



جامعة قاصدي مرباح، ورقلة - الجزائر

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

قسم علوم المالية و المحاسبة

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي، الطور الثاني

في ميدان: علوم اقتصادية، علوم التسيير وعلوم التجارية

فرع علوم المالية و المحاسبة ، تخصص مالية المؤسسة

بعنوان

تأثير الهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية

دراسة عينة من المؤسسات بولاية ورقلة خلال الفترة 2010-2015

من إعداد الطلبة :

- بن الشيخ إلياس
- ذيب أيمن

اجيزت علنا بتاريخ: 2020/09/30

الأستاذ/ شماخي بوبكر..... (أستاذ - جامعة قاصدي مرباح ورقلة) مشرفا

السنة الجامعية

2020/2019



جامعة قاصدي مرباح، ورقلة - الجزائر

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

قسم علوم المالية و المحاسبة

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي، الطور الثان

في ميدان: علوم اقتصادية، علوم التسيير وعلوم التجارية

فرع علوم المالية و المحاسبة، تخصص مالية المؤسسة

بعنوان

تأثير الهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية

دراسة عينة من المؤسسات بولاية ورقلة خلال الفترة 2010-2015

من إعداد الطلبة :

▪ بن الشيخ إلياس

▪ ذيب أيمن

اجيزت علنا بتاريخ: 2020/09/30

الأستاذ/ شماخي بوكري... (أستاذ - جامعة قاصدي مرباح ورقلة) مشرفا

السنة الجامعية

2020/2019

الإهداء

احتريت لمن أهدي عملي هذا ، والكل يستحق الإهداء لكن أختصر وأقول:

إلى روح أبي الطاهرة وأمي الطاهرة أدعو لهما بالرحمة والمغفرة

إلى اخواني واخواتي وجميع أفراد عائلتي

إلى كل من أصدقائي إسلام و بهاء الدين أتمنى لهما التوفيق

وإلى كل طالب للعلم

إلياس

الإهداء

أهدي هذا العمل :

إلى الذي رباني على الفضيلة والأخلاق ، وشممني بالعطف والحنان ، وكان لي
درع أمان أحتمي به من نائبات الزمان ، وتحمل عبء الحياة حتى لا أحس

بالحرمان

أبي العزيز الغالي حفظه الله وأطال في عمره

إلى التي جعل الله الجنة تحت أقدامها ، ريحانة حياتي ، وبهجتها التي غمرتني
بعطفها وحنانها ، وأنارت لي درب حياتي ، وكلما جارت علي الأيام بكيت في

حضانها وكانت لي عوناً ، الصدر الحنون ، والقلب العطوف

أمي العزيزة الغالية حفظها الله وأطال في عمرها

إلى كل من وقف معي في اللحظات الصعاب ، وساعدني ولو بكلمة رفعت من

معنوياتي

إلى كل هؤلاء أهدي ثمرة جهدي

شكـر

نحمد الله و نشكره عزوجل أن وفقنا على إتمام هذا
العمل

نتقدم بالشكر إلى الأستاذ المشرف سماخي بوبكر على
وقوفه معنا حتى إنهاء العمل

نشكر كل من الأساتذة و ادارة كلية العلوم الاقتصادية
بجامعة قاصدي مرباح ورقلة و نقدر مجهوداتهم
المبدولة اتجاه الطالب

ملخص الدراسة

تهدف دراستنا إلى اختبار تأثير الهيكل المالي على الأداء المالي في مجموعة من المؤسسات الجزائرية من خلال عينة مكونة من 10 مؤسسات جزائرية خلال فترة 2010-2017 ، و لتحقيق هذا الهدف استخدمنا كمؤشر لقياس متغير الهيكل المالي (متغير مستقل) : الرفع المالي ، أما الأداء المالي (متغير التابع) فقد تم قياسه من خلال مؤشر المردودية الاقتصادية ، كما استخدمنا كأسلوب إحصائي نماذج باناليفيوز و ذلك بسبب الدور الفعال و الاستراتيجي الذي يتبعه المسيرين في إيجاد التوليفة المثلى من مصادر التمويل المتاحة أمامهم من اجل الوصول إلى أداء مالي ايجابي يعظم ثروة المؤسسة

و من هنا يمكن القول أن جوهر الأداء المالي العالي هو الهيكل المالي الأمثل الذي يترجم تحويل مصادر التمويل عبر مراحل إلى إيرادات تضمن بقاء المؤسسة و الحفاظ على صحتها المالية

و قد خلصت الدراسة إلى عدم وجود تأثير بين الرفع المالي و المردودية الاقتصادية إلا من الجانب الضريبي .

الكلمات المفتاحية:

الأداء المالي ، الهيكل المالي ، الرفع المالي ، المردودية الاقتصادية

Résumé :

Notre étude vise à tester l'effet de la structure financière sur la performance financière d'un groupe d'institutions algériennes à travers un échantillon de 10 institutions algériennes sur la période 2010-2017, et pour atteindre cet objectif nous avons utilisé comme indicateur pour mesurer la variable structure financière (variable indépendante): levier financier, et performance financière. (La variable dépendante) Elle a été mesurée au moyen de l'indice de rentabilité économique, et nous avons également utilisé comme méthode statistique les modèles Panel Views, en raison du rôle efficace et stratégique que les marcheurs jouent dans la recherche de la combinaison optimale de sources de financement dont ils disposent afin d'atteindre une performance financière positive qui maximise la richesse de l'institution.

À partir de là, on peut dire que l'essence d'une performance financière élevée est la structure financière optimale qui traduit le transfert des sources de financement par étapes en revenus qui assurent la survie de l'institution et la préservation de sa santé financière.

L'étude a conclu qu'il n'y a aucun effet entre le levier financier et le rendement économique, sauf du côté fiscal.

les mots clés:

Performance financière, structure financière, effet de levier, rendement économique

الفهرس

الفهرس

الصفحة	العنوان
I	اهـاء
II	اهـاء
III	شكر
IV	ملخص
VII	قائمة المحتويات
VII	قائمة الجداول
VII	قائمة الاشكال
VII	قائمة الملاحق
أ-ج	مقدمة
	الفصل الأول: الادبيات النظرية للهيكمل المالي و الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية
01	تمهيد
02	المبحث الاول: الاطار النظري للدراسة
15	المبحث الثاني: الدراسات السابقة
19	خلاصة الفصل
	الفصل الثاني: دراسة تطبيقية لعينة من المؤسسات بولاية ورقلة
21	تمهيد
22	المبحث الاول: الطريقة و الادوات المستخدمة
25	المبحث الثاني: تقديم النتائج و مناقشتها
33	خلاصة الفصل
35	خاتمة
38	قائمة المراجع
40	الملاحق

قائمة الجداول والأشكال والملامح

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
25	نتائج تقدير الاثر التجميعي	01
26	LM) Lagrangemultiplier	02
27	نتائج تقدير الاثر الثابت	03
28	نتائج تقدير الاثر العشوائي	04
29	نتائج اختبار HAUSMAN	05

قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
03	العلاقة بين تكلفة رأس المال و نسبة الاقتراض حسب النظرية التقليدية	01
07	العلاقة بين نسبة الاستدانة الى الاموال الخاصة و بين تكلفة الاموال	02
24	العلاقة بين المتغير المستقل و المتغير التابع	03

قائمة الملاحق

الصفحة	عنوان الملحق	رقم الملحق
41	البيانات المالية المتعلقة بالرفع المالي للشركات	01
44	البيانات المالية المتعلقة بالمرودية الاقتصادية للشركات	02

مقدمة

المقدمة

تسعى المؤسسات الاقتصادية إلى تحقيق الصحة المالية الجيدة لضمان استمرارها و توسعها لذلك تقوم بإرسال مجموعة من القرارات المالية للمفاضلة بينها حيث تسعى الى توفير الخليط الامثل من مصادر التمويل و ذلك لرسم سياستها المالية.

و لقد شكلت العلاقة بين الهيكل المالي و تعظيم قيمة المؤسسة احد النقاط البحثية التي اثارت العديد من الجدل العلمي المرتبط بتفسير السلوك التمويلي للمؤسسات و ذلك لما له من تأثيرات في مختلف جوانب الأداء المالي بحيث يعتبر القرار التمويلي من اعقد المشكلات التي تواجه المؤسسة.

و لهذا فان وجود الهيكل المالي ضمن اولويات و مهام المسير المالي للمؤسسة اصبح امر ضروري من اجل تحقيق اداء مالي فعال يقود المؤسسة نحو النمو و بلوغ الاهداف المرجوة التي تتمحور حول تحقيق نجاعة المالية الاقتصادية.

أ / الاشكالية

و ضمن هذا الاطار تمحورت اشكالية الدراسة .

ما مدى تأثير الهيكل المالي على الاداء المالي للمؤسسات عينة الدراسة بولاية ورقلة خلال الفترة 2010- 2015 ؟

للإجابة على هذه الاشكالية نطرح التساؤلات التالية :

- ما هو المقصود بالأداء المالي و ما هي محدداته ؟
- هل يوجد هيكل معياري واحد بالنسبة لكل المؤسسات الاقتصادية ؟
- ما هي المحددات التي يجب الاعتماد عليها عند اختيار إستراتيجية التمويل ؟
- ما هي مختلف النظريات المفسرة للهيكل المالي في المؤسسات الاقتصادية ؟

ب-فرضيات البحث

للإجابة على هذه التساؤلات السابقة نطرح الفرضيات التالية :

- تتغير الوضعية المالية للمؤسسة الاقتصادية بتغير و تعدد مصادر التمويل .
- إن الأهمية النسبية للعوامل المحددة لاختيار الهيكل المناسب تتفاوت من مؤسسة إلى أخرى فلا توجد طريقة مباشرة توصل المؤسسات إلى تشكيل هيكلها المالي .
- تعتبر أمثلية الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية من بين المواضيع المهمة في مجال النظرية المالية ،ومن بين أهم النظريات التي تناولت الهيكل المالي نجد ،نظرية مودي غلياني و مبلر و نظرية الإفلاس .

ت- مبررات اختيار الموضوع

- تناسب الموضوع مع التخصص و الميول الى المواضيع الخاصة بالتسيير المالي .
- الرغبة في الاطلاع على المواضيع التي تخص التحليل المالي في المؤسسات الجزائرية .
- الرغبة في توضيح العلاقة بين الهيكل المالي و الاداء المالي و اثره على تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة .

ج-أهداف الدراسة و اهمتها :

تهدف هذه الدراسة الى مجموعة من الاهداف:

- معرفة مدى تأثير الهيكل المالي على الاداء المالي في مجموعة من المؤسسات و مقارنة النتائج فيما بينها لمعرفة حجم التأثير بين المحددات باستخدام البرامج الاحصائية
- ربط الدراسة التطبيقية في المؤسسة بالمكتسبات العلمية السابقة من اجل الوصول الى نتائج ملموسة باستخدام المؤشرات المالية في المؤسسة من اجل معرفة مدى الصحة التمويلية .

تكمن اهمية الدراسة في الجوانب التالية :

- الاطلاع على المحددات الكيفية و الكمية التي تشكل الهيكل المالي المناسب في المؤسسة .
- تشخيص الحالة المالية للمؤسسة و قياس فاعلية أدائها المالي باستخدام مختلف مؤشرات القياس .
- الاطلاع على الاختلاف بين السياسات التمويلية في مجموعة من المؤسسات .
- الوصول الى نتائج ملموسة تبين ماهية العلاقة بين الهيكل المالي و الاداء المالي في المؤسسات الاقتصادية .

ح-حدود الدراسة :

- تمت هذه الدراسة بين عينة من المؤسسات الاقتصادية في ولاية ورقلة .
- تناولت الدراسة الفترة ما بين (2010/ 2015). و ذلك بالاعتماد على البيانات المالية في المؤسسات الاقتصادية المعطاة .

د-صعوبات البحث :

- صعوبة في التنقل الى المؤسسات بسبب انتشار فيروس كورونا كوفيد 19
- الصعوبة في الحصول على البيانات الخاصة بالدراسة و ذلك مما أدى إلى التأخر في انجاز الدراسة التطبيقية.

ذ-منهج البحث و الادوات المستخدمة

الفصل الاول: استخدام المنهج الوصفي التحليلي من اجل الالمام بالجانب النظري.

الفصل الثاني: دراسة حالة من خلال اسقاط الجانب النظري على الجانب التطبيقي باستخدام البرنامج الاحصائي بمجموعة من المدخلات المتمثلة في بيانات القوائم المالية بغية الحصول على مخرجات تتمثل في نتائج يمكن مناقشتها و تحليلها للوصول لاثبات او نفي الفرضيات .

ر-مرجعية الدراسة

المصادر الاولية: تتمثل في المقابلة التي تم من خلالها جمع القوائم المالية .

المصادر الثانوية: و تتمثل في الكتب و المذكرات و المجلات العلمية المتعلقة بموضوع الدراسة بالاضافة الى مجموعة من الدراسات السابقة.

