جامعة قاصدي مرباح– ورقلة

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية و علوم التسيير

قسم علوم مالية ومحاسبية

مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي

الميدان: علوم إقتصادية، علوم التسيير وعلوم تجارية

الشعبة: علوم مالية ومحاسبية

التخصص: مالية المؤسسة

من إعداد الطالب:فرماج عبدالقادر

بعنوان

العوامل المحددة لتكلفة التمويل

–دراسة حالة لعينة من شركات المساهمة الجزائرية –

–الفترة :2010–2017–

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ:2019/06/26

أمام اللجنة المكونة من السادة:

د.غريب دوادي	أستاذ مساعد'ب'	جامعة قاصدي مرباح ورقلة	رئيسا
د. بضياف عبد الباقي	أستاذ محاضر'ب'	جامعة قاصدي مرباح ورقلة	مشرفا ومقررا
د خمقاني بدر الزمان	أستاذ محاضر'أ'	جامعة قاصدي مرباح ورقلة	مناقشا

السنة الجامعية2019/2018

شكر و تقدير

{اللهم أعني على ذكرك وشكرك وحسن عبادتك}

شكر وتقدير

الحمد والشكر لله سبحانه تعالى الذي فاض علينا من فضله وعلمه ونعمه التي لا تعد ولا تحصى، ويسر لي الأمور كلها ما علمنا منها وما لم نعلم، وأعانني على إتمام دراستي هاته، ولو لا توفيقه عز وجل لما تحقق شيء من ذلك ... وبعد

يسعدني أن أتقدم بجزيل الشكر والإمتنان إلى أستاذنا الفاضل بضياف عبدالباقي الذي كان خير معين لي من خلال توجيهاته وعلى ما بذله من إرشاد ونصائح ليصل هذا البحث للإنجاز الذي نراه.

وأتوجه بالشكر الجزيل إلى أعضاء لجنة المناقشة على تفضلهم بقبول مناقشة مذكرتي ولما بذلوه من وقت وجهد لقرائتها ، وعلى ما سيقدمونه من توجيهات وملاحظات علمية ستساهم في إثراء هذه المذكرة

وأخيرا أتقدم بأسمى آيات الشكر والعرفان إلى كل من وقف إلى جواري وقدم لي يد العون من مشورة علمية أو توجيه داعم لي وكل من شد من عزيمتي وأخص منهم كافة أعضاء

الهيئة التدريسية المحترمين، أصدقائي الأوفياء، ولكل من ساهم بكلمة طيبة كان لها

صدى عميق في نفسي.

الإهداء

و أهدي بالشكر الجزيل إلى أعضاء لجنة المناقشة على تفضلهم بقبول مناقشة مذكرتي ولما بذلوه من وقت وجهد لقراءة مذكرتي، وعلى ما سيقدمونه من توجيهات وملاحظات علمية ستساهم في إثراء هذه المذكرة

وأخيرا أتقدم بأسمى آيات الشكر والعرفان إلى كل من وقف إلى جواري وقدم لي يد العون من مشورة علمية أو توجيه داعم لي وكل من شد من عزيمتي وأخص منهم الوالدة العزيزة والزوجة الغالية وكافة أفراد الأسرة دون أن أنسى أعضاء

الهيئة التدريسية المحترمين، أصدقاؤنا الأوفياء، ولكل من ساهم بكلمة طيبة كان لها

صدى عميق في نفسي.

الملخص :

– هدفت هذه الدراسة إلى معرفة العوامل المحددة لتكلفة التمويل لشركات المساهمة الجزائرية خلال الفترة الممتدة من 2010 إلى2017 كما سعت لمعرفة مدى تطابق سياسات التمويل بالشركات المدروسة مع الأسس النظرية في ترتيب أولويات التمويل للوصول إلى الأهداف المسطرة، وقد إختبرت الدراسة عينة مكونة من 15 شركة مساهمة لفحص هيكلها المالي، وإستخدمت الدراسة تقنيات الإنحدار الذاتيArellano and Bond على بيانات بانل الساكنة لإختبار نموذج الدراسة، حيث إعتبرت تكلفة التمويل كمتغير تابع، والربحية ومعدل النمو والمعدل الضريبي ومعدل الفائدة كمتغيرات مستقلة.وخلصت الدراسة إلى نتائج أهمها :أ ن الشركات الجزائرية تعتمد على الديون بشكل أساسي في تمويل إحتياجاتها، وأ ن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية موجبة بين الربحية والفائدة وتكلفة التمويل، ووجود علاقة ذات دلالة إحصائية سالبة بين معدل النمو من جهة وتكلفة التمويل من جهة أخرى.

الكلمات المفتاحية : تكلفة التمويل، شركات المساهمة، الديون، الأرباح المحتجزة، نماذج بانل.

Abstract :

-The aim of this study is to find out the factors affecting the financial structure of Algerian joint stock companies during the period (2010-2017).The study also sought tofind out whether the funding policies of the companies in question were consistent withthe theoretical bases in prioritizing funding. The study used a sample of 15 to examine its financial structure. The study used Arellano and Bond self- regression techniques on fixed data to test the model of the study. The financial structure (financial leverage) was considered as a dependent variable and profitability growth rate, tax rate and interest rate as independent variables.The most important results of the study are that Algerian companies rely on debt mainly to finance their needs. There is a statistically significant positive relationship between profitability and interet and the financial structure and the existence of a statistically significant negative relationship between the rate of growth on the one hand and the financial structure on the other hand.

Keywords: financial structure, joint stock companies, debt, retained earnings, PANEL models.

فهرست المحتويات

شكر وتقدير	/
ملخص الدراسة	/
فهرس المحتويات	/
قائمة الجداول	/
قائمة الأشكال	/
قائمة الملاحق	/
مقدمة	أ
الفصل الأول : الأسس النظرية والتطبيقية لتكلفة التمويل والعوامل المحددة لها	
تمهيد	**02**
المبحث الأول : عوامل المحيط الداخلي المؤثرة على تكلفة التمويل	**03**
المطلب الأول : معدل الربحية	**03**
1 :تعريف الربحية	**03**
2 :نسب الربحية	**03**
3 : العلاقة بين ربحية الشركة وهيكلها المالي	**04**
المطلب الثاني :معدل النمو	**05**
1: تعريف النمو	**05**
2 : حساب معدل النمو	**05**
3 : العلاقة بين معدل نمو الشركة وهيكلها المالي	**06**
المبحث الثاني : عوامل المحيط الخارجي المؤثرة على ثكلفة التمويل	**06**
المطلب الأول : معدل الضريبة	**06**
1 :تعريف الضريبة	**06**
2 :أنواع الضرائب	**07**
– الضرائب المباشرة	**07**
– الضرائب غير المباشرة	**07**
3: العلاقة بين الضريبة والهيكل المالي	**08**
المطلب الثاني : معدل الفائدة	**08**
1: تعريف الفائدة	**08**
2: أنواع سعر الفائدة	**09**
3: قياس معدل الفائدة	**09**

4: العلاقة بين معدل الفائدة والهيكل المالي للشركة	**10**
المبحث الثالث : تكلفة التمويل مفاهيم أساسية	**10**
المطلب الأول : تكلفة أموال الملكية	**10**
1 : تكلفة الأسهم العادية	**10**
2: تكلفة الأرباح المحجوزة	**12**
المطلب الثاني : تكلفة الدين	**12**
المطلب الثالث : التكلفة الوسطية المرجحة	**13**
المبحث الرابع : الدراسات السابقة	**14**
المطلب الأول : دراسات عربية	**14**
1-دراسة عبد الله ,الصديق (2003):"محددات **الهيكل** المالي للشركات الصناعة "	**14**
2-دراسة محمد توفيق (2005) "محددات هيكل رأس المال لشركات المساهمة العامة الفلسطينية	**14**
3-دراسة BEN.ATITALLAH.R ,Fakhfakh.H ,(2006) محددات هيكل رأس المال	**14**
4-دراسة غازي فلاح ،علي محمود (2011) محددات اختيار الهيكل المالي بشركات الأعمال	**15**
المطلب الثاني : دراسات أجنبية	**16**
1_ دراسة SHERIDAN.T Roberto.W (1988)"محددات إختيار هيكل رأس المال	**16**
2_ دراسة Josef .O 1999 محددات هيكل رأس المال لشركات العقار في المملكة المتحدة "	**16**
3-دراسة B.usha.m2004.frank محددات هيكل رأس المال : دراسة استقصائية على الشركات	**17**
4-دراسة 2004 (Batrik,B)محددات هيكل رأس المال	**17**
5-دراسة2006 (Guihai.H Frank.S) محددات هيكل رأس المال :أدلة من الصين	**17**
6- دراسة 2008 (jong R Thuy. T) هيكل رأس المال حول العالم	**18**
7-دراسة 2013 (Asmawi.N Faridah. S) محددات هيكل رأس المال في المؤسسات	**18**
8-دراسة Anshu H .Kapil .S(2014) دراسة حول محددات هيكل رأس المال في الهند	**18**
9-دراسة 2014 akingoula R .Oyetayo.O محددات قرار الهيكل المالي	**19**
المطلب الثالث: تحليل ومقارنة الدراسات	**20**

1:تقييم الدراسات	**20**
2–مقارنة الدراسات	**20**
خلاصة الفصل	**21**
الفصل الثاني :الدراسة التطبيقية للعوامل المحددة لتكلفة التمويل	
تمهيد	**23**
المبحث الأول: الدراسة التطبيقية للعوامل المحددة لتكلفة التمويل	**24**
المطلب الأول :عينة عينة ومتغيرات الدراسة	**24**
1 : مجتمع عينة الدراسة	**24**
2 : متغيرات الدراسة	**24**
المطلب الثاني : دراسة وصفية تحليلية للمتغيرات المستقلة	**25**
1 : مقارنة المتوسطات	**25**
2: دراسة وصفية تحليلية لمتغيرات الدراسة	**25**
– التحليل الوصفي لنسبة هامش الربح	**25**
– التحليل الوصفي لمعدل النمو	**26**
– التحليل الوصفي لمعدل الفائدة	**27**
– التحليل لمعدل الضريبة	**28**
المطلب الثالث:دراسة وصفية تحليلية للمتغير التابع	**29**
المبحث الثاني:دراسة قياسية لمتغيرات الدراسة	**30**
المطلب الأول:إختيار نموذج الدراسة	**30**
المطلب الثاني: تقدير معلمات النموذج وتفسيرها	**31**
1–معنوية المعالم المقدرة	**32**
2–المعنوية الكلية للنموذج	**33**
3–جودة التوفيق	**34**
المطلب الثالث : تحليل وتفسير النتائج	**34**
خلاصة الفصل الثاني	**35**
الخاتمة	**37**
قائمة المراجع	**39**
الملاحق	**40**

قائمة الجداول

(1–2)	جدول إختبار لاغرونج مخرجات eviews	30
(2–2)	جدول تقدير المعلمات المقدرة مخرجات eviews	31

قائمة الأشكال

(1–1)	العلاقة بين العائد والمخاطرة	11
(1–2)	متوسط قيم هامش الربح مقارنة بالمتوسط العام	25
(2–2)	متوسط قيم معدل النمو مقارنة بالمتوسط العام	26
(3–2)	متوسط قيم هامش الفائدة مقارنة بالمتوسط العام	27
(4–2)	متوسط قيم المعدل الضريبي مقارنة بالمتوسط العام	28
(5–2)	متوسط قيم التكلفة الوسطية المرجحة مقارنة بالمتوسط العام	29

قائمة الملاحق

الملحق رقم 01	نسبة هامش الربح	40
الملحق رقم 02	نسبة معدل النمو	46
الملحق رقم 03	نسبة معدل الفائدة	51
الملحق رقم 04	نسبة معدل الضريبي	56

مقدمة

توطئة:

تعتبر وظيفة التمويل من أهمّ وظائف الإدارة المالية للمؤسسة و أكثرها تعقيدا؛ حيث تتولى تحقيق عدة أهداف أهمها البحث عن مصادر تمويل الأنشطة بعد تحديد الإحتياجات المالية, و ذلك من عدة بدائل متنوعة لمصادر التمويل؛ فالتمويل طويل الأجل تلجأ إليه الشركة لتمويل إحتياجات دورة الإستثمار و ذلك بـإستخدام أدوات مالية طويلة الأجل (الأسهم, السندات, المشتقات المالية,...), أما التمويل قصير الأجل تلجأ إليه الشركة عادة لتمويل الأنشطة التشغيلية و ذلك باللجوء إلى سوق النقد مثل البنوك, صناديق التمويل, صناديق الإستثمار,... الخ.

كما و توجد مصادر داخلية (حقوق الملكية) و يكون التمويل فيها عن طريق إصدار الأسهم العادية أو الأرباح في الشركة و أخرى خارجية (الديون) و يتم التمويل فيها بواسطة الإئتمان التجاري و ا لإئتمان المصرفي أو عن طريق إصدار سندات مباشرة للجمهور للإكتتاب, و تتمركز جميع مصادر التمويل سواء كانت داخلية أو خارجية في الجانب الأيسر من الميزانية و تمثل الأموال اللازمة لتمويل المشروع.

كما تختلف المصادر من حيث تكلفتها و التي ترتبط إرتباطا وثيقا بالعلاقة الطردية بين العائد و المخاطرة, ومن هنا تأتي أهمية الهيكل التمويلي للشركة و تكلفته من جهة, و تعظيم قيمة الشركة من جهة أخرى و الذي هو في النهاية الهدف الرئيسي التي تسعى إليه الإدارة، و ذلك لأن طريقة التمويل بأموال الملكية أو الديون تؤثر في ربحية الشركة و قدرتها على تحقيق الإيرادات، حيث أن اللجوء المكثف الى التمويل عن طريق الديون له مخاطر مباشرة على ربحية الشركة لأنه يزيد من التكاليف المالية الناتجة عن الإقتراض و الذي يساهم بدوره في تآكل الأرباح ، أما الإعتماد على أموال الملكية سواء كان بإصدار أسهم للإكتتاب أو عن طريق إحتجاز الأرباح فالشركة غير ملزمة بدفع عائد ثابت أو محدد للشركاء مقابل إستخدام أموالهم لكن يكون العائد مرتفعا إذا حققت الشركة أرباح كبيرة، أما إذا تحملت الشركة خسائر أو قررت إحتجاز الأرباح و عدم توزيعها فلن يحصل الشركاء على أي عائد .

و من هذا المنطلق نطرح الإشكالية التالية :

الإشكالية الرئيسية :

ما مدى تأثير عوامل البيئة المالية على تكلفة رأس المال لشركات المساهمة الجزائرية للفترة2010 –2017 ؟

و لمعالجة هذه الإشكالية قمنا بطرح الأسئلة الفرعية التالية :

- ما مدى تأثير معدل الربحية على تكلفة رأس المال ؟
- ما مدى تأثير معدل النمو على تكلفة رأس المال ؟
- ما مدى تأثير معدل الضريبة على تكلفة رأس المال ؟
- ما مدى تأثير معدل الفائدة على تكلفة رأس المال ؟

الفرضيات :

- ✓ يؤثر معدل الربحية على تكلفة رأس المال ممثلا بالتكلفة الوسطية المرجحة .
- ✓ يؤثر معدل النمو على تكلفة رأس المال ممثلا بالتكلفة الوسطية المرجحة .
- ✓ يؤثر معدل الضريبة على تكلفة رأس المال ممثلا بالتكلفة الوسطية المرجحة.
- ✓ يؤثر معدل الفائدة على تكلفة رأس المال ممثلا بالتكلفة الوسطية المرجحة.

أهداف الدراسة:

نسعى من خلال هذه الدراسة إلى الإجابة عن الأسئلة الواردة في إشكالية البحث و إختبار مدى صحة الفرضيات بالإضافة إلى :

- تشخيص واقع العلاقة بين تكلفة رأس المال و بعض العناصر المحددة لها.
- تفسير مختلف المؤشرات التي تنتج عن إختبار العلاقة بين تكلفة رأس المال و المؤشرات المحددة لها.
- إختبار العلاقة بين تكلفة رأس المال و العناصر المحددة لها .
- إعطاء تصور لأسباب إعادة الهيكلة المالية للشركة.

أهمية الدراسة :

ترتبط صياغة الهيكل المالي بمدى قدرة متخذي القرار في الإدارة المالية على القراءة السليمة لمؤشرات المحيط المالي للشركة الذي يمتاز بالتقلب ، و بالتالي يرفع من درجة مخاطرة رأس مال المستثمر ؛ و عليه يتعيّن على القائمين بالإدارة المالية في الشركة أن يدركوا جيدا مدى تأثير مؤشرات المحيط المالي الداخلي و الخارجي على صياغة الهيكل المالي للشركة.

ومن هنا تبرز أهمية هذه الدراسة و التي جاءت إمتدادا لجهود الباحثين السابقين على غرار دراسة غازي فلاح ، علي محمود (2011) و دراسة Asmawi ,N Faridah , S (2013) و كذا دراسة kapil. H (2014) في كيفية تأثير متغيرات المحيط المالي للمؤسسة على عناصر الهيكل المالي لها .

حدود الدراسة :

لهذه الدراسة حدود مكانية و أخرى زمنية :

- **الحدود المكانية** : تتمّ هذه الدراسة على بعض شركات المساهمة الجزائرية بحاسي مسعود ورقلة الجزائر.
- **الحدود الزمنية:** تتمّ دراسة العوامل المحددة لتكلفة التمويل لبعض شركات المساهمة الجزائرية خلال الفترة الممتدة مابين 2010 و 2017م .

أسباب إختيار الموضوع

تنقسم أسباب إختيار الموضوع إلى قسمين:

أسباب ذاتية : و تتمثل في :

- الرغبة في البحث و الدراسة في مجال مالية المؤسسة
- محاولة التحكم في الطرق و النماذج الرياضية و إستعمالها في دراسة الظواهر الإقتصادية و المالية.

أسباب موضوعية : و تتمثل في :

- الإهتمام المتزايد من قبل الباحثين في مجال مالية المؤسسة بالهيكل المالي.
- مساعدة متخذي القرار في الإدارة المالية على صياغة الهيكل المالي الأمثل للشركة.

منهج الدراسة :

بغرض الإجابة على الإشكالية الجزئية و الإشكالية الرئيسية إستخدمنا المنهج الوصفي في الجانب النظري و ذلك بهدف التعريف الإجرائي لمتغيرات الدراسة، و في الجانب التطبيقي إستخدمنا منهج دراسة الحالة على مجموعة من شركات المساهمة الجزائرية خلال الفترة 2010-2017، وذلك بتطبيق أدوات الإحصاء الوصفي المتمثلة في التحليل و الارتباط و التباين و أدوات الإقتصاد القياسي المتمثلة في نماذج بانل الساكنة و الديناميكية لإختيار نموذج الدراسة.

صعوبات الدراسة:

واجهت عملية إنجاز هذا البحث العديد من الصعوبات خاصة في الجانب التطبيقي و التي نذكر منها:

1 -صعوبة تحصيل القوائم المالية للشركات الجزائرية خاصة في الفترات طويلة الأجل

2 -وجود تضليل في القوائم المالية للشركات الجزائرية لأنها معدة للجانب الجبائي فقط

3 -صعوبة الحصول على برامج الإعلام الآلي التي تعالج بدقة نماذج بانل الديناميكية .

هيكل البحث :

من أجل معالجة الموضوع و تحقيق أهدافه و كذا الإجابة على الإشكالية المطروحة قمنا بتقسيمه الى فصلين أساسين كما يلي:

الفصل الأول : بعنوان الأدبيات النظرية و التطبيقية حول محددات تكلفة التمويل ، و الذي قسم الى 4 مباحث حيث خصص المبحث الأول للتعريف بعوامل المحيط الداخلية المؤثرة على تكلفة التمويل أما المبحث الثاني فخصص لعوامل المحيط الخارجية و المؤثرة على تكلفة التمويل أما المبحث الثالث فتناول مفاهيم أساسية حول تكلفة التمويل و المبحث الرابع تناول عرض و مناقشة للدارسات السابقة .

