، تسيير عمليات،...) فإنها تكون أمام خيارات لإشباع احتياجاتها المالية، الاعتماد على التمويل الذاتي، الأموال الخاصة أو اللجوء للاستدانة، لذا يكتسي الهيكل المالي أهمية كبيرة في مجال النظرية المالية، كونه يعكس قراراتها التمويلية التي تعبر عن المصادر المتاحة أمام المؤسسة من أجل الاستعمال الجيد لهذه المصادر لهدف الحصول على مرد ودية، لأنها أداة لقياس الفعالية الاقتصادية لنشاط المؤسسة إلى كونها معيار اتخاذ القرارات إلى أنها وسيلة تستخدم في قياس أثر الاستدانة على المرد ودية.

فموضوع الهيكل المالي الأمتل في المؤسسة من أهمّ المواضيع التي نالت الكثير من الباحثين الاقتصاديين وعليه حاولنا تقسيم الفصل الأول كالتالي:

المبحث الأول: الإطار النظري للهيكل المالي والأداء المالي؛

المبحث الثاني: الدراسات السابقة.

## المبحث الأول: الإطار النظري للهيكل المالي والأداء المالي

من خلال هذا المبحث نحاول الإلمام بأهم المفاهيم المتعلقة بالهيكل المالي والأداء المالي والعلاقة بينهما.

### المطلب الأول: مفهوم الأداء المالي

قبل التطرق إلى مفهوم الأداء المالي للمؤسسة تجدر الإشارة إلى بعض المفاهيم العامة حول الأداء، و فيما يلي عرض لمفهوم الأداء، مفهوم الأداء المالي.

#### الفرع الأول: تعريف الأداء

يعبر الأداء قدرة المؤسسة على تحقيق أهدافها طويلة الأجل ومدى قدرتها على استغلال مواردها نحو تحقيق الأهداف المنشودة، فالأداء دالة لكافة أنشطة المؤسسة وهو المرآة التي تعكس وضع المؤسسة من مختلف جوانبها وتسمى كافة الأطراف في المنظمة إلى تعزيز الأداء الأمثل.<sup>1</sup>

#### الفرع الثاني: تعريف الأداء المالي

توجد عدة تعاريف للأداء المالي نذكر منها ما يلي:

**تعريف 1:** "يمثل الأداء المالي المفهوم الضيق لأداء الشركات حيث يركز على استخدام مؤشرات مالية لقياس مدى إنجاز الأهداف حيث أنه الداعم الأساسي للأعمال المختلفة التي تمارسها الشركة، ويساهم في إتاحة الموارد المالية وتزويد الشركة بفرص استثمارية في ميادين الأداء المختلفة، والتي تساعد على تلبية احتياجات أصحاب المصالح وتحقيق أهدافهم".<sup>2</sup>

**تعريف 2:** "يمكن تعريف الأداء المالي على أنه تشخيص الصحة المالية للمؤسسة لمعرفة مدى قدرتها على إنشاء قيمة و مجابهة المستقبل من خلال الاعتماد على الميزانيات، جدول حسابات النتائج، و الجداول الملحقة، مع الأخذ بعين الاعتبار الظرف الاقتصادي و القطاع الذي إليه المؤسسة. و تشخيص الأداء يتم بمعاينة المر دودتي الاقتصادية للمؤسسة و معدل نمو الأرباح".<sup>3</sup>

**تعريف 3:** "وقد أجمع معظم الباحثين على إن الأداء المالي يعتمد كمفهوم على عملية التحليل المالي التي تعرف على بأنها سلسلة من الأساليب المالية التي يمكن استخدامها لتحديد قوة المؤسسة أو ضعفها. وتستخدم النسب المالية بصورة رئيسية في هذا التحليل من أجل مقارنة الأداء الماضي بالأداء الحالي و المتوقع و معرفة نواحي الاختلاف".<sup>4</sup>

<sup>1</sup> عزيزة حملاوي، أثر التكاليف البيئية على الأداء المالي للمؤسسة، مذكرة ماستر، مالية مؤسسة، منشورة، جامعة قاصدي مرياح، ورقلة، 2011: ص 63.

<sup>2</sup> محمد محمود الخطيب، الأداء المالي و أثره على عوائد أسهم الشركات، دار الحامد، عمان، 2009: ص 45.

<sup>3</sup> عبد الغني دادن، قراءة في الأداء المالي و القيمة في المؤسسة الاقتصادية، مجلة الباحث، العدد 04، الجزائر، 2006: ص 41 - 42.

<sup>4</sup> فلاح حسن الحسني، مؤيد عبد الرحمان الدوري، إدارة البنوك مدخل كمي و استراتيجي معاصر، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، عمان، 2003: ص 234.

الفرع الثالث: مؤشرات الأداء المالي

أولاً: مؤشرات تقليدية و من أهم هذه الأدوات معدل العائد على حقوق الملكية و معدل العائد على الأصول

1 -معدل العائد على حقوق الملكية ROE:

يقيس معدل العائد على حقوق الملكية مدى كفاءة الإدارة في استغلال أموال الملاك و قدرة هذه الأموال على توليد الأرباح. و بالتالي فهو مؤشر لقياس ربحية الدينار الواحد المستثمر. حيث يدل ارتفاع هذا المعدل على كفاءة الإدارة في استغلال الأموال لضمان عائد مرضي للملاك، إلا إن هذا المؤشر غير ملائم إذا ارتفعت أسعار الفائدة، فقد يؤدي ذلك إلى تحجيم الوعاء الضريبي، و ينعكس ذلك على مصداقية معدل العائد على حقوق الملكية الذي يكون مرتفعاً بسبب تضخمه.<sup>1</sup>

و تعطى العلاقة لحساب هذا المؤشر كالتالي:

$$ROE = \text{النتيجة الصافية} \div \text{الأموال الخاصة}$$

2 -معدل العائد على الأصول ROA:

يعتبر معدل العائد على الأصول مقياس من مقاييس الربحية، حيث يعبر عن العلاقة بين الأرباح و حجم الأموال المتاحة للإدارة، و هو يقيس القدرة على تحقيق الأرباح من الأموال المتاحة للإدارة بغض النظر عن طريقة تدويلها، فهو يعكس الأنشطة التشغيلية و الاستثمارية للمؤسسة و لا يعكس الأنشطة التمويلية في ربحية المؤسسة.<sup>2</sup>

$$ROA = \text{النتيجة الصافية} \div \text{إجمالي الأصول}$$

و يحسب هذا المؤشر بالعلاقة التالية :

ثانياً: مؤشرات حديثة

من بين أهم هذه الأدوات مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة، مؤشر القيمة السوقية المضافة، عائد التدفق المتولد على الاستثمار<sup>3</sup>

1 -القيمة الاقتصادية المضافة:

يعتبر مؤشر القيمة المضافة من أهم مقاييس الإنجاز المالي، كما أنها تعبر أكثر من أي مؤشر آخر عن تقدير الربح الحقيقي، حيث يركز هذا المقياس على مفهوم خلق القيمة، و ينبط بتعظيم ثروة المساهمين، و يعرف على أنه صافي الربح التشغيلي بعد اقتطاع الضرائب مطروح منه حاصل ضرب رأس المال في تكلفته.

$$EVA = RE - (K * CI)$$

و تعطى العلاقة المبسطة للقيمة الاقتصادية المضافة كالتالي:

حيث أن: EVA: القيمة الاقتصادية المضافة، RE: نتيجة الاستغلال خارج الضريبة،

K: تكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال، CI : رأس المال المستثمر و يضم (الديون + أموال خاصة).

وقد وجهت لمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة جملة من الانتقادات أهمها:

- يعتبر مؤشر القيمة المضافة من مؤشرات خلق القيمة فيما هو إعادة فقط لصياغة طريقة القيمة الحالية؛
- يعتبر مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على الأداء المالي لسنة مالية واحدة أي الأداء قصيرة الأجل؛

<sup>1</sup> حمزة محمود الزبيدي، التحليل المالي لأغراض تقييم الأداء و التنبؤ بالفشل، الطبعة الثانية، الوراق للنشر و التوزيع، الأردن، 2011: ص 220.

<sup>2</sup> عبد الباقي بضياف، تأثير المخاطر المالية على الأداء المالي للمؤسسة، مذكرة ماجستير، غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2014: ص 36.

<sup>3</sup> عبد الباقي بضياف، نفسه، ص. ص 33-34-35

- يتم حساب مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة من البيانات المالية المعدة في نهاية الفترة وهو بذلك لا يساعد المسيرين على تحديد الأسباب الحقيقية لعدم الكفاءة في النواحي التشغيلية؛
- لا يأخذ مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة لقسم في المؤسسة مقارنة يقسم آخر لاختلاف حجم الاستثمار المتاح لكليهما.

## 2 - القيمة السوقية المضافة:

تعرف القيمة السوقية المضافة بأنها الفرق بين القيمة السوقية والقيمة الدفترية، وتعطي تقييماً شاملاً لأداء المؤسسة منذ نشأتها وحتى تاريخ قياس قيمتها السوقية، ويتم تقديرها من خلال الفرق بين القيمة السوقية و القيمة الاسمية للسهم مضروب في عدد الأسهم، وعكس مدى قدرة الإدارة على تعظيم ثروة المساهمين و تعطي علاقتها كالتالي :

PE: ربح الاقتصادي لسنة.

CMPC: تكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال.

كما يمكن تحديد القيمة السوقية المضافة MVA من خلال تحديدنا لتدفقات التغذية للفنية الاقتصادية المضافة EVA كالتالي :

## 3 - عائد التدفق المتولد على الاستثمار :

يعرف مؤشر عائد التدفق النقدي المتولد على الاستثمار بأنه المعدل بين فائض خزينة الاستغلال بعد الضريبة والأصل الإجمالي (قبل الاهتلاكات و المؤونات وتصحيحات التضخم) و هو يعبر عن معدل العائد المحقق من استثمارات المؤسسة. ويمكن لهذا المؤشر مساعد متخذي القرار في معرفة ما إذا كانت المؤسسة تحقق خلق للقيمة أم لا و ذلك بمقارنته بالتكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال.

1 إذا كان مؤشر CFROI أكبر من التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال هناك خلق للقيمة.

2 إذا كان مؤشر CFROI أقل من التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال هناك تدهور للقيمة.

وتعط العلاقة الرياضية لهذا المؤشر كالتالي :

$$\text{CFROI} = \text{فائض خزينة الاستغلال بعد الضريبة} / \text{الأصل الإجمالي}$$

## المطلب الثاني: مفهوم الهيكل المالي

يعتبر الهيكل من أهمّ الجوانب التي يهتم بها أصحاب المصالح داخل المؤسسة من مساهمين ومسيرين، كما لها تأثير على استقرار المؤسسة من الجانب المالي، وعليه في هذا المطلب سنتعرف على مفهوم الهيكل المالي والعوامل المؤثرة عليه وأهمّ النظريات المفسترة له.

### الفرع الأول: تعريف الهيكل المالي

**التعريف 1:** «إذ لا بدّ في البداية أن نفرق بين المعنى المرتبط بمصطلحين شائعين في هذا المجال، الأول الهيكل المالي والذي يقصد به التمويل الدائم للمنشأة والذي يتكون عادة من القروض طويلة الأجل، والأسهم الممتازة وحقّ الملكية ويستبعد جميع أنواع الائتمان قصيرة الأجل، وعلى هذا الأساس فإنّ هيكل رأس المال للمنشأة يعتبر جزءاً من هيكلها المالي. وعلى هذا الأساس فإنّ هيكل رأس المال المنشأة تعتبر جزءاً من هيكلها المالي، ويتكون حقّ الملكية من الأسهم العادية وفائض رأس المال والأرباح المحتجزة المجمعة»<sup>1</sup>.

**التعريف 2:** «يعرف (الهندي، 1989م) الهيكل المالي بأنه تشكيلة المصادر التي حصلت منها المنشأة على أموال بهدف تمويل استثماراتها، وتشهد على كافة العناصر التي تتكون منها مكونا الخصوم، سواء كانت تلك العناصر طويلة الأجل أو قصيرة الأجل، بينما يعرفه (الميداني، 1999) هو كيفية تمويل إجمالي موجودات استثمارات الشركة، ويتمثل ذلك بالجانب الأيسر للميزانية، أي جانب المطلوبات وحقوق المساهمين الذي يبين كافة وسائل التمويل الذي تستخدمه الشركة»<sup>2</sup>.

من خلال التعاريف السابقة يمكن أن نعرف الهيكل المالي بأنه مصادر التمويل أو الجانب الأيسر من الميزانية

– مفهوم الهيكل المالي الأمثل: «يقصد بأمثلية الهيكل المالي للمؤسسة مدى إمكانية اختيارها لنسبة تمويل معيّنة بين كلّ من الأموال الخاصة والديون بالشكل الذي يؤدي إلى تدننه تكلفة رأس المال أقصى ممكن وبالتالي تعظم قيمة المؤسسة»<sup>3</sup>.

### الفرع الثاني: العوامل المؤثرة في الهيكل المالي<sup>4</sup>:

يتأثر قرار المؤسسة في اتخاذ الهيكل المالي المناسب بعدة محددات نلخصها فيما يلي:

- **استقرار المبيعات:** هناك علاقة طردية بين درجة استقرار المبيعات ونسبة الاقتراض في الهيكل المالي للمؤسسة فكلّما زادت درجة الاستقرار تمكنت المؤسسة من دفع التزاماتها الثابتة على القروض بأقلّ خطورة ممكنة، والعكس صحيح.
- **المنافسة:** كلّما ارتفع عدد المنافسين انخفضت ربحية المؤسسة وبالتالي يقلّ اعتمادها على الاستدانة وتلجأ للأموال الخاصة، لأنّ خدمة الديون تتوقف على ربحية المنشأة وعلى حجم مبيعاتها، أي أنّ هناك علاقة عكسية بين المؤسسة ونسبة الاقتراض في المؤسسة.

<sup>1</sup> محمد صالح الحناوي، الإدارة المالية والتمويل، كلية التجارة جامعة الإسكندرية، الدار الجامعية، العدد 4، 2011: ص 249.

<sup>2</sup> شلال سليمان وآخرون، العوامل المحددة للهيكل المالي في شركات الأعمال، مجلة المنارة، المجلد 14، العدد 1، 2008: ص 58.

<sup>3</sup> دادن عبد الوهاب، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، العدد: 4، 2007: ص 108.

<sup>4</sup> سمية لزغم، أثر الهيكل المالي على القرارات المالية في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مذكرة ماستر، مالية المؤسسة، غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2012: ص. ص 54-55.

- **هيكل الأصول:** إذ أنّ المؤسسة التي تحتوي على نسبة عالية من الأصول الثابتة والتي تعتبر ضمانات تقدّمها المؤسسة عند حصولها على أموال مقترضة تكون أكثر قدرة على الاستفادة من درجات عالية من الاستدانة.
- **معدّل النمو:** تقوم المؤسسات التي تنمو بمعدلات عالية باللجوء إلى التمويل الخارجي في تغطية مختلف احتياجاتها التوسعية، على عكس الأخرى ذات النمو المنخفض.
- **المرونة المالية:** تشير المرونة المالية إلى مدى قدرة المؤسسة على مواجهة مختلف التغيرات التي تحدث، وبالتالي تعديل خططها التمويلية بما يتلاءم واحتياجاتها المختلفة. إذ أنّ التمويل عن طريق الاستدانة يوفر مرونة أكبر من التمويل عن طريق الأموال الخاصّة.
- **التوقيت:** وهو ذو صلة مباشرة بالعامل السابق، بحيث يجب استخدام المصدر الملائم في الوقت المناسب، من خلال متابعة مختلف التغيرات ومواكبتها في الوقت الضروري لذلك.
- **حجم المؤسسة:** يؤثّر حجم المؤسسة بشكل كبير على تركيبة الهيكل المالي، بحيث أنّ المؤسسات ذات الحجم الصغير تعتمد على المصادر الداخليّة في تمويلها بينما المؤسسات ذات الحجم الكبير فتعتمد على الاستدانة.
- **دورة حياة المؤسسة:** وتقسّم إلى أربع مراحل أساسية هي مرحلة الحول، التوسيع، النضج والتدهور، ويختلف الهيكل المالي للمؤسسة باختلاف المرحلة التي تكون فيها.
- **اتجاهات رجال الإدارة:** يتأثّر اختيار مصادر التمويل في المؤسسة باتجاهات الإداريين من خلال وجهتين، الأولى السيطرة والتحكّم من خلال اللجوء للاستدانة والثاني الخطر من خلال اللجوء للأموال الخاصّة.
- **اتجاهات المقرضين:** يلعب المقرض دورًا هامًا في تحديد تركيبة الهيكل المالي للمؤسسة، لأنّ المقرض هو من يوافق أو لا على نسبة الاقتراض التي تطلبها المؤسسة.