هيكل البحث :

سعيانا من للاحاطة بكل جوانب الموضوع ارتأينا الى تقسيم الدراسة الى فصلين هما :

الفصل الاول يتضمن الادبيات النظرية للهيكل المالي و الاداء المالي للمؤسسات الاقتصادية من خلال التطرق الى المفاهيم الاساسية و المحددات لكل من الاداء و الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية في المبحث الاول، اما في المبحث الثاني فقد خصص الى الدراسات العلمية السابقة للموضوع منة خلال عرض الدراسات ذات الصلة باللغة العربية و اللغة الاجنبية لفهم كل متغير من الموضوع و ايضا ابراز اهم جوانب التشابه و ايضا اختلاف الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة للموضوع .

بينما الفصل الثاني يتضمن دراسة الحالة في مجموعة من المؤسسات الجزائرية من خلال اسقاط الجانب النظري على الميدان المؤسساتي لمعرفة مدى تأثير الهيكل المالي على الاداء المالي حيث تطرقنا في المبحث الاول الى الادوات المستخدمة و الطريقة لمعالجة الدراسة اما المبحث الثاني فخصص لتحليل النتائج المبينة احصائيا و مناقشتها من اجل الوصول لنتائج الدراسة.

الفصل الأول: الادبيات النظرية
للهيكل المالي و الأداء المالي
للمؤسسة الاقتصادية

تمهيد:

تسعى جل المؤسسات الاقتصادية في الجزائر للاهتمام بالهيكل المالي كونه الوعاء المالي الذي يضم مصادر التمويل المختلفة (حقوق الملكية و الاستدانة...) بغية الحصول على اداء مالي مستقر يمكن المؤسسة من تعظيم قيمتها و البقاء و النمو أكثر .

سوف نتطرق في هذا الفصل الى ابراز المفاهيم العامة للهيكل المالي والاداء المالي بالإضافة الى الدراسات السابقة ذات الصلة بالموضوع و منه حاولنا تقسيمه الى مبحثين :

المبحث الاول : الادبيات النظرية للدراسة

المبحث الثاني : الادبيات التطبيقية للدراسة

المبحث الأول: الإطار النظري لدراسة

سنحاول في هذا المبحث الاحاطة بالمفاهيم العامة للهيكل المالي و الأداء المالي والعلاقة بينهما .

المطلب الأول: الهيكل المالي للمؤسسة

سننطلق في هذا المطلب إلى مفهوم الهيكل المالي بالإضافة بالنظريات المالية المفسرة له مع محدداته.

الفرع الأول: مفهوم الهيكل المالي

هناك تعاريف متعددة نذكر منها مايلي:

- يقصد بالهيكل المالي كيفية قيام المؤسسة بتمويل مختلف أصولها من موارد داخلية وخارجية، وهو يختلف عن هيكل رأس المال الذي يمثل تمويل الدائم للمؤسسة والذي يتكون عادة من قروض طويلة الاجل والأموال الخاصة و تستبعد القروض قصيرة الأجل ، ومن هنا هيكل رأسمال المؤسسة هو جزء من هيكلها المالي .¹

- يمثل الهيكل المالي مزيج من حقوق الملكية (الأموال الخاصة) والديون (الإستدانة) من مضمن الموارد المتاحة .²

- يقصد بأمتلية الهيكل المالي للمؤسسة مدى امكانية اختيارها لنسبة تمويل معينة بين كل الأموال الخاصة و الديون بالشكل الذي يؤدي الى تدنئة تكلفة راس المال الى أقصى حد ممكن ، و بالتالي تعظيم قيمة المؤسسة .³

الفرع الثاني: النظريات المفسرة للهيكل المالي

يعد اختيار الهيكل المالي من بين أهم القضايا التي نالت اهتمام البحث العلمي في مجال الإدارة المالية، و من أصعب القرارات التي تواجه المدير المالي، ظهرت أول نظرية له في مطلع الخمسينات تحت اسم النظرية التقليدية للهيكل المالي، ثم تلتها باقي النظريات التي تصب إجمالاً حول أمتلية اختيار الهيكل المالي للمؤسسة و تفسير السلوك التمويلي لها و يقصد بالهيكل المالي الأمثل النسيج المتكون من الأموال الخاصة و الديون الذي يؤدي إلى تدنئه تكلفة رأس المال إلى أقصى حد ممكن و بالتالي تعظيم قيمة المؤسسة

و من هنا نطرح السؤال التالي ، هل يوجد هيكل مالي أمثل ؟ للإجابة سننطلق لعدة نظريات:

¹ - جميل احمد توفيق، علي شريف الإدارة المالية، دار النهضة العربية للطباعة و النشر، بيروت ص 388
² Jacqueline Delahay, Florence Delahay, **Finance D'entreprise Manuel et application**, Dunod 2ème, édition, 2009, P121

³ - دادن عبد الوهاب ، تحليل المقاربات النظرية حول الأمتلية الهيكل المالي ، مجلة الباحث ، جامعة قاصدي مرباح ورقلة ، العدد 4، 2004 ، ص 108

أ- النظريات المؤيدة لوجود هيكل مالي امثل:

1/ النظرية التقليدية للهيكل المالي:

تعد هذه النظرية من النظريات المؤيدة لوجود هيكل مالي امثل يعمل على تعظيم قيمة المؤسسة إذ بإمكان المؤسسات من خلال هذه النظرية الوصول إلى مزيج أمثل لعناصر الهيكل التمويلي و ذلك من خلال استخدام الاقتراض بشكل معقول لزيادة القيمة السوقية للمؤسسة، و لم توضح هذه النظرية كمية الاقتراض المعقولة، و إنما دعت المؤسسات إلى المحافظة على التوازن بين درجة المخاطرة المرتبطة بزيادة حجم الديون و بين الانتفاع من مزاياها، و ذلك لأن الخطر التمويلي سيزداد إلى درجة يهدد وجود المؤسسة ومستقبلها في حالة زياد الديون عن الحد المعقول. وقد مثلت هذه النظرية بدايات تكوين ما أصبح يعرف لاحقاً بمفهوم الرفح المالي، و لم تكن لهذه النظرية أبعاد تطبيقية تذكر⁴.

و قد بنيت النظرية التقليدية على أساس مجموعة من الفرضيات أهمها

-تستخدم المؤسسة نوعين فقط من الأموال أي أن هيكل رأس المال يتكون من قروض و أموال خاصة
-تفترض ان مخاطر الأعمال ثابتة و مستقلة عن هيكل رأس المال و المخاطر المالية.

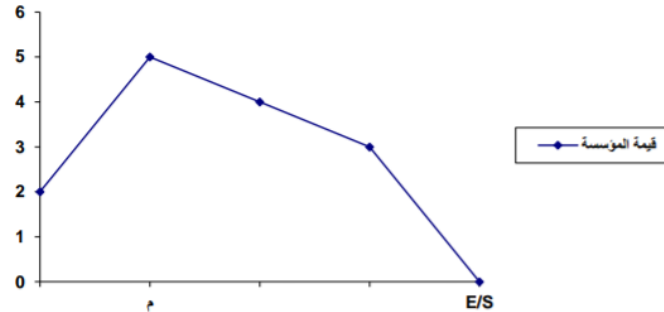
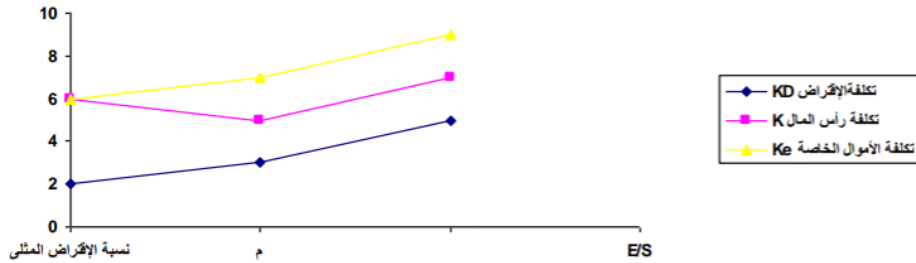
-توقعات العوائد من طرف المساهمين معروفة و متجانسة.

-تقتضي سياسة توزيعات الأرباح بالمؤسسة على التوزيع الكامل بمعنى آخر لن يتم احتجاز الأرباح لفترة لاحقة إذ أن من شأن ذلك أن يغير من حجم هيكل رأس المال

- المؤسسة تعمل في محيط تنعدم فيه الضرائب و لا توجد تكاليف المعاملات.

ويمكن توضيح المنظر التقليدي بيانياً كما يلي:

الشكل: 01 يبين العلاقة بين تكلفة رأس المال و نسبة الاقتراض حسب النظرية التقليدية



⁴-ALAIN CAIEZ. éléments DE GESTION FINANCIER 4 édition Masson France 1995 p 153

الفصل الأول: الأدبيات النظرية للهيكل المالي والأداء المالي

يظهر من الشكل السابق ان تكلفة رأس المال تنخفض بزيادة نسبة القروض في هيكل رأس مال المؤسسة و زيادة معدل العائد الذي يطابه المساهمين كنتيجة لزيادة المخاطر المالية حيث ان هذا الانخفاض لا يستمر بالصورة دائمة اذ يتوقف عند نقطة معينة (م) تدعى نقطة الاقتراض المثلى التي تكون عندها تكلفة رأس المال عند حددها الادنى و قيمة المؤسسة عند حددها الاقصى و بعدها تصبح تكلفة رأس المال في تزايد مستمر رغم زيادة نسبة القروض في هيكل رأس المال المؤسسة⁵.

2/نظرية الربح الصافي:

يعتمد هذا المدخل على الافتراض الأساسي هو أن تكلفة كل من الأموال الخاصة و الديون ثابتة لا تتغير و ليس لها علاقة بالهيكل رأس المال، و هذا يعني أن ارتفاع أو انخفاض نسبة الرقع المالية (نسبة الاقتراض) في هيكل رأس المال لا يترتب عليها ط ارتفاع أو انخفاض في تكلفة الأموال الخاصة أو القروض، و طالما أن تكلفة الاقتراض أقل من تكلفة إصدار أسهم جديدة فإن الاعتماد على الاقتراض في التمويل بنسبة أكبر من الأموال الخاصة يؤدي إلى إنخفاض التكلفة الكلية للأموال، و بالتالي ارتفاع قيمة المؤسسة⁶

ب-النظريات المعارضة لوجود هيكل مالي امثل:

1/نظرية انعدام الهيكل المالي الأمثل نموذج Miller et Modigliani

يعد **Franco Modigliani et Merton Miller** اول من قاما بوضع الاسس النظرية للهيكل المالي من خلال مقالهما الذي نشر سنة 1958. فقد خلص هذان الباحثان في ظل فرضيات معينة لعدم وجود هيكل مالي امثل يؤدي الى تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة سواء في ظل وجود او عدم وجود الضريبة على ارباح الشركات .

في ظل غياب الضريبة : ان مضمون نموذج **Miller et Modigliani** بخصوص الهيكل المالي و في ظل عدم وجود الضرائب يتفق مع نظرية ربح الاستغلال و أكد ميلر و مودكلياني (1958) انه في ظل غياب الضريبة قيمة المؤسسة و تكلفة رأس المال مستقلان تماما عن الهيكل المالي اي عن تغيرات في نسبة الاستدانة و بالتالي خلصا لعدم وجود هيكل مالي امثل⁷.

في ظل وجود الضريبة : ادرك كل من ميلر و مودكلياني خلال دراستهما سنة 1963 ان اسقاط فرضية عدم وجود ضريبة على دخل المؤسسات من شأنه ألا يحافظ على ما توصلوا إليه قبل ذلك من ثبات تكلفة الأموال و من ثم القيمة السوقية للمؤسسة المستخدمة، و إن وجود ضريبة على دخل المؤسسات سوف يترتب عليه ان تنخفض تكلفة الأموال و ترتفع القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة عن القيمة السوقية لمؤسسة أخرى مماثلة و تنتمي لنفس شريحة الخطر غير أنها ممولة بالكامل عن طريق الملاك، و سوف ترتفع القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة بمقدار الوفورات الضريبية الناتجة عن الاقتراض⁸.

⁶ -محمد صالح الحناوي و آخرون، الإدارة المالية التحليل المالي للمشروعات الحديثة والدار الجامعية، الاسكندرية 2003 ص 355

⁶ -الحناوي محمد الصالح وآخرون، أساسيات الإدارة المالية، دار الجامعية الإسكندرية 2001 ص 341

⁷ - زغود نبر، تأثير هيكل الملكية و الهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة، اطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة ورقلة، الجزائر، 2018

⁸ - يوسف قريشي، مرجع سابق، ص 369

2/نظرية ربح الاستغلال:

على عكس المدخل السابق، يؤكد مؤيدي نظرية صافي الربح الاستغلال -التشغيلي- في صياغة الهيكل المالي إلا أن التغير في الرفع المالي لا يسبب أي تغيير في تكلفة الأموال المرجحة ولا في القيمة السوقية للمؤسسة والتي تحدد بالقيمة السوقية لحق الملكية، وبالتالي القيمة السوقية للمؤسسة سوف تكون مستقلة عن أي تغييرات في الهيكل المالي وهي أيضا مستقلة عن تأثيرات تكلفة الأموال المرجحة⁹.