الفصل الثاني : يتعلق بالدراسة القياسية حيث سنحاول قياس محددات تكلفة التمويل و ذلك بإجراء دراسة قياسية من أجل تقدير النموذج الأمثل للعلاقة بين هيكل التمويل و العوامل المحددة له لمجموعة من شركات المساهمة الجزائرية و إستنتاج العلاقة بينهما .

الفصل الأول

الأسس النظرية و التطبيقية لتكلفة التمويل و العوامل المحددة لها

تمهيد:

تسعى الشركة للبحث عن أفضل مصادر التمويل التي تتناسب مع إحتياجاتها المالية ، و لهذا عليها المفاضلة بين مجموعة من البدائل التمويلية غير المتجانسة من حيث التكاليف ودرجة المخاطر و التي تنقسم بالأساس إلى نوعين، إما تحويل بالإستدانة الذي يتميز بمردوديته العالية نتيجة لإنخفاض و أو ثبات التكاليف و إرتفاع درجة المخاطرة بسبب إلتزام المؤسسة بتسديد أقساط الدين في تواريخ محددة ، و إما التمويل بالإعتماد على أموال الملكية الذي يتميز بإرتفاع تكاليفه نتيجة مطالبة الشركاء برفع عوائدهم و إنخفاض درجة المخاطرة بسبب عدم إلتزام المؤسسة بتوزيع العوائد (الأرباح) إلا إذا كانت و ضعيتها المالية مناسبة لذلك.

المبحث الأول : عوامل المحيط الداخلي المؤثرة على تكلفة التمويل

وهي عبارة عن تلك العوامل التي تنشأ من الوظائف الأساسية للشركة ويمكن التحكم فيها والتي من شأنها التأثير على هيكل مصادر التمويل .

المطلب الأول : معدل الربحية

تعد الربحية هدفا تسعى الشركة دائما لبلوغه فهي تعبر عن مدى كفاءة إداراتها الإستثمارية و التشغيلية والتمويلية ، وذلك من خلال القرارات التي تتخذها والمتعلقة بهذه السياسات ، ولهذا فهي توحد أغلب قرارات الإدارة بخلاف مثيلاتها من النسب الأخرى التي تهتم بجانب معين من الجوانب .

1– تعريف الربحية :

تعرف الربحية على أنها فعالية أداة الإدارة في تسيير الأنشطة المختلفة ،كما تعرف على أنها " مقدرة الشركة على توليد الأرباح والأرباح هي مقياس لكفاءة سياسات إدارة الشركة الإستثمارية والتشغيلية والتمويلية وتعرف أيضا بأنها " مؤشر على كفاءة توظيف رأس المال لتحقيق الربح[1] .

2– نسب الربحية :

ربحية الشركة هي تحصيل لمختلف القرارات التي تتخذها في إدارة شؤونها ، ولهذا فهي تعبر عن كفاءة الإدارة ومدى مصداقيتها وتوفيقها في القرارات الإستثمارية والتشغيلية والتمويلية المتخذة ، وتعرف نسب الربحية على أنها النسب التي تقيس مدى كفاءة إدارة الشركة في تحقيق الربح على المبيعات و على الأصول وعلى حقوق المالكين .

ومن هذا المنطلق تقسم نسب الربحية حسب المجالات المذكورة في التعريف ، ونظرا لكثرتها سنأخذ مثالا عن كل مجال من المجالات .

أ_ نسبة هامش صافي الدخل (الربح) : Net Income Margin

تدل نسبة هامش صافي الدخل (الربح) عن النسبة المئوية المتبقية من كل دينار من المبيعات بعد طرح جميع التكاليف ، ولهذا فإن هذه النسبة تتحدد بتقسيم صافي الدخل (الربح) على صافي المبيعات وفقا للعلاقة التالية[2] :

$$\text{نسبة هامش صافي الدخل (الربح)} = \frac{\text{صافي الدخل (الربح)}}{\text{صافي المبيعات}}$$

تتميز هذه النسبة عن مثيلاتها في مجال تخصصها بشمولها للأرباح الأخرى المحققة من عمليات خارج نشاط الشركة ، ونأخذ بعين الاعتبار المصروفات الأخرى والضرائب المدفوعة .

[1] –.غريب بولرباح.بضياف عبدالباقي.بن حتو فريد تأثير متغيرات البيئة المالية على إعادة هيكلة مصادر التمويل مجلة رؤى إقتصادية جامعة الشهيد حمى لخضر الوادي الجزائر

[2] –محمود علي إبراهيم العامري،الإدارة المالية الحديثة،الطبعة الأولى دار وائل للنشر والتوزيع عمان ص 88.

ب_ نسبة العائد على الأصول : Return on assets

يعتبر معدل العائد على الأصول مقياسا من مقاييس الربحية الذي يعبر عن العلاقة بين الأرباح وحجم الأموال المتاحة للإدارة و هو يقيس القدرة على تحقيق الأرباح من الأموال المتاحة للإدارة بغض النظر عن طريقة تمويلها ، فهو يعكس الأنشطة التشغيلية والإستثمارية للشركة ، ولا يعكس الأنشطة التمويلية ويعطى بالعلاقة التالية[1] :

$$\text{معدل العائد على الأصول} = \frac{\text{صافي الدخل}}{\text{إجمالي الأصول}}$$

وتعتبر هذه النسبة من أفضل النسب التي تستخدم لقياس ربحية العمليات خاصة عند المقارنة بين شركات تختلف كثيرا في حجم أصولها العاملة وفي تركيبة هيكلها المالي وفي أعبائها الضريبية .

ج_ نسبة العائد على حقوق الملكية Retun on Equity

يقيس معدل العائد على حقوق الملكية مدى كفاءة الإدارة في الإستغلال الأمثل لأموال الملاك ومدى قدرتها على توليد الأرباح من خلالها ، وبالتالي فهو يعبر عن ربحية الدينار الواحد المستثمر بحيث إذا ارتفع هذا المعدل يدل على كفاءة الإدارة في الإستغلال الأمثل للأموال لضمان عائد مرض للملاك ، إلا أن هذا المؤشر غير ملائم إذا ارتفعت أسعار الفائدة لأنها تؤدي إلى تحجيم الوعاء الضريبي ، و بالتالي يتضخم معدل العائد على حقوق الملكية مما ينعكس سلبا على مصداقيته ، وتعطى العلاقة الرياضية لهذا المؤشر على النحو التالي[2] .

$$\textbf{معدل العائد على حقوق الملكية} = \frac{\text{صافيالخاصة} \left(\text{نتيجةالهيكلة}\right)}{\text{حق} \left(\text{الأموالالملكية}\right)}$$

3_ العلاقة بين ربحية الشركة وهيكلها المالي :

يوجد أثر إيجابي بين الربحية ونسبة الدين فكلما إرتفعت نسبة الربحية للشركة تزيد قدرتها على الإستدانة ، إلا أنه في الواقع يفضل المدارء الماليون للشركة الإعتماد على التمويل الداخلي و إستعمال أقل للتمويل الخارجي (الدين) وذلك للتقليل من مخطر الإفلاس ، حيث كلما زادت ربحية الشركة تزيد قدرتها على التمويل الذاتي وبالتالي يزيد اعتمادها في التمويل على الأرباح المحتجزة ، وتلجأ إلى الدين في حالة إستنزافها لمصادر تمويلها الداخلية وبالتالي فإنه توجد علاقة عكسية بين الربحية وبين تركيبة الهيكل المالي ممثلة بنسبة الرفع المالي .

[1] -Fayez salim haddad the relationship between economic value added and stock returns:evidence from jordanian banks,international research of finance and economics,euro journals publishing.2012

[2] -حمزة محمود الزبيدي التحليل المالي لأغراض تقييم الأداء والتنبؤ بالفشل الطبعة الثانية الوراق للنشر والتوزيع عمان 2011 ص220.

المطلب الثاني : معدل النمو.

يقصد بالنمو مدى التوسع الذي تحققه الشركة على مر الزمن ، حيث يعتبر من أهم الأهداف التي تسعى إدارة الشركة لبلوغه لأنه يمكن الشركة من تطوير منتجاتها وزيادة عدد الوظائف وزيادة الأرباح ، مما يوفر دخلا أكبر للعاملين ، ويتقسم النمو إلى ثلاثة أقسام :

نمو طبيعي : يتحقق إذا كانت الشركة تنمو بمعدلات تتناسب مع النمو الاقتصادي الكلي
نمو سريع : يتحقق إذا كانت الشركة تنمو بمعدلات أعلى من النمو الاقتصادي الكلي
نمو بطيء (زائد) : يتحقق إذا كانت الشركة تنمو بمعدلات أقل من معدلات النمو الاقتصادي الكلي

1_ تعريف النمو :

النمو " هو إمتداد منتجات الشركة إلى مواقع جغرافية أخرى أو من خلال زيادة المنتجات أو الخدمات التي تقدمها الشركة للأسواق الحالية[1].

ويعرف النمو أيضا بأنه " الإرتفاع في رقم الأعمال (مبيعات البضائع ، إنتاج مباع الخدمات) ، والقيمة المضافة وعدد العمال ومستوى الأجور[2].

من خلال التعاريف السابقة نستنتج أن النمو هو حالة التوسع في نشاط الشركة الذي يتيح الزيادة في عوامل الإنتاج وإيرادات الشركة وكذلك زيادة في حصص الشركة السوقية ، وهو أحد أهم الأهداف الإستراتيجية التي تسعى إدارة الشركة لتحقيقها من اجل البقاء في السوق .

2_ حساب معدل النمو :

خلافا للنسب السابقة يحسب معدل النمو لأي متغير بأخذ التغيير بين قيمتين لمتغير ما بين فترتين زمنيتين واحدة فترة مقارنة و الأخرى فترة أساس ويتم حسابه على النحو التالي[3] :

$$g^x = \frac{x1-x0}{x0} = \frac{\Delta x}{x0} = \frac{x1}{x0} - 1$$

حيث :

X0: قيمة المتغير في سنة الأساس .

---

[1] -زيد منير عبوي إدارة المؤسسات العامة وأسس تطبيق الوظائف الإدارية عليها الطبعة الأولى الشروق للنشر والتوزيع عمان 2010 ص83.

[2]- Gilles bressy christian konkoyt economie d entreprise edition sirey paris 2000 p284

[3] -محمد علي إبراهيم العامري الإدارة المالية الحديثة مرجع سابق ص 97.

X1: قيمة المتغير في سنة المقارنة .

Δx : التغيير في قيمة المتغير .

ولدارسة نمو الشركة نقوم بحساب معدلات النمو للمتغيرات ذات الأهمية المالية مثل : المبيعات ، صافي الدخل ، سعر السهم في السوق .....الخ .

3_ العلاقة بين معدل نمو الشركة وهيكلها المالي :

نظريا توجد علاقة طردية بين نمو الشركة وهيكلها المالي ممثلا بنسبة الرفع ، وذلك لأن حالة النمو تفرض على الشركة أموالا جديدة لتمويل التوسع في النشاط ، ولهذا تلجأ الشركات التي تحقق معدلات نمو كبيرة وخاصة التي تعتمد في تمويلها على قدر كبير من أموال الملكية إلى الإقتراض كمصدر لتمويل الإحتياجات المتزايدة .

المبحث الثاني : عوامل المحيط الخارجي المؤثرة على تكلفة التمويل

هي تلك العناصر الخارجية عن الشركة والتي لها القدرة على التأثير في هيكلها المالي ، والتي لا يمكن التحكم فيها من طرف إدارة الشركة .

المطلب الأول : معدل الضريبة

يعد النظام الضريبي الحجر الأساس للتشريعات المالية لجميع الدول على إختلاف أنظمتها السياسية والإقتصادية ، حيث يعتبر أداة فعالة تستخدمه الدولة في تنظيم شؤونها المالية وتمويل ميزانيتها العامة ، وذلك من خلال إبرازه لمصادر الإيرادات العامة كما يسهم في تحقيق الأهداف الإقتصادية والإجتماعية التي تسطرها الدولة .

1-تعريف الضريبة :

- الضريبة هي " فريضة إلزامية تقوم الدولة بتحديدها لم تتمتع به من سيادة ويلزم الممول بأدائها متى إنطبقت عليه شروطها دون مقابل تحقيقا لأهداف المجتمع الإقتصادية والإجتماعية.

_ تعرف بأنها " فريضة مالية نقدية تأخذها الدولة جبرا من الوحدات الإقتصادية حسب مقدرتها التكلفية من غير مقابل وبصورة نهائية ، لتمويل النفقات العمة ولتحقيق أهداف الدولة النابع من فلسفتها السياسية[1] .

_ كما تعرف على أنها " إقتطاعات نقدية مقيدة من السلطات العامة على جميع المواطنين بهدف مساهمتهم في تغطية النفقات العامة.

من خلال التعاريف السابقة نستنتج ما يلي[2] :

[1] -محمد خصاونة المالية العامة النظرية والتطبيق الطبعة الأولى دار المنهاج للنشر والتوزيع عمان 2014 ص89.

[2] - غريب بولرباح و آخرون تأثير متغيرات البيئة المالية على إعادة هيكلة مصادر التمويل مجلة رؤى إقتصادية جامعة الشهيد حمى لخضر الوادي الجزائر

الضريبة إلتزام نقدي.

الضريبة فريضة إجبارية .

الضريبة تفرض من قبل الدولة بدون مقابل .

الضريبة هدفها تحقيق منفعة عامة .

2- أنواع الضرائب :

نتيجة لتطور دور الدولة في النشاط الإقتصادي وتطور مفهوم الضريبة الذي يتماشى مع أهداف الدولة الإقتصادية والإجتماعية تعددت الضرائب و إختلفت ، وأصبح النظام الضريبي يتضمن مزيجا من أنواع مختلفة من الضرائب ، ولعل أشهر تقسيم شائع بين كتاب المالية العامة هو تقسيم الضرائب إلى ضرائب مباشرة و ضرائب غير مباشرة وفيما يلي شرح لهذين النوعين[1] :

أ- الضرائب المباشرة : تعرف الضرائب المباشرة بأنها " تلك الضرائب التي تستقر لدى المكلف بها بحيث لا يستطيع نقل عبئها إلى الغير ، فيكون المكلف القانوني هو المكلف الفعلي فلا وسيط بين المكلف وإدارة الضرائب وتأخذ هذا النوع من الضرائب في الحسبان الظروف الشخصية للممول وأحواله الإجتماعية مثل مستوى دخله وعدد الأفراد الذين ي كفلهم ، لهذا تسمى أيضا بالضرائب الشخصية ، وتتكون هذه الضرائب من عدة ضرائب نوعية مفروضة على المداخيل والثروات تبعا لإختلاف مصادرها وفي الجزائر تفرض الضريبة على الدخل والثروات على مجموعة فئات الدخل التالية :

أرباح المهن الصناعية ، التجارية والحرفية .

أرباح الأنشطة غير التجارية .

أرباح المستثمرات الفلاحية .

الدخول المتأتية من تأجير الملكيات المبنية وغير المبنية .

دخول الأموال المنقولة .

الرواتب ، والأجور.

فوائض القيمة الناجمة عن التنازل عوضا عن العقارات المبنية وغير المبنية والحقوق المتعلقة بها .

ب- الضرائب غير المباشرة : يقصد بالضرائب غير المباشرة " الضرائب التي يمكن للمكلف نقل عبئها إلى الغير[2].

وتفرض على السلع والخدمات إما عند إنتاجها وبيعها أو تداولها أو إستهلاكها أو عند إستيرادها وتصديرها ، وتعتمد الدولة على الضرائب غير المباشرة كإحدى الوسائل المهمة للحصول على الإيرادات الحكومية وتحقيق العديد من الأهداف الإقتصادية والإجتماعية ، ووفقا للنظام الضريبي الجزائري نجد هذه الضريبة مفروضة على عدد من أنواع السلع والخدمات ، ومن أهم هذه الضرائب ، الضرائب الجمركية والضرائب على الإستهلاك وضرائب الدمغة .

---

[1] -Pierre tremblay sisyhe et le financement de l etat edition presses de l universite du q uebec2005 p95.

[2] -عبدالمجيد قدي دراسات في علم الضرائب الطبعة الأولى دار جرير للنشر والتوزيع عمان 2011ص33.

3- العلاقة بين الضريبة والهيكل المالي للشركة :

تؤثر الضريبة على قرار الشركة في إختيار مصادر تمويل إحتياجاتها المالية ، لأن الشركة تفضل التمويل بالديون على التمويل الداخلي بالنظر إلى الضريبة ، وذلك لأن الفوائد التي تدفعها كمصاريف مالية على القروض تطرح من الأرباح الخاضعة للضريبة ، وبالتالي تسهم في تقليل الوعاء الضريبي ، وبهذا فإن الضرائب المباشرة (ضريبة على أرباح الشركة) تتناسب طردا مع الهيكل المالي ممثلا بنسبة الرفع المالي ، أما الضرائب غير المباشرة فالشركة تحملها إلى الغير فهي مكلفة قانونا بدفعها وليست مكلفة فعليا ، وبالتالي لا تحدث تأثيرا على هيكلها المالي .

المطلب الثاني : معدل الفائدة :

تتعرض المبالغ النقدية التي يتنازل عليها الأفراد في شكل قروض خلال فترة زمنية معينة إلى تدهور قيمتها الشرائية بفعل التضخم ، حيث يتم تعويضهم عن الانخفاض في قيمة النقود وعن تأجيل استهلاكهم خلال تلك الفترة بنسبة مئوية من المبالغ المتنازل عليها ، وهذا ما يعرف عند المصرفيين بالفائدة ، وهي نظير استعمال تلك النقود ، وتنقسم إلى قسمين : فائدة دائنة وهي معدل سنوي من قيمة الوديعة تدفع في نهاية تاريخ استحقاقها وفائدة مدينة وهي معدل من قيمة القرض الممنوح[1].

1- تعريف الفائدة :

توجد عدة تعاريف للفائدة ، إلا أنها تتشابه في محتواها العام ولا تخرج عن كونها تعويض عن المبالغ النقدية المتنازل عنها خلال فترة زمنية معينة ، وفيما يلي مجموعة من تلك التعاريف :

أ- الفائدة : "هي ثمن النقود المتنازل عنها مؤقتا .

ب- سعر الفائدة : " هو أجر كراء النقود حيث يلتزم المقترض بدفعة إلى المقرض (عادة البنك) ، مقابل التنازل المؤقت له عن السيولة[2] .

ج- الفائدة هي مقابل الأجل في عقد القرض وتكون بنسبة مئوية ثابتة ومعينة مسبقا من المبالغ المودعة أو المقترضة من البنك.

من خلال التعاريف السابقة نستنتج النقاط التالية[3] :

تحسب الفائدة بنسبة مئوية من المبالغ المودعة أو المقترضة ويتفق عليها مسبقا.
يلتزم المدين (المقترض) بدفع الفائدة وفقا للآجال المحددة مقابل حصوله على المبلغ المفترض خلال فترة زمنية معينة .
يحصل الدائن (المقرض) على الفائدة وفقا للآجال المحددة مقابل تنازله على المبلغ المقرض خلال فترة زمنية معينة .

[1] -مجدي عبدالفتاح سليمان عمر بن الخطاب والمشكلات الإقتصادية المعاصرة دار غريب للطباعة والنشر القاهرة 2003 ص100.
[2] -الطاهر لطرش تقنيات البنوك ديوان المطبوعات الجامعية الجزائر 2000 ص 80.
[3] -عادل عبدالفضيل الربا والفائدة المصرفية الطبعة الأولى دار التعليم الجامعي الأسكندرية 2015 ص 26.

