



جامعة قاصدي مرباح - ورقلة  
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم العلوم الاقتصادية



مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي الطور الثاني  
في ميدان: علوم اقتصادية، علوم التسيير وعلوم تجارية  
الشعبة: علوم المالية والمحاسبية  
تخصص: مالية المؤسسة  
بعنوان:

## أثر عناصر المحيط المالي على الرفع المالي للشركات المساهمة

دراسة قياسية لشركات المساهمة الجزائرية 2010 - 2017

إشراف الأستاذ :  
الدكتور / عبد الباقي بضياف

إعداد الطلبة:  
شنين عبد الحليم  
شبعوات محمد الأمين

السنة الجامعية: 2019 / 2020



جامعة قاصدي مرباح - ورقلة  
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم العلوم الاقتصادية



مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي الطور الثاني  
في ميدان: علوم اقتصادية، علوم التسيير وعلوم تجارية  
الشعبة: علوم المالية والمحاسبية  
تخصص: مالية المؤسسة  
بعنوان:

## أثر عناصر المحيط المالي على الرفع المالي للشركات المساهمة

دراسة قياسية لشركات المساهمة الجزائرية 2010 - 2017

إشراف الأستاذ :  
الدكتور / عبد الباقي بضيف

إعداد الطلبة:  
شنين عبد الحليم  
شبعات محمد الأمين

السنة الجامعية: 2019 / 2020

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

## الإهداء

بسم الله والحمد لله والصلاة والسلام على رسول الله أهدي ثمرة هذا العمل

إلى من لا يمكن للكلمات ان توفي حقهما

إلى من لا يمكن للارقام ان تحصي فضائلهما

الى والدي العزيزين ادامهما الله لي

الى زوجتي واولادي ریحانة , منال , عمار , سليمان

الى كل افراد عائلتي كبيرهم وصغيرهم

الى كل اصدقائي وزملائي في الدراسة

الى كل طالبي العلم

عبد الحلیم شنین

## الإهداء

اللهم صل وسلم على سيدنا محمد وعلى آله وصحبه أجمعين

إلى من أنار لي الدرب وكان لي العون بالدعاء

الوالدين الكريمين

وإلى سندي في هذه الحياة أخي "عمران" وكل أخواتي وأختص

منهم بالذكر أختي "نعيمة" وكل أفراد العائلة.

وكذا لكل زملائي في الدفعة وكل الأصدقاء لمن صادفتهم بالحياة.

وأخيرا إلى كل من ساعد في إنجاز هذا العمل من قريب أو من بعيد.

أهدي ثمرة هذا العمل

الطالب : محمد الأمين شبوعات

# الشكر

الشكر لله أولاً وأخيراً، فله الحمد والمنة، ألا بفضل الله تتم الصالحات  
وبعد نتوجه بجزيل الشكر والامتنان وأسمى عبارات التقدير والاحترام  
للأستاذ المشرف “ عبد الباقي بضياف ” على توجيهاته ونصائحه  
المتواصلة

وحرصه على إنجاز هذه المذكرة

كما نتقدم بخالص الشكر و الاحترام لكل أساتذة جامعة قاصدي مرباح  
بورقلة.

كما لا يفوتنا أن نشكر كل من ساعدنا من قريب أو بعيد و نشكر كل من  
ساهم معنا و لو بكلمة طيبة.

وفي الأخير نسأل الله العلم النافع للجميع إنه سميع مجيب الدعاء.

الملخص:

تهدف هذه الدراسة الى التعريف باهم عناصر المحيط المالي المحددة للهيكل المالي لعينة من شركات المساهمة الجزائرية , وذلك خلال الفترة 2010 – 2017 وكذا قياس واختبار مدى تاثير هذه العناصر على معدل الهيكل المالي لتلك العينة من الشركات ,

ولتحقيق هذا الغرض قمنا باجراء دراسة لغينة من الشركات المساهمة محل الدراسة , وتم استخدام المنهج الوصفي التحليلي للارقام بالحيثيات الجانب النظري والتطبيقي وقد تم الاعتماد على الاسلوب الاحصائي ممثلا في ( النحدر المتعدد ) لتفسير العلاقة بين هذه العناصر مع معدل الهيكل المالي .

خلصت الدراسة أن كل من المتغيرات حجم المؤسسة و الربحية تلعب دورا جوهريا في تفسير الهيكل المالي لشركات المساهمة , الا ان معدل الضريبة استبعد من النموذج الأمثل أي انه لا يلعب دورا ملموسا في تفسير معدل المالي لشركات المساهمة.

الكلمات المفتاحية: رفع المالي,عناصر الهيكل المالي ,نظريات مالية حديثة, شركات المساهمة .

## Summary

Cette étude vise à présenter les éléments les plus importants de l'environnement financier propre à la structure financière d'un échantillon de sociétés par actions algériennes, au cours de la période 2010-2017, ainsi qu'à tester l'étendue de l'impact de ces éléments sur la structure financière moyenne de cet échantillon d'entreprises

Pour atteindre cet objectif, nous avons mené une étude sur les sociétés par actions étudiées, et l'approche descriptive et analytique des chiffres a été utilisée du point de vue théorique et appliqué, et la méthode statistique représentée en (régression multiple) a été utilisée pour expliquer la relation entre ces éléments avec la structure financière moyenne

L'étude a conclu que chacune des variables, la taille de la société et la rentabilité, joue un rôle fondamental dans l'explication de la structure financière des sociétés par actions. Cependant, le taux d'imposition a été exclu du modèle idéal, ce qui signifie qu'il ne joue pas un rôle tangible dans l'explication du taux financier des sociétés par actions.

Mots clés : levier financier, éléments de la structure financière, théories financières modernes, sociétés par actions.

المحتويات:

I	الإهداء . . . . .
V	الشكر . . . . .
VI	ملخص . . . . .
VII	قائمة المحتويات . . . . .
VII	قائمة الجداول . . . . .
VIII	قائمة الاشكال البيانية . . . . .
IX	قائمة الملاحق . . . . .
X	قائمة الملاحق . . . . .
أ	مقدمة . . . . .

الفصل الأول: الإطار النظري لمخاطر الإئتمان والربحية

01	المبحث الأول : مفاهيم أساسية حول الهيكل المالي . . . . .
08	المبحث الثاني : النظريات المفسرة للهيكل المالي . . . . .
15	المبحث الثالث : عناصر المحيط المالي . . . . .
20	المبحث الرابع : الدراسات السابقة . . . . .
25	خلاصة الفصل . . . . .

الفصل الثاني: الدراسة التطبيقية

28	المبحث الأول: الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة . . . . .
31	المبحث الثاني: دراسة القياسية لمتغيرات الدراسة . . . . .
37	خلاصة الفصل: . . . . .
38	خاتمة . . . . .
41	قائمة المراجع . . . . .
45	الملاحق . . . . .
59	فهرس . . . . .

قائمة الجداول

الصفحة	اسم الجدول	رقم الجدول
24	المقارنة بين الدراسات	1
31	نتائج تقدير الاثر التجميعي	2
32	<b>Lagrange multiplier ( LM )</b>	3
33	نتائج تقدير الاثر الثابت	4
34	نتائج تقدير الاثر العشوائي	5

قائمة الاشكال البيانية

الصفحة	اسم الشكل	رقم الشكل
08	العلاقة بين تكلفة الأموال ونسبة الاقتراض	(1)
09	اطروحة مودجيلياني وميلر في ظل غياب الضرائب	(2)
11	منحنى يبين الهيكل المالي الأمثل حسب نظرية (الوكالة)	(3)

قائمة الملاحق

الصفحة	اسم الملحق	رقم الملحق
45	محدد معدل الضريبة	1
49	محدد الربح والضريبة والرفع	2
52	بيانات رقم الاعمال والربحية والضريبة والرفع المالي	3
55	بيانات صافي الربح وصافي المبيعات ونسبة هامش الربح	4



### مقدمة عامة

تعتبر المؤسسة الاقتصادية العمود الفقري الذي يقوم عليه الاقتصاد الوطني لأي دولة، وبالتالي فتطور هذا الأخير مرتبط بالفعالية الاقتصادية للمؤسسة ومدى قدرتها على توليد الثروات وتحقيق معدلات نمو مرتفعة، إلا أن المؤسسة تواجه العديد من المشاكل ولعل أبرزها إشكالية التمويل خاصة في الجزائر نظرا لقلّة الموارد، أو لصعوبة الحصول عليها حيث أشار العديد من الباحثين الجزائريين إلى أنّ تعثر المؤسسة الاقتصادية الجزائرية يرجع إلى الاختلال في الهياكل المالية الذي يعتبر موضوع من بين أهم القضايا التي نالت اهتمامات البحث العلمي في مجال الإدارة المالية.

ويعتبر الهيكل المالي تركيب المصادر أو مكونات الأموال التي تمثل الجانب الأيسر من الميزانية للمؤسسة، والتي بموجبها يتم تمويل الأصول المتمثلة في الجانب الأيمن للميزانية، حيث يمكن تمويلها من مصادر الأصول المملوكة المتمثلة في رأس المال، الإحتياجات، الفائض غير الموزع وكذلك يمكن تمويلها من الأموال الدائنة المتمثلة في القروض بأنواعها المختلفة والخصوم. تلجأ المؤسسة لتمويل نشاطها إلى مصادر مختلفة من الأموال، حيث تتضمن تلك المصادر كافة العناصر التي يتكون منها جانب الخصوم في الميزانية، سواء كانت تلك العناصر طويلة، متوسطة أو قصيرة الأجل. وهو ما يسمى اصطلاحا بالهيكل المالي، وتكمن الصعوبة التي تواجه المسير ليست البحث عن مصادر التمويل في حد ذاتها والتي تعتبر من مهام الوظيفة المالية، بقدر ما تكمن المشكلة في طريقة المزج بين مختلف مصادر التمويل التي تتميز بالتنوع والتعدد و في بعض الأحيان بالتعقيد، أو كيفية صياغة الهيكل المالي للمؤسسة (إيجاد التوليفة المثلى للأموال الخاصة والديون).

و يطلق مصطلح الهيكل المالي على درجة استخدام المؤسسة لكل نوع من أنواع مصادر التمويل، ويرتبط استخدام القروض بمفهوم الرفع المالي حيث إن تكلفة القروض هي تكلفه تمويلية ثابتة، ولكنها تتمتع بانخفاض العائد المطلوب من قبل المقرضين مقارنة بالتمويل بالملكية، وأيضا بتحقيق وفورات ضريبية ناتجة عن مصروف الفوائد، ولكن رغم انخفاض كلفتها إلا أنها ترفع المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها عوائد المؤسسة بسبب ثبات التكلفة و الزاميتها القانونية وبالتالي يؤثر الهيكل التمويلي على ثروة الملاك من خلال التأثير على القيمة السوقية للسهم.

ان موضوع الهيكل المالي من المواضيع الأساسية والمعقدة في مجال التسيير المالي، وقد مر هذا الأخير بعدة مراحل تنظيرية، فمنذ العمل الذي قام به الباحثين Modigliane et Miller ونظرية الهيكل المالي تشهد تطورات ملحوظة حيث اكتسب هيكل التمويل أهمية كبيرة بعد ظهور افتراض Modigliani et Miller سنة 1958 ونجد ان النظريات التقليدية اهتمت بالوصول الى وجود هيكل مالي أمثل من عدمه، لتظهر فيما بعد النظريات الحديثة والمتمثلة أساسا في نظرية الإشارة ونظرية الالتقاط التدريجي، لتثبت ان هيكل المالي للمؤسسة هو ناتج عن السلوك التمويلي الذي يتبعه مسيرها.

اذ ان النظريات الحديثة هي الأكثر تفسيراً للهيكل المالي في المؤسسات الاقتصادية، والمعلوم ان الهيكل المالي له تأثير على قيمة المؤسسة، بحيث كلما اعتمدت المؤسسة حسب بعض الباحثين على الاستدانة كلما ارتفعت قيمتها السوقية، في حين يرى

باحثون آخرون انه لا يوجد تأثير للهيكل المالي على قيمة المؤسسة .وفي هذه الدراسة سوف نختبر العوامل المؤثرة في هيكل التمويل.

### الإشكالية:

من خلال ما سبق فإن الإشكالية التي نسعى لمعالجتها من خلال بذه الدراسة تتمثل أساسا في الإجابة على السؤال

التالي:

هل توجد علاقة بين عناصر المحيط المالي لشركات المساهمة الجزائرية والتغيرات التي تطرأ على تركيبها المالي خلال الفترة 2010- 2017 ؟ وفي ظل هذا التساؤل الرئيسي ، وضمن سياق الإجابة عنه يمكننا طرح التساؤلات الفرعية التالية:

- ما مدى تأثير الربحية على الرفع المالي؟
- ما مدى تأثير معدل النمو المؤسسة على الرفع المالي ؟
- ما مدى تأثير الضريبة على الرفع المالي ؟

### الفرضيات:

تم صياغة فرضيات البحث بناء على الإشكالية المطروحة كما يلي:

- تؤثر الربحية على الرفع المالي؟
- يؤثر معدل النمو المؤسسة على الرفع المالي ؟
- تؤثر الضريبة على الرفع المالي ؟

### أسباب اختيار الموضوع :

تتمثل أهم الأسباب التي جعلتنا نختار الموضوع والبحث فيه ما يلي:

1. موضوع البحث مطابق للتخصص؛
2. الرغبة الذاتية في البحث في مواضيع التسيير المالي؛
3. تعد مسألة تمويل المؤسسة ودراسة وتقييم هيكلها التمويلي من بين المواضيع الحساسة .
4. القيمة العلمية والعملية التي يحظى بها هذا الموضوع .

### أهداف الدراسة:

يهدف البحث إلى تحقيق ما يلي:

- يعتبر موضوع الهيكل المالي من أهم القضايا التي نالت اهتمام البحث العلمي من أجل تفسير السموك؛ التمويهي للمؤسسة الاقتصادية؛
- التعرف على أهم المصادر التمويلية المتاحة للمؤسسة الاقتصادية؛
- اختبار العلاقة بين ( الحجم ، المردودية المالية ، النمو ، العائد على الاصول ) والهيكل المالي للمؤسسات الاقتصادية .
- تساهم هذه الدراسة من خلال فهم عناصر المحيط المالي التي تفسر الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية
- اثر المكنبة الوطنية الجزائرية

### مرجعية الدراسة:

- على مستوى الجانب النظري اعتمدنا على أهم الدراسات ، الأطروحات العلمية ومجموعة من الكتب الأساسية على مستوى المكتبات الوطنية ، أما على المستوى التطبيقي سنعمد على جمع البيانات المالية من خلال الميزانية وجدول حسابات ، و بناء على معطيات وبيانات التقارير السنوية وقاعدة المعطيات ؛ و حساب النسب المالية المتعلقة بمتغيرات الدراسة من خلال البيانات المالية السنوية للشركات

### صعوبات البحث:

- ونشير إلى مجموعة من الصعوبات التي واجهتنا أثناء إعداد هذا البحث، ونذكر منها:
- صعوبة الحصول على المعلومات اللازمة.
  - فترة تميزه بانتشار جائحة كورونا وما نتج عنه من عدم استشارة الاستاذ المشرف بطريقة مباشرة
  - قلة المراجع نتيجة غلق المكتبة

### هيكل البحث :

سعيًا منا لإنجاز البحث والاجابة على اشكاليته، قمنا بتقسيم البحث الى فصلين، حيث سنتناول في الفصل الأول منها الجانب النظري من اجل الفهم الجيد للموضوع ومراجعة الأبحاث والدراسات العلمية السابقة للوقوف على النتائج المتوصل اليها، وفي حين سنتطرق في الفصل الثاني الى الجانب التطبيقي، وذلك لصحة الفرضيات او نفيها بالاعتماد على عينة من المؤسسات .

الفصل الأول:

الإطار المفاهيمي للهيكل المالي

## المبحث الأول : مفاهيم أساسية حول الهيكل المالي

### تمهيد:

عتبر الهيكل المالي من أهم الجوانب التي يهتم بها أصحاب المصالح داخل المؤسسة من مساهمين ومسيرين ، لما لها من تأثير على استقرار المؤسسة من الجانب المالي ، وضمان عدم تعرضها للإفلاس . كما انه أي موضوع الهيكل المالي من أهم المواضيع التي نالت اهتمام البحث العلمي في مجال الإدارة المالية.

وباعتبار المؤسسة مركز للقرارات فإنها تقوم على جملة من القرارات المالية الخاصة ، والتي تتوفر على جملة من المصادر التمويلية التي تستدعي المفاضلة بينها والتي تقع على عاتق المدير المالي باختيار مصادر التمويل المناسبة في ضوء العائد المطلوب والخطر الممكن قبوله منها ، لتكوين هيكل مالي أمثل والذي يفسر السلوك التمويلي لها في ظل إتباع سياسة تمويلية محددة من طرف المؤسسة.

حيث يتكون الهيكل المالي من مصادر تمويل داخلية ، وأخرى خارجية وان اختيار إحدى تلك المصادر من طرف المؤسسة يتركز على عدة معايير ومن أهمها التكلفة ، فمصدر التمويل الأقل تكلفة عادة هو ما يستخدم أولاً.