ان المضمون العام لهذه النظرية يشير إلى أن زيادة الرفع المالي الزيادة حصة التمويل المقترض في هيكل الأموال سوف يؤدي إلى ارتفاع المخاطر المالية التي يتعرض لها حملة الأسهم العادية (الملاك) وبسبب هذه الزيادة في المخاطر فإن الملاك لا بد أن يطلب معدل العائد المطلوب يمثل تكلفه التمويل الممتلك لذلك فان تكلفة التمويل الممتلك سوف تزداد مع كل زيادة في الرفع المالي حيث أن الارتفاع في تكلفة التمويل الممتلك سوف تزداد مع كل زيادة في الرفع المالي حيث أن الارتفاع في تكلفة التمويل الممتلك يعوضه الانخفاض في تكلفه تمويل المقترض الأمر الذي يجعل تكلفة الأموال المرجحة ثابتة لا تتغير والقيمة السوقية للمؤسسة ثابتة لا تتغير أيضا.¹⁰

ت-النظريات الحديثة لتفسير الهيكل المالي :

1/نظرية الإشارة:

تفترض نظرية مودكلياني و ميلر أن المستثمرين يمتلكون المعلومات نفسها التي يمتلكها المديرون بخصوص المؤسسة وهذا ما يعرف للمعلومات المتماثلة، ولكن في الحقيقة فإن المديرون يمتلكون معلومات أفضل من المستثمرين خارجيين، وهذا ما يعرف بالمعلومات غير المتماثلة والتي يكون لديها تأثيرا كبيرا في هيكل رأس المال ،وغالبا ما يفسر الأساس الذي تتخذه الإدارة (على أساس أنها تمتلك معلومات أفضل) على انه مؤشر للمستثمرين والذي قد يؤثر على أسهم الشركة في السوق وتفترض هذه النظرية أن الشركات في الأوقات الطبيعية تستخدم التمويل في الملكية أكثر من التمويل في المديونية وبالاجتهاد نفسه أشار (Weston) وفقا للافتراضات السابقة والخاصة بمدخل مودكلياني وميلر إلى أن المعلومات متوفرة ومتاحة لكافة المستثمرين أي أنهم في هذه الناحية متساوون بخصوص مستقبل المؤسسة ،وتسمى هذه الخاصية بحالة التماثل المعلوماتي ولكن غالبا ما يتاح للمديرون كمية أكبر من المعلومات والتي لا تتوفر لدى المستثمرين خارج المنطقة وتسمى هذه الحالة بلا تماثل المعلومات (Weston (2000:633 وفي الواقع أن المعلومات التي تبثها مؤسسات ليست بضرورة حقيقية وصادقة ،ومن ثم فإن هذه النظرية تعبر عن إمكانية المدراء في الشركات ذات الأداء الجيد إصدار إشارات خاصة وفعالة تميزها عن الشركات الأخرى المستوى الأقل أداء ، وخاصية هذه الإشارات سيكون من الصعب تقليدها من قبل المؤسسات الضعيفة¹¹(charreaux.1985 .61)

⁹ عبد الغفار حنفي، رسمية زكى قرياص، اساسيات التمويل و الادارة المالية، الدار الجامعية الاسكندرية، 2004، ص194

¹⁰ حمزة محمود الزبيدي، اساسيات الادارة المالية، الطبعة الاولى، مؤسسة الوارق للنشر و التوزيع، عمان، 2006، نص193

¹¹ صبيحة قاسم هاشم، نظريات هيكل التمويل الحديثة، مجلة العلوم الاقتصادية و الادارية، جامعة بغداد، العراق، العدد 83، سنة، 2015

2- نظرية الوكالة:

هي عقد يقوم بموجبه شخص يدعى الموكل باللجوء إلى شخص آخر يدعى الوكيل من أجل القيام بمهمة معينة نيابة عنه وباسمه، فيما يتعلق بالمؤسسة، هذه العلاقة توجد بين الملاك أو المساهمين أو المسيرين حيث يتم التنازل عن جزء سلطاتهم إلا أن هذه العلاقة تتميز بالتعارض حيث يحاول كل منهما تعظيم منفعته على حساب الآخر. وتنطلق هذه النظرية من فرضيتين أولى ليس بالضرورة أن تكون أهداف الملاك متطابقة وثانية أن المتعاملين ليسوا متساوين في الحصول على المعلومة المتعلقة بالمؤسسة. وعلاقة الوكالة تقود إلى صنفان من التكاليف هما: تكاليف وكالة الأموال الخاصة وتكاليف وكالة الديون، يتمثل هدف هذه النظرية في تقديم خصائص التعاقد الأمثل التي يمكن أن تعقد بين الموكل والوكيل معتمدة في ذلك على المبدأ النيوكلاسيكي الذي مؤداه أن كل عون اقتصادي يبحث على تعظيم مصلحته الخاصة قبل المصلحة العامة، ومنذ ظهور تكلفة الوكالة أصبح وجود هيكل مالي أمثل يتوازن الوفر الضريبي مع كل من تكلفة الوكالة والإفلاس. وعليه فإن ظهور تكلفة الوكالة إلى جانب تكلفة الإفلاس سوف يؤثر على النسبة المثالية للاقتراض إلى الأموال الخاصة أي سوف يؤثر على مكونات هيكل المالي الأمثل وبالتالي ظهور تكلفة الوكالة سوف يؤدي إلى انخفاض نسبة الأموال المقترضة داخل الهيكل المالي¹².

3- نظرية الإفلاس:

تتحمل المؤسسات المقترضة عدة مخاطر يسمى بالمخاطر المالية وهذه المخاطر تصيب المؤسسة في حال فشلها في تسديد ديونها أو من خلال تقلبات سعر الفائدة

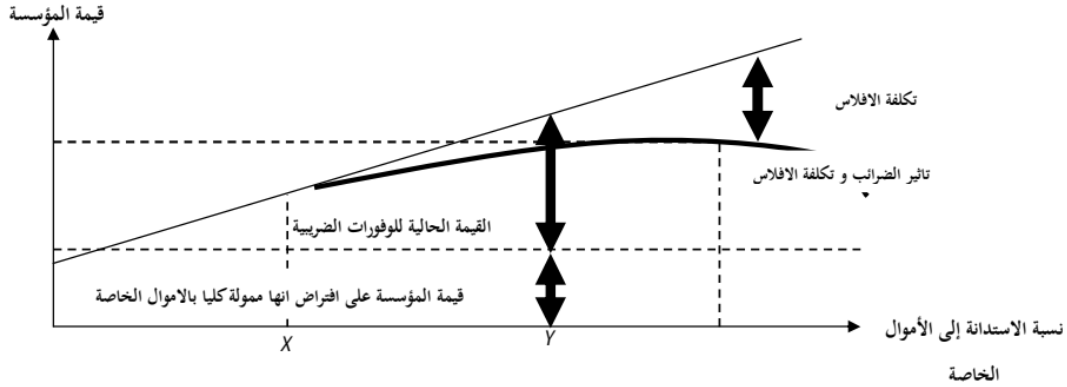
ان الخطر الذي تتحمله المؤسسة قد يتحول إلى تداعيات تؤدي بالمؤسسة إلى الإفلاس مما يجعل المقترضون يتحطون من هذا الخطر من خلال نقل التكاليف إلى الملاك تحسبا لوقوع الإفلاس

يترتب على الإفلاس مجموعة من التكاليف تسمى تكاليف الإفلاس، وهي تتكون من مجموعتين: الأولى تكاليف مباشرة (تكاليف إدارية، مالية،..) و تكاليف غير مباشرة (تكاليف الصورة أي المصدافية المالية و التجارية و تكاليف ضياع الفرصة). فإذا أخذنا كل من الضريبة و تكلفة الإفلاس فسوف تأخذ تكلفة الأموال إتجاهها آخر، حيث أنه في البداية تأخذ تكلفة الأموال في الإنخفاض المستمر حتى تصل نسبة الإستدانة إلى النقطة X و حينئذ تستمر في الإنخفاض لكن بمعدل أقل من ذي قبل، و عندما تصل نسبة الإستدانة إلى النقطة Y تبدأ تكلفة الأموال في الإرتفاع. و ذلك ما يبينه الشكل التالي¹³

¹²الياس بن ساسي، يوسف قريشي، ص390-391

¹³الياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص379، بتصرف

الشكل: 02 العلاقة بين نسبة الاستدانة الى الاموال الخاصة و بين تكلفة الاموال



المصدر: الياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي، دار وائل، الاردن: 2006، ص، 379.

إن ظهور تكاليف الافلاس كتأثير سلبي سوف يؤدي بالدائنين من البداية إلى رفع معدل الفائدة على السندات و القروض و ذلك لحماية أنفسهم من مخاطر الإفلاس عند حدوثه و بالتالي نقل تكاليف الإفلاس إلى المساهمين و هو ما يؤدي كذلك بمؤلاء المساهمين إلى المطالبة بمعدل عائد مطلوب اعلى لتعويضهم عن تلك تكاليف

يتبين مما سبق ان لجوء المؤسسة للاستدانة لتمويل احتياجاتها المالية يحقق وفورات ضريبية تؤدي إلى تخفيض التكلفة الحقيقية لديون و بالتالي انخفاض تكلفة راس المال و ارتفاع قيمة مؤسسة غير ان زيادة نسبة الاستدانة بعد مستوى معين قد يؤدي إلى زيادة مخاطر الافلاس مما ينتج عنه ارتفاع معدل الفائدة على الديون و بالتالي ارتفاع المردودية المطلوب من طرف المساهمين مما يؤدي إلى ارتفاع تكلفة راس المال و انخفاض قيمة المؤسسة

و في هذا الصدد اشار Baxter (1976) ان الهيكل المالي الامثل يتحدد من خلال الموازنة (المراجحة) بين المزايا الحدية (الوفورات الضريبية) و التكاليف الحدية (تكاليف الافلاس) لديون¹⁴

4- نظرية الإلتقاط التدريجي للتمويل :

يعالج نموذج Myers 1984، الرهانات التي تستخدمها المؤسسة في المدى البعيد، نحن فرضية أن الهدف الأساسي الذي يسعى المسيريون إلى تحقيقه هو تعظيم أرباح المؤسسة، و ذلك كما يلي :

- عند اختيار المؤسسة للتمويل الذاتي، فإنها تتحدد مستوى معين من توزيعات الأرباح و ذلك حسب الفرص الاستثمارية الممكنة.
- عند الإعتماد على التمويل الخارجي، فإن الأولوية تكون مع القروض، ثم الأموال شبه الخاصة تقع بين الأموال الخاصة و القروض، ثم أخيراً الأسهم. سبب ذلك أن اللجوء إلى التمويل الذاتي يجنب المؤسسة تكاليف إصدار الأسهم و تكاليف الوكالة، و حرية التصرف في أي استثمار، و عند عدم كفاية التمويل الذاتي فإن المؤسسة تلجأ إلى القروض، لأن المسيرين على علم بقيمة

¹⁴ زغود تبر مرجع سابق ص 108

السهم فهم على علم بالمعلومات المتوفرة في السوق المالي، و إن تم إصدار أسهم جديدة فتكون قيمتها أعلى من القيمة الفعلية، و بالتالي إنتقال الثروة إلى المساهمين الجدد. و عليه فإن إصدار الأسهم يعتبر مؤشرا سلبيا عن وضعية المؤسسة المالية. و بالتالي يترتب على المؤسسة حجز الأرباح و تأجيل توزيعها قصد إعادة استثمارها من جديد ما يحقق للمؤسسة الوقت حول قرار رفع رأس المال، الذي يترتب عليه إلزامها بدفع الأرباح للمساهمين الجدد. و عليه و نظرا للأسباب السابقة الذكر تكون قرارات الهيكل المالي حسب¹⁵ الأولوية كالتالي:

- لتمويل الذاتي

- اللجوء إلى الاقتراض

- قرار رفع رأس المال

الفرع الثالث : محددات الهيكل المالي

أولا: المحددات الكمية¹⁶

1-الربحية :

الربحية عامل أساسي لجميع المؤسسات و أمر ضروري لبقائها و استمرارها و غاية يتطلع اليها المستثمرون و مؤشر يهتم به الدائنون عند تعاملهم مع المؤسسة، و هي ايضا اداة هامة لقياس كفاءة الادارة في استخدام الموارد الموجودة في حوزتها، لذا نجد ان جهدا كبيرا من الادارة المالية في المؤسسة يوجه بالدرجة الاولى نحو الاستخدام الامثل للموارد المتاحة بهدف تحقيق أفضل عائد ممكن لأصحابها لا تقل قيمته عن العائد الممكن تحقيقه على الاستثمارات البديلة التي تتعرض لنفس الدرجة من المخاطر .

وتجدر الإشارة هنا الى ان هناك فرق بين مفهوم الربح و الربحية ، فالربح يعني صافي الدخل الذي تظهره قائمة الدخل الذي يمثل الفرق بين ايرادات المؤسسة و بين مصاريفها ، اما بالنسبة للربحية فهي تشير الى الربح منسوب الى بعض المكونات من الميزانية العمومية او قائمة الدخل ، و نعني هنا بالدرجة الاولى المردودية التي تقيس الكفاءة التشغيلية للمؤسسة ، و التي تمكن الاطراف التي لها مصلحة بارتفاع هذه الكفاءة من مراقبتها ، و الكفاءة التشغيلية تعني قدرة المؤسسة على تحقيق العوائد الكافية للمالكين ، المقرضين و العاملين .

ان اثر المردودية على مستوى الاستدانة يعتبر موضوع جدال نظري بين مختلف التطريبات المهمة بالهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية ، فمن منظور نظرية عدم تناظر المعلومات ، فان الشركات الأكثر مردودية هي التي تحرر اكثر نسبة من التمويل الذاتي ، و منه بروز علاقة سلبية بين المردودية و الاستدانة .