2_ أنواع سعر الفائدة :

يميز كتاب الإدارة المالية بين سعر الفائدة ا لإسمي وسعر الفائدة الحقيقي ، ولهذا التمييز أهمية بالغة ، لأن ما يؤثر في قرارات الدائنين والمدنيين هو العائد الحقيقي من الإستثمار والإقتراض والتكلفة الحقيقية نظير الاقتراض بالنسبة للمدينين .

أ– سعر الفائدة الاسمي : هو ذلك السعر مقابل إستخدام المال لفترة زمنية معينة "[1] ويتحدد من خلال قوى الطلب والعرض على النقود .

ب–سعر الفائدة الحقيقي : " هو ذلك السعر الذي يتحقق في حالة التوازن عندما تكون الأداة المالية خالية من المخاطر الإئتمانية ولا يتوقع حدوث تضخم ، ويتحرك هذا السعر حصيلة تفاعل عاملين هما : نسبة العائد الذي يتوقع أن يتحصل عليه المقرضين والمستثمرين من توظيف الأموال والتفضيل الزمني[1] .

ويتحدد الفرق بين سعر الفائدة الحقيقي والإسمي في مفهوم القدرة الشرائية للنقود ، أي الفرق بين ما يحصل عيه الفرد من عائد في شكل فائدة وبين القدرة أو القوة الحقيقية لذلك العائد الذي سيحصل عليه في المستقبل وتثمثل العلاقة بين سعر الفائدة الحقيقي و الإسمي والذي عرفه فيشر بالمعادلة التالية[2] :

سعر الفائدة الحقيقي = سعر الفائدة الاسمي _ معدل التضخم

3– قياس معدل الفائدة:

يتم قياس معدل الفائدة على أساس المبلغ المقترض بطريقتين واحدة بسيطة والأخرى مركبة وهما كالتالي :

أ–الفائدة البسيطة : تعطى المعادلة لحساب الفائدة المتحصلة على أساس الفائدة البسيطة .

مبلغ الفائدة = مبلغ القرض الأصلي × نسبة الفائدة × الزمن بالسنوات

المبلغ الاجمالي عند الاستحقاق = مبلغ القرض الأصلي + مبلغ الفائدة

ب– الفائدة المركبة : هي الطريقة الأكثر شيوعا في حساب الفائدة على القروض والودائع بحيث يتم حسابها بشكل تراكمي يرتبط إيجابا مع الوقت ، وتساعد هذه الطريقة على ترشيد قرارات الاقتراض إذ أنها تحثهم على الإسراع في تسديد مستحقاتهم ، مما يوفر موارد لأفراد آخرين لديهم حاجة في اقتراضها وتعطى علاقة الفائدة المركبة كالتالي :

$$\mathbf{xn} = \boldsymbol{y}(\mathbf{1} + \boldsymbol{i})\boldsymbol{n}$$

$\mathbf{X_N}$: المبلغ المستحق الاجمالي

$\mathbf{Y}$: المبلغ الأصلي

$\mathbf{i}$: نسبة الفائدة

[1] -Doron peleg fundamental models in financial theory the mit press london 2014 p 34.

[2] –ناظم حسين الشريفي سعود جايد مشكور العامري المحاسبة المتقدمة في الشركات الأسس النظرية والعملية لنسب قيمة الشركة دار الزهران للنشر والتوزيع عمان 2009 ص 120.

n : المدة بالسنوات

4- العلاقة بين معدل الفائدة والهيكل المالي للشركة

توجد علاقة عكسية بين سعر الفائدة ونسبة الرفع المالي ، بحيث كلما إرتفعت معدلات الفائدة إنخفضت نسبة الدين في الهيكل المالي للشركة ، وذلك لأنها ترفع من تكلفة رأس المال ، وبالتالي تدفع بالإدارة المالية للحد من الإعتماد على الدين ، إلا أن أهمية معدلات الفائدة تكمن في كونها مقياسا عندما تقل توفر الأموال في الأسواق ، فكلما إرتفعت تدل على وجود إنكماش نقدي ناتج عن إنكماش في إحتياطيات البنوك التجارية أي أن الطلب على النقود من قبل المقرضين يكون أكبر مما تعرضه البنوك التجارية والعكس إذا انخفضت معدلات الفائدة .

المبحث الثالث : تكلفة التمويل مفاهيم أساسية

تلعب تكلفة رأسمال دورا هاما في ترشيد الإدارة المالية للهيكل المالي الأمثل الذي يعظم قيمة الشركة ، و يجعل تكلفة التمويل في حدها الادنى ، " و تعرف تكلفة رأس المال بأنها أدنى معدل عائد مطلوب على الإستثمار كما أنها معيار للأداء المالي ، و كذلك تمثل معدل حجم المشروعات الإستثمارية[1].

و تنشا تكلفة التمويل من مصادر مختلفة تتلائم مع المدة التي يستخدمها المشروع و مع درجة المخاطر التي تتعرض لها ، و عليه لكل منها تكلفة تتلائم مع وضعها في المشروع .

المطلب الأول : تكلفة أموال الملكية .

تتكون أموال الملكية من الأسهم – سواء كانت عادية أو ممتازة – و الأرباح المحجوزة ، و سنتحدث في هذا الجزء عن النماذج التي يتم إستخدامها لحساب تكلفة كل من هذه المكونات للتوصل إلى تكلفة أموال الملكية

1- تكلفة الأسم العادية : نركز في حساب تكلفة أموال الملكية على الأسهم العادية بإعتبارها أعلى مصادر التمويل تكلفة ، حيث توجد طريقتان لحساب تكلفة أموال الملكية (الأسهم العادية) و التي يتكون منها رأس مال الشركة و هما :

أ-طريقة نموذج التدفقات النقدية المحسومة : يتم حساب تكلفة أموال الملكية (الأسهم العادية) من خلال هذا النموذج وفقا للمعادلة التالية[2] :

$$\text{تكلفة أموال الملكية (الأسهم العادية)} = \frac{\text{نصيب السهم العادي من الارباح الموزعة}}{\text{السعر السهم العادي في السوق}} + \text{معدل نمو التوزيعات}$$

نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة يحسب وفقا للمعادلة التالية :

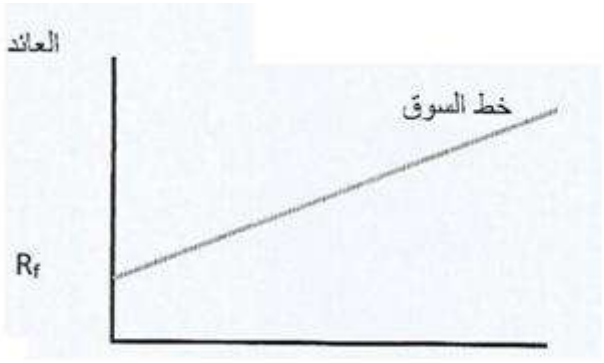
$$\text{نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة} = \frac{\text{الارباح الموجهة للتوزيع عند نهاية السنة}}{\text{عدد الاسهم المكتتبة في تلك السنة}} + \text{معدل نمو التوزيعات}$$

[1] -محمد علي إبراهيم العمري الإدارة المالية الحديثة الطبعة الأولى دار وائل للنشر والتوزيع عمان 2013 ص 341.

[2] – سليمان أبو صحا الإدارة المالية الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات القاهرة 2013 ص 375.

أما بالنسبة لمعدل توزيعات الأرباح فإنه يختلف من شركة إلى أخرى و ذلك تبعا لسياسة توزيع الأرباح* التي تعتمدها كل شركة ، فهناك شركة تحافظ على معدل نمو في توزيعات الأرباح ، و شركات أخرى ذات مستوى غير ثابت من معدل توزيعات الأرباح ، و شركات توزع مبلغا ثابتا من الأرباح كل سنة فلا يتغير بتغيير الزمن و في هذا النوع من الشركات تكون تكلفة أموال الملكية (أسهم عادية) هي مقدار المبلغ الموجه للتوزيع في تلك السنة على إجمالي عدد الأسهم المكتتبة في تلك السنة فقط .

ب–طريقة نموذج الأصول الرأسمالية : حسب هذا النموذج فإن العائد المرغوب فيه من قبل المستثمرين يتكون من معدل عائد خال من المخاطرة زائد بدل مخاطرة لتعويضه عما يتحمله من مجازفة بأمواله ، حيث يرتفع بدل المخاطرة في السهم ذي العائد المتغير و يقل في الأسهم ذات العائد الثابت ، و يبدو ذلك واضحا من خلال الشكل الموالي و الذي يمثل خط السوق للأوراق المالية :



شكل رقم (1 – 1) يوضح العلاقة بين العائد و المخاطرة

المصدر : محمد صالح الحناوي ، أساسيات الإستثمار في سوق الأوراق المالية ، الطبعة الثانية ، الدار الجامعية ، الإسكندرية 1997،ص 300.

نلاحظ من خلال الشكل أن نقطة تقاطع خط سوق الأوراق المالية مع المحور الرأسي Rf ، و التي تمثل معدل العائد الخالي من المخاطرة ، و من ثم فإن المخاطرة هي مقدار ما يطرأمن تغيير على العائد ، و هنا يمكن التمييز بين نوعين من المخاطرة ؛ مخاطر غير نظامية يمكن تفاديها من خلال عملية التنويع ، و مخاطر نظامية يمكن تحديدها من خلال المعادلة التالية[1] :

$$\mathbf{R = R_f + b\ (k_m - R_f)}$$

حيث

R العائد المتوقع على السوق (متوسط الأسهم)

$\mathbf{R_f}$ معدل العائد الخالي من المخاطرة

$\mathbf{(k_m - R_f)}$ بدل المخاطرة على متوسط الأسهم

[1] –إدوين مانفيلد الإقتصاد التطبيقي في إدارة الأعمال ترجمة جورج فهمي رزق المكتبة الأكاديمية القاهرة 1999 ص 432.

b يمثل ميل خط الإنحدار المعبر عن العلاقة بين العائد و المخاطرة (و هو معامل قياس المخاطرة التي يتعرض لها السهم)

2- تكلفة الأرباح المحجوزة : تسعى الشركة دوما لتحقيق هدفها الأساسي و المتمثل في تحقيق الربح ، هذا الربح يمكن توزيعه على المساهمين كما يمكن الإحتفاظ بجزء منه داخل الشركة بغرض إعادة إستثماره من جديد ، و هذا ما يطلق عليه بالتمويل الذاتي الذي يتم من خلال الأرباح المحجوزة و التي تعرف على أنها "ذلك الجزء من الأرباح الصافية بعد الضريبة التي لم يتم توزيعها على حملة الأسهم بهدف إعادة إستثمارها من جديد[1] .

و من هنا تظهر أهمية سياسة توزيع الأرباح في تحديد مصير الارباح التي تحققها الشركة ، فهي تحدد مقدار التوزيعات على المساهمين ، كما تحدد مقدار الأرباح التي سيتم الإبقاء عليها داخل الشركة ، و هذه إحدى التحديات التي تواجه الإدارة المالية للشركة، و التي يعود الفضل فيها إلى الجمعية العمومية للمساهمين بإعتبارها الجهة المسؤولة على تحديد سياسة توزيع الأرباح المقترحة من مجلس الإدارة .

المطلب الثاني : تكلفة الدين

تظهر تكلفة الدين بصورة مباشرة من خلال معدل الفائدة عن الشركة الذي يتوجب دفعه على القرض الجديد، أو بصورة غير مباشرة من خلال معدلات الفائدة في الأسواق المالية و المتمثل في معدل الفائدة التي تمنحه الشركة على السندات، و يمكن تحديد معدل الفائدة للقروض طويلة الأجل بطريقتين هما:

الطريقة الأولى : ويتم ذلك بمراجعة إصدارات القروض طويلة الأجل للمؤسسات الحكومية و مصارف الإستثمار.

الطريقة الثانية : و هي في حالة إستخدام البيانات التاريخية فيحدد معدل الفائدة من قسمة مجموع الفوائد السنوية التي يظهرها كشف الدخل للشركة المعنية على مجموع القروض طويلة الأجل في ميزانيتها .

و يتم تقدير معدل الفائدة على القروض طويلة الأجل سواء كانت في صورة سندات تصدرها الشركة أو في صورة قروض تتعاقد عليها من خلال المعادلة التالية[2] :

$$S = \sum_{i=1}^{i=n} t\left(\frac{1}{M+1}\right) i + A\left(\frac{1}{M+1}\right) N$$

حيث

S : تمثيل الأموال المقترضة

T: تمثل التدفقات النقدية للفوائد الدورية بعد خصم الوفورات الضريبية للفوائد المستحقة

A: تمثل قيمة الأموال المقترضة أو القيمة الاسمية للسند

N: تمثل عدد الدفعات .

M: تكلفة الاقتراض

---

[1] -محمد صالح الحناوي الإدارة المالية والتمويل الدار الجامعية الإسكندرية 2011 ص 245.

[2] -منير إبراهيم الهندي الإدارة المالية في هيكل تمويل الشركات المكتب العربي الحديث الطبعة الرابعة الاسكندرية ص 577.

من خلال المعادلة السابقة يتضح أن M هي تكلفة الاقتراض المقدرة وهي معدل الخصم الذي يتساوى عنده طرفا المعادلة .

المطلب الثالث : التكلفة الوسطية المرجحة.

تكلفة الأموال التي تستخدمها الشركة في تمويل أصولها هي التركيبة أو الخليط المكون لهيكل رأس المال وتكلفة كل عنصر فيه ، ونظرا لأن نسبة العناصر المكونة للخليط ليست متساوية وتكلفتها ليست متساوية أيضا ، فإننا نعتمد في تقدير تكلفة رأس المال على المتوسط الحسابي المرجح بالاوزان ، ومنه نعرف التكلفة الوسيطية المرجحة لرأس المال على أنها عبارة عن " معدل المردودية المفروض Exigé على الأصول الاقتصادية التي يتم تمويلها عن طريق كل من الأموال الخاصة والديوان.

وتعطى العلاقة الرياضية للتكلفة الوسطية المرجحة لرأس مال كالتالي[1]:

$$\mathbf{CMPC} = \boldsymbol{T}\frac{\boldsymbol{Vcp}}{\boldsymbol{vd}+\boldsymbol{vcp}} + \boldsymbol{i}\frac{\mathbf{vd}}{\boldsymbol{vd}+\boldsymbol{vcp}}$$

حيث أن :

CMPC : تمثل التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال .

vcp: قيمة الأموال الخاصة .

vd: قيمة الديون .

T: تكلفة الأموال الخاصة

i: تكلفة الاستدانة بعد الضريبة

ويعاب على هذه الطريقة أن تكلفة الأموال في ظلها ستتغير تبعا لتغير هيكل رأس المال سواء من حيث الخليط المكون لها أو من حيث نسبة كل عنصر فيه ، وتصلح هذه الطريقة في حالة واحدة ، وذلك عندما يكون الخليط المكون لرأس المال مستقرا ، وهو أمر يصعب تحقيقه .

[1] -Pierre vernimmen finance d entreprise 3em edition dalloz paris 1998 p 487.

المبحث الرابع : الدراسات السابقة

نتناول في هذا المبحث مجموعة من الدراسات السابقة للموضوع في مختلف الاقتصاديات العالمية ، حيث طبقت هذه الدراسات على شركات تنتمي إلى أسواق مختلفة.

المطلب الأول : دراسات عربية

نتناول في هده الجزء مجموعة من الدراسات التي طبقت على شركات تنتمي إلى اقتصاديات عربية, و دلك لإبراز مختلف تأثيرات المتغيرات على هيكلة مصادر التمويل.

1-دراسة عبد الله ,الصديق (2003)[1]:"محددات الهيكل المالي للشركات الصناعة في المملكة العربية السعودية"

تناولت هده الدراسة العوامل المحددة لاختيار الهيكل التمويلي ,حيث أجريت على شركات المساهمة العامة الصناعية في المملكة العربية السعودية ,و هدفت إلى التعرف على العوامل المؤثرة في قدرة الشركة للحصول على التمويل ,و التي من شأنها تحديد نسبة الدين في الهيكل المالي لتلك الشركات.

استخدمت الدراسات كل من حجم الشركة ,و الربحية ,و السيولة ,و معدل النمو,و حجم الضمانات المقدمة كمتغيرات مستقلة,و نسبة الديون من الهيكل المالي كمتغير تابع, و قد أثبتت نتائج الدراسة و جود علاقة ذات دلالة إحصائية موجبة بين نسبة الدين و حجم الشركة ,و علاقة سالبة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الدين و الهيكل المالي للشركات محل الدراسة.

2-دراسة محمد توفيق (2005) "محددات هيكل رأس المال لشركات المساهمة العامة الفلسطينية "

أجريت هده الدراسة على 17 شركة مدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية للفترة الممتدة ما بين(1999-2004), و هدفت إلي التعرف على محددات هيكل رأس المال ,مستخدمة في ذلك تقنيات الانحدار المتعدد و معاملات الارتباط لاختيار فرضياتها للمتغيرات التابعة لنسبةإجمالي المطلوبات إلى حقوق الملكية و معدل النمو,و حجم الشركة و الضريبة المدفوعة و الأصول الثابتة و المخاطر النظامية .

أشارت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين هيكل رأس المال و العائد على حقوق الملكية التي تقيس الربحية, و أيضا وجود علاقة ذات دلالة إحصائية طردية موجبة بين هيكل رأس المال و حجم الشركة,إلا أن الدراسة لم تجد أي علاقة بين هيكل رأس المال و معدل النمو و الضريبة المدفوعة و الأصول الثابتة و المخاطر النظامية.

3-دراسة Fakhfakh.H ,BEN.ATITALLAH.R,(2006) محددات هيكل رأس المال للشركات التونسية,دراسة من خلال نظرية توقيت السوق,

-Les determinants de la structure du capital des firmes tunisienne

[1] - دراسة عبد الله ,الصديق (2003)[1]:"محددات الهيكل المالي للشركات الصناعة في المملكة العربية السعودية" مجلة الإدارة العامة معهد الإدارة العامة المجلد 42 العدد 4 الرياض2013 ص723-745

ركزت هده الدراسة على نظرية المفاضلة و نظرية تسلسل مصادر التمويل و مسحت عددا كبيرا من الدراسات السابقة في هدا المجال,و استنتجت أن قرارات هيكل رأس المال تختلف من فترة لأخرى.

حيث تعتمد الشركات بشكل اقل على الديون خلال الفترات التي تكون فيها نسبة القيمة السوقية للسهم إلى القيمة الدفترية مرتفعة .وذلك حسب ما ورد في نظرية توقيت السوق و طبقت هذه الدراسة على 41 شركة مدرجة في سوق تونس للأوراق المالية خلال الفترة (1997-2003) وذلك بإعتماد كل من ربحية الشركة و حجمها وهيكل الأصول ومعدل التغير في سعر السهم السوقي كمتغيرات مستقلة ،وإجمالي المطلوبات مقاسة بالقيمة السوقية إلى القيمة الدفترية كمتغير تابع ممثلا لهيكل رأس المال

وأظهرت الدراسة أن كلا من هيكل الأصول وحجم الشركة ومعدل التغير في سعر السهم السوقي لها علاقة عكسية مع هيكل رأس مال الشركة.

كما اثبتت الدراسة أن الإعتماد على الدين في الهيكل المالي ليس له علاقة بإرتفاع نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للسهم ،وذلك على عكس ما تشير إليه نظرية توقيت السوق .

4-دراسة غازي فلاح ،علي محمود (2011) محددات اختيار الهيكل المالي بشركات الأعمال – دراسة تحليلية لشركات قطاع الخدمات المدرجة في بورصة عمان[1]

بحثت هذه الدراسة في العوامل المؤثرة في إختيار مديري الشركات لنسبة الدين في الهيكل المالي وطبقت هذه الدراسة على 54 شركة من قطاع الخدمات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة ما بين (1996-2007)

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة مدى اعتماد قرارات المديرين الماليين على العوامل الخاصة بالشركات (والمتمثلة في الحجم وهيكل الأصول ومعدل النمو)و العوامل المؤثرة بالسوق (والمتمثلة في معدل الفائدة ومعدل الضريبة والقيمة السوقية بالأسهم بسوق رأس المال) في تحديد نسبة الدين للشركات ،وذلك بإستخدام معادلة الإنحدار المتعدد بإعتبار العوامل السابقة مستقلة ونسبة الديون ممثلة بإجمالي الديون إلى الأصول متغيرا تابعا .

