

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة قاصدي مرباح\_ ورقلة

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم المالية والمحاسبية



مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي، الطور الثاني

في ميدان: علوم إقتصادية، علوم التسيير وعلوم تجارية

فرع: علوم مالية ومحاسبية، تخصص مالية المؤسسة

بعنوان:

## تأثير الهيكل المالي على الأداء المالي في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

دراسة عينة من المؤسسات بولاية ورقلة خلال الفترة 2015-2019

تحت إشراف الأستاذة:

- الداوي خيرة

من إعداد الطالبتين:

- بونقاب مباركة.

- زقوني فضيلة.



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة قاصدي مرباح\_ ورقلة

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم المالية والمحاسبية



مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي، الطور الثاني

في ميدان: علوم إقتصادية، علوم التسيير وعلوم تجارية

فرع: علوم مالية ومحاسبية، تخصص مالية المؤسسة

بعنوان:

تأثير الهيكل المالي على الأداء المالي في المؤسسات الصغيرة

والمتوسطة

دراسة عينة من المؤسسات بولاية ورقلة خلال الفترة 2015-

2019

تحت إشراف الأستاذة:

- الداوي خيرة

من إعداد الطالبتين:

- بونقاب مباركة.

- زقوني فضيلة.

# الإهداء

الحمد لله الذي هدانا لهذا وما كنا لنهتدي لولا أن هدانا الله

إلى أغلى الناس وأقربهم إلى قلبي...والدتي العزيزة رمز المحبة والعطاء ووالدي العزيز رمز القوة والإرادة أطال

الله بعمرهما وأمدهما بالصحة والعافية.

إلى سندي وعزوتي... أخواتي وإخوتي الذين قاسموني حلو الحياة ومرها.

إلى من جمعني بهم الدنيا أثناء مسيرتي... صديقاتي الغاليات في كل مكان.

إلى من وسعهم صدري حباً... ولم تسعهم هذه السطور.

لهم جميعاً أهدي ثمرة بحثي المتواضع هذا.

مباركة



# الإهداء

حمداً كثيراً وشكراً جزيلاً لخالقي ومولاي، باسط اليدين بالعطايا والنعمة مالك الملك ذي الجلال والإكرام،

منبع التوفيق ميسر الأعمال.

إلى الذي صدق فيهما قول العزيز: ﴿واخفض لهما جناح الذل من الرحمة وقل

ربي ارحمهما كما ربياني صغيراً﴾.

إلى شمسي وقمري والديا العزيزين أبي و أمي.

إلى أخواني وكل إخواني الغوالي.

وإلى كل أصدقائي رفقاء دربي إلى كل من لاقينا فألفونا وعزرننا فوقرونا وبعدنا فأشناقونا.

و إلى كل من سقط سهوا من قلبي وذكرهم قلبي.

أهدي هذا العمل المتواضع.

فضيلة



# الشكر

الحمد لله الذي أسبغ علينا نعمه ظاهرها وباطنها حتى وفقنا لإتمام هذه الدراسة، فلك الحمد ربي حتى

ترضى.

نتقدم بالشكر الجزيل والعرفان إلى الأستاذة الفاضلة خيرة الداوي لموافقتها على الإشراف على هذا العمل

وتقديم يد العون في كل حين، جزاها الله خيراً.

كما نتقدم بجزيل الشكر للأستاذ المحاسب عبد الرزاق عمري الذي لم يبخل علينا بتقديم كل ما نحتاج من

وثائق ومعلومات، كما لا ننسى نصائحه القيمة.

كما نشكر كل من كان لهم الفضل سواء من قريب أو من بعيد على مد يد العون والمساعدة.

فإن أصبنا فمن الله، وإن أخطأنا فمن أنفسنا.

## الملخص:

هدفت هذه الدراسة إلى البحث في أثر عوامل الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة المتحكمة في الأداء المالي، حيث تم الاعتماد على القوائم المالية لعينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية مكونة من 20 مؤسسة، خلال الفترة 2015-2019 باستخدام المشاهدات المقطعية لنماذج بانل لتحليل البيانات.

وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين مؤشر الرفع المالي والمردودية الاقتصادية، كما توصلت إلى وجود علاقة موجبة دون دلالة إحصائية بين نسبة الاستدانة قصيرة الأجل والمردودية الاقتصادية.

**الكلمات المفتاحية:** الهيكل المالي، الأداء المالي، المردودية الاقتصادية، الرفع المالي، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، نموذج بانل.

## Abstract:

The aim of this study was to investigate the impact of the financial structure factors of SMEs controlling financial performance, where the financial statements of a sample of 20 Algerian SMEs were based during the period 2015-2019 using cross-sectional views of panel models for data analysis.

The study found a statistically significant inverse relationship between the leverage index and economic return, and a positive, non-statistically significant relationship between the short-term leverage ratio and economic return.

**Keywords:** financial structure, financial performance, economic return, leverage, small and medium enterprises, panel model.

## قائمة المحتويات

III.....	الإهداء
IV .....	الشكر
V .....	الملخص
VI .....	قائمة المحتويات
IVII .....	قائمة الجداول
IX.....	قائمة الاختصارات والرموز
X.....	قائمة الملاحق
أ.....	مقدمة
1.....	الفصل الأول: تحليل الهيكل المالي في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
2.....	تمهيد
3.....	المبحث الأول: الإطار النظري للهيكل المالي
3.....	المطلب الأول: ماهية الهيكل المالي
5.....	المطلب الثاني: المقاربات النظرية المفسرة للهيكل المالي
10.....	المبحث الثاني: الأداء المالي ومؤشراته
10.....	المطلب الأول: مفهوم الأداء المالي
11.....	المطلب الثاني: مؤشرات قياس الأداء المالي في المؤسسة
14.....	المبحث الثالث: الدراسات السابقة ذات الصلة بالبحث
14.....	المطلب الأول: الدراسات العربية
14.....	المطلب الثاني: الدراسات الأجنبية



17.....	المطلب الثالث: مقارنة الدراسة الحالية بالدراسات السابقة
19.....	الفصل الثاني: الدراسة التطبيقية لتأثير الهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة
20.....	تمهيد
21.....	المبحث الأول: منهجية الدراسة الميدانية
21.....	المطلب الأول: عينة الدراسة و النماذج المستخدمة في الدراسة
24.....	المطلب الثاني: تحديد متغيرات الدراسة
30.....	المبحث الثاني: عرض النتائج ومناقشتها
33.....	الخاتمة
36.....	قائمة المصادر والمراجع
42.....	الملاحق

## قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
26	الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة	الجدول (1-2)
27	نتائج تقدير النموذج	الجدول (2-2)
28	نتائج اختبار مضاعف لاغرانج LM	الجدول (3-2)
28	نتائج اختبار Hausman	الجدول (4-2)
29	نتائج تقدير معلمات نموذج التأثيرات العشوائية	الجدول (5-2)

## قائمة الإختصارات والرموز

الاختصار/الرمز	الدلالة
Re	المردودية الاقتصادية
TA	إجمالي الأصول
$R_{net}$	النتيجة الصافية
CP	الأموال الخاصة
$R_{cp}$	مردودية الأموال الخاصة
$\epsilon_{it}$	حد الخطأ
PRM	نموذج الانحدار التجميعي
FEM	نموذج التأثيرات الثابتة
REM	نموذج التأثيرات العشوائية
D	إجمالي الديون
DC	إجمالي الديون قصيرة الأجل
TDC	نسبة الاستدانة قصيرة الأجل
FL	نسبة الرفع المالي

## قائمة الملاحق

الصفحة	عنوان الملحق	رقم الملحق
42	الإحصاءات الوصفية	الملحق 01
43	نموذج الانحدار التجميعي	الملحق 02
44	نموذج التأثيرات الثابتة	الملحق 03
45	نموذج التأثيرات العشوائية	الملحق 04
46	اختبار مضاعف لاغرانج LM	الملحق 05
47	اختبار Hausman	الملحق 06

مقدمة

## أ. طرح الإشكالية:

حظيت دراسة المؤسسة الاقتصادية في العشرينات الأخيرة باهتمام كبير ومتزايد من قبل الباحثين والممارسين الاقتصاديين، فهي بمثابة القلب النابض للاقتصاد الوطني لأي دولة، حيث تولي الجزائر عناية خاصة بقطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال تبني جملة من السياسات والإجراءات المرافقة التي تشجع على خلق مناخ استثماري ملائم، بغية التخلص من تبعية الاقتصاد الوطني لقطاع المحروقات في ظل ما يعانيه هذا الأخير من اضطرابات في الآونة الأخيرة. وفي ظل تلك السياسات المنتهجة بات قيام المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بدورها في تحقيق التنمية مرتبط بمستوى الأداء الذي تقدمه هذه المؤسسات، وكذا بمدى قدرتها على اتخاذ قرارات مالية صحيحة متعلقة بجانب الاستثمار والتمويل.

و يتوقف الأداء المالي الجيد للمؤسسة على قدرتها في اختيار هيكلها المالي الأمثل (إيجاد التوليفة المثلى للأموال الخاصة والديون) ومدى استخدام المصادر التمويلية المتاحة أمامها بوتيرة تضمن لها رفع النمو وبلوغ الأهداف، فمن هذا المنطلق يمكن اعتبار أن الهيكل المالي هو العنصر الأساسي والركن الرئيسي في موضوع تقييم وقياس الأداء المالي للمؤسسات لأنه يصعب الحديث عن مؤسسة من دون الحديث عن الهيكل المالي.

من خلال ما سبق فإن هذه الدراسة تسعى للإجابة على الإشكالية التالية:

**ما مدى تأثير تشكيلة الهيكل المالي على رفع قيمة الأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر خلال الفترة 2015-2019 ؟**

ومن أجل الإجابة على السؤال الرئيسي للدراسة نستخلص الأسئلة الجزئية التالية:

- ماهي أهم العوامل المحددة والمفسرة للهيكل المالي الأمثل في المؤسسة الاقتصادية.
- ما طبيعة العلاقة بين تركيبة الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وأدائها المالي.

## ب. فرضيات البحث:

للإجابة على هذا السؤال تنطلق دراستنا من الفرضيات التالية:

- تنوع مصادر التمويل و وجود مزيج مناسب من الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة يسمح بتحسين أدائها المالي.
- تؤثر تركيبة الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بشكل سلبي على المردودية الاقتصادية لها.

ج. مبررات اختيار الموضوع:

ومن بين الأسباب التي أدت بنا إلى اختيار هذا الموضوع :

- الرغبة في تفسير السلوك المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بحيث يعد موضوع تقييم الهيكل المالي من المواضيع البالغة الأهمية في مالية المؤسسة.
- نوع تخصص المالية الذي ندرسه يعتبر قاعدة صلبة لموضوع البحث.
- الرغبة الشخصية في التعرف و دراسة المفاهيم المتعلقة بالهيكل المالي من أجل توسيع المعرفة والإطلاع أكثر على مختلف الجوانب التي تمس هذا النوع من المؤسسات.

د. أهداف الدراسة وأهميتها:

تهدف هذه الدراسة إلى تحقيق مايلي:

- تفسير طبيعة العلاقة بين الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة والأداء المالي لها.
- تعلم استخدام الأساليب الإحصائية واستخدام البرمجيات القياسية مثل برنامج Eviews.
- محاولة بناء نموذج قياسي بغرض تفسير السلوك التمويلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتأثيره على الأداء.

كما تدرج أهمية البحث في:

- تلخيص أهم ما توصلت إليه النظريات المفسرة للهيكل التمويلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
- التعرف على أهم المحددات الكيفية والكمية في اختيار الهيكل المالي المناسب وتحديد العوامل المؤثرة على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية.

هـ. حدود الدراسة:

1- الحدود المكانية: اقتصرت هذه الدراسة على عينة عشوائية من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بولاية ورقلة والتي تنشط في مختلف المجالات وتنتمي للقطاع الخاص.

2- الحدود الزمانية: يمتد المجال الزمني للدراسة خلال الفترة ما بين 2015 إلى 2019، أي لمدة خمسة سنوات.

و. منهج البحث والأدوات المستخدمة:

بغية الوصول إلى الأهداف المرجوة من الدراسة والإلمام بمختلف جوانب الموضوع، والإجابة على الإشكالية المطروحة، فسيتم الاعتماد على المنهج المستخدم في الدراسات المالية والاقتصادية وهو المنهج الوصفي

وهذا في الجانب النظري، أما في الجانب التطبيقي سنستعين بأسلوب المسح باستخدام أسلوب العينات، من خلال التحليل بأدوات الاقتصاد القياسي باستعمال أسلوب البيانات المقطعية الزمنية **Panel Data**، أما الأدوات المستخدمة والمساعدة في الوصول إلى النتائج فتتمثل في برنامج **Excel** وكذلك البرنامج الإحصائي **Eviews**.