¹⁵محمد بوشوشة مذكرة ماجستير اقتصاد و تسيير المؤسسة، غير منشورة، جامعة بسكرة: 2007.ص69.70

¹⁶- بوربيعة غنية ، محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة ، كلية العلوم الاقتصادية ، جامعة الجزائر ، رسالة الماجستير ، غير منشورة ، الجزائر ، 2012 ، ص104-106

2- السيولة

تعتبر السيولة عن قدرة المؤسسة على مواجهة التزاماتها القصيرة الأجل المتوقعة منها و غير المتوقعة عند استحقاقها من خلال التدفق النقدي العادي الناتج عن مبيعاتها وتحصيل ذمهما بالدرجة الاولى ، و من خلال المصادر الاخرى بالدرجة الثانية .
تسمح السيولة بتعزيز الثقة بالمؤسسة من قبل المتعاملين معها ، و تمكنها من الوفاء بتسديد التزاماته . ووجود السيولة في المؤسسة يعطي لها مرونة في اختيار المصدر الملائم للحصول على الموارد اللازمة ويمكنها من مجابهة متطلبات النمو والتوسع ومواجهة الازمات الطارئة عند وقوعها... الخ، ويمكن الحصول على السيولة عن طريق اما بيع السلع والخدمات الموجودة لدى المؤسسة نقدا، بيع الاصول نقدا ، واستعمال المصادر الخارجية للنقد كالاقتراض وكذلك زيادة رأس المال عن طريق الاحتفاظ بالأرباح .

3- المخاطر التشغيلية و المالية : 17

يمكن تعريف المخاطر التشغيلية أو مخاطر الأعمال بأنها في حال عدم التأكد بقيم معدل العائد على الأصول و معدل العائد على حقوق الملكية في حال استخدام المؤسسة لتمويل حقوق الملكية فقط، و ذلك بسبب عوامل عديدة منها المنافسة و الإضرابات و الكساد و الازدهار الاقتصادي أما المخاطر المالية فهي التي يتحملها ملاك المؤسسة نتيجة استخدامهم لتمويل عملياتهم التشغيلية أي مخاطر عدم التأكد حول الدخل التشغيلي لكن إذا قامت مؤسسة باستخدام الديون أو الرافعة المالية لتمويل عملياتها فهذا يعني أن المؤسسة تركز مخاطرها التشغيلية على المساهمين

4- معدل النمو 18 :

تميل المؤسسات التي يسيطر عليها مالك واحد أو عدد محدود من الملاك إلى الاقتراض و توجيه الأموال المقترضة إلى الاستثمارات ما كان يمكن أن تنفذها من أموال الملكية بسبب ارتفاع تكلفة تلك الأموال ، هذا الاتجاه من شأنه أن يرفع تكلفة الوكالة للقروض و هي تكلفة ترتفع بمعدلات اكبر للمؤسسات التي تتسم بمستوى عالي النمو.

5- الحجم :

يعتبر حجم المؤسسة الاقتصادية من بين اهم العوامل المحددة لاختيار بنية هيكلها التمويلي ، و الذي يقاس باللوغاريتم النيبييري لمجموع مبيعاتها خلال دورة مالية معينة ($\ln(\text{vente})$)، الا ان تأثير حجم المؤسسة الاقتصادية .

ثانيا: المحددات النوعية : 19

تشمل عنصرين هامين هما الملائمة و المرونة بالإضافة الى عوامل اخرى مثل درجة التحفظ و الظروف الاقتصادية

1-الملائمة :

يقصد بهذا العامل هو مدى ملائمة مصادر الاموال المستخدمة مع طبيعة الاصول التي ستمول من هذا المصدر ، و يحتاج هذا العامل الى ايجاد الارتباط بين التدفقات النقدية المتوقعة الحصول عليها من استخدام الاصول و التدفقات النقدية الخارجة لتسديد الالتزامات الناشئة عن امتلاك هذه الاصول

17- محمد قاسم خصالوة ، اساسيات الادارة المالية ، دار الفكر ، عمان ، الطبعة الاولى ، 2011، ص 85

18- عاطف وليد اندراوس ، التمويل و الادارة المالية للمؤسسات ، دار الفكر ، الاسكندرية ، الطبعة الاولى ، 2006 ، ص304-305

19- بوربيغة غنية ، مرجع سابق ، ص 115-119

الفصل الأول: الأدبيات النظرية للهيكل المالي والأداء المالي

القاعدة العامة في التمويل هي ان يتم تمويل الموجودات الثابتة من مصادر طويلة الاجل ، كاموال الملكية او القروض الطويلة الاجل ، اما المصادر القصيرة الاجل فهي ملائمة لتمويل الاصول القصيرة الاجل .

2- المرونة :

يعبر هذا العامل على قدرة المؤسسة على التحكم بمصادر التمويل المختلفة، بحيث يمكن للمؤسسة الاستجابة لكل الاختلالات المفاجئة و غير المتوقعة التي تحدث أثناء تدفق الاستثمارات المتاحة للمؤسسة.

ولقد عرف (Gamba and Triantis)²⁰ المرونة على انها قدرة المؤسسة على إعادة هيكلة رأسمالها بتكاليف منخفضة. وان المؤسسات التي تتمتع بالمرونة المالية تكون اكثر قدرة على مواجهة التعثر المالي من المؤسسات الأخرى، وبالتالي تعتمد المرونة على تكاليف اخرى التي تعكس مثل عامل اخر مثل الحجم. وتفقد المؤسسة مرونتها في الحالات التالية :

- تفقد هذه المرونة عند زيادة الالتزامات المترتبة عليها.
- العقود الماضية مع الدائنين تؤدي الى تقييد قدرة المؤسسة على الحصول على أموال إضافية.
- عدم القدرة على توفير ضمانات لقروض إضافية بنفس الضمانات التي منحت للقروض السابقة و هذا ما يقلل من قدرة المؤسسة على الاقتراض .

و نستخلص ان المرونة يمكن اعتبارها كنتيجة للقرارات الاستراتيجية للمؤسسة التي ترتبط أساسا بالهيكل التمويلي .

3- المركز الضريبي :

من الامور التي تشجع المؤسسة الاقتراض هو ما تحققه من مزايا ضريبية او ما يعرف الوفر الضريبي الناتج عن ظهور فوائد في قائمة الدخل ، حيث انا التكلفة الحقيقية للدين تكون اقل عندما تكون معدلات الضريبية مرتفعة و عليه كلما زادت امكانية المؤسسة في الحصول على وفر ضريبي زادت رغبتها في الاعتماد على المديونية في التمويل ، و بالمقابل في بعض الحالات قد لا تحقق المؤسسة أي وفر ضريبي لكونها غير مطالبة بدفع الضريبة بسبب تمتعها بالاعفاء الضريبي او بسبب تكبدها خسائر راسمالية ادت الي انخفاض ربحيتها ، و بالتالي انخفاض الضريبة و ربما انعدامها ، ففي حالة كهذه فان المركز الضريبي لا يشجع المؤسسة على الاقتراض .

4- درجة التحفظ :

ان ادارة المؤسسة هي مجموعة من البشر الذين تحكمهم عوامل سلوكية ، و منهم من يتصف بالجرأة و الاقدام لتحمل المخاطر ، و منهم من يتصف بالتردد و التحفظ و الخوف من المخاطر ، كما هو معروف فان التمويل المقترض يساهم في زيادة درجة المخاطر ، و استنادا لذلك فان تركيبة راس المال قد تميل الى استخدام مديونية اقل على الرغم من ملائمة العوامل الاخرى بسبب تحفظ الادارة و خشيتها من المخاطرة .

5- الظروف الاقتصادية :

في حالة الرواج الاقتصادي تشجع المؤسسات على الاقتراض لتمويل عملياتها بدلا من الاعتماد على زيادة راس مال و العكس في حالة الكساد.²¹

²⁰- اسماء بلعلمي، دور المرونة المالية في الرفع من قدرة المؤسسة على الاستثمار، اطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة باتنة 1، الجزائر، 2019

²¹- بوربيعة غنية ، مرجع سابق ، ص 115-119

المطلب الثاني: مفهوم و محددات الأداء المالي

سنتطرق في هذا المطلب إلى مفهوم الأداء المالي مع إبراز أهدافه و أهميته بالإضافة إلى ذكر مجموعة من المؤشرات .

الفرع الأول: مفهوم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية

يمثل الأداء المالي المفهوم الضيق لأداء الشركات حيث يركز على استخدام مؤشرات مالية لقياس مدى انجاز الأهداف، و يعبر الأداء المالي عن أداء الشركات حيث أنه الداعم الأساسي للأعمال المختلفة التي تمارسها الشركة ، ويساهم في إتاحة الموارد المالية، وتزويد الشركة بفرص استثمارية في ميادين الأداء المختلفة والتي تساعد على تلبية احتياجات أصحاب المصالح وتحقيق أهدافهم .

و ما سبق فإن الأداء المالي :

- أداة لتدارك الثغرات والمشاكل والمعيقات التي قد تظهر في مسيرة الشركة فالمؤشرات تدق ناقوس الخطر اذا كانت الشركة تواجه صعوبات مالية او ربحية او لكثرة الديون والقروض ومشاكل العسر المالي و بذلك تنذر ادارتها للعمل لمعالجة الخلل.
- لقد أجمع مجموعة من الباحثين على أن الاداء المالي يعتمد كمفهوم على عملية التحليل المالي التي تعرف على أنها من الأساليب التي يمكن استخدامها من أجل تحديد قوة المؤسسة وضعفها . وتستخدم النسب المالية بصورة رئيسية في هذا التحليل من أجل مقارنة الاداء الماضي بالأداء الحالي المتوقع ، ومعرفة النواحي الاختلاف بينهما ، ويؤدي الأداء المالي الجيد إلى تعظيم قيمة المؤسسة من خلال قيامها بالتشخيص الإيجابي والسلبي لأداء المؤسسة.²²
- يمكن تعريف الأداء المالي على أنه تشخيص المالي للمؤسسة لمعرفة قدرتها على إنشاء قيمة la creation valeur و مجاهدة المستقبل من خلال الاعتماد على الميزانيات ، جدول حسابات النتائج،والجدول الملحقه ، مع الأخذ بعين الاعتبار الظرف الاقتصادي و القطاع الذي تنتمي إليه المؤسسة . وتشخيص الأداء يتم بمعاينة المردودية الاقتصادية للمؤسسة ومعدل نمو الارباح.²³

الفرع الثاني: أهمية وأهداف الأداء المالي

أولاً: الأهمية²⁴

1. تتبع أهمية الاداء المالي بشكل عام في أنه يهدف إلى تقويم أداء المؤسسات من عدة زوايا وبطريقة تحدم مستخدمين البيانات ممن لهم مصالح المالية في المؤسسة لتحديد جوانب القوة والضعف والاستفادة من البيانات التي يوفرها الأداء المالي لترشيد القرارات المالية للمستخدمين .

²² - فلاح حسن حسني مؤيد عبد الرحمان، إدارة البنوك كمدخل كمي واستراتيجي معاصر، دار الواصل عمان ، ص222

²³ - عبد الغني دادن، قراءة في الأداء المالي والقيمة في المؤسسة الاقتصادية ، مجلة الباحث ، الجزائر، العدد 4، 2006 ، ص41-42

²⁴ -محمد محمود الخطيب، مرجع سابق، ص 46

2. وتنبع أهمية الأداء المالي أيضا وبشكل خاص في عملية متابعة أعمال المؤسسة وتفحص سلوكها و المراقبة أوضاعها وتقييم مستويات أداءها وفعاليتها وتوجيه الأداء نحو الاتجاه التصحيح والمطلوب من خلال تحديد المعوقات وبيان أسبابها واقتراح اجراءاتها التصحيحية وترشيد الاستخدامات العامة للمؤسسات للحفاظ على الاستمرارية والبقاء والمنافسة.

ثانيا: أهداف الاداء المالي :²⁵

1. يمكن المستثمر من متابعة و معرفة نشاط الشركة و طبيعته و كما يساعد على متابعة الظروف الاقتصادية و المالية المحيطة.
2. يساعد المستثمر في اجراء عملية التحليل و المقارنة والتفسير البيانات المالية وفهم التفاعل بين البيانات المالية اتخاذ القرار الملائم لأوضاع الشركات.