وأظهرت الدراسة وجود تأثير إيجابي لكل من حجم الشركة وهيكل الأصول ومعدل النمو على الهيكل المالي ، بينما كان لمعدل العائد على الأصول تأثير سلبي في مقياس الهيكل المالي ،كما أظهرت الدراسة عدم وجود أثر لكل من معدل الضريبة ومعدل الفائدة و القيمة السوقية للأسهم على هيكل رأس المال ،وأن هذه العوامل لا تفسر التغيرات التي تحدث بالهيكل المالي .

[1] – دراسة غازي فلاح ،علي محمود (2011) محددات اختيار الهيكل المالي بشركات الأعمال – دراسة تحليلية لشركات قطاع الخدمات المدرجة في بورصة عمان مجلة دراسات العلوم الإدارية المجلد 38 العدد02 الجامعة الأردنية عمان 2011 ص 367-379.

المطلب الثاني :دراسات أجنبية

سنتطرق في هذا الجزء من الدراسة إلى مجموعة من الدراسات أجريت على شركات في مختلف أنحاء العالم ، وذلك للتعرف على العوامل المؤثرة على هيكلة مصادر التمويل .

1_ دراسة SHERIDAN.T Roberto.W (1988)"محددات إختيار هيكل رأس المال "[1]

-The Determinants of capital structure choice

أجريت هذه الدراسة على مجموعة كبيرة من الشركات في الولايات المتحدة الأمريكية خلال أربع سنوات وذلك بثلاث طرق .

أولا : قامت الدراسة باختبار تجريبي لمجموعة كبيرة من نظريات هيكل رأس المال .

ثانيا : بما أن النظريات تدرس الآثار المختلفة للديون ، قام الباحثان بتحليل الديون طويلة الأجل وقصيرة الأجل و الديون القابلة للتحويل بدلا من تحليلها بشكل إجمالي.

ثالثا :قام الباحثان بدراسة أثر حجم الشركة و الوفورات الضريبية و ربحية الشركة على الرفع المالي باعتباره مقياسا للهيكل المالي ، وأظهرت النتائج وجود علاقة طردية بين كل من حجم الشركة و الوفورات الضريبية ومعدل الرفع المالي ، ووجود علاقة عكسية بين ربحية الشركة ومعدل الرفع المالي كمقياس لهيكل رأس مال الشركة .

2_ دراسة Josef .O 1999 محددات هيكل رأس المال لشركات العقار في المملكة المتحدة "

-The determinants of capital structure evidence on uk property companies.

أجريت هذه الدراسة على 83 شركة عقارية مدرجة في سوق المملكة المتحدة للأوراق المالية وذلك لإبراز مختلف العوامل المؤثرة على حجم الديون في هيكل رأس المال .

أشارت الدراسة إلى أن هيكل الأصول وتوجه الأعمال ومستوى المشاركة في التطوير العقاري هي المحددات الأساسية لسياسة الأستدانة في الشركات العقارية ، كما توصلت الدراسة إلى أن المديرين الماليين لتلك الشركات يأخذون بعين الاعتبار الوضعية المالية للشركة (العسر المالي) وتكاليف التمويل عند اختيار الديون في هيكل التمويل ، وأن العبء الضريبي وأداء الشركة ليس لهما تأثير على قرارات الهيكل المالي للشركات العقارية محل الدراسة .

[1] - (**1988**) **SHERIDAN**.**T Roberto**.**W**-The Determinants of capital structure choice the journal of finance vol xliii no 01 march1988 p 1-19. "

3-دراسة B.usha.m2004.frank محددات هيكل رأس المال : دراسة استقصائية على الشركات الأوروبية

-The Determinants of capital structure choice .

مسحت الدراسة 16 دولة أوروبية مختلفة من حيث الأنظمة القانونية و اختبرت محددات هيكل رأس المال ل 737شركة تنتمي لهذه الدول خلال سنة 2001 ،و أشارت إلى أن رأس المال يخضع للعديد من المميزات والممارسات التجارية والتي تختلف بإختلاف الأنظمة القانونية لتلك الدول .

وأظهرت الدراسة أن ربحية السهم و المرونة المالية هي أهم المتغيرات التي تفسر هيكل رأس المال ، و أتبتث أن المديرين الماليين يأخذون بعين الاعتبار نسبة تغطية الدين لرفع رأس مال شركاتهم .

4-دراسة 2004 (Batrik,B)محددات هيكل رأس المال : دراسة ميدانية للشركات المدرجة في بورصة التشيك

-The Determinants of capital structure Empirical Evidence from the Czech republic.

حللت هذه الدراسة محددات هيكل رأس المال للشركات المدرجة في البورصة التشيك خلال الفترة الممتدة ما بين 2000 و2001 ؛ واستخدمت هذه الدراسة الإستدانة كمتغير تابع وكل من حجم الشركة والربحية وهيكل الأصول ومعدل النمو و الضرائب كمتغيرات مستقلة .

توصلت الدراسة إلى وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين الديون وكل من حجم الشركة و الضرائب ووجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين الديون وكل من ربحية الشركة وقيمة الأصول ومعدل النمو .

5-دراسة2006 (Guihai.H Frank.S) محددات هيكل رأس المال :أدلة من الصين[1]

-The Determinants of capital structure Evidence from chaina

أجريت هذه الدراسة على 1200 شركة صنينية خلال الفترة الممتدة ما بين 1994 و 2003، وذلك لاختبار أهم العوامل المؤثرة في هيكل رأس المال ، و إستخدمت الدراسة كلا من حجم الشركة وهيكل الأصول و الربحية ومعدل النمو و الوفوات الضريبية كمتغيرات مستقلة ،و توصلت الدراسة إلى أن حجم الشركة وهيكل الأصول يؤثران ايجابا على حجم الديون ، أي كلما زاد حجم الشركة وهيكل الأصول تزداد الاستدانة ، وأن كلا من الربحية والوفورات الضريبية ومعدل النمو لهم تأثير عكسي على حجم الديون .

وبينت الدراسة إلى أن الشركات الصينية ليس لها ميل إلى الديون الطويلة الأجل ،وأن ملكية الشركة (القطاع العام والخاص) ليس لهما تأثير على هيكل رأس مال الشركة .

[1] -(Guihai.H Frank.S-The Determinants of capital structure Evidence from chaina evidence from chaina economic review vol 17 issue 1p 14-36

6- دراسة 2008 (jong R Thuy. T) هيكل رأس المال حول العالم

-Capital Structure around the world

شملت الدراسة 12000 شركة من مختلف قارات العالم خلال الفترة الممتدة مابين 1997 و 2001، حيت قام الباحثان بتقسيم هذه الدراسة إلى قسمين : حللا في الأول العوامل الخاصة بالشركة التي تؤثر في نسب الرفع المالي كحجم الشركة وهيكل الأصول والربحية وفرص النمو وحللا في القسم الثاني العوامل المرتبطة بكل دولة مثل قوة القانون وتطور سوق السندات والنظام المالي والناتج المحلي .

وتوصلت الدراسة إلى أن لكل من حجم الشركة وهيكل الأصول والربحية وفرص النمو تأثيرا على اختيار المديرين الماليين لهيكل رأس مال الشركة أمّا معدل النمو والناتج الإجمالي وتطور سوق السندات فيختلف تأثير كلٍ منها على هيكل رأس المال الشركة باختلاف الدول محل الدراسة.

7-دراسة 2013 (Asmawi.N Faridah. S) محددات هيكل رأس المال في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في ماليزيا

-THE determinant oFcapital structure oFSMs in Malaysia

أجريت هذه الدراسة على 334 مؤسسة صغيرة ومتوسطة في ماليزيا،واستعملت البيانات الحاسبية لخمس سنوات من سنة 2005 إلى غاية 2009،وجاءت هذه الدراسة لتعرف على المتغيرات المحددة لهيكل رأس مال هذا النوع من المؤسسات،واستخدمت الانحدار الخطي المتعدد باعتبار الديون طويلة الأجل والديون قصيرة الأجل كمتغيرين تابعين،وكل من عمر الشركة والحجم والسيولة والربحية ومعدل النمو والضرائب كمتغيرات مستقلة.

ووجدت الدراسة أنّ كلاً من السيولة والربحية هي المحددات الرئيسية لهيكل رأس المال باعتبار الديون طويلة الأجل وقصيرة الأجل معاً متغيران تابعان،وحجم الشركة متغيراً مهمًا لكن بدرجة أقل،

كما توصلت هذه الدراسة إلى أنّ عمر الشركة والنمو يُفسران الهيكل المالي باعتبار الديون طويلة الأجل متغيراً تابعاً ممثلاً لهيكل رأس المال،في حين أنّ الضرائب ليست محدداً مهماً في قرارات الهيكل المالي.

8-دراسة Anshu H .Kapil .S(2014) دراسة حول محددات هيكل رأس المال في الهند

-A study on determinant of capital stucture in lndia

حاولت هذه الدراسة معرفة أو تحديد أهم محددات هيكل رأس المال لـ 870 شركة مدرجة في سوق الهند للأوراق المالية في القطاعين العام والخاص،للفترة الممتدة من سنة 2001 إلى غاية سنة 2010،واستخدمت في ذلك الانحدار الخطي المتعدد باعتبار ثلاثة متغيرات تابعة هي : نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول،ونسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول،ونسبة

الديون قصيرة الأجل إلى إجمالي الديون،وعشرة متغيرات مستقلة هي : الربحية والنمو وحجم الأصول وحجم الشركة والعسر المالي وقدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها وتكلفة الدين ومعدل الضريبة وعمر الشركة وسيولتها.

وأشارت الدراسة أنّ لكل من الربحية والنمو والتغير في الأصول وحجم الشركة وتكلفة الدين ومعدل الضريبة وقدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها تأثيراً كبيراً على حجم الاستدانة في هيكل تموين الشركات الهندية،بينما لا تفسير كل من السيولة وعمر الشركة والعسر المالي التغيرات التي تطرأ على هيكل رأس مال الشركة الهندية محل الدراسة.

9-دراسة 2014 akingoula R .Oyetayo.O محددات قرار الهيكل المالي في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة :دراسة استطلاغية لعدد من الشركات المسجلة في نيجيريا[1]

apilot :-Determinant of capital structure decision in small and medium study of selected registered companies in Negira .

حاولت هذه الدراسة التحقق في وجود وقوة العوامل المحددة لهيكل رأس المال للشركة الصغيرة والمتوسطة،وتمّ فيها تحليل لوحة البيانات المالية لعشر مؤسسات لمدة خمس سنوات باستخدام طريقة المربعات الصغيرى العادية وذلك باعتبار كل من حجم الشركة وهيكل الأصول والربحية والنمو وعمر الشركة كمتغيرات مستقلة والرفع المالي كمتغير تابع ممثل الهيكل المالي للشركة .

وأثبتت الدراسة أنّ الربحية والحجم هما العاملان الوحيدان من بين العوامل الأخرى المحددان لهيكل رأس المال، وأرجعت هذه الدراسة سبب هذه النتائج إلى خصوصية البلد (نيجيريا).

[1] - akingoula R .Oyetayo.O-Determinant of capital structure decision in small and medium enterprises Enterprises apilot study of selected registered companies in Negira journal of economic and finance issn2321-5933 vol3 issue1 veri feb2014 p 01-08.

المطلب الثالث : تحليل ومقارنة الدراسات

هدفت الدراسات السابقة إلى التعرّف على العوامل المحددة لهيكل رأس المال،وقياس درجة تأثيرها على مزيج مصادر التمويل،واختلفت في الوصول إلى الأهداف المسطرة وذلك حسب طبيعة كل دراسة .

1-تقيم الدراسات

جميع الدراسات قامت بدراسة العوامل المرتبطة بالشركات فقط ماعدا دراسة Joseph. O ودراسة Jong Thuy hgjd H$ogj jpgdg hgu التي أدخلت تحليل العوامل المرتبطة بالدول،وذلك لأنهما أجريتا على شركات تنتمي لدول مختلفة.

جميع الدراسات أجريت على شركات تنتمي إلى قطاعات مختلفة ما عدا دراسة (غازي فلاح وعلي محمود) أجريت على شركات قطاع الخدمات،ودراسة (عبد الله صديق) أجريت على شركات قطاع الصناعة.

انفردت دراسة كل من Asmawi. Faridah ودراسة Akingoulam Yetayo بإجراء الدراسة على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

تعتبر دراسة Guihai FRANK الوحيدة التي أدرجت متغير الملكية في الدراسة،وذلك لأنها أجريت في الصين التي تتبنى النطام الاشتراكي.

كل الدراسات استخدمت طريقة المربعات الصغرى (الانحدار الخطي المتعدد) ما عدا دراسة Frank Usha التي استعملت الطريقة الاستقصائية للوصول إلى النتائج.

2-مقارنة الدراسات

اقتصرت الدراسة على متغيرات البيئة المالية في حين أدخلت بعض الدراسات متغير العمر،وملكية الشركة،وعوامل أخرى مرتبطة بالدول.

اقتصرت الدراسة في اختبار المتغير التابع على الديون والأموال الخاصة والذي يعتبر أحسن مؤشر للتعبير على هيكل رأس مال الشركة مثمتلا في التكلفة الوسطية المرجحة.

أجريت الدراسة على جميع شركات الأسهم المسجلة في ولاية ورقلة – الجزائر خلال الفترة (2010- 2017).

تميزت الدراسة بالتنوع في استخدام أدوات التحليل الإحصائي الوصفي كمقارنة المتوسطات وتحليل التباين.

اعتمدت الدراسة في الوصول إلى النتائج على نموذج الانحدار الخطي المتعدد على بيانات السلاسل الزمنية المقطعية panel data.

ـ خلاصة الفصل

حاولنا في هذا الفصل من الدراسة تسليط الضوء على بعض المؤشرات المرتبطة بالبيئة المالية للمؤسسة و التي تناولت العوامل المؤثرة في تكلفة رأس المال وهذا في شقها النظري كما تم التطرق لبعض العلاقات والمعادلات الرياضية والمفسرة لهاته المؤشرات وعلاقتها بالهيكل التمويلي للمؤسسة كما تم تناول مفهوم التكلفة الوسطية المرجحة وهذا بالإعتماد على الوزن النسبي لكل من حقوق الملكية والديون في علاقة رياضية واحدة وشاملة لهم.

بالإظافة إلى بعض الدراسات السابقة في هذا المجال والتي كانت من مختلف دول العالم والتي بينت بأنه هناك تبايناً في وجهات النظر في تأثير مختلف العوامل المدروسة على إعادة هيكلة مصادر التمويل،وذلك راجع إلى أنّ أغلبية الدراسات أجريت على الدول الغربية أو الدول الصناعية،والتي تختلف بينتها اختلافا واضحاً على بينة الدول العربية وخاصة عن البيئة الجزائرية التي لها خصوصياتها وظروفها الخاصة خصوصاً ما تقدمه الدولة من امتيازات ضريبية وتسهيلات في منح القروض،وذلك في إطار تشجيع الاستثمار لتنويع الاقتصاد والتخلص من التبعية للبترول الذي يشهد غالباً تقلبات قد تعصف باقتصاد الدولة.

هذا التباين في الدراسات وكذلك خصوصية البيئة الجزائرية يستدعيان القيام بدراسة تسليط الضوء على هيكل تمويل الشركات والعوامل المؤثرة فيه للشركات الجزائرية،ومقارنة نتائجها بالنتائج المتوصل إليها في الدراسات السابقة.

الفصل الثاني

الدراسة التطبيقية للعوامل المحددة لتكلفة التمويل

تمهيد

للإجابة على فرضيات الدراسة ومعرفة مختلف العوامل المحددة لتكلفة التمويل،نختبر عينة من شركات المساهمة المسجلة في إقليم ولاية ورقلة والمكونة من 15 شركة تنتمي لمختلف القطاعات، مستخدمين في ذلك نماذج بانل Banel للوصول إلى العلاقة المثلى بين متغيرات الدراسة المتمثلة في تكلفة التمويل كمتغير تابع و نسبة هامش الربح ومعدل النمو و معدل الفائدة ومعدل الضريبة كمتغيرات مستقلة، وسنقوم بعرض وتفسير مختلف النتائج المتوصل إليها وذلك عبر ثلاثة محاور وهي:

1–عينة ومتغيرات الدراسة :وسنتناول فيه مجتمع وعينة الدراسة وسنتطرق إلى نموذج الدراسة وإبراز المتغير التابع والمتغيرات المستقلة.

2–دراسة وصفية تحليلية لمتغيرات الدراسة :ونتناول فيه التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة.

3–دراسة قياسية لمحددات تكلفة التمويل :حيث نستخدم نماذج بانل للوصول إلى النموذج الأمثل الذي يمثل العلاقة بين المتغير التابع و المتغيرات المستقلة.

المبحث الأول: الدراسة التطبيقية للعوامل المحددة لتكلفة التمويل:

نقوم في هذا الفصل بإجراء دراسة تطبيقية للعوامل المحددة لتكلفة التمويل تتضمن دراسة إحصائية وصفية للمتغيرات كما تتضمن دراسة قياسية لهده العوامل ثم إستخلاص النتائج التي تفرزها هده الدراسة .

المطلب الأول :عينة ومتغيرات الدراسة

نستخدم في هذه الدراسة خمسة متغيرات منها متغير تابع واحد هو تكلفة التمويل و أربعة متغيرات مستقلة هي نسبة هامش الربح و ومعدل النمو ومعدل الفائدة والمعدل الضريبي ، وذلك لعينة مكونة من 15 شركة مساهمة مسجلة في إقليم ولاية ورقلة خلال الفترة2010-2017.

1- مجتمع وعينة الدراسة

-شملت الدراسة جميع شركات المساهمة المسجلة في إقليم ولاية ورقلة للفترة2010-2017

على أن تتوفر الشروط التالية لضمان قياس متغيرات الدراسة:

-أن تكون الشركة قد استمرت من سنة 2010 إلى غاية سنة 2017.

-أن لا يكون قد تم دمجها خلال فترة الدراسة.

-أن تتو فر الشركة على البيانات اللازمة خلال فترة الدراسة.

كل الشركات إستوفت الشروط اللازمة للعينة.

2- متغيرات الدراسة

نقوم بصياغة نموذج رياضي لاختبار أثر متغيرات الدراسة على تكلفة التمويل لشركات المساهمة حيت تم تصميم النموذج ليتكون من مجموعة من المتغيرات المستقلة وهي نسبة أو معدل الربحية ومعدل النمو ومعدل الفائدة ومعدل الضريبة أما المتغير التابع فيتم قياسه بمتغير واحد متمثلا في تكلفة التمويل وبالتالي يتم بناء نموذج الدراسة على النحو التالي :

جدول رقم (01) يوضح قياس متغيرات الدراسة

الرمز	طبيعة المتغير	إسم المتغير	المقياس
Y	متغير تابع	تكلفة التمويل	إجمالي الديون / حقوق الملكية
X1	متغير مستقل	نسبة الربحية	صافي الدخل / صافي المبيعات
X2	متغير مستقل	معدل النمو	رقم أعمال السنة (ن-1)– رقم أعمال السنة(ن)/رقم أعمال السنة (ن-1)
X3	متغير مستقل	معدل الفائدة	المصاريف المالية/ إجمالي الديون
X4	متغير مستقل	معدل الضريبة	الضريبة المدفوعة/ صافي الربح قبل الضريبة

المطلب الثاني : دراسة وصفية تحليلية للمتغيرات المستقلة

نجري في هذا الجزء من الدراسة تحليلا وصفيا للمتغيرات بإستخدام المتوسطات الحسابية لكل متغير ومقارنة النتائج وإستخلاص الفروق بين الشركات محل الدراسة و إستعمال تحليل التباين للتأكد من أن المتوسطات غير معدومة ومختلفة من شركة لأخرى .