## المبحث الأول : مفاهيم أساسية حول الهيكل المالي

يهدف هذا المبحث إلى التعرف على أهم الأسس النظرية المتعلقة بالهيكل المالي.

### المطلب الأول : تعريف الهيكل المالي

توجد عدة تعارف للهيكل المالي نذكر منها مايلي:

— يعرف الهيكل المالي بأنه تلك التوليفة بين الأموال الخاصة والقروض التي تستعملها المؤسسة في تمويل استثماراتها<sup>1</sup>.

— يعرف الهيكل المالي بأنه عبارة عن مجموعة من القنوات التمويلية إما في شكل أموال قادمة للشركة من مصادر مختلفة سواء مالكي المؤسسة ( المساهمين ) أو الغير على شكل قروض بكافة أنواعها وأيضا مجموعة قنوات استخدام الأموال من استثمارات وأصول ثابتة ومستلزمات سلعية وغيرها وبقاء جزء على شكل أصول سائلة<sup>2</sup>.

يتضح من التعريفات السابقة أن هيكل التمويل يتكون من: أموال ملكية - أي الأموال التي يتم الحصول عليها من مالكي المؤسسة - ومصادرها هي: الأسهم ، والأرباح المحتجزة والاحتياطيات النقدية ، أموال مقترضة وهي التي يتم الحصول عليها عن طريق القروض التي تحصل عليها المؤسسة ، ومن أنواعها الائتمان التجاري ، والقروض المصرفية القصيرة الأجل والقروض طويلة الأجل والسندات التي تصدرها المؤسسة كنوع من القروض طويلة الأجل .

وتجدر الإشارة إلى أن هناك فرق بين المصطلحين التاليين : الأول الهيكل المالي والذي يظهر كيفية قيام المؤسسة بتمويل أصولها المختلفة ، والثاني هيكل رأس المال والذي يعرف بالتمويل الدائم للمؤسسة والذي يتكون عادة من القروض طويلة الأجل والأسهم الممتازة وحقوق الملكية ، ويستبعد جميع أنواع الائتمان قصير الأجل ، وعلى هذا الأساس فإن هيكل رأس المال يعتبر جزءا من الهيكل المالي للمؤسسة .

### المطلب الثاني : مكونات هيكل المالي

يعبر الهيكل المالي للمؤسسة الصورة التي تعكس مصادر التمويل لمختلف أصولها وتتخذ مصادر التمويل تصنيفات عديدة من كاتب لآخر وتبعاً لمعاري الملكية والمدة ويعتبر التمويل من الوظائف البالغ الأهمية في مختلف المؤسسات الاقتصادية ,ويمكن تقسيم المصادر التمويلية المتاحة للمؤسسات من حيث المصدر إلى نوعين

— حقوق الملكية

— الأموال المقترضة

<sup>1</sup> Harold Bierman, The capital structure decision, Kluwer Academic Publisher, Massachusetts, 2003, P01

<sup>2</sup> أبو الفتوح علي فضالة، الهياكل التمويلية، دار الكتب العلمية للنشر والتوزيع، أمبابة، 1994 ، ص 38

## • حقوق الملكية

هي مصادر خاصة بالمؤسسة في حد ذاتها أي تمتلكها وتعد أموال الملكية المصدر الأول لتمويل المؤسسة كما أنها تعتبر القاعدة التي تستند عليها المؤسسة في عملية الاقتراض ويمكن ان تكون الأموال الملكية ذات مصدر داخلي ( التمويل الداخلي الذاتي ) او خارجي ( الاسهم )

### ◀ التمويل الداخلي (الذاتي)

- يعرف التمويل الداخلي (الذاتي) على انه " مصدر من مصادر أموال الملكية تستخدمه المؤسسة الاقتصادية في تمويل احتياجاتها ، ويعتبر مؤشر على صحتها المالية ، وذلك بقياس مدى قدرتها على تمويل نفسها بنفسها دون اللجوء إلى مصادر خارجية<sup>1</sup>.

و يدخل ضمن التمويل الداخلي كل من الفائض النقدي الصافي مطروحا منه الأرباح الموزعة ، وبما أن الفائض النقدي الصافي يشمل النتيجة الصافية مضافا لها الاهتلاكات والمؤونات ، فإنه يمكن حساب التمويل الداخلي انطلاقا من:

**التمويل الذاتي = مخصصات الاهتلاكات + المؤونات + الأرباح غير الموزعة ( المحتجزة )**

من خلال الصيغة أعلاه يمكن التعرف على مكونات التمويل الذاتي باعتباره موردا ماليا سنويا متجددا وتتمثل مكونات التمويل الذاتي أساسا في: الاهتلاكات، المؤونات ، الأرباح المحتجزة

### - الاهتلاكات :

يعرف الاهتلاكات على أنه تلك المبالغ السنوية المخصصة لتعويض النقص التدريجي الذي يحدث بصورة فعلية أو معنوية على عناصر الاستثمارات التي تتدهور قيمتها مع مرور الزمن ، نتيجة للاستعمال أو التلف أو التقادم التكنولوجي<sup>2</sup>. ولقد عرف الاهتلاك حسب النظام المحاسبي و المالي كالتالي:

الاهتلاك هو استهلاك المنافع الاقتصادية المرتبطة بأصل عيني أو معنوي ، ويتم حسابه كعبء إلا إذا كان مدججا في القيمة المحاسبية لأصل أنتجه الكيان لنفسه<sup>3</sup>.

ويكمن دور الاهتلاك في التمويل الذاتي في وظيفتين اساسيتين

أ- استرداد الأموال التي استثمرت بقصد تجديد القدرة الإنتاجية للمؤسسة أي أن الغاية الأساسية هي عدم فقدان رأس المال المستثمر.

<sup>1</sup> Christine Collet, Chris Dauw . vade-mecom du Financement des PME, Groupe de Book larier,

<sup>2</sup> أحمد بوراس ، تمويل المنشآت الاقتصادية ، دار العموم لمنشر ، عناية ، 2000 ، ص 28 – 29

<sup>3</sup> المادة 07-121 من القرار الصادر بالجريدة الرسمية بتاريخ 25 مارس 2009

ب- إن إعادة الاستثمار مخصصات الاهتلاك يساهم مساهمة فعالية في زيادة القدرة الإنتاجية للمؤسسة. حيث انه عند احتساب قسط الاهتلاك السنوي يتم حجز المبالغ السنوية ، لذلك تبقى تحت تصرف المؤسسة كتمويل ذاتي لا يخضع للضريبة ولهذا فإنه كلما زادت مخصصات الاهتلاك انخفض مطروح الضريبة وأدى ذلك إلى تدعيم قدرة المنشأة على التمويل الذاتي.

### - المؤونات :

تعرف المؤونة بانها " النقص المحاسبي الملاحظ في أحد عناصر الاصول الناتج عن أسباب آثارها غير قابلة للنفي ، فهي الانخفاض في قيمة أحد عناصر الأصول وهي مؤونة تدهور القيمة ، أو الارتفاع في قيمة أحد عناصر الخصوم في المستقبل وتسمى في هذه الحالة مؤونة الأعباء والخسائر " <sup>1</sup>

كما تعرف على أنها انخفاض غير عادي في قيمة الأصول و على المؤسسة أن تسعى لتفادي الانخفاض . وذلك احتراماً لمبدأ الحيطة والحذر وتكوين هذه المؤونات مقيدة بعدة شروط منها

- ان تكون أسباب إنخفاض قيمة الأصل المعني قد نشأت خلال نفس السنة.

- أن يكون وقوع هذا النقص محتملاً

- أن يكون تقدير هذا النقص موضوعي .

في حالة وقوع الخسائر بالفعل خلال دورة الاستغلال ، فان المؤسسة تواجه هذه الخسائر ، اما في حالة عدم وقوع هذه الخسائر المحتملة فان هذه الأموال تبقى تحت تصرف المؤسسة ، و بالتالي في نهاية الدورة المالية تنتقل إلى الإحتياطات و هذا بعد طرح نسبة الضريبة منها و تبقى لدى المؤسسة حيث تدخل ضمن التمويل الذاتي لها .

### - الأرباح المحتجزة :

و تعتبر الأرباح المحتجزة من مصادر التمويل طويلة الأجل الداخلية وليس كبقية المصادر الأخرى ، حيث هي ذلك الجزء من الأرباح الذي حصلته المؤسسة وقررت احتجازه وعدم توزيعه على المساهمين وهذا بهدف استخدامه في تمويل استثمارات مستقبلية ، وهي تختلف عن الإحتياطات الإجبارية وتعدّ جزءاً من حقوق الملكية ، كما تتأثر هذه الأرباح بسياسة توزيع الأرباح في المنشأة <sup>2</sup>،

<sup>1</sup> , Paris, 2003, P Madeleine Asdrubal, Gérard Gaboriaud, comprendre et utiliser la comptabilité, Educagri

147

<sup>2</sup> منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل ، الجزء الثاني ، منشأة المعارف ، الإسكندرية ، مصر ، 1998 ، ص 82

كما تستخدم الأرباح المحتجزة لإجراء أي توزيعات على المساهمين في الحالات التي لا يتم فيها تحقيق أرباح ، أو يتم فيها تحقيق خسائر ، كما تعمل على دعم وتقوية المركز المالي للمؤسسة ، حيث ترفع من نسبة حقوق الملكية إلى الافتراض بشكل يؤدي إلى رفع القدرة الافتراضية لها<sup>1</sup>.

### • الأموال المقترضة

إضافة إلى إمكانية توفير المنشأة لما تحتاجه من أموال عن طريق المصادر الداخلية، فإن بإمكانها توفير الأموال كذلك من المصادر الخارجية أي مصادر التمويل المقترض ، منها ماهو قصير الأجل ومنها ماهو طويل الأجل<sup>2</sup> .

#### - القروض المصرفية قصيرة الأجل

يقصد بالتمويل قصير الأجل هو ذلك النوع من القروض الذي يستخدم غالب لتمويل العمليات التشغيلية (دورة الاستغلال) التي تقوم بها المؤسسات ، أي أن هذا التمويل لا تزيد مدته عن السنة الواحدة<sup>3</sup>. فالمؤسسات عموماً لما تلجأ إلى مصادر التمويل قصيرة الأجل كمصدر لتمويل العمليات الجارية ، فإنها ملزمة بسداد الدين خلال مدة زمنية لا تزيد عن السنة الواحدة

وتنقسم مصادر التمويل قصير الأجل إلى نوعين أساسيين وهما

#### - الائتمان التجاري - الائتمان المصرفي

### أولاً : الائتمان التجاري

يعرف الائتمان التجاري بأنه عبارة عن تسهيلات الائتمانية التجارية التي يقدمها الموردون لعملائهم عند الشراء، وتمثل في سداد قيمة مشترياتهم وفقاً لشروط يحددها المورد أو الدائن ، وغالباً ما تكون هذه التسهيلات مضمونة اعتماداً على سمعة العميل ومركزه الائتماني ويظهر بند الموردين أو الدائنين بميزانية المؤسسة قيمة المدفوعات المستحقة على المؤسسة ممثلة في شكل البضاعة التي تم شراؤها ولم يتم سداد قيمتها حتى نهاية السنة المالية للمؤسسة<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> محمد شعبان، "نحو اختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الاقتصادية" (دراسة حالة المجمع الصناعي صيدال ) ، مذكرة مقدمة لنيل شهادة

الماجستير في علوم التسيير غير منشورة ، جامعة أمحمد بوقرة ، بومرداس ، 2010 ، ص 08 .

<sup>2</sup> د.أحمد صلاح عطية ، محاسبة الإستثمار والتمويل في البنوك التجارية ، الزقازيق: الدار الجامعية للنشر ، 2002-2003 ، ص 160

<sup>3</sup> علي عباس ، الإدارة المالية ، إثراء للنشر والتوزيع ، عمان ، الأردن، 2008 ، ص 257 .

<sup>4</sup> دريد كمال آل شبيب ، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة ، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة ، عمان ، 2007 ، ص 118

## ثانيا : الائتمان المصرفي

يعرف الائتمان المصرفي بأنه يتمثل في القروض (السلفيات) التي يتحصل عليها المستثمر أو المؤسسة من البنوك ويلتزم بسدادها خلال فترة زمنية معينة لا تزيد عادة عن سنة واحدة، والقاعدة العامة الائتمان المصرفي قصيرة الأجل يستخدم في تمويل الأغراض التشغيلية للمؤسسة، ويستبعد استخدامه في تمويل الأصول الثابتة<sup>1</sup> ويوجد نوعان من الائتمان المصرفي الائتمان الخاص والائتمان العام<sup>2</sup>

- ✓ **الائتمان الخاص** : وهو الذي يكون فيه متلقي الائتمان فردا أو شركة أو مؤسسة , أي ان المتلقي الائتمان هو احد افراد القانون الخاص , سواء كان فردا طبيعيا أو شخصية معنوية .
- ✓ **الائتمان العام** : وهو الذي يكون المتلقي الأئتمان هو الدولة أو شخصا معنويا من شخصياتها , كالبلديات والمجالس المحلية والولايات .

### - القروض المصرفية الطويلة الأجل

وتعرف بأنها تمثل نوعا من القروض التي تلتزم المؤسسة عند الحصول عليها بسداد كل من اصل القرض والفائدة المستحقة في تاريخ معين , وتخضع عملية في هذه الحالة لشروط الاتفاق ما بين المؤسسة والمقترض وذلك فيما يتعلق بمعدل الفائدة , تاريخ الاستحقاق وأسلوب السداد , وتتراوح فترة الاقتراض عادة ما بين ثلاث الى خمسة عشر عاما , وتحصل المؤسسة على هذا النوع من القروض من المؤسسات المالية المختلفة كالبنوك , شركات التأمين أو بعض الهيئات العامة<sup>3</sup>.  
ومن اهم مميزاتة للقروض طويلة الاجل السرعة والمرونة وذلك لكونه يتم وفق مفاوضات مباشرة بين المقرض والمقترض دون تدخل أي وسيط، مما يسرع عملية حصول المؤسسة على تمويل، إضافة الى السهولة والبساطة النسبية لإجراءاتها , و يتضمن العقد المبرم شروط تتعلق بالجوانب التالية:

- قيمة القرض و معدل الفائدة المستحق عليه وتاريخ إستحقاقه
- الرهونات المرتبطة بالقرض.
- فترة السماح المرتبطة بالقرض و الجدول الزمني لسداد أعباء القرض.
- أوجه الإستخدام التي سيخصص لها القرض

<sup>1</sup> رايح خوني ، رقية حساني ، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومشكلات تمويلها، دار اينترناك للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2008 ، ص 132 - 133

<sup>2</sup> سيف هشام صباح الفخري ، الائتمان المصرفي ودور التوسع الائتماني في الازمات المصرفية ، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم المالية والمصرفية ; جامعة حلب ، سوريا ، 2009 ، ص 2

<sup>3</sup> محمد صالح الحناوي واخرون ، اساسيات ومبادئ الادارة المالية ، المكتب الجامعي الحديث دون رقم الطبعة، الاسكندرية ، مصر ، 2007 ، ص

إن أسباب اختيار التمويل بواسطة القروض طويلة الأجل يعود إلى الصعوبات التي تواجهها الشركة في إصدار أسهم جديدة أو عدم إمكانيتها في الحصول على مصدر تمويل مناسب ، و في بعض الأحيان يشكل هذا النوع من الاقتراض اقل تكلفة من المصادر الأخرى على اعتبار أن الفائدة على القرض و العمولة المدفوعة تخفض من الربح الخاضع للضريبة أي توفر الميزة الضريبية لمثل هذا النوع من مصادر الأموال ، مع الإشارة إلى وجود عوامل محددة لمبلغ القرض و خاصة في حالة عدم توفر الضمانات الكافية لتغطية مبلغ القرض أو لمحدودية قدرة المقترض على تسديد الالتزامات المترتبة عليه<sup>1</sup>

<sup>1</sup> دريد كامل آل شبيب ، مبادئ الإدارة المالية ، دار المناهج للنشر ، عمان الأردن ، 2009 ، ص 13

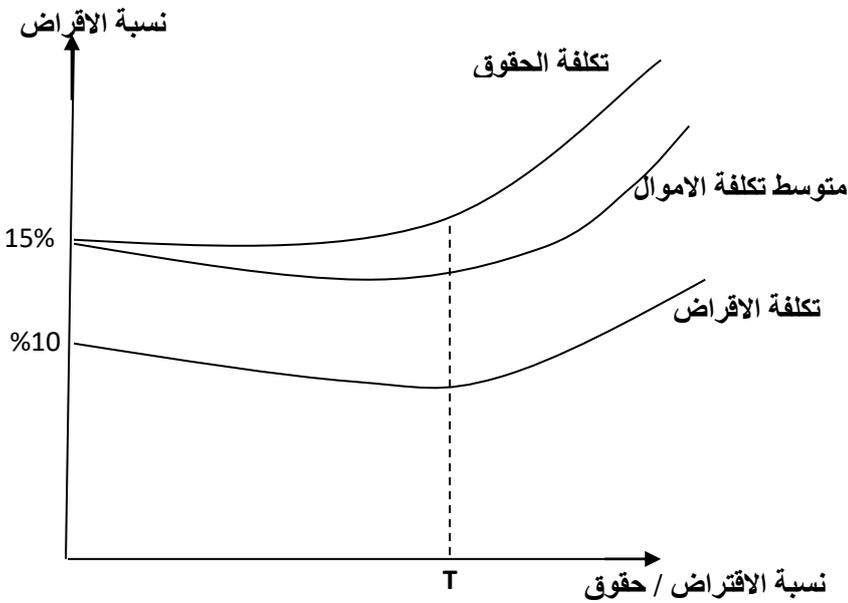
## المطلب الثاني : النظريات المفسرة للهيكال المالي

في بداية الخمسينيات بدأت تتشكل وتتلور دراسات حول امكانية وجود هيكل مالي امثل, وكان يقصد بامثلية الهيكل المالي هو امكانية اختيارها لنسبة تمويل معينة بين كل من الاموال الخاصة والديون وبالشكل الذي يؤدي الى تدنية تكلفة رأس المال الى اقصى حد ممكن , وتوجد عدة نظريات مالية مفسرة للهيكال المالي إلا أننا في هذا المطلب سوف نتطرق للنظريات التالية

- النظرية التقليدية
- النظرية موديجلياني وميلر
- النظرية الحديثة

### • النظرية التقليدية :

ترى نظرية التقليدية أن تكلفة الأموال تنخفض مع زيادة نسبة الاقتراض ، إلى أن تصل تلك النسبة إلى النقطة معينة بعدها تأخذ تكلفة الأموال في الارتفاع ونسبة الرفع المالي التي تقابل نقطة الانعطاف تلك بالمزيج الأمثل لهيكل رأس المال، حيث تكون تكلفة رأس المال في أدنى قيمة لها ، والمؤسسة في أعلى قيمة لها كما ترى نظرية التقليدية ان تكلفة التمويل المقترض تظل ثابتة لمستويات عالية من الرفع المالي , الا ان هذه الكلفة سوف تبدأ بالارتفاع التدريجي كلما تجاوزت الشركة الحدود المقبولة من الرفع المالي المتعارف عليها.