### الفرع الثالث: النظريات المفسرة للهيكل المالي

- بدأت الدراسات حول الهيكل المالي مع بداية الخمسينيات عندما ظهرت أول نظرية في هذا المجال التي أصبحت تعرف الآن بنظرية التقليدية للهيكل المالي ثم تلتها باقي النظريات حيث ظهرت آراء متعارضة ومتضاربة إزاء تأثير قرار التمويل على قيمة المؤسسة وبالتالي الوصول لهيكل مالي أمثل تكون فيه تكاليف الأموال في أدنى مستوياتها.<sup>1</sup>
- على الاستثمار الذي يطلبه المقترضون أو الملاك، وطالما أنّ تكلفة الاقتراض أقلّ تكلفة إصدار أسهم عادية جديدة، فإنّ زيادة نسبة الاقتراض نسبة مصادر التمويل الرخيصة، يترتب عليها انخفاض في تكلفة الأموال وارتفاع في قيمة المنشأة بالتبعية.<sup>2</sup>
- أولاً: النظريات المؤيدة لوجود هيكل مالي أمثل:

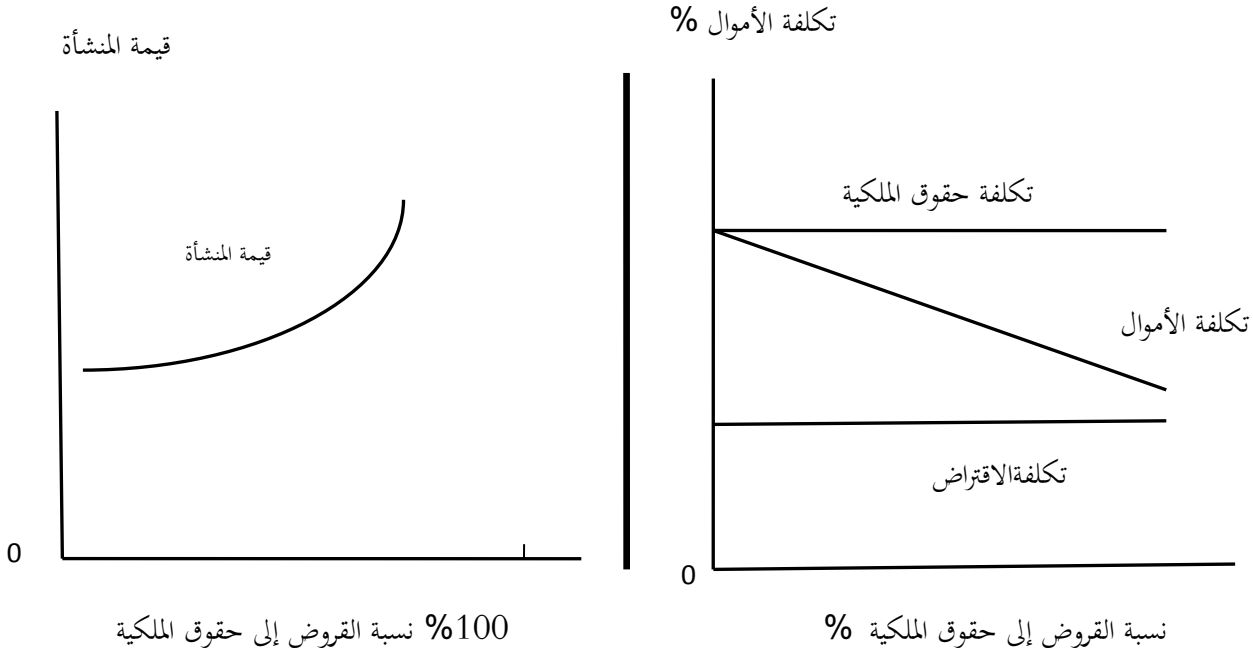
#### 1 - مدخل صافي الربح: تفترض مدخل صافي الربح أنّ تكلفة كل من الاقتراض وحقوق الملكية ثابت لا يتغيّر بتغيّر نسبة

الاقتراض وارتفاع وانخفاض نسبة الاقتراض في هيكل رأس المنشأة، لا يترتب عليه ارتفاع أو انخفاض في معدّل العائد

<sup>1</sup> أنفالحة خبيزة، تأثير الهيكل المالي على استراتيجية المؤسسة الصناعية، مذكرة ماجستير، اقتصاد صناعي، منشورة، جامعة بسكرة، 2012: ص 50.

<sup>2</sup> منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، الطبعة الثانية، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، 1998: ص 177.

الشكل (1-1) العلاقة بين الأموال وبين نسبة الاقتراض الشكل (1-2) العلاقة بين نسبة الاقتراض وقيمة المنشأة.



**المصدر:** منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل ، الطبعة الثانية، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، 1998: ص 180.

يتضح من الشكل (1-1) أن تكلفة الأموال تنخفض كلما زادت قيمة الأموال المقترضة، الأقل تكلفة وانخفضت قيمة الأموال المملوكة الأكثر تكلفة الاقتراض إلى حقوق الملكية، وذلك على الرغم من أن تكلفة الأسهم العادية وتكلفة السندات ثابتة عند المستويات المختلفة من الاقتراض، ولما كان انخفضت تكلفة الأموال يعني ارتفاع القيمة السوقية للمنشأة فإن هيكلاً رأس مال للمنشأة في ظل هذا المدخل هو ذلك الهيكل الذي يضمن أكبر نسبة ممكنة (حتى لو كانت 100% أمن الأموال المقترضة وهو ما يوضحه شكل (1-2) ولعل من الواضح أن نقطة الضعف الأساسية التي يعاني منها مدخل صافي الربح، أنه يقوم على اقتراض ثابت معدل العائد المطلوب على الاستثمار ومن قبل الدائنين والملاك) مهما تغيرت نسبة الاقتراض داخل هيكل رأس المال.

## 2- النظرية التقليدية:

اعتبر المخل السابق أن هناك استقلالية بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة، لكن هذا المخل على عكسه اعتبر وجود هيكل مالي أمثل تنخفض عنده تكلفة الأموال إلى حدّها الأدنى، أين تكون قيمة المؤسسة عند حدّها الأقصى، وذلك بافتراض أن تكلفة الاستدانة وتكلفة الأموال الخاصة في زيادة مع ارتفاع الزرع المالي، بسبب زيادة المخاطر المالية، إذًا كيف يمكن أن تنخفض التكلفة الكلية؟ وكيف يمكن إيجاد نسبة مثالية مادامت النسبتين في زيادة؟

تقوم فكرة هذا المدخل على أنّ الاعتماد على الاستدانة في حدود معينة يؤدي إلى انخفاض تكلفة الأموال عند نسبة معينة (مثالية) وبعد هذه النسبة تبدأ النسبتين في الزيادة نتيجة المخاطر المالية الناجمة عن الرفع المالي، في الجهة المقابلة تكون قيمة المؤسسة في ارتفاع إلا أن تصل إلى أقصى قيمة لها عند النسبة المثالية، أين تبدأ في الانخفاض تدريجيًا بعد هذه النسبة<sup>(1)</sup>.

ثانيا: النظريات المعارضة لوجود هيكل مالي أمثل:

### 1 - نظرية ربح الاستغلال:

أو ما يسمّى بصافي ربح العمليات يقوم هذا المدخل على افتراضين أساسيين مفادها أنّ تكلفة رأس المال  $K$  تكون ثابتة أيًا كانت نسبة الاستدانة في المؤسسة، وأنّ تكلفة الاستدانة  $Kd$  ثابتة هي الأخرى، في حين ترتفع تكلفة الأموال الخاصة مع كل زيادة في معدل الاستدانة، ويرر أصحاب هذا المدخل ثبات تكلفة رأس المال بأنّ الزيادة في تكلفة الأموال الخاصة سيعوضها انخفاض بنفس القيمة في تكلفة الاستدانة ناتج عن زيادة الاعتماد على هذا المصدر ذو التكلفة المنخفضة نسبيًا<sup>(2)</sup>.

### 2 - نموذج Modigliani et Miller:

يجيب الاقتصاديان على السؤال حول أمثلية الهيكل المالي ب لا ، أي لا يوجد هيكل مالي أمثل حيث يريان أن تكلفة رأس مال وقيمة المؤسسة مستقلتان عن هيكلها المالي في ظل سوق مالية كفاء وغياب الجباية ويوجد تكافؤ بين مختلف أنماط التمويل<sup>3</sup>، غير أنه من الملاحظ استمرار الجدل القائم حول تأثير الهيكل المالي على تكلفة رأس المال ، فبينما يعتقد المفكرون التقليديون وجود هيكل تمويل أمثل تنخفض عنده تكلفة رأس المال وتصل قيمة المؤسسة إلى أقصاها نجد أن M&M يرفضان هذه الفكرة، ذلك لأنهما يعتقدان أن هيكل التمويل (في ظل عدم وجود ضرائب) لا يمكن له تأثير على تكلفة رأس المال وقيمة المؤسسة ، حيث لا يتغير مع تغير تركيبة الهيكل المالي وهو ما يتفق مع نظرية صافي ربح الاستغلال ويختلف مع نظرية صافي الربح، أما في ظل وجود ضريبة على ربح الشركات فيعرف كل من M&M بأن قيمة المؤسسة التي يتضمن هيكل تمويلها ديون تفوق قيمة المؤسسة، غير أنه إذا كان للاستدانة تأثيرا إيجابيا على قيمة المؤسسة فأن هناك تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة<sup>4</sup>.

ثالثا: النظريات الحديثة في تفسير الهيكل المالي: بعد الانتقادات الموجهة للنظريات السابقة وفي ظلّ عدم وجود سوق تام ظهرت العديد من النظريات التي أخذت قيودًا (تكلفة الوكالة والإفلاس) هذا السوق في الحسبان عند التحليل، وهذه أهمّ تلك النظريات.

### 1 - نظرية التوازن: لم تركز هذه النظرية على الاستدانة كمصدر للتمويل فقط، بل حتّى على مشاكل الدفع والالتزام

بالديون التي تؤدي إلى العسر المالي وبالتالي الإفلاس، وأهمّ التيارات التي تنطوي تحتها كالتالي:

<sup>(1)</sup> علي بن الضب، دراسة الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة ، مذكرة ماجستير، مالية مؤسسة، غير منشورة ، جامعة قاصدي مرياح، ورقلة، 2009: ص. 102-103.

<sup>(2)</sup> منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 100.

<sup>(3)</sup> عبد الوهاب دادن، مرجع سبق ذكره، ص 107.

<sup>(4)</sup> إلياس بن ساسي، يوسف قرشي، مرجع سبق ذكره، ص 348.



**1-1- تكلفة الإفلاس:** تتعرض المنشأة التي يتكون هيكل رأسمالها من حقوق ملكية وقروض لمخاطر الإفلاس، ويرجع هذا إلى أنّ فشل المؤسسة في سداد قيمة القرض والفوائد في تواريخ الاستحقاق يعطي الحق للمقرضين في اتخاذ إجراءات قانونية قد تنتهي بإعلان إفلاس المؤسسة، وتمثل تكاليف الإفلاس في تكاليف مباشرة تتمثل في المصروفات الإدارية والقانونية، وتكاليف غير مباشرة تتمثل في انخفاض أرباح المؤسسة... إلخ<sup>(1)</sup>

**1-2- نظرية الوكالة:** تعرف الوكالة بأنها عقد بموجبه يقوم شخص يدعى الموكل باللجوء إلى شخص لآخر يسمى الوكيل من أجل القيام بمهمة له وباسمه فيما يخص المؤسسة، بحيث يوجد هذا العقد بين المساهمين أو المقرضين أو المسيرين من خلال قيامهم بجزء من سلطاتهم وكلّ عون اقتصادي يبحث عن تعظيم منفعتهم الخاصة قبل العامة مما يؤدي إلى ظهور تعارض وتضارب في المصالح وتنشأ تكاليف الوكالة بسبب لجوء المالك إلى وضع نظام للرقابة على سلوك الإدارة يهدف التخفيف من حدة الصراع القائم بينهما والصراع القائم بين الملاك والدائنين<sup>(2)</sup>.

**2- نظريات متعدّدة الأشكال<sup>(3)</sup>:** تنقسم النظريات المتعددة الأشكال إلى نوعين وهي كما يلي:

### 1-2- نظرية الإشارة:

تستند هذه النظرية على مفهوم انعدام التناظر في المعلومة التي تتميز بها الأسواق المالية، إذ أنّ المعلومات التي تنشرها المؤسسات ليست هي بالضرورة المتغيرات الحقيقية فتذهب هذه النظرية إلى تأكيد أنّ مدراء المؤسسات الأحسن أداءً فهي التي تستطيع إصدار مؤشرات خاصة وفعّالة (هيكل رأس المال، مكافآت رأس المال...) تميّزها عن غيرها من المؤسسات الأقل أداءً وخصوصية هذه المؤشرات هي صعوبة نشرها من قبل المؤسسات الضعيفة، وتقترح هذه النظرية نموذجًا يحاول أن يعكس نوعية مؤسسة ما على أساس هيكلها المالي فالمستثمرون يصنّفون المؤسسات الموجودة في السوق على فئتين الصنف A أحسن أداءً من الصنف B ومن أجل هذا التصنيف يحدّد المستثمرون في السوق مستوى من الاستدانة  $D^*$  يسمى الاستدانة الحرجة، بحيث أنّ المؤسسات ذات الرفيعة (A) لها قدرة على الاستدانة أعلى من  $D^*$  وهكذا.

### 2-2- نظرية الالتقاط التدريجي:

تضمّ هذه النظرية نموذجين هما نموذج Myers 1990 وWilliamson 1988 نستخلص من خلالهما أنّ نظرية الالتقاط التدريجي التي لا تفترض وجود معدّل تمويل أمثل كما هو الحال بالنسبة لنظرية التوازن، فإنّ المؤسسة تتبع ترتيب لأنماط أو مصادر تمويل محدودة وفق ما تملّيه الضرورة للتمويل الخارجي، وليس محاولة منها البحث عن الهيكل المالي الأمثل هذا الترتيب يتمّ التعبير عنه بشكل مختلف من وضعية إلى أخرى تبعًا للهدف الذي يسعى مسير المؤسسة إلى تحقيقه.

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

(2) ياسين العايب، إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية، مذكرة دكتوراه، جامعة قسنطينة، 2011: ص 42.

(3) إلياس بن ساسي، قرشي يوسف، مرجع سبق ذكره، ص. 392-393.

### المطلب الثالث: علاقة الهيكل المالي بالأداء المالي

تتحد علاقة الهيكل المالي بالأداء المالي من خلال ما يعرف بأثر الواقعة المالية إذ يفسر هذا الأخير معدل مردودية الأموال الخاصة تبعاً لمعدل مردودية الأصل الاقتصادي وتكلفة الديون.

#### الفرع الأول: مفهوم الرافعة المالية

"يعرّف ويستون برجهان «الرافعة المالية أو عامل الرفع المالي على أنه نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول أو إجمالي قيمة الشركة»<sup>1</sup>.

"أما إبراهيم هندي فعرّف الرفع المالي على أنه «درجة اعتماد المنشأة في تمويلها أصولها على المصادر التمويلية ذات الدخل الثابت (سواءً أكانت قروضاً أو سندات أو أسهماً ممتازة) مما يؤثر على الأرباح التي يحصل عليها الملاك كما يؤثر على درجة المخاطر التي يتعرضون لها»<sup>2</sup>.

#### الفرع الثاني: تعريف أثر الرافعة المالية

**التعريف 1:** يمكن أن تعرف أثر الرفع المالي «بأنه ذلك الأثر الذي تحدثه عملية الاقتراض على مردودية الأموال الخاصة، ومنه فإنّ مردودية الأموال الخاصة عبارة عن المجموع الجبري لكلّ من أثر الرافعة المالية ومعدل المردودية الاقتصادية ونلخص إلى أنّ أثر الرفع المالي عبارة عن المقدار الذي سوف يترحم المردودية الاقتصادية إلى مردودية مالية»<sup>3</sup>.

**التعريف 2:** أثر الاستدانة على الأموال الخاصة وتتوقف على الهيكل المالي للمؤسسة يعني مدى نسبة زيادة الأرباح الناتجة عن استخدام أموال الغير (الاقتراض) في عمليات المؤسسة من أجل تمويل الاحتياجات المالية<sup>4</sup>.

**التعريف 3:** يقيس تأثير الاستدانة على مردودية الأموال الخاصة إذن هو يوضح الشروط التي تستطيع من خلالها المؤسسة تحسين الأموال الخاصة (المردودية المالية) بواسطة الاستدانة داخل هيكل المالي<sup>5</sup>.

ويمكن حساب أثر الرافعة المالية كالتالي: **أثر الرافعة المالية = المردودية المالية - المردودية**

**أ- المردودية المالية:** تعرف المردودية المالية على أنّها كذلك مردودية الأموال الخاصة «أي مدى مشاركة الأموال الخاصة في تحقيق نتائج المؤسسة حيث تهتم المردودية المالية بإجمالي أنشطتها»<sup>6</sup>.

(1) بسام محمّد الأغا، أثر الرافعة وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار، رسالة ماجستير، منشورة، جامعة غزة، فلسطين، 2005: ص 75.

(2) منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره ص 80.

(3) ياسين ضيف، تأثير الهيكل المالي على قيمة الشركة المسعرة، مذكرة ماجستير، غير منشورة، جامعة قاصدي مرياح، ورقلة، 2015: ص 26.

(4) سمية دربال، سلوك المؤسسات الاقتصادية في تحويل نموها الداخلي، مذكرة ماجستير، غير منشورة، جامعة قاصدي مرياح، ورقلة، 2012: ص 61.

(5) تير زغود، محددات سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، مذكرة ماجستير، غير منشورة، جامعة قاصدي مرياح، ورقلة، 2009: ص 45.

(6) عادل عشي، الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية قياس وتقييم، رسالة ماجستير، غير منشورة، جامعة محمد حيدر، بسكرة، 2002: ص 85.

وتعرف كذلك «وتسمى أيضا بعائد أو مردودية الأموال الخاصة، وهي العلاقة بين النتيجة التي حققتها المؤسسة والأموال الخاصة، فهي تقيس العائد المالي المتحقق من استثمار أموال أصحاب المؤسسة»<sup>(1)</sup>.

$$\text{حيث أن: } \text{المردودية المالية} = \frac{\text{(الأموال الخاصة)}}{\text{(النتيجة الصافية)}} \times 100$$

ب- **المردودية الاقتصادية:** «هي العلاقة بين النتيجة الاقتصادية التي تحقّقها المؤسسة ومجموع الأموال التي استعملتها وهي مردودية تقيس الفعالية في استخدام الأصول الموضوعة تحت تصرف المؤسسة، حيث يعبر عن النتيجة الاقتصادية بنتيجة الاستقلال كما يمكن أيضا التعبير عنها بالفائض الإجمالي للاستقلال، وتسمى بالمردودية الاقتصادية الإجمالية لأنها تتحقق قبل عمليات الاهتلاك العمليات المالية وعمليات التوزيع»<sup>(2)</sup>. وتحسب بالعلاقة التالية:<sup>3</sup>

حيث:  $R_e$ : المردودية الاقتصادية

$R_{ex}$ : نتيجة الاستغلال  $t$ : معدل الضرائب على الأرباح  $AE$ : الأصل الاقتصادي.