الفرع الثالث: مؤشرات الأداء المالي

1- **معدلات المردودية** : تعرف المردودية على انها ذلك الارتباط بين نتائج و الوسائل التي ساهمت في تحقيقها كما تحدد مدى مساهمة راس المال المستثمر في تحقيق النتائج المالية كما تعتبر دراسة مردودية المؤسسة من اهم الوسائل امام المحلل المالي للحكم على الاداء المالي للمؤسسة الاقتصادية و يمكن التمييز بين نوعين من المردودية الاقتصادية و المردودية المالية و يتم حسابها وفق العلاقة التالية :²⁶

المردودية المالية = النتيجة الصافية / الأموال الخاصة

المردودية الاقتصادية = النتيجة الاستغلال / الأصول الاقتصادية

2- **معدلات السيولة**: تقيس قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزامات قصيرة الاجل مما لديها من نقدية و اصول اخرى يمكن تحويلها الى نقدية في فترة زمنية قصيرة نسبيا (الاصول المتداولة) كما تستخدم نسبة السيولة كأداة لتقييم المركز الائتماني للمؤسسة اذا يعد تحليل سيولة المؤسسة مؤشرا مهما لتقييم ادائها و قدرتها على مواجهة التزاماتها العاجلة و ديونها المالية المستحقة و تتمثل في²⁷:

²⁵ - دونالد وواترز ، 101 طريقة لتطوير أداء الشركات، الطبعة الأولى ، دار الفاروق للنشر والتوزيع مصر ، 2002، ص17
²⁶ - الياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الادارة المالية)، دار الواصل للنشر، الاردن، الطبعة الاولى، 2006، ص67
²⁷ - الياس بن ساسي، مرجع سابق ص66.

الاستقلالية المالية = الأموال الخاصة/الديون

القدرة على سداد الديون = الديون / الأصول

3- **معدلات النمو:** يعتبر نمو المؤسسة الاقتصادية مؤشرا من مؤشرات تقييم الأداء، ومعرفة إذا كان الوضع المالي لهذه المؤسسة في تطور أو تدهور. أي تساعدنا مؤشرات النمو في معرفة مراكز التطور للمحافظة عليها أو تحديد الاجزاء التي تعاني من التدهور في الهيكل المالي ، و بالتالي تقديم الحلول ، و معالجة هذا الاشكال و للمحافظة على الاموال الخاصة ، و من بين معدلات النمو نجد : نمو الاصول ، نمو الاستثمارات ، نمو رقم الاعمال ، نمو القيمة المضافة ، نمو النتيجة الصافية²⁸.

معدل النمو = (قيمة العنصر في السنة $n+1$ - قيمة العنصر للسنة n) / قيمة العنصر للسنة n

4- **معدلات الربحية:** هي النسب التي تحكم على مدى كفاءة المؤسسة في استخدام مواردها ، وتعتبر الاكثر اهمية لانها تستخدم من طرف المستثمرون الحاليين و المرتقبون لتحديد مساراتهم . و هي الاكثر مصداقية في تحديد قابلية المؤسسة الاقتصادية في تحقيق الارباح و الانشطة التشغيلية . و من خلال هذه المؤشرات يمكن للمؤسسة من تقييم ارباحها سواء رقم الاعمال اللازم لتحقيق الربح و مستوى الاصول المطلوب لإسناد عملية التشغيل ، و من بين مؤشرات الربحية الخاصة بربحية المؤسسة هي²⁹ :

الربحية الإجمالية = النتيجة الاستغلال/رقم الأعمال

الربحية الجزئية = النتيجة الصافية / رقم الأعمال

²⁸ - عاطف وليد أندراوس ، مرجع سابق ص 304-305

²⁹ - المنظمة العربية للتنمية الادارية، قياس و تقييم الأداء كمدخل لتحسين جودة الأداء المؤسسي، الشارقة الامارات العربية المتحدة، 2009، ص133

المطلب الثالث: تأثير الهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة حسب الأدبيات

يعد هدف تعظيم قيمة المؤسسة من أهم المواضيع التي نالت اهتمام الباحثين الماليين في مجال الإدارة المالية المعاصرة، حيث ظهرت العديد من المواضيع والتي ما زالت تثير الجدل حول الكيفية التي يمكن من خلالها تحقيق ذلك الهدف، ومن بين تلك الموضوعات الطريقة التي يمكن من خلالها إيجاد نوع من التوازن (المزج) بين الاعتماد على الاقتراض (الديون) أو على الأموال الخاصة وهو يعرف عند المنظرين الماليين بالرفع المالي (الهيكل المالي)

الفرع الأول: العلاقة بين الهيكل المالي والأداء المالي من موضوع حوكمة المؤسسات

أشار Jensen et meckling (1976) إلى أن الفصل بين الملكية والتسيير يمكن أن يؤدي إلى حدوث صراعات الوكالة والذي عاده ما يرتبط بمشكله عدم تماثل المعلومات بين المسيرين والمساهمين وبالتدفع النقدي الحر، مما عنه تحمل المساهمين تكاليف من اجل مراقبه تصرفات المسيرين اطلق عليها تكاليف الوكالة،

حيث أكد Jensen et meckling (1976) لأنه يمكن تقليل من التكاليف الوكالة من خلال زيادة الملكية الإدارية أو من خلال اللجوء إلى التمويل بالديون.

وعليه تضح مما سبق انه بظهور نظريه الوكالة أصبح ينظر إلى قرار المفاضلة بين البدائل التمويلية (تمويل ذاتي، ديون، أموالخاصة) على انه تحديد لشكل علاقات الوكالة بالإطراف الممولة وهو ما يؤثر على نمط الحوكمة في المؤسسة.

كما أشار Jensen (1986) إلى ان التمويل بالديون من شأنه إلزام المسيرين بتسديد أقساط القروض والفوائد مما يؤدي إلى تقليل تدفق النقد الحر المتاح والذي يستخدمه المسيرين في الإنفاق على مصالحهم الشخصية وعليه فالتمويل بالديون يخفض من تكاليف الوكالة وبالتالي تعظيم الأداء المالي للمؤسسة.

كذلك التمويل بالديون خصوصا عن طريق البنك من شأنه أن يرفع من مستوى الرقابة المفروضة تصرفات المسيرين والحد من سلوكياتهم الانتهازية في استخدام التدفق النقدي الحر لمصلحتهم الشخصية، من خلال إلزامهم بتسديد أقساط القروض والفوائد وبالتالي تقليل التدفق النقدي الحر وعليه فان اللجوء إلى التمويل بالديون يجبر المسيرين على تحقيق معدلات أداء مرتفعة من اجل تحقيق فوائض نقدية لتسديد مستحقات البنك (أقساط القرض والفوائد).

إضافة إلى ذلك فان التمويل عن طريق الديون يرفع من مستوى تعرض المؤسسة لخطر الإفلاس وهو ما يدفع المسيرين على العمل في بذل المزيد من الجهود الأداء المالي للمؤسسة وتقليل الإنفاق على المصلحة الشخصية من اجل تجنب خطر فقدان المنصب.

مما سبق يتضح انه من وجهة نظر المقاربة الانضباطية لحوكمة المؤسسات والتي تركز أساسا على نظرية الوكالة يفترض وجود علاقة طردية بين نسبة الديون بالهيكل المالي للمؤسسة ومستوى الأداء المالي للمؤسسة.

المبحث الثاني: الدراسات السابقة

خلال فترة انجازنا للبحث تم الاطلاع على مجموعة من الدراسات تناولت موضوع الهيكل المالي و الأداء المالي سيتم عرض الدراسات باللغة العربية و الاخرى بالأجنبية .

المطلب الأول: عرض الدراسات السابقة

الفرع الأول: الدراسات باللغة العربية

1- دراسة دادن عبد الغني 2007 اطروحة دكتوراه بعنوان : قياس و تقييم الاداء المالي للمؤسسات الاقتصادية نحو

ارساء نموذج الانذار المبكر باستعمال المحاكاة المالية .

تهدف هذه الدراسة الى ارساء نموذج الانذار المبكر للمؤسسة الاقتصادية و كذا تأثير عوامل الاقتصاد الكلي على المستوى الجزئي (المؤسستي) في ظل محيط يتسم بحالة عدم التأكد .

معرفة اداء المؤسسة مقارنة بمثيلتها او مقترنة بالسنوات السابقة و يقف هذا البحث لمعرفة سلوك المؤشرات المحاسبية ، المالية ، الاقتصادية من جهة و مدى تأثير هذه المؤشرات على كل من معدل النمو الهيكل المالي ، قيمة المؤسسة .

تهدف هذه الدراسة الى تحديد مجالات تغيير كل مؤشر مالي وفق ما تمليه طريقة التحاكي ، مما يعطي للمؤسسة عدد لانهائي من السيناريوهات بفضل تغير مؤشر مالي واحد فقط ناهيك عن السيناريوهات الاخرى .

و لقد توصل الباحث الى النتائج التالية :

- كل مقاربات الانظمة المعتمدة تصب في قالب واحد اذ تتباين وجهات النظر في تقييم الاداء حسب المقيمين و الاكاديميين ، واتخذت عدة ابعاد متاحة للباحث منها البعد المالي و المحاسبي و البعد الاقتصادي و بالتالي فهي متكاملة فيما بينها .

- مساهمة تطور النظريات المالية بشكل مباشر في اعادة صياغة اغلب المؤشرات وفق ما تمليه عليه مقتضيات البيئة المعاصرة .

2- دراسة بوربيعة غنية 2011 مذكرة ماجستير بعنوان: محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة دراسة حالة

مؤسسة الاشغال في التركيب الكهربائي فرع سونغاز .

تهدف الدراسة الى ما يلي :

التعرف على اهم المصادر التمويلية للمؤسسة الاقتصادية و تكلفة قياس كل مصدر .

- استعراض و ابراز اهمية وجود الدراسات التي تهتم باختيار الامثل للهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية
- تحديد اهم المحددات الكيفية و الكمية لاختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة الاقتصادية
- استعمال مختلف المؤشرات المالية من اجل تقييم اثر السياسات التمويلية المنتهجة على الوضع المالي للمؤسسة .
- محاولة الاطلاع على سلامة قرارات التمويل في المؤسسة الاقتصادية الجزائرية من خلال دراسة الحالة .

3- دراسة ذهبية عبد الرحمان 2012 تأثير التغيرات في مؤشرات الأداء على اختيار الهيكل المالي للمؤسسات المدرجة في سوق الاوراق المالية .

- هدفت هذه الدراسة الى البحث في موضوع تأثير التغيرات في مؤشرات الأداء على اختيار المصادر التمويلية ضمن هيكل المالي لعينة مكونة من 36 مؤسسة صناعية مدرجة في سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة من سنة 2005-2009 و ذلك بالاعتماد على الاسلوب الانحدار المتعدد اللوجستي و نموذج Pribit
 - خلصت الدراسة الى ان الاداء المالي للمؤسسات الصناعية الاردنية تؤثر على اختيارها لتمويلها و ان هذه المؤسسات تستند الى وضعيتها مقارنة بالنسبة المستهدفة للاستنادة المتمثلة في المتوسط القطاعي للرافعة المالية عند اتخاذها لقرارها التمويلي .
 - كما تشير النتائج الى ان تفسير السلوك التمويلي للمؤسسات الصناعية الاردنية ، يكون بالتوفيق بين كل نظريتي التوازن و التمويل الرتي (نظرية التسلسلي) في ظل سوق الاوراق المالية لا يتصف بالكفاءة الاقتصادية عند المستوى الضعيف .
- ### 4- دراسة مُجد بوشوشة 2016 اطروحة دكتوراه بعنوان تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية.

تهدف هذه الدراسة الى توضيح مختلف السياسات التي يمكن ان تعتمدها المؤسسة الاقتصادية من اجل تمويل نشاطها الاستثماري و الاستغلالي ، فوظيفة التمويل في المؤسسة هي وظيفة محورية باعتبارها تضمن استمرار المؤسسة ن حيث تتعدد السياسات المتاحة امام المؤسسة لتمويل نشاطها ، ان هذا التعدد في مصادر التمويل يتأتى من تطور المحيط المالي للمؤسسة بما يوفره من تعدد مصادر تمويل المؤسسة .

ان التعدد مصادر التمويل و تنوعها امام المؤسسة يؤدي الى ضرورة اختيار المزيج التمويلي المناسب الذي يحقق اهداف المؤسسة المالية ، ان هذا المزيج التمويلي الذي يتم اختياره يشكل ما يسمى بالهيكل المالي للمؤسسة ، حيث ان عملية اختيار الهيكل للمؤسسة يعد في الواقع امر صعب التحقيق و ذلك نظرا لتعدد مصادر التمويل و اختلاف الشروط الخاصة بكل نوع من مصدر التمويل وكذلك لتأثير طبيعة الهيكل المالي الذي تم اختياره على الوضع المالي للمؤسسة .

لقد توصلت الدراسة الى ان اهم سياسات التمويل المؤسسة تتمثل في :

سياسة التمويل الذاتي ، سياسة التمويل الخاص ، سياسة الاستدانة ، حيث تكتسب كل سياسة مجموعة من الايجابيات و السلبيات ، كما انا اختيار سياسة التمويل المثلى كان موضوع جدل بين علماء الادارة المالية ، حيث انصب الاهتمام حول اختيار المزيج التمويلي المناسب الذي يحقق اهداف المؤسسة هدا من جهة ، و من جهة اخرى اثر هذا الاختيار على الوضع المالي للمؤسسة و خاصة القيمة السوقية لها ، باعتبار ان تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة تعد الهدف الأساسي للإدارة المالية .

الفرع الثاني : الدراسات باللغة الاجنبية

1- دراسة Bernard Omboi, Jon Kuria and 2015 تحليل التأثير قرارات التمويل على الأداء للشركات

غير المالية المدرجة في بورصة نيروبي كينيا .