المدخل التقليدي

الشكل (1) العلاقة بين تكلفة الأموال ونسبة الاقتراض

المصدر:

منير إبراهيم هندي

الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل

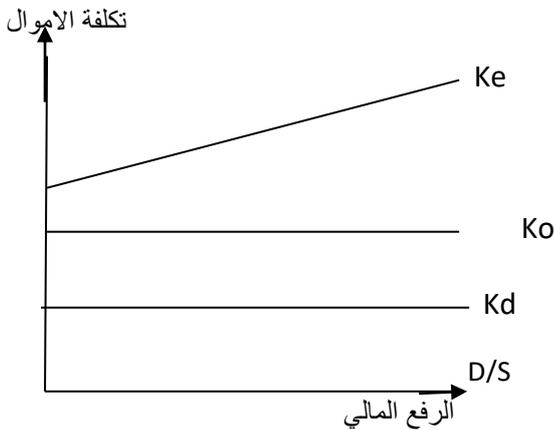
ص 54

• النظرية مودجيلياني وميلر

يرى هذان الاقتصاديان أنه لا وجود لهيكل مالي أمثل، حيث أن تكلفة رأس المال وقيمة المؤسسة مستقلتان عن هيكلها المالي، ففي ظل تواجد سوق مالية كفؤ ، وغياب الجباية يوجد تكافؤ بين مختلف أنماط التمويل ، وقد بنيت نظريتهما على ما يسمى ب"التحكيم." نميز في هذه النظرية بين حالتين: حالة وجود الضرائب وحالة عدم وجودها

- المرحلة الأولى عام 1958 م، مرحلة عدم وجود ضريبة

الدراسة الرائدة المقدمة من طرف " مودجيلياني " و " ميلر " سنة 1958 في ظل عالم لا يخضع فيه دخل المؤسسة للضريبة وهذا معناه أن قيمة المؤسسة مستقلة عن الهيكل المالي لها ، وبالتالي فتكلفة الأموال ثابتة لكل المؤسسات المتماثلة المخاطر ، فلو كانت هناك مؤسستين واحدة تعتمد في تمويلها كلياً على مصادر التمويل الداخلي والمؤسسة الأخرى تعتمد على مصادر التمويل الداخلي إضافة إلى مصادر التمويل الخارجي وكلا المؤسستين تنتمي لنفس فئة المخاطر ، فالقيمة السوقية لكليهما متساوية ، وإذا حدث وارتفعت القيمة السوقية لإحدهما فعملية الترجيح كفيلة لإعادة التوازن بين المؤسستين.



شكل ( 2 ) اطروحة مودجيلياني وميلر في ظل غياب الضرائب

المصدر سمير محمد عبد العزيز

التمويل واصلاح الخلل الهياكل المالية

1997 ص 238

يتضح لنا من خلال الشكل أعلاه أنه يمكن تبني أي هيكل مالي ولكن ذلك لا يؤثر على تكلفة الأموال وبالنتيجة على

قيمة المؤسسة

- المرحلة الثانية عام 1963 م، مرحلة وجود ضريبة

بعد صدور المقال التصحيحي سنة 1963 بين أنه في ظل خضوع دخل المؤسسة للضريبة تكون القيمة السوقية للمؤسسة التي تعتمد في التمويل الداخلي إلى جانب مصادر التمويل الخارجي ، أكبر من القيمة السوقية لمؤسسة مماثلة تعتمد على مصادر التمويل الداخلي فقط ، ففوائد القروض تعتبر من بين المصروفات التي لا تحتاج للضريبة ، وبالتالي للمؤسسة التي يحتوي هيكل مالها على القروض تستفيد من وفورات ضريبية ، ويبدو أنه في حالة وجود فرق بين القيمة السوقية للمؤسسة لا يجب أن نزيد أو ننقصها عن القيمة الحالية للوفورات الضريبية المحققة ، وفي حالة زيادة أو نقصان هذا الفارق فعملية المراجعة كفيلة بإعادة التوازن بين قيمة المؤسستين ويكون الهيكل المالي الأمثل والذي يكون فيه نسبة الاقتراض أكبر ما يمكن ومع إدخال ضرائب دخل الشركات في التحميل ، تصبح أرباح المؤسسة كما يلي:

$$X_t = x - t ( x - kad )$$

## • النظرية الحديثة

ظهرت عدة نظريات حديثة لهيكل رأس المال حاولت تفسير سلوك الهيكل المالي للشركة وهيكل رأس المال والأسباب التي دعت الى ظهور هذه النظريات هي<sup>1</sup>

- تكاليف الوكالة , حيث يقوم المقرض برقابة انشطة الشركة.
  - زيادة احتمالية الافلاس , نتيجة الالتزامات بالقرض .
  - الكلفة المتعلقة بحصول المديرين على المعلومات أكثر عن مستقبل الشركة .
- ان هذه النظريات هي نظرية الوكالة . نظرية التبادل , نظرية الاشارة , نظرية الالتقاط , نظرية التوقيت

## ◀ نظرية الوكالة :

وتعرف الوكالة هي عقد يقوم بموجبه شخص يدعى الموكل باللجوء الى شخص اخر يدعى الوكيل من اجل القيام بمهمة معينة نيابة عنه وباسمه ، فيما يتعلق بالمؤسسية هذه العلاقة توجد بين الملاك او المساهمين او المسيرين حيث يتم التنازل عن جزء سلطاتهم الا ان هذه العلاقة تتميز بالتعارض حيث يحاول كل منهما تعظيم منفعته على حساب الاخر ، وتنطلق هذه النظرية من فرضتين ، الأولى ليس بالضرورة ان تكون اهداف الملاك متطابقة ، والثانية ان المتعاملين ليس متساوين في الحصول على المعلومة المتعلقة بالمؤسسة<sup>2</sup> ، وعلاقة الوكالة تقود الى صنفان من التكاليف هم :

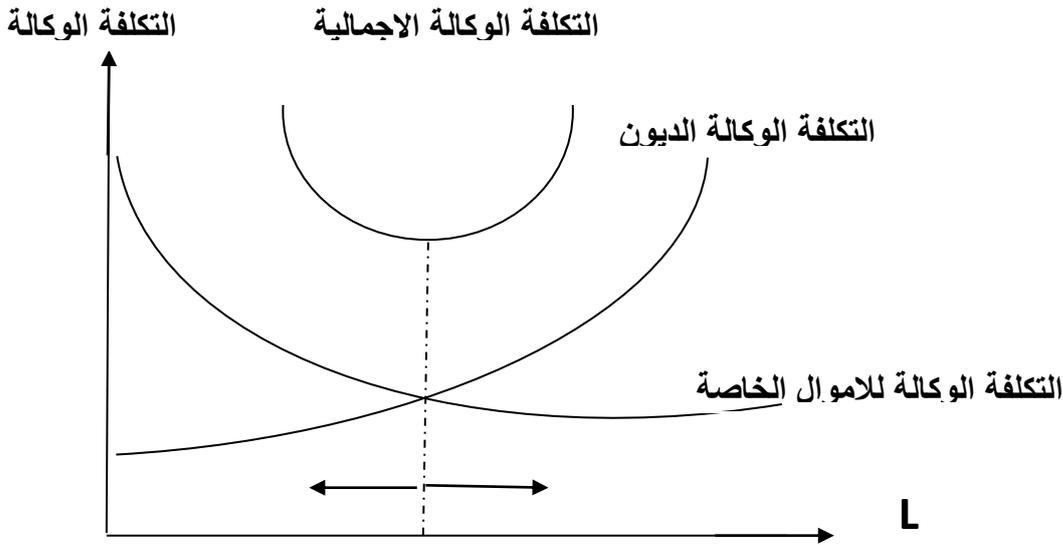
**تكاليف وكالة الديون :** وتكون ناجمة عن تعارض المصالح بين المساهمين والدائنين ، وقد تتمثل في خسائر الناجمة عن تأثير القرارات الاستثمارية للمؤسسة التي يتحملها الدائنون على قرارات الإدارة أو تكاليف الإفلاس وإعادة التنظيم

**تكاليف الوكالة الأموال الخاصة :** تنتج من تعارض المصالح بين المساهمين والمسيرين ، بحيث يتحملها المساهمون من أجل ردع تصرفات المسيرين والحد من انحرافات التسيير مثلا تحويل الموارد للمنافع الشخصية على حساب مصلحة الملاك

وتحاول هذه النظرية تفسير سلوك المتعاملين بتمويل المؤسسة ومحاولة ملاحظة تأثير سلوكهم على تحديد هيكل التمويل الهيكل المالي الأمثل في ظل وجود تكاليف الوكالة أي حسب نظرية الوكالة فإن الهيكل المالي الأمثل ينتج عن تحكيم مرضي بين أنماط التمويل المختلفة التي تسمح بحل إشكالية تضارب المصالح بين الأطراف المهتمين بمستقبل وحياة المؤسسة ، وذلك باعتبار الاستدانة والأموال الخاصة تحد من بعض الصراعات وفي ذات الوقت تثير أخرى، بحيث يسمح هذا الهيكل الأمثل بتعظيم القيمة الإجمالية للمؤسسة

<sup>1</sup> أ، د، صبيحة قاسم هاشم نظريات هيكل التمويل الحديثة , مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية , كلية الادارة والاقتصاد ; جامعة بغداد المجلد 21 العدد 83 سنة 2015

2 الياس بن ساسي ويوسف القريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية)، دروس وتطبيقات، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع الأردن، 2011، ص418،



### الشكل (3) منحني يبين الهيكل المالي الأمثل حسب نظرية الوكالة<sup>1</sup>

ويتضح من خلال الشكل أنه كلما زادت نسبة الاستدانة انخفضت معها تكلفة الوكالة بالنسبة للأموال الخاصة بالمقابل ارتفاع نسبة الوكالة الديون

#### ← نظرية الإشارة :

ظهرت نظرية الإشارة كحالة خاصة من نظرية الوكالة<sup>2</sup> وذلك لما تقدمه هذه الأخيرة من حلول لتضارب المصالح بين أطراف المؤسسة من المساهمين ومسيرين ومقرضين, حيث يكون لتلك الحلول تأثير على سوق الأوراق المالية وبصفة خاصة في حالة اتصافه بحالة من عدم الكفاءة التامة, أي عندما يتمتع السوق بمستوى معين من الكفاءة وتتجسد فكرة الإشارة في ارسال ادارة المؤسسة لرسائل او اشارات معينة تؤدي ترجمتها من قبل جمهور المستثمرين الى معرفة اداء المؤسسة , وتكون تلك الاشارات عبارة عن قرارات مالية حقيقية وليس مجرد سر او تصريح مضلل كما يعتقد الكثير<sup>3</sup>, وتكون الإشارة المستعملة بأشكال عديدة , إذ يمكن أن تكون صورة أو وصفا لتكلفة رأس المال , سياسة توزيع الأرباح , أو

1 Ziane Ydriss" La structure d'enellment des Petites et moyennes entreprises finnoises : une étude sur donnes de panel", www.univ orlens. Fr/dog / GDRecofi /Actif/ doclyon /ziane.pdf.cosulté.

2 Corynne Jaffeux , Signal et efficacité des marchés , Impact d'une notation lors de l'émission de billets de trésorerie sur le marché a règlement mensuel , 2nd afir colloquium , 3 , 1991

3 عبد الوهاب دادن, الجدال القائم حول هياكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مجلة الباحث, العدد 7 جامعة ورقلة 2010/2009

أيضا اللجوء إلى أوراق مالية معقدة أو إلى شروط خاصة في مختلف أشكال التركيب المالي<sup>1</sup>, فهذه الإشارة تعطي دلالة على ان المؤسسة في مستوى عالي من الكفاءة ام لا , وبالخصوص اذا تعلق الامر بمستوى المديونية , مما يظهر ان المؤسسة تتمتع بعامش امان وبإمكانها الاعتماد على الاستدانة والمناورة من اجل تحقيق الارباح .

### ← نظرية التبادل :

تسمى بنظرية المبادلة أو النظرية القائمة على اساس الضرائب أذ برهن كل من الباحثين موديجيلاني وميللر بأن قيمة الشركة تزداد بشكل مستمر كلما زادت نسبة التمويل المقترض في هيكل رأس المال , وذلك بسبب ما يوفره تمويل من إمكانية لتحقيق الوفر الضريبي , اذ ان الفوائد تظهر ككلفة في كشف الدخل , الأمر الذي يؤدي إلى تخفيض كلفة رأس المال , ومن ثم الوصول إلى أعلى قيمة للسهم في سوق الاوراق المالية , ومن الانتقادات التي وجهت الى مودكمياني وميمر بأنهم تجاهلو الأنواع الأخرى من كلف التمويل المقترض والتي تؤدي إلى انخفاض قيمة الشركة والمتمثلة بكلف العسر المالي وكلف الوكالة والافلاس<sup>2</sup> ووفق نظرية التبادل فأن مديري الشركات يبتعدوا عن إصدار الأسهم إذا ما تأكدوا أن قيمة هذه الأسهم هي اقل من قيمتها في السوق ,

واحدة من العديد من الأهداف التي يريدها المدراء هو تعظيم ثروة المساهمين , وهذا يعتمد على عدة قضايا مثل انخفاض كلفة رأس المال , وتوليد المنافع أو الفوائد الضريبية من تمويل الديون, وتقليل كلف الوكالة وما إلى ذلك ليتم تحديد كل هذه القضايا من اجل الوصول إلى نقطة هيكل رأس المال الامثل.

### ← نظرية الالتقاط :

تعد نظريات التمويل التسلسلي من بين النظريات الحديثة التي تحاول شرح السلوك التمويلي للمؤسسة والتي ظهرت في منتصف الثمانينات من القرن العشرين, اذ تتعلق بتصنيف وترتيب مصادر التمويل حسب افضليتها. يتم التعرف على هذه النظرية من خلال النماذج التي بنيت عليها والمتمثلة فيما يلي

### نموذج Myers et Majluf

ظهرت اول تطورات نظرية (POT) على يد Majluf et Myers, 1984 , فبحسب هذا النموذج يصلح التمويل التسلسلي في حال كون تكاليف اصدار اسهم جديدة أكبر من تكاليف الاعتماد على الاستدانة وبالتالي فان المؤسسة تمول استثماراتها اولا بالتمويل الذاتي, ثم تلجأ للاستدانة وفي الأخير تصدر اسهم جديدة<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> Samira Rifki, Abdessadeq Sadq (2001), «Un essai de synthèse Des débats théoriques à propos de la structure financière Des entreprises», In revue du financier, N°31, P18

<sup>2</sup> أ, د, صبيحة قاسم هاشم نظريات هيكل التمويل الحديثة , مجلة العلوم الاقتصادية والادارية , كلية الادارة والاقتصاد ; جامعة بغداد المجلد 21 العدد 83 سنة 2015

<sup>3</sup> Samah Ouni ,La relation entre les notations de crédit et la structure du capital dans le contexte de la théorie de trade off et de Packing Order, Mémoire de fin d'études Pour l'obtention du diplôme de Mastère , non publié, Université de tunis,2004, p20

### نموذج Williamson

ظهر سنة 1988 ويقوم على افتراض ان مختلف الأطراف الاقتصاديين في المؤسسة ( مساهمون، مسيروون ، مقترضون ) لديهم رشادة اقتصادية محدودة، وأنهم يستطيعون تغيير سلوكهم ليصب في مصلحتهم عند انتهاء العقد ، وبالتالي فان مصادر التمويل تعتبر وسيلة لتحقيق اهداف هؤلاء المتعاملين .