ويمكن صياغة أثر الرافعة المالية كالتالي:

$$R_{cp} = [R + (R_e - i) \frac{D'}{cp}] (1 - I_s)$$

حيث أنّ  $R_{cp}$ : مردودية الأموال الخاصة،  $R_c$ : المردودية الاقتصادية،  $i$ : تكلفة الاستدانة،  $D$ : الاستدانة الصافية،  $cp$ : الأموال الخاصة،  $I_s$  = معدل الضريبة على أرباح الشركات،  $\frac{D'}{cp}$  الرافعة المالية. ويمثل  $(R_e - i) \frac{D'}{cp}$ : أثر الرافعة المالية.

الفرع الثالث: حالات أثر الرافعة المالية:

لأثر الاستدانة على المردودية عدّة حالات منها<sup>(4)</sup>:

1 - **حالة المردودية الاقتصادية أقلّ من تكلفة الاستدانة:** في هذه الحالة يمّون الرفع المالي غير صالح للمؤسسة أي بزيادة

الاعتماد على الفروض تؤدي إلى انخفاض المردودية المالية ويسجل هذا الانخفاض من خلال زيادة المصاريف المالية.

$$(R_e - i) < 0 \Rightarrow R_f = (R_e - i) \frac{D}{cp} < 0$$

ومن خلال هذه العلاقة يكون أثر الرفع المالي سالب.

(1)- Vernimmenpirre, **finance d'entreprise**, 5<sup>ème</sup> edition, dalloz, paris, 200:2p 311.

(2) مليكة زغيب، ميلود بوشقير، التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2011: ص. 87-88.

(3) -VernimmenPierre, Op.Cit.,p309.

(4) إيمان بن عزوز، تقييم الأداء المالي للمؤسسة لاستخدام مؤشرات الرفع المالي، مذكرة ماستر، مالية مؤسسة، منشورة، جامعة قاصدي مباح، ورقلة، 2010، ص 66.

2 - حالة المردودية الاقتصادية تساوي تكلفة الاستدانة: في هذه الحالة نفس حالة انعدام الاستدانة أي أنّ المردودية المالية تساوي المردودية الاقتصادية وبالتالي الرفع المالي يكون بدون أثر على المردودية المالية.

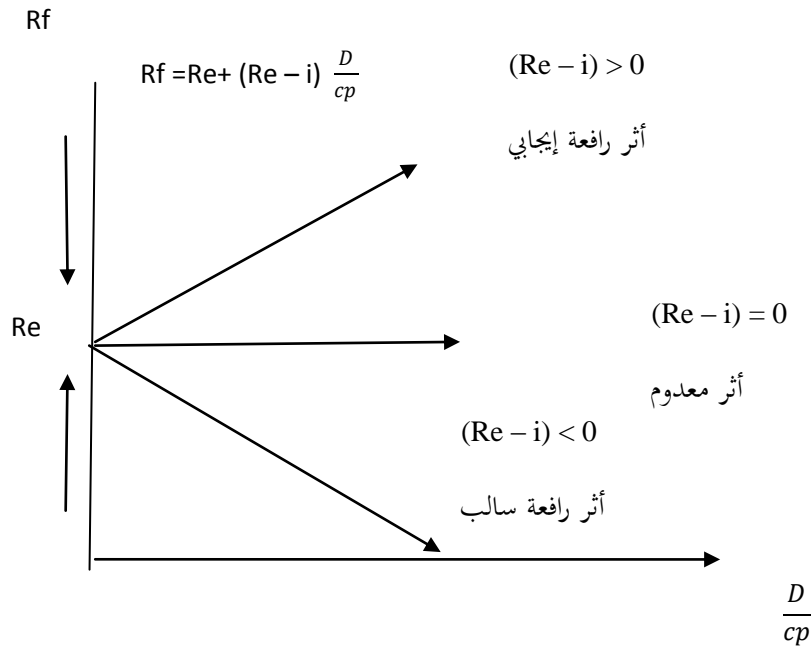
3 - حالة المردودية الاقتصادية أكبر من تكلفة الاستدانة:

عندما تكون المردودية الاقتصادية أكبر من معدل الاستدانة في هذه الحالة يكون الرفع المالي في صالح المؤسسة نظرا للأثر

$$(Re - i) > 0 \Rightarrow Rf = (Re - i) \frac{D}{cp} > 0 \quad \text{الإيجابي للمؤسسة}$$

إذن يمكن تحسين مردودية المالية بزيادة الرفع المالي  $\frac{D}{cp}$  أي يمكن اللجوء للاستدانة يؤدي إلى زيادة المردودية المالية

الشكل رقم (1-3) الحالات الممكنة لأثر الرافعة المالية على مردودية الأموال الخاصة



المصدر: منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 143.

المبحث الثماني: الأدبيات التطبيقية - الدراسات السابقة -

بغرض الإلمام بالموضوع، قمنا بالاطلاع على مجموعة من الأبحاث التي تناولت موضوع الهيكل المالي والأداء المالي من قبل العديد من الدراسيين و الباحثين في مجال مالية المؤسسة و من جوانب مختلفة أيضا و عليه سنحاول من خلال هذا المبحث ذكر بعض الدراسات التي لها علاقة بموضوعنا منها الدراسات بالعربية و بالأجنبية.

المطلب الأول: عرض الدراسات السابقة:

يتمّ في هذا المطلب عرض الدراسات السابقة التي لها صلة بموضوع الدراسة.

الفرع الأول: الدراسات باللّغة العربية:

**1 -دراسة محمد حافظ بوغابة بعنوان دراسة خصوصيات الهيكل المالي وتحليل المردودية لمقاولات البناء والأشغال العمومية (2011)<sup>1</sup>:**

هدفت هذه الدراسة إلى البحث بتقديم المفاهيم الأساسية لموضوع الدراسة المتمثلة أساسًا في الهيكل المالي والمردودية، ومن ثمّ تطرق الباحث إلى أهمّ النظريات التي تناولت الهيكل المالي، وهي النظرية الكلاسيكية، نظرية مود غلياني ومليز والنظريات الحديثة، ويعالج موضوع هذا البحث دراسة الهيكل المالي ومردودية مقاولات البناء والأشغال العموميين لعينة من 24 مؤسسة بمنطقة ورقلة للفترة الممتدة ما بين 2003-2009، حيث تم تشكيل قاعدة معطيات مكوّنة من 105 مشاهدة غير أنّه من أجل التخلّص من تأثير القيم المتطرفة على النتائج وتحسينها تم استبعاد 19 ميزانية من الدراسة لتستقر العينة على 86 مشاهدة، وتمّ اختيار 05 مجموعات من المؤشرات المالية المشكّلة في 38 متغيرة وهي مؤشرات تخصّ الهيكل المالي، مؤشرات تتعلق بالمردودية (تجارية، اقتصادية، مالية) مؤشرات قياس سيولة المؤسسة، مؤشرات تقييم تسيير المؤسسة، مؤشرات قياس الحجم باستعمال برنامج (spss) النسخة 16.

قام الباحث بمعالجة قاعدة المعطيات المتحصل عليها بطريقة التحليل إلى مركبات أساسية ACP والتحليل العاملي التمييزي AFD أسفرت نتائج ACP على وجود 10 عوامل أساسية تفسّر في مجملها 88.02% من الظاهرة محلّالدراسة. وبعد تحليل وتفسير العوامل تبين بأنّ الهيكل المالي لهذه العينة من المقاولات مكونة أساسًا من الأموال الخاصة وديون الاستغلال أمّا بخصوص الأداء، فإنّ هذه المؤسسات تحقّق مردودية تجارية إجمالية ضعيفة مقارنة بالمردودية الاقتصادية والمردودية المالية.

**2 -دراسة ذهبية بن عبد الرحمان: دراسة تأثير التغيرات في مؤشرات الأداء على اختيار الهيكل المالي للمؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية(2012)<sup>(2)</sup>:**

هدفت هذه الدراسة إلى البحث في موضوع تأثير الأداء المالي على اختيار المصادر التمويلية ضمن الهيكل المالي لعينة مكوّنة من 36 مؤسسة صناعية مدرجة في سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة من سنة 2005 إلى سنة 2009 وذلك بالاعتماد على أسلوب الانحدار المتعدد اللوجستي ونموذج Pribit.

<sup>1</sup>محمد حافظ بوغابة، دراسة خصوصيات الهيكل المالي وتحليل المردودية لمقاولات البناء والأشغال العمومية ، مذكرة ماجستير، تخصص اقتصاد وتسيير مؤسسة، جامعة قاصدي مراح ، ورقلة، 2011.

<sup>(2)</sup>ذهبية بن عبد الرحمن، دراسة تأثير التغيرات في مؤشرات الأداء على اختيار الهيكل المالي للمؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية ،مذكرة ماجستير، مالية الأسواق، جامعة قاصدي مراح ،ورقلة، 2012.

خلصت الدراسة إلى أنّ الأداء المالي للمؤسسات الصناعية الأردنية يؤثر على اختيارها لتمويلها وأنّ هذه المؤسسات تستند إلى وضعيتها مقارنة بالنسبة المستهدفة للاستنادة المتمثلة في المتوسط القطاعي للرافعة المالية عند اتخاذها لقرارها التمويلي كما تشير النتائج إلى أنّ تفسير السلوك التمويلي للمؤسسات الصناعية الأردنية، يكون بالتوفيق بين كلّ من نظريتي التوازن والتمويل الرتيبي (نظرية التمويل التسلسلي) في ظلّ سوق الأوراق المالية لا يتصف بالكفاءة الاقتصادية عند المستوى الضعيف.

### 3-دراسة موفق رفاعي عبد الرحمان هناندة بعنوان أثر هيكل رأس المال للشركات المساهمة العامة الصناعية في الأردن(2006)<sup>1</sup>

تهدف هذه الدراسة إلى تحديد أثر مصادر تمويل هيكل رأس المال على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة الصناعية في الأردن خلال الفترة الواقعة ما بين العام ( 1996-2006)، وقد تم استخدام خمسة من المتغيرات لتحقيق ذلك منها متغيرات مستقلة وهي متغيرات تتعلق بهيكل رأس المال (القروض طويلة الأجل)، التمويل من خلال أسهم رأس المال، والتمويل من خلال الأرباح المحتجزة، ومتغيرين تم اعتبارهما كمتغيرات معادلة هما حجم وعمر الشركة أما المتغيرات التابعة فهناك متغير تابع واحد وهو الأداء المالي للشركة ممثلاً بمعدل الربحية ومؤشر القيمة السوقية /القيمة الدفترية .

وقد تم الاعتماد في هذه الدراسة على البيانات المالية الواردة في التقارير المالية للشركات المساهمة العامة الصناعية خلال فترة الدراسة أصل مجتمع الدراسة البالغة 88 شركة مساهمة عامة صناعية، قامت بنشر بياناتها المالية بشكل متصل طوال فترة الدراسة (1996-2006)، تم تحليل البيانات باستخدام أسلوب الانحدار الخطي المتعدد، حيث تم تحليل بيانات الشركات من خلال استخدام البرنامج الإحصائي SPSS وقد توصل الباحث إلى النتائج التالية:

تبين أن التمويل بالملكية له اثر طردي فكلما زاد التمويل بالملكية زادت نسبة الأداء المالي لهذه الشركات.؛

تبين أن التمويل بالقروض طويلة الأجل له أثر عكسي، فكلما زاد التمويل بالقروض طويلة الأجل انخفضت نسب الأداء المالي لهذه الشركات؛

تبين أن التمويل بأسهم رأس المال له أثر عكسي، فكلما زاد التمويل بالأسهم انخفضت نسبة الأداء المالي لهذه الشركات؛

تبين أن التمويل بالأرباح المحتجزة له أثر طردي، فكلما زاد التمويل بالأرباح المحتجزة ارتفعت نسبة الأداء المالي لهذه الشركات؛

هناك أثار ايجابية لكل من عمر الشركة وحجم مبيعاتها على مؤشرات الربحية فيها .

### الفرع الثاني: الدراسات باللّغة الأجنبية

#### 1-دراسة John Kuriaand. Bernard Omboi تحليل تأثير قرارات التمويل على الأداء المالي للشركات غير المالية المدرجة في بورصة تيروبي كينيا(2015)<sup>(2)</sup>:

هدفت الدراسة على تحليل تأثير قرارات التمويل على الأداء المالي للشركات غير المالية المدرجة في بورصة تيروبي كينيا، وتمت الدراسة على عينة مكونة من 44 مؤسسة غير مالية للفترة من 2009-2013، ولتحديد العلاقة بين الهيكل المالي والأداء

<sup>1</sup>موفق رفاعي عبد الرحمان هناندة، أثر هيكل رأس المال للشركات المساهمة العامة الصناعية في الأردن، مذكرة دكتوراه، جامعة عمان العربية للدراسات العليا ، 2006.

<sup>(2)</sup>John Kuria and ,BernardOmboi, Relationship between Capital Structure and Performance Of Non-Financial Companies Listed In the Nairobi Securities Exchange, Kenya, Prime Journal of Business Administration and Management (BAM) ISSN: 2251-1261. Vol. 5(11), pp. 1983-1991, December 28th, 2015  
www.primejournal.org/BAM

المالي تمّ استخدام الإحصاء الوصفي، تحليل الارتباط، تحليل الانحدار المتعدد، حيث تمّ قياس الهيكل المالي (بالرافع المالية، مجموع الخصوم الجارية إلى مجموع الأصول، مجموع الأصول الجارية بنسبة مجموع الأصول) والأداء المالي مقياساً ROA (العائد إلى حقوق الملكية)، ROE (العائد إلى الاستثمار). وخلصت الدراسة إلى النتائج التالية: زيادة الرافعة المالية له أثر سلبي على الأداء المالي مقياساً بـ ROE ونظرية الوكالة غير قابلة للتطبيق في الشركات غير المالية للعيّنة المدروسة، وأنّ استعمال المزيد من المطلوبات المتداولة لتمويل الأصول يزيد من تحسين الأداء، لأنّ المطلوبات المتداولة أقل تكلفة من الديون طويلة ومتوسطة الأجل، ويجب تخفيض الرافع المالية لتعزيز الأداء المالي.

## 2- دراسة Nirajini, and, Priya, K B بعنوان تأثير هيكل رأس المال على الأداء المالي للمؤسسات التجارية المدرجة في بورصة كولومبو (2013)<sup>(1)</sup>:

هدفت الدراسة إلى دراسة تأثير هيكل رأس المال على الأداء المالي للمؤسسات التجارية السيرلانكية المدرجة في بورصة كولومبو، تمثلت في 11 مؤسسة وتمت الدراسة خلال الفترة الممتدة من 2006-2010 وتمّ استخدام تحليل الانحدار المتعدد ومعامل الارتباط، وأثبتت الدراسة وجود علاقة طردية بين الهيكل المالي مقياساً بـ (نسبة الديون إلى حقوق الملكية، ونسبة الديون إلى إجمالي الأصول، ونسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول)، والأداء المالي للمؤسسة مقياساً بـ (نسبة مجمل هامش الربح، ونسبة صافي الربح، ونسبة العائد إلى الأصول ونسبة العائد إلى حقوق الملكية ونسبة العائد إلى رأس العامل). وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية بين نسبة الديون إلى حقوق الملكية ومتغيّرات الأداء المالي (ROCE، NPN، GPM، ROE، ROA) وجود علاقة إيجابية بين نسبة الديون إلى إجمالي الأصول ومتغيّرات الأداء المالي وبين نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول ومتغيّرات الأداء المالي، وتوصّل الباحثان إلى أنّ الهيكل المالي له تأثير كبير على الأداء المالي للشركات.

## 3- دراسة Osuji Casmir, Chinaemerem, and, Odita Anthony بعنوان تأثير هيكل رأس المال على الأداء المالي للمؤسسات النيجيرية غير المالية المدرجة في البورصة (2012)<sup>(2)</sup>:

هدفت الدراسة إلى توضيح تأثير هيكل رأس المال على الأداء المالي للمؤسسات النيجيرية غير المالية المدرجة في البورصة، وقد تمّ اختيار عينة مكوّنة من 30 مؤسسة غير مالية (قطاع صناعي، الزراعي، التجاري، الإنتاج الهندسية والتكنولوجية) واستخدام بيانات محاسبية للفترة الممتدة من 2004-2010 وتمّ استعمال طريقة المربعات الصغرى العادية كوسيلة لتقدير النموذج الذي يوضّح العلاقة بين الهيكل المالي والأداء المالي وقد وظفت الدراسة اختبار Housman لتقدير العشوائية. وتمّ قياس الهيكل المالي بـ (الحجم، العمر، معدل دوران الأصول، إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول، صافي الأصول إلى مجموع الأصول، النمو) والأداء المالي مقياساً بالعائد على الموجودات (ROA) العائد على حقوق الملكية (ROE)، وتوصّل الباحثان إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية طردية بين (العمر، معدل دوران الأصول، حجم الشركة) و (ROE، ROA)، وجود أثر سلبي للهيكل المالي على الأداء المالي في ظلّ وجود تكاليف الوكالة، وهذا ما يتفق مع نظرية الوكالة، العوامل المؤثرة بشكل كبير على الأداء المالي للمؤسسات غير المالية المدرجة في بورصة تتمثل في دوران الأصول وحجم المؤسسة وعمرها.

<sup>(1)</sup>Nirajini, A. Priya, K. B., **Impact of Capital Structure on Financial Performance of the Listed Trading Companies in Sri Lanka**, international Journal of Scientific and Research Publications, Vol 3.15, 2011.

<sup>(2)</sup>Osuji Casmir, Chinaemerem, Odita Anthony, **IMPACT OF CAPITAL STRUCTURE ON THE FINANCIAL PERFORMANCE OF NIGERIAN FIRMS**, Arabio Journal of Business and Management Review (OMAN Chapter) Vol.1, No. 12: July 2012.