هدفت الدراسة على تحليل تأثير قرارات التمويل على الأداء للشركات غير المالية المدرجة في بورصة نيروبي كينيا وتمت الدراسة على عينة مكونة من 44 مؤسسة غير مالية من الفترة 2009-2013 و لتحديد العلاقة بين الهيكل المالي و الأداء المالي تم استخدام الاحصاء الوصفي، تحليل الارتباط، الانحدار المتعدد، حيث تم قياس الهيكل المالي (بالرفع المالي ، مجموع الخصوم الجارية الى مجموع الاصول، مجموع الاصول الجارية بنسبة مجموع الاصول) و الاداء المالي مقاسا بـ ROA (العائد الى حقوق الملكية)، ROA (العائد الى الاستثمار). و خلصت الدراسة الى النتائج التالية :

زيادة الرافعة المالية له اثر سلبي على الاداء المالي مقاسا بـ ROA ونظرية الوكالة غير القابلة للتطبيق في الشركات غير المالية للعينة المدروسة و ان استعمال المزيد من المطلوبات المتداولة لتمويل الاصول يزيد من تحسين الاداء، لان المطلوبات المتداولة اقل تكلفة من الديون طويلة و متوسطة الاجل، و يجب تخفيض الرفع المالية لتعزيز الاداء المالي.

المطلب الثاني: تقييم الدراسة الحالية

الفرع الاول : مقارنة الدراسة الحالية بالدراسات السابقة

بعد التطرق في الدراسات السابقة سيتم عرض اوجه التشابه والاختلاف بينهما و بين الدراسة الحالية .

1- اوجه التشابه : تتشابه الدراسة الحالية مع معظم الدراسات السابقة من حيث الهدف الذي يتمثل في التعرف على مختلف مصادر التمويل المتاحة امام المؤسسة الاقتصادية من اجل تمويل نشاطاتها سواء كانت مصادر التمويل مملوكة او مقترضة او قصيرة الاجل ، فأن على المؤسسة اختيار المصدر المناسب كما يمكن التشابه ايضا في عرض مختلف العناصر المتعلقة بالهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية و ذلك من خلال عرض مفهوم واسع للهيكل المالي كما انها ايضا بحثت الدراسة الحالية و الدراسات السابقة في المقاربات النظرية للهيكل المالي

2- اوجه الاختلاف: رغم التشابه الدراسة الحالية مع سابقتها الا انها تختلف بطبيعة الحال في بعض الجوانب ، و يظهر الاختلاف في طريقة المعالجة التي اعتمدت عليها الدراسة الحالية و الدراسات السابقة ، كما يظهر الاختلاف من جهة اخرى في عينات الدراسة المدروسة و الفترة الزمنية التي اجريت فيها تلك الدراسات و يمكن الاختلاف كذلك في بعض النتائج المتواصل اليها .

خلاصة الفصل:

من خلال هذا الفصل الذي يحوي مبحثين قمنا بالتطرق إلى الهيكل المالي ومحدداته وانتقلنا إلى الأداء المالي و مؤشراتته وذلك في شقه النظري من أجل إعطاء نظرة أكاديمية وذلك في المبحث الأول، أما في المبحث الثاني فقد تما التطرق إلى مجموعة من الدراسات السابقة و مقارنتها مع الدراسة الحالية ، محاولين ابراز اوجه الشبه و الاختلاف .

الفصل الثاني: الدراسة تطبيقية
لعينة من المؤسسات بولاية ورقلة

تمهيد:

بعد الانتهاء من الجانب النظري حول المفاهيم العامة لى الأداء المالي والهيكلي المالي سيتم في هذا الفصل الإجابة على اشكالية البحث وصحة فرضياته ، وذلك بإبراز تأثير الرفع المالي (المتغير المستقل) على المردودية الاقتصادية (المتغير المستقل) لعدة مؤسسات اقتصادية خلال ست سنوات ، مستخدمين الاساليب و البرامج الاحصائية ثم تحليل النتائج و تفسيرها .

وفي هذا الصدد ، سوف نعرض في هذا الفصل ما يلي :

المبحث الاول : الطريقة و الادوات المستخدمة

المبحث الثاني : عرض و مناقشة النتائج

المبحث الاول: الطريقة و الادوات المستخدمة

تعد الطريقة و الادوات المستخدمة عنصرا مهما في دراستنا الميدانية من خلال اهمية المعلومات و مدى مصداقيتها من عدة جوانب كدراسة البيانات و تحليلها، مما يعطي للباحث القدرة على اثبات الفرضيات او نفيها، وكذا الوصول الى نتائج في نهاية الدراسة يمكن الاعتماد عليها في البحث، وفي هذا الصدد سنتطرق اليه في هذا المبحث، حيث نوضح في المطلب الاول الطريقة المستخدمة في الدراسة، و الادوات المستخدمة في المطلب الثاني .

المطلب الاول: الطريقة المستخدمة

الفرع الاول: مجتمع و عينة الدراسة

خلال هذا البحث ناقشنا اهم محددات الهيكل المالي (الرفع المالي) و الاداء المالي (المردودية الاقتصادية) ، اذ ان مجتمع الدراسة يتمثل في المؤسسات الاقتصادية ، لذا كان الاختيار على 10 شركات وطنية خلال فترة زمنية محددة هي 6 سنوات (من 2010 الى 2015) وهي :

CSSI-SPA Algerie-

ENSP_

SPA BAYAT CATRING_

ENAFOR_

E,N,GEO_

S P A TASSILI_

SPA HESP haliburton_

RED MED SPA_

SPA ALPHA COMPUTERS_

S.P.A BASP_

وكان على عاتقنا جمع معلومات عن قوائمها المالية خلال المدة المعينة و معالجتها .

الفرع الثاني: المنهج المتبع في الدراسة

اعتمدنا في الجانب النظري على المنهج الوصفي من خلال وصف مجموعة من المتغيرات مما يسهل في تحديد العلاقة بين المتغيرين المعتمدين للدراسة .

الفصل الثاني: الدراسة التطبيقية لعينة من المؤسسات بولاية ورقلة

و تم الاعتماد على القوائم المالية لعدة مؤسسات اقتصادية خلال فترة 6 سنوات من 2010 الى 2017 بالاضافة الى استخراج المتغيرين الرفع المالي المتعلق بالهيكل المالي و المردودية الاقتصادية للاداء المالي و ذلك في الجانب التطبيقي .

الفرع الثالث: المصادر و المعلومات

لقد استخدمنا في جمع المعلومات على المصادر التالية :

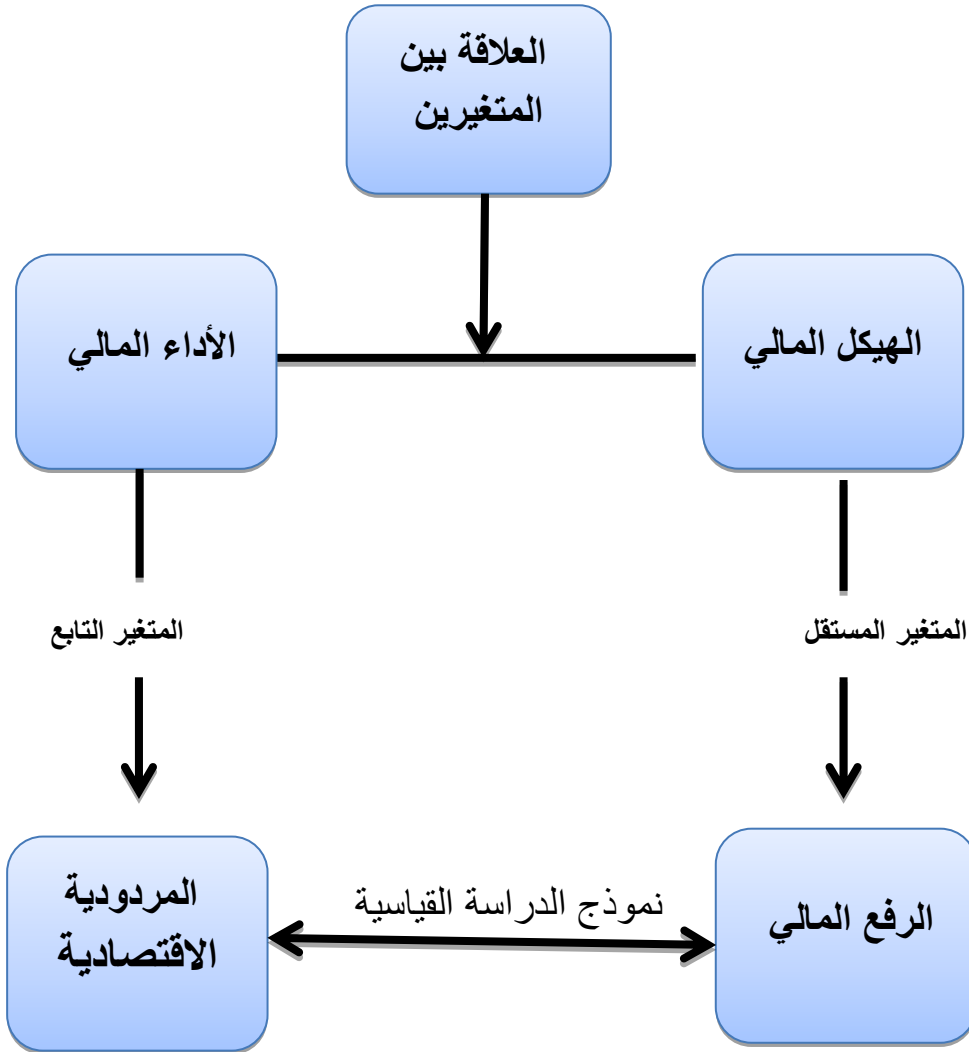
1- مصادر الجانب النظري :

تمت معالجة هذا الجانب للدراسة من خلال الاعتماد على الكتب و المذكرات و مختلف المراجع العربية و الاجنبية التي لها علاقة بموضوع الدراسة .

2- مصادر الجانب التطبيقي :

هي البيانات التي تم الحصول عليها من خلال القوائم المالية للمؤسسات الاقتصادية خلال الفترة الممتدة من 2010 الى 2017 .

نلخصها فيما يلي : الشكل 03 يوضح العلاقة بين المتغير المستقل و المتغير التابع في الدراسة .



المصدر: من اعداد الطالبين بالاعتماد على الدراسة

المطلب الثاني: الأدوات المستخدمة

الاساليب الاحصائية :

- تم الاستعانة بنظام Microsoft office Excel2010 لتلخيص المعلومات المالية و حصرها في جدول .
- وتم الاستعانة ببرنامج Eviews9 لتحليل الجداول و عرض النتائج

المبحث الثاني: عرض النتائج و مناقشة الدراسة

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

نقوم في هذا الجزء من الدراسة بإجراء دراسة قياسية لمتغيرات المحيط المالي والرفع المالي عبر ثلاث نقاط كالتالي:

المطلب الأول: اختيار نموذج الدراسة:

سنقوم باختيار أحسن نموذج يظهر العلاقة بين المتغيرات:

1- النموذج التجميعي

جدول رقم (01): نتائج تقدير الاثر التجميعي

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0000	5.660280	0.134059	0.758812	C
0.0010	-3.436074	0.009424	-0.032383	CROI
0.4788	0.711998	0.003206	0.002283	RE
0.0851	-1.746629	0.186139	-0.325117	TAXE
0.783652		Meandependent var0.197961		R-squared
0.959978		S.D. dependent var0.163588		Adjusted R-squared
2.630092		Akaike info criterion0.877953		S.E. of regression
2.754636		Schwarz criterion53.95616		Sumsquaredresid
2.679774		Hannan-Quinn criter.-93.31340		Log likelihood
1.158042		Durbin-Watson stat5.759179		F-statistic
		0.001403		Prob(F-statistic)

المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات Eviews9

2- اختبار (LM) Lagrange Multiplier

إذا 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 العشوائي

الجدول الموالي يوضح اختبار LM

جدول رقم (02): LM Lagrangemultiplier

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

	Test Hypothesis			
	Both	Time	Cross-section	
16.19971 (0.0001)	0.558070 (0.4550)	15.64164 (0.0001)	Breusch-Pagan	
2.268336 (0.0117)	-0.747041 --	3.954952 (0.0000)	Honda	
2.049757 (0.0202)	-0.747041 --	3.954952 (0.0000)	King-Wu	
-0.570639 --	-0.498066 --	4.533381 (0.0000)	Standardized Honda	
-0.798257 --	-0.498066 --	4.533381 (0.0000)	Standardized King-Wu	
15.64164 (< 0.01)	--	--	Gourieriou, et al.*	

المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات Eviews9

نلاحظ من الجدول رقم 4 أن احتمال الخطأ Breusch-Pagan يساوي 0,0001 أقل من 0.05 وعلية نرفض H0 ونقبل H1 أي أن النموذج الملائم هو إما النموذج الثابت أو العشوائي.