بحيث وحسب الباحث يتم اختيار مصدر التمويل حسب خصوصية الأصل المراد تمويله ، فاذا كان الامر يتعلق بتمويل اصل خاص تفضل المؤسسة الرفع في راس المال على الاستدانة؛ اما اذا كان الاستثمار يتمثل في اصل غير خاص فتلجأ تستعمل الرفع من راس المال الا بشكل استثنائي<sup>1</sup>.

### نموذج Myerz 1990

يقوم هذا النموذج على فرضية ان المسيرين يسعون الى تعظيم ثروة المؤسسة، ويتحقق هذا من خلال زيادة الأموال الخاصة والفوائض التنظيمية، وبالتالي الرفع في راس المال يفضل على الاستدانة إذا كان من الصعب اللجوء الى هذه الأخيرة إذا وحسب هذا النموذج ترتيب مصادر التمويل كما يلي :التمويل الذاتي؛ الرفع في راس المال، ثم الاستدانة كحل أخير<sup>2</sup> فخلاصة هذه النظرية ان المؤسسات تفضل تمويل استثماراتها عن طريق التمويل الذاتي، ثم بعد ذلك تلجأ للاستدانة ولا تستعمل الرفع من راس المال الا بشكل استثنائي<sup>3</sup>.

### نظرية التبادل :

على الرغم من أن هذه النظرية ظهرت في وقت مبكر إلا أن الفضل في تطويرها وبلورتها يعود الى & Baker و Wurgler عام 2002 حيث أنهم هم اول من عالجا قضية " كيف ان توقيت السوق يؤثر على هيكل رأس المال للشركة وأدرجوا الأدلة التي تثبت ذلك<sup>4</sup> , ثم قام كل من Haan&Bie سنة 2007 بإثبات أن هناك علاقة ثابتة ومستقرة بين نظرية توقيت السوق وهيكل التمويل بناء على دراسة تحليلية لمؤسسات في هولندا . حيث أن المؤسسات قد تقوم بشراء الأسهم المقيمة بأقل من قيمتها الحقيقية أو قد تقوم باستدعاء سنداتهما المستحقة عند انخفاض سعر الفائدة وذلك حتى تقوم بإعادة إصدارها من جديد بسعر فائدة أقل<sup>5</sup>

<sup>1</sup> الياس بن ساسي ويوسف قريشي، خصائص ومحددات الهياكل التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، مداخلة في إطار فعالية الملتقى الدولي :لمتطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، يومي 17 و 12 أبريل، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، مخبر العولمة واقتصاديات شمال افريقيا، جامعة حسيبة . بن بو علي، الشلف، 2011، ص431 - 431

<sup>2</sup> المرجع السابق، ص 431 - 432

<sup>3</sup> الياس بن ساسي ويوسف قريشي،التسيير المالي، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2006 م، ص 394

<sup>4</sup> محمد صالح عبد اللطيف عسران , اختبار نظرية توقيت السوق لهيكل رأس المال بالتطبيق على سوق الاوراق المالية المصري , مذكرة تخرج لنيل ماجستير ادارة الاعمال , جامعة القاهرة كلية التجارة قسم ادارة الاعمال القاهرة 2012

<sup>5</sup> Grigore, Maria & Ștefan-Duicu, Viorica, Agency Theory and Optimal Capital Structure, Challenges of the Knowledge Society. Economics, 2002, 862-868

واستمدت تلك النظرية اهميتها من افتراضات Modigliani and Miller(1958) حيث نصت تلك الافتراضات على انه في الاسواق المالية الغير كفاء يوجد اختلاف بين تكاليف مصادر رأس المال مما يؤدي لوجود منافع تتحقق من توقيت السوق من اجل تحقيق مصالح الملاك

وتنطلق هذه النظرية من فكرة أن على المؤسسة أن تختار التمويل المناسب بناء على اختلاف أسعار الاوراق المالية بين الأسواق المالية المختلفة في الوقت الذي تحتاج فيه المؤسسة للتمويل<sup>1</sup> بمعنى آخر فإن ظروف السوق هي العامل الأكثر أهمية في اتخاذ القرار التمويلي، ففي حال كانت الظروف غير مواتية قد يتم تأخير الاستثمار أو استبداله . وحتى تتمكن الإدارة من تقييم فرص السوق المناسبة تم الاعتماد على نسبة ( Book/Market) فمثلا قد تميل الشركات إلى إصدار الأسهم بدلا من الاقتراض عندما يكون لهذه النسبة أثر إيجابي على المدى الطويل على هيكل رأس المال<sup>2</sup> . وان النظرية لاتعترف بوجود هيكل رأس مال أمثل

<sup>1</sup> Ali. Irfan, Determinants of capital structure: Empirical evidence from Pakistan, Master Thesis, University of Twente Enscheda, 2011, p14-15.

<sup>2</sup> Deepa. R, A study on the determinants of capital structure and profitability, PHD, Pondicherry University, 2011, P81.

## المبحث الثاني: عناصر المحيط المالي

### تمهيد:

ان نظام المؤسسة الاقتصادي نظام مفتوح يتأثر ويؤثر بالمحيط من خلال مختلف مكوناته، ومن أهم هذه المكونات: "عناصر المحيط المالي" الذي يؤثر على المؤسسة وبالتالي فإنه من المبادئ الأساسية لإعداد استراتيجية المؤسسة المالية التشخيص المعمق لهذا المحيط، وتحديد أهم مكوناته من أجل تحديد أهم الفرص التي يتيحها المحيط واستغلالها بشكل أمثل هذا من جهة، ومن جهة أخرى تحديد أهم التهديدات التي تؤثر سلباً على المؤسسة ومحاولة تفاديها أو التقليل من تأثيرها. إن التطور التكنولوجي وخاصة في مجال تكنولوجيات الإعلام والاتصال، أدى إلى سرعة انتقال المعلومات من مكان لآخر، وبالتالي أصبحت المؤسسات تنشط في محيط دائم التغير والتطور، الأمر الذي جعل تأثيرات هذا المحيط تكون كبيرة على المؤسسات الاقتصادية، هذا التطور لم يستثن الوسائل والأدوات المالية ذات العلاقة المباشر بالنشاط المالي للمؤسسة بما فيها وظيفة التمويل، التي تتأثر بشكل كبير بتغيرات وتطورات المحيط المالي. نتناول في هذا الفصل مختلف أهم عناصر المحيط المالي للمؤسسة الاقتصادية وتأثير عناصره على المؤسسة ككل ووظائف المؤسسة المالية من خلال تحديد أهم إيجابيات وسلبيات عناصر المحيط المالي للمؤسسة

### ● العناصر الداخلية المحددة للهيكلة المالي

ويقصد بها تلك العناصر التي تنشأ من داخل المؤسسة بحد ذاتها وتحكم اختيار الهيكل المالي :

### ❖ الربحية

تعد الربحية من الاهداف التي تصبو أي مؤسسة اقتصادية الى تحقيقها , ولذلك فان المؤسسة تبذل كل طاقتها الممكنة , وتجد كافة إمكانياتها ووسائلها المتاحة وهذا للوصول الى النتائج المرجوة التي تجسد هذه الغاية وبالتالي ضمان الاستمرارية . وتشير الربحية الى الربح منسوباً الى بعض المكونات من الميزانية العمومية او قائمة الدخل , والربحية تقيس الكفاءة التشغيلية للمؤسسة وإنما تكمن الاطراف التي لها مصلحة بارتفاع هذه الكفاءة من مراقبتها , والكفاءة التشغيلية تعني قدرة المؤسسة على تحقيق العوائد الكافية للمالكين , المقرضين والعاملين<sup>1</sup> .

ويوجد أثر إيجابي بين الربحية ونسبة الدين فكلما ارتفعت نسبة الربحية للشركة تزيد قدرتها على الاستدانة ، إلا أنه في الواقع يفرض المدراء المليون للشركة الاعتماد على التمويل الداخلي و المشكل من الارباح المحتجزة واستعمال أقل للتمويل الخارجي

<sup>1</sup> عبد الحليم وآخرون , الإدارة والتحليل المالي , اسس مفاهيم , تطبيقات , دار صفاء للنشر والتوزيع الطبعة الثالثة عمان الاردن 2006 , ص 26

(الدين) وذلك من اجل للتقليل من مخاطر الإفلاس ، و في حالة استنزافها لمصادر تمويلها الداخلي فإنها تلجأ إلى الدين ، ومن هذا المنطلق نستنتج أنه توجد علاقة عكسية بين الربحية وبين تركيبة الهيكل المالي ممثلة بنسبة الرفع المالي .

### ❖ السيولة

تعني السيولة بالنسبة للمؤسسة قدرتها على مواجهة التزاماتها القصيرة سواء كانت المتوقعة منها و غير المتوقعة ، عند استحقاقها من خلال التدفقات النقدية الناتجة عن مبيعاتها وتحصيل ذممها بالدرجة الأولى ، ومن خلال الحصول على النقد من المصادر الأخرى بالدرجة الثانية<sup>1</sup>.

"وكذلك تعني احتفاظ المصرف بمركز مالي يتصف بالسيولة ، أي توفر قدر كاف من النقدية والأصول التي يمكن تحويلها الى نقدية ، لمقابلة طلبات السحب دون أي تأخير ، وتهدف السيولة للموازنة بين توفير قدر مناسب من السيولة للمصرف وهو أمر قد يتعارض مع هدف تحقيق الربحية و كلما زادت سيولة الأصول أمكن الإعتماد على القروض ، مع بقاء العوامل الأخرى ثابتة ، فبالإضافة إلى أن سيولة الأصول ذات أهمية خاصة في تحديد إستحقاقات الديون فإنها تؤثر في نسبة الديون وبالتالي في هيكل التمويل<sup>2</sup> .

### ❖ حجم المؤسسة

يؤثر حجم المؤسسة بدرجة كبيرة على تركيبة الهيكل المالي، بحيث ان المؤسسات ذات الحجم الصغير تعتمد على المصادر الداخلية في تمويلها بينما المؤسسات ذات الحجم الكبير فتعتمد على الاستدانة<sup>3</sup>

فحجم المؤسسة يلعب دورا أساسيا في التأثير على الهيكل المالي وذلك لعدة أسباب من بينها أن المؤسسات صغيرة الحجم تكون تكلفة التمويل بالاستدانة فيها مرتفعة بسبب أن المالكين يخافون من تكلفة الإفلاس من جهة ، ومن جهة أخرى المقرضين عادة يضعون شروط إضافية على هذا النوع من المؤسسات بسبب رسميتها الصغيرة فهم يخافون على أموالهم، في حين أن المؤسسات الكبيرة وبسبب ضخامة رأسمالها فهي تستطيع الدخول للأسواق المالية وفتح رأسمالها أو الاستدانة بمعدلات كبيرة من جهة ومن جهة أخرى تستفيد هذا النوع من المؤسسات من وفورات الحجم الشيء الذي ينعكس بصفة مباشرة على التكلفة الإجمالية للتمويل التي عادة ما تكون أقل.

<sup>1</sup> فلاح محمد عقل ، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، ط2 ، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 2000 ، ص. 23

<sup>2</sup> عبد العزيز الدغيم وآخرون ، التحليل الائتماني ودوره في ترشيد عمليات الاقراض المصرفي بالتطبيق على المصرف الصناعي السوري، سوريا: دراسة منشورة ، مجلة الدراسات والبحوث العلمية ، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، جامعة تشرين، المجلد 28 ، العدد الثالث، 2006 م ص195

<sup>3</sup> غازي فلاح المومني وعلي محمود حسن ، محددات اختيار الهيكل المالي بشركات الاعمال ، مجلة الدراسات العلوم الإدارية ، المجلد 38 ، العدد 7، جامعة الأردن 2011 ، ص 369

## ❖ نمو الشركة

يعتبر معدل النمو الشركة من أهم المتغيرات المستقلة تأثيراً على نسبة الاستدانة بالهيكل المالي ، حيث استعملته أغلب الدراسات التجريبية التي بحثت في محددات تمويل المؤسسات بصفة عامة والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بصفة خاصة ، و عادة ما تلجأ الشركات ذات النمو المرتفع للاستدانة لتغطية مختلف احتياجاتها التمويلية في حين ذات النمو المنخفض فتلجأ إلى التمويل بحسب النمو المتوقع وهذا ما يتفق مع نظرية الالتقاط التدريجي للتمويل ، وحسب نظرية الإشارة فإن معدل النمو يعتبر كمؤشر عن الصحة المالية الجيدة للمؤسسة ومن ثم يقبل المقرضون على إقراض الشركات بشروط ميسرة وبالتالي وجود علاقة إيجابية بين معدل النمو والهيكل المالي ، غير أن الدراسة التي قام بها كل من Roden & Lewellen 1995 أظهرت وجود علاقة عكسية بين معدل النمو الشركة ونسبة المديونية في هيكل المالي بسبب زيادة المخاطر مع زيادة الاستثمارات .

## ❖ هيكل الاصول

تؤدي الضمانات أو هيكل الأصول دوراً مهماً في تحديد الهيكل المالي للمؤسسة ، وقد لاحظنا اختلاف نتائج العديد من الدراسات السابقة فيما يخص تأثير متغير الضمانات على الاستدانة في المؤسسة ، فمنها ما توصل إلى وجود علاقة عكسية بين مستوى الضمانات و نسبة الاستدانة ، إذ كلما زادت الضمانات زاد اعتماد المؤسسة على الأموال الخاصة ، وذلك لأن تمويل المقرضين للأصول الثابتة يعرضهم لمخاطر أكبر بسبب الانخفاض الشديد الذي تتعرض له قيمة تلك الأصول في حالة التصفية<sup>1</sup> . في حين تشير نتائج دراسات أخرى إلى أن المؤسسة التي يتضمن هيكل أصولها نسبة مرتفعة من الأصول الثابتة تميل إلى استخدام نسبة كبيرة من القروض طويلة الأجل في هيكلها المالي ، وهذا وفقاً لمبدأ التغطية في التمويل والذي ينص على ضرورة تمويل الأصول الثابتة من مصادر تمويل دائمة ، ولذلك نتوقع ارتفاع نسبة الاستدانة في الهيكل المالي كلما زادت نسبة الأصول الثابتة . في الواقع توفر الأصول الثابتة ضماناً للمقرضين لأنها أقل عرضة للتباين في المعلومات، كما تفقد قيمة أقل في حالة التصفية بالمقارنة مع الأصول الأخرى ، سيما وأن الضمان شرط أساسي لدى الجهات المانحة في علاقة الاقتراض.

## ❖ مردودية

تقاس مردودية المؤسسة على مدى قدرتها على تحقيق الأرباح من خلال نشاطها للموارد المالية الموضوعية تحت تصرفها ، والمردودية بصفة عامة هي نسبة النتائج المحققة الى الوسائل الموظفة<sup>2</sup> قسم المحللون الاقتصاديون المردودية الى الاقسام التالية<sup>3</sup> :

### - المردودية الاقتصادية :

وهي المردودية من وجهة نظر الوسائل المستعملة من طرف المؤسسة الممارسة لنشاطها وتستخدم لقياس فعالية في استخدام الموجودات الموضوعية تحت تصرف المؤسسة .

### - المردودية المالية :

1 Marsh.P, The choice Between Equity and Debt, Journal Of Finance, 37, March, 1982, pp.121-144.

<sup>2</sup> حمزة محمود الزبيدي , اساسيات الادارة المالية , مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع , عمان , الاردن , 2001 , ص 86 .

<sup>3</sup> زغيب مليكة و بوشنقير ميلود , التسيير المالي حسب برنامج الرسمي الجديد , ديوان المطبوعات الجامعية , الطبعة الثانية , الجزائر , 2011

وهي المردودية من وجهة نظر الموارد المالية الخاصة بصاحب المؤسسة ، وتعتبر المردودية المالية بمثابة الاموال الخاصة على تحقيق الارباح الصافية .

ويمكن ان نميز بين ثلاث حالات تتعرض لها المؤسسة<sup>1</sup>

✓ حالة المردودية الاقتصادية اقل من سعر الفائدة : في هذه الحالة يكون الرفع المالي في غير صالح المؤسسة ، اي بزيادة الاعتماد على القروض تنخفض المردودية المالية .

✓ حالة المردودية الاقتصادية يساوي سعر الفائدة : في هذه الحالة يكون الرفع المالي بدون اثر على المردودية المالية .