مع الاعتماد على مجموعة مراجع مختلفة من بينها:

- المراجع المتعلقة بموضوع الدراسة من كتب ومجلات، مقالات وملتقيات وطنية ودولية ومذكرات الدكتوراه والمجستير.
- الدراسات السابقة المرتبطة وذات الصلة بموضوع الدراسة.
- القوائم المالية لعينة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة محل الدراسة.

ز. صعوبات الدراسة:

- الأوضاع الراهنة التي تشهدها البلاد ( وباء كورونا Covid-19 ) مما صعب علينا إجراء البحث في ظروف ملائمة، وصعوبة الحصول على المعلومات والقوائم المالية لمؤسسات الدراسة.
- عدم وجود العينة المطلوبة في ولاية ورقلة نظرا لأن أغلبية المؤسسات لا تقوم بالاستدانة ما أدى بنا إلى تقليص عدد العينة، وعدم الحصول على عينة كافية من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

ح. هيكل البحث:

تم تقسيم مضمون هذا البحث إلى فصلين، فصل نظري وآخر تطبيقي على النحو التالي:

تناول الفصل الأول دراسة تحليل الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وذلك من خلال تقسيم الفصل إلى ثلاث مباحث، خصص المبحث الأول للإطار النظري للهيكل المالي، أما المبحث الثاني فخصص للأداء المالي ومؤشرات قياسه، وأما المبحث الثالث فتم فيه عرض الدراسات السابقة التي لها صلة بالموضوع .

بينما الفصل الثاني فكان بعنوان دراسة تطبيقية لتأثير الهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، حيث تناول المبحث الأول من هذا الفصل منهجية الدراسة الميدانية، أما المبحث الثاني فسيكون لعرض النتائج وتفسيرها ومناقشتها.



# الفصل الأول: تحليل الهيكل المالي في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

## الفصل الأول: تحليل الهيكل المالي في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

### تمهيد:

يُعد الأداء المالي من أهم المقومات الأساسية الداعمة لضمان بقاء واستمرار نشاط أي مؤسسة، وذلك من خلال تقييمه بصفة مستمرة والسعي الدائم وراء تحسينه بوضع خطط وسياسات وبرامج توضح وترسم الطرق التي تحدد لها كيفية إدارة مواردها، ومن بين العوامل الرئيسية المؤثرة على الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية نجد الهيكل المالي الذي يبين كيفية حصول تلك المؤسسات على تمويلها.

ولمعرفة الصلة التي تربط بين الهيكل المالي للمؤسسة وأدائها المالي سنحاول في هذا الفصل التطرق إلى أهم المفاهيم الأساسية الخاصة بكل منهما، إضافة إلى ذلك سنقوم بعرض أهم الدراسات السابقة التي لها صلة بهذا الموضوع. من خلال عرضنا إلى ثلاث مباحث كما يلي:

- المبحث الأول: الإطار النظري للهيكل المالي.
- المبحث الثاني: الأداء المالي ومؤثراته.
- المبحث الثالث: الدراسات السابقة ذات الصلة بالموضوع.

### المبحث الأول: الإطار النظري للهيكل المالي

يعكس الجانب الأيسر من الميزانية العمومية تشكيلة قرارات ومصادر التمويل في المؤسسة داخلية كانت أم خارجية، وهذا ما يعرف بالهيكل المالي. سنتعرف في هذا المبحث على الهيكل المالي ومحدداته وأهم النظريات المفسرة له.

#### المطلب الأول: ماهية الهيكل المالي

في هذا المطلب سوف نتطرق إلى مفهوم الهيكل المالي ومحدداته.

#### الفرع الأول: مفهوم الهيكل المالي

للهيكل المالي عدة تعاريف مختلفة نذكر منها مايلي:

**التعريف الأول:** يعرف الهيكل المالي بأنه مجموعة الأموال التي تتم بواسطتها تمويل موجودات المنشأة، وهو يتضمن التمويل المقترض، والتمويل الممتلك وهما يشكلان الجانب الأيسر من الميزانية العمومية<sup>1</sup>.

**التعريف الثاني:** يعرف الهيكل المالي بأنه تشكيلة المصادر التي حصلت منها المؤسسة على أموال بهدف تمويل استثماراتها، وتشتمل على كافة العناصر التي تتكون منها الخصوم، سواء كانت تلك العناصر طويلة الأجل أو قصيرة الأجل<sup>2</sup>.

**التعريف الثالث:** يقصد بالهيكل المالي الجزء الخاص بالأموال الخاصة والاستدانة المالية والمتمثلة في الموارد الدائمة<sup>3</sup>.

**التعريف الرابع:** الهيكل المالي (البنية المالية) مفهوم يتعلق بتكلفة المصادر المختلفة لتمويل أصول الشركة سواء كانت خارجية مثل القروض والدائنين أو الداخلية مثل الأرباح المحتجزة، وذلك للمفاضلة بين كلفة كل مصدر من الصادر حسب طبيعته والمخاطر المترتبة عليه.

من المفاهيم الواردة أعلاه يمكن القول بأن الهيكل المالي يمثل مصادر التمويل أو جانب الخصوم وحقوق الملكية في الميزانية.

<sup>1</sup> محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية الحديثة، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، الأردن، 2013، ص307

<sup>2</sup> إبراهيم هندي منير، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث الإسكندرية، مصر 1997، ص574.

<sup>3</sup> سميرة لزغم، أثر الهيكل المالي على القرارات المالية في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مذكرة ماستر، جامعة ورقلة 2012 ص31.

## الفصل الأول: تحليل الهيكل المالي في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

مفهوم الهيكل المالي الأمثل: يقصد بأمثلية الهيكل المالي للمؤسسة مدى إمكانية اختيارها لنسبة تمويل معينة بين كل من الأموال الخاصة والديون بالشكل الذي يؤدي إلى تدنئة تكلفة رأس المال إلى أقصى حد ممكن. وبالتالي تعظيم قيمة المؤسسة.<sup>4</sup>

### الفرع الثاني: محددات الهيكل المالي

هناك العديد من المحددات الكمية والكيفية التي تؤثر على القرارات المالية في المؤسسة والتي على ضوءها تختار المؤسسة هيكلها المالي. ومن بين هذه المحددات نذكر العناصر التالية:

**حجم المؤسسة:** يؤثر حجم المؤسسة بشكل كبير على تركيبة الهيكل المالي، بحيث أن المؤسسات ذات الحجم الصغير تعتمد على المصادر الداخلية في تمويلها، بينما المؤسسات ذات الحجم الكبير تعتمد على الاستدانة.<sup>5</sup>

**معدل النمو:** تقوم المؤسسات التي تنمو بمعدلات عالية باللجوء إلى التمويل الخارجي في تغطية مختلف احتياجاتها التوسعية، على عكس الأخرى ذات النمو المنخفض.<sup>6</sup>

**استقرار المبيعات:** بحيث كلما زادت درجة استقرار المبيعات تمكنت المنشأة من دفع التزاماتها الثابتة على القروض بأقل درجة من المخاطرة والعكس صحيح.

**المنافسة:** كلما ارتفع عدد المنافسة في السوق انخفضت ربحية المؤسسة وبالتالي يقل اعتمادها على الاستدانة واللجوء إلى الأموال الخاصة، لأن استخدام الديون يتوقف على ربحية المؤسسة وعلى حجم مبيعاتها، أي هناك علاقة عكسية بين المنافسة ونسبة الاقتراض في المؤسسة.

**هيكل الأصول:** يؤثر هيكل الأصول على مصادر التمويل بصور عديدة، فالمنشآت التي تتميز بأن أصولها الثابتة تعيش لفترة طويلة، وخاصة في حالة أن الطلب على منتجاتها مؤكد إلى حد كبير تستخدم القروض طويلة الأجل المكفولة بضمانات معينة بدرجة كبيرة (المثال على هذا النوع من المنشآت هو شركات المرافق العامة)، ومن ناحية أخرى الشركات التي تكون أغلبية أصولها من ذمم ومخزون والتي تتوقف قيمتها على استمرار تحقيق الشركة للأرباح، تعتمد بصفة أساسية على القروض قصيرة الأجل وإن كانت تستخدم أيضا القروض طويلة الأجل ولكن بدرجة محدودة.<sup>7</sup>

<sup>4</sup> عبد الوهاب دادن، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي، مجلة الباحث، العدد 4، جامعة ورقلة، 2006، ص 108

<sup>5</sup> سفيان خليل المناصير، القرارات المالية وأثرها في تحديد القرار الإستراتيجي، الطبعة الأولى، دار جليس الزمان، عمان، 2010 ص 108

<sup>6</sup> عدنان تايه ذياب النعيمي، ياسين كاسب الخرشنة، أساسيات في الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة، الأردن 2007، ص 201.

<sup>7</sup> سليم مجلح، وليد بنشيشي، محددات الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية دراسة تحليلية قياسية باستخدام أشعة الانحدار الذاتي VAR، مجلة دراسات اقتصادية، العدد 1

المجلد 6، جوان 2019، الجزائر، ص 122

## الفصل الأول: تحليل الهيكل المالي في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

المردودية: تعرف المردودية على أنها ذلك العائد المحقق وراء توظيف الأموال واستثمارها وتقاس مردودية المؤسسة بمدى قدرة هذه الأخيرة على تحقيق أرباح من خلال نشاطها للموارد المالية الموضوعة تحت تصرفها و المردودية بصفة عامة هي نسبة النتائج المحققة إلى الوسائل الموظفة.<sup>8</sup>

موقف الإدارة: إدارة المنشأة التي تتصف بالحيلة تتحفظ في استخدام التمويل المقترض على العكس من الإدارة المجازفة التي تتوسع في استخدامه.<sup>9</sup>

### المطلب الثاني: المقاربات النظرية المفسرة للهيكل المالي

#### الفرع الأول: النظريات المؤيدة لوجود هيكل مالي أمثل في المؤسسة

1. النظرية التقليدية: يجيب الكلاسيكيون على السؤال " هل يوجد هيكل مالي أمثل؟ " بـ " بنعم "، وبرهانهم في ذلك أن تكلفة الأموال الخاصة أعلى من تكلفة الاستدانة، وبشكل أدق: المخاطرة المتأتية من الأموال الخاصة أعلى من المخاطرة الناجمة عن الاستدانة. هذا من جهة، ومن جهة أخرى تكلفة الاقتراض والتي تندرج ضمن المصاريف المالية لها خاصية الاقتصاد في الضريبة، ويبرز ذلك في تخفيض الوعاء الضريبي لحساب الضريبة على الأرباح. بينما عوائد رأس المال الناجمة عن التمويل بالأموال الخاصة لا تتميز بتلك الخاصية لكونها تأتي بعد حساب النتيجة. وبالتالي فإنه على عكس الاستعانة بالأموال الخاصة كمورد مالي معتبر، فإن الديون تعمل على تخفيض تكلفة رأس المال من خلال الوفورات الضريبية<sup>10</sup>.

تقوم فكرة هذا المدخل على أن الاعتماد على الاستدانة في حدود معينة يؤدي إلى إنخفاض تكلفة الأموال عند نسبة معينة (مثالية)، وبعد هذه النسبة تبدأ النسبتين في الزيادة نتيجة المخاطر المالية الناجمة عن الرفع المالي، في الجهة المقابلة تكون قيمة المؤسسة في إرتفاع إلى أن تصل إلى أقصى قيمة لها عند النسبة المثالية، أين تبدأ بعدها هذه النسبة بالإنخفاض تدريجياً.

2. نظرية صافي الربح: يرى مؤيدي نظرية الربح الصافي أن الاختلاف في تكلفة مصادر الاموال التي تشكل هيكل رأس المال، سوف تتيح الفرصة للإدارة المالية من خلال تغير نسبة الرفع إلى زيادة مساهمة التمويل المقترض ذات التكلفة الأقل على حساب مساهمة التمويل الممتلك ذات التكلفة الأكبر.

<sup>8</sup> يوسف حسن يوسف، التمويل في المؤسسات الاقتصادية، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2012، ص104

<sup>9</sup> محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سابق، ص310.

<sup>10</sup> عبد الوهاب دادن، مرجع سابق، ص109

## الفصل الأول: تحليل الهيكل المالي في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

أي أن مؤيدي هذه النظرية يؤكدون على إمكانية التأثير في القيمة السوقية للمؤسسة وفي تكلفة الأموال المرجحة من خلال التغيير في نسبة الرفع المالي، فزيادة نسبة الرفع المالي سوف تضمن انخفاض في تكلفة الأموال المرجحة مما يؤدي إلى ارتفاع في القيمة السوقية للمؤسسة.<sup>11</sup>

وتقوم هذه النظرية على الافتراضات التالية:

- إن الزيادة في استخدام الاقتراض لا يغير من إدراك المستثمرين للمخاطر، ونتيجة لذلك فمعدل العائد المطلوب من قبل الملاك ومعدل العائد على السندات والقروض (معدل الفائدة) تظل ثابتة ولن تتغير بتغير نسبة الرفع المالي.
- نظرا لأن الملاك يجمعون صافي الربح بعد الفائدة فمن المتوقع أن تزداد درجة المخاطر التي يتعرض لها المقرضين ونتيجة لذلك فإن معدل العائد الذي يطلبه الملاك يكون أكبر من معدل الفائدة على الإقتراض (الفائدة على السندات) وذلك لتعويض الزيادة في درجة المخاطر التي يتعرض لها المساهمين.
- حجم الاستثمار ثابت لا يتغير وهذا يعني ضمنا ان القيمة الكلية للعناصر التي يتضمنها الهيكل المالي ثابتة، غير أنه ليس هناك ما يمنع المؤسسة من تغيير المزيج الذي يتكون منه هذا الهيكل، ونظرا لأن حجم الاستثمار ثابت لا يتغير هذا يعني أن صافي ربح العمليات ثابت لا يتغير.