4 -دراسة NAIZULI RUTH WAKIDA العلاقة بين هيكل رأس المال والأداء المالي للمؤسسات المتوسطة الحجم في أوغندا (2011)<sup>(1)</sup>:

هدفت الدراسة إلى تحديد العلاقة بين الهيكل المالي للمؤسسات المتوسطة الحجم في أوغندا، واعتمدت الباحثة على طريقتين لإجراء الدراسة (دراسة استطلاعية ودراسة تجريبية)، فالدراسة الاستطلاعية تمثلت في استبيان من 380 نسخة، أما الدراسة التجريبية فقد تمت على 10 مؤسسات تجارية بالاعتماد على قوائم مالية لمؤسسات من مدينة كمبالا لسنة 2007، وذلك باستعمال الانحدار المتعدد وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية بين الهيكل المالي مقاسًا ب(الديون إلى حقوق الملكية، تكلفة رأس المال، قروض الموثوقة أو المضمونة) والأداء المالي مقاسًا ب(نسبة التداول، نسبة السيولة السريعة، هامش الربح الصافي، العائد إلى حقوق المساهمين، العائد إلى الاستثمار). كما كشفت الدراسة على وجود علاقة عكسية بين الهيكل المالي والأداء المالي في المؤسسات المتوسطة الحجم في أوغندا، سياسة الديون المرتفعة تؤدي إلى انخفاض الأداء المالي، ورغم ذلك فإنّ هذه المؤسسات تعتمد على القروض ونتيجة لعجزها عن الوفاء بالتزاماتها المالية يجعلها لا تستمر في نشاطها.

5 -دراسة Ahmad Mohammad ObeidGharaibeh تأثير هيكل رأس المال على الأداء المالي للشركات الغير المالية المدرجة في بورصة البحرين (2015)<sup>2</sup>:

هدف هذه الدراسة إلى تأثير هيكل رأس المال على الأداء المالي للشركات الغير المالية المدرجة في بورصة البحرين. تم إجراء التحقيق باستخدام 5 سنوات البيانات للفترة 2009-2013. تأثير بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية الرئيسية (نمو الناتج المحلي الإجمالي ومعدل التضخم) على أداء. واستخدمت انحدارات متعددة ممثلة المربعات (شريان الحياة) لدراسة تأثير المتغيرات المستقلة (هيكل رأس المال، ومعدل التضخم ونمو الناتج المحلي الإجمالي) على الأداء المالي للتدابير المستخدمة (العائد على الأصول، العائد على حقوق المساهمين، العائد على السهم، والربح الموزع)). يتم تغليف هيكل رأس المال على إجمالي المطلوبات إلى إجمالي الأصول (TLTOTA) ومجموع حقوق المساهمين إلى إجمالي الأصول (EQTOTA). وتشير النتائج إلى أن هيكل رأس المال، ممثلة المسؤولية الكاملة لإجمالي الأصول، له تأثير إيجابي كبير على أداء الشركة ممثلة العائد على حقوق المساهمين، ولكن ليس عن طريق العائد على الأصول، EPS، وDIYIL. كما أشارت النتائج إلى أن مقاييس الأداء تخلفت من العائد على الأصول، العائد على حقوق المساهمين، العائد على السهم، وDYIELD لديها بشكل ملحوظ تأثير إيجابي على مقاييس الأداء للشركة للسنة الحالية. وعلاوة على ذلك، تشير النتائج إلى أن تخلفت متغيرات الاقتصاد الكلي للتضخم لديها علاقة سلبية إلى حد كبير مع مقاييس الأداء معينة (العائد على الأصول، العائد على حقوق المساهمين، والعائد على السهم). وعلاوة على ذلك، تشير النتائج إلى أن نمو الناتج المحلي الإجمالي (GDPG) لديه سلبية إلى حد كبير العلاقة مع الأداء المالي تقاس EPS، ولكن ليس تلك التي تقاس العائد على الأصول، العائد على حقوق المساهمين وDYIELD.

(1) NAIZULI RUTH WAKIDA, CAPITAL STRUCTURE AND FINANCIAL PERFORMANCE A CASE OF SELECTED MEDIUM SIZED ENTERPRISES IN KAMPALA, Master-Memorandum, The CHoole of GraduateStudies, Uganda, 2011.  
 2 Ahmad Mohammad ObeidGharaibeh. The Effect of Capital Structure on the Financial Performance of Listed Companies in BahrainBourse. Journal of Finance and Accounting. Vol. 3, No. 3, 2015, pp. 50-60. doi: 10.11648/j.jfa.20150303.13



## المطلب الثاني: مقارنة الدراسات السابقة

### الفرع الأول: أوجه الاختلاف بين الدراسات السابقة والدراسة الحالية

من خلال استعراض الدراسات السابقة وجدنا أن هذه الدراسات تختلف عن بعضها البعض في عدة جوانب فمن جهة نجد أن معظمها تناولت دراسة تأثير هيكل رأس المال على الأداء المالي، واختلفت من حيث طرق قياس المتغيرات والنتائج حول العلاقة بين الهيكل المالي والأداء المالي، فهناك بعض الدراسات وجدت علاقة طردية وأخرى توصلت إلى علاقة عكسية فقد تم قياس المتغير التابع وهو الأداء المالي لهذه الدراسات (بنسبة مجمل هامش الربح، ونسبة صافي الربح، ونسبة العائد إلى الأصول ونسبة العائد إلى حقوق الملكية ونسبة العائد إلى رأس العامل). أما الدراسة الحالية تم قياس الأداء المالي بأثر الرافعة، كما أن معظم هذه الدراسات كانت العينة فيها مؤسسات مدرجة في البورصة تقتصر على قطاع معين أغلبها ودراسة الحالية كانت العينة مؤسسات صغيرة ومتوسطة لقطاعات مختلفة على أرض الواقع واختلفت أيضا من حيث فترة الدراسة ومن حيث استخدام الأدوات الإحصائية.

### الفرع الثاني: أوجه التشابه بين الدراسات السابقة والدراسة الحالية

على ضوء نتائج الدراسات يمكن القول أن جميع هذه الدراسات في تكامل وانسجام، إذ ركزت معظمها على دراسة العلاقة بين هيكل المالي والأداء المالي.

- جُلّها تأخذ بعين الاعتبار نسب المديونية في قياس المتغير المستقل وهو الهيكل المالي وكانت نفس النسب في قياس هذا المتغير في الدراسة الحالية؛
- معظم الدراسات توصلت إلى وجود علاقة طردية بين الأداء المالي والهيكل المالي ؛
- اعتمدت جلّ هذه الدراسات على النماذج الإحصائية في قياس متغيرات الدراسة وهذا ما تم استخدامه في الدراسة الحالية .

### الفرع الثالث: ما يميز الدراسة الحالية على الدراسات السابقة

أما ما يميّز هذه الدراسة عن سابقتها خاصة المحليّة مهنا بأنّها من حيث الموضوع تبحث عن تأثير الهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر. وتتميّز أيضا من حيث أدوات قياس المتغير التابع وهو الأداء المالي تم قياسه بأثر الرافعة المالية كون أنه لم يطبق في أي دراسة من الدراسات، كما أن هذه الدراسة استخدمت أسلوب الانحدار الخطي البسيط لدراسة تأثير الهيكل المالي على الأداء المالي باستخدام نموذج "Panel"، ككل ولم يصل إلى علمنا وجود دراسات سابقة اعتمدهت وقد غطّت هذه الدراسة مجموعة من القطاعات للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة التابعة لولاية ورقلة، خلال الفترة الممتدة من 2010 إلى 2014، وهي فترة مختلفة عن فترة الدراسات السابقة المحليّة ممّا يسمح بملاحظة التغيّرات التي حدثت في بيئة هذه المؤسسات.

خلاصة الفصل

- لقد سلطنا الضوء من خلال هذا الفصل على الأدبيات النظرية فتم التطرق لمجموعة من المفاهيم المتعلقة بالهيكل المالي والعوامل المؤثرة عليه ونظرياته المفسرة ، الأداء المالي ومؤشرات قياسه وقد تمّ التطرق إلى العلاقة بين الأداء المالي والهيكل المالي من خلال أثر الرافعة المالية، ويمكن تلخيص أهم النقاط والنتائج التي تم التوصل لها من خلال هذا المبحث فيما يلي:
- 1- يعتبر الهيكل المالي تشكيلة المصادر التمويل التي حصلت عليها المؤسسة على أموال أي أنه يشمل كل أنواع وأشكال التمويل من أموال ملكية أو أموال الاقتراض من مصادر قصيرة متوسطة طويلة الأجل.
  - 2- تلجأ الشركة إلى الاستدانة الخارجية بالرغم من ارتفاع مستوى القدرة على التمويل ويتوقف حجم الاستدانة تبعاً لمعدل نمو النشاط تحت قيد تكلفة الإقراض ..
  - 3- يفسر أثر الرافعة المالية المرد ودية المالية بدلالة كل من المر دودية الاقتصادية وتكلفة الديون لأنها تؤثر باتجاهين متعاكسين، إذا كان بإمكانها أن ترفع من مرد ودية الأموال الخاصة بالمقارنة بالمرد ودية الاقتصادية ، فإنه يمكن أن يكون لها أثر عكس في بعض الأحيان وتخفف من مرد ودي الأموال الخاصة بالمقارنة بالمر دودية الاقتصادية.
- أما المبحث الثاني فكان بعنوان الدراسات السابقة التي لها علاقة بموضوع دراستنا، والذي تم من خلال استعراض لأهم جوانب هذه الدراسات والمتمثلة في الهدف من الدراسة ، عيبتها طريقة المعالجة وكذا ذكر أهم النتائج المتوصل لها وفي نهاية كل تم إبراز أوجه الاختلاف والتشابه بين الدراسات السابقة والدراسة الحالية، وتميزت هذه الدراسة في دراسة علاقة الهيكل المالي على الأداء المالي باستخدام أداة لقياس الأداء المالي وهو أثر الرافعة المالية التي لم يتم استخدامه في دراسات سابقة والتي سيتم تغطيتها في دراستنا.

## الفصل الثاني

أثر الهيكل المالي على الأداء المالي

لعينة من المؤسسات الصغيرة

والمتوسطة بورقلة.

## تمهيد

بعد أن تطرقنا في الفصل السابق على المفاهيم المتعلقة بالهيكل المالي من تعريف وما شبه ذلك والنظريات المفسرة للهيكل المالي والأداء المالي وكذا الدراسات السابقة للموضوع لذا سنحاول في هذا الفصل بإسقاط الجانب النظري لأثر الهيكل المالي على الأداء المالي على الواقع وذلك بإجراء دراسة ميدانية لتوصل إلى نتائج الدراسة من خلال عينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بولاية ورقلة.

والإمام أكثر بالجانب التطبيقي للدراسة سوف نتناول من خلال هذا الفصل كل من مجتمع وعينة الدراسة وطريقة جمع وتلخيص المعطيات والتعرف بمتغيرات الدراسة وكيفية قياسها، والأدوات الإحصائية والقياسية والبرامج المستخدمة في معالجة المعطيات المجمعة، كما سيتم عرض وتحليل وتفسير ومناقشة نتائج الدراسة.

لذلك تم تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين التاليين:

المبحث الأول: الطريقة والأدوات؛

المبحث الثاني: تحليل ومناقشة النتائج.

### المبحث الأول: الطريقة والأدوات

قبل الشروع في دراسة أثر الهيكل المالي على الأداء المالي ، نوضح بعض جوانب الدراسة والمثثلة في مجتمع الدراسة وعينتها، وتحديد متغيراتها وكيفية قياسها، ولذا الأدوات الإحصائية المستعملة كل هذا سيتم التطرق له من خلال المطلبين التاليين.

### المطلب الأول: الطريقة المستخدمة في الدراسة

إن لكل بحث طريقة دراسة معينة يتم الاعتماد عليها وتختلف هذه الأخيرة من بحث لآخر وذلك حسب طبيعة الدراسة، وللإجابة على الإشكالية المطروحة واستخلاص النتائج قمنا بالدراسة الميدانية وذلك من خلال إسقاطا لدراسة النظرية على مجموعة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، سنتطرق إلى عرض الطريقة من خلال تقديم عينة الدراسة وتحديد متغيرات الدراسة.

### الفرع الأول: عينة الدراسة

تحصلنا على مختلف المعلومات المتعلقة بالدراسة من خلال السجل التجاري لولاية ورقلة، لقد أعدنا قاعدة معطيات بناء على القوائم المالية والمثثلة في الجزائيات، جدول حسابات النتائج خلال السنوات من 2010 إلى 2014 حيث تشمل عينة الدراسة على مجموعة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حيث بلغ عددها 55 مؤسسة تنشط في قطاعات مختلفة .

وقد تم أخذ بيانات هذه المؤسسات من قوائم مالية دون هوية حرصا على سرية المعلومات وتسهيل المعلومات على اعتبار أنه لا يتم أخذ اسم المؤسسة، إذ تم اختيار عينة الدراسة على أساس عدة معايير كالتالي :

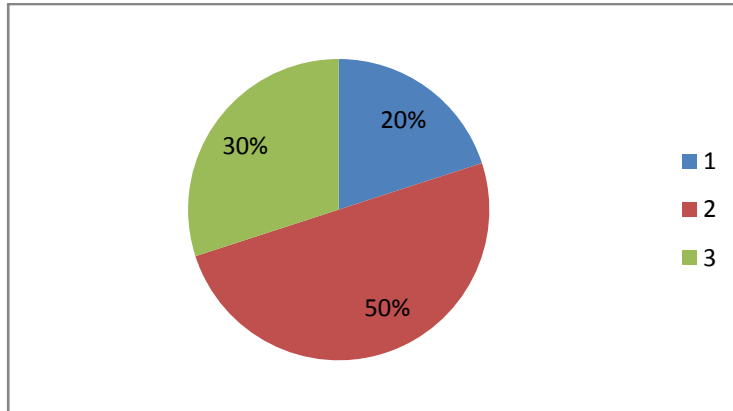
- اعتماد المؤسسات الصغيرة المتوسطة على الديون المالية القصيرة والطويلة والمتوسطة ؛

- توافر البيانات المحاسبية لمدة خمسة سنوات متتالية.

ويعد تصنيف المؤسسات وملائمتها للمعايير المتخذة تم قبول 30 مؤسسة صغيرة ومتوسطة تشكل لنا 150 مشاهدة، حيث استبعدنا 25 مؤسسة والسبب الرئيسي لاستبعادها هو عدم توفرها المعايير السابقة .

وبالتالي كانت العينة النهائية التي تم إجراء الدراسة عليها كالتالي :

### الشكل البياني رقم(1-2): يبين التوزيع النسبي للمؤسسات حسب القطاع.



المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على برنامج Excel 2007

الفرع الثاني: المتغيرات المستخدمة في الدراسة

من خلال الاطلاع على الدراسات السابقة تبين انه توجد العديد من المتغيرات المستقلة التي تقيس الهيكل المالي و المؤثرة على الأداء المالي للمؤسسة ،ولإتمام الدراسة التطبيقية وجب تحديد كيفية قياس المتغيرات المستقلة و التابعة المختارة . وللوصول إلى هدف الدراسة استلزم ذلك استعمال المتغيرات التالية:

**أولاً: المتغير التابع**

يمثل الأداء المالي المتغير التابع للدراسة الحالية.

**ثانياً: المتغير المستقل**

يمثل الهيكل المالي المتغير التابع لنموذج الدراسة، وهو متغير كمي يتطلب قياسه معلومات ذات طبيعة مالية والمتمثلة في مخرجات المؤسسة من القوائم المالية وهذا بغرض تقييم الهيكل المالي للمؤسسة.

**ثالثاً: قياس متغيرات الدراسة**

**1 -** قياس المتغير التابع (الأداء المالي) وهناك عدة نسب تقيس هذا المتغير ولكن في هذه الدراسة سيتم قياسه بأثر الرافعة المالية (Y1)، وهو الفرق بين المر دودتي المالية والمر دودية الاقتصادية. وهذه الأخيرة تم حسابها من أجل حساب أثر الرافعة المالية.

**2 -** قياس المتغير المستقل (الهيكل المالي) لقد استخدمت عدة مقاييس للهيكل المالي في الدراسات التي تناولت هذا

المتغير، أما في دراستنا الحالية فقد تم قياسه بنسب المديونية التالية:

المؤشر الأول:  $X1$  معدل المديونية قصيرة الأجل (DATAP)=الديون قصيرة الأجل /إجمالي الأصول؛

المؤشر الثاني:  $X2$  معدل المديونية طويلة الأجل (DLMT)=الديون طويلة الأجل / إجمالي الأصول؛

المؤشر الثالث:  $X3$  معدل المديونية الإجمالية (DTTP)=إجمالي الديون / إجمالي الأصول.

**المطلب الثاني: أدوات الدراسة**

الفرع الأول: الأدوات المستخدمة في الدراسة

تمت المعالجة عن طريق القوائم المالية المقدمة من طرف المؤسسة حيث أخذنا أهم العناصر التي نستخدمها في حساب مؤشرات الدراسة، واستخدمنا نموذج panel وهي مجموعة من البيانات المقطعية تصف سلوك عدد من المؤسسات عند فترات زمنية مختلفة وعليه فإن بيانات panel تجمع بين ثلاثة حدود مع بعض الحد الموضوعي (نموذج الانحدار التجميعي)، الحد الزمني (نموذج التأثيرات الثابتة)، الحد المقطعي (نموذج التأثيرات العشوائية)، واختبار النموذج الأمثل فيما بينها بواسطة عدة اختبارات ومن بين إيجابيات هذه النماذج إمكانية الحصول على بيانات ذات ثقة أكبر وهذا بسبب زيادة المشاهدات وبالتالي نماذج بانل تقلل من حد مشاكل الارتباط ما بين المتغيرات؛ والتحكم في عدم التجانس التباين الذي يظهر حالة البيانات .

### المبحث الثاني: النتائج و المناقشة

بعد وضوح الطريقة و الأدوات المستعملة في الدراسة سنستعرض فيما يلي النتائج المتوصل إليها، وسنقوم بتحليلها ومناقشتها و تفسيرها من اجل الوصول إلى نتيجة ومقارنتها مع نتائج الدراسات السابقة.

#### المطلب الأول: عرض النتائج المتوصل إليها

من خلال البحث عن المعلومات في السجل التجاري وتحصلنا عن القوائم المالية فقد تم تجميعها وحسابها وعرضها في هذا المطلب الذي يتضمن عرض النتائج المتوصل إليها من خلال المعلومات المتوفرة للمتغيرات محل الدراسة.