1- مقارنة المتوسطات

نقوم باستخدام المقاييس الإحصائية الوصفية(مقاييس النزعة المركزية، مقاييس التشتت)على بيانات الدراسة لتحديد مدى تباعد البيانات عن بعضها البعض، وذلك بحساب أصغر وأعلى قيمة وتحديد مدى تباعدها عن المتوسط الحسابي، بحساب متوسط البيانات والإنحراف المعياري ومعامل الاختلاف لكل متغيرة من متغيرات الدراسة.

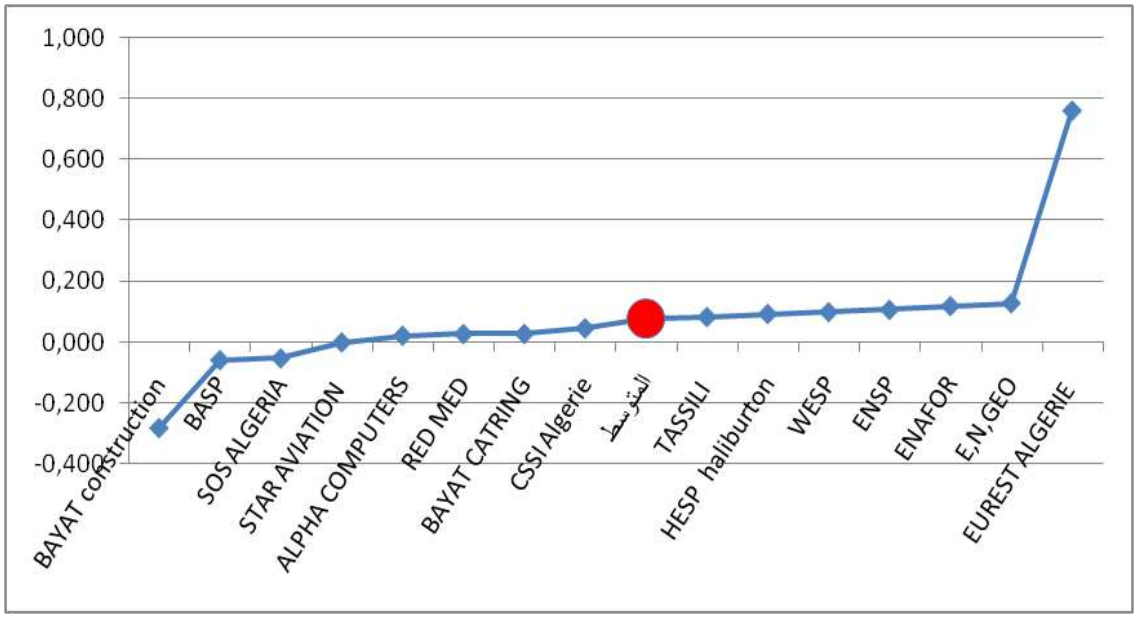
2- دراسة وصفية تحليلية لمتغيرات الدراسة

نقوم باستخدام المقاييس الإحصائية الوصفية (مقاييس النزعة المركزية، مقاييس التشتت) على بيانات الدراسة لتحديد مدى تباعد البيانات عن بعضها البعض، وذلك بحساب أصغر وأعلى قيمة وتحديد مدى تباعدها عن المتوسط الحسابي، بحساب متوسط البيانات والانحراف المعياري ومعامل الاختلاف لكل متغيرة من متغيرات الدراسة.

أ.التحليل الوصفي لنسبة هامش الربح:

سنقوم في هذا الجزء من الدراسة بإبراز أكبر وأصغر نسبة هامش ربح ومتوسط هذا المعدل للشركات محل الدراسة وترتيبها وفقاً لتزايد هذه النسبة.

الشكل رقم (2-1): متوسط قيم نسبة هامش الربح مقارنة بالمتوسط العام



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الملحق رقم 01

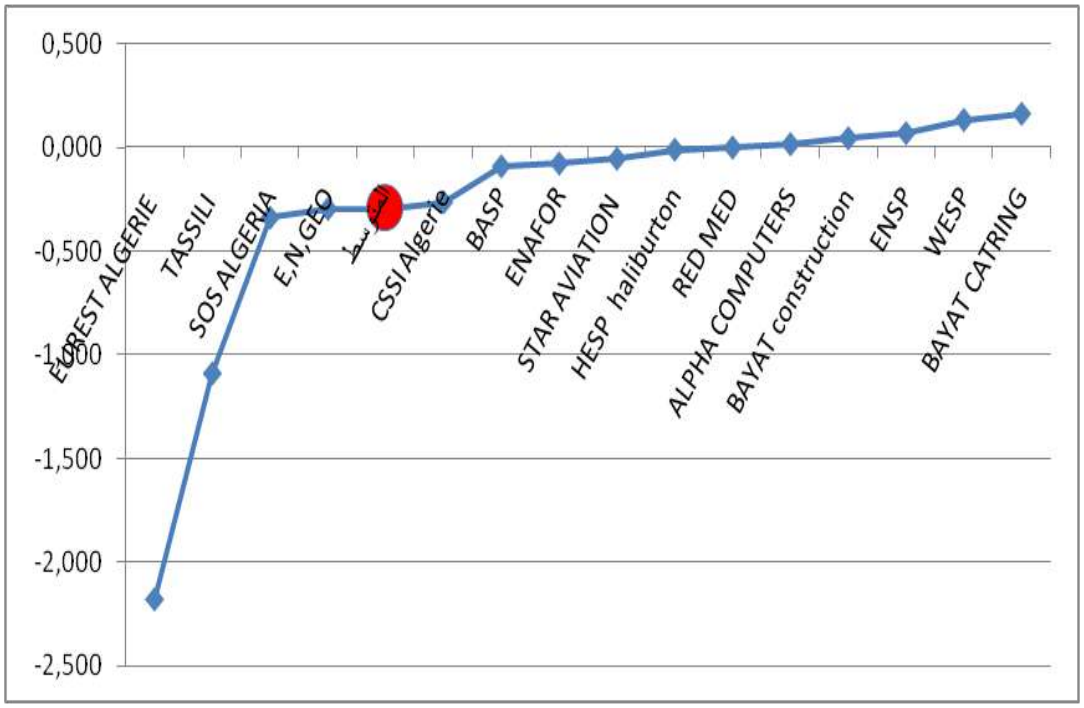
يتضح لنا من بيانات الملحق رقم (01) أنّ أصغر قيمة لنسبة هامش الربح هي – 0.281 وهي لشركة Bayat Construction، وأنّ أعلى قيمة هي لشركة EUREST ALGERIE بقيمة 0.757 وذلك بمتوسط حسابي قدره 0.076 وبانحراف معياري قدره 0.215

ومن خلال الشكل رقم (2-1) نلاحظ أنّ 08 شركات كانت نسبة هامش الربح لها أقل من المتوسط الحسابي فيما حققت 07 شركات نسبة هامش الربح أكبر من المتوسط الحسابي.

ب.التحليل الوصفي لمعدل النمو

سنقوم في هذا الجزء من الدراسة بإبراز أكبر وأصغر نسبة معدل النمو ومتوسط هذا المعدل للشركات محل الدراسة وترتيبها وفقاً لتزايد هذه النسبة.

الشكل رقم (2-2): متوسط قيم معدل النمو مقارنة بالمتوسط العام



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الملحق رقم02

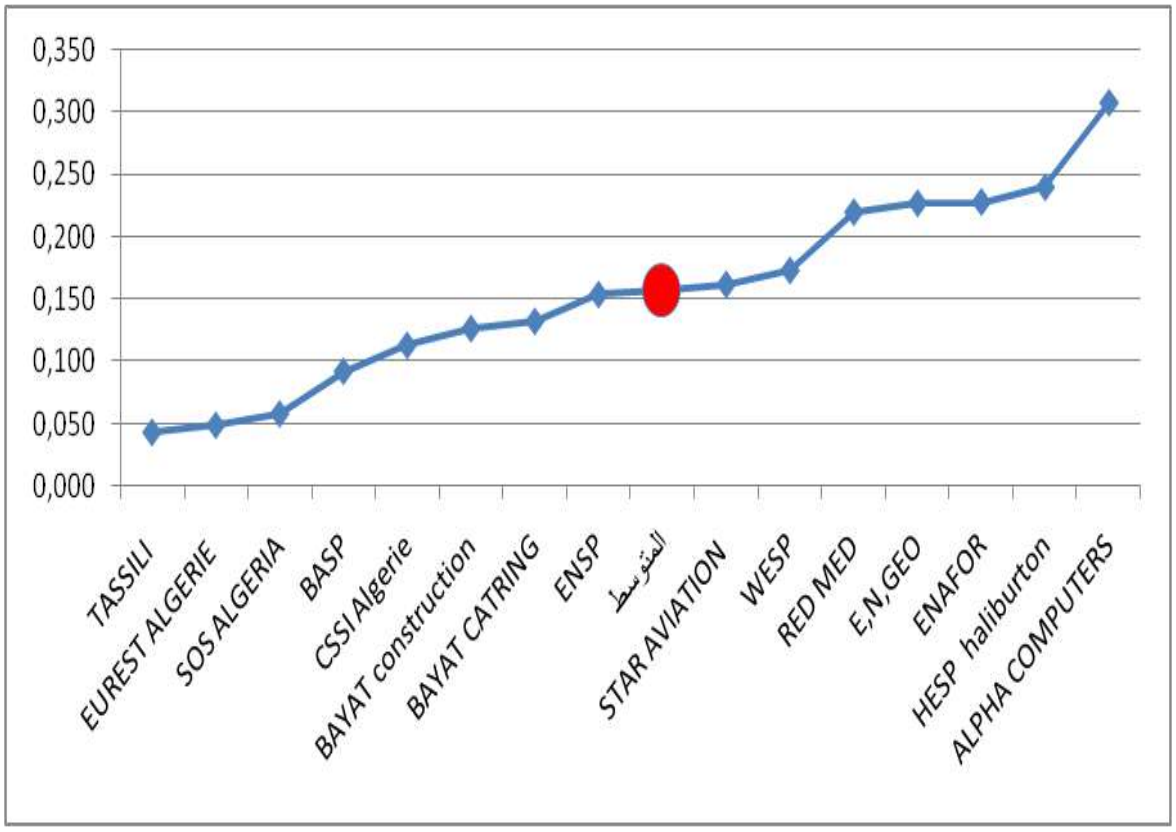
يتّضح لنا من بيانات الملحق رقم (02) أن أصغر قيمة لمعدل النمو بلغت -2.178 لشركة EUREST ALGERIE، وأنّ أعلى قيمة هي 0.163 لشركة BAYAT CATRING بمتوسط حسابي قدره -0.295 وبانحراف معياري قدره 0.610 .

من خلال الشكل رقم (2-2) نلاحظ أنّ 04 شركات معدل نموها أقل من المتوسط الحسابي فيما حققت 11 شركة معدل نمو أكبر من المتوسط الحسابي.

ج.التحليل الوصفي لمعدل الفائدة

سنقوم في هذا الجزء من الدراسة بإبراز أكبر وأصغر نسبة معدل الفائدة ومتوسط هذا المعدل للشركات محل الدراسة وترتيبها وفقاً لتزايد هذه النسبة.

الشكل رقم (2-3): متوسط قيم معدل الفائدة مقارنة بالمتوسط العام



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الملحق رقم 3

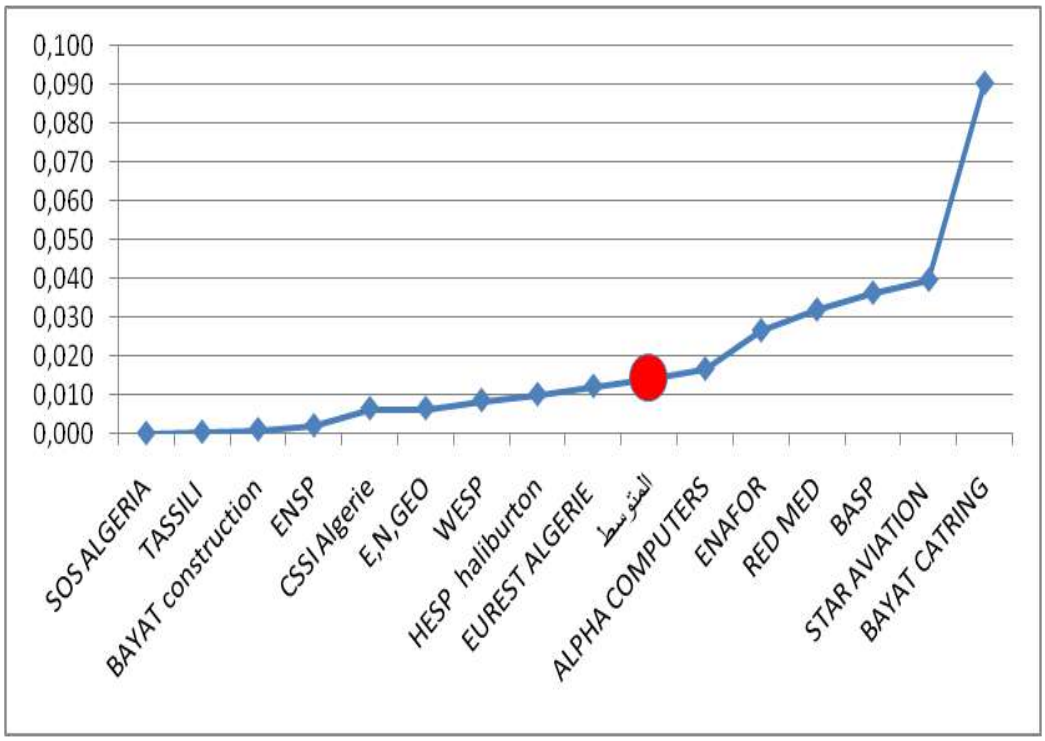
يبيّن لنا الملحق رقم (03) أنّ أقل قيمة لمعدّل الفائدة هي 0.0001 وهي لشركة sos Alegria، وأنّ أعلى قيمة هي لشركة bayat catring بقيمة 0.090، وذلك بمتوسط حسابي 0.014 وانحراف معياري قدره 0.023 .

ويتضح من خلال الشكل رقم (2-3) أنّ 09 شركات لها معدل فائدة أقل من المتوسط، وأنّ 06 شركات لها معدل فائدة أكبر من المتوسط الحسابي لمعدل الفائدة.

د.التحليل الوصفي للمعدل الضريبي

سنقوم في هذا الجزء من الدراسة بإبراز أكبر وأصغر نسبة المعدل الضريبي ومتوسط هذا المعدل للشركات محل الدراسة وترتيبها وفقاً لتزايد هذه النسبة.

الشكل رقم (2-4): متوسط قيم المعدل الضريبي مقارنة بالمتوسط العام



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الملحق رقم04

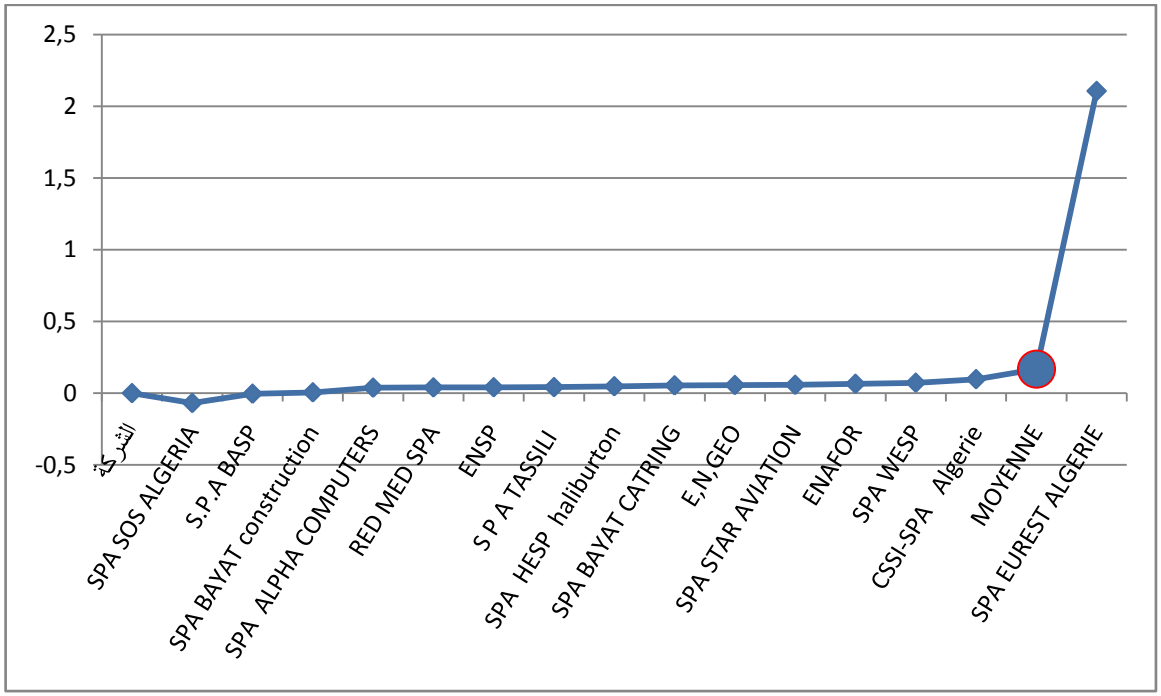
يتبيّن لنا من خلال الملحق رقم (04) أنّ أقل قيمة يأخذها المعدل الضريبي هي 0.043 وهي لشركة tassili، وأعلى قيمة يأخذها هي 0.307 وكانت لشركة alpha computers، وذلك بمتوسط حسابي قدره 0.156 وبانحراف معياري قدره 0.078.

يتضح من الشكل رقم (2-4) أنّ 08 شركات لديها معدل ضريبي أقل من المتوسط، وأنّ 07 شركات لديها معدل ضريبي أعلى من المتوسط.

المطلب الثالث: دراسة وصفية للمتغير التابع

سنقوم في هذا المطلب بدراسة تحليلية إحصائية للمتغير التابع

الشكل رقم (2-5): متوسط قيم التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال مقارنة بالمتوسط العام



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الملحق رقم 01-02-03-04

يتبيّن لنا أنّ أقل قيمة يأخذها معدل التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال هي - 0,068 وهي لشركة SPA SOS ALGERIA، وأعلى قيمة يأخذها هي 2,105 وكانت لشركة SPA EUREST ALGERIE ، وذلك بمتوسط حسابي قدره 0,168 وبانحراف معياري قدره 0,516.

يتضح من الشكل رقم (2-5) أنّ جميع شركات لديها معدل التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال أقل من المتوسط وهي متقاربة ما عدا شركة SPA EUREST ALGERIE .

المبحث الثاني: دراسة قياسية لمتغيرات الدراسة

تعتبر نماذج بانل من الأساليب الحديثة في الاقتصاد القياسي التي تتناسب مع معطيات هذه الدراسة والتي سنستخدمها في قياس محددات تكلفة رأس المال، حيث سنقوم بتحديد النموذج الأمثل الذي يمثل هذه العلاقة وذلك بإجراء عدة اختبارات.