✓ حالة المردودية الاقتصادية اكبر من سعر الفائدة : في هذه الحالة يكون الرفع المالي في صالح المؤسسة ، فالمؤسسات تلجأ الى الديون كمصدر تمويل رغم توفرها على بدائل اخرى نظرا للاجباري للديون على مردودية الاموال الخاصة ( المردودية المالية ) لان المردودية الاقتصادية تغطي اعباء الاقتراض .

### ❖ موقف المؤسسة تجاه الخطر

هنالك اختلاف في درجة تجنب الخطر من شخص إلى آخر ، إن علاقة التفضيل هذه تؤثر في تحديد سياسات التمويل للشركة ، فإذا كانت إدارة الشركة تتجنب الخطر بدرجات عالية ، فإنها لن تعتمد إلى التمويل بالدين إلا ضمن حدود ضيقة ، أما إذا كانت إدارة الشركة تتجنب الخطر بدرجات أقل ، فإنها ستكون على استعداد للتمويل بالدين بنسب أعلى سعيا وراء تعظيم الأرباح<sup>2</sup>

### ● العناصر الخارجية المحددة للهيكل المالي

ويقصد بها تلك العوامل خارجية للمؤسسة والتي تؤثر على في هيكل المالي للمؤسسة ويصعب التحكم فيها من طرف إدارة المؤسسة وفيما يلي أهم تلك العناصر

#### ❖ النظام الضريبي

تؤثر الضريبة في قرار الشركة للحصول على الأموال اللازمة لها ، إما بالاقتراض أو بزيادة رأس مالها عن طريق طرح الأسهم ، فقد أعطت الضريبة ميزة لاقتراض الأموال ، حيث يؤدي هذا الأمر الى تقليل الضريبة المفروضة على الشركة ، لأن الفوائد التي تدفع عن القرض ، تطرح من أرباح الشركة ، قبل احتساب الضريبة المستحقة<sup>3</sup> .

#### ❖ معدل الفائدة

توجد علاقة عكسية بين سعر الفائدة ونسبة الرفع المالي ، فتغيرات سعر الفائدة هي عملية ذات وجهين مختلفين بالنسبة للمقرض والمقترض فعند ارتفاع سعر الفائدة فهذا سيشكل عملية مربحة بالنسبة للمقرض الذي سوف يتحصل على إيرادات إضافية ، في حين أن ذلك يشكل تكاليف إضافية بالنسبة للمقترض مما سيخفض نتيجة نشاطه وبالتالي انخفاض قدرة التسديد

<sup>1</sup> مفيدة بجاوي، تحديد الهيكل المالي الأمثل في المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية ، مجلة العلوم الانسانية ، العدد الثالث ، جامعة محمد خيضر ، بسكرة ، اكتوبر 2002 ، ص 8 .

<sup>2</sup> د.محمد أيمن عزت الميداني، الإدارة التمويلية في الشركات ، طبعة الثالثة الرياض ، مكتبة العبيكان ، 1999 ، ص 617

<sup>3</sup> سمية بلجبلية، أثر التضخم على عوائد الأسهم، الجزائر : بحث ماجستير في علوم التسيير ، غير منشور ، جامعة منتوري قسنطينة ، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير ، 2010 م ، ص 54

وخاصة إذا كان متعاقدًا على قروض مع جهات أخرى ، أما في الحالة العكسية وفي حالة انخفاض أسعار الفائدة فإن هذا سيخفض من إيرادات المقرض في حين سوف تنخفض تكاليف المقرض مما يؤدي إلى ارتفاع النتيجة وزيادة القدرة على التسديد ، إلا أن أهمية معدلات الفائدة تكمن في كونها مقياسًا عندما تتوفر الأموال في الأسواق ، فكلما ارتفعت تدل على وجود إنكماش نقدي ناتج عن إنكماش في إحتياطيات البنوك التجارية أي أن الطلب على النقود من قبل المقرضين يكون أكبر مما تعرضه البنوك التجارية والعكس إذا خفضت معدلات الفائدة.

## المبحث الثالث: الأبحاث والدراسات السابقة

سنحاول من خلال هذا المبحث أن نورد أهم الدراسات التي بحثت في هذا الموضوع .

أولاً: الأبحاث والدراسات السابقة باللغة العربية

### 1. نشات حكمت عليوي (2019)<sup>1</sup>

هدفت هذه الدراسة إلى البحث في أثر الرفع المالي المقاس من خلال نسبة المطلوبات إلى حقوق الملكية على الأداء المالي المقاس بكل من العائد على حقوق الملكية والعائد على الأصول في الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي ، ومعرفة فيما إذا كان هناك فروقات في أثر الرفع المالي على الأداء المالي بين القطاعات المختلفة في سوق عمان المالي. ولتحقيق أهداف الدراسة قام الباحث باستخدام المنهج الوصفي التحليلي ، وتمثل مجتمع الدراسة بالشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق عمان المالي بجميع قطاعاته المالي والصناعي والخدمي في الفترة الواقعة بين عامي ( 2013 2017 ) ، وتم اختيار 49 شركة منها كعينة للدراسة وفق العينة الطبقية العشوائية.

بينت نتائج الدراسة وجود أثر للرفع المالي على الأداء المالي المقاس من خلال العائد على حقوق الملكية في الشركات المساهمة العامة الأردنية ، في حين تبين عدم وجود أثر للرفع المالي على الأداء المالي المقاس من خلال العائد على الأصول ، كما بينت نتائج الدراسة وجود فروقات في أثر الرفع المالي على الأداء المالي المقاس من خلال العائد على حقوق الملكية بين القطاعات المختلفة ، في حين تبين عدم وجود فروقات في أثر الرفع المالي على الأداء المالي المقاس من خلال العائد على الأصول بين القطاعات المختلفة.

وخرجت الدراسة بمجموعة من التوصيات أبرزها :أن تقوم إدارات الشركات بالبحث عن العوامل التي لها تأثير على العائد على الأصول ، والتي لها دور في خدمة أصول الشركة بشكل يقود لتوليد أرباح تعود على الأصول والتأثير على أداء الشركة المالي بشكل أفضل ، وقيام الشركات الصناعية والخدمية بزيادة درجة الرفع المالي بهدف تحسين أدائها المالي سواء تحقيق عوائد على أصولها أو لمساهميها، وذلك من خلال اختيار درجة الرفع المالي الأنسب التي تخدم استثماراتها بشكل يجعلها تؤثر على أدائها المالي.

### 2.د. احمد العلي<sup>2</sup>

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أثر الرفع المالي على الربحية مقاسة بكل من معدل العائد على الأصول ، ومعدل العائد على حقوق الملكية، وكذلك معرفة أثر الرفع المالي على السيولة مقاسة بكل من معدل التداول ومعدل التدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية. وقد تم اختيار عينة قسدية من الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية متمثلة بأربع شركات ما بين خدمية وصناعية للفترة الممتدة بين 2016 \ 2012 تم استخدام المنهج الوصفي في إجراء البحث، و كذلك المنهج التجريبي القائم على صياغة فرضيات بحثية تظهر علاقات سببية تحتاج إلى تأكيد من خلال البرنامج الإحصائي SPSS 19.

<sup>1</sup> نشات حكمت عليوي , الرفع المالي علي الاداء المالي في شركات المساهمة العامة الاردنية المدرجة في السوق المالي , 2019

<sup>2</sup> د. احمد العلي , اثر الرفع المالي علي السيولة والربحية , دراسة تطبيقية علي عينة من الشركات المدرجة في سوق دمشق الاوراق المالية

أظهرت النتائج وجود علاقة ارتباطية ذات دلالة معنوية بين الرفع المالي وكل من الربحية والسيولة في الشركات محل الدراسة . وجود علاقة ذات دلالة معنوية بين الرفع المالي والربحية، حيث يؤثر الرفع المالي طرماً على ربحية الشركات محل الدراسة. توجد علاقة ذات دلالة معنوية بين الرفع المالي والسيولة، ولكنها علاقة عكسية، حيث يؤثر الرفع المالي سلباً على سيولة الشركات محل الدراسة .

يفسر الرفع المالي 55.4% من التغير الحاصل في الربحية و ذلك وفقاً لمعدل العائد على الأصول ، بينما يفسر 27.7% من التغير الحاصل في السيولة لدى الشركات محل الدراسة .

### 3. عبد الباقي بضيف<sup>1</sup>

هدفت هذه الدراسة الى معرفة العوامل المؤثرة علي الهيكل المالي للشركات المساهمة الجزائرية خلال الفترة (2010-2015) كما سعت لمعرفة مدى تطابق سياسات التمويل بالشركات محل الدراسة مع الاسس النظرية في ترتيب اولويات التمويل للوصول الي الاهداف المسطرة ،وقد اختبرت الدراسة عينة مكونة من 15 شركة مساهمة غير مالية لفحص هيكلها المالي ، استخدمت الدراسة تقنيات الانحدار الذاتي علي بيانات بانل الديناميكية للاختبار نموذج الدراسة حيث اعتبر الهيكل المالي ممثلاً بالرفع المالي كمتغير تابع والربحية والسيولة ومعدل النمو والمعدل الضريبي ومعدل الفائدة كمتغيرات مستقلة . وتوصلت الدراسة الي نتائج اهمها : ان الشركات الجزائرية تعتمد علي الديون بشكل اساسي في تمويل احتياجاتها ،وان هناك علاقة ذات دلالة احصائية موجبة بين الربحية والهيكل المالي ، ووجود علاقة ذات دلالة احصائية سالبة بين معدل النمو والمعدل الضريبي من جهة والهيكل المالي من جهة اخري ، كما بينت الدراسة عدم وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين السيولة ومعدل الفائدة من جهة والهيكل المالي من جهة اخري.

### 4. دراسة بلخير بكاري ، ضيف أيوب<sup>2</sup>

تهدف الدراسة إلى التعرف على أي العوامل الأكثر تحديداً للهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة لقطاع الخدمات في الجزائر خلال الفترة ( 2011-2014 )

حيث استخدمنا نموذج الانحدار الذاتي المتعدد للبيانات الطولية لتفسير العلاقة بين معدل هيكل المالي ومجموعة من محددات المالية والمتمثلة في ( هيكل الأصول، حجم المؤسسة، عمر المؤسسة، معدل النمو ومعدل المردودية المالية)، وشملت العينة 30 مؤسسة خدمية. وقد توصلت الدراسة إلى أن هيكل الأصول وعمر المؤسسة هما المحددين الأكثر تأثيراً في تفسير الهيكل المالي لهذه المؤسسات، في حين أن كل من حجم المؤسسة، معدل النمو ومعدل المردودية المالية لا تلعب دوراً في تفسير الهيكل المالي لهذه المؤسسات.

<sup>1</sup> عبد الباقي بضيف بعنوان تأثير متغيرات البيئة المالية علي اعادة هيكلة مصادر التمويل , أطروحة دكتوراه (دراسة حالة شركات المساهمة الجزائرية خلال الفترة 2010-2015)

<sup>2</sup> بلخير بكاري ، ضيف أيوب , محددات الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة , دراسة تطبيقية للعينة العاملة في قطاع الخدمات بولاية ورقلة خلال الفترة 2011 – 2014 ، جامعة ورقلة ، 2017

ثانيا : الأبحاث والدراسات السابقة باللغة الاجنبية

### 1. SHERIDAN.T Roberto.W<sup>1</sup>

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

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

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

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

### 2. Joseph . O<sup>2</sup>

اجريت هذا الدراسة على 35 شركة عقارية مدرجة في سوق المملكة المتحدة للأوراق المالية ، وذلك لإبراز مختلف العوامل المؤثرة على حجم الديون في هيكل رأس المال .

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

### 3. Faris AL Shubiri<sup>3</sup>

تدور إشكالية الدراسة في التساؤل الرئيسي التالي( :ماهي محددات هيكل راس المال الشركات الأردنية الصناعية) حيث الهدف من هذه الدراسة الى فحص محددات هيكل راس المال للشركات الصناعية الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي خلال الفترة 2004 – 2007 حيث شملت العينة 69 شركة صناعية ، حيث استخدم الباحث نموذج الانحدار الخطي البسيط والمتعدد لتحليل العلاقة بين هذه المحددات والدين معبرا عنه بمجموع الديون / مجموع الأصول خلصت الدراسة في الأخير الى وجود علاقة إيجابية ذو دلالة إحصائية ما بين حجم الشركة، هيكل الأصول، معدل النمو والضريبة مع درجة المديونية، كما أظهرت وجود علاقة سالبة وذو دلالة إحصائية ما بين العائد على الأصول ودرجة المديونية كما

<sup>1</sup> SHERIDAN.T Roberto.W , **The Determinants of capital structure choice**

<sup>2</sup> Joseph . O , **The determinants of capital structure Evidence on UK property companies 1990**

<sup>3</sup> Faris AL Shubiri , **Determinants of Capital Structure Choice** , Magazine An-Najah, Vol 24(8), University for Graduate Studies, 2010.

أظهرت النتائج أيضا عدم وجود علاقة ذو دلالة إحصائية بين (عمر الشركة، هيكل الأصول ومخاطر الشركة) كمتغيرات مستقلة مع درجة الدين

### 4. Pozniak Laetitia<sup>1</sup>

تدور الإشكالية لهذه الدراسة في التساؤل التالي " : ما هي محددات الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة البلجيكية. "

يهدف الباحث من خلال دراسته الى تحديد خصائص الهيكل المالي، وكذلك لدراسة خيارات التمويل لعينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة البلجيكية الغير المدرجة في السوق المالي، حيث شملت العينة 369 شركة بلجيكية، حيث استخدم الباحث المنهج الاستقرائي ونموذج الانحدار الخطي المتعدد للوصول الى النتائج خلصت الدراسة الى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الأصول الثابتة ونسبة الديون، كذلك وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الأصول الثابتة ونسبة الديون، كما خلص الباحث أيضا الى ان درجة التمويل الذاتي تؤثر سلبا على استخدام الديون وهذا ما يتوافق مع نظرية التمويل التدريجي

### 5. Fakhfakh.H, BEN ATITALLAH.R<sup>2</sup>

محددات هيكل رأس المال للشركات التونسية، دراسة من خلال نظرية توقيت السوق ركزت هذه الدراسة على نظرية المفاضلة ونظرية تسلسل مصادر التمويل ومسحت عدد أ كبر من الدراسات السابقة في هذا المجال، واستنتجت أن قرارات هيكل رأس المال تختلف من فترة لأخرى، حيث تعتمد الشركات بشكل أقل على الديون خلال الفترات التي تكون فيها نسبة القيمة السوقية للسهم إلى القيمة الدفترية مرتفعة، وذلك حسب ما ورد في نظرية توقيت السوق، وطبقت هذه الدراسة على 15 شركة مدرجة في سوق تونس للأوراق المالية خلال الفترة 1997 – 2003 وذلك باعتماد كل من ربحية الشركة وحجمها وهيكل الأصول ومعدل التغير في سعر السهم السوقي كمتغيرات مستقلة، واجمالي المطلوبات مقاسة بالقيمة السوقية إلى القيمة الدفترية كمتغير تابع ممثلاً لهيكل رأس المال وأظهرت الدراسة أن كلا من هيكل الأصول وحجم الشركة ومعدل التغير في سعر السهم السوقي لها علاقة عكسية مع هيكل رأس مال الشركة. كما أثبتت الدراسة أن الاعتماد على الدين في الهيكل المالي ليس له علاقة بارتفاع نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للسهم ، وذلك عكس ما تشير إليه نظرية توقيت السوق.

<sup>1</sup> Pozniak Laetitia, **Déterminantes des choix de financement et profils de PME**, Memorandum of unpublished PhD, Université de mons-Hainaut, 2010.

<sup>2</sup> fakhfakh hamadi, ben atatialah rihab, **Les déterminants de la structure du capital des Firmes Tunisienne: une étude à traverts la théorie de Market timing**, Acts du XXII<sup>em</sup> congres international de

جدول رقم ( 1 ) : المقارنة بين الدراسات

المتغيرات المستقلة	العينة	المنهج والادوات	المؤلف
أثر للرفع المالي على الأداء المالي	اختيار 49 شركة	استخدام المنهج الوصفي التحليلي	نشأت حكمت عليوي
اثر الرفع المالي على الربحية والسيولة	اختيار 4 شركات بين صناعية وخدمية	استخدام المنهج الوصفي التحليلي	احمد العلي
والربحية والسيولة ومعدل النمو والمعدل الضريبي ومعدل الفائدة	15 شركة مساهمة غير مالية	استخدام الانحدار الذاتي	عبد الباقي بضياف
هيكل الأصول، حجم المؤسسة، عمر المؤسسة، معدل النمو ومعدل المردودية المالية	30 مؤسسة خدمية	استخداما نموذج الانحدار الذاتي المتعدد	بلخير بكاري ، ضيف أيوب
حجم الشركة و الوفورات الضريبية و ربحية	مجموعة كبيرة من الشركات	استخدام المنهج الوصفي التحليلي	SHERIDAN.T Roberto.W
الحجم الضريبي والديون	35 شركة عقارية		Joseph . O
عمر الشركة، هيكل الأصول ومخاطر الشركة	69 شركة صناعية	استخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط والمتعدد	Faris AL Shubiri
الديون	369 شركة بلجيكية	المنهج الاستقرائي ونموذج الانحدار الخطي المتعدد	Pozniak Laetitia

## خلاصة الفصل:

حاولنا من خلال هذا الفصل التطرق للأسس النظرية المتعلقة بالهيكل المالي ، حيث قمنا بتوضيح المفاهيم المتعلقة به ، وأهم مكونات التي تستخدمها المؤسسة لتمويل احتياجاتها ، وكذلك أهم عناصر المحيط المالي ( الداخلية والخارجية ) المتحكمة فيه وأهم النظريات المفسرة له.