### الفرع الثاني: النظريات المعارضة لوجود هيكل مالي

1. مدخل موديقلياني وميلر (Modigliani & Miller) نظرية انعدام الهيكل المالي الأمثل: يجيب هذان الاقتصاديان على السؤال حول أمثلية الهيكل المالي بـ "لا"، أي لا يوجد هيكل مالي أمثل، حيث يريان بأن "تكلفة رأس المال وقيمة المؤسسة مستقلتان عن هيكلها المالي"، ففي ظل سوق مالية كفاء وغياب الجباية يوجد تكافؤ بين مختلف أنماط التمويل، وقد بنيت النظرية على ما يسمى بالمراجعة أو التحكم.

واستندت هذه النظرية إلى جملة من الفرضيات وهي:

- تتصف سوق رأس المال بالكمال (سوق كفاء)، مما يعني عدم وجود عمولات وساطة (المعلومات متاحة للجميع دون عمولة).
- عدم وجود ضرائب، عدم وجود تكلفة للصفقات وأن المستثمرين يمكنهم الاقتراض بنفس معدل الفائدة.
- التوقعات متماثلة بالنسبة للمستثمرين.
- عدم وجود خطر الإفلاس.

<sup>11</sup> غنية بوربيعة، محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة (دراسة حالة مؤسسة الأشغال والتكيب الكهربائي فرع سونلغاز)، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة الجزائر3، 2011-2012

## الفصل الأول: تحليل الهيكل المالي في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

- يمكن للأشخاص والمؤسسات الإقراض والإقتراض بدون حدود وبمعدل بدون خطر.
- توزع المؤسسات كل أرباحها، وذلك بهدف تجنب التفاعل بين سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال.

حيث نميز في هذا النموذج حالتين: حالة وجود الضرائب وحالة عدم وجود الضرائب

**أ- حالة وجود الضرائب:** قيمة المؤسسة المعتمدة على الإقتراض تفوق قيمة المؤسسة التي لا تعتمد على الإقتراض، إثر وجود عنصر الإقتصاد في الضريبة، مما يؤدي إلى وجود تفاوت في كل من قيمتهما في سوق الأموال الخاصة في مردوديهما المالية وبالتالي الإختلاف في تكلفة رأس المال. حيث أن تدنئة هذه الأخيرة تعني تعظيم قيمة المؤسسة ونموها، غير أنه في الواقع لا يوجد حد أدنى لتكلفة رأس المال، فعلى عكس هذه الأخيرة فغنه يمكن وضع حد أدنى معين لحجم القروض.<sup>12</sup>

**ب- حالة غياب الضرائب:** إستخلص هذا المقترح إلى إستنتاج مفاده أن المؤسسات المتماثلة في كل أنشطتها وتتمايز فيهيكل تمويلها، تتساوى في القيمة السوقية وبالتالي لن يؤثر الرفع المالي على القيمة السوقية للمؤسسات، كما ذهبت إلى ذلك النظرية التقليدية. أي أنه لا يؤثر الهيكل المالي للمؤسسة في قيمتها، كما أن التكلفة الوسطية المرحجة لرأس المال ثابتة مهما كانت طبيعة الهيكل المالي.<sup>13</sup>

**2. مدخل صافي ربح الإستغلال:** يستند مؤيدو هذه النظرية على فرضية أن قيمة المؤسسة لا تتأثر بتوليفة الهيكل المالي أي أنهما مستقلين عن بعضهما وبالتالي عن تكلفة رأس المال. وتقوم هذه النظرية على الفرضيات التالية:<sup>14</sup>

- التكلفة الكلية للأموال تكون ثابتة أيا كانت نسبة المديونية في المؤسسة.
- تكلفة الإقتراض ثابتة لا تتغير مع تغير نسبة الإقتراض، بينما تكلفة الأموال الخاصة سترتفع مع كل زيادة في نسبة الإقتراض.
- المزايا الناجمة عن زيادة الاعتماد على الاستدانة تتلاشى نتيجة ارتفاع العائد المطلوب من المساهمين، بسبب زيادة المخاطر المالية.
- تتحدد قيمة المؤسسة بنحصر نتيجة الاستغلال بمعدل يساوي تكلفة رأس المال.
- عدم وجود ضريبة على الأرباح.

فحسب هذه النظرية فإن تكلفة الاستدانة ثابتة عند مستويات مختلفة من الرفع المالي، و وجود علاقة طردية بين هذا الأخير وتكلفة الأموال الخاصة، مما يجعل تكلفة هيكل رأس المال ثابتة مهما كان شكل الهيكل المالي، يرجع

<sup>12</sup>أنفال حدة خبيزة، تأثير الهيكل المالي على إستراتيجية المؤسسة الصناعية (دراسة حالة مؤسسة المطاحن الكبرى للجنوب GMS-بسكرة-)، مذكرة مقدمة لنيل شهادة

الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر-بسكرة، 2012، ص27.

<sup>13</sup> المرجع نفسه، ص23-24.

<sup>14</sup> منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، الطبعة الثانية، منشأة المعارف، مصر، 2005، ص100.

## الفصل الأول: تحليل الهيكل المالي في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

ذلك إلى أن الزيادة في تكلفة الأموال الخاصة يقابلها إنخفاض بنفس القيمة نتيجة الاعتماد على مصادر أقل تكلفة (الاستدانة)، مما يؤدي إلى ثبات قيمة المؤسسة ولا وجود لأثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة.<sup>15</sup>

### الفرع الثالث: المداخل الحديثة لتفسير الهيكل المالي

- أ- **مدخل تكلفة الإفلاس:** قام بهذه الدراسة Malecot (1984) بحيث وفي حالة عجز المؤسسة عن سداد التزاماتها (فوائد + أصل القرض) في تواريخ استحقاقها يتخذ الدائنون إجراءات قانونية من شأنها أن تؤدي إلى إعلان إفلاس المؤسسة التي تعتمد في تمويلها على الأموال الخاصة والاستدانة، بحيث أن تكلفة الإفلاس تتمثل في مختلف التكاليف التي قد تتحملها المؤسسة عند الإفلاس سواء كانت مباشرة أو غير مباشرة
- إن خطر عدم السداد مخطر يأخذه المقرضون بعين الاعتبار عند منح القروض وتحديد المعدل المطلوب أين يكون مدجا فيه، أي أن الملاك يتحملون هذه التكلفة مما يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الأموال الخاصة بطريقة مباشرة. ومنه الهيكل المالي الأمثل يتحدد بالموازنة بين القيمة الحالية للوفرات الضريبية والقيمة المتوقعة للإفلاس.
- ب- **نظرية الوكالة:** هي عقد بموجبه يقوم 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 من سلطاتهم، إلا أن هذه العلاقة تتميز بالتعارض حيث يحاول كل منهما تعظيم منفعه على حساب الآخر. وتنطلق هذه النظرية من فرضيتين أولى ليس بالضرورة ان تكون أهداف الملاك متطابقة وثانية أن المتعاملين ليسوا متساوين في الحصول على المعلومة المتعلقة بالمؤسسة.<sup>16</sup>
- وأشار الباحثان إلى نوعان من تعارض المصالح ينجم عنهما نوعين من تكاليف الوكالة:
- **تكاليف وكالة الديون:** ناجمة عن تعارض المصالح بين المساهمين والدائنين وتلخص في الخسائر الناجمة عن تأثير القرارات الاستثمارية للمؤسسة، التكاليف التي يتحملها الدائنون للرقابة على قرارات الإدارة والتأكد من مدى الالتزام بشروط العقد الخاص بالديون وتكاليف الإفلاس وإعادة التنظيم.
- **تكاليف وكالة الأموال الخاصة:** تنتج من تعارض المصالح بين المسيرين والمساهمين بحيث يتحملها المساهمون لردع تصرفات المسيرين والحد من انحرافات التسيير.
- وبالتالي فظهور هذا النوع من التكاليف إلى جانب تكاليف الإفلاس سوف يؤثر على مكونات الهيكل الأمثل (بالتأثير على الرافعة المالية) بتخفيض نسبة الأموال المستدانة.

<sup>15</sup> علي بن الضب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح- ورقلة، 2009، ص102.

<sup>16</sup> إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، خصائص ومحددات الهياكل التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، الملتقى الدولي "متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير مخبر العولمة واقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة الشلف، يومي 17-18 أفريل، 2006، ص390-391.



## الفصل الأول: تحليل الهيكل المالي في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

تهدف هذه النظرية في تقديم خصائص التعاقد الأمثل التي يمكن أن تعقد بين الموكل والوكيل معتمدة في ذلك على المبدأ النيوكلاسيكي الذي مفاده أن كل عون اقتصادي يبحث على تعظيم مصلحته الخاصة قبل المصلحة العامة.

ج- **نظرية الإشارة (نظرية عدم تماثل المعلومات):** تقوم هذه النظرية على مفهوم إنعدام تماثل المعلومة التي تميز الأسواق المالية، بحيث أن المعلومات التي تنشرها المؤسسات قد لا تكون فعلية ولا تفسر الوضعية الحقيقية للمؤسسة، إذ يؤكد الباحثون أن المسير الأحسن أداء هو الذي يستطيع إصدار إشارات خاصة وفعالة، لا تستطيع المؤسسات الضعيفة القيام بها وتميزها عن غيرها من المؤسسات الأقل أداء، بحيث يمكن أن تكون الإشارة تركيبية رأس المال، توزيعات الأرباح...<sup>17</sup>. تستند هذه النظرية إلى فكرتين أساسيتين هما:

- نفس المعلومة غير موزعة في جميع الاتجاهات، حيث أنه بإمكان المديرين في مؤسسة ما تهيئة معلومات لا تكون متوفرة لدي المستثمرين.
- وحتى إذا كانت تلك المعلومات منشورة ومتوفرة لدى الجميع، فإنها سوف لا تدرك ولا تفهم بنفس الأسلوب والطريقة.

### د- نظرية الالتقاط التدريجي للتمويل:

وتتضمن هذه النظرية نموذجين:<sup>18</sup>

**نموذج Williamson 1988:** حسب هذا النموذج يتم اختيار مصادر التمويل حسب خصوصية الأصل المراد تمويله، فإذا كان الأمر يتعلق بتمويل أصل خاص تفضل المؤسسة الرفع في رأس المال على الاستدانة؛ أما إذا كان الاستثمار يتمثل في أصل غير خاص فتلجأ المؤسسة للاستدانة.

**نموذج Myers 1990:** حسب Myers ترتيب أفضلية مصادر التمويل يكون على الشكل التالي:

- تعتمد المؤسسة في توفير الموارد المالية على التمويل الذاتي كأول وأهم مصدر مالي تلجأ إليه، وهذا من خلال الموازنة بين معدلات توزيع الأرباح والفرص الاستثمارية المتاحة.
- إذا أصبحت الحاجة ملحة للتمويل الخارجي، فالمؤسسة تفضل في البداية الاعتماد على الاقتراض ثم السندات القابلة للتحويل إلى أسهم وياتي في المرتبة الأخيرة إصدار أسهم جديدة.

<sup>17</sup> Samira Rifki, Abdessadeq Sadq, Un essai de synthèse Des débats théoriques à propos de la structure financière Des entreprises, La revue du financier, N°31, p18

<sup>18</sup> سهام عيساوي، محددات الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية (دراسة حالة المؤسسة الوطنية سوناطراك- المديرية الجهوية حوض الحمراء للفترة 2003-2014)، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي في العلوم المالية والمحاسبية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2015، ص10.

## الفصل الأول: تحليل الهيكل المالي في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

وبالتالي فخلاصة هذه النظرية ان المؤسسات تفضل تمويل استثماراتها عن طريق التمويل الذاتي، ثم بعد ذلك تلجأ للاستدانة ولا تستعمل الرفع من رأس المال إلا بشكل استثنائي.<sup>19</sup>

### المبحث الثاني: الأداء المالي ومؤشراته

يشير الأداء المالي للمفهوم الضيق لأداء المؤسسات والمنظمات، حيث أنه يعتمد على استخدام مقاييس ونسب مالية من أجل قياس مدة إنجاز الأهداف، وهو أيضا من أحد الدعائم الرئيسية لكثير من الأعمال المختلفة التي تقوم بها، حيث يلعب دوراً هاماً في تزويد هذه المؤسسات والمنظمات بفرص استثمارية في كافة ميادين الأداء المختلفة التي تساعد في تلبية مصالحهم. فسوف نحاول من خلال هذا المبحث التطرق إلى مفهوم الأداء المالي ومؤشرات قياسه.