نقوم في هذا الجزء من الدراسة بإجراء دراسة قياسية لمحددات نسبة هامش الربح عبر ثلاث نقاط كالتالي:

المطلب الأول:اختيار نموذج الدراسة: سنقوم باختيار أحسن نموذج يظهر العلاقة بين المتغيرات :

الجدول رقم (2-1) يوضح اختبار: Lagrange Multiplier Tests for Random Effects (**LM**)

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

	Test Hypothesis		
	Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	0.105904 (0.7449)	8.77E-05 (0.9925)	0.105992 (0.7448)
Honda	-0.325430 --	0.009363 (0.4963)	-0.223493 --
King-Wu	-0.325430 --	0.009363 (0.4963)	-0.184978 --
Standardized Honda	-0.125885 --	0.259944 (0.3975)	-3.735355 --
Standardized King-Wu	-0.125885 --	0.259944 (0.3975)	-3.561106 --
Gourierioux, et al.*	--	--	8.77E-05 (>= 0.10)

من إعداد الطالب بالإعتماد على برنامج eviews9

إختبار Lagrange Multiplier (LM)

- اختيار أحسن نموذج يظهر العلاقة بين المتغيرين :

- إذ كانت LM: عند مستوى معنوية اقل من 0.05 فإننا نرفض H0 ونقبل H1:
- H0 نقبل نموذج الانحدار التجميعي.
- H1 نقبل نموذج التأثيرات الثابتة أو العشوائية.
- نلاحظ من الجدول السابق أن احتمال الخطأ Breusch-Pagan يساوي 0.7448 أكبر من 0.05 وعلية نقبل H0 ونرفض H 1 أي أن النموذج الملائم هو النموذج التجميعي.

المطلب الثاني: تقدير معلمات النموذج وتفسيرها

الجدول رقم (2-2) يوضح تقدير المعلمات المقدرة

Dependent Variable: CAPITAL
Method: Panel Least Squares
Date: 06/21/19 Time: 22:14
Sample: 2010 2017
Periods included: 8
Cross-sections included: 14
Total panel (unbalanced) observations: 111

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.033188	0.010468	3.170314	0.0020
BENEFICIAIRE	0.019425	0.008853	2.194082	0.0304-
CROISSANCE	-0.011955	0.014513	-0.823750	19020.
INTERET	0.007995	0.011452	0.698125	66040.
TAXE	0.009335	0.010248	0.910938	0.3644

R-squared	6212260.	Mean dependent var	0.039137
Adjusted R-squared	2673060.	S.D. dependent var	0.108255
S.E. of regression	0.106798	Akaike info criterion	1.591748 -
Sum squared resid	1.209026	Schwarz criterion	1.469697 -
Log likelihood	93.34203	Hannan-Quinn criter.	1.542236
F-statistic	1.755268	Durbin-Watson stat	1.916514
Prob(F-statistic)	4337300.		

من إعداد الطالب بالإعتماد على برنامج eviews9

1-معنوية المعالم المقدرة :

نختبر الدلالة الإحصائية لكل من المعاملات المقدرة في المعادلة:

أ-المعنوية الإحصائية α_0

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

من خلال الجدول السابق نجد أن القيمة الإجمالية للاختبار $0,05 \geq 0.0020$ (مستوى المعنوية) و منه نرفض H1و نقبل H0أي أن المعلمة المقدرة α_0 تختلف معنويا في الواقع عن الصفر و أن قيمتها المقدرة لها دلالة إحصائية بمستوى معنوية 5%.

ب-المعنوية الإحصائية α_1

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

من خلال الجدول السابق نجد أن القيمة الإجمالية للاختبار- $0,05 \leq 0,0304$ (مستوى المعنوية) و منه نقبل H1 و نرفضH0 أي أن المعلمة المقدرة α_1 تختلف معنويا في الواقع عن الصفر و أن قيمتها المقدرة لها دلالة إحصائية بمستوى معنوية 5%.

ج-المعنوية الإحصائيةα_2

$$\begin{cases} H_0: \alpha_2 = 0 \\ H_1: \alpha_2 \neq 0 \end{cases}$$

من خلال الجدول السابق نجد أن القيمة الإجمالية للاخ تبار تساوي $0,05 \leq 0,0219$ (مستوى المعنوية) و منه نرفضH0 و نقبلH1 أي أن المعلمة المقدرة α_2 تختلف معنويا في الواقع عن الصفر و أن قيمتها المقدرة لها دلالة إحصائية بمستوى معنوية 5%.

د-المعنوية الإحصائية α_3

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

من خلال الجدول السابق نجد أن القيمة الإجمالية للاختبار 0,05≥0.0205 (مستوى المعنوية) و منه نرفض H0و نقبل H1 أي أن المعلمة المقدرة α_3 تختلف معنويا في الواقع عن الصفر و أن قيمتها المقدرة لها دلالة إحصائية بمستوى معنوية 5%.

هـ-المعنوية الإحصائية α_4

$$\begin{cases} H_0: \alpha_4 = 0 \\ H_1: \alpha_4 \neq 0 \end{cases}$$

من خلال الجدول السابق نجد أن القيمة الإجمالية للاختبار 0,05≥0.3644 (مستوى المعنوية) و منه نقبل H0و نرفض H1 أي أن المعلمة المقدرة α_3 لا تختلف معنويا في الواقع عن الصفر و أن قيمتها المقدرة ليس لها دلالة إحصائية بمستوى معنوية 5%.

ومنه الدالة المقدرة تكون على النحو التالي:

$$\mathbf{Y=0.033+0.0192x_1 -0.011x_2 +0.007x_3}$$

2-المعنوية الكلية للنموذج:

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

$$\begin{cases} H_0: \alpha_0 = \alpha_1 = \alpha_2 = 0 \\ H_1 aumois(\alpha_j \neq 0) \forall_j = 1.2.3 \end{cases}$$

من خلال الجدول أعلاه نجد أن القيمة الإجمالية للاختبار'0.043373≥0,05 brob(F.stastic)

و منه نرفض H0، و نقبل H1، بمعنى انه يوجد على الأقل معلمة تختلف معنويا عن الصفر أي وجود دلالة إحصائية للمعادلة المقدرة و بقيمة بمستوى معنوية 5.%

3-جودة التوفيق:

يمكن أن نلاحظ جودة التوفيق جيدة للمعادلة المقترحة من خلال قيمة R^2 معاملا للتحديد الذي يساوي 0,6621، بمعنى أن المعادلة المعطاة تفسر لنا 66,21% من التغيرات الإجمالية لتكلفة رأس المال و هي تعبر عن نسبة مقبولة لتفسير العلاقة بين لتكلفة رأس المال من جهة و معدل الربحية و معدل النمو ومعدل الفائدة والمعدل الضريبي من جهة أخرى

من خلال النقاط الثلاث السابقة يمكننا أن نلاحظ القوة الإحصائية الجيدة للمعادلة المقترحة في تفسير العلاقة المدروسة و من ثم مصداقية النتائج المستخلصة منها.

المطلب الثالث:تحليل وتفسير النتائج:

تحليل نتائج الدراسة:

نحاول تلخيص وتحليل أهم النتائج المتوصل إليها في الدراسة القياسية على النحو التالي:

-هامش الربح:

من خلال النتائج المتحصل عليها نجد أنه عندما تتغير نسبة هامش الربح بوحدة واحدةفإن تكلفة التمويل تتغير بمقدار 0.0192 وطبيعة العلاقة بينهما هي علاقة طردية أي أنه عندما يزداد هامش الربح بوحدة واحدة فإن تك لفة التمويل تزداد بنسبة 0.192 وحدة وبالتالي نقبل الفرضية H1 ونرفض الفرضية H0 أي أنه توجد دلالة إحصائية في الواقع وبالتالي فإن نسبة هامش الربح لها تأثير في تكلفة التمويل .

معدل النمو:

من خلال النتائج المتحصل عليها نجد أنه عندما يتغير معدل النمو بوحدة واحدة فإن تكلفة التمويل تتغير بمقدار 0.011وطبيعة العلاقة بينهما هي علاقة عكسية أي أنه عندما يزداد معدل النمو بوحدة واحدة فإن تكلفة التمويل تنخفض بنسبة 0.011 وحدة وبالتالي نقبل الفرضية H1 ونرفض الفرضية H0 أي أنه توجد دلالة إحصائية في الواقع وبالتالي فإن معدل النمو له تأثير على تكلفة التمويل .

معدل الفائدة:

من خلال النتائج المتحصل عليها نجد أنه عندما يتغير معدل الفائدة بوحدة واحدة فإن تكلفة التمويل تتغير بمقدار 0.007وطبيعة العلاقة بينهما هي علاقة طردية أي أنه عندما يزداد معدل الفائدة بوحدة واحدة فإن تكلفة التمويل ترتفع ب نسبة 0.007 وحدة وبالتالي نقبل الفرضية H1 ونرفض الفرضية H0 أي أنه توجد دلالة إحصائية في الواقع وبالتالي فإن معدل الفائدة له تأثير على تكلفة التمويل .

معدل الضريبة :

أتبتث النتائج المتحصل عليها عدم وجود أثر أو علاقة بين كل من الضرا ئب وتكلفة التمويل أي أن الضرائب لا تفسر التغيرات التي تحدث في تكلفة التمويل وبالتالي يتم الإستغناء عن هدا المتغير لأنه لايوجد له دلالة إحصائية في الواقع وبالتالي نقبل الفرضية H0 ونرفض الفرضية H1.

خلاصة الفصل الثاني:

قمنا في هذا الفصل بإخضاع متغيرات الدراسة إلى عدة أختبارات، وذلك لإبراز علاقة الأثر بين كل من الربحية ومعدل النمو والمعدل الضريبي ومعدل الفائدة كمتغيرات مستقلة وتكلفة التمويل كمتغير تابع، وذلك عبر مرحلتين:

أجرينا في المرحلة الأولى دراسة إحصائية وصفية لمتغيرات الدراسة، حيث قمنا بمقارنة متوسطات المتغيرات بمتوسطها الحسابي وقمنا بترتيب هذه الشركات حسبها، ثم أجرينا تحليل وقمنا في المرحلة الثانية بإجراء دراسة قياسية للمتغيرات، وذلك باستخدام نماذج بانل الساكنةباستخدام الانحدار الخطي (1991) Arellano and bond ، حيث توصلنا إلى وجود أثر لكل من معدل الربحية ومعدل النمو ومعدل الفائدة ، بينما توصلنا إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل الضريبة من جهة وتكلفة التمويل من جهة أخرى .

الخاتمة

الخاتمة

تنقسم قرارات وظيفة التمويل بالشركة إلى نوعين أساسين هما قرارات الاستثمار وتتعلق بالمفاضلة بين البدائل الاستثماريةوقرارات التمويل وتتعلق بتوفير الأموال اللازمة لتلك الاستثمارات، أي البحث عن مصادر التمويل بالقدر الكافي وبأدنى تكلفة ممكنة وهذا ما يسمى بالهيكل المالي الأمثل، وهو ذلك المزيج بين مصادر التمويل الذي يجعل ثكلفة رأس المال في حدها الأدنى، ومن ثم تعظيم تكلفة الملاك وهدا مايجعل قرارات التمويل من أعقد القرارات التي تمارسها الإدارة المالية وأكثرها أهمية، كونها تسعى إلى تحديد النسب المثلى لكل نوع من مصادر التمويل.

إن هذا الاختلاف في مصادر التمويل يعكس التباين الموجود في اعتماد الشركات على الديون وحقوق الملكية، حيث تسعى كل منها لإختيار التوليفة المثلى من هذه المصادر والتي تغطي إحتياجاتها المالية وبأدنى تكلفة ممكنة في ظل عوامل البيئة المالية وللوصول إلى الهدف المنشود من الدراسةإستخدمنا أدوات التحليل المالي لقياس مختلف المؤشرات ، كما استخدمنا أدوات التحليل الإحصائي لمقارنة المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لإبراز نقاط الاختلاف بينها، واستخدمنا نماذج بانل الساكنة حيث قادتنا هده الدراسة إلى الآتي:

نتائج الدراسة:

بعد إستعراضنا لمختلق جوانب تكلفة التمويل للشركة والعلاقة بينها وبين عوامل البيئة المالية المحيطة بها يمكن تلخيص النتائج التي توصلنا إليها من خلال هده الدراسة فيما يلي:

–توجد علاقة ذات دلالة إحصائية موجبة بين نسبة الربحية، وتكلفة التمويل وهو ما يتوافق مع جميع الدراسات السابقة إلا أنها في الاتجاه المعاكس، ويمكن تفسير هذا الأثر الإيجابي بأن الشركات التي تحقق معدلات ربحية أقل تواجه صعوبات أكثر في الحصول على القروض من المؤسسات المالية، ودالك راجع إلى أن المؤسسات المالية تعطي أهمية كبيرة لربحية الشركة عند منح الائتمان.

–توجد علاقة ذات دلالة إحصائية سالبة بين معدل النمو وتكلفة التمويل وهو ما يتوافق مع جميع الدراسات السابقة الأخرى إلى أن الشركات التي تحقق معدلات نمو كبيرة تعتمد في تمويلها على مصادرها الداخلية وذلك عن طريق احتجاز الأرباح وزيادة حصص المساهمين ولا تلجأ إلى الإستدانةوبالتالي تنخفض بدلك تكلفة التمويل.

–لاتوجد علاقة بين المعدل الضريبي وتكلفة التمويل، تختلف هذه النتيجة عن الحالة النظرية إذ أن الشركة تفضل التمويل بالدين للاستفادة من الوفورات الضريبية إلا أن الشركات محل الدراسة لا تعتمد على الدين في تمويل أصولها بل تلجأ إلى مصادر التمويل الداخلي عن طريق احتجاز الأرباح أوزيادة حصص المساهمين وذلك للتقليل من المخاطر التي قد تنجم عن التمويل بالدين.

– توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل الفائدة وثكلفة التمويل، وطبيعة هذ العلاقة طرديةوبالتالي فإنه كل ما زاد التمويل بالإستدانة زادت ثكلفة التمويل والعكس صحيح.

التوصيات:

على ضوء النتائج المتوصل إليها يمكن إقتراح بعض التوصيات على النحو التالي:

–ضرورة قيام الشركات الأخذ بعين الاعتبار جميع العوامل التي أثبتث الدراسة أن لها تأثيرا على القرارات المالية.

–ضرورة اتجاه الشركات التي تتميز بارتفاع معدل ربحيتها ويتاح لها فرصة احتجاز الأرباح إلى الاعتماد بدرجة أقل على الدين وبدرجة أعلى على الأرباح المحتجزة نظرا للخطورة العالية التي يترتب عليها الإقتراض وتماشياً مع الظروف غير المستقرة للاقتصاد الجزائري.

–العمل على وضع آليات وإستراتيجيات جديدة للوصول إلى هيكل مالي أمثل يجعل تكلفة التمويل في حدها الأدنى.

الأفاق:

قصد تشجيع البحث الأكاديمي في مجال العلوم المالية وخاصة مالية المؤسسة نقترح المواضيع التالية:

– إعداد دراسات تتضمن مزيدا من المتغيرات الكمية الأخرى ، مثل حجم الشركة وهيكل الأصول والمخاطر النظامية.

– بناء نموذج موسع لمحددات الهيكل المالي يشمل أكبر عدد ممكن من الشركات العاملة في الجزائر وخلال فترة زمنية أطول.

–إجراء المزيد من الدراسات في مجال محددات تكلفة التمويل لتشمل القطاعات الاقتصادية الأخرى ، مثل قطاع البنوك والتأمينات للوقوف على مدى تباين محددات الهيكل المالي في هذه القطاعات

قائمة المراجع و المصادر

قائمة المصادر و المراجع باللغة العربية

- ✓ إدوين مانفيلد الإقتصاد التطبيقي في إدارة الأعمال ترجمة جورج فهمي رزق المكتبة الأكاديمية القاهرة 1999.
- ✓ حمزة محمود الزبيدي التحليل المالي لأغراض تقييم الأداء والتنبؤ بالفشل الطبعة الثانية الوراق للنشر والتوزيع عمان 2011.
- ✓ دراسة عبد الله ,الصديق (2003)[1]:"محددات الهيكل المالي للشركات الصناعة في المملكة العربية السعودية"مجلة الإدارة العامة معهد الإدارة العامة المجلد42 العدد4 الرياض2013 .
- ✓ دراسة غازي فلاح ،علي محمود (2011) محددات اختيار الهيكل المالي بشركات الأعمال – دراسة تحليلية لشركات قطاع الخدمات المدرجة في بورصة عمان مجلة دراسات العلوم الإدارية المجلد 38 العدد02 الجامعة الأردنية عمان 2011 .
- ✓ زيد منير عبوي إدارة المؤسسات العامة وأسس تطبيق الوظائف الإدارية عليها الطبعة الأولى الشروق للنشر والتوزيع عمان 2010.
- ✓ سليمان أبو صجا الإدارة المالية الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات القاهرة 2013.
- ✓ الطاهر لطرش تقنيات البنوك ديوان المطبوعات الجامعية الجزائر 2000.
- ✓ عادل عبد الفضيل الربا والفائدة المصرفية الطبعة الأولى دار التعليم الجامعي الأسكندرية 2015.
- ✓ عبدالمجيد قدي دراسات في علم الضرائب الطبعة الأولى دار جرير للنشر والتوزيع عمان 2011.
- ✓ غريب بولرباح.بضياف عبدالباقي.بن ختو فريد تأثير متغيرات البيئة المالية على إعادة هيكلة مصادر التمويل مجلة رؤى إقتصادية جامعة الشهيد حمى لخضر الوادي الجزائر.
- ✓ مجدي عبدالفتاح سليمان عمر بن الخطاب والمشكلات الإقتصادية المعاصرة دار غريب للطباعة والنشر القاهرة 2003.
- ✓ محمد خصاونة المالية العامة النظرية والتطبيق الطبعة الأولى دار المنهاج للنشر والتوزيع عمان 2014.
- ✓ محمد صالح الحناوي الإدارة المالية والتمويل الدار الجامعية الإسكندرية 2011.
- ✓ محمد علي إبراهيم العمري الإدارة المالية الحديثة الطبعة الأولى دار وائل للنشر والتوزيع عمان 2013.
- ✓ منير إبراهيم الهندي الإدارة المالية في هيكل تمويل الشركات المكتب العربي الحديث الطبعة الرابعة الاسكندرية.
- ✓ ناظم حسين الشريفي سعود جايد مشكور العامري المحاسبة المتقدمة في الشركات الأسس النظرية والعملية لنسب قيمة الشركة دار الزهران للنشر والتوزيع عمان2009.

قائمة المصادر و المراجع باللغة الأجنبية :

- ✓ akingoula R .Oyetayo.O-Determinant of capital structure decision in small and medium enterprises Enterprises apilot study of selected registered companies in Negira journal of economic and finance issn2321-5933 vol3 issue1 veri feb2014.
- ✓ banks,international research of finance and economics,euro journals publishing.2012
- ✓ Doron peleg fundamental models in financial theory the mit press london 2014.
- ✓ Fayez salim haddad the relationship between economic value added and stock returns:evidence from Jordanian
- ✓ Gilles bressy christian konkoyt economie d entreprise edition sirey paris 2000.
- ✓ Guihai.H Frank.S-The Determinants of capital structure Evidence from chaina evidence from chaina economic review vol 17 issue 1
- ✓ Pierre tremblay sisyhe et le financement de l etat edition presses de l universite du q uebec2005.
- ✓ Pierre vernimmen finance d entreprise 3em edition dalloz paris 1998.
- ✓ SHERIDAN.T Roberto.W-The Determinants of capital structure choice the journal of finance vol xliii no 01 march1988.