#### الفرع الأول: دراسة وصفية

الجدول رقم (2-2) يوضح دراسة وصفية لمتغيرات النقاط

	أثر الرافعة المالية	ديون قصيرة على إجمالي الخصوم	ديون طويلة ومتوسطة على إجمالي الخصوم	إجمالي الديون على إجمالي الديون
Mean	0.284094	0.289101	0.399405	0.554565
Median	0.188556	0.159913	0.375011	0.688226
Maximum	0.872050	0.982430	1.189412	0.998708
Minimum	0.000203	0.001402	0.000393	0.005865
Std. Dev.	0.266139	0.298256	0.350375	0.331342
Skewness	0.910794	0.995727	0.239582	-0.343526
Kurtosis	2.556652	2.677817	1.556934	1.568997
Jarque-Bera	21.96710	25.43556	14.45023	15.74882
Probability	0.000017	0.000003	0.000728	0.000380
Sum	42.61406	43.36513	59.91076	83.18470
Sum Sq. Dev.	10.55368	13.25457	18.29159	16.35832
Observations	150	150	150	150

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews9

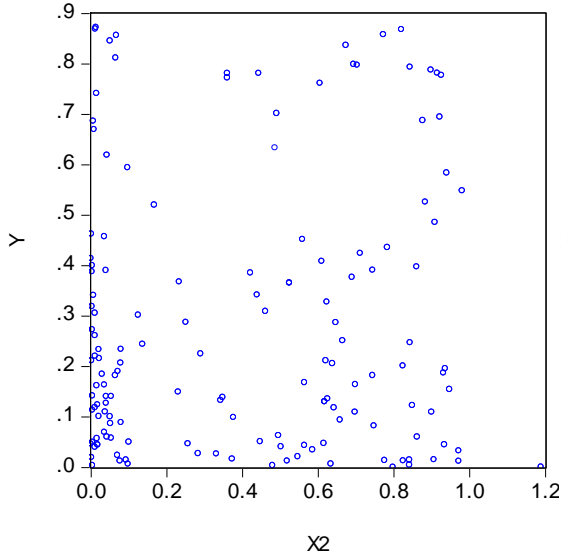
نلاحظ من خلال الجدول بعض المعلومات الخاصة بمتغيرات الدراسة منها أعلى وأدنى قيمة والانحراف المعياري وغيرها الموضحة في الجدول السابق، ونلاحظ أن هناك تشتت كبير بين هذه القيم وهذا يدل على أن هذا التشتت يعني أن المؤسسات تختلف اختلاف كبير فيما بينهم إلا أننا نلاحظ في  $X^3$  القيم متقاربة نوعا وهذا ما يدل على أنه يوجد تجانس.

الفرع الثاني: تحليل الانحدار

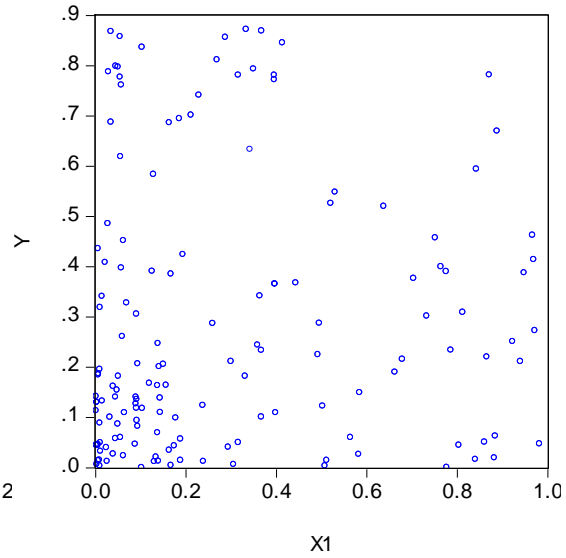
أولاً: شكل الانتشار

نحاول تحت هذا العنوان عرض نتائج الدراسة الإحصائية لأثر الهيكل المالي ممثل (بالديون القصيرة الأجل إلى إجمالي الخصوم، ديون طويلة ومتوسطة الأجل إلى إجمالي الخصوم، إجمالي الديون إلى إجمالي الخصوم) على الأداء المالي ممثلاً بنسبة أثر الرافعة المالية كما يلي:

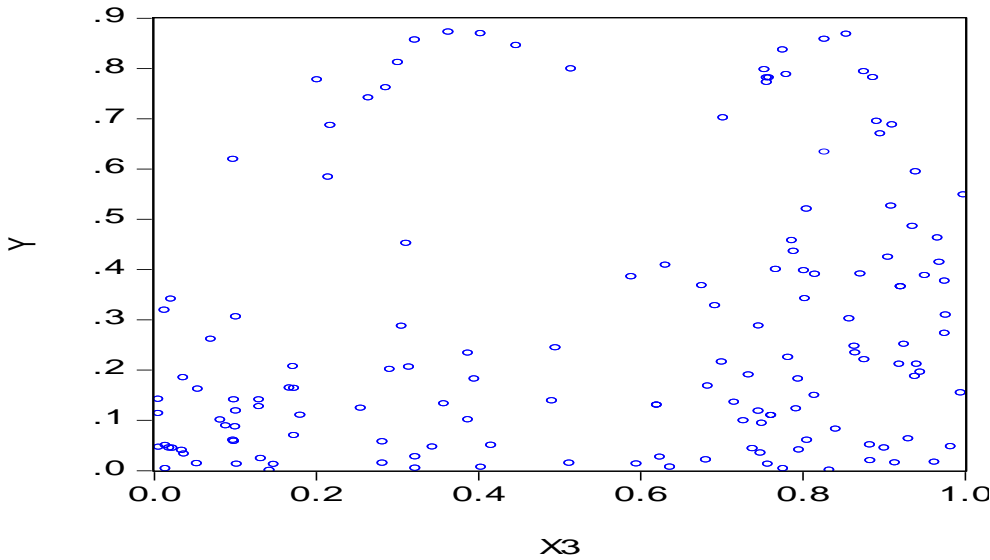
الشكل رقم (2-3) انتشاري ل  $x_2$  بدلالة  $y$ .



الشكل رقم (2-2) انتشاري ل  $x_1$  بدلالة  $y$ .



الشكل رقم (2-4) انتشاري ل  $x_3$  بدلالة  $y$ .



المصدر: من إعداد الطالبة بناء على مخرجات برنامج Eviews

يساعد التمثيل النقطي على صياغة العلاقة الخطية وذلك من خلال ملاحظة شكل انتشار النقاط، فإذا كان هذا الانتشار على شكل معادلة خط مستقيم تكون العلاقة خطية، وإذا كان الانتشار على شكل قطع مكافئ كون العلاقة غير خطية .



من خلال الأشكال السابقة نلاحظ أن العلاقة خطية عشوائية بين المتغيرات، لذلك سيتم تقدير النماذج من أجل التأكد من نوع العلاقة، ثم نختار النموذج الأحسن بناء على عدة معايير إحصائية هي:

ثانيا: عرض النتائج المتوصل إليها

### 1 -دراسة العلاقة بين الديون القصيرة الأجل إلى إجمالي الخصوم بدلالة أثر الرافعة المالية

سنقوم بدراسة العلاقة بين الديون القصيرة الأجل إلى إجمالي الخصوم بدلالة أثر الرافعة المالية وذلك باستخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط لمعرفة طبيعة العلاقة بينهما وهذا ما يوضحه الجدول التالي :

جدول رقم (2-3) نتائج نموذج الانحدار الخطي البسيط (DATTP) بدلالة أثر الرافعة المالية.

rob(fstatistic)	f-statistic	R-squared	(Prob)	t-statistic	(coefficient)	المتغيرات	النموذج المقدر
0.326838	0.967786	0.006497	0.000	8.685344	0.263301	C	تجميبي
			0.3268	0.983761	0.071922	X1	
0.000000	6.009773	0.602397	0.0000	10.32009	0.283158	C	ثابت
			0.9673	0.041122	0.003237	X1	
0.735764	0.114315	0.000772	0.0000	6.334155	0.277114	C	عشوائي
			0.7363	0.337426	0.024142	X1	

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات 9 eviews

تحت هذا العنوان سنقوم بتشخيص القوة الإحصائية للنماذج المقدره وذلك بإجراء اختبار كل من معنوية المعامل  $\beta$  -، ومعنوية النموذج، -Prob، ومعامل التحديد  $R^2$ ، واختيار النموذج الأمثل.

### 1 -التقييم الإحصائي للنموذج التجميبي المقدر (PRM) :

❖ معنوية المعامل المقدره:

- بالنسبة لمعنوية  $\beta_0$  :

$$H : \beta_0 = 0 \quad H_1 : \beta_0 \neq 0$$

من خلال الجدول (2-3) نلاحظ أن القيمة الاحتمالية  $\text{Prob} = 0.0000 \geq 0.05$  ومنه نرفض  $H_0$  ونقبل  $H_1$  أي أن

$\beta_0$  : تختلف معنويا على الصفر بمستوى دلالة 5%.

بالنسبة لمعنوية  $\beta_1$  :

$$H : \beta_1 = 0 \quad H_1 : \beta_1 \neq 0$$

من خلال الجدول (2-3) نلاحظ أن القيمة الاحتمالية  $\text{Prob} = 0.3268 \leq 0.05$  ومنه نقبل  $H_0$  و نرفض  $H_1$  أي أن

$\beta_1$  : لا تختلف معنويا على الصفر بمستوى دلالة 5%.

جودة التوفيق:  $R^2 = 0.006497$  أي أن المعادلة تفسر %0.0064 من التغيرات الإجمالية للديون القصيرة إلى إجمالي الخصوم في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وهي نسبة جودة توفيق منخفضة أما النسبة المتبقية إما متغيرات أخرى و إما عناصر نجهلها وإما صعوبة الحساب.

❖ اختبار المعنوية الكلية للنموذج (اختبار فيشر):

$$H_0: \beta_0 = \beta_1 = 0 \quad H_1: \text{omois}(\beta_j \neq 0)$$

من خلال الجدول (3-2) نلاحظ أن القيمة الاحتمالية  $F \text{ Prob} = 0.050.326838 \leq$  ومنه نقبل  $H_0$  و نرفض  $H_1$  أي أن  $\beta_1$ : لا تختلف معنويا على الصفر بمستوى دلالة 5%.

2 - التقييم الإحصائي للنموذج الثابت المقدر (FEM):

❖ معنوية المعالم المقدرة:

- بالنسبة لمعنوية  $\beta_0$ :

$$H: \beta_0 = 0 \quad H_1: \beta_0 \neq 0$$

من خلال الجدول (3-2) نلاحظ أن القيمة الاحتمالية  $\text{Prob} = 0.05 \geq 0.0000$  ومنه نرفض  $H_0$  و نقبل  $H_1$  أي أن  $\beta_0$ : تختلف معنويا على الصفر بمستوى دلالة 5%.

- بالنسبة لمعنوية  $\beta_1$ :

$$H_0: \beta_1 = 0 \quad H_1: \beta_1 \neq 0$$

من خلال الجدول (3-2) نلاحظ أن القيمة الاحتمالية  $\text{Prob} = 0.05 \leq 0.9673$  ومنه نقبل  $H_0$  و نرفض  $H_1$  أي أن  $\beta_1$ : لا تختلف معنويا على الصفر بمستوى دلالة 5%.

جودة التوفيق:  $R^2 = 0.602397$  أي أن المعادلة تفسر %60 من التغيرات الإجمالية للديون القصيرة الأجل في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وهي نسبة جودة توفيق جيدة أما النسبة المتبقية إما متغيرات أخرى و إما عناصر نجهلها وإما صعوبة الحساب.

❖ اختبار المعنوية الكلية للنموذج (اختبار فيشر):

$$H_0: \beta_0 = \beta_1 = 0 \quad H_1: \text{omois}(\beta_j \neq 0)$$

من خلال الجدول (3-2) نلاحظ أن القيمة الاحتمالية  $F \text{ Prob} = 0.05 \geq 0.000000$  ومنه نرفض  $H_0$  و نقبل  $H_1$  أي أن يوجد معامل على الأقل يختلف معنويا على الصفر بمستوى دلالة 5%.

3 - التقييم الإحصائي للنموذج العشوائي المقدر (REM):

❖ معنوية المعالم المقدرة:

- بالنسبة لمعنوية  $\beta_0$ :

$$H_0: \beta_0 = 0 \quad H_1: \beta_0 \neq 0$$

من خلال الجدول (2-3) نلاحظ أن القيمة الاحتمالية  $\text{Prob} = 0.0000 \leq 0.05$  ومنه نرفض  $H_0$  و نقبل  $H_1$  أي أن  $\beta_0$  : تختلف معنويًا على الصفر بمستوى دلالة 5%.

- بالنسبة لمعنوية  $\beta_1$  :

$$H_0: \beta_1 = 0 \quad H_1: \beta_1 \neq 0$$

من خلال الجدول (2-3) نلاحظ أن القيمة الاحتمالية  $\text{Prob} = 0.0507363 \leq 0.05$  ومنه نقبل  $H_0$  و نرفض  $H_1$  أي أن  $\beta_1$  : لا تختلف معنويًا على الصفر بمستوى دلالة 5%.

❖ جودة التوفيق:  $R^2 = 0.000772$  أي أن المعادلة تفسر 0.0007% من التغيرات الإجمالية لإجمالي الديون إلى في

المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وهي نسبة جودة توفيق منخفضة أما النسبة المتبقية إما متغيرات أخرى و إما عناصر يُجهلها وإما صعوبة الحساب.

❖ اختبار المعنوية الكلية للنموذج (اختبار فيشر):

$$H_0: \beta_0 = \beta_1 = 0 \quad H_1: \text{omois}(\beta_j \neq 0)$$

من خلال الجدول (2-3) نلاحظ أن القيمة الاحتمالية  $\text{Prob} = 0.050735764 \leq 0.05$  ومنه نقبل  $H_0$  و نرفض  $H_1$  أي أن  $\beta_1$  : أي أن يوجد معامل على الأقل يختلف معنويًا على الصفر بمستوى دلالة 5%.

4: أساليب اختبار النموذج الملائم للدراسة:

في أول ما يجب القيام به عند استخدام نموذج panel هو التحقق من خاصية التجانس أو عدم التجانس للنموذج المستخدم أو المدرس، ولتحديد النموذج المناسب للبيانات الطويلة سوف نقوم بعرض أسلوبين الأول: أسلوب الاختيار بين نموذج الانحدار التجميعي، ونموذج التأثيرات الثابتة عن طريق اختبار مضاعف لاجرنج (LM) والثاني: هو أسلوب الاختيار بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية، في حالة وجود أن نموذج التأثيرات الثابتة هو النموذج الملائم فإننا نقوم بالاختيار بينه وبين نموذج التأثيرات العشوائية لتحديد النموذج النهائي الملائم لبيانات الدراسة من خلال استخدام اختبار مضاعف لاجرنج.

➤ اختبار مضاعف لاجرنج (LM)

1 اختيار النموذج الأمثل لتأثير الديون القصيرة الأجل إلى إجمالي الخصوم على أثر الرافعة المالية

نقوم باستخدام هذا الاختبار من أجل التأكد أن نموذج التأثيرات العشوائية هو النموذج النهائي الملائم لبيانات الدراسة.

جدول (2-4) نتائج اختبار مضاعف لاجرانج (LM)

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier	
Prob	LM
0.0000	73.96684

المصدر: من إعداد الطالبة بناءً على مخرجات برنامج Eviews

النموذج العشوائي أو الثابت = H1 : النموذج التجميعي = H0

نلاحظ من الجدول أن قيمة LM المحتسبة والبالغة 73.96684 أكبر من قيمة كآي مربع الحدولية وأيضاً قيمة prob البالغة 0.0000 أقل من 0.05 ومنه نقبل H1 ونرفض H0.

كما لاحظنا في الجدول أعلاه أن النموذج التأثيرات الثابتة هو الأفضل فيجب المفاضلة بينه وبين نموذج التأثيرات العشوائية لتحديد النموذج النهائي الملائم لبيانات الدراسة وذلك من خلال استخدام اختبار هوسمنت وتكون فرضية العدم كالتالي:

- نموذج التأثيرات العشوائية هو النموذج الملائم H<sub>0</sub>

- نموذج التأثيرات الثابتة هو النموذج الملائم H<sub>1</sub>

❖ المفاضلة بين نموذج التأثيرات الثابتة (FEM) والتأثيرات العشوائية (REM):

للمفاضلة بين هذين النموذجين نلجأ إلى اختبار (Hausman test) الموضح في الجدول التالي :

### ➤ اختبار Hausman

يستخدم هذا الاختبار لتحديد النموذج النهائي الملائم لبيانات الدراسة أي من أجل الاختيار بين FEM و REM فإذا كانت القيمة المحسوبة لإحصائية الاختبار أكبر من القيمة الحدولية وإحصائية، يتم رفض فرضية العدم، وقبول الفرضية البديلة القائلة بأن نموذج التأثيرات الثابتة يكون هو الأفضل.