توصلنا إلى أن المؤسسة تمويل احتياجاتها المالية من خلال مصدرين أساسيين وهما الأموال الخاصة والديون، وهذا ما يعرف بالهيكل المالي ، حيث يكون هذا الأخير أمثل عند التوليفة التي تحقق أدنى مستوى لتكلفة رأس المال ويجعل قيمة المؤسسة في أعلى مستوياتها ، كما ان عناصر المحيط المالي المحددة للهيكل المالي متعددة في المؤسسات الاقتصادية. يكتسب الهيكل المالي أهمية بالغة في مجال النظرية المالية ، كونه يعكس قراراتها التمويلية التي تعبر عن كيفية تمويل استثماراتها من المصادر المتاحة امامها بهدف الحصول على المدودية ، وهذه الأخيرة تعد أداة لقياس الفعالية الاقتصادية لنشاط المؤسسة . وفي الأخير تم التطرق الى مجموعة من الدراسات والأبحاث السابقة التي تناولت موضوع دراستنا، وتم من خلالها استعراض اهم جوانب هذه الدراسات.

## الفصل الثاني:

### الدراسة التطبيقية

آثر عناصر محيط المالي على الرفع المالي

### تمهيد

سنحاول توضيح الإجراءات والأدوات التي استخدمت في الدراسة التطبيقية لعناصر المحيط المالي من خلال التطرق لعينة من الشركات المساهمة خلال الفترة 2010-2017 التي تمت فيها الدراسة ، إضافة إلى التطرق إلى تحديد المتغيرات المستخدمة وفرضيات وخطوات الدراسة ، ثم القيام بإجراء التحليل الإحصائي الوصفي لمتغيرات الدراسة. وللتفصيل أكثر للدراسة قمنا تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين ، الأول سنقوم بعرض الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة والتي ستساعدنا في تحليل وتفسير النتائج ، أما المبحث الثاني فكان لغرض تحليل وتفسير ومناقشة نتائج الدراسة. والبرهان على صحة الفرضيات أو نفيها.

## المبحث الأول: الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة

في هذا المبحث نوضح كيفية انجاز الدراسة وذلك بالتطرق الى الطريقة والادوات المستخدمة من خلال تفصيل بيانات الدراسة , وكذا شرح الاسلوب الاحصائي المستخدم

### المطلب الأول: المنهج , مجتمع عينة الدراسة

نتناول في هذا المطلب المنهجية المتبعة في اعداد الدراسة والتعريف بمجتمع الدراسة وعينتها وكذا نوعها بالإضافة الى اسلوب ومصادر جمع البيانات والنتائج من خلال الميزانيات السنوية وجداول الحسابات 15 شركة مساهمة محل الدراسة وهذا من سنة 2010 الى 2017

#### اولا : منهج الدراسة :

نت خلال طبيعة هذه الدراسة والباهداف المتوخى تحقيقها من خلال الموضوع الذي نتناول فيه اثر كل من حجم الشركة و وربحية الشركة والضرائب على الرفع المالي , فاننا نعتد على منهج الاقتصاد القياسي والاحصائي , معتمد على برنامج EVIES 9 ونموذج بنال PANEL , من اجل معرفة العلاقة بين الرفع المالي وحجم المؤسسة والربحية و الضرائب , حيث يتم دراستها وتحليل النتائج ومقارنتها من خلال الوصول الى بيانات يمكن اخضاعها للتحليل الاحصائي

#### ثانيا : مجتمع الدراسة :

تتكون الدراسة من ثلاث متغيرات ( حجم المؤسسة , معدل الربحية , ومعدل الضريبة ) ومتغير تابع متمثل في الرفع المالي وتمت على شركات المساعدة الجزائرية , وعينة الدراسة تتكون من 15 شركة , حيث تشتمل الفئة الاولى على العوامل الداخلية متمثلة في حجم المؤسسة ومعدل الربحية للشركة والتي تعتبر من اهم المؤشرات الاساسية في تحديد الهيكل المالي , والفئة الثانية تعتبر محددات خارجية والمتمثلة في معدل الضريبة المفروض على ارباح الشركات .

#### ثانيا : تحديد متغيرات الدراسة وطرق حسابها :

المتغير التابع : ويتمثل في معدل الرفع المالي ( X )

المتغيرات المستقلة : ويتمثل حجم المؤسسة ( Y1 ) , معدل الربحية ( Y2 ) , معدل الضريبة ( Y3 )

ويتم حسابهم كما يلي

معدل الرفع المالي ( X ) = مجموع الديون / الاموال الخاصة

حجم الشركة ( Y1 ) = لوغاريتم مجموع الاصول (LN)

معدل الربحية ( Y2 ) = النتيجة الصافية / (مجموع الاموال الخاصة + مجموع الديون)

← معدل الضريبة ( Y3 ) = الضريبة / النتيجة قبل الضريبة

### المطلب الثاني: خطوات الدراسة ومصدر البيانات

لقد تم الاعتماد على مجموعة من المصادر الاولية ذات الغلاقة المباشرة بموضوع الدراسة وهذا من أجل الاجابة على الاشكاليات والفرضيات الخاصة بالدراسة ثم الاعتماد على التحليل الوصفي للبيانات ، بهدف توضيح خصائص كل متغير من متغيرات الدراسة؛

- جمع البيانات المالية من خلال الميزانية وجدول حسابات من سنة 2010 الى سنة 2017
- حساب النسب المالية المتعلقة بمتغيرات الدراسة من خلال البيانات المالية السنوية للشركات

### المطلب الثالث: أدوات الدراسة

#### أولاً: تقديم نموذج بانل

لقد اكتسبت نموذج بانل في الأونة الأخيرة أهمية كبيرة خصوصاً في الدراسة الاقتصادية نظراً أنها تتخذ بعين الاعتبار اثر تغير الزمن واثار تغير الوحدات المقطعية في بيانات عينة الدراسة. ويتفوق تحليل بانل عن تحليل بيانات السلاسل الزمنية بمفردها وبيانات المقطعية لوحدها فقط بالعديد من الايجابيات نذكر منها ما يلي: <sup>1</sup>

- تتضمن بيانات بانل محتوى معلوماتي أكثر من تلك البيانات المقطعية أو الزمنية ، وبالتالي إمكانية الحصول على تقديرات ذات ثقة أعلى، كما أن مشكلة الارتباط المشترك بين المتغيرات تكون أقل حدة من بيانات السلاسل الزمنية، كما تتميز عن غيرها بعدد أكبر من درجات الحرية وكذلك بكفاءة أفضل.

التحكم في التباين الفردي الذي يظهر في حالة البيانات المقطعية أو الزمنية، والذي يقضي إلى نتائج متحيزة.

- وتبرز أهمية بانل في أنها تأخذ بعين الاعتبار ما يوصف بعدم التجانس أو الاختلاف غير الملحوظ الخاص بمفردات العينة سواء المقطعية أو الزمنية.

<sup>1</sup> -عابد العبدلي، محددات التجارة البينية للدول الإسلامية باستخدام منهج تحليل لبانل، مجلة دراسات اقتصادية إسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، مجلد 16، عدد1، 2010: ص17.

ثانيا: نماذج بانل

تأخذ بيانات بانل ثلاثة أشكال رئيسية: <sup>1</sup>

**- نموذج الإنحدار التجميعي Pooled Regression Model**

يتغير هذا النموذج من أبسط نماذج المقطعية عبر الزمن، حيث تكون فيه جميع المعاملات ثابتة لجميع الفترات الزمنية، أي يهمل أي تأثير للزمن وكذلك لجميع المشاهدات المقطعية. ويفترض هذا النموذج تجانس تباين حدود الخطأ العشوائي بين الحالات التي يتم دراستها، بالإضافة إلى القيمة المتوقعة لحد الخطأ العشوائي يجب أن تساوي الصفر.

**- نموذج الآثار العشوائية Random Effects Model**

يتعامل نموذج الآثار العشوائية مع المقطعية والزمنية على أنها معالم عشوائية وليست معالم ثابتة، ويقوم هذا الافتراض على أن الآثار المقطعية والزمنية هي متغيرات وهمية عشوائية مستقلة بوسط يساوي الصفر وتباين محدد، وتضاف كمكونات عشوائية في حد الخطأ العشوائي للنموذج، ويقوم هذا النموذج على افتراض أساسي: وهو عدم ارتباط الآثار العشوائية مع متغيرات النموذج التفسيرية.

**- نموذج الآثار الثابتة Fixed Effects Model**

في نموذج الآثار الثابتة يتم التعامل مع الآثار المقطعية أو الزمنية كقواطع تعبر عن الاختلاف الفردية في المجموعات كالشركات أو الفترة الزمنية مثلا(2010، 2011 و2012) أي أن النموذج يسمح بوجود قواطع تتفاوت من مجموعة إلى أخرى ، أو حسب كل فترة زمنية أي كل سنة ولتقدير هذه القواطع أو الثوابت نستخدم متغيرات صورية بعدد(1-n) لتمثل المجموعات المقطعية وعدد(1-t) لتمثل السنوات.

<sup>1</sup> - محمد ابراهيم ابو عليان، العمل الخيري ودوره في التنمية الاقتصادية من منظور إسلامي (دراسة حالة: قطاع غزة)، مذكرة ماجستير، كلية التجارة الجامعة الإسلامية بغزة، فلسطين، 2014، ص144.

## المبحث الثاني دراسة القياسية لمتغيرات 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 لعناصر 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 ( 2 ) : نتائج تقدير الاثر التجميعي

Dependent Variable: D\_CP  
Method: Panel Least Squares  
Date: 08/29/20 Time: 19:55  
Sample: 2010 2017  
Periods included: 8  
Cross-sections included: 15  
Total panel (unbalanced) observations: 110

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0005	3.615594	0.588320	2.127127	C
0.0300	-2.200256	4.24E-11	-9.32E-11	VENTS
0.0003	3.776632	2.610246	9.857937	PROFIT
0.6735	0.422568	0.066825	0.028238	TAXE
1.546718	Mean dependent var		0.129252	R-squared
5.615986	S.D. dependent var		0.104608	Adjusted R-squared
6.214303	Akaike info criterion		5.314135	S.E. of regression
6.312503	Schwarz criterion		2993.443	Sum squared resid
6.254134	Hannan-Quinn criter.		-337.7867	Log likelihood
1.627720	Durbin-Watson stat		5.244808	F-statistic
			0.002054	Prob(F-statistic)

المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات Eviews9

## 2- اختبار Lagrange Multiplier ( LM )

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 ( 3 ) : LM) Lagrange multiplier

Lagrange Multiplier Tests for Random Effects

Null hypotheses: No effects

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

	Test Hypothesis			
	Both	Time	Cross-section	
3.237032 (0.0720)	0.207933 (0.6484)	3.029099 (0.0818)	Breusch-Pagan	
0.908232 (0.1819)	-0.455997 --	1.740431 (0.0409)	Honda	
0.628059 (0.2650)	-0.455997 --	1.740431 (0.0409)	King-Wu	
-2.474496 --	-0.227950 --	2.206578 (0.0137)	Standardized Honda	
-2.617944 --	-0.227950 --	2.206578 (0.0137)	Standardized King-Wu	
3.029099 ( $< 0.10$ )	--	--	Gourieriou, et al.*	

المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات Eviews9

نلاحظ من خلال الجدول السابق أن احتمال الخطأ Breusch-Pagan يساوي 0.0818 أكبر من 0.05 وعلية نرفض H0 ونقبل H1 أي أن النموذج الملائم هو نموذج الانحدار التجميعي.

### 1- النموذج الثابت

جدول رقم (4): نتائج تقدير الاثر الثابت

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0046	2.903617	0.618440	1.795714	C
0.3975	-0.850079	6.06E-11	-5.15E-11	VENTS
0.0000	6.708506	2.767662	18.56688	PROFIT
0.0737	1.808817	0.063594	0.115030	TAXE

Dependent Variable: D\_CP  
Method: Panel Least Squares  
Date: 08/29/20 Time: 20:01  
Sample: 2010 2017  
Periods included: 8  
Cross-sections included: 15  
Total panel (unbalanced) observations: 110

Effects Specification		
Cross-section fixed (dummy variables)		
1.546718	Mean dependent var	0.416303R-squared
5.615986	S.D. dependent var	0.308446Adjusted R-squared
6.068878	Akaike info criterion	4.670238S.E. of regression
6.510775	Schwarz criterion	2006.623Sum squared resid
6.248114	Hannan-Quinn criter.	-315.7883Log likelihood
1.946035	Durbin-Watson stat	3.859770F-statistic
		0.000013Prob(F-statistic)

المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات Eviews9

2- النموذج العشوائي

جدول رقم ( 5 ) : نتائج تقدير الآثر العشوائي

Dependent Variable: D\_CP  
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)  
Date: 08/29/20 Time: 20:05  
Sample: 2010 2017  
Periods included: 8  
Cross-sections included: 15  
Total panel (unbalanced) observations: 110  
Swamy and Arora estimator of component variances

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0001	4.114085	0.517035	2.127127	C
0.0138	-2.503611	3.72E-11	-9.32E-11	VENTS
0.0000	4.297325	2.293971	9.857937	PROFIT
0.6316	0.480829	0.058728	0.028238	TAXE

Effects Specification

Rho	S.D.
0.0000	0.000000
1.0000	4.670238

Weighted Statistics

1.546718	Mean dependent var	0.129252	R-squared
5.615986	S.D. dependent var	0.104608	Adjusted R-squared
2993.443	Sum squared resid	5.314135	S.E. of regression
1.627720	Durbin-Watson stat	5.244808	F-statistic
		0.002054	Prob(F-statistic)

Unweighted Statistics

1.546718	Mean dependent var	0.129252	R-squared
1.627720	Durbin-Watson stat	2993.443	Sum squared resid

المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات Eviews9

نلاحظ من خلال الجداول أعلاه أن قيمة الاحتمال تساوي النموذج التجميعي أنه 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  $\alpha_0$

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

من خلال الجدول السابق نجد أن القيمة الإجمالية للاختبار  $0,05 \geq 0,0005$  (مستوى المعنوية) ومنه نرفض  $H_0$  ونقبل  $H_1$  أي أن المعلمة المقدرة  $\alpha_0$  تختلف معنويا في الواقع عن الصفر وأن قيمتها المقدرة لها دلالة إحصائية بمستوى معنوية 5%.

المعنوية الإحصائية  $\alpha_1$

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

من خلال الجدول السابق نجد أن القيمة الإجمالية للاختبار  $0,05 \geq 0,0300$  (مستوى المعنوية) ومنه نرفض  $H_0$  ونقبل  $H_1$  أي أن المعلمة المقدرة  $\alpha_1$  تختلف معنويا في الواقع عن الصفر وأن قيمتها المقدرة لها دلالة إحصائية بمستوى معنوية 5%.

المعنوية الإحصائية  $\alpha_2$

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

من خلال الجدول السابق نجد أن القيمة الإجمالية للاختبار  $0,05 \geq 0,0003$  (مستوى المعنوية) ومنه نرفض  $H_0$  ونقبل  $H_1$  أي أن المعلمة المقدرة  $\alpha_2$  تختلف معنويا في الواقع عن الصفر وأن قيمتها المقدرة لها دلالة إحصائية بمستوى معنوية 5%.

المعنوية الإحصائية  $\alpha_3$

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

من خلال الجدول السابق نجد أن القيمة الإجمالية للاختبار  $0,05 \geq 0,6735$  (مستوى المعنوية) ومنه نرفض  $H_0$  ونقبل  $H_1$  أي أن المعلمة المقدرة  $\alpha_3$  لا تختلف معنويًا في الواقع عن الصفر وأن قيمتها المقدرة ليس لها دلالة إحصائية بمستوى معنوية 5%.

#### المعنوية الكلية للنموذج:

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

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

من خلال الجدول أعلاه نجد أن القيمة الإجمالية للاختبار  $0,05 \text{ brob}(F.\text{stastic}) \geq 0,002054$  ومنه نرفض  $H_0$ ، ونقبل  $H_1$ ، بمعنى أنه يوجد على الأقل معلمة تختلف معنويًا عن الصفر أي وجود دلالة إحصائية للمعادلة المقدرة بقيمة بمستوى معنوية 5%.