### المطلب الأول: مفهوم الأداء المالي

يعد الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية من المقومات الرئيسية لها، بحيث يعتبر أداة تحفيزية لاتخاذ القرارات الاستثمارية وتوجيهها نحو المؤسسات الناجحة، كما يعتبر أداة لتدارك الثغرات التي قد تظهر في حياة المؤسسة وإظهار الأخطار المالية التي من المحتمل أن تتعرض لها، وبالتالي إنذار الإدارة لمعالجة الخلل، يضاف إلى ذلك أنه أداة لتحفيز العاملين والإدارة، لبذل المزيد من الجهد، بهدف تحقيق نتائج ومعايير مالية أفضل من سابقتها. لذا تلجأ المؤسسة للتحليل المالي كأحد مؤشرات القياس.<sup>20</sup>

حيث يعرف الأداء المالي على أنه نتائج المخرجات التي يتم الحصول عليها من العمليات والمنتجات فهو يعبر عن المخرجات أو الأهداف التي يسعى النظام لتحقيقها، وهو مفهوم يعكس كلا من الأهداف والوسائل اللازمة لتحقيقها، أي انه يربط بين أوجه النشاط والأهداف التي تسعى المنظمة لتحقيقها. أما البعض الآخر اعتبره من مجالات تقويم الأداء المهمة ويمثل نتاج هذا المنظور مقاييس موجهة لتحقيق الأهداف أو الوقوف على مستوى الأرباح المتحققة لإستراتيجية الشركة بالعمل على تخفيض مستويات التكاليف بالمقارنة مع الشركات المنافسة.<sup>21</sup>

ويعرف الأداء المالي على أنه تشخيص الصحة المالية للمؤسسة لمعرفة مدى قدرتها على إنشاء قيمة *la création de valeur* ومواجهة المستقبل من خلال الاعتماد على الميزانيات، جدول حسابات النتائج، والجداول الملحقه،

<sup>19</sup> يوسف قريشي، سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر (دراسة ميدانية)، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، ص175.

<sup>20</sup> صابر عباسي، أثر التسيير الجائبي على الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية (دراسة تحليلية لعينة من المؤسسات في ولاية بسكرة-الجزائر)، مذكرة مقدمة لاستكمال نيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2012، ص78.

<sup>21</sup> مريم بورنيسة، خيضر خنفر، فعالية المؤشرات الحديثة للأداء المالي في تحديد الملاءة المالية للمؤسسات الصناعية "دراسة حالة المؤسسات الصناعية الأردنية"، مجلة المستقبل الاقتصادي، العدد السادس، 2018، ص5.

## الفصل الأول: تحليل الهيكل المالي في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

مع الأخذ بعين الاعتبار الظرف الاقتصادي والقطاع الذي تنتمي إليه المؤسسة، وتشخيص الأداء المالي يتم بمعاينة المردودية الاقتصادية للمؤسسة ومعدل نمو الأرباح.<sup>22</sup>

ويعرف الأداء المالي أيضا بمدى قدرة المؤسسة على الاستغلال الأمثل لمواردها ومصادرهما في الاستخدامات ذات الأجل الطويل والقصير من أجل تشكيل الثروة.<sup>23</sup>

### المطلب الثاني: مؤشرات قياس الأداء المالي في المؤسسة

تتم عملية تقييم الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية بالاعتماد على مجموعة من المؤشرات وذلك من أجل معرفة مدى نجاح المؤسسة في تحقيق أهدافها المالية. وفي هذا المطلب سوف نتعرف التركيز فقط على المؤشرات التي سيتم استخدامها في الجانب التطبيقي من البحث والمتمثلة فيما يلي:

**1. معدلات النمو:** يعتبر نمو المؤسسة الاقتصادية مؤشرا من مؤشرات تقييم الأداء، ومعرفة إذا كان الوضع المالي لهذه المؤسسة في تطور أو تدهور. أي تساعد مؤشرات النمو في معرفة مراكز التطور للمحافظة عليها أو تحديد الأجزاء التي تعاني من التدهور في الهيكل المالي، وبالتالي تقديم حلول و معالجة هذا الإشكال للمحافظة على الأموال الخاصة. ومن بين معدلات النمو نجد: نمو الأصول، نمو الاستثمارات، نمو رقم الأعمال، نمو النتيجة الصافية و نمو القيمة المضافة.

ويحسب معدل النمو بالطريقة التالية:

$$\text{معدل النمو} = (\text{قيمة العنصر في السنة } n+1 - \text{قيمة العنصر في السنة } n) / \text{قيمة العنصر في السنة } n$$

**2. معدلات المردودية:** تعتبر دراسة المردودية من أهم المعايير والوسائل التقليدية أمام المحلل المالي للحكم على الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية، وهي تعبر عن مدى قدرة وسائل المؤسسة ومساهمة رأس المال المستثمر في تحقيق نتائج جيدة.

ونميز نوعان من المردودية، مردودية اقتصادية ومردودية مالية.

<sup>22</sup> عبد الغني دادن، قراءة في الأداء المالي والقيمة في المؤسسات الاقتصادية، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد4، 2006، ص41-42.

<sup>23</sup> عبد الغني دادن، كمامسي محمد الأمين، الأداء المالي من منظور المحاكاة المالية، المؤتمر العلمي الدولي حول الأداء المتميز للمنظمات والحكومات، جامعة ورقلة، يومي09/08مارس2005، ص304.

## الفصل الأول: تحليل الهيكل المالي في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

### أ. المردودية الاقتصادية:

تهتم المردودية الاقتصادية بالنشاط الرئيسي وتستبعد النشاطات الثانوية وذات الطابع الاستثنائي، كما تعبر عن النسبة بين النتيجة الاقتصادية للمؤسسة (نتيجة الاستغلال) وبين الأموال المستخدمة في تحقيق تلك النتيجة<sup>24</sup>، أي تقيس مساهمة الأصول الاقتصادية في تكوين نتيجة الاستغلال.

وتحسب من خلال نتيجة الاستغلال بعد الضريبة إلى إجمالي الأصول الاقتصادية، تكتب بالعلاقة التالية:

$$Re = \frac{RE - (1 - IS)}{AE}$$

حيث:

Re: المردودية الاقتصادية.

RE: نتيجة الاستغلال.

IS: معدل الضريبة على أرباح الشركات.

AE: الأصول الاقتصادية (مجموع الديون والأموال الخاصة).

وتقاس المردودية الاقتصادية كذلك من خلال النتيجة الصافية إلى مجموع الأصول:

$$Re = \frac{RN}{TA}$$

حيث:

Re: المردودية الاقتصادية.

RN: النتيجة الصافية.

TA: مجموع الأصول.

ب. المردودية المالية (مردودية الأموال الخاصة):

تهتم المردودية المالية بإجمالي أنشطة المؤسسة (الرئيسية والثانوية) وتدخل في مكوناتها كافة العناصر والحركات المالية، حيث تحدد مستوى مشاركة الأموال الخاصة في تحقيق نتائج صافية تمكن المؤسسة من استعادة ورفع حجم هذه الأموال.

وتتمثل المردودية المالية في حاصل قسمة النتيجة الصافية على الأموال الخاصة.

$$Rf = Rcp = \frac{R_{net}}{CP}$$

<sup>24</sup> تبر زغود، تأثير هيكل الملكية والهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة (دراسة اختبارية على عينة من شركات المساهمة بالجزائر خلال الفترة 2010-2014)، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2018، ص 147.

## الفصل الأول: تحليل الهيكل المالي في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

حيث:

Rf: المردودية المالية.

Rcp: مردودية الأموال الخاصة.

R<sub>net</sub>: النتيجة الصافية.

CP: الأموال الخاصة.

**3. معدلات الربحية:** هي النسب التي تحكم على مدى كفاءة المؤسسة استخدام مواردها، وتعتبر الأكثر أهمية لأنها تستخدم من طرف المستثمرين الحاليين والمرقبون لتحديد مساراتهم. وهي الأكثر مصداقية في تحديد قابلية المؤسسة الاقتصادية في تحقيق أرباح الأنشطة التشغيلية. ومن خلال هذه المؤشرات يمكن للمؤسسة تقييم أرباحها سواء فيما يتعلق برقم الأعمال اللازم لتحقيق الربح ومستوى الأصول المطلوب لإسناد عملية التشغيل، ومن بين المؤشرات الخاصة بربحية المؤسسة مايلي:

الربحية الإجمالية = النتيجة الصافية / رقم الأعمال

الربحية الجزئية = نتيجة الاستغلال / رقم الأعمال

### المبحث الثالث: الدراسات السابقة ذات الصلة بالمبحث

أجريت العديد من الدراسات التجريبية التي تناولت العلاقة بين الهيكل المالي وتأثيره على الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية، وكانت نتائج تلك الدراسات مختلفة، فمنهم من يرى أنه توجد علاقة خطية عكسية بين نسبة الديون والهيكل المالي، وعلى عكس ذلك فمنهم من يرى وجود علاقة طردية بين الرفع المالي والأداء المالي، وفي هذا الصدد سنحاول في هذا المبحث عرض أهم الدراسات العربية والأجنبية المتعلقة بالموضوع.

#### المطلب الأول: الدراسات العربية

سنعرض في هذا المطلب أهم الدراسات العربية ذات الصلة بموضوع الدراسة

1. دراسة عبد الوهاب دادن(2008)، بعنوان دراسة تحليلية للمنطق المالي لنمو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية<sup>25</sup>: هدفت هذه الدراسة إلى تبيان كيفية ترشيد القرارات المالية وتوجيهها نحو تسجيل معدلات نمو متوازنة، فيمكن تحليل معدل نمو المؤسسة ومردوديتها كنتيجة لقراراتها المالية، ومن ثم فإن النمو هو نتيجة لتوجيه مجموعة من المتغيرات خاضعة لسيطرتها ومراقبتها، ويمكن تحليل هذه الظاهرة بسياسة الاستثمار، سياسة التمويل وسياسة توزيع الأرباح . واستخدم لذلك أساليب التحليل العاملي، ولقد توصلت الدراسة إلى أن سلوك المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في تمويل نموها تتحكم فيه عدة عوامل أهمها: الحجم ، طبيعة النشاط وهيكل التمويل.

2. دراسة تبر زغود(2009)، بعنوان محددات سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية- دراسة ميدانية لعينة من المؤسسات الاقتصادية بالقطاعات العام والخاص في الجزائر<sup>26</sup>: هدفت الدراسة إلى بناء نموذج تجريبي لغرض تفسير السلوك التمويلي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية بالقطاعات العام والخاص في الجزائر وذلك للكشف عن سياسة الاقتراض من البنوك، وقد توصلت الباحثة إلى أن كل من المردودية الاقتصادية، معدل النمو، حجم المؤسسة، طبيعة النشاط، تكلفة الاستدانة، مستوى الضمانات ، المخاطر التشغيلية، طبيعة الملكية واختلاف الظروف البيئية، لها دور جوهريا في تفسير سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، كما خلصت الدراسة إلى أن النظرية المالية الحديثة للتمويل قادرة على تفسير سياسة التمويل

<sup>25</sup> عبد الوهاب دادن، دراسة تحليلية للمنطق المالي لنمو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية- نحو بناء نموذج لترشيد القرارات المالية- ، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2008.

<sup>26</sup> تبر زغود، محددات سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية- دراسة ميدانية لعينة من المؤسسات الاقتصادية بالقطاعات العام والخاص في الجزائر، مذكرة ماجستير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2009.

## الفصل الأول: تحليل الهيكل المالي في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

للمؤسسة الاقتصادية لكنها تعتبر غير كافية، وان الهياكل التمويلية للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية هي هياكل مفروضة وليست مختارة.

3. دراسة جميل حسن النجار(2013)، مدى تأثير الرفع المالي على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين<sup>27</sup>: هدفت الدراسة إلى اختبار أثر الرفع المالي على الأداء المالي للشركات المدرجة في بورصة فلسطين وذلك وفقاً لمقاييس الأداء المحاسبية التقليدية العائد على الأصول، والعائد على حقوق الملكية، والعائد على المبيعات، ونمو المبيعات والقيمة السوقية للشركة التي تم احتسابها وفقاً لنموذج Tobin's q ومعرفة أيهما تأثراً بالرفع المالي. تمت الدراسة على عينة من الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين ولدراسة ذلك تم استخدام نماذج الانحدارات لتحليل البيانات واختبار الفرضيات على أساس التباطؤ الزمني، وتوصلت الدراسة إلى وجود أثر سلبي للرفع المالي على مقاييس الأداء المحاسبية: العائد على الأصول، العائد على حقوق الملكية، العائد على المبيعات، نمو المبيعات وان هذا الأثر يمتد لعدة سنوات لاحقة. وأن هناك أثراً سلبياً للرفع المالي على القيمة السوقية للشركة ويمتد هذا الأثر لعدة سنوات لاحقة. وعلى ذلك توصي الدراسة بأن تقوم إدارات الشركات المساهمة العامة الفلسطينية بدراسة وتقييم مالي للهيكل التمويلي بهدف الوصول إلى أفضل نسبة مثلى للرفع المالي ضمن الهيكل التمويلي وذلك لضمان التأثير الإيجابي للرفع المالي على الأداء المالي والقيمة السوقية لهذه الشركات.