"

الملاحق

الملحق رقم 01

نسبة هامش الربح من سنة 2010 إلى سنة 2017

رقم	السنة	الشركة	صافي المبيعات/Can	صافي الدخل (الربح)	نسبة هامش الربح
1	2010	CSSI-SPA Algerie	926 627 904,80	84 932 677,05	0,09
	2011	CSSI-SPA Algerie	1 488 319 073,79	121 117 288,45	0,08
	2012	CSSI-SPA Algerie	-	182 877 674,58	-
	2013	CSSI-SPA Algerie	-	5 176 616,59	-
	2014	CSSI-SPA Algerie	1 703 076 321,58	104 685 555,00	0,06
	2015	CSSI-SPA Algerie	3 367 454 968,45	116 123 362,00	0,03
	2016	CSSI-SPA Algerie		- 101 016 037,38	-
	2017	CSSI-SPA Algerie	2 807 023 290,79	130 349 066,73	0,05
2	2010	ENSP	-	-	-
	2011	ENSP	10 890 817 766,77	930 763 022,39	0,09
	2012	ENSP	14 468 857 938,75	2 310 440 373,44	0,16
	2013	ENSP	16 504 334 736,11	3 272 430 880,29	0,20
	2014	ENSP	18 366 492 098,16	3 479 592 431,11	0,19
	2015	ENSP	-	-	-
	2016	ENSP	21 797 662 550,52	4 584 267 697,07	0,21
	2017	ENSP	22 910 353 567,55	5 431 961 834,30	0,24
3	2010	SPA BAYAT CATRING	-	-	-
	2011	SPA BAYAT CATRING	8 099 776 531,21	583 975 903,07	0,07
	2012	SPA BAYAT CATRING	8 719 589 178,73	247 469 963,03	0,03
	2013	SPA BAYAT CATRING	-		-
	2014	SPA BAYAT	11 828 118 622,01	366 921 739,15	

0,03			CATRING		
0,03	303 909 545,71	11 178 288 002,56	SPA BAYAT CATRING	2015	
0,02	310 706 796,78	12 742 267 665,88	SPA BAYAT CATRING	2016	
0,02	237 340 200,00	12 307 199 225,42	SPA BAYAT CATRING	2017	
0,01	298 845 869,38	23 589 286 464,60	ENAFOR	2010	4
0,09	2 188 584 504,97	23 565 584 463,91	ENAFOR	2011	
0,08	2 092 646 970,60	25 857 775 309,08	ENAFOR	2012	
0,13	3 645 646 501,71	28 386 911 937,96	ENAFOR	2013	
0,20	6 672 743 946,00	32 945 172 838,00	ENAFOR	2014	
0,19	6 872 814 516,00	36 421 189 524,00	ENAFOR	2015	
0,09	3 565 226 173,00	39 643 512 547,00	ENAFOR	2016	
0,02	1 017 373 522,00	42 655 431 099,00	ENAFOR	2017	
-	-	-	E,N,GEO	2010	5
0,11	1 924 309 978,87	17 139 589 651,08	E,N,GEO	2011	
0,07	1 180 758 047,71	17 548 082 392,19	E,N,GEO	2012	
0,17	7 625 234 937,00	45 538 633 383,78	E,N,GEO	2013	
0,23	12 308 591 500,62	53 429 189 231,16	E,N,GEO	2014	
0,19	9 775 626 975,60	52 414 633 002,22	E,N,GEO	2015	
0,07	1 594 196 420,63	21 984 079 196,21	E,N,GEO	2016	
0,18	4 892 231 700,47	27 036 377 071,95	E,N,GEO	2017	
-	-	-	S P A TASSILI	2010	6
0,09	43 321 071,38	482 139 066,53	S P A TASSILI	2011	
0,09	103 069 991,46	1 123 965 741,66	S P A TASSILI	2012	
	114 647 106,00	1 079 724 916,00	S P A TASSILI	2013	

0,11					
0,12	20 594 410,00	178 719 550,00	S P A TASSILI	2014	
0,09	111 949 589,00	1 265 201 432,00	S P A TASSILI	2015	
0,05	56 250 383,00	1 106 329 436,00	S P A TASSILI	2016	
0,04	31 600 648,00	874 382 448,00	S P A TASSILI	2017	
0,16	649 035 173,76	3 979 498 020,25	SPA HESP haliburton	2010	7
0,17	702 238 597,00	4 075 317 726,00	SPA HESP haliburton	2011	
0,19	952 078 331,60	4 938 609 606,94	SPA HESP haliburton	2012	
0,03	109 769 415,86	3 451 529 035,45	SPA HESP haliburton	2013	
0,02-	- 58 953 631,71	2 838 633 624,76	SPA HESP haliburton	2014	
0,01	46 130 617,32	3 695 121 892,49	SPA HESP haliburton	2015	
0,07	292 075 267,26	4 236 298 204,24	SPA HESP haliburton	2016	
0,05	235 514 661,24	4 456 931 450,17	SPA HESP haliburton	2017	
0,05	150 951 749,53	2 849 000 424,32	RED MED SPA	2010	8
0,05	136 385 229,68	2 546 367 805,06	RED MED SPA	2011	
0,01	29 838 224,48	2 252 499 519,01	RED MED SPA	2012	
0,07-	- 147 942 990,66	2 049 865 436,31	RED MED SPA	2013	
0,02	61 995 311,93	2 491 613 240,79	RED MED SPA	2014	
0,08	230 497 142,78	2 726 590 470,61	RED MED SPA	2015	
0,19	456 893 638,04	2 387 498 459,95	RED MED SPA	2016	
0,04	107 135 156,26	2 673 316 029,98	RED MED SPA	2017	
0,02	11 031 889,42	556 105 935,71	SPA ALPHA COMPUTERS	2010	9
	9 662 234,61	341 044 690,46	SPA ALPHA	2011	

0,03			COMPUTERS		
0,02	7 383 473,32	323 880 481,97	SPA ALPHA COMPUTERS	2012	
0,02	6 189 158,54	399 286 258,00	SPA ALPHA COMPUTERS	2013	
0,02	5 179 401,48	317 486 729,87	SPA ALPHA COMPUTERS	2014	
0,02	8 748 241,10	415 579 999,81	SPA ALPHA COMPUTERS	2015	
0,02	4 933 258,41	293 321 210,39	SPA ALPHA COMPUTERS	2016	
0,04	15 232 254,01	409 198 751,45	SPA ALPHA COMPUTERS	2017	
0,10	722 812 985,96	6 972 552 894,75	S.P.A BASP	2010	10
0,08	556 692 189,86	6 845 455 346,39	S.P.A BASP	2011	
0,16-	- 482 402 424,44	3 103 896 453,37	S.P.A BASP	2012	
0,27-	- 570 696 474,37	2 078 010 746,73	S.P.A BASP	2013	
0,07-	- 229 172 133,50	3 502 323 899,56	S.P.A BASP	2014	
0,05-	- 276 570 147,66	6 131 204 880,87	S.P.A BASP	2015	
0,03-	- 176 260 524,96	7 028 143 371,75	S.P.A BASP	2016	
0,06-	- 373 319 847,96	6 446 895 927,21	S.P.A BASP	2017	
-	-	-	SPA BAYAT construction	2010	11
0,05	7 980 220,46	149 545 628,50	SPA BAYAT construction	2011	
0,04	2 067 467,16	50 777 163,87	SPA BAYAT construction	2012	
0,04	2 409 030,09	58 539 781,00	SPA BAYAT construction	2013	
1,16-	- 48 801 061,89	42 163 719,40	SPA BAYAT construction	2014	
0,67-	- 42 767 213,97	63 985 155,90	SPA BAYAT construction	2015	
-	- 11 922,04	-	SPA BAYAT construction	2016	
	- 69 440 501,31	90 668 714,04	SPA BAYAT	2017	

0,77-			construction		
0,08-	- 25 391 491,41	299 554 389,89	SPA ALGERIAN OIL FIELD SERVICES	2010	12
0,40-	- 153 568 239,23	383 522 406,10	SPA ALGERIAN OIL FIELD SERVICES	2011	
0,54	130 774 851,57	240 560 230,64	SPA ALGERIAN OIL FIELD SERVICES	2012	
0,38-	- 86 347 449,26	224 879 658,91	SPA ALGERIAN OIL FIELD SERVICES	2013	
0,41-	- 96 897 894,93	233 838 528,68	SPA ALGERIAN OIL FIELD SERVICES	2014	
0,48-	- 164 814 479,98	341 066 981,70	SPA ALGERIAN OIL FIELD SERVICES	2015	
-			SPA ALGERIAN OIL FIELD SERVICES	2016	
-			SPA ALGERIAN OIL FIELD SERVICES	2017	
0,18	47 938 556,69	271 724 812,12	SPA WESP	2010	13
0,09	30 908 581,37	337 923 987,30	SPA WESP	2011	
0,14	62 796 767,10	442 718 306,10	SPA WESP	2012	
0,18	74 260 210,49	420 054 617,21	SPA WESP	2013	
0,00	582 765,75	294 322 165,80	SPA WESP	2014	
-	-	-	SPA WESP	2015	
0,12	6 837 687 123,89	54 812 691 248,13	SPA WESP	2016	
0,11	6 257 854 052,32	56 171 818 076,86	SPA WESP	2017	
-	-	-	SPA STAR AVIATION	2010	14
0,04	108 630 737,48	2 493 466 615,10	SPA STAR AVIATION	2011	
0,05	134 252 081,80	2 622 511 471,91	SPA STAR AVIATION	2012	
0,01	27 888 053,00	2 564 063 604,00	SPA STAR AVIATION	2013	
0,05-	- 134 036 218,75	2 491 657 923,08	SPA STAR AVIATION	2014	
0,06-	- 193 809 558,08	3 282 335 383,24	SPA STAR AVIATION	2015	
	210 261 309,60	3 695 503 769,47	SPA STAR AVIATION	2016	

0,06					
0,02	69 956 901,96	3 507 813 102,59	SPA STAR AVIATION	2017	
–	–		SPA SOS ALGERIA	2010	15
0,07	4 916 169,26	69 251 863,45	SPA SOS ALGERIA	2011	
0,30–	– 27 437 903,12	90 556 454,24	SPA SOS ALGERIA	2012	
0,30–	– 39 027 743,35	130 871 518,33	SPA SOS ALGERIA	2013	
0,24	55 751 018,75	228 300 203,92	SPA SOS ALGERIA	2014	
0,02	6 195 913,31	349 202 634,37	SPA SOS ALGERIA	2015	
0,02–	– 7 547 914,74	448 459 173,02	SPA SOS ALGERIA	2016	
0,02–	– 7 652 758,37	461 203 044,38	SPA SOS ALGERIA	2017	

الملحق رقم 02

معدل النمو

رقم	السنة	الشركة	صافي المبيعات/Can	CAn-1	معدل النمو
1	2010	CSSI-SPA Algerie	926 627 904,80	-	-
	2011	CSSI-SPA Algerie	1 488 319 073,79	926 627 904,80	0,61-
	2012	CSSI-SPA Algerie	-	1 488 319 073,79	1,00
	2013	CSSI-SPA Algerie	-	-	-
	2014	CSSI-SPA Algerie	1 703 076 321,58	-	-
	2015	CSSI-SPA Algerie	3 367 454 968,45	1 703 076 321,58	0,98-
	2016	CSSI-SPA Algerie		3 367 454 968,45	1,00
	2017	CSSI-SPA Algerie	2 807 023 290,79		-
2	2010	ENSP	-	-	-
	2011	ENSP	10 890 817 766,77		-
	2012	ENSP	14 468 857 938,75	10 890 817 766,77	0,33-
	2013	ENSP	16 504 334 736,11	14 468 857 938,75	0,14-
	2014	ENSP	18 366 492 098,16	16 504 334 736,11	0,11-
	2015	ENSP	-	18 366 492 098,16	1,00
	2016	ENSP	21 797 662 550,52		-
	2017	ENSP	22 910 353 567,55	21 797 662 550,52	0,05-
3	2010	SPA BAYAT CATRING	-	-	-
	2011	SPA BAYAT CATRING	8 099 776 531,21		-
	2012	SPA BAYAT CATRING	8 719 589 178,73	8 099 776 531,21	0,08-
	2013	SPA BAYAT CATRING	-	8 719 589 178,73	1,00
	2014	SPA BAYAT CATRING	11 828 118 622,01	-	-
	2015	SPA BAYAT CATRING	11 178 288 002,56	11 828 118 622,01	0,05
	2016	SPA BAYAT CATRING	12 742 267 665,88	11 178 288 002,56	0,14-
	2017	SPA BAYAT CATRING	12 307 199 225,42	12 742 267 665,88	0,03
4	2010	ENAFOR	23 589 286 464,60	-	-
	2011	ENAFOR	23 565 584 463,91	23 589 286 464,60	0,00
	2012	ENAFOR	25 857 775 309,08	23 565 584 463,91	

0,10-					
0,10-	25 857 775 309,08	28 386 911 937,96	ENAFOR	2013	
0,16-	28 386 911 937,96	32 945 172 838,00	ENAFOR	2014	
0,11-	32 945 172 838,00	36 421 189 524,00	ENAFOR	2015	
0,09-	36 421 189 524,00	39 643 512 547,00	ENAFOR	2016	
0,08-	39 643 512 547,00	42 655 431 099,00	ENAFOR	2017	
-	-	-	E,N,GEO	2010	5
-	-	17 139 589 651,08	E,N,GEO	2011	
0,02-	17 139 589 651,08	17 548 082 392,19	E,N,GEO	2012	
1,60-	17 548 082 392,19	45 538 633 383,78	E,N,GEO	2013	
0,17-	45 538 633 383,78	53 429 189 231,16	E,N,GEO	2014	
0,02	53 429 189 231,16	52 414 633 002,22	E,N,GEO	2015	
0,58	52 414 633 002,22	21 984 079 196,21	E,N,GEO	2016	
0,23-	21 984 079 196,21	27 036 377 071,95	E,N,GEO	2017	
-	-	-	S P A TASSILI	2010	6
-	-	482 139 066,53	S P A TASSILI	2011	
1,33-	482 139 066,53	1 123 965 741,66	S P A TASSILI	2012	
0,04	1 123 965 741,66	1 079 724 916,00	S P A TASSILI	2013	
0,83	1 079 724 916,00	178 719 550,00	S P A TASSILI	2014	
6,08-	178 719 550,00	1 265 201 432,00	S P A TASSILI	2015	
0,13	1 265 201 432,00	1 106 329 436,00	S P A TASSILI	2016	
0,21	1 106 329 436,00	874 382 448,00	S P A TASSILI	2017	
-	-	3 979 498 020,25	SPA HESP haliburton	2010	7
0,02-	3 979 498 020,25	4 075 317 726,00	SPA HESP haliburton	2011	
0,21-	4 075 317 726,00	4 938 609 606,94	SPA HESP haliburton	2012	
0,30	4 938 609 606,94	3 451 529 035,45	SPA HESP haliburton	2013	
0,18	3 451 529 035,45	2 838 633 624,76	SPA HESP haliburton	2014	
0,30-	2 838 633 624,76	3 695 121 892,49	SPA HESP haliburton	2015	
0,15-	3 695 121 892,49	4 236 298 204,24	SPA HESP haliburton	2016	

0,05-	4 236 298 204,24	4 456 931 450,17	SPA HESP haliburton	2017	
-	-	2 849 000 424,32	RED MED SPA	2010	8
0,11	2 849 000 424,32	2 546 367 805,06	RED MED SPA	2011	
0,12	2 546 367 805,06	2 252 499 519,01	RED MED SPA	2012	
0,09	2 252 499 519,01	2 049 865 436,31	RED MED SPA	2013	
0,22-	2 049 865 436,31	2 491 613 240,79	RED MED SPA	2014	
0,09-	2 491 613 240,79	2 726 590 470,61	RED MED SPA	2015	
0,12	2 726 590 470,61	2 387 498 459,95	RED MED SPA	2016	
0,12-	2 387 498 459,95	2 673 316 029,98	RED MED SPA	2017	
-	-	556 105 935,71	SPA ALPHA COMPUTERS	2010	9
0,39	556 105 935,71	341 044 690,46	SPA ALPHA COMPUTERS	2011	
0,05	341 044 690,46	323 880 481,97	SPA ALPHA COMPUTERS	2012	
0,23-	323 880 481,97	399 286 258,00	SPA ALPHA COMPUTERS	2013	
0,20	399 286 258,00	317 486 729,87	SPA ALPHA COMPUTERS	2014	
0,31-	317 486 729,87	415 579 999,81	SPA ALPHA COMPUTERS	2015	
0,29	415 579 999,81	293 321 210,39	SPA ALPHA COMPUTERS	2016	
0,40-	293 321 210,39	409 198 751,45	SPA ALPHA COMPUTERS	2017	
-	-	6 972 552 894,75	S.P.A BASP	2010	10
0,02	6 972 552 894,75	6 845 455 346,39	S.P.A BASP	2011	
0,55	6 845 455 346,39	3 103 896 453,37	S.P.A BASP	2012	
0,33	3 103 896 453,37	2 078 010 746,73	S.P.A BASP	2013	
0,69-	2 078 010 746,73	3 502 323 899,56	S.P.A BASP	2014	
0,75-	3 502 323 899,56	6 131 204 880,87	S.P.A BASP	2015	
0,15-	6 131 204 880,87	7 028 143 371,75	S.P.A BASP	2016	
0,08	7 028 143 371,75	6 446 895 927,21	S.P.A BASP	2017	
-	-	-	SPA BAYAT construction	2010	11
-	-	149 545 628,50	SPA BAYAT construction	2011	
0,66	149 545 628,50	50 777 163,87	SPA BAYAT construction	2012	
	50 777 163,87	58 539 781,00	SPA BAYAT construction	2013	

0,15-					
0,28	58 539 781,00	42 163 719,40	SPA BAYAT construction	2014	
0,52-	42 163 719,40	63 985 155,90	SPA BAYAT construction	2015	
1,00	63 985 155,90	-	SPA BAYAT construction	2016	
-		90 668 714,04	SPA BAYAT construction	2017	
-	-	299 554 389,89	SPA ALGERIAN OIL FIELD SERVICES	2010	12
0,28-	299 554 389,89	383 522 406,10	SPA ALGERIAN OIL FIELD SERVICES	2011	
0,37	383 522 406,10	240 560 230,64	SPA ALGERIAN OIL FIELD SERVICES	2012	
0,07	240 560 230,64	224 879 658,91	SPA ALGERIAN OIL FIELD SERVICES	2013	
0,04-	224 879 658,91	233 838 528,68	SPA ALGERIAN OIL FIELD SERVICES	2014	
0,46-	233 838 528,68	341 066 981,70	SPA ALGERIAN OIL FIELD SERVICES	2015	
1,00	341 066 981,70		SPA ALGERIAN OIL FIELD SERVICE	2016	
-			SPA ALGERIAN OIL FIELD SERVICE	2017	
-	-	271 724 812,12	SPA WESP	2010	13
0,24-	271 724 812,12	337 923 987,30	SPA WESP	2011	
0,31-	337 923 987,30	442 718 306,10	SPA WESP	2012	
0,05	442 718 306,10	420 054 617,21	SPA WESP	2013	
0,30	420 054 617,21	294 322 165,80	SPA WESP	2014	
1,00	294 322 165,80	-	SPA WESP	2015	
-		54 812 691 248,13	SPA WESP	2016	
0,02-	54 812 691 248,13	56 171 818 076,86	SPA WESP	2017	
-	-	-	SPA STAR AVIATION	2010	14
-	-	2 493 466 615,10	SPA STAR AVIATION	2011	
0,05-	2 493 466 615,10	2 622 511 471,91	SPA STAR AVIATION	2012	
0,02	2 622 511 471,91	2 564 063 604,00	SPA STAR AVIATION	2013	
0,03	2 564 063 604,00	2 491 657 923,08	SPA STAR AVIATION	2014	
0,32-	2 491 657 923,08	3 282 335 383,24	SPA STAR AVIATION	2015	
0,13-	3 282 335 383,24	3 695 503 769,47	SPA STAR AVIATION	2016	
0,05	3 695 503 769,47	3 507 813 102,59	SPA STAR AVIATION	2017	