#### جودة التوفيق:

يمكن أن نلاحظ جودة التوفيق مقبولة للمعادلة المقترحة من خلال قيمة  $R^2$  معاملًا للتحديد الذي يساوي  $0,1292$ ، بمعنى أن المعادلة المعطاة تفسر لنا  $13\%$  من التغيرات الإجمالية للرفع المالي وهي تعبر عن نسبة مقبولة لتفسير العلاقة بين الرفع المالي ونسبة هامش الربح ممثلًا ن الربحية و رقم الأعمال ممثلًا عن حجم الشركة من خلال النقاط الثلاث السابقة يمكننا أن نلاحظ القوة الإحصائية الجيدة للمعادلة المقترحة في تفسير العلاقة المدروسة ومن ثم مصداقية النتائج المستخلصة منها.

#### المطلب الثالث: تحليل وتفسير النتائج

- متغيرة حجم الشركة: أثبتت النتائج وجود أثر بين حجم الشركة ممثلًا برقم الأعمال و الرفع المالي، أي أن حجم الشركة يفسر التغيرات التي تحدث في معدل الرفع المالي وهذا ما يتوافق مع النظرية الاقتصادية كلما زاد حجم الشركة يزداد الرفع المالي أي تزداد الاستدانة وهذا لتغطية الحاجات المالية الناجمة عن التوسع في النشاط لتغطية الطلب المتزايد.
- متغيرة الربحية: أثبتت النتائج وجود أثر بين ربحية الشركة ممثلًا بنسبة هامش الربح والرفع المالي، أي أن الربحية تفسر التغيرات التي تحدث في معدل الرفع المالي هذا راجع إلى أن الشركات محل الدراسة تحقق أرباح لكنها غير كافية لتمويل الذاتي فتلجأ إلى الاستدانة والاستفادة من الامتيازات التي تقدمها الدولة لها من خلال الاقتراض.

- متغيرة المعدل الضريبي: : أثبتت النتائج عدم وجود أثر بين الضريبة ممثلا بالمعدل الضريبي و الرفع المالي ، أي أن الضريبة ل لا تفسر التغيرات التي تحدث في معدل الرفع المالي.

### خلاصة الفصل الثاني

حاولنا من خلال هذا الفصل الإجابة على الإشكالية الجزئية المطروحة في الدراسة ، وذلك دراسة لآثر العوامل المؤثرة في الهيكل المالي حيث تم الاعتماد على القوائم المالية لعينة من الشركات المساهمة واستخدمت نماذج بانل في تحليل البيانات . وبعد اجراء عملية تحليل البيانات واختيار الفرضيات توصلت الى عدد من النتائج ابرزها من بين العوامل المستقلة التي تم التطرق اليها ظهرت متغير معدل كل من حجم المؤسسة و الربحية كعوامل محددة للهيكل المالي لشركات المساهمة , في حين استبعد معدل الطرائب كعامل محدد للهيكل المالي .



## خاتمة

خاتمة:

في ختام هذا البحث والذي تطرقنا لموضوع أثر عوامل المحيط المالي على الرفع المالي للشركات المساهمة حيث تم تناول الموضوع من خلال فصلين ، فصل للأسس والأدبيات النظرية ، وفصل للدراسة التطبيقية ، وذلك بإستخدام المنهج الوصفي ونماذج بانل وأدوات الإحصاء الوصفي .

حاولت هذه الدراسة البحث في عناصر المحيط المالي المحددة للهيكل المالي للشركات المساهمة من خلال الاجابة على السؤال التالي :

### ماهو اثر عناصر المحيط المالي على الهيكل المالي للشركات المساهمة ؟

وللإجابة على هذا التساؤل وانطلاق الدراسة من مجموعة فرضيات توصلت الى نتائج النظرية والتطبيقية التالية :

من خلال ماتم التطرق اليه في الجانب النظري للهيكل المالي وعناصره , تم عرض مفهوم الهيكل المالي والذي يعبر عن تشكيلة مصادر التمويل شركات المساهمة .

بينت النظريات المالية منذ بدايتها سنة 1958 من خلال ابحاث موديجلياني وميلر ومن خلال تفسير اثر الهياكل المالية للمؤسسات على قيمتها اضافة الى المظرية التقليدية وما يلاحظ على هذه المدخلات المفسرة على انها تقوم على فرضيات غير واقعية .

**لكن خلال سنة 1963 ومن خلال ابحاث موديجلياني وميلر والتي رفضت فكرة انعدام اثر عدو وجوب الضرائب على الهيكل المالي واكدت انه في ظل وجود النظرية يمكن في هذه الحالة تحديد ما يعرف بهيكل المالي الامثل وتوالت الدراسات حول علاقة الهيكل المالي .**

وفي ما يخص نتائج الدراسة واختبار الفرضيات المتعلقة بمحددات الهيكل المالي لشركات المساهمة فقد توصلت الدراسة الى النتائج التالية :

- الفرضية الاولى : من خلال الدراسة أثبتت النتائج وجود أثر بين حجم الشركة ممثلا برقم الأعمال و الرفع المالي ، أي أن حجم الشركة يفسر التغيرات التي تحدث في معدل الرفع المالي وهذا ما يتوافق مع النظرية الاقتصادية كلما زاد حجم الشركة يزداد الرفع المالي أي تزداد الاستدانة وهذا لتغطية الحاجات المالية الناجمة عن التوسع في النشاط لتغطية الطلب المتزايد .
- الفرضية الثانية : من خلال الدراسة أثبتت النتائج وجود أثر بين ربحية الشركة ممثلا بنسبة هامش الربح والرفع المالي ، أي أن الربحية تفسر التغيرات التي تحدث في معدل الرفع المالي هذا راجع إلى أن الشركات محل الدراسة تحقق أرباح لكنها غير كافية لتمويل الذاتي فتلجأ إلى الاستدانة والاستفادة من الامتيازات التي تقدمها الدولة لها من خلال الاقتراض .

- الفرضية الثالثة: لا توجد علاقة بين معدل الرفع المالي ومعدل الضريبة على ارباح الشركات .

## الاقتراحات

بناء على النتائج المتوصل إليها في الدراسة التطبيقية نوضح مايلي:

- ضرورة تفعيل دور سوق المالي الجزائري لما يتيح لشركات المساهمة الدخول اليه
- تسهيل العلاقة بين البنوك الوطنية والشركات المساهمة في عملية منح قروض وتمويل أنشطة هذه الشركات .
- ضرورة تعزيز الشفافية والافصاح بما يتلائم مع المعايير الدولية
- وجذب تكييف النظام المحاسبي الجديد مع محاسبة الشركات .

## آفاق الدراسة:

- أثر الهيكل المالي الأمثل على قيمة المؤسسة الاقتصادية؛
- دور المردودية في تحديد الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة الاقتصادية
- يمكن إعادة اجراء الدراسة بإضافة مؤسسات تنتمي الى قطاعات مختلفة من اجل إضافة متغيرات طبيعة القطاع لمعرفة تأثيرها على اختيار الهيكل التمويلي؛
- البحث في تأثير المتغيرات الكيفية على تركيبة الهيكل المالي للشركات المساهمة

المراجع

الكتب:

1. أبو الفتوح علي فضالة ، الهياكل التمويلية ، دار الكتب العلمية للنشر والتوزيع ، أمبابة ، 1994
2. أحمد بوراس ، تمويل المنشآت الاقتصادية ، دار العموم لمنشر ، عنابة ، 2000
3. أحمد صلاح عطية ، محاسبة الإستثمار والتمويل في البنوك التجارية ، الرقازيق :الدار الجامعية للنشر ، 2003
4. الياس بن ساسي ويوسف القريشي ، التسيير المالي (الإدارة المالية) ، دروس وتطبيقات ، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع الأردن، ،2011،
5. الياس بن ساسي ويوسف قريشي ، التسيير المالي ، دار وائل للنشر والتوزيع ، الأردن ، 2006
6. حمزة محمود الزبيدي ، اساسيات الادارة المالية ، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع ، عمان ، الاردن ، 2001
7. دريد كمال آل شبيب ، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة ، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة ، عمان ، 2007
8. دريد كامل آل شبيب ، مبادئ الإدارة المالية ، دار المناهج للنشر ، عمان الأردن ، 2009
9. رابع خوني ، رقية حساني ، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومشكلات تمويلها ، دار ايتراك للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2008
10. زغيب مليكة و بوشنقىر ميلود ، التسيير المالي حسب برنامج الرسمي الجديد ،ديوان المطبوعات الجامعية ، الطبعة الثانية ، الجزائر ، 2011
11. علي عباس ، الإدارة المالية ، إثراء للنشر والتوزيع ، عمان ، الأردن ، 2008
12. عبد الحليم واخرون ، الادارة والتحليل المالي ، اسس مفاهيم ، تطبيقات ، دار صفاء للنشر والتوزيع ، الطبعة الثالثة عمان الاردن ، 2006
13. فلاح محمد عقل ، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي ، ط 2 ، دار المستقبل للنشر والتوزيع ، عمان، 2000
14. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل ، الجزء الثاني ، منشأة المعارف ،الإسكندرية ، مصر، 1998
15. محمد صالح الحناوي واخرون ، اساسيات ومبادئ الادارة المالية ، المكتب الجامعي الحديث دون رقم الطبعة ،الاسكندرية ،مصر ، 2007
16. محمد أيمن عزت الميداني، الإدارة التمويلية في الشركات ، طبعة الثالثة الرياض ، مكتبة العبيكان ، 1999 ،

المذكرات:

1. سمية بلجبلية، أثر التضخم على عوائد الأسهم، الجزائر: بحث ماجستير في علوم التسيير ، غير منشور ، جامعة منتوري قسنطينة ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، 2010
2. سيف هشام صباح الفخري ، الائتمان المصرفي ودور التوسع الائتماني في الازمات المصرفية ، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم المالية والمصرفية ؛ جامعة حلب ، سوريا ، 2009

3. صبيحة قاسم هاشم نظريات هيكل التمويل الحديثة , مجلة العلوم الاقتصادية والادارية , كلية الادارة والاقتصاد ; جامعة بغداد المجلد 21 العدد 83 سنة 2015
4. عبد الباقي بضياف , تأثير متغيرات البيئة المالية علي اعادة هيكلة مصادر التمويل , أطروحة دكتوراه
5. محمد شعبان، "نحو اختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الاقتصادية" (دراسة حالة المجمع الصناعي صيدال ( ، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير غير منشورة ، جامعة أحمد بوقرة ، بومرداس ، 2010
6. محمد صالح عبد اللطيف عسران , اختبار نظرية توقيت السوق لهيكل رأس المال بالتطبيق على سوق الاوراق المالية المصري , مذكرة تخرج لنيل ماجستير ادارة الاعمال , جامعة القاهرة كلية التجارة قسم ادارة الاعمال القاهرة 2012

### المجلات والدوريات:

1. احمد العلي , اثر الرفع المالي علي السيولة والربحية , دراسة تطبيقية علي عينة من الشركات المدرجة في سوق دمشق الاوراق المالية
2. المادة 121-07 من القرار الصادر بالجريدة الرسمية بتاريخ 25 مارس 2009 ال قوائم المالية:
3. الياس بن ساسي ويوسف قريشي، خصائص ومحددات الهياكل التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية ، مداخلة في إطار فعالية الملتقى الدولي: لمتطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، يومي 17 و 12 أفريل، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، محبر العولمة واقتصاديات شمال افريقيا، جامعة حسيبة . بن بوعلج، الشلف ، 2011 ،
4. صبيحة قاسم هاشم نظريات هيكل التمويل الحديثة , مجلة العلوم الاقتصادية والادارية , كلية الادارة والاقتصاد ; جامعة بغداد المجلد 21 العدد 83 سنة 2015
5. عبد العزيز الدغيم وآخرون ، التحليل الائتماني ودوره في ترشيد عمليات الاقراض المصرفي بالتطبيق على المصرف الصناعي السوري ، سوريا: دراسة منشورة ، مجلة الدراسات والبحوث العلمية ، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، جامعة تشرين، المجلد 28 ، العدد الثالث، 2006 م
6. عبد المجيد عدنان قباجة ، محددات هيكل الراس المال للشركات المدرجة في بورصة فلسطين ، جامعة فلسطين الاهلية ، بيت لحم فلسطين
7. عبد الوهاب دادن , الجدل القائم حول هياكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة , مجلة الباحث , العدد 7 جامعة ورقلة 2010/2009
8. غازي فلاح المومني وعلي محمود حسن ، محددات اختيار الهيكل المالي بشركات الاعمال ، مجلة الدراسات العلوم الإدارية ، المجلد 38 ، العدد 7 ، جامعة الأردن 2011
9. مفيدة بجاوي، تحديد الهيكل المالي الامثل في المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية ، مجلة العلوم الانسانية ، العدد الثالث ، جامعة محمد خيضر ، بسكرة ، اكتوبر 2002
10. نشات حكمت عليوي ، الرفع المالي علي الاداء المالي في شركات المساهمة العامة الاردنية المدرجة في السوق المالي ، 2019 ،

**THESES :**

- 1 Christine Collet, Chris Dauw . **vade-mecom du Financement des PME**, Groupe de Book larier,
- 2 Grigore, Maria & Ștefan-Duicu, Viorica, **Agency Theory and Optimal Capital Structure**, Challenges of the Knowledge Society. Economics, 2002, 862-868
- 3 Harold Bierman, **The capital structure decision**, Kluwer Academic Publisher, Massachusetts, 2003
- 4 Madeleine Asdrubal, Gérard Gaboriaud, comprendre et utiliser la comptabilité, Educagri , Paris, 2003
- 5 Ziane Ydriss" La structure d'enllement des Petites et moyennes entreprises finnoises : une étude sur donnes de panel" ,www.univ orlens. Fr/dog / GDRcofi /Actif/ doclyon /ziane.pdf.cosulté

**JOURNAL :**

1. Ali. Irfan, **Determinants of capital structure**: Empirical evidence from Pakistan, Master Thesis, University of Twente Enscheda, 2011
2. Corynne Jaffeux , Signal et efficacité des marchés , Impact d'une notation lors de l'émission de billets de trésorerie sur le marché à règlement mensuel , 2nd afir colloquium , 3 , 1991
3. Deepa. R, A , **study on the determinants of capital structure and profitability**, PHD, Pondicherry University, 2011
4. Joseph . O , **The determinants of capital structure Evidence on UK property companies** 1990
5. Marsh.P,**The choice Betewen Equity and Debt**, Journal Of Finance,37, March, 1982
6. Samah Ouni ,**La relation entre les notations de crédit et la structure du capital dans le contexte de la théorie de trade off et de Packing Order**, Mémoire de fin d'études Pour l'obtention du diplôme de Mastère , non publié, Université de tunis,2004,
7. Samira Rifki, Abdessadeq Sadq (2001), «Un essai de synthèse Des débats théoriques à propos de la structure financière Des entreprises», In revue du financier, N°31, P18
8. SHERIDAN.T Roberto.W , **The Determinants of capital structure choice**



الملاحق

ملحق رقم 01 : محدد معدل الضريبة

رقم		السنة	الضريبة المدفوعة	صافي الربح قبل الضريبة	المعدل الضريبي
1	CSSI-SPA Algerie	2010	21 979 211,00	106 911 888,05	0,21
	CSSI-SPA Algerie	2011	28 689 084,00	149 806 372,45	0,19
	CSSI-SPA Algerie	2012	-	-	#DIV/0!
	CSSI-SPA Algerie	2013	-	-	#DIV/0!
	CSSI-SPA Algerie	2014	3 238 648,00	137 072 035,10	0,02
	CSSI-SPA Algerie	2015	40 690 477,60	156 813 840,39	0,26
	CSSI-SPA Algerie	2016	104 299 782,68	102 442 073,38-	1,02
	CSSI-SPA Algerie	2017	181 370 512,67	193 799 663,30	0,94
2	ENSP	2010	-	-	#DIV/0!
	ENSP	2011	225 889 248,19	1 090 361 801,47	0,21
	ENSP	2012	649 236 025,00	2 889 618 384,34	0,22
	ENSP	2013	988 506 623,00	4 114 981 688,27	0,24
	ENSP	2014	1 035 364 204,00	4 114 981 688,27	0,25
	ENSP	2015	-	-	#DIV/0!
	ENSP	2016	2 041 682 028,94	6 210 373 534,28	0,33
	ENSP	2017	2 368 714 390,45	7 362 634 674,73	0,32
3	SPA BAYAT CATRING	2010	-	-	#DIV/0!
	SPA BAYAT CATRING	2011	33 988 015,00	617 963 918,07	0,05
	SPA BAYAT CATRING	2012	82 489 987,75	329 959 755,43	0,25
	SPA BAYAT CATRING	2013	-	-	#DIV/0!
	SPA BAYAT CATRING	2014	109 600 000,00	476 521 739,15	0,23
	SPA BAYAT CATRING	2015	106 779 029,58	410 688 575,29	0,26
	SPA BAYAT CATRING	2016	175 375 230,64	419 874 049,78	0,42
	SPA BAYAT CATRING	2017	280 212 233,34	320 730 000,00	0,87
4	ENAFOR	2010	49 294 709,00	348 140 578,38	0,14
	ENAFOR	2011	732 232 623,00	2 930 906 122,22	0,25
	ENAFOR	2012	750 328 723,00	2 805 742 762,57	0,27
	ENAFOR	2013	1 271 623 989,00	5 353 058 366,54	0,24
	ENAFOR	2014	2 030 419 833,00	9 787 511 928,00	0,21
	ENAFOR	2015	2 449 332 492,00	9 291 538 201,00	0,26
	ENAFOR	2016	1 561 452 775,00	4 775 310 840,00	0,33
	ENAFOR	2017	1 879 506 833,00	1 461 327 559,00	1,29
5	E,N,GEO	2010	-	-	#DIV/0!
	E,N,GEO	2011	1 128 925 860,00	3 171 653 393,16	0,36
	E,N,GEO	2012	874 434 160,00	2 224 247 925,78	0,39
	E,N,GEO	2013	2 151 669 838,00	9 556 868 323,25	0,23
	E,N,GEO	2014	3 957 109 210,00	16 443 443 104,10	0,24
	E,N,GEO	2015	1 662 904 394,00	11 310 021 016,47	0,15
	E,N,GEO	2016	1 367 951 823,00	2 410 198 798,47	0,57