جدول رقم (2-5) نتائج اختبار Hausman:

Hausman test	
chi2(3)	Prob
0.5239	0.406280

المصدر: من إعداد الطالبة بناءً على مخرجات برنامج Eviews

لقد أشارت نتائج اختبار هوسمان في الجدول أعلاه إلى أن قيمة p-value أكبر من 0.05، كما أن القيمة المحسوبة قد بلغت (0.5239) أصغر من القيمة الجدولة وبالتالي يتم قبول H<sub>0</sub> ورفض H<sub>1</sub>، وبالتالي يتم اختيار نموذج التأثيرات العشوائية باعتباره هو الملائم (بالنظر إلى الملحق رقم 03).

$$Y0.2771140.024142+=x1$$

بعد اختيار النموذج الأمثل وهو النموذج العشوائي نقوم بدراسة الأثر وهو موضح في الجدول التالي :

الجدول رقم (2-6) يوضح أثر المؤسسات

الأثر	المؤسسة	الأثر	المؤسسة	الأثر	المؤسسة
-0.171394	21	0.229326	11	-0.104353	1
0.121970	22	-0.086839	12	-0.042546	2
-0.083636	23	-0.029210	13	-0.197372	3
-0.001419	24	0.077169	14	0.035958	4
-0.115909	25	0.038813	15	-0.034074	5
-0.200161	26	0.072263	16	0.251309	6
-0.072428	27	0.334779	17	-0.234485	7
-0.015236	28	0.476269	18	-0.155328	8
-0.133953	29	-0.110482	19	-0.160360	9
0.072554	30	-0.088540	20	0.327314	10

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على مخرجات برنامج Eviews

نلاحظ من خلال الجدول (2-6) أن معظم المؤسسات تأخذ قيم سالبة والإشارة السالبة تدل على العجز فبالتالي هي معدومة وذلك أن المتغير  $X_1$  وهو الديون القصيرة الأجل هو الذي يؤثر في أثر الرافعة المالية والإشارة الموجبة تدل على الفائض فبالتالي يوجد متغيرات أخرى تؤثر في أثر الرافعة المالية من غير الديون القصيرة وهي الديون الطويلة والمتوسطة الأجل وإجمالي الديون .

2 -دراسة العلاقة بين الديون الطويلة والمتوسطة الأجل إلى إجمالي الخصوم بدلالة أثر الرافعة المالية

سنقوم بدراسة العلاقة بين الديون الطويلة والمتوسطة الأجل إلى إجمالي الخصوم بدلالة أثر الرافعة المالية وذلك باستخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط لمعرفة طبيعة العلاقة بينهما وهذا ما يوضحه الجدول التالي :

الجدول رقم (2-7) نتائج نموذج الانحدار الخطي البسيط لـ (DLMT) بدلالة أثر الرافعة المالية .

rob(fstatistic)	f-statistic	R-squared	(Prob)	t-statistic	(coefficient)	المتغيرات	النموذج المقدر
0.308267	1.045271	0.007013	0.0000	7.836875	0.258687	C	تجميعي
			0.3083	1.022385	0.063611	X2	
0.000000	6.761500	0.630257	0.0000	6.619786	0.203420	C	ثابت
			0.0033	2.994745	0.201984	X2	
0.009697	6.866906	0.044341	0.0000	4.794719	0.220010	C	عشوائي
			0.0094	2.630068	0.160447	X2	

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات Eviews 9

تحت هذا العنوان سنقوم بتشخيص القوة الإحصائية للنماذج المقدرة وذلك بإجراء اختبار كلمن معنوية المعامل

-  $\beta$  Prob، ومعنوية النموذج، Prob-F، ومعامل التحديد  $R^2$ .

1 التقييم الإحصائي للنموذج التجميعي (PRM):

❖ معنوية المعامل المقدر:

- بالنسبة لمعنوية  $\beta_0$  :

من خلال الجدول (2-7) نلاحظ أن القيمة الاحتمالية  $\text{Prob} = 0.0000 \geq 0.05$  ومنه نرفض  $H_0$  و نقبل  $H_1$  أي أن

$\beta_0$  : تختلف معنويا على الصفر بمستوى دلالة 5%.

بالنسبة لمعنوية  $\beta_1$  :

من خلال الجدول (2-7) نلاحظ أن القيمة الاحتمالية  $\text{Prob} = 0.3083 \leq 0.05$  ومنه نقبل  $H_0$  و نرفض  $H_1$  أي أن  $\beta_1$

: لا تختلف معنويا على الصفر بمستوى دلالة 5%.

جودة التوفيق:  $R^2 = 0.007013$  أي أن المعادلة تفسر 0.7% من التغيرات الإجمالية للديون الطويلة والمتوسطة الأجل إلى إجمالي

الخصوم في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وهي نسبة جودة توفيق منخفضة أما النسبة المتبقية إما متغيرات أخرى و إما عناصر نجهلها وإما صعوبة الحساب.

❖ اختبار المعنوية الكلية للنموذج (اختبار فيشر):

$$H_0: \beta_0 = \beta_1 = 0 \quad H_1: \text{oumois}(\beta_j \neq 0)$$

من خلال الجدول (7-2) نلاحظ أن القيمة الاحتمالية  $F = 0.308267 \leq 0.05$  ومنه نقبل  $H_0$  و نرفض  $H_1$  أي لا يوجد معامل علماً أقل يختلف معنوياً على الصفر بمستوى دلالة 5%.

2) التقييم الإحصائي للنموذج الثابت المقدر (FEM):

❖ معنوية المعالم المقدر:

- بالنسبة لمعنوية  $\beta_0$ :

$$H_0: \beta_0 = 0 \quad H_1: \beta_0 \neq 0$$

من خلال الجدول (7-2) نلاحظ أن القيمة الاحتمالية  $\text{Prob} = 0.0000 \geq 0.05$  ومنه نرفض  $H_0$  و نقبل  $H_1$  أي أن  $\beta_0$  تختلف معنوياً على الصفر بمستوى دلالة 5%.

- بالنسبة لمعنوية  $\beta_1$ :

$$H_0: \beta_1 = 0 \quad H_1: \beta_1 \neq 0$$

من خلال الجدول (7-2) نلاحظ أن القيمة الاحتمالية  $\text{Prob} = 0.0033 \geq 0.05$  ومنه نرفض  $H_0$  و نقبل  $H_1$  أي أن  $\beta_1$  تختلف معنوياً على الصفر بمستوى دلالة 5%.

جودة التوفيق:  $R^2 = 0.630257$  أي أن المعادلة تفسر 63% من التغيرات الإجمالية في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وهي نسبة جودة توفيق جيدة أما النسبة المتبقية إما متغيرات أخرى و إما عناصر نجهلها وإما صعوبة الحساب.

❖ اختبار المعنوية الكلية للنموذج (اختبار فيشر):

$$H_0: \beta_0 = \beta_1 = 0 \quad H_1: \text{oumois}(\beta_j \neq 0)$$

من خلال الجدول (7-2) نلاحظ أن القيمة الاحتمالية  $F = 0.000000 \geq 0.05$  ومنه نرفض  $H_0$  و نقبل  $H_1$  أي أن يوجد معامل علماً أقل يختلف معنوياً على الصفر بمستوى دلالة 5%.

3) التقييم الإحصائي للنموذج العشوائي المقدر:

❖ معنوية المعالم المقدر:

- بالنسبة لمعنوية  $\beta_0$ :

$$H_0: \beta_0 = 0 \quad H_1: \beta_0 \neq 0$$

من خلال الجدول (7-2) نلاحظ أن القيمة الاحتمالية  $\text{Prob} = 0.0000 \geq 0.05$  ومنه نرفض  $H_0$  و نقبل  $H_1$  أي أن  $\beta_0$  تختلف معنوياً على الصفر بمستوى دلالة 5%.

- بالنسبة لعنوية  $\beta_1$ :

$$H_0: \beta_1 = 0 \quad H_1: \beta_1 \neq 0$$

من خلال الجدول (7-2) نلاحظ أن القيمة الاحتمالية  $\text{Prob} = 0.050.0094 \geq$  ومنه نرفض  $H_0$  و نقبل  $H_1$  أي أن  $\beta_1$  تختلف معنويًا على الصفر بمستوى دلالة 5%.

جودة التوفيق:  $R^2 = 0.044341$  أي أن المعادلة تفسر 4% من التغيرات الإجمالية لديون طويلة والمتوسطة الأجل إلى إجمالي الخصوم على أثر الرافعة المالية في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وهي نسبة جودة توفيق منخفضة أما النسبة المتبقية إما متغيرات أخرى و إما عناصر نجهلها وإما صعوبة الحساب.

❖ اختبار المعنوية الكلية للنموذج (اختبار فيشر):

$$H_0: \beta_0 = \beta_1 = 0 \quad H_1: \text{omois}(\beta_j \neq 0)$$

من خلال الجدول (7-2) نلاحظ أن القيمة الاحتمالية  $\text{Prob} = 0.050.009697 \geq F$  ومنه نرفض  $H_0$  و نقبل  $H_1$  أي أن يوجد معامل على الأقل يختلف معنويًا على الصفر بمستوى دلالة 5%.

14 اختيار النموذج الأمثل لتأثير الديون طويلة ومتوسطة الأجل إلى إجمالي الخصوم على أثر الرافعة المالية :  
الجدول رقم (8-2) نتائج اختبار مضاعف لاجرانج (LM)

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier	
Prob	LM
0.0000	80.52636

المصدر: من إعداد الطالبة بناءً على مخرجات برنامج Eviews

النموذج العشوائي أو الثابت:  $H_1 =$  نموذج التجميعي  $H_0 =$

نلاحظ من الجدول أن قيمة LM المحتسبة والبالغة 80.52636 أكبر من قيمة كآي مربع الجدولية وأيضاً قيمة prob البالغة 0.0000 أقل من 0.05 ومنه نقبل  $H_1$  ونرفض  $H_0$ .

كما لاحظنا في الجدول أعلاه أن النموذج التأثيرات الثابتة هو الأفضل فيجب المفاضلة بينه وبين نموذج التأثيرات العشوائية لتحديد النموذج النهائي الملائم لبيانات الدراسة وذلك من خلال استخدام اختبار هوسمان وتكون فرضية عدم كالتالي:

- نموذج التأثيرات العشوائية هو الملائم  $H_0$

- نموذج التأثيرات الثابتة هو الملائم  $H_1$ .



الجدول رقم (2-9) نتائج اختبار Hausman:

Hausman test	
chi2(3)	Prob
2.085266	0.1487

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على مخرجات برنامج Eviews

لقد أشارت نتائج اختبار هوسمان في الجدول أعلاه إلى أن قيمة prob أكبر من 0.05، كما أن القيمة المحسوبة قد بلغت (2.085266) أصغر من القيمة الجدولة وبالتالي يتم قبول H0 ورفض H1 وبالتالي يتم اختيار نموذج التأثيرات العشوائية باعتباره هو الملائم (بالنظر إلى الملحق رقم 08).

$$Y = 0.220010 + 0.160447x_2$$

بعد اختيار النموذج الأمثل وهو النموذج العشوائي نقوم بدراسة الأثر كما هو موضح في الجدول التالي:

الجدول رقم (2-10) يوضح أثر المؤسسة

الأثر	المؤسسة	الأثر	المؤسسة	الأثر	المؤسسة
-0.130420	21	0.170427	11	-0.108799	1
0.179054	22	-0.067735	12	-0.058666	2
-0.091435	23	-0.009398	13	-0.265761	3
-0.001497	24	0.033826	14	-0.027996	4
-0.086490	25	0.069977	15	-0.055078	5
-0.157553	26	0.125190	16	0.219090	6
-0.044720	27	0.336062	17	-0.275712	7
0.041465	28	0.533972	18	-0.177680	8
-0.151341	29	-0.064597	19	-0.195723	9
0.064487	30	-0.130197	20	0.327249	10

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على مخرجات برنامج Eviews

نلاحظ من خلال الجدول (2-10) أن معظم المؤسسات تأخذ قيم سالبة والإشارة السالبة تدل على العجز وبالتالي هي معدومة وذلك أن المتغير  $x_2$  وهو الديون الطويلة والمتوسطة الأجل هو الذي يؤثر في أثر الرافعة المالية والإشارة الموجبة تدل على الفائض وبالتالي يوجد متغيرات أخرى تؤثر في أثر الرافعة المالية من غير الديون الطويلة والمتوسطة الأجل وهي الديون القصيرة الأجل وإجمالي الديون .

3 دراسة العلاقة بين إجمالي الديون إلى إجمالي الخصوم بدلالة أثر الرافعة المالية.

سنقوم بدراسة العلاقة بين إجمالي الديون إلى إجمالي الخصوم بدلالة أثر الرافعة المالية وذلك باستخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط لمعرفة طبيعة العلاقة بينهما وهذا ما يوضحه الجدول التالي:

الجدول رقم (2-11) نتائج نموذج الانحدار الخطي البسيط (DTTP) بدلالة أثر الرافعة المالية.

المتغيرات	(coefficient)	t-statistic	Prob)	R-squared	f-statistic	rob(fstastic)	النموذج المقدر
C	0.181723	4.381608	0.0000	0.052818	8.252938	0.004667	تجميعي
X3	0.184596	2.872793	0.0047				
C	0.219256	4.950846	0.0000	0.610344	6.213245	0.000000	ثابت
X3	0.116917	1.558447	0.121				
C	0.206267	3.935533	0.0001	0.029387	4.480996	0.035946	عشوائي
X3	0.140338	2.112906	0.0363				

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مخرجات برنامج Eviews 9

تحت هذا العنوان سنقوم بتشخيص القوة الإحصائية للنماذج المقدرة وذلك بإجراء اختبار كلمن معنوية المعالم

-  $\beta$  Prob، ومعنوية النموذج، Prob-F، ومعامل التحديد  $R^2$ .

1 التقييم الإحصائي للنموذج التجميعي المقدر :

❖ معنوية المعالم المقدرة:

- بالنسبة لعنوية  $\beta_0$  :

$H_0: \beta_0$

$H_1: \beta_0 \neq 0$

من خلال الجدول (2-11) نلاحظ أن القيمة الاحتمالية  $0.0000 = \text{Prob} \geq 0.05$  ومنه نرفض  $H_0$  ونقبل  $H_1$  أي أن

$\beta_0$  : تختلف معنويا على الصفر بمستوى دلالة 5%.

بالنسبة لعنوية  $\beta_1$  :

$H_0: \beta_1 = 0$   $H_1: \beta_1 \neq 0$

من خلال الجدول (2-11) نلاحظ أن القيمة الاحتمالية  $0.0047 = \text{Prob} \geq 0.05$  ومنه نرفض  $H_0$  ونقبل  $H_1$  أي أن

$\beta_1$  : تختلف معنويا على الصفر بمستوى دلالة 5%

❖ جودة التوفيق:  $R^2 = 0.052818$  أي أن المعادلة تفسر 5% من التغيرات الإجمالية للديون إلى إجمالي الخصوم في

المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وهي نسبة جودة توفيق منخفضة أما النسبة المتبقية إما متغيرات أخرى و إما عناصر نجهلها وإما صعوبة الحساب.

❖ اختبار المعنوية الكلية للنموذج (اختبار فيشر):

$$H_0: \beta_0 = \beta_1 = 0 \quad H_1: \text{oumois}(\beta_j \neq 0)$$

من خلال الجدول (11-2) نلاحظ أن القيمة الاحتمالية  $F \text{ Prob} = 0.004667 \geq 0.05$  ومنه نرفض  $H_0$  و

نقبل  $H_1$  أي أن يوجد معامل علماً الأقل يختلف معنوية

2التقييم الإحصائي للنموذج الثابت المقدر (FEM):

❖ معنوية المعالم المقدرة:

- بالنسبة لمعنوية  $\beta_0$  :

$$H_0: \beta_0 = 0 \quad H_1: \beta_0 \neq 0$$

من خلال الجدول (11-2) نلاحظ أن القيمة الاحتمالية  $\text{Prob} = 0.0000 \geq 0.05$  ومنه نرفض  $H_0$  و نقبل  $H_1$  أي أن

$\beta_0$  : تختلف معنوية على الصفر بمستوى دلالة 5%.

- بالنسبة لمعنوية  $\beta_1$  :

$$H_0: \beta_1 = 0 \quad H_1: \beta_1 \neq 0$$

من خلال الجدول (11-2) نلاحظ أن القيمة الاحتمالية  $\text{Prob} = 0.121 \leq 0.05$  ومنه نقبل  $H_0$  و نرفض  $H_1$  أي أن

$\beta_1$  : لا تختلف معنوية على الصفر بمستوى دلالة 5%.

❖ جودة التوفيق:  $R^2 = 0.610344$  أي أن المعادلة تفسر 61% من التغيرات الإجمالية في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

وهي نسبة جودة توفيق جيدة أما النسبة المتبقية إما متغيرات أخرى و إما عناصر نجهلها وإما صعوبة الحساب.

❖ اختبار المعنوية الكلية للنموذج (اختبار فيشر):

$$H_0: \beta_0 = \beta_1 = 0 \quad H_1: \text{oumois}(\beta_j \neq 0)$$

من خلال الجدول (11-2) نلاحظ أن القيمة الاحتمالية  $F \text{ Prob} = 0.000000 \geq 0.05$  ومنه نرفض  $H_0$  و

نقبل  $H_1$  أي أن يوجد معامل علماً الأقل يختلف معنوية على الصفر بمستوى دلالة 5%.

3التقييم الإحصائي للنموذج العشوائي المقدر (REM):

❖ معنوية المعالم المقدرة:

- بالنسبة لمعنوية  $\beta_0$  :

$$H_0: \beta_0 = 0 \quad H_1: \beta_0 \neq 0$$

من خلال الجدول (11-2) نلاحظ أن القيمة الاحتمالية  $\text{Prob} = 0.0001 \geq 0.05$  ومنه نرفض  $H_0$  و نقبل  $H_1$  أي

$\beta_0$  : تختلف معنوية على الصفر بمستوى دلالة 5%.

- بالنسبة لمعنوية  $\beta_1$ :

$$H_0: \beta_1 = 0 \quad H_1: \beta_1 \neq 0$$

من خلال الجدول (2-11) نلاحظ أن القيمة الاحتمالية  $\text{Prob} = 0.0363 \geq 0.05$  ومنه نرفض  $H_0$  و نقبل  $H_1$  أي أن  $\beta_1$  : تختلف معنويا على الصفر بمستوى دلالة 5%.

جودة التوفيق:  $R^2 = 0.029387$  أي أن المعادلة تفسر 2% من التغيرات الإجمالية لإجمالي الديون إلى إجمالي الخصوم في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وهي نسبة جودة توفيق منخفضة أما النسبة المتبقية إما متغيرات أخرى و إما عناصر نجهلها وإما صعوبة الحساب.