4. دراسة مليك محمودي و نوي نور الدين (2016)، أثر الهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر<sup>28</sup>: هدفت الدراسة إلى البحث في أثر العوامل المتحكمة في الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة على الأداء، لعينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية مكونة من 219 مؤسسة خلال الفترة 2010-2013، حيث تم الاعتماد على القوائم المالية لتلك المؤسسات، واستخدمت نماذج الانحدار المتعدد لتحليل البيانات، حيث توصلت الدراسة إلى وجود علاقة في الاتجاه العكسي بين مؤشرات الهيكل المالي ومؤشرات الأداء.

5. دراسة زغود تير (2018)، تأثير هيكل الملكية والهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة -دراسة اختبارية على عينة من شركات المساهمة بالجزائر خلال الفترة 2010-2014<sup>29</sup>: هدفت هذه الدراسة إلى اختبار تأثير هيكل الملكية والهيكل المالي كآليات رقابية لحكومة المؤسسات على الأداء لعينة مكونة من 165 شركة مساهمة خلال الفترة بالجزائر 2010-2014، ولتحقيق ذلك اعتمدت الدراسة على بناء نماذج

<sup>27</sup> جميل حسن النجار، مدى تأثير الرفع المالي على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين-دراسة اختبارية، مجلة جامعة الأزهر سلسلة العلوم الإنسانية، المجلد 15، العدد 1، غزة، 2013، ص 281-318.

<sup>28</sup> مليك محمودي، نوي نور الدين، أثر الهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبية، العدد 02 جامعة المسيلة، الجزائر، 2016.

<sup>29</sup> زغود تير، تأثير هيكل الملكية والهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة -دراسة اختبارية على عينة من شركات المساهمة بالجزائر، أطروحة دكتوراه في العلوم المالية، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2018.

## الفصل الأول: تحليل الهيكل المالي في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

ديناميكية لبيانات بانل، حيث تضمنت الأداء المالي كمتغير تابع والمتغيرات المتعلقة بهيكل الملكية والمتغير المتعلق بالهيكل المالي (نسبة الاستدانة المالية أو الرفع المالي) كمتغيرات مستقلة، بالإضافة إلى بعض المتغيرات الأخرى. وقد خلصت الدراسة إلى أن الأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر يتأثر بخصائص هيكل الملكية، وأنه يوجد علاقة عكسية بين نسبة الاستدانة المالية (الرفع المالي) والأداء المالي بالنسبة لشركات المساهمة العائلية، وعدم وجود علاقة بين المتغيرين بالنسبة لشركات المساهمة الأجنبية، شركات المساهمة العامة وشركات المساهمة المشتركة (شراكة أجنبية).

### المطلب الثاني: الدراسات الأجنبية

سوف نعرض في هذا المطلب الدراسات الأجنبية التي كانت لها علاقة بموضوع الدراسة

#### **6. Mojtaba Akbarpour Shahoo Aghabeygzadeh, (2011) Reviewing Relationship between Financial Structure and Firms Performance in Firms Traded on the Tehran Stock Exchange<sup>30</sup>:**

هدفت الدراسة إلى التحقيق في العلاقة بين الهيكل المالي والقياس المحاسبي لتقييم الأداء في الشركات المدرجة في بورصة طهران، وتم استخدام إحصائيات الانحدار المتعدد. وقد أظهرت نتائج الدراسة إلى أن هناك علاقة بين الهيكل المالي والعائد على الأصول (أي بين المتغير التابع المردودية الاقتصادية والمتغيرات المتعلقة بالهيكل المالي)، في حين لا توجد علاقة مهمة بين الهيكل المالي وعائد حقوق الملكية.

#### **7. Sohail YOUNUS, Khurram ISHFAQ, et al, (2014) Capital structure and Financial Performance: Evidence from Sugar Industry in karachi Stock Exchange Pakistan<sup>31</sup>:**

حاولت هذه الدراسة تحديد التأثير بين هيكل رأس المال والأداء المالي لشركات السكر المدرجة في بورصة كراتشي باستخدام البيانات الثانوية من التقارير المالية للشركات والتقارير السنوية والمراجعة المالية لبنك الدولة الباكستاني، حيث بينت نتائج الدراسة أن هناك علاقة ارتباط موجبة ضعيفة بين هيكل رأس المال والأداء المالي لتلك الشركات.

#### **8. Mirie Mwangi, Edwin Maranga Birundu (2015), The Effect of Capital Structure on the Financial Performance of Small<sup>32</sup>:**

<sup>30</sup> Mojtaba Akbarpour Shahoo Aghabeygzadeh, Reviewing Relationship between Financial Structure and Firms Performance in Firms Traded on the Tehran Stock Exchange, International Journal of Business Administration, Vol. 2, No. 4; Iran, November 2011 pp175-180.

<sup>31</sup> Sohail YOUNUS, Khurram ISHFAQ, et al, Capital structure and Financial Performance: Evidence from Sugar Industry in karachi Stock Exchange Pakistan, International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences, Vol. 4, No. 4, October 2014, pp. 272-279.

<sup>32</sup> Mirie Mwangi, Edwin Maranga Birundu, The Effect of Capital Structure on the Financial Performance of Small and Medium Enterprises in Thika Sub-County, Kenya, International Journal of Humanities and Social Science, Vol. 5, No. 1, Kenya, January 2015, pp151-156.



## الفصل الأول: تحليل الهيكل المالي في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

حيث هدفت الدراسة إلى تحديد تأثير هيكل رأس المال على الأداء المالي للشركات الصغيرة والمتوسطة في مقاطعة نيكسا الفرعية بكينيا وأجريت الدراسة على 40 شركة صغيرة ومتوسطة، وذلك باستخدام الانحدار الخطي المتعدد، وتوصلت نتائج الدراسة إلى أنه لا يوجد تأثير كبير لهيكل رأس المال على المردودية المالية، وتم تفسير هذه النتائج بأن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تلجأ إلى مصادر التمويل الداخلية نظراً لصعوبة حصولها على التمويل من المصادر الخارجية خاصة البنوك، في حين أوصت الدراسة بإجراء بحث إضافي بهدف تحديد العوامل الرئيسية التي تؤثر على الأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة لتمكين هذه المؤسسات من التحكم في هذه العوامل من أجل ضمان تعظيم الربحية.

### المطلب الثالث : مقارنة الدراسة الحالية بالدراسات السابقة

تشابه دراستنا مع معظم الدراسات السابقة من حيث الهدف المتمثل في التعرف على مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة الاقتصادية لأجل تمويل نشاطها سواء كانت مصادر مملوكة أو مقترضة قصيرة أو طويلة الأجل، كما تتفق معهم أيضاً في عرض مختلف العناصر المتعلقة بالهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية وذلك من خلال عرض مفهوم الهيكل المالي والبحث في المقاربات النظرية للهيكل المالي.

ورغم التشابه الكبير بين الدراسة الحالية مع سابقتها من دراسات، إلا أنها وبطبيعة الحال تختلف في بعض الجوانب، ويظهر الاختلاف في طريقة المعالجة المعتمدة من طرف الدراسة الحالية والدراسات السابقة من أجل الوصول إلى استنتاجات للفرضيات المدروسة، والمتمثلة في نماذج بانل، وتتميز هذه الدراسة أيضاً من ناحية العينات المدروسة والفترة الزمنية التي أجريت فيها الدراسة، ويكمن الاختلاف أيضاً في بعض النتائج المتوصل إليها.

## الفصل الأول: تحليل الهيكل المالي في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

---

### خلاصة الفصل:

حاولنا من خلال هذا الفصل التطرق لأهم الأسس النظرية المتعلقة بالهيكل المالي والأداء المالي، انطلاقاً من الإطار العام للهيكل المالي واستعراض أهم النظريات المفسرة له، ومن ثم تطرقنا إلى مفهوم الأداء المالي وأهم مؤشرات قياسه، وفي نهاية الفصل حاولنا الإشارة إلى بعض الدراسات السابقة التي تناولت الموضوع وعرض أهم الجوانب التي جاءت بها تلك الدراسات، أما الجانب التطبيقي من الدراسة ووصف عينة الدراسة سنتناوله في الفصل الثاني.

الفصل الثاني: الدراسة التطبيقية لتأثير الهيكل  
المالي على الأداء المالي للمؤسسات الصغيرة  
والمتوسطة

تمهيد:

بعد ما تطرقنا في الفصل السابق إلى المفاهيم المتعلقة بالهيكل المالي والأداء المالي، سنحاول في هذا الفصل إبراز أهم ما جاءت به إشكالية البحث وتوضيح العلاقة التي تربط الهيكل المالي بالأداء المالي في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال إجراء الدراسة التطبيقية على عينة من المؤسسات بولاية ورقلة، وذلك بالاعتماد على مؤشري المردودية الاقتصادية والمردودية المالية.

تم تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين: الأول سنتناول فيه منهجية الدراسة، والثاني يتم فيه عرض نتائج الدراسة ومناقشتها.

## المبحث الأول: منهجية الدراسة الميدانية

يتناول هذا المبحث تحديد منهجية الدراسة الميدانية من حيث مجتمع وعينة الدراسة، وكذا طريقة بناء النموذج بالإضافة إلى تحديد متغيرات الدراسة والأساليب الإحصائية المستخدمة.

### المطلب الأول: عينة الدراسة و النماذج المستخدمة في الدراسة

#### 1-1- عينة الدراسة:

تمثلت عينة الدراسة في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مكونة من 20 مؤسسة موزعة على مناطق ولاية ورقلة، تنشط في نشاطات مختلفة تنتمي للقطاع الخاص، تحصلنا على المعطيات (جدول الأصول، جدول الخصوم و جدول حسابات النتائج) من خلال مكتب محاسب معتمد وقد تمت الدراسة في الفترة ما بين 2015-2019.

وقد تم أخذ بيانات هذه المؤسسات دون هوية حرصا على سرية المعلومات وتسهيلها.

ومن أجل دراسة الظواهر وفهمها كان لا بد من تطوير نماذج وطرق لدراسة هذه الظواهر على المدى البعيد بصورة دقيقة، مما يمكن هذا من إمكانية دراسة وجود علاقات على المدى الطويل، مما أدى هذا الاهتمام أكثر باستعمال نماذج بانل<sup>33</sup>.

#### 1-2-1- مفهوم نماذج بانل:

يقصد ببيانات بانل على أنها بيانات لمجموعة من المشاهدات المقطعية لفترات مختلفة، حيث تمتاز بيانات بانل بأنها تجمع بين خصائص سلوك المشاهدات المدروسة وذلك بالأخذ بعين الاعتبار أثر الاختلافات بين هذه المشاهدات المقطعية، إضافة إلى أثر تغير زمن هذه المشاهدات، مما يضيف على هذه البيانات أهمية قصوى في فهم وإدراك الظواهر الاقتصادية المدروسة.

حيث تبرز أهمية نماذج بانل في أنها تأخذ في الاعتبار ما يسمى بعدم التجانس أو الاختلاف الخاص بمفردات العينة سواء المقطعية أو الزمنية، كما تسمح بمعالجة مشكلة أثر المتغيرات الناقصة والتي قد تسبب في مشكلة انعدام تجانس التباين، كما أن ثراء المحتوى المعلوماتي الخاص لبيانات بانل سيسمح بالتخفيف من مشاكل التعدد الخطي والارتباط الذاتي للأخطاء، إذ يوفر اتساع حجم العينة، درجات حرية أكبر مما يعني الحصول على تقديرات أدق وأفضل.

<sup>33</sup> خيرة الداوي، دور حوكمة الشركات في تحقيق كفاءة الأسواق المالية -دراسة لعينة من الشركات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة 2007-2016، أطروحة دكتوراه، جامعة ورقلة، 2018، ص 101-105.

## 2-2-1- النماذج الأساسية لبيانات بانل:

تتمثل نماذج بانل الأساسية في ثلاثة أشكال رئيسية هي:

✚ نموذج الانحدار التجميعي (PRM):

يعتبر هذا النموذج من أبسط نماذج بيانات البانل، حيث تكون فيه جميع المعاملات  $\beta_j$  و  $\beta_{0(i)}$  ثابتة لجميع الفترات الزمنية (يهمل أي تأثير للزمن)، ويمكن كتابة معادلة هذا النموذج كما يلي:

$$y_{it} = \beta_0 + \sum_{j=1}^k \beta_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it}$$

$i=1,2,\dots,N$        $t=1,2,\dots,T$

حيث:

$$E(\varepsilon_{it}) = 0 \quad \text{و} \quad VAR(\varepsilon_{it}) = \sigma_\varepsilon^2$$

حيث يتم تقدير هذا النموذج باستخدام طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية (OLS) والتي تعطي مقدرات متسقة وكفاءة للمعاملات المقدر.