1- النموذج الثابت

جدول رقم (03): نتائج تقدير الاثر الثابت

Dependent Variable: D_CP
Method: Panel Least Squares
Date: 09/01/20 Time: 16:27
Sample: 2010 2017
Periodsincluded: 8
Cross-sections included: 10
Total panel (unbalanced) observations: 74

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0000	7.231280	0.116413	0.841817	C
0.3734	-0.896695	0.008717	-0.007817	CROI
0.4390	0.778911	0.003017	0.002350	RE
0.0302	-2.219755	0.165600	-0.367592	TAXE

EffectsSpecification

Cross-section fixed (dummy variables)		
0.783652	Meandependent var0.552734	R-squared
0.959978	S.D. dependent var0.464747	Adjusted R-squared
2.289332	Akaike info criterion0.702330	S.E. of regression
2.694100	Schwarz criterion30.08928	Sumsquaredresid
2.450799	Hannan-Quinn criter.-71.70529	Log likelihood
1.737811	Durbin-Watson stat6.282004	F-statistic
	0.000000	Prob(F-statistic)

المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات Eviews9

جدول رقم (04): نتائج تقدير الاثر العشوائي

Dependent Variable: D_CP				
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)				
Date: 09/01/20 Time: 16:28				
Sample: 2010 2017				
Periods included: 8				
Cross-sections included: 10				
Total panel (unbalanced) observations: 74				
Swamy and Arora estimator of component variances				
Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0000	5.360921	0.152783	0.819055	C
0.0177	-2.429211	0.008151	-0.019801	CROI
0.4274	0.798321	0.002808	0.002242	RE
0.0276	-2.249506	0.158160	-0.355782	TAXE
Effects Specification				
Rho	S.D.			
0.1781	0.326955			Cross-section random
0.8219	0.702330			Idiosyncratic random
Weighted Statistics				
0.490912	Meandependent var		0.143968	R-squared
0.811288	S.D. dependent var		0.107281	Adjusted R-squared
40.68004	Sum squared resid		0.762328	S.E. of regression
1.343605	Durbin-Watson stat		3.924202	F-statistic
			0.011958	Prob(F-statistic)
Unweighted Statistics				
0.783652	Meandependent var		0.177328	R-squared
0.987599	Durbin-Watson stat		55.34423	Sum squared resid

المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات Eviews9

اختبار HAUSMAN

نستخدم اختبار HAUSMAN للاختيار بين النموذج العشوائي والثابت وتعطى فرضياته كما يلي:

H0 نقبل نموذج التأثيرات العشوائية

H1 نقبل نموذج التأثيرات الثابتة .

جدول رقم (05): نتائج اختبار HAUSMAN

Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: Untitled
Test cross-section random effects

Prob.	Chi-Sq. d.f.	Chi-Sq. Statistic	Test Summary
0.0015	3	15.467143	Cross-section random

Cross-section random effects test comparisons:

Prob.	Var(Diff.)	Random	Fixed	Variable
0.0001	0.000010	-0.019801	-0.007817	CROI
0.9220	0.000001	0.002242	0.002350	RE
0.8098	0.002409	-0.355782	-0.367592	TAXE

المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات Eviews9

نلاحظ من الجدول 7 أن قيمة الاحتمال تساوي 0,0015 أقل من 0.05 أي أننا نرفض H0 و نقبل H1 أي النموذج الثابت لأنه أكثر معنوية وكفاءة في تحليل بيانات الدراسة عن النماذج الأخرى.

المطلب الثاني: تفسير النموذج

معنوية المعالم المقدرة:

نختبر الدلالة الإحصائية لكل من المعاملات المقدرة في المعادلة:

المعنوية الإحصائية α_0

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

من خلال الجدول السابق نجد أن القيمة الإجمالية للاختبار $0,05 \geq 0,0000$ (مستوى المعنوية) ومنه نرفض H0

ونقبل H1 أي أن المعلمة المقدرة α_0 تختلف معنويا في الواقع عن الصفر وأن قيمتها المقدرة لها دلالة إحصائية بمستوى معنوية 5%.

المعنوية الإحصائية α_1

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

الفصل الثاني: الدراسة التطبيقية لعينة من المؤسسات بولاية ورقلة

من خلال الجدول السابق نجد أن القيمة الإجمالية للاختبار $0.3734 < 0.05$ (مستوى المعنوية) ومنه نرفض H_1 ونقبل H_0 أي أن المعلمة المقدرة α_1 لا تختلف معنويا في الواقع عن الصفر وأن قيمتها المقدرة ليس لها دلالة إحصائية بمستوى معنوية 5%.

المعنوية الإحصائية α_2

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

من خلال الجدول السابق نجد أن القيمة الإجمالية للاختبار $0.4390 < 0.05$ (مستوى المعنوية) ومنه نرفض H_1 ونقبل H_0 أي أن المعلمة المقدرة α_1 لا تختلف معنويا في الواقع عن الصفر وأن قيمتها المقدرة ليس لها دلالة إحصائية بمستوى معنوية 5%.

المعنوية الإحصائية α_3

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

من خلال الجدول السابق نجد أن القيمة الإجمالية للاختبار $0.0302 \geq 0.05$ (مستوى المعنوية) ومنه نرفض H_1 ونقبل H_0 أي أن المعلمة المقدرة α_3 تختلف معنويا في الواقع عن الصفر وأن قيمتها المقدرة لها دلالة إحصائية بمستوى معنوية 5%.

المعنوية الكلية للنموذج:

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

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

من خلال الجدول أعلاه نجد أن القيمة الإجمالية للاختبار $0.0000 \geq \text{brob}(F.\text{stastic}) > 0.05$

و منه نرفض H_0 ، ونقبل H_1 ، بمعنى انه يوجد على الأقل معلمة تختلف معنويا عن الصفر أي وجود دلالة إحصائية للمعادلة المقدرة وبقية بمستوى معنوية 5%.

المطلب الثالث: تحليل و تفسير النتائج

- نلاحظ نموذج الانحدار التجميعي و نموذج الأثر العشوائي يعانين من مشكلة في الارتباط الذاتي و ذلك لان قيمة دارين واتسن لهما صغيرة و بعيدة عن 2 (كلما اقترب دارين واتسن من 2 كلما كان النموذج لا يعاني من مشكلة في ارتباط الذاتي) كما نجد أن القدرة التفسيرية لنموذج الآثار الثابتة أكبر من نماذج السابقة و قريبة من 2 بقيمة (1.737811).
- من خلال الجدول رقم 2 يظهر أن القيم الاحتمالية لاختبار LM كانت اقل من (0.05) و عليه نرفض الفرضية القائلة بان نموذج الانحدار التجميعي هو الذي يناسب هذه الدراسة، مما يعني وجود آثار خاصة في توليفة كل هيكل مالي في كل مؤسسة تميزها عن باقي المؤسسات الأخرى و هذا ما يجعلنا نطرح التساؤل التالي، هل هذه الآثار ثابتة أم عشوائية .
- بالنسبة للاختبار بين نموذجي الآثار الثابتة و العشوائية و اعتمادا على نتائج اختبار HAUSMAN لقد اشارت تلك النتائج اعلاه الى ان قيمة prop اقل من 0.05 كما ان القيمة المحسوبة قد بلغت 0.015 أكبر من القيمة المجدولة و بالتالي نرفض H0 و نقبل H1 و بالتالي اختبار التأثيرات العشوائية غير ملائم ومنه نجد أن نموذج الآثار الثابتة هو الملائم لدراسة اثر الهيكل المالي على الأداء المالي في هذه الشركات.
- يمكن أن نلاحظ جودة التوفيق مقبولة للمعادلة المقترحة من خلال قيمة R^2 معاملا للتحديد الذي يساوي 0.464747، بمعنى أن المعادلة المعطاة تفسر لنا 46,47% من التغيرات الإجمالية للرفع المالي وهي تعبر عن نسبة مقبولة لتفسير العلاقة بين الرفع المالي و نسبة المعدل الضريبي للشركات محل الدراسة
- من خلال النقاط الثلاث السابقة يمكننا أن نلاحظ القوة الإحصائية الجيدة للمعادلة المقترحة في تفسير العلاقة المدروسة ومن ثم مصداقية النتائج المستخلصة منها.
- الإشارة السالبة لمعامل نمو الرفع المالي (CROI = -0.007817) تشير إلى العلاقة العكسية بين نمو الرفع المالي و المردودية الاقتصادية فعندما يزيد معدل نمو الرفع المالي بوحدة واحدة ينتج عن ذلك نقص في المردودية الاقتصادية ب 0.007817%

الفصل الثاني: الدراسة التطبيقية لعينة من المؤسسات بولاية ورقلة

- يمكن أن نلاحظ جودة التوفيق المقبولة للمعادلة المقترحة من خلال قيمة R^2 معاملا للتحديد الذي يساوي 0.464747، بمعنى أن المعادلة المعطاة تفسر لنا 46,47% و هي نسبة متوسطة من التغيرات الإجمالية للرفع المالي وهي تعبر عن نسبة مقبولة لتفسير العلاقة بين الرفع المالي ونسبة المعدل الضريبي للشركات محل الدراسة

و نستنتج من خلال التفسير

- متغيرة معدل النمو: أثبتت النتائج عدم وجود أثر بين معدل النمو و الرفع المالي ،
- متغيرة المردودية الاقتصادية: أثبتت النتائج عدم وجود أثر بين المردودية الاقتصادية للشركات والرفع المالي،
- متغيرة المعدل الضريبي: أثبتت النتائج وجود أثر طردي بين الضريبة ممثلا بالمعدل الضريبي و الرفع المالي اي كلما زاد الرفع المالي زاد معه الوفر الضريبي .

خلاصة الفصل:

حاولنا من خلال هذا الفصل الاجابة عن الفرضيات الدراسة من خلال البحث النمو عن النموذج التي تفسر العلاقات بين الهيكل المالي و الأداء المالي في عدة مؤسسات اعتمادا على نسب المردودية الاقتصادية و الرفع المالي خلال ست سنوات .

حيث في المرحلة الأولى فقد تناولنا منهج الدراسة الميدانية من حيث وصف العينة ومتغيرات الدراسة، وأيضاً الأساليب الإحصائية المستعملة المتمثلة في أسلوب اختيار أحد الاختبارات .

وفي المرحلة الثانية من خلال ما تقدم من نتائج المتواصل عليها يتضح أن هناك :

- عدم وجود أثر بين معدل النمو الرفع المالي ،
- عدم وجود أثر بين المردودية الاقتصادية الشركة والرفع المالي،

الخاتمة

الخاتمة :

إن التطور الاقتصادي في العالم الحديث جعل المسيرين يهتمون بالتوليفة المثلى من مصادر التمويل الضرورية لاستمرار النشاط ، من اجل الحصول على أداء مالي يحقق ثروة للمؤسسة ، و قد حاولنا في هذه الدراسة اختبار تأثير الهيكل المالي على الأداء المالي من خلال عينة مكونة من 10 مؤسسات جزائرية خلال فترة 2010-2017 ، ومن اجل الإجابة على إشكالية الدراسة و الأسئلة الفرعية فقد قسمنا البحث الى فصلين ، فصل أول نظري تطرقنا من خلاله إلى الأدبيات النظرية للهيكل المالي و محدداته و الأداء المالي و مؤشراتهِ بالإضافة إلى مجموعة من الدراسات السابقة ، في حين خصصنا الفصل الثاني الى الدراسة التطبيقية وقد خلصت نتائج الدراسة التطبيقية إلى ما يلي :

- أثبتت النتائج عدم وجود أثر بين معدل النموو الرفع المالي ، أي أن الرفع المالي (الديون) لا يؤثر على الأداء المالي للمؤسسة .
- أثبتت النتائج عدموجود أثر بين المردودية الاقتصادية الشركة والرفع المالي، أي أن لجوء المؤسسة إلى الديون لم يؤثر على قيمة المؤسسة .
- أثبتت النتائج وجود أثر بين الضريبة ممثلا بالمعدل الضريبي و الرفع المالي ، أي أن لجوء المؤسسة إلى الاستدانة له اثر على الأداء المالي و ذلك من خلال الضرائب المفروضة على المؤسسة .
- تعتبر الموارد المالية الخاصة بالمؤسسة أول مصدر تمويل تلجأ إليه المؤسسة لتمويل نشاطها
- إن نشاط المؤسسة و موجودتها هما أساس اختيار الهيكل المالي المناسب
- و عليه يمكن القول أن تركيبة الهيكل المالي لها اثر على الأداء المالي في المؤسسات من خلال الوفورات الضريبية الناتجة عن الديون

التوصيات :

- تفعيل الدور الرقابي للمستثمرين المؤسسين على السلوكيات الانتهازية للمسيرين
- الاعتماد على سياسة الاستدانة في المؤسسات الوطنية من اجل الاستفادة من الوفورات الضريبية و اثر رافعة مالي ايجابي
- ضرورة تفعيل سوق مالي في الجزائر و الدخول في البورصة و السوق المفتوح
- تعزيز الدعم المالي و الفني و الإداري و التكنولوجي و الاعتماد على عنصر الشباب
- الاستفادة من الدراسات السابقة لتجارب مؤسسات رائدة في المجال
- ضرورة إعادة النظر في المعايير البنكية التي يتم على أساسها منح القروض البنكية للمؤسسات الاقتصادية بصفة عامة
- تشجيع الشراكة الأجنبية بين الدولة و المستثمرين الأجانب
- الحد من التدخل السياسي في نشاط المؤسسات الاقتصادية

أفاق البحث:

- تأثير الهيكل المالي على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية
- مدى تأثير الإستراتيجية التمويلية للمسيرين على نمو النشاط
- إضافة متغيرات جديدة لدراسة مع المحافظة على المتغيرات السابقة لإعطاء نتائج أكثر دقة

قائمة المراجع

الكتب:

- الياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الادارة المالية)، دار الوائل للنشر، الاردن، الطبعة الاولى، 2006
- جميل احمد توفيق، علي شريف، الادارة المالية، دار النهضة العربية للطباعة و النشر، بيروت. 1980.
- مُجّد صالح الحناوي و آخرون، الإدارة المالية التحليل المالي للمشروعات الحديثة والدار الجامعية، الاسكندرية 2003 .
- مُجّد صالح الحناوي و آخرون، الإدارة المالية التحليل المالي للمشروعات الحديثة،الدار الجامعية، الاسكندرية 2003 .
- الحناوي مُجّد الصالح و اخرون، اساسيات الادارة المالية،دار الجامعية الإسكندرية 2001 .
- حمزة محمود الزبيدي، اساسيات الادارة المالية، الطبعة الاولى، مؤسسة الوارقلنشر و التوزيع،عمان،2006.
- عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرباص، اساسيات التمويل و الادارة المالية، الدار الجامعية الاسكندرية، 2004.
- عاطف وليد اندراوس ، التمويل و الادارة المالية للمؤسسات ، دارالفكر ، الاسكندرية ، الطبعة الاولى ، 2006 .
- مُجّد محمود الخطيب، الأداء المالي وأثره على عوائد اسهم الشركات ، دار الحامد للنشر و التوزيع ، عمان، الطبعة الاولى، 2010.
- فلاح حسن حسني مؤيد عبد الرحمان، ادارة البنوك كمدخل كمي واستراتيجي معاصر، دار الوائل عمان .
- دونالد وواترز ، 101 طريقة لتطوير أداء الشركات، الطبعة الأولى ، دار الفاروق للنشر والتوزيع مصر ،2002.