❖ اختبار المعنوية الكلية للنموذج (اختبار فيشر):

$$H_0: \beta_0 = \beta_1 = 0 \quad H_1: \text{oumois}(\beta_j \neq 0)$$

من خلال الجدول (2-11) نلاحظ أن القيمة الاحتمالية  $\text{Prob} = 0.035946 \geq 0.05$  ومنه نرفض  $H_0$  و نقبل  $H_1$  أي أن يوجد معامل علما أقل يختلف معنويا على الصفر بمستوى دلالة 5%.

14 اختيار النموذج الأمثل لتأثير إجمالي الديون إلى إجمالي الخصوم على أثر الرافعة المالية  
ال جدول رقم (2-12) نتائج اختبار مضاعف لاجرانج (LM)

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier	
Prob	LM
0.0000	69.77017

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على مخرجات برنامج Eviews

نموذج التجميعي =  $H_0$

النموذج العشوائي أو الثابت =  $H_1$

نلاحظ من الجدول أن قيمة LM المحتسبة والبالغة 69.77017 أكبر من قيمة كآي مربع الجدولية وأيضاً قيمة prob البالغة 0.0000 أقل من 0.05 ومنه نقبل  $H_1$  ونرفض  $H_0$ .

كما لاحظنا في الجدول أعلاه أن النموذج التأثيرات الثابتة هو الأفضل فيجب المفاضلة بينه وبين نموذج التأثيرات العشوائية لتحديد النموذج النهائي الملائم لبيانات الدراسة وذلك من خلال استخدام اختبار هوسمان وتكون فرضية العدم كالتالي:

- نموذج التأثيرات العشوائية هو النموذج الملائم  $H_0$

- نموذج التأثيرات الثابتة هو النموذج الملائم  $H_1$ .

الجدول رقم (2-13) نتائج اختبار Hausman:

Hausman test	
chi2(3)	Prob
0.450874	0.5019

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على مخرجات برنامج Eviews

لقد أشارت نتائج اختبار هوسمان في الجدول أعلاه إلى أن قيمة prob أكبر من 0.05، كما أن القيمة المحسوبة قد بلغت (0.450874) أصغر من القيمة المحدولة وبالتالي يتم قبول H0 ورفض H1 وبالتالي يتم اختيار نموذج التأثيرات العشوائية باعتباره هو الملائم. وعلضوء ما سبق نستنتج أن النموذج مقبولاً حصائياً هو النموذج العشوائي (أنظر الملحق رقم 13).

$$Y=0.206267+0.140338x3$$

بعد اختيار النموذج الأمثل وهو النموذج العشوائي نقوم بدراسة الأثر كما هو موضح في الجدول التالي :

الجدول رقم (2-14) يوضح أثر المؤسسات

الأثر	المؤسسة	الأثر	المؤسسة	الأثر	المؤسسة
-0.122433	21	0.191324	11	-0.089842	1
0.121579	22	-0.051497	12	-0.078895	2
-0.108444	23	-0.000798	13	-0.147745	3
-0.005716	24	0.044870	14	0.003461	4
-0.098912	25	0.025358	15	-0.057434	5
-0.142960	26	0.048800	16	0.261926	6
-0.031524	27	0.330015	17	-0.237950	7
-0.038132	28	0.494808	18	-0.159455	8
-0.137575	29	-0.074412	19	-0.165218	9
0.037236	30	-0.116874	20	0.306440	10

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على مخرجات برنامج Eviews

نلاحظ من خلال الجدول (2-14) أن معظم المؤسسات تأخذ قيم سالبة والإشارة السالبة تدل على العجز وبالتالي هي معدومة وذلك أن المتغير X3 هي إجمالي الديون الأجل هو الذي يؤثر في أثر الرافعة المالية والإشارة الموجبة تدل على الفائض وبالتالي يوجد متغيرات أخرى تؤثر في أثر الرافعة المالية من غير إجمالي الديون وهي الديون القصيرة الأجل والديون الطويلة والمتوسطة .

### المطلب الثاني: تحليل و مناقشة النتائج

بعد ما قمنا بعرض النتائج وتحليلها في دراستنا نعرض فيما يلي مناقشة النتائج التي تم التوصل إليها لكل مؤشر من مؤشرات المتغير المستقل (الهيكل المالي).

#### الفرع الأول: تحليل نتائج العلاقة بين الديون القصيرة الأجل إلى إجمالي الخصوم وأثر الرافعة المالية .

من خلال الجدول رقم ( 2-3) والذي يبين النموذج الأمثل للعلاقة بين الديون القصيرة الأجل وأثر الرافعة المالية تم الوصول إلى عدم وجود علاقة بين المتغيرين ومنه يتم صياغة المعادلة التالية:

$$Y0.2771140.024142+=x1$$

حيث:

**c** :هي القيمة المقدرة لأثر الرافعة المالية عند انعدام الديون القصيرة الأجل إلى إجمالي الخصوم أي عندما تساوي الديون القصيرة الأجل إلى إجمالي الخصوم الصفر فإن القيمة المقدرة لأثر الرافعة المالية هي تختلف من مؤسسة إلى مؤسسة وذلك من خلال الجدول (2-06)أثر المؤسسات .

**β1** :هو التغير المقدر لأثر الرافعة المالية عند زيادة ديون القصيرة الأجل إلى إجمالي الخصوم بوحدة واحدة، أي كلما تزيد الديون القصيرة الأجل إلى إجمالي الخصوم بوحدة واحدة فإن أثر الرافعة المالية يزيد بنسبة 0.024142 %، ومره توجد علاقة طردية بين المتغيرين، قد تكون هذه العلاقة بسبب أن العائد من الاستثمارات يغطي الديون بالشكل المناسب.

من خلال النموذج الأمثل (العلاقة بين أثر الرافعة المالية ونسبة الديون القصيرة الأجل) توصلنا إلى عدم وجود علاقة

بين أثر الرافعة المالية ونسبة الديون القصيرة الأجل إلى إجمالي الخصوم، حيث كلما زادت الديون الأجل داخل الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة أدى ذلك إلى زيادة المردودية المالية و بالتالي زيادة ثروة المساهمين و منه نستنتج أن هناك اثر رافعة مالية ايجابي علي المردودية المالية. غير أن هذا الأثر المالي الايجابي الناتج عن اللجوء إلى القروض القصيرة الأجل يفسر فقط نسبة 0.0007% من الأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بولاية ورقلة وهو معدل ضعيف يدل على عدم قدرة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الاستفادة من الديون القصيرة الأجل في الرفع من أدائها المالي المعبر عنه بـأثر الرافعة المالية.

#### الفرع الثاني: تحليل نتائج العلاقة بين الديون الطويلة والمتوسطة الأجل وأثر الرافعة المالية

من خلال الجدول رقم ( 2-7)والذي يبين النموذج الأمثل للعلاقة بين الديون الطويلة والمتوسطة الأجل وأثر الرافعة المالية تم الوصول إلى وجود علاقة بين المتغيرين ومنه يتم صياغة المعادلة التالية :

$$Y= 0.220010 +0.160447x2$$

حيث:

**c** :هي القيمة المقدرة لأثر الرافعة المالية عند انعدام لديون الطويلة والمتوسطة الأجل إلى إجمالي الخصوم أي عندما تساوي بالديون الطويلة والمتوسطة الأجل إلى إجمالي الخصوم الصفر فإن القيمة المقدرة لأثر الرافعة المالية تختلف من مؤسسة إلى مؤسسة وذلك من خلال الجدول (2-10) أثر المؤسسات .

**$\beta 1$** : هو التغير المقدر لأثر الرافعة المالية عند زيادة الديون الطويلة والمتوسطة الأجل إلى إجمالي الخصوم بوحدة واحدة، أي كلما تزيد الديون الطويلة والمتوسطة الأجل إلى إجمالي الخصوم بوحدة واحدة فإن أثر الرافعة المالية يزيد بنسبة 0.160447 %، ومنه توجد علاقة طردية بين المتغيرين .

ومن النموذج الأمثل الذي يفسر العلاقة بين نسبة "الديون متوسطة و طويلة الأجل إلى إجمالي الخصوم" و أثر الرافعة المالية توصلنا إلى وجود علاقة طردية بينهما. أي كلما زاد اللجوء إلى الديون الطويلة و المتوسطة الأجل كلما أدى إلى ارتفاع المردودية المالية وبالتالي ارتفاع اثر الرافعة المالية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة، ومنه نستنتج أن المؤسسات الصغيرة و المتوسطة استطاعت تحقيق مرد ودية اقتصادية أكبر من تكلفة القروض الطويلة و المتوسطة الأجل و بالتالي أثر رافعة مالي إيجابي غير أن هذا الأثر يفسر 4% من الأداء المالي معبرا عنه بالمردودية المالية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة بولاية ورقلة، وهي نسبة منخفضة .

### الفرع الثالث: تحليل نتائج العلاقة بين إجمالي الديون إلى إجمالي الخصوم وأثر الرافعة المالية

من خلال الجدول رقم (2-11) والذي يبين النموذج الأمثل للعلاقة بين إجمالي الديون إلى إجمالي الخصوم وأثر الرافعة المالية تم الوصول إلى وجود علاقة بين المتغيرين ومنه يتم صياغة المعادلة التالية :

$$Y=0.206267+0.140338x3$$

حيث:

**c**: هي القيمة المقدرة لأثر الرافعة المالية عند انعدام إجمالي الديون الأجل إلى إجمالي الخصوم أي عندما تساوي الديون القصيرة الأجل إلى إجمالي الخصوم الصفر فإن القيمة المقدرة لأثر الرافعة المالية تختلف من مؤسسة إلى مؤسسة وذلك من خلال الجدول (2-14) أثر المؤسسات.

**$\beta 1$** : هو التغير المقدر لأثر الرافعة المالية عند زيادة الديون الأجل إلى إجمالي الخصوم بوحدة واحدة، أي كلما تزيد إجمالي الديون الأجل إلى إجمالي الخصوم بوحدة واحدة فإن أثر الرافعة المالية يزيد بنسبة 0.140338 %، ومنه توجد علاقة طردية بين المتغيرين .

من خلال النموذج الثاني و الذي يفسر العلاقة بين نسبة "إجمالي الديون إلى إجمالي الخصوم" و المردودية المالية نستنتج أن العلاقة بينهما علاقة طردية، أي كلما ارتفعت الديون المالية داخل الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة كلما أدى ذلك إلى ارتفاع المردودية المالية لها ومنه نستنتج كذلك وجود أثر إيجابي لأثر الرافعة المالية، غير أن هذا الأثر يفسر فقط نسبة 2.9387 % من الأداء المالي معبرا عنه في المردودية المالية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة بولاية ورقلة، وهي نسبة منخفضة جدا تدل على عدم التسيير الجيد للديون المالية و الاستفادة منها في الرفع من المردودية المالية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة.

### الإستنتاجات:

- من خلال النتائج نستنتج أن الديون القصيرة الأجل لا تؤثر على الأداء المالي وكل من الديون الطويلة و المتوسطة، وإجمالي الديون تؤثر على الأداء المالي ولها علاقة بينهما ؛
- من خلال النماذج التي تم التوصل إليها نستنتج أنه توجد متغيرات أخرى تؤثر على الأداء المالي للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة وهذا واضح من خلال قيمة معامل التحديد ؛
- قدرة المؤسسات الصغيرة و المتوسطة لولاية ورقلة على تحقيق مردودية اقتصادية أكبر من تكلفة الاستدانة (تكلفة الديون المالية)، وبالتالي أثر الرافعة المالية إيجابي يساهم في الرفع من الأداء المالي لها معبرًا عنه بأثر الرافعة المالية .

### خلاصة الفصل

حاولنا في هذا الفصل الإجابة على فرضيات الدراسة من خلال البحث عنا لنماذج التي تفسر العلاقة بين المتغيرات المستقلة (نسبة الديون القصيرة الأجل إلى إجمالي الخصوم ، نسبة الديون طويلة والمتوسطة الأجل إلى إجمالي الخصوم ، نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الخصوم) وأثر الرافعة المالية ويمكن تلخيص أهم النتائج المتوصل إليها كما يلي :

- عدم وجود علاقة بين نسبة الديون القصيرة الأجل إلى إجمالي الخصوم وأثر الرافعة المالية؛
- وجود علاقة طردية بين نسبة الديون طويلة ومتوسطة الأجل إلى إجمالي الخصوم وأثر الرافعة المالية؛
- يوجد علاقة طردية بين نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الخصوم وأثر الرافعة المالية.



الخاتمة

## خاتمة

حاولنا من خلال هذا العمل دراسة العلاقة بين الهيكل المالي مقاسًا (بنسبة الديون القصيرة الأجل إلى إجمالي الخصوم، نسق الديون متوسطة وطويلة الأجل إلى إجمالي الخصوم، نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الخصوم) والأداء المالي مقاسًا (أثر الرافعة المالية).

حيث من خلاله حاولنا الإجابة عن الإشكالية التالية: ما مدى تأثير الهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسات

الصغيرة والمتوسطة في ولاية ورقلة ؟

حيث تطلب تحقيق ذلك الاعتماد على عينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المتواجدة في ولاية ورقلة، خلال الفترة 2010-2014.

وقد أسفرت هذه الدراسة على مجموعة من النتائج المعتمدة وبعض الاقتراحات التي قد تفيد الباحث والمستثمر، يمكن أن

نلخص أهم تلك النتائج والمقترحات فيما يلي:

### 1 - نتائج الدراسة واختبار الفرضيات:

- عدم وجود علاقة بين نسبة الديون القصيرة الأجل إلى إجمالي الخصوم والأداء المالي ممثلًا بأثر الرافعة المالية وهو ما ينفي الفرضية الأولى؛
- وجود علاقة طردية بين نسبة الديون طويلة ومتوسطة الأجل إلى إجمالي الخصوم والأداء المالي ممثلًا بأثر الرافعة المالية وهو ما يثبت صحة الفرضية الثانية؛
- يوجد علاقة طردية بين نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الخصوم والأداء المالي ممثلًا بأثر الرافعة المالية وهو ما يثبت الفرضية الثالثة .

### 2 -التوصيات والاقتراحات:

بالنظر إلى حدود الدراسة الرمانية والمكانية، حيث أنّ لهذين البعدين أثر على النتائج، ومن خلال ما تمّ التوصل إليه من نتائج فإننا نقترح التوصيات التالية:

- يجب على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التسيير الجديد للقروض البنكية والاستفادة منها في الرفع من أدائها المالي؛
- نوصي إدارة المؤسسات بضرورة دراسة وتقييم الهيكل التمويلي بهدف الوصول إلى نسبة مثلى للرفع المالي ضمن الهيكل التمويلي وذلك لضمان التأنيث الإيجابي للرفع المالي على الأداء المالي للمؤسسات؛
- من الضروري على إدارة المؤسسات موائمة مصادر التمويل مع طرق توظيف الأموال وخاصة عند استخدام القروض للتمويل بهدف زيادة الربحية وتجنب مخاطر السيولة.

آفاق البحث:

مما لا شكّ فيه أنّ هناك جوانب أخرى لم يتمّ الإحاطة بها وعليه فهي آفاق لدراسات أخرى يمكن إجرائها، ومن تلك الآفاق نذكر ما يلي:

- إجراء هذه الدراسة باستعمال مؤشرات أخرى لقياس الهيكل المالي والأداء المالي؛
- إعادة إجراء هذه الدراسة على مؤسسات أجنبية لتعميم النتائج مع توسيع عدد العينة من حيث: القطاعات والمناطق ومن حيث الفترة الزمنية؛
- استعمال أساليب إحصائية أخرى وذلك لضبط النتائج.

## قائمة المصادر والمراجع

### أولا : المصادر والمراجع باللغة العربية:

#### I. الكتب:

1. الياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية)، ط1، دار وائل لنشر، عمان، الأردن، 2006.
2. حمزة محمود الزبيدي، التحليل المالي لأغراض تقييم الأداء و التنبؤ بالفشل ، الطبعة الثانية، الوراق للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2011.
3. عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، ط1، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2004.
4. فلاح حسن الحسيني، مؤيد عبد الرحمان الدوري ، إدارة البنوك مدخل كمي و استراتيجي معاصر ، دار وائل للنشر ، الطبعة الثانية ، عمان، 2003.
5. محمد صالح الحناوي، الإدارة المالية والتمويل، كلية التجارة ، الدار الجامعية لنشر و التوزيع، الإسكندرية ، 2011.
6. محمد محمود الخطيب، الأداء المالي و أثره على عوائد أسهم الشركات، دار الحامد، عمان، 2009.
7. مليكة زغيب، ميلود بوشقير ، التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد ، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2011.
8. منير إبراهيم هندي ، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل ، الطبعة الثانية، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، 1998.

#### II. الرسائل الجامعية:

1. أنفال حدة خبيزة، تأثير الهيكل المالي على إستراتيجية المؤسسة الصناعية ، رسالة ماجستير، منشورة، جامعة بسكرة، 2012.
2. إيمان بن عزوز، تقييم الأداء المالي للمؤسسة لاستخدام مؤشرات الرفع المالي ، مذكرة ماستر، مالية مؤسسة، جامعة ورقلة، 2010.
3. بسام محمد الاغا، أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على المعدل العائد على الاستثمار ، رسالة ماجستير، غير منشورة، جامعة غزة، فلسطين، 2005.
4. تبر زغود، محددات سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية ، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة ورقلة، 2009.
5. ذهبية بن عبد الرحمن، دراسة تأثير التغيرات في مؤشرات الأداء على اختيار الهيكل المالي للمؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية، مالية الأسواق، جامعة ورقلة، مذكرة ماجستير، 2012.
6. سمية دربال، سلوك المؤسسات الاقتصادية في تحويل نموها الداخلي ، رسالة ماجستير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2012.
7. سمية لزغم، أثر الهيكل المالي على القرارات المالية في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، رسالة ماستر ، منشورة، جامعة ورقلة، 2012.
8. عادل عشي، الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية قياس و تقييم ، رسالة ماجستير، منشورة، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2002.