✚ نموذج التأثيرات الثابتة (FEM):

في نموذج التأثيرات الثابتة يكون الهدف هو معرفة سلوك كل مجموعة بيانات مقطعية على حدة من خلال جعل معلمة القطع  $\beta_0$  تتفاوت من مجموعة إلى أخرى مع بقاء معاملات الميل  $\beta_j$  ثابتة لكل مجموعة بيانات مقطعية (أي سوف نتعامل مع حالة عدم التجانس في التباين بين المجموع)، وعليه فان نموذج التأثيرات الثابتة يكون بالصيغة الآتية:

$$y_{it} = \beta_{0(i)} + \sum_{j=1}^k \beta_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it}$$

$i=1,2,\dots,N$        $t=1,2,\dots,T$

حيث:

$$E(\varepsilon_{it}) = 0 \quad \text{و} \quad VAR(\varepsilon_{it}) = \sigma_\varepsilon^2$$

حيث يقصد بالتأثيرات الثابتة بأن المعلمة  $\beta_0$  لكل مجموعة بيانات مقطعية لا تتغير خلال الزمن، وإنما يكون التغيير في مجاميع البيانات المقطعية.

✚ نموذج التأثيرات العشوائية (REM):

في نموذج التأثيرات الثابتة يكون حد الخطأ  $\varepsilon_{it}$  ذا توزيع طبيعي بوسط مقداره صفر وتباين مساوي إلى  $\sigma_\varepsilon^2$ ، ولكي تكون معاملات نموذج التأثيرات الثابتة صحيحة وغير متحيزة عادة ما يفرض بأن تباين الخطأ الثابت (متجانس) لجميع المشاهدات المقطعية وليس هناك أي ارتباط ذاتي خلال الزمن بين كل مجموعة من مجاميع المشاهدات المقطعية في فترة زمنية محددة يعتبر نموذج التأثيرات العشوائية نموذجاً ملائماً في حالة وجود خلل في احد الفروض المذكورة أعلاه، حيث تقوم فكرته على معاملة القطع  $\beta_{0(i)}$  كمتغير عشوائي له مقدار  $\mu$  على

النحو التالي:

$$i=1,2,\dots,N, N\beta_{0(i)} = \mu + v_i$$

وبتعويض قيمته في الصيغة العامة لبيانات بانل نحصل على :

$$i=1,2,\dots,N, \quad t=1,2,\dots,T, \quad TY_{it} = \mu + \sum_{j=1}^k \beta_j X_{j(it)} + V_i + \varepsilon_{it}$$

حيث أن  $v_i$  يمثل حد الخطأ في مجموعة البيانات المقطعية  $i$ ، حيث يطلق أحيانا على نموذج التأثيرات العشوائية نموذج مكونات الخطأ، بسبب أن النموذج يحوي مركبين للخطأ هما  $v_i$  و  $\varepsilon_{it}$ ، حيث يمتلك هذا النموذج مجموعة من الخواص الرياضية منها:  $E(v_i) = 0$ ،  $\text{var}(v_i) = \sigma_v^2$ ،  $E(\varepsilon_{it}) = 0$ ،  $\text{var}(\varepsilon_{it}) = \sigma_\varepsilon^2$ ،

### 3-2-1- اختبارات الاختيار بين نماذج بيانات بانل:

تتمثل دراسة منهجية بيانات بانل في دراسة ثلاثة نماذج ومن أجل اختيار النموذج الملائم للدراسة من بين هذه النماذج لا بد من الاعتماد على الاختبارات التالية:

#### ✚ اختبار مضاعف Lagrange (LM):

يستخدم اختبار مضاعف Lagrange المقترح من طرف (Breusch and Pagan (1980) من أجل المفاضلة بين FEM، PRM أو REM، والذي يعرف بالصيغة التالية:

$$LM = \frac{NT}{2(T-1)} \left[ \frac{\sum_{i=1}^N (\sum_{t=1}^T \varepsilon_{it})^2}{\sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T \varepsilon_{it}} - 1 \right]^2 \sim \chi^2 \quad (1)$$

تشير القيم الكبيرة لإحصائية LM أن FEM و REM سيكونان أفضل من PRM أو بعبارة أخرى، إذا كانت قيمة P- Value لإحصائية اختبار LM تشير إلى وجود معنوية إحصائية لهذا الاختبار، فهذا يعني أن FEM و REM سوف يكونان أفضل من PRM، بينما إذا كانت القيمة تشير إلى عدم وجود معنوية إحصائية لاختبار LM فيعني هذا أن PRM سيكون أفضل من كل FEM و REM .  
أما فيما يخص فرضية العدم والفرضية البديلة، فهي ممثلة بالشكل التالي:

$$H_0: \sigma_\mu^2 = 0$$

$$H_1: \sigma_\mu^2 \neq 0$$

وبالتالي فإن هذا الاختبار يسمح بالمفاضلة بين اختبار نموذج الانحدار التجميعي واختبار نموذج الآثار الثابتة أو العشوائية.

#### ✚ اختبار Hausman:

يعتبر اختبار Hausman المقترح سنة (1978)، معيارا للاختيار بين نموذج الآثار الثابتة (FEM) والآثار العشوائية (REM)، وذلك من أجل تحديد أي النموذجين ينبغي اختياره واستخدامه في التحليل، ولتطبيق اختبار Hausman يتم استخدام اختبار  $\chi^2$  الذي يعتمد على إحصائية Wald، وبالتالي فإن القيمة المحسوبة لإحصائية  $\chi^2$  لاختبار H يمكن الحصول عليها عن طريق المعادلة التالية:

$$[var(\hat{\beta}_{FEM}) - var(\hat{\beta}_{REM})]^{-1} (\hat{\beta}_{FEM} - \hat{\beta}_{REM})' H = \chi^2(k) = (\hat{\beta}_{FEM} - \hat{\beta}_{REM})$$

فرضية العدم تتمثل في عدم وجود ارتباط بين نموذج الآثار الثابتة والمتغيرات المستقلة في النموذج محل التقدير، أي عدم وجود آثار ثابتة لكل مشاهدة وفي ظل قبول هذه الفرضية فإن نموذج التأثيرات العشوائية يعطي تقديرات أدق وأفضل من نموذج التأثيرات الثابتة، أما الفرضية البديلة فتتضمن على أن نموذج التأثيرات الثابتة هو الأفضل بمعنى وجود ارتباط بين الآثار الثابتة والمتغيرات المستقلة في النموذج محل التقدير. ومن ثم ، فإن كانت القيمة المحسوبة لإحصائية الاختبار أكبر من القيمة الجدولة لإحصائية  $\chi^2$  يتم رفض فرضية العدم، وقبول الفرضية البديلة القائلة بأن نموذج التأثيرات الثابتة FEM هو النموذج الأفضل، ولذلك ينبغي اختياره، أما إذا كانت (P-Value أكبر من 0.05) أن النموذج الملائم هو نموذج التأثيرات العشوائية REM وذلك لأن معاملات هذا النموذج سوف تكون متسقة وذات كفاءة.

## المطلب الثاني: تحديد متغيرات الدراسة

### 1-2- متغيرات الدراسة:

قمنا باختيار مجموعة من المؤشرات المالية كمتغيرات لعينة الدراسة، وقد اخترنا ثلاث متغيرات نعتقد أنها تقيس لنا العلاقة بين مختلف معاملات الدراسة.

#### - المتغير التابع:

يمثل الأداء المالي المتغير التابع للدراسة الحالية، وهو يعبر عن أداء المؤسسات ذلك أنه الداعم الأساسي للأعمال المختلفة التي تمارسها المؤسسة، وقد اعتمدت الدراسات السابقة على عدة مؤشرات مالية للتعبير عن الأداء، وفي هذه الدراسة سوف نعتمد على مؤشر واحد وهو معدل المردودية الاقتصادية أو ما يسمى كذلك بمعدل العائد على الأصول.

#### • قياس المردودية الاقتصادية Re:

يعد معدل المردودية الاقتصادية أحد أهم مقاييس الربحية، حيث يقيس قدرة الأموال المستثمرة (إجمالي الأصول) على تحقيق الأرباح بغض النظر عن طريقة تمويلها، وسوف نستخدم في بحثنا للتعبير عن نسبة المردودية الاقتصادية مردودية الأموال المستثمرة والتي تحسب بقسمة النتيجة الصافية إلى إجمالي الأصول، وهو معدل مردودية يدخل في الاعتبار كل العناصر بما فيها الضريبة والمصاريف المالية (النتيجة الصافية)، وتقاس المردودية الاقتصادية بالعلاقة التالية:



$$Re = \frac{RN}{TA}$$

حيث:

Re: المرودية الاقتصادية

RN: النتيجة الصافية

TA: إجمالي الأصول

– المتغيرات المستقلة:

تركيبه الهيكل المالي تمثل المتغيرات المستقلة، وفي دراستنا هذه سيتم الاعتماد على مؤشرين وهما نسبة الاستدانة القصيرة الأجل إلى إجمالي الأصول ونسبة إجمالي الديون القابلة للتحويل إلى الأموال الخاصة.

- نسبة الاستدانة قصيرة الأجل: ويتم حسابها بقسمة الديون قصيرة الأجل على مجموع الأصول ويرمز لها بالرمز TDC.

$$TDC = \frac{DC}{TA}$$

حيث:

TDC: نسبة الاستدانة قصيرة الأجل

DC: إجمالي الديون قصيرة الأجل

TA: إجمالي الأصول

- نسبة الرفع المالي: الرفع المالي يعني استخدام الأموال الخارجية في التمويل لغرض زيادة الأرباح، ويتم حسابها بقسمة مجموع الديون على مجموع الأموال الخاصة ويرمز له بالرمز FL.

$$FL = \frac{D}{CP}$$

حيث:

FL: نسبة الرفع المالي.

D: إجمالي الديون.

CP: الأموال الخاصة.

## 2-2- الدراسة الوصفية لمتغيرات الدراسة:

من أجل تحليل متغيرات الدراسة سوف نقوم أولاً بإجراء التحليل الإحصائي لمتغيرات الدراسة من خلال الجدول (1-2):

جدول رقم (1-2): الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة

المتغيرات	المتوسط	الوسيط	أعلى قيمة	أدنى قيمة	الانحراف المعياري	عدد المشاهدات
المردودية الاقتصادية	0.050	0.0290	0.350	0.000	0.061	100
الرفع المالي	7.057	4.0700	144.055	-52.290	23.540	100
الاستدانة قصيرة الأجل	0.756	0.812	1.221	0.052	0.247	100

المصدر: من إعداد الطالبان بالاستعانة ببرنامج Excel

من خلال قيم الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة الموضحة في الجدول رقم (1-2)، وبالاستعانة بالأشكال البيانية نلاحظ مايلي:

**1- المردودية الاقتصادية:** نلاحظ من خلال الجدول أن قيمة متوسط Re كانت موجبة (0.050) فهي محصورة بين أدنى قيمة قدرت بـ 0.00 وأعلى قيمة قدرت بـ 0.350 مما يعني أن المردودية الاقتصادية للمؤسسات الدراسة (100 مشاهدة) في زيادة ولكن بنسبة ضئيلة، وذلك بانحراف معياري قدره 0.061.

**2- الرفع المالي:** نلاحظ من خلال الجدول اختلاف بين النسب العليا والنسب الدنيا لـ FL حيث قدرت أدنى قيمة بـ -52.290 و كانت أعلى قيمة تقدر بـ 144.055، بمتوسط عام قدره 7.057 وهذا يعني أن المؤسسات المدروسة تعتمد على المصادر الخارجية للتمويل وبنسبة قليلة، مما أدى إلى ارتفاع نسبة الانحراف المعياري بقيمة قدرها 23.540.

**3- الاستدانة قصيرة الأجل:** نلاحظ من خلال الجدول أن قيمة متوسط DTC كانت موجبة (0.756)، وهذا يعني أن مؤسسات الدراسة تعتمد على الاستدانة قصيرة الأجل بنسبة قليلة جداً، حيث كانت أعلى قيمة لها تقدر بـ 1.221 و قدرت أدنى قيمة بـ 0.025 بانحراف معياري يساوي 0.247.

## 2-3- تحديد النموذج الملائم لطبيعة بيانات بانل:

من أجل تحديد النموذج الملائم لطبيعة العينة المدروسة فإننا نطلق من متغير المردودية الاقتصادية كمتغير تابع (Re) ومتغير الرفع المالي (FL)، والاستدانة قصيرة الأجل (TDC) كمتغيرات مفسرة. وعليه فإننا نحصل على النموذج التالي:

$$\log(\text{Re})_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{FL}_{i,t} + \beta_2 \text{TDC}_{i,t} + \mu_i + y_t + \varepsilon_{i,t}$$

حيث:

$\text{Re}_{i,t}$ : نسبة المردودية الاقتصادية للمؤسسة (i) للفترة (t) مأخوذة باللوغاريتم.