المذكرات:

- زغود تبر، تأثير هيكل الملكية و الهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة، اطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة ورقلة، الجزائر، 2018
- صبيحة قاسم هاشم، نظريات هيكل التمويل الحديثة،مجلة العلوم الاقتصادية و الادارية ،جامعة بغداد،العراق،العدد 83،سنة، 2015
- مُجّد بوشوشة، مذكرة ماجستير اقتصاد و تسيير المؤسسة، غير منشورة ،جامعة بسكرة: 2007
- بوربيغة غنية ، محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة ، كلية العلوم الاقتصادية ، جامعة الجزائر ، رسالة الماجستير ، غير منشورة ، الجزائر ، 2012.

- اسماء بلعلمي، دور المرونة المالية في الرفع من قدرة المؤسسة على الاستثمار، اطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة باتنة 1، الجزائر، 2019.

المجلات و الجرائد:

- دادن عبد الوهاب ، تحليل المقاربات النظرية حول الأمتلية الهيكل المالي ، مجلة الباحث ، جامعة قاصدي مرباح ورقلة ، العدد4، 2004
- عبد الغني دادن ، قراءة في الأداء المالي والقيمة في المؤسسة الاقتصادية ، مجلة الباحث ، الجزائر، العدد 4، 2006 .
- المنظمة العربية للتنمية الادارية، قياس و تقييم الأداء كمدخل لتحسين جودة الأداء المؤسسي، الشارقة الامارات العربية المتحدة، 2009.

المراجع باللغة الأجنبية:

-Jacqueline Delahay, Florence Delahay, Finance D'entreprise Manuel et application, Dunod2ème, édition, 2009

-ALAIN CAIEZ, éléments DE GESTION FINANCIER 4 édition Masson France 1995



الملاحق

الملحق 01

الرفع المالي	إموال الخاصة	الديون/إجمالي القروض	الشركة	السنة	رقم
2.99	114,604,608.38	342,909,452.01	CSSI-SPA Algerie	2010	1
3.00	215,721,896.83	647,415,030.83	CSSI-SPA Algerie	2011	
1.90	398,599,571.41	757,896,223.64	CSSI-SPA Algerie	2012	
2.02	403,676,188.00	816,956,580.28	CSSI-SPA Algerie	2013	
2.10	508,461,743.10	1,068,991,856.18	CSSI-SPA Algerie	2014	
2.23	604,585,105.89	1,347,717,124.85	CSSI-SPA Algerie	2015	
#DIV/0!	-	-	ENSP	2010	2
0.26	19,016,587,502.11	4,928,611,667.46	ENSP	2011	
0.29	21,327,027,875.55	6,272,651,861.15	ENSP	2012	
0.29	24,499,458,755.84	6,982,572,741.84	ENSP	2013	
0.29	27,879,051,186.95	8,032,117,123.30	ENSP	2014	
#DIV/0!	-	-	ENSP	2015	
#DIV/0!	-	-	SPA BAYAT CATRING	2010	3
0.00	2,680,296,666.00	52,990.66	SPA BAYAT CATRING	2011	
1.87	2,543,790,725.96	4,764,396,572.54	SPA BAYAT CATRING	2012	
#DIV/0!	-	-	SPA BAYAT CATRING	2013	
3.30	2,863,242,502.08	9,440,950,866.78	SPA BAYAT CATRING	2014	
2.46	3,167,152,047.79	7,778,320,177.95	SPA BAYAT CATRING	2015	
0.90	25,686,299,749.10	23,239,338,913.25	ENAFOR	2010	4
0.49	29,037,227,440.27	14,282,852,076.87	ENAFOR	2011	
0.47	31,109,874,410.87	14,661,702,221.64	ENAFOR	2012	
0.44	33,923,699,382.62	15,049,709,877.22	ENAFOR	2013	
0.53	40,446,443,328.00	21,537,802,517.00	ENAFOR	2014	
0.80	47,019,257,844.00	37,580,550,245.00	ENAFOR	2015	
#DIV/0!	-	-	E,N,GEO	2010	5
0.19	32,499,897,548.08	6,252,909,124.94	E,N,GEO	2011	

0.17	33,465,756,039.09	5,562,007,961.96	E,N,GEO	2012	
0.42	50,225,568,559.07	21,085,210,099.69	E,N,GEO	2013	
0.38	61,995,023,083.75	23,803,024,377.73	E,N,GEO	2014	
0.25	69,150,711,834.89	17,090,560,666.36	E,N,GEO	2015	
#DIV/0!	-	-	S P A TASSILI	2010	
3.71	138,559,057.99	513,913,293.74	S P A TASSILI	2011	6
3.30	241,629,049.45	796,224,798.36	S P A TASSILI	2012	
2.73	345,276,155.00	943,420,403.00	S P A TASSILI	2013	
1.99	488,279,884.00	971,081,964.00	S P A TASSILI	2014	
1.99	600,229,473.00	1,196,698,049.00	S P A TASSILI	2015	
			S P A TASSILI S P A TASSILI	2016 2017	
0.28	4,482,207,531.20	1,244,059,796.42	SPA HESP haliburton	2010	7
0.21	4,896,464,553.00	1,020,810,236.00	SPA HESP haliburton	2011	
0.38	5,497,423,587.67	2,088,042,515.63	SPA HESP haliburton	2012	
0.19	5,607,193,003.53	1,082,735,692.91	SPA HESP haliburton	2013	
0.18	5,548,239,371.82	986,654,542.44	SPA HESP haliburton	2014	
0.18	5,594,369,989.14	986,764,644.85	SPA HESP haliburton	2015	
			SPA HESP haliburton SPA HESP haliburton	2016 2017	
1.06	3,596,097,468.68	3,802,533,216.79	RED MED SPA	2010	8
0.73	3,730,086,898.36	2,715,216,499.76	RED MED SPA	2011	
0.76	3,759,925,122.84	2,866,472,400.74	RED MED SPA	2012	
0.82	3,611,982,132.18	2,960,044,279.09	RED MED SPA	2013	
0.88	3,570,630,294.05	3,159,412,862.23	RED MED SPA	2014	
0.92	3,681,127,436.83	3,375,311,725.33	RED MED SPA	2015	
1.31	136,004,643.42	178,008,189.82	SPA ALPHA COMPUTERS	2010	9
0.62	235,668,872.03	147,258,094.27	SPA ALPHA COMPUTERS	2011	
0.92	228,077,597.35	210,475,652.11	SPA ALPHA COMPUTERS	2012	

0.82	234,266,755.89	191,749,381.64	SPA ALPHA COMPUTERS	2013	
0.78	239,446,157.37	186,883,717.96	SPA ALPHA COMPUTERS	2014	
0.73	248,194,398.47	180,437,339.96	SPA ALPHA COMPUTERS	2015	
0.82	3,352,317,193.62	2,743,949,538.35	S.P.A BASP	2010	10
0.46	3,801,009,383.48	1,740,448,478.58	S.P.A BASP	2011	
0.24	3,318,606,959.04	782,669,592.91	S.P.A BASP	2012	
0.54	2,747,910,484.67	1,471,702,567.75	S.P.A BASP	2013	
0.81	2,518,738,351.17	2,044,498,474.25	S.P.A BASP	2014	
1.59	2,242,168,203.51	3,568,511,131.85	S.P.A BASP	2015	

Soc	annee	d/cp	taxe	Croi	Re
					-

1	CSSI-SPA Algerie	2010	2.99	0.21	13.55-	-
1	CSSI-SPA Algerie	2011	3.00	0.19	14.67-	-
1	CSSI-SPA Algerie	2012	1.90	-	-	9.25
1	CSSI-SPA Algerie	2013	2.02	-	-	16.39
1	CSSI-SPA Algerie	2014	2.10	0.02	87.98-	-
1	CSSI-SPA Algerie	2015	2.23	0.26	7.59-	-
2	ENSP	2010	-	-	-	-
2	ENSP	2011	0.26	0.21	0.25-	10.30
2	ENSP	2012	0.29	0.22	0.31-	9.57
2	ENSP	2013	0.29	0.24	0.19-	8.32
2	ENSP	2014	0.29	0.25	0.15-	9.32
2	ENSP	2015	-	-	-	-
3	SPA BAYAT CATRING	2010	-	-	-	51.72
3	SPA BAYAT CATRING	2011	0.00	0.05	1.00	-
3	SPA BAYAT CATRING	2012	1.87	0.25	6.49-	25.59
3	SPA BAYAT CATRING	2013	-	-	-	56.76
3	SPA BAYAT CATRING	2014	3.30	0.23	13.34-	37.04
3	SPA BAYAT CATRING	2015	2.46	0.26	8.45-	78.84
4	ENAFOR	2010	0.90	0.14	5.39-	6.69

4	ENAFOR	2011	0.49	0.25	0.97-	7.52
4	ENAFOR	2012	0.47	0.27	0.76-	12.46
4	ENAFOR	2013	0.44	0.24	0.87-	26.63
4	ENAFOR	2014	0.53	0.21	1.57-	-
4	ENAFOR	2015	0.80	0.26	2.03-	5.88
5	E,N,GEO	2010	-	-	-	30.66
5	E,N,GEO	2011	0.19	0.36	0.46	7.88
5	E,N,GEO	2012	0.17	0.39	0.58	-
5	E,N,GEO	2013	0.42	0.23	0.86-	12.02
5	E,N,GEO	2014	0.38	0.24	0.60-	16.49
5	E,N,GEO	2015	0.25	0.15	0.68-	20.12
6	S P A TASSILI	2010	-	-	-	5.38
6	S P A TASSILI	2011	3.71	-	-	9.82
6	S P A TASSILI	2012	3.30	-	-	7.71
6	S P A TASSILI	2013	2.73	-	-	54.55
6	S P A TASSILI	2014	1.99	0.19	9.47-	116.72-
6	S P A TASSILI	2015	1.99	0.07	26.49-	71.54
7	SPA HESP haliburton	2010	0.28	0.24	0.15-	33.87
7	SPA HESP haliburton	2011	0.21	0.22	0.04	47.50-
7	SPA HESP haliburton	2012	0.38	0.26	0.44-	34.39
7	SPA HESP haliburton	2013	0.19	0.31	0.37	14.04
7	SPA HESP haliburton	2014	0.18	-	-	10.98
7	SPA HESP haliburton	2015	0.18	0.41	0.57	26.52
8	RED MED SPA	2010	1.06	0.21	4.14-	92.45
8	RED MED SPA	2011	0.73	0.23	2.21-	31.13

8	RED MED SPA	2012	0.76	0.37	1.07-	84.09
8	RED MED SPA	2013	0.82	-	-	20.10
8	RED MED SPA	2014	0.88	0.22	3.09-	7.48
8	RED MED SPA	2015	0.92	0.30	2.04-	18.07
9	SPA ALPHA COMPUTERS	2010	1.31	0.29	3.57-	91.65
9	SPA ALPHA COMPUTERS	2011	0.62	0.28	1.25-	126.55
9	SPA ALPHA COMPUTERS	2012	0.92	0.34	1.70-	-
9	SPA ALPHA COMPUTERS	2013	0.82	0.40	1.06-	13.26
9	SPA ALPHA COMPUTERS	2014	0.78	0.26	2.02-	65.08
9	SPA ALPHA COMPUTERS	2015	0.73	0.28	1.57-	36.91
10	S.P.A BASP	2010	0.82	0.28	1.98-	10.80-
10	S.P.A BASP	2011	0.46	0.28	0.63-	6.25-
10	S.P.A BASP	2012	0.24	-	-	9.51
10	S.P.A BASP	2013	0.54	-	-	4.57-
10	S.P.A BASP	2014	0.81	-	-	4.11-
10	S.P.A BASP	2015	1.59	-	-	2.75-