9. عبد الباقي بضياف، تأثير المخاطر المالية على الأداء المالي للمؤسسة، مذكرة ماجستير، منشورة، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2014.
10. عبد الوهاب دادن، نحو مقارنة لتحليل المنطق المالي لنمو المؤسسات الاقتصادية ، رسالة ماجستير، جامعة الجزائر، 2004.
11. عزيزة حملاوي، أثر التكاليف البيئية على الأداء المالي للمؤسسة ، مذكرة ماستر، مالية مؤسسة، منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2011.
12. علي بن الضب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح علي قيمة المؤسسة المدرجة البورصة ، رسالة ماجستير، غير منشورة، جامعة ورقلة، 2009.
13. محمد حافظ بوغابة، دراسة خصوصيات الهيكل المالي وتحليل المردودية لمقاولات البناء والأشغال العمومية ، مذكرة ماجستير، تخصص اقتصاد وتسيير مؤسسة، جامعة ورقلة، 2011.
14. موفق رفاعي عبد الرحمان هناندة، أثر هيكل رأس المال للشركات المساهمة العامة الصناعية في الأردن ، مذكرة دكتوراه، جامعة عمان العربية للدراسات العليا، منشورة، الأردن، 2006.
15. ياسين ضيف، تأثير الهيكل المالي على قيمة الشركة المسعرة ، مذكرة ماجستير، منشورة، جامعة ورقلة، الجزائر، 2015.
16. ياسين العايب ، إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية، مذكرة دكتوراه، جامعة قسنطينة، 2011.

### III. المجلات:

1. شلال سليمان وآخرون، العوامل المحددة للهيكل المالي في شركات الأعمال ، مجلة المنارة، المجلد 14، العدد 1، 2008.
2. عبد الغني دادن، قراءة في الأداء المالي و القيمة في المؤسسة الاقتصادية، مجلة الباحث، الجزائر، العدد 04، 2006.
3. عبد الوهاب دادن، الجدل القائم حول هيكل التمويل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة الباحث، العدد السابع، جامعة ورقلة، 2009.
4. عبد الوهاب دادن، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي، مجلة الباحث العدد الرابع، جامعة ورقلة، 2006.

### ثانيا: المراجع باللغة الاجنبية:

#### I. الكتب :

1. Vernimmen Pierre, **Finance d'entreprise**, 5<sup>e</sup> édition, Dalolz, paris, 2002.

#### II. الرسائل الجامعية:

1. NAIZULI RUTH WAKIDA, **CAPITAL STRUCTURE AND FINANCIAL PERFORMANCE A CASE OF SELECTED MEDIUM SIZED ENTERPRISES IN KAMPALA**, Master-Memorandum, The CHoole of GraduateStudies, Uganda, 2011.

.III المقالات:

1. Nirajini,A, Priya,K B, **Impact of Capital Structure on Financial Performance of the ListedTradingCompanies in Sri Lanka**, international Journal Of Scientific and Resarch Publications, Vol 3.15, 2011.
2. John Kuriaand , BernardOmboi , **Relationship between Capital Structure and Performance Of Non-Financial CompaniesListed In the Nairobi Securities Exchange, Kenya**, Prime Journal of Business Administration and Management (BAM) ISSN: 2251-1261. Vol. 5(11), pp. 1983-1991, December 28th, 2015 [www.primejournal.org/BAM](http://www.primejournal.org/BAM)
3. OsuujiCasmirChinaemerem, Odita Anthony, **IMPACT OF CAPITAL STRUCTURE ON THE FINANCIAL PERFORMANCE OF NIGERIAN FIRMS**, Arabio Journal of Business and Management Review (OMAN Chapter) Vol.1, No. 12:July 2012.
4. Ahmad Mohammad ObeidGharaibeh. **The Effect of Capital Structure on the Financial Performance of ListedCompanies in Bahrain Bourse.***Journal of Finance and Accounting*. Vol. 3, No. 3, 2015, pp. 50-60. doi: 10.11648/j.jfa.20150303.13

الملاحق



## الملحق رقم (01) : نموذج الانحدار التجميعي لx1

Dependent Variable: Y  
 Method: Panel Least Squares  
 Date: 04/25/16 Time: 22:54  
 Sample: 2010 2014  
 Periods included: 5  
 Cross-sections included: 30  
 Total panel (balanced) observations: 150

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.263301	0.030316	8.685344	0.0000
X1	0.071922	0.073109	0.983761	0.3268
R-squared	0.006497	Mean dependent var		0.284094
Adjusted R-squared	-0.000216	S.D. dependent var		0.266139
S.E. of regression	0.266168	Akaike info criterion		0.203866
Sum squared resid	10.48512	Schwarz criterion		0.244007
Log likelihood	-13.28992	Hannan-Quinn criter.		0.220174
F-statistic	0.967786	Durbin-Watson stat		0.851509
Prob(F-statistic)	0.326838			

## الملحق رقم (02) : نموذج التأثيرات الثابتة لx1

Dependent Variable: Y  
 Method: Panel Least Squares  
 Date: 04/25/16 Time: 22:58  
 Sample: 2010 2014  
 Periods included: 5  
 Cross-sections included: 30  
 Total panel (balanced) observations: 150

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.283158	0.027438	10.32009	0.0000
X1	0.003237	0.078706	0.041122	0.9673

### Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.602397	Mean dependent var	0.284094
Adjusted R-squared	0.502160	S.D. dependent var	0.266139
S.E. of regression	0.187782	Akaike info criterion	-0.325250
Sum squared resid	4.196181	Schwarz criterion	0.296948
Log likelihood	55.39376	Hannan-Quinn criter.	-0.072471
F-statistic	6.009773	Durbin-Watson stat	2.094652
Prob(F-statistic)	0.000000		

الملحق رقم (03) : نموذج التأثيرات العشوائية x1

Dependent Variable: Y  
 Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)  
 Date: 04/25/16 Time: 22:59  
 Sample: 2010 2014  
 Periods included: 5  
 Cross-sections included: 30  
 Total panel (balanced) observations: 150  
 Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.277114	0.043749	6.334155	0.0000
X1	0.024142	0.071547	0.337426	0.7363

Effects Specification		S.D.	Rho
Cross-section random		0.193733	0.5156
Idiosyncratic random		0.187782	0.4844

Weighted Statistics			
R-squared	0.000772	Mean dependent var	0.112989
Adjusted R-squared	-0.005980	S.D. dependent var	0.186847
S.E. of regression	0.187405	Sum squared resid	5.197843
F-statistic	0.114315	Durbin-Watson stat	1.697718
Prob(F-statistic)	0.735764		

Unweighted Statistics			
R-squared	0.003629	Mean dependent var	0.284094
Sum squared resid	10.51538	Durbin-Watson stat	0.839197

الملحق رقم (04) : اختبار لاجرونج x1

Lagrange Multiplier Tests for Random Effects  
 Null hypotheses: No effects  
 Alternative hypotheses: Two-sided (Breusch-Pagan) and one-sided  
 (all others) alternatives

	Test Hypothesis		
	Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	73.96684 (0.0000)	1.728987 (0.1885)	75.69582 (0.0000)
Honda	8.600397 (0.0000)	-1.314910 --	5.151618 (0.0000)
King-Wu	8.600397 (0.0000)	-1.314910 --	1.761629 (0.0391)
Standardized Honda	8.954362 (0.0000)	-1.117990 --	1.430579 (0.0763)
Standardized King-Wu	8.954362 (0.0000)	-1.117990 --	-1.023400 --
Gourieriou, et al.*	--	--	73.96684 (< 0.01)

الملحق رقم (05) : إختبار هوسمان لـx1

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	0.406280	1	0.5239

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
X1	0.003237	0.024142	0.001076	0.5239

الملحق رقم (06) : نموذج الانحدار التجميعي لـx2

Dependent Variable: Y  
Method: Panel Least Squares  
Date: 04/25/16 Time: 23:03  
Sample: 2010 2014  
Periods included: 5  
Cross-sections included: 30  
Total panel (balanced) observations: 150

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.258687	0.033009	7.836875	0.0000
X2	0.063611	0.062218	1.022385	0.3083

R-squared	0.007013	Mean dependent var	0.284094
Adjusted R-squared	0.000304	S.D. dependent var	0.266139
S.E. of regression	0.266099	Akaike info criterion	0.203346
Sum squared resid	10.47967	Schwarz criterion	0.243487
Log likelihood	-13.25091	Hannan-Quinn criter.	0.219654
F-statistic	1.045271	Durbin-Watson stat	0.812868
Prob(F-statistic)	0.308267		

## الملحق رقم (07): نموذج التأثيرات الثابتة-x2

Dependent Variable: Y  
 Method: Panel Least Squares  
 Date: 04/25/16 Time: 23:04  
 Sample: 2010 2014  
 Periods included: 5  
 Cross-sections included: 30  
 Total panel (balanced) observations: 150

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.203420	0.030729	6.619786	0.0000
X2	0.201984	0.067446	2.994745	0.0033

### Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.630257	Mean dependent var	0.284094
Adjusted R-squared	0.537044	S.D. dependent var	0.266139
S.E. of regression	0.181083	Akaike info criterion	-0.397897
Sum squared resid	3.902152	Schwarz criterion	0.224301
Log likelihood	60.84224	Hannan-Quinn criter.	-0.145117
F-statistic	6.761500	Durbin-Watson stat	2.128405
Prob(F-statistic)	0.000000		

## الملحق رقم (08): نموذج التأثيرات العشوائية-x2

Dependent Variable: Y  
 Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)  
 Date: 04/25/16 Time: 23:04  
 Sample: 2010 2014  
 Periods included: 5  
 Cross-sections included: 30  
 Total panel (balanced) observations: 150  
 Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.220010	0.045886	4.794719	0.0000
X2	0.160447	0.061005	2.630068	0.0094

### Effects Specification

	S.D.	Rho
Cross-section random	0.196969	0.5419
Idiosyncratic random	0.181083	0.4581

### Weighted Statistics

R-squared	0.044341	Mean dependent var	0.108029
Adjusted R-squared	0.037884	S.D. dependent var	0.185290
S.E. of regression	0.181746	Sum squared resid	4.888684
F-statistic	6.866906	Durbin-Watson stat	1.701224
Prob(F-statistic)	0.009697		

### Unweighted Statistics

R-squared	-0.009239	Mean dependent var	0.284094
Sum squared resid	10.65119	Durbin-Watson stat	0.780828

الملحق رقم (09) : إختبار لاجرونج لـx2

Lagrange Multiplier Tests for Random Effects

Null hypotheses: No effects

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

	Test Hypothesis		
	Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	80.52636 (0.0000)	1.533024 (0.2157)	82.05939 (0.0000)
Honda	8.973648 (0.0000)	-1.238154 --	5.469821 (0.0000)
King-Wu	8.973648 (0.0000)	-1.238154 --	1.963533 (0.0248)
Standardized Honda	9.343870 (0.0000)	-1.032523 --	1.788629 (0.0368)
Standardized King-Wu	9.343870 (0.0000)	-1.032523 --	-0.792700 --
Gourieriou, et al.*	--	--	80.52636 ( $< 0.01$ )

\*Mixed chi-square asymptotic critical values:

1%	7.289
5%	4.321
10%	2.952

الملحق رقم (10) : إختبار هوسمان لـx2

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	2.085266	1	0.1487

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
X2	0.201984	0.160447	0.000827	0.1487

الملحق رقم (11): نموذج الانحدار التجميعي لـ X3

Dependent Variable: Y  
 Method: Panel Least Squares  
 Date: 04/25/16 Time: 23:11  
 Sample: 2010 2014  
 Periods included: 5  
 Cross-sections included: 30  
 Total panel (balanced) observations: 150

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.181723	0.041474	4.381608	0.0000
X3	0.184596	0.064257	2.872793	0.0047
R-squared	0.052818	Mean dependent var		0.284094
Adjusted R-squared	0.046418	S.D. dependent var		0.266139
S.E. of regression	0.259889	Akaike info criterion		0.156120
Sum squared resid	9.996261	Schwarz criterion		0.196261
Log likelihood	-9.708965	Hannan-Quinn criter.		0.172428
F-statistic	8.252938	Durbin-Watson stat		0.879858
Prob(F-statistic)	0.004667			

الملحق رقم (12): نموذج التأثيرات الثابتة، X3

Dependent Variable: Y  
 Method: Panel Least Squares  
 Date: 04/25/16 Time: 23:12  
 Sample: 2010 2014  
 Periods included: 5  
 Cross-sections included: 30  
 Total panel (balanced) observations: 150

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.219256	0.044287	4.950846	0.0000
X3	0.116917	0.075021	1.558447	0.1218

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.610344	Mean dependent var	0.284094
Adjusted R-squared	0.512111	S.D. dependent var	0.266139
S.E. of regression	0.185896	Akaike info criterion	-0.345440
Sum squared resid	4.112309	Schwarz criterion	0.276758
Log likelihood	56.90801	Hannan-Quinn criter.	-0.092661

## الملحق رقم (13) : نموذج التأثيرات العشوائية لـ X3

Dependent Variable: Y

Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)

Date: 04/25/16 Time: 23:12

Sample: 2010 2014

Periods included: 5

Cross-sections included: 30

Total panel (balanced) observations: 150

Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.206267	0.052411	3.935533	0.0001
X3	0.140338	0.066420	2.112906	0.0363

### Effects Specification

	S.D.	Rho
Cross-section random	0.186535	0.5017
Idiosyncratic random	0.185896	0.4983

### Weighted Statistics

R-squared	0.029387	Mean dependent var	0.115649
Adjusted R-squared	0.022829	S.D. dependent var	0.187705
S.E. of regression	0.185551	Sum squared resid	5.095492
F-statistic	4.480996	Durbin-Watson stat	1.715123
Prob(F-statistic)	0.035946		

### Unweighted Statistics

R-squared	0.049782	Mean dependent var	0.284094
-----------	----------	--------------------	----------

## الملحق رقم (14) : نتائج إختبار لاجرانج

Lagrange Multiplier Tests for Random Effects

Null hypotheses: No effects

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

	Test Hypothesis		
	Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	69.77017 (0.0000)	1.714089 (0.1905)	71.48426 (0.0000)
Honda	8.352854 (0.0000)	-1.309232 --	4.980593 (0.0000)
King-Wu	8.352854 (0.0000)	-1.309232 --	1.680768 (0.0464)
Standardized Honda	8.714114 (0.0000)	-1.111466 --	1.248413 (0.1059)
Standardized King-Wu	8.714114 (0.0000)	-1.111466 --	-1.111300 --
Gourieriou, et al.*	--	--	69.77017 (< 0.01)

\*Mixed chi-square asymptotic critical values:

1%	7.289
5%	4.321
10%	2.952

الملحق رقم (15): نتائج إختبار هوسمان

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	0.450874	1	0.5019

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
X3	0.116917	0.140338	0.001217	0.5019



# الفهرس

الفهرس

.....III.....	الإهداء
.....IV.....	الشكر
.....V.....	ملخص :
.....VI.....	قائمة المحتويات
.....VII.....	قائمة الجداول
.....VII.....	قائمة الأشكال البيانية
.....IX.....	قائمة الاختصارات والرموز
.....X.....	قائمة الملاحق
.....أب.....	مقدمة
1.....	<b>الفصل الأول : الأدبيات النظرية والتطبيقية للهيكل المالي والأداء المالي</b>
.....2.....	تمهيد
.....3.....	المبحث الأول: الإطار النظري للهيكل المالي والأداء المالي
.....3.....	المطلب الأول: مفهوم الأداء المالي
.....3.....	الفرع الأول : مفهوم الأداء
.....3.....	الفرع الثاني: تعريف الأداء المالي
.....4.....	الفرع الثالث: مؤشرات الأداء المالي
.....6.....	المطلب الثاني : مفهوم الهيكل المالي
.....6.....	الفرع الأول: تعريف الهيكل المالي
.....7.....	الفرع الثاني :العوامل المؤثرة في الهيكل المالي
.....7.....	الفرع الثالث: النظريات المفسرة للهيكل المالي

11.....	المطلب الثالث: علاقة الهيكل المالي بالأداء المالي:
11.....	الفرع الأول: مفهوم الرافعة المالية
11.....	الفرع الثاني: تعريف أثر الرافعة المالية
13.....	الفرع الثالث: حالات أثر الرافعة المالية.
14.....	المبحث الثاني: الدراسات السابقة
14.....	المطلب الأول: عرض الدراسات السابقة
14.....	الفرع الأول: الدراسات باللغة العربية
15.....	الفرع الثاني: الدراسات باللغة الأجنبية
18.....	المطلب الثاني: تقييم الدراسات السابقة
18.....	الفرع الأول: أوجه الاختلاف
18.....	الفرع الثاني: أوجه التشابه بين الدراسات السابقة والدراسة الحالية
18.....	الفرع الثالث: ما يميز الدراسة الحالية على الدراسات السابقة
19.....	خلاصة الفصل
<b>20.....</b>	<b>الفصل الثاني: الدراسة التطبيقية لعينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بولاية ورقلة</b>
21.....	تمهيد
22.....	المبحث الأول: الطريقة والأدوات
22.....	المطلب الأول: الطريقة المستخدمة في الدراسة
22.....	الفرع الأول: تقديم مجتمع وعينة الدراسة
24.....	الفرع الثاني: المتغيرات المستخدمة في الدراسة
25.....	المطلب الثاني: أدوات الدراسة
25.....	الفرع الأول: تقديم مجتمع وعينة الدراسة
25.....	الفرع الثاني: البرامج المستخدمة في الدراسة

26.....	المبحث الثاني: النتائج و المناقشة
26.....	المطلب الأول: : عرض النتائج المتوصل إليها
26.....	الفرع الأول :دراسة وصفية :
27.....	الفرع الثاني:تحليل الانحدار .....
40.....	المطلب الثاني :تحليل و مناقشة النتائج
40.....	الفرع الأول: تحليل نتائج العلاقة بين الديون القصيرة الأجل إلى إجمالي الخصوم وأثر الرافعة المالية
41.....	الفرع الثاني: تحليل نتائج العلاقة بين الديون الطويلة والمتوسطة الأجل إلى إجمالي الخصوم.
41.....	الفرع الثالث: تحليل العلاقة بين إجمالي الديون إلى إجمالي الخصوم .....
42.....	خلاصة الفصل
44.....	خاتمة
46.....	قائمة المصادر والمراجع
50.....	اقائمة الملاحق
57.....	الفهرس