$\beta_0$ : معلمة القاطع العام في النموذج.

$\text{FL}_{i,t}$ : نسبة الرفع المالي للمؤسسة (i) للفترة (t).

$\text{TDC}_{i,t}$ : نسبة الاستدانة قصيرة الأجل للمؤسسة (i) للفترة (t).

$\mu_i$ : الآثار أو الاختلافات المقطعية غير الملاحظة التي يمكن أن تتفاوت بين مؤسسة وأخرى وتظل ثابتة خلال الفترة الزمنية نفسها.

$y_t$ : الآثار أو الاختلافات الزمنية غير الملاحظة والمشاركة بين المؤسسات، والتي تتغير عبر الزمن.

$\varepsilon_{i,t}$ : الحد العشوائي للنموذج.

وعليه تم تقدير نموذج الدراسة من خلال استخدام النماذج الثلاثة لبيانات بانل وهي نموذج الانحدار التجميعي (PRM)، نموذج الآثار الثابتة (FEM) ونموذج الآثار العشوائية (REM).

ويمكن تلخيص نتائج تقدير النموذج وذلك بالاعتماد على برنامج Eviews 9 من خلال الجدول التالي:

جدول رقم (2-2): نتائج تقدير النموذج

المتغيرات	نموذج الانحدار التجميعي	نموذج التأثيرات الثابتة	نموذج التأثيرات العشوائية
C	المعامل	0.045163	0.056335
	معنوية المعلمة	0.0234	0.0121
FL	المعامل	-0.000535	-0.000535
	معنوية المعلمة	0.0420	0.0375
TDC	المعامل	0.012357	0.002400
	معنوية المعلمة	0.6177	0.9179
معامل التحديد $R^2$	0.043126	0.182952	0.043353
إحصائية DW	1.463659	1.427319	1.439879
احتمالية Fisher	0.117886	0.003861	0.116533

المصدر: من إعداد الطالبتان اعتمادا على برنامج Eviews 9.

بعد القيام بتقدير النماذج الثلاثة المدروسة سوف نتقل إلى أساليب الاختيار بين هذه النماذج، وذلك من خلال الاختبارين: اختبار مضاعف Breusch- Pagan LM Lagrange واختبار Hausman.

#### 4-2- نتائج المفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة والتأثيرات العشوائية:

من أجل القيام بهذا الاختبار فإننا نقوم باستخدام اختبار Breusch- Pagan LM Lagrange الذي يوفره برنامج Eviews 9 ، وهذا من أجل المفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذجي الآثار الثابتة والآثار العشوائية. حيث كانت نتائج هذا الاختبار كمايلي:

#### جدول رقم ( 2-3): نتائج اختبار مضاعف لاغرانج LM

نوع الاختبار	قيمة الاختبار	القيمة الاحتمالية
اختبار Breusch- Pagan	10.26847	(0.0014)

المصدر: من إعداد الطالبان اعتمادا على مخرجات برنامج Eviews9 ( أنظر الملحق رقم (04))

من خلال نتائج الجدول رقم (2-3) نلاحظ أن احتمالية اختبار Breusch- Pagan هي أقل من 0.05 مما يعني رفض الفرضية الصفرية ( نموذج الانحدار التجميعي الملائم)، وقبول فرضية وجود آثار ثابتة أو آثار عشوائية.

بعد القيام بهذا الاختبار (Breusch- Pagan) تبين لنا أن النموذج الأفضل و الملائم لبيانات الدراسة هو نموذج الآثار الثابتة أو الآثار العشوائية، وبالتالي سوف نقوم بإجراء المفاضلة بين كل من نموذج الآثار الثابتة ونموذج الآثار العشوائية.

#### 5-2- نتائج اختبار Hausman للمفاضلة بين نموذج الآثار الثابتة ونموذج الآثار العشوائية:

من أجل المفاضلة بين هذين النموذجين ( نموذج الآثار الثابتة ونموذج الآثار العشوائية)، يتم استخدام اختبار Hausman والذي تظهر نتائجه من خلال الجدول رقم (2-4):

#### جدول رقم ( 2-4): نتائج اختبار Hausman

نوع الاختبار	القيمة المحسوبة لـ $\chi^2$	القيمة الجدولة لـ $\chi^2$	القيمة الاحتمالية
اختبار Hausman	3.144015	5.991	0.2076

المصدر: من إعداد الطالبان اعتمادا على مخرجات برنامج Eviews 9.

من خلال إحصائية Hausman التي تتبع توزيع  $\chi^2$  تظهر لنا الإحصائية المحسوبة لـ  $\chi^2$  (3.144015) أصغر من القيمة الجدولة لـ  $\chi^2$  (5.991)، كما أن القيمة الاحتمالية (0.2076) هي أكبر من مستوى المعنوية (0.05)، وبالتالي نقبل الفرضية العدمية المتمثلة في نموذج الآثار العشوائية وهو النموذج الملائم لبيانات البنائ المشكلة لعينة الدراسة. والجدول (2-5) يوضح النتائج المتحصل عليها.

جدول رقم (2-5): نتائج تقدير معلمات نموذج التأثيرات العشوائية

Period random effects test equation:

Dependent Variable: RE

Method: Panel Least Squares

Date: 09/08/20 Time: 10:18

Sample: 2015 2019

Periods included: 5

Cross-sections included: 20

Total panel (balanced) observations: 100

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.056335	0.018939	2.974512	0.0037
FL	-0.000535	0.000258	-2.078908	0.0404
TDC	-0.002400	0.023834	-0.100693	0.9200

Effects Specification

Period fixed (dummy variables)

R-squared	0.182952	Mean dependent var	0.050740
Adjusted R-squared	0.130240	S.D. dependent var	0.061399
S.E. of regression	0.057261	Akaike info criterion	-2.814956
Sum squared resid	0.304933	Schwarz criterion	-2.632594
Log likelihood	147.7478	Hannan-Quinn criter.	-2.741151
F-statistic	3.470743	Durbin-Watson stat	1.427319
Prob(F-statistic)	0.003861		

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 9.

2-6- تحليل نتائج تقدير معلمات نموذج التأثيرات العشوائية:

من خلال النتائج المبينة في الجدول رقم (2-5) وقيم احتمال المتغيرات المفسرة نلاحظ مايلي:

- بالنسبة لقيمة الثابت موجبة وذات معنوية إحصائية وهي مقبولة إحصائياً.
- توجد علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين نسبة الرفع المالي والمردودية الاقتصادية، بمعنى أنه كلما زادت نسبة الرفع المالي بوحدة واحدة تنخفض المردودية الاقتصادية بـ 0.00535.
- توجد علاقة عكسية دون دلالة إحصائية بين نسبة الاستدانة قصيرة الأجل و المردودية الاقتصادية.
- نلاحظ أن المعنوية الكلية للنموذج مقبولة إحصائياً وذلك من خلال إحصائية (0.003861) Prob(F-statistic) وهي أقل من مستوى المعنوية 5%.
- نلاحظ من خلال قيمة معامل التحديد  $R^2$  والتي تساوي 13.02 بالمائة، وهو ما يفسر لنا العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة، أي تغير نسبة المردودية الاقتصادية يرجع إلى المتغيرات التفسيرية بنسبة 13.02%، والباقي يعود إلى متغيرات أخرى غير مدرجة في النموذج.

حيث يأخذ نموذج الآثار العشوائية الصيغة التالية:

$$Re_{i,t} = 0.056 - 0.005FL_{i,t} - 0.002TDC_{i,t} + \mu_i + y_t + \varepsilon_{i,t}$$

## المبحث الثاني: عرض النتائج ومناقشتها

من خلال ما توصلنا إليه من نتائج الدراسة، وبناء على النظريات والدراسات السابقة، سوف نقوم في هذا المبحث بتحليل وتفسير نتائج تأثير بعض متغيرات الهيكل المالي على الأداء المالي وتحديد النموذج الملائم لبيانات بانل:

- كشفت النتائج أن النموذج الملائم لبيانات بانل هو نموذج التأثيرات العشوائية، ومن خلال هذا التحليل هناك متغير واحد للهيكل المالي (الرفع المالي) له تأثير ذو دلالة إحصائية على المتغير التابع (المردودية الاقتصادية)، حيث يساهم هذا المتغير المستقل الذي يتضمنه النموذج في تفسير نسبة 4.33 بالمائة من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع المعتمد والباقي يعزى إلى عوامل أخرى.
- كشفت النتائج عن وجود أثر سالب ومعنوي لنسبة الاستدانة المالية (الرفع المالي) على الأداء المالي مقاسا بالمردودية الاقتصادية Re، ويمكن تفسير ذلك الانخفاض في مستوى الأداء المالي مقاسا بمعدل المردودية الاقتصادية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة مع كل زيادة لنسبة الرفع المالي (العلاقة العكسية) بتوجه تلك المؤسسات للاعتماد على الديون طويلة ومتوسطة الأجل أكثر من اعتمادها على الديون قصيرة الأجل، مع عدم حسن التسيير والاستغلال الأمثل لعوائد تلك الديون، مما قد يشكل خطرا على أدائها نتيجة التكلفة المرتفعة.
- كما كشف التحليل عن وجود علاقة عكسية دون دلالة إحصائية بين الاستدانة قصيرة الأجل والمردودية الاقتصادية وهو ما يدل على أن هذا المتغير لا يفسر المتغير التابع، مما يعني أن الاستدانة قصيرة الأجل ليس لها علاقة بمردودية المؤسسة وعدم لجوء المؤسسات لها.

### خلاصة الفصل:

تم في هذا الفصل دراسة عوامل الهيكل المالي (الاستدانة قصيرة الأجل والرفع المالي) المتحكمة في الأداء المالي لعينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بولاية ورقلة، وذلك بالاعتماد على نماذج بانل، حيث تم التوصل إلى نتيجة مفادها وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين نسبة الرفع المالي والمردودية الاقتصادية، كما توجد علاقة عكسية دون دلالة إحصائية بين نسبة الاستدانة قصيرة الأجل و المردودية الاقتصادية.

الخاتمة



حاولت هذه الدراسة تحديد أهم العوامل المؤثرة في تركيبة الأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، من خلال الإجابة على التساؤل الرئيسي والذي مفاده " ما مدى تأثير تشكيلة الهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر " وللإجابة على هذا التساؤل انطلقت الدراسة من مجموعة فرضيات.

## 1- نتائج البحث:

يمكن حوصلة نتائج هذا البحث في مايلي:

- بينت الدراسة النظرية إن عملية اختيار المزيج التمويلي للمؤسسات تخضع لمجموعة من العوامل أو المحددات التي يمكنها التأثير عليه وهو ما يفسر اختلاف الهياكل المالية للمؤسسات.

- كما بينت النظريات المالية للمؤسسات منذ بداية أبحاث مودجلياني وميلر 1958، من خلال تفسير

أثر الهياكل المالية للمؤسسات على قيمتها، إضافة إلى نظرية صافي الربح والنظرية التقليدية وما يلاحظ على هذه المداخل المفسرة على أنها تقوم على فرضيات غير واقعية. وتوالت الدراسات حول علاقة الهيكل المالي بإدخال تكاليف الوكالة ونظرية الإشارة.

- ترتبط المردودية الاقتصادية (Re) بنسبة إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة (FL) ارتباطا مهم إحصائيا ولكن في الاتجاه العكسي، مما يعني اعتماد هذه المؤسسات على الموارد الخارجية إلى جانب أموالها الخاصة بتأثير سلبي، وهو ما كان متوقع.

- لم يكن هناك ارتباط مهم إحصائيا بين نسبة الاستدانة قصيرة الأجل والمتغير التابع (الأداء المالي)، ويفسر ذلك بعدم اعتماد هذه المؤسسات على التمويل قصير الأجل، وربما كان اعتمادها موجه إلى التمويل طويل الأجل إلى جانب الأموال الخاصة.

وتتفق نتائج هذه الدراسة مع كل من دراسة (تبر زغود، 2018) ودراسة (مليك محمودي، نور الدين نوي، 2016)، كما تتفق مع دراسة (Sohail YOUNUS, et al) ودراسة (جميل حسن النجار)، حيث توصلت تلك الدراسات إلى وجود علاقة عكسية بين نسبة الرفع المالي والأداء المالي للمؤسسة.

مما سبق وكإجابة على التساؤل المطروح يمكن القول بأن تركيبة الهيكل المالي تؤثر على الأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وهذا ما لاحظناه من خلال وجود علاقة تأثير بين الهيكل المالي (الرفع المالي) والمردودية الاقتصادية. ويفسر ذلك بوجود علاقة تبادلية بين الهيكل المالي والمردودية الاقتصادية والعكس.