-	-		SPA SOS ALGERIA	2010	
-		69 251 863,45	SPA SOS ALGERIA	2011	
0,31-	69 251 863,45	90 556 454,24	SPA SOS ALGERIA	2012	
0,45-	90 556 454,24	130 871 518,33	SPA SOS ALGERIA	2013	
0,74-	130 871 518,33	228 300 203,92	SPA SOS ALGERIA	2014	15
0,53-	228 300 203,92	349 202 634,37	SPA SOS ALGERIA	2015	
0,28-	349 202 634,37	448 459 173,02	SPA SOS ALGERIA	2016	
0,03-	448 459 173,02	461 203 044,38	SPA SOS ALGERIA	2017	

الملحق رقم 03

معدل الفائدة

رقم	السنة	الشركة	الديون/إجمالي القروض	المصاريف المالية	معدل الفائدة
1	2010	CSSI-SPA Algerie	342 909 452,01	2 462 970,05	0,01
	2011	CSSI-SPA Algerie	647 415 030,83	4 935 030,39	0,01
	2012	CSSI-SPA Algerie	757 896 223,64	-	-
	2013	CSSI-SPA Algerie	816 956 580,28	-	-
	2014	CSSI-SPA Algerie	1 068 991 856,18	2 298 925,91	0,00
	2015	CSSI-SPA Algerie	1 347 717 124,85	29 697 233,58	0,02
	2016	CSSI-SPA Algerie	392 159 023,84	40 494 034,86	0,10
	2017	CSSI-SPA Algerie	245 383 855,57	48 649 883,49	0,20
2	2010	ENSP	-	-	-
	2011	ENSP	4 928 611 667,46	56 814 156,93	0,01
	2012	ENSP	6 272 651 861,15	2 271 447,58	0,00
	2013	ENSP	6 982 572 741,84	2 662 196,85	0,00
	2014	ENSP	8 032 117 123,30	1 107 527,44	0,00
	2015	ENSP	-	-	-
	2016	ENSP	-	253 261,80	-
	2017	ENSP	-	4 720 481,88	-
3	2010	SPA BAYAT CATRING	-	-	-
	2011	SPA BAYAT CATRING	52 990,66	28 720,25	0,54
	2012	SPA BAYAT CATRING	4 764 396 572,54	52 990,66	0,00
	2013	SPA BAYAT CATRING	-	-	-
	2014	SPA BAYAT CATRING	9 440 950 866,78	-	-
	2015	SPA BAYAT CATRING	7 778 320 177,95	-	-
	2016	SPA BAYAT CATRING	2 829 046 930,54	234 321 631,22	0,08
	2017	SPA BAYAT CATRING	2 829 046 930,54	-	-
4	2010	ENAFOR	23 239 338 913,25	775 962 759,62	

0,03					
0,04	553 584 972,43	14 282 852 076,87	ENAFOR	2011	
0,03	460 907 863,76	14 661 702 221,64	ENAFOR	2012	
0,02	239 742 980,80	15 049 709 877,22	ENAFOR	2013	
0,02	377 221 538,00	21 537 802 517,00	ENAFOR	2014	
0,02	842 391 612,00	37 580 550 245,00	ENAFOR	2015	
0,05	1 614 766 848,00	34 172 061 454,00	ENAFOR	2016	
0,05	1 667 242 071,00	31 808 210 064,00	ENAFOR	2017	
-	-	-	E,N,GEO	2010	5
0,01	69 597 447,99	6 252 909 124,94	E,N,GEO	2011	
0,02	121 793 404,01	5 562 007 961,96	E,N,GEO	2012	
0,00	94 329 759,33	21 085 210 099,69	E,N,GEO	2013	
0,00	35 240 837,99	23 803 024 377,73	E,N,GEO	2014	
0,00	941 694,84	17 090 560 666,36	E,N,GEO	2015	
0,67	68 243 979,39	102 097 204,70	E,N,GEO	2016	
0,70	71 530 305,37	102 097 204,70	E,N,GEO	2017	
-	-	-	S P A TASSILI	2010	6
0,00	398 283,30	513 913 293,74	S P A TASSILI	2011	
0,00	581 665,24	796 224 798,36	S P A TASSILI	2012	
0,00	560 132,00	943 420 403,00	S P A TASSILI	2013	
0,00	189 321,00	971 081 964,00	S P A TASSILI	2014	
0,00	270 447,00	1 196 698 049,00	S P A TASSILI	2015	
-	392 934,00	-	S P A TASSILI	2016	
-	336 602,00	-	S P A TASSILI	2017	
0,00	130 031,54	1 244 059 796,42	SPA HESP haliburton	2010	7
0,01	11 466 865,00	1 020 810 236,00	SPA HESP haliburton	2011	
0,01	16 332 966,40	2 088 042 515,63	SPA HESP haliburton	2012	
0,00	4 473 680,61	1 082 735 692,91	SPA HESP haliburton	2013	
	10 553 955,96	986 654 542,44	SPA HESP haliburton	2014	

0,01					
0,03	26 261 971,29	986 764 644,85	SPA HESP haliburton	2015	
-	9 865 629,02	-	SPA HESP haliburton	2016	
-	11 240 787,49	-	SPA HESP haliburton	2017	
0,05	202 486 736,17	3 802 533 216,79	RED MED SPA	2010	8
0,05	138 155 131,24	2 715 216 499,76	RED MED SPA	2011	
0,03	93 271 992,51	2 866 472 400,74	RED MED SPA	2012	
0,02	60 470 500,94	2 960 044 279,09	RED MED SPA	2013	
0,02	54 761 584,65	3 159 412 862,23	RED MED SPA	2014	
0,02	57 976 869,71	3 375 311 725,33	RED MED SPA	2015	
0,14	50 268 862,91	352 547 621,01	RED MED SPA	2016	
0,24	66 772 720,49	283 237 990,37	RED MED SPA	2017	
-	-	178 008 189,82	SPA ALPHA COMPUTERS	2010	9
0,00	35 274,64	147 258 094,27	SPA ALPHA COMPUTERS	2011	
0,02	4 727 839,91	210 475 652,11	SPA ALPHA COMPUTERS	2012	
0,01	1 640 471,76	191 749 381,64	SPA ALPHA COMPUTERS	2013	
0,00	821 579,64	186 883 717,96	SPA ALPHA COMPUTERS	2014	
0,06	11 637 548,11	180 437 339,96	SPA ALPHA COMPUTERS	2015	
0,39	963 946,08	2 496 894,77	SPA ALPHA COMPUTERS	2016	
9,35	14 734 892,95	1 576 199,40	SPA ALPHA COMPUTERS	2017	
0,01	40 160 416,31	2 743 949 538,35	S.P.A BASP	2010	10
0,03	44 160 213,92	1 740 448 478,58	S.P.A BASP	2011	
0,03	27 022 123,46	782 669 592,91	S.P.A BASP	2012	
0,00	4 389 922,11	1 471 702 567,75	S.P.A BASP	2013	
0,05	107 102 140,35	2 044 498 474,25	S.P.A BASP	2014	
0,09	312 966 486,94	3 568 511 131,85	S.P.A BASP	2015	
-	296 786 969,46	-	S.P.A BASP	2016	
-	150 535 862,69	-	S.P.A BASP	2017	
-	-	-	SPA BAYAT construction	2010	11

0,01	1 630 350,26	258 707 417,98	SPA BAYAT construction	2011	
-	-	285 569 802,81	SPA BAYAT construction	2012	
-	-	293 835 709,20	SPA BAYAT construction	2013	
-	-	-	SPA BAYAT construction	2014	
-	-	-	SPA BAYAT construction	2015	
-	-	_	SPA BAYAT construction	2016	
-	-	_	SPA BAYAT construction	2017	
-	-	444 586 661,85	SPA ALGERIAN OIL FIELD SERVICES	2010	12
0,01	4 645 948,70	698 972 803,03	SPA ALGERIAN OIL FIELD SERVICES	2011	
0,01	5 050 927,00	856 400 476,85	SPA ALGERIAN OIL FIELD SERVICES	2012	
0,01	5 799 940,13	744 172 654,01	SPA ALGERIAN OIL FIELD SERVICES	2013	
0,01	8 757 942,59	872 423 783,87	SPA ALGERIAN OIL FIELD SERVICES	2014	
0,01	15 802 711,43	1 257 239 667,61	SPA ALGERIAN OIL FIELD SERVICES	2015	
-			SPA ALGERIAN OIL FIELD SERVICES	2016	
-			SPA ALGERIAN OIL FIELD SERVICES	2017	
0,02	4 133 706,20	235 146 359,74	SPA WESP	2010	13
0,01	1 909 557,99	346 760 394,62	SPA WESP	2011	
0,03	8 850 440,68	344 541 899,79	SPA WESP	2012	
0,00	673 075,94	247 470 655,44	SPA WESP	2013	
-	-	194 708 176,90	SPA WESP	2014	
-	-	-	SPA WESP	2015	
-	-	2 583 076,50	SPA WESP	2016	
0,01	15 942,09	2 583 076,50	SPA WESP	2017	
-	-	-	SPA STAR AVIATION	2010	14
0,05	69 834 525,43	1 515 739 627,43	SPA STAR AVIATION	2011	
0,04	60 802 283,25	1 405 355 836,29	SPA STAR AVIATION	2012	
0,04	46 062 714,00	1 180 013 852,00	SPA STAR AVIATION	2013	
0,05	103 534 353,49	2 296 022 545,05	SPA STAR AVIATION	2014	
0,06	168 351 512,64	2 626 522 404,60	SPA STAR AVIATION	2015	

0,07	51 029 059,49	749 047 268,23	SPA STAR AVIATION	2016	
0,05	74 057 091,35	1 596 997 307,02	SPA STAR AVIATION	2017	
-	-		SPA SOS ALGERIA	2010	
-		30 397 585,96	SPA SOS ALGERIA	2011	
0,00	18 060,95	66 302 813,93	SPA SOS ALGERIA	2012	
-	-	107 722 840,57	SPA SOS ALGERIA	2013	15
0,00	26 336,28	118 486 010,43	SPA SOS ALGERIA	2014	
-	-	177 229 445,13	SPA SOS ALGERIA	2015	
-	83,65	-	SPA SOS ALGERIA	2016	
-	12 501,78	-	SPA SOS ALGERIA	2017	

الملحق رقم 04

معدل الضريبة

رقم	السنة	الشركة	الضريبية المدفوعة	صافي الربح قبل الضريبة	المعدل الضريبي
1	2010	CSSI-SPA Algerie	21 979 211,00	106 911 888,05	0,21
	2011	CSSI-SPA Algerie	28 689 084,00	149 806 372,45	0,19
	2012	CSSI-SPA Algerie	-	-	-
	2013	CSSI-SPA Algerie	-	-	-
	2014	CSSI-SPA Algerie	3 238 648,00	137 072 035,10	0,02
	2015	CSSI-SPA Algerie	40 690 477,60	156 813 840,39	0,26
	2016	CSSI-SPA Algerie	104 299 782,68	- 102 442 073,38	1,02-
	2017	CSSI-SPA Algerie	181 370 512,67	193 799 663,30	0,94
2	2010	ENSP	-	-	-
	2011	ENSP	225 889 248,19	1 090 361 801,47	0,21
	2012	ENSP	649 236 025,00	2 889 618 384,34	0,22
	2013	ENSP	988 506 623,00	4 114 981 688,27	0,24
	2014	ENSP	1 035 364 204,00	4 114 981 688,27	0,25
	2015	ENSP	-	-	-
	2016	ENSP	2 041 682 028,94	6 210 373 534,28	0,33
	2017	ENSP	2 368 714 390,45	7 362 634 674,73	0,32
3	2010	SPA BAYAT CATRING	-	-	-
	2011	SPA BAYAT CATRING	33 988 015,00	617 963 918,07	0,05
	2012	SPA BAYAT CATRING	82 489 987,75	329 959 755,43	0,25
	2013	SPA BAYAT CATRING	-	-	-
	2014	SPA BAYAT CATRING	109 600 000,00	476 521 739,15	0,23
	2015	SPA BAYAT CATRING	106 779 029,58	410 688 575,29	0,26
	2016	SPA BAYAT CATRING	175 375 230,64	419 874 049,78	0,42
	2017	SPA BAYAT CATRING	280 212 233,34	320 730 000,00	0,87
4	2010	ENAFOR	49 294 709,00	348 140 578,38	

0,14					
0,25	2 930 906 122,22	732 232 623,00	ENAFOR	2011	
0,27	2 805 742 762,57	750 328 723,00	ENAFOR	2012	
0,24	5 353 058 366,54	1 271 623 989,00	ENAFOR	2013	
0,21	9 787 511 928,00	2 030 419 833,00	ENAFOR	2014	
0,26	9 291 538 201,00	2 449 332 492,00	ENAFOR	2015	
0,33	4 775 310 840,00	1 561 452 775,00	ENAFOR	2016	
1,29	1 461 327 559,00	1 879 506 833,00	ENAFOR	2017	
-	-	-	E,N,GEO	2010	5
0,36	3 171 653 393,16	1 128 925 860,00	E,N,GEO	2011	
0,39	2 224 247 925,78	874 434 160,00	E,N,GEO	2012	
0,23	9 556 868 323,25	2 151 669 838,00	E,N,GEO	2013	
0,24	16 443 443 104,10	3 957 109 210,00	E,N,GEO	2014	
0,15	11 310 021 016,47	1 662 904 394,00	E,N,GEO	2015	
0,57	2 410 198 798,47	1 367 951 823,00	E,N,GEO	2016	
0,30	6 772 156 494,81	2 045 427 390,20	E,N,GEO	2017	
-	-	-	S P A TASSILI	2010	6
-	43 321 071,38	-	S P A TASSILI	2011	
-	103 069 991,46	-	S P A TASSILI	2012	
-	114 647 106,00	-	S P A TASSILI	2013	
0,19	25 425 258,00	4 830 848,00	S P A TASSILI	2014	
0,07	129 251 099,00	9 374 183,00	S P A TASSILI	2015	
1,67	62 637 390,00	104 688 936,00	S P A TASSILI	2016	
1,20	38 124 549,00	45 619 595,00	S P A TASSILI	2017	
0,24	859 877 703,00	207 829 110,95	SPA_HESP_haliburton	2010	7
0,22	880 079 822,00	190 732 242,00	SPA_HESP_haliburton	2011	
0,26	1 275 877 791,87	336 560 563,87	SPA_HESP_haliburton	2012	
0,31	151 337 127,83	46 410 179,61	SPA_HESP_haliburton	2013	

-	- 63 941 380,34	-	SPA HESP haliburton	2014	
0,41	65 714 798,55	26 928 368,87	SPA HESP haliburton	2015	
0,49	402 723 298,01	195 637 441,06	SPA HESP haliburton	2016	
0,41	313 557 640,89	128 210 092,98	SPA HESP haliburton	2017	
0,21	186 172 816,57	38 312 566,66	RED MED SPA	2010	8
0,23	177 854 319,62	40 384 797,46	RED MED SPA	2011	
0,37	49 290 409,98	18 162 080,25	RED MED SPA	2012	
-	- 147 937 990,66	-	RED MED SPA	2013	
0,22	79 094 718,34	17 099 406,41	RED MED SPA	2014	
0,30	329 988 801,20	99 491 658,42	RED MED SPA	2015	
0,68	456 903 638,04	310 924 990,88	RED MED SPA	2016	
3,38	128 106 810,29	432 752 592,29	RED MED SPA	2017	
0,29	15 456 478,42	4 424 589,00	SPA ALPHA COMPUTERS	2010	9
0,28	13 388 613,61	3 726 379,00	SPA ALPHA COMPUTERS	2011	
0,34	11 207 675,32	3 824 202,00	SPA ALPHA COMPUTERS	2012	
0,40	10 253 601,54	4 064 443,00	SPA ALPHA COMPUTERS	2013	
0,26	6 987 918,48	1 808 517,00	SPA ALPHA COMPUTERS	2014	
0,28	12 194 152,10	3 445 911,00	SPA ALPHA COMPUTERS	2015	
2,88	7 525 083,41	21 684 001,78	SPA ALPHA COMPUTERS	2016	
0,36	20 976 680,01	7 517 759,72	SPA ALPHA COMPUTERS	2017	
0,28	988 188 469,42	271 767 113,00	S.P.A BASP	2010	10
0,28	751 315 545,32	210 456 774,00	S.P.A BASP	2011	
-	- 620 593 328,12	-	S.P.A BASP	2012	
-	- 751 014 038,92	-	S.P.A BASP	2013	
-	- 198 963 723,14	-	S.P.A BASP	2014	
-	- 399 855 060,37	-	S.P.A BASP	2015	
0,19-	- 155 124 027,82	29 303 750,19	S.P.A BASP	2016	

0,44-	- 47 007 249,25	20 557 775,72	S.P.A BASP	2017	
-	-	-	SPA BAYAT construction	2010	11
0,22	10 247 007,47	2 266 787,01	SPA BAYAT construction	2011	
0,34	3 110 072,28	1 042 605,12	SPA BAYAT construction	2012	
0,20	3 027 226,70	618 196,01	SPA BAYAT construction	2013	
-	- 48 801 061,89	-	SPA BAYAT construction	2014	
-	- 42 767 213,97	-	SPA BAYAT construction	2015	
79,24-	- 11 922,04	944 681,07	SPA BAYAT construction	2016	
0,04	69 440 658,20	2 689 514,61	SPA BAYAT construction	2017	
-	- 25 391 311,41	-	SPA ALGERIAN OIL FIELD SERVICES	2010	12
-	- 89 334 639,88	-	SPA ALGERIAN OIL FIELD SERVICES	2011	
0,59	74 304 275,87	43 529 424,30	SPA ALGERIAN OIL FIELD SERVICES	2012	
-	- 88 800 551,43	-	SPA ALGERIAN OIL FIELD SERVICES	2013	
-	- 96 892 894,93	-	SPA ALGERIAN OIL FIELD SERVICES	2014	
-	- 165 036 488,28	-	SPA ALGERIAN OIL FIELD SERVICES	2015	
-			SPA ALGERIAN OIL FIELD SERVICES	2016	
-			SPA ALGERIAN OIL FIELD SERVICES	2017	
0,25	64 020 189,54	16 081 632,85	SPA WESP	2010	13
0,26	41 600 402,13	10 691 820,76	SPA WESP	2011	
0,25	83 784 426,14	20 987 659,04	SPA WESP	2012	
0,28	89 464 108,78	25 131 476,66	SPA WESP	2013	
-	2 955 335,41	-	SPA WESP	2014	
-	-	-	SPA WESP	2015	
0,33	9 234 000 659,19	3 081 087 942,41	SPA WESP	2016	
0,38	8 835 347 729,22	3 358 383 824,34	SPA WESP	2017	
-	-	-	SPA STAR AVIATION	2010	14
0,28	146 804 016,18	41 646 542,00	SPA STAR AVIATION	2011	
0,27	188 250 298,41	50 281 483,00	SPA STAR AVIATION	2012	

0,42	45 132 141,00	19 018 280,00	SPA STAR AVIATION	2013	
-	- 139 615 800,54	-	SPA STAR AVIATION	2014	
-	- 182 154 234,40	-	SPA STAR AVIATION	2015	
0,20	212 368 203,91	41 532 143,52	SPA STAR AVIATION	2016	
0,78	78 687 961,88	61 545 542,99	SPA STAR AVIATION	2017	
-			SPA SOS ALGERIA	2010	15
0,28	6 862 682,42	1 946 513,16	SPA SOS ALGERIA	2011	
-	- 27 432 903,12	-	SPA SOS ALGERIA	2012	
-	- 39 022 743,35	-	SPA SOS ALGERIA	2013	
-	55 761 018,75	-	SPA SOS ALGERIA	2014	
0,07	19 912 415,34	1 352 099,25	SPA SOS ALGERIA	2015	
5,37-	- 6 909 601,93	37 124 075,66	SPA SOS ALGERIA	2016	
6,92-	- 7 331 205,59	50 751 614,24	SPA SOS ALGERIA	2017	