### 2- التوصيات:

- اتخاذ إجراءات جديدة من شأنها تسهيل العلاقة بين المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والبنوك الوطنية في عمليات منح القروض وتمويل أنشطة هذه المؤسسات.
- تعزيز الشفافية والإفصاح بما يتلاءم مع المعايير الدولية ووجوب تكيف النظام المحاسبي الجديد مع محاسبة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
- تعزيز الدعم المالي بالدعم الفني والإداري، كون غالبية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ترجع إلى شباب يفتقر إلى الخبرة والمهارة اللازمة.
- التمييز بين المشاريع المدعومة من طرف الدولة.

### 3- أفاق البحث:

- البحث في تأثير المتغيرات الكيفية على تركيبة الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
- البحث في البدائل التمويلية الحديثة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
- توسيع الدراسة بإضافة متغيرات جديدة للدراسة مع المحافظة على المتغيرات المعتمدة الحالية.

## قائمة المصادر والمراجع

#### الكتب:

- 1- إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس وتطبيقات، الجزء الأول، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2011.
- 2- إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية) أجوبة. تمارين وحلول، الجزء الثاني، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2011.
- 3- إبراهيم هندي منير، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث الإسكندرية، مصر، 1997.
- 4- محمد طيب، محمد عبيدات، الإدارة المالية في القطاع الخاص، الطبعة الأولى، دار المستقبل للنشر والتوزيع، 2009.
- 5- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، الطبعة الثانية، منشأة المعارف، مصر، 2005.
- 6- محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية الحديثة، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، الأردن، 2013.
- 7- محمد قاسم خصاولة، أساسيات الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار الفكر، عمان، الأردن، 2011.
- 8- يوسف حسن يوسف، التمويل في المؤسسات الاقتصادية، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2012.
- 9- سفيان خليل المناصير، القرارات المالية وأثرها في تحديد القرار الإستراتيجي، الطبعة الأولى، دار جليس الزمان، عمان، 2010.
- 10- عبد العزيز النجار، السياسة المستقبلية للإدارة المالية لإصلاح الهيكل المالي، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2009.

## قائمة المراجع

- 11- عاطف وليم اندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، الطبعة الأولى، دار الفكر، الإسكندرية، مصر، 2006.
- 12- عدنان تايه ذياب النعيمي، ياسين كاسب الخرشة، أساسيات في الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة، الأردن 2007.
- 13- علي عباس، الإدارة المالية، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.
- 14- فيصل محمود الشواورة، مبادئ الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2013.
- الأطروحات والمذكرات:
- 15- أنفال حدة خبيزة، تأثير الهيكل المالي على إستراتيجية المؤسسة الصناعية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر-بسكرة، 2012.
- 16- بوربيعة غنية ، محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة (دراسة حالة مؤسسة الأشغال والتركيب الكهربائي فرع سونلغاز)، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة الجزائر3، 2012.
- 17- حراش معاذ، نمر محمد، أثر الهيكل المالي على القرارات المالية للمؤسسة، مذكرة ماستر، جامعة أكلي محمد أولحاج، البويرة، 2015.
- 18- كعيش رضوان، زيقم أحمد أمين، أثر الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، مذكرة ماستر، جامعة المسيلة، 2017.
- 19- سمية لزغم، أثر الهيكل المالي على القرارات المالية في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مذكرة ماستر، جامعة ورقلة 2012.
- 20- سهام عيساوي، محددات الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماستر أكاديمي في العلوم المالية والمحاسبية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2015.

- 21- علي بن الضب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2009.
- 22- عادل عشي، الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماجستير، جامعة بسكرة، 2002.
- 23- صابر عباسي، أثر التسيير الجبائي على الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية (دراسة تحليلية لعينة من المؤسسات في ولاية بسكرة-الجزائر)، مذكرة ماجستير في العلوم التجارية، جامعة ورقلة، 2012.
- 24- تير زغود، تأثير هيكل الملكية والهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة (دراسة اختبارية على عينة من شركات المساهمة بالجزائر خلال الفترة 2010-2014)، أطروحة دكتوراه، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2018.
- 25- خيرة الداوي، دور حوكمة الشركات في تحقيق كفاءة الأسواق المالية -دراسة لعينة من الشركات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة 2007-2016، أطروحة دكتوراه، جامعة ورقلة، 2018.
- المقالات والمدخلات:
- 26- بكاري بلخير، ضيف أيوب، محددات الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة الواحات للبحوث والدراسات المجلد 10، العدد 1، ورقلة، 2017.
- 27- بورنيسة مريم، خنفري خيضر، فعالية المؤشرات الحديثة للأداء المالي في تحديد الملاءة المالية للمؤسسات الصناعية "دراسة حالة المؤسسات الصناعية الأردنية"، مجلة المستقبل الاقتصادي، العدد السادس، 2018.
- 28- جميل حسن النجار، مدى تأثير الرفع المالي على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين، مجلة جامعة الأزهر سلسلة العلوم الإنسانية، العدد 1، المجلد 15، غزة، 2013.
- 29- يوسف قريشي، خصائص ومحددات سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، مجلة الباحث، عدد 3، 2004.

- 30- محمد زيدان، جمال قدام، اختيار الهيكل المالي للمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر، مجلة رؤى اقتصادية، جامعة الشهيد حمه لخضر الوادي، الجزائر، العدد9، 2015.
- 31- محمودي مليك، نوي نور الدين، أثر الهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبية، العدد2، جامعة المسيلة، 2016.
- 32- سليم مجلخ، وليد بشيشي، محددات الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية دراسة تحليلية قياسية باستخدام أشعة الانحدار الذاتي VAR، مجلة دراسات اقتصادية، العدد1 المجلد6، جوان 2019، الجزائر.
- 33- عبد الوهاب دادن، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي، مجلة الباحث، العدد4، جامعة ورقلة، 2006 .
- 34- عبد الغني دادن، قراءة في الأداء المالي والقيمة في المؤسسات الاقتصادية، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد4، 2006.
- 35- عبد الغني دادن، كمامسي محمد الأمين، الأداء المالي من منظور المحاكاة المالية، المؤتمر العلمي الدولي حول الأداء المتميز للمنظمات والحكومات، جامعة ورقلة، يومي 08/09 مارس 2005.

المصادر والمراجع باللغة الأجنبية:

- 36- Mojtaba Akbarpour, Shahoo Aghabeygzadeh, **Reviewing Relationship between Financial Structure and Firms Performance in Firms Traded on the Tehran Stock Exchange**, International Journal of Business Administration, Iran, Vol. 2, No. 4; November 2011.
- 37- Mirie Mwangi, **The Effect of Capital Structure on the Financial Performance of Small and Medium Enterprises in Thika Sub-County**, Kenya, *International Journal of Humanities and Social Science*, Nairobi, Kenya, Vol. 5, No. 1; January 2015.
- 38- Samira Rifki, AbdessadeqSadq, **Un essai de synthèse Des débats théoriques à propos de la structure financière Des entreprises**, La revue du financier, N°31.

---

**39- Sohail YOUNUS, Khurram ISHFAQ, et al, Capital Structure and Financial Performance : Evidence from Sugar Industry in Karachi Stock Exchange Pakistan, International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences, Vol. 4, No.4, October 2014, pp. 272–279.**



الملاحق

## الملحق رقم 01: الإحصاءات الوصفية

	FL	RE	TDC
Mean	7.057609	0.050740	0.756993
Median	4.070000	0.029000	0.812000
Maximum	144.0550	0.350000	1.221000
Minimum	-52.29004	0.000000	0.052000
Std. Dev.	23.54050	0.061399	0.247722
Skewness	2.658730	2.756625	-0.973253
Kurtosis	15.30479	11.50942	3.790182
Jarque-Bera Probability	748.6805 0.000000	428.3587 0.000000	18.38864 0.000102
Sum	705.7609	5.074000	75.69930
Sum Sq. Dev.	54861.34	0.373213	6.075264
Observations	100	100	100

## الملحق رقم 02: نموذج الانحدار التجميعي

Dependent Variable: RE  
 Method: Panel Least Squares  
 Date: 09/08/20 Time: 10:06  
 Sample: 2015 2019  
 Periods included: 5  
 Cross-sections included: 20  
 Total panel (balanced) observations: 100

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.045163	0.019604	2.303749	0.0234
FL	-0.000535	0.000260	-2.060636	0.0420
TDC	0.012357	0.024680	0.500664	0.6177
R-squared	0.043126	Mean dependent var		0.050740
Adjusted R-squared	0.023396	S.D. dependent var		0.061399
S.E. of regression	0.060676	Akaike info criterion		-2.736982
Sum squared resid	0.357118	Schwarz criterion		-2.658827
Log likelihood	139.8491	Hannan-Quinn criter.		-2.705351
F-statistic	2.185863	Durbin-Watson stat		1.463659
Prob(F-statistic)	0.117886			

## الملحق رقم 03: نموذج التأثيرات الثابتة

Dependent Variable: RE  
 Method: Panel Least Squares  
 Date: 09/08/20 Time: 10:10  
 Sample: 2015 2019  
 Periods included: 5  
 Cross-sections included: 20  
 Total panel (balanced) observations: 100

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.056335	0.018939	2.974512	0.0037
FL	-0.000535	0.000258	-2.078908	0.0404
TDC	-0.002400	0.023834	-0.100693	0.9200

## Effects Specification

Period fixed (dummy variables)

R-squared	0.182952	Mean dependent var	0.050740
Adjusted R-squared	0.130240	S.D. dependent var	0.061399
S.E. of regression	0.057261	Akaike info criterion	-2.814956
Sum squared resid	0.304933	Schwarz criterion	-2.632594
Log likelihood	147.7478	Hannan-Quinn criter.	-2.741151
F-statistic	3.470743	Durbin-Watson stat	1.427319
Prob(F-statistic)	0.003861		

## الملحق رقم 04: نموذج التأثيرات العشوائية

Dependent Variable: RE  
 Method: Panel EGLS (Period random effects)  
 Date: 09/08/20 Time: 10:12  
 Sample: 2015 2019  
 Periods included: 5  
 Cross-sections included: 20  
 Total panel (balanced) observations: 100  
 Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.052661	0.020582	2.558617	0.0121
FL	-0.000534	0.000253	-2.108938	0.0375
TDC	0.002444	0.023656	0.103297	0.9179

Effects Specification		S.D.	Rho
Period random		0.018760	0.0969
Idiosyncratic random		0.057261	0.9031

Weighted Statistics			
R-squared	0.043353	Mean dependent var	0.028604
Adjusted R-squared	0.023629	S.D. dependent var	0.058291
S.E. of regression	0.057598	Sum squared resid	0.321799
F-statistic	2.197931	Durbin-Watson stat	1.439879
Prob(F-statistic)	0.116533		

Unweighted Statistics			
R-squared	0.041528	Mean dependent var	0.050740
Sum squared resid	0.357714	Durbin-Watson stat	1.457386

## الملحق رقم 05: اختبار مضاعف لاغرانج LM

Dependent Variable: RE  
 Method: Panel EGLS (Period random effects)  
 Date: 09/08/20 Time: 10:12  
 Sample: 2015 2019  
 Periods included: 5  
 Cross-sections included: 20  
 Total panel (balanced) observations: 100  
 Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.052661	0.020582	2.558617	0.0121
FL	-0.000534	0.000253	-2.108938	0.0375
TDC	0.002444	0.023656	0.103297	0.9179

Effects Specification		S.D.	Rho
Period random		0.018760	0.0969
Idiosyncratic random		0.057261	0.9031

Weighted Statistics			
R-squared	0.043353	Mean dependent var	0.028604
Adjusted R-squared	0.023629	S.D. dependent var	0.058291
S.E. of regression	0.057598	Sum squared resid	0.321799
F-statistic	2.197931	Durbin-Watson stat	1.439879
Prob(F-statistic)	0.116533		

Unweighted Statistics			
R-squared	0.041528	Mean dependent var	0.050740
Sum squared resid	0.357714	Durbin-Watson stat	1.457386

## الملحق رقم 06: اختبار Hausman

Dependent Variable: RE  
 Method: Panel EGLS (Period random effects)  
 Date: 09/08/20 Time: 10:12  
 Sample: 2015 2019  
 Periods included: 5  
 Cross-sections included: 20  
 Total panel (balanced) observations: 100  
 Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.052661	0.020582	2.558617	0.0121
FL	-0.000534	0.000253	-2.108938	0.0375
TDC	0.002444	0.023656	0.103297	0.9179

Effects Specification		S.D.	Rho
Period random		0.018760	0.0969
Idiosyncratic random		0.057261	0.9031

Weighted Statistics			
R-squared	0.043353	Mean dependent var	0.028604
Adjusted R-squared	0.023629	S.D. dependent var	0.058291
S.E. of regression	0.057598	Sum squared resid	0.321799
F-statistic	2.197931	Durbin-Watson stat	1.439879
Prob(F-statistic)	0.116533		

Unweighted Statistics			
R-squared	0.041528	Mean dependent var	0.050740
Sum squared resid	0.357714	Durbin-Watson stat	1.457386