	E,N,GEO	2017	2 045 427 390,20	6 772 156 494,81	0,30
6	S P A TASSILI	2010	-	-	#DIV/0!
	S P A TASSILI	2011	-	43 321 071,38	-
	S P A TASSILI	2012	-	103 069 991,46	-
	S P A TASSILI	2013	-	114 647 106,00	-
	S P A TASSILI	2014	4 830 848,00	25 425 258,00	0,19
	S P A TASSILI	2015	9 374 183,00	129 251 099,00	0,07
	S P A TASSILI	2016	104 688 936,00	62 637 390,00	1,67
	S P A TASSILI	2017	45 619 595,00	38 124 549,00	1,20
7	SPA HESP haliburton	2010	207 829 110,95	859 877 703,00	0,24
	SPA HESP haliburton	2011	190 732 242,00	880 079 822,00	0,22
	SPA HESP haliburton	2012	336 560 563,87	1 275 877 791,87	0,26
	SPA HESP haliburton	2013	46 410 179,61	151 337 127,83	0,31
	SPA HESP haliburton	2014	-	63 941 380,34-	-
	SPA HESP haliburton	2015	26 928 368,87	65 714 798,55	0,41
	SPA HESP haliburton	2016	195 637 441,06	402 723 298,01	0,49
	SPA HESP haliburton	2017	128 210 092,98	313 557 640,89	0,41
8	RED MED SPA	2010	38 312 566,66	186 172 816,57	0,21
	RED MED SPA	2011	40 384 797,46	177 854 319,62	0,23
	RED MED SPA	2012	18 162 080,25	49 290 409,98	0,37
	RED MED SPA	2013	-	147 937 990,66-	-
	RED MED SPA	2014	17 099 406,41	79 094 718,34	0,22
	RED MED SPA	2015	99 491 658,42	329 988 801,20	0,30
	RED MED SPA	2016	310 924 990,88	456 903 638,04	0,68
	RED MED SPA	2017	432 752 592,29	128 106 810,29	3,38
9	SPA ALPHA COMPUTERS	2010	4 424 589,00	15 456 478,42	0,29
	SPA ALPHA COMPUTERS	2011	3 726 379,00	13 388 613,61	0,28
	SPA ALPHA COMPUTERS	2012	3 824 202,00	11 207 675,32	0,34
	SPA ALPHA COMPUTERS	2013	4 064 443,00	10 253 601,54	0,40
	SPA ALPHA COMPUTERS	2014	1 808 517,00	6 987 918,48	0,26
	SPA ALPHA COMPUTERS	2015	3 445 911,00	12 194 152,10	0,28
	SPA ALPHA COMPUTERS	2016	21 684 001,78	7 525 083,41	2,88
	SPA ALPHA COMPUTERS	2017	7 517 759,72	20 976 680,01	0,36
10	S.P.A BASP	2010	271 767 113,00	988 188 469,42	0,28
	S.P.A BASP	2011	210 456 774,00	751 315 545,32	0,28
	S.P.A BASP	2012	-	620 593 328,12-	-
	S.P.A BASP	2013	-	751 014 038,92-	-
	S.P.A BASP	2014	-	198 963 723,14-	-
	S.P.A BASP	2015	-	399 855 060,37-	-
	S.P.A BASP	2016	29 303 750,19	155 124 027,82-	-

					0,19
					-
	S.P.A BASP	2017	20 557 775,72	47 007 249,25-	0,44
11	SPA BAYAT construction	2010	-	-	#DIV/0!
	SPA BAYAT construction	2011	2 266 787,01	10 247 007,47	0,22
	SPA BAYAT construction	2012	1 042 605,12	3 110 072,28	0,34
	SPA BAYAT construction	2013	618 196,01	3 027 226,70	0,20
	SPA BAYAT construction	2014	-	48 801 061,89-	-
	SPA BAYAT construction	2015	-	42 767 213,97-	-
	SPA BAYAT construction	2016	944 681,07	11 922,04-	-
	SPA BAYAT construction	2017	2 689 514,61	69 440 658,20	79,24
12	SPA ALGERIAN OIL FIELD SERVICES	2010	-	25 391 311,41-	-
	SPA ALGERIAN OIL FIELD SERVICES	2011	-	89 334 639,88-	-
	SPA ALGERIAN OIL FIELD SERVICES	2012	43 529 424,30	74 304 275,87	0,59
	SPA ALGERIAN OIL FIELD SERVICES	2013	-	88 800 551,43-	-
	SPA ALGERIAN OIL FIELD SERVICES	2014	-	96 892 894,93-	-
	SPA ALGERIAN OIL FIELD SERVICES	2015	-	165 036 488,28-	-
	SPA ALGERIAN OIL FIELD SERVICES	2016			#DIV/0!
	SPA ALGERIAN OIL FIELD SERVICES	2017			#DIV/0!
13	SPA WESP	2010	16 081 632,85	64 020 189,54	0,25
	SPA WESP	2011	10 691 820,76	41 600 402,13	0,26
	SPA WESP	2012	20 987 659,04	83 784 426,14	0,25
	SPA WESP	2013	25 131 476,66	89 464 108,78	0,28
	SPA WESP	2014	-	2 955 335,41	-
	SPA WESP	2015	-	-	#DIV/0!
	SPA WESP	2016	3 081 087 942,41	9 234 000 659,19	0,33
	SPA WESP	2017	3 358 383 824,34	8 835 347 729,22	0,38
14	SPA STAR AVIATION	2010	-	-	#DIV/0!
	SPA STAR AVIATION	2011	41 646 542,00	146 804 016,18	0,28
	SPA STAR AVIATION	2012	50 281 483,00	188 250 298,41	0,27
	SPA STAR AVIATION	2013	19 018 280,00	45 132 141,00	0,42
	SPA STAR AVIATION	2014	-	139 615 800,54-	-
	SPA STAR AVIATION	2015	-	182 154 234,40-	-
	SPA STAR AVIATION	2016	41 532 143,52	212 368 203,91	0,20
	SPA STAR AVIATION	2017	61 545 542,99	78 687 961,88	0,78
15	SPA SOS ALGERIA	2010			#DIV/0!

SPA SOS ALGERIA	2011			#DIV/0!
SPA SOS ALGERIA	2012			#DIV/0!
SPA SOS ALGERIA	2013			#DIV/0!
SPA SOS ALGERIA	2014			#DIV/0!
SPA SOS ALGERIA	2015			#DIV/0!
SPA SOS ALGERIA	2016			#DIV/0!
SPA SOS ALGERIA	2017			#DIV/0!

ملحق رقم 02 : محدد الربح والضريبة والرفع

date	soc	annee	d/cp	taxe	profit
1	CSSI-SPA Algerie	2010	2,99	0,21	0,09
	CSSI-SPA Algerie	2011	3,00	0,19	0,08
	CSSI-SPA Algerie	2012	1,90	-	-
	CSSI-SPA Algerie	2013	2,02	-	-
	CSSI-SPA Algerie	2014	2,10	0,02	0,06
	CSSI-SPA Algerie	2015	2,23	0,26	0,03
	CSSI-SPA Algerie	2016		1,02-	-
	CSSI-SPA Algerie	2017		0,94	0,05
2	ENSP	2010	-	-	-
	ENSP	2011	0,26	0,21	0,09
	ENSP	2012	0,29	0,22	0,16
	ENSP	2013	0,29	0,24	0,20
	ENSP	2014	0,29	0,25	0,19
	ENSP	2015	-	-	-
	ENSP	2016		0,33	0,21
	ENSP	2017		0,32	0,24
3	SPA BAYAT CATRING	2010	-	-	-
	SPA BAYAT CATRING	2011	0,00	0,05	0,07
	SPA BAYAT CATRING	2012	1,87	0,25	0,03
	SPA BAYAT CATRING	2013	-	-	-
	SPA BAYAT CATRING	2014	3,30	0,23	0,03
	SPA BAYAT CATRING	2015	2,46	0,26	0,03
	SPA BAYAT CATRING	2016		0,42	0,02
	SPA BAYAT CATRING	2017		0,87	0,02
4	ENAFOR	2010	0,90	0,14	0,01
	ENAFOR	2011	0,49	0,25	0,09
	ENAFOR	2012	0,47	0,27	0,08
	ENAFOR	2013	0,44	0,24	0,13
	ENAFOR	2014	0,53	0,21	0,20
	ENAFOR	2015	0,80	0,26	0,19
	ENAFOR	2016	-	0,33	0,09
	ENAFOR	2017	-	1,29	0,02
5	E,N,GEO	2010	-	-	-
	E,N,GEO	2011	0,19	0,36	0,11
	E,N,GEO	2012	0,17	0,39	0,07
	E,N,GEO	2013	0,42	0,23	0,17
	E,N,GEO	2014	0,38	0,24	0,23

	E,N,GEO	2015	0,25	0,15	0,19
	E,N,GEO	2016	-	0,57	0,07
	E,N,GEO	2017	-	0,30	0,18
6	S P A TASSILI	2010	-	-	-
	S P A TASSILI	2011	3,71	-	0,09
	S P A TASSILI	2012	3,30	-	0,09
	S P A TASSILI	2013	2,73	-	0,11
	S P A TASSILI	2014	1,99	0,19	0,12
	S P A TASSILI	2015	1,99	0,07	0,09
	S P A TASSILI	2016	-	1,67	0,05
	S P A TASSILI	2017	-	1,20	0,04
7	SPA HESP haliburton	2010	0,28	0,24	0,16
	SPA HESP haliburton	2011	0,21	0,22	0,17
	SPA HESP haliburton	2012	0,38	0,26	0,19
	SPA HESP haliburton	2013	0,19	0,31	0,03
	SPA HESP haliburton	2014	0,18	-	0,02-
	SPA HESP haliburton	2015	0,18	0,41	0,01
	SPA HESP haliburton	2016	-	0,49	0,07
	SPA HESP haliburton	2017	-	0,41	0,05
8	RED MED SPA	2010	1,06	0,21	0,05
	RED MED SPA	2011	0,73	0,23	0,05
	RED MED SPA	2012	0,76	0,37	0,01
	RED MED SPA	2013	0,82	-	0,07-
	RED MED SPA	2014	0,88	0,22	0,02
	RED MED SPA	2015	0,92	0,30	0,08
	RED MED SPA	2016	-	0,68	0,19
	RED MED SPA	2017	-	3,38	0,04
9	SPA ALPHA COMPUTERS	2010	1,31	0,29	0,02
	SPA ALPHA COMPUTERS	2011	0,62	0,28	0,03
	SPA ALPHA COMPUTERS	2012	0,92	0,34	0,02
	SPA ALPHA COMPUTERS	2013	0,82	0,40	0,02
	SPA ALPHA COMPUTERS	2014	0,78	0,26	0,02
	SPA ALPHA COMPUTERS	2015	0,73	0,28	0,02
	SPA ALPHA COMPUTERS	2016	-	2,88	0,02
	SPA ALPHA COMPUTERS	2017	-	0,36	0,04
10	S.P.A BASP	2010	0,82	0,28	0,10
	S.P.A BASP	2011	0,46	0,28	0,08
	S.P.A BASP	2012	0,24	-	0,16-
	S.P.A BASP	2013	0,54	-	0,27-
	S.P.A BASP	2014	0,81	-	0,07-
	S.P.A BASP	2015	1,59	-	0,05-
	S.P.A BASP	2016	-	0,19-	0,03-
	S.P.A BASP	2017	-	0,44-	0,06-

11	SPA BAYAT construction	2010	-	-	-
	SPA BAYAT construction	2011	4,88	0,22	0,05
	SPA BAYAT construction	2012	5,18	0,34	0,04
	SPA BAYAT construction	2013	5,11	0,20	0,04
	SPA BAYAT construction	2014	-	-	1,16-
	SPA BAYAT construction	2015	-	-	0,67-
	SPA BAYAT construction	2016	-	79,24-	-
	SPA BAYAT construction	2017	-	0,04	0,77-
12	SPA ALGERIAN OIL FIELD SERVICES	2010	1,31	-	0,08-
	SPA ALGERIAN OIL FIELD SERVICES	2011	4,74	-	0,40-
	SPA ALGERIAN OIL FIELD SERVICES	2012	50,95	0,59	0,54
	SPA ALGERIAN OIL FIELD SERVICES	2013	3,29	-	0,38-
	SPA ALGERIAN OIL FIELD SERVICES	2014	10,31	-	0,41-
	SPA ALGERIAN OIL FIELD SERVICES	2015	15,68-	-	0,48-
	SPA ALGERIAN OIL FIELD SERVICES	2016	-	-	-
	SPA ALGERIAN OIL FIELD SERVICES	2017	-	-	-
13	SPA WESP	2010	1,11	0,25	0,18
	SPA WESP	2011	1,48	0,26	0,09
	SPA WESP	2012	1,16	0,25	0,14
	SPA WESP	2013	0,67	0,28	0,18
	SPA WESP	2014	0,54	-	0,00
	SPA WESP	2015	-	-	-
	SPA WESP	2016	-	0,33	0,12
	SPA WESP	2017	-	0,38	0,11
14	SPA STAR AVIATION	2010	-	-	-
	SPA STAR AVIATION	2011	2,89	0,28	0,04
	SPA STAR AVIATION	2012	2,13	0,27	0,05
	SPA STAR AVIATION	2013	1,71	0,42	0,01
	SPA STAR AVIATION	2014	4,30	-	0,05-
	SPA STAR AVIATION	2015	7,73	-	0,06-
	SPA STAR AVIATION	2016	-	0,20	0,06
	SPA STAR AVIATION	2017	-	0,78	0,02
15	SPA SOS ALGERIA	2010	-	-	-
	SPA SOS ALGERIA	2011	1,61	0,28	0,07
	SPA SOS ALGERIA	2012	7,78-	-	0,30-
	SPA SOS ALGERIA	2013	2,27-	-	0,30-
	SPA SOS ALGERIA	2014	14,45	-	0,24
	SPA SOS ALGERIA	2015	12,31	0,07	0,02
	SPA SOS ALGERIA	2016	-	5,37-	0,02-

SPA SOS ALGERIA	2017	-	6,92-	0,02-
-----------------	------	---	-------	-------

ملحق رقم 03 : بيانات رقم الاعمال والربحية والضريبة والرفع المالي

date	الشركات	السنوات	الرفع	الضريبة	الربحية	رقم الاعمال
1	CSSI-SPA Algerie	2010	2,99	0,21	0,09	926 627 904,80
	CSSI-SPA Algerie	2011	3,00	0,19	0,08	1 488 319 073,79
	CSSI-SPA Algerie	2012	1,90	-	-	-
	CSSI-SPA Algerie	2013	2,02	-	-	-
	CSSI-SPA Algerie	2014	2,10	0,02	0,06	1 703 076 321,58
	CSSI-SPA Algerie	2015	2,23	0,26	0,03	3 367 454 968,45
	CSSI-SPA Algerie	2016		1,02-	-	
	CSSI-SPA Algerie	2017		0,94	0,05	2 807 023 290,79
2	ENSP	2010	-	-	-	-
	ENSP	2011	0,26	0,21	0,09	10 890 817 766,77
	ENSP	2012	0,29	0,22	0,16	14 468 857 938,75
	ENSP	2013	0,29	0,24	0,20	16 504 334 736,11
	ENSP	2014	0,29	0,25	0,19	18 366 492 098,16
	ENSP	2015	-	-	-	-
	ENSP	2016		0,33	0,21	21 797 662 550,52
	ENSP	2017		0,32	0,24	22 910 353 567,55
3	SPA BAYAT CATRING	2010	-	-	-	-
	SPA BAYAT CATRING	2011	0,00	0,05	0,07	8 099 776 531,21
	SPA BAYAT CATRING	2012	1,87	0,25	0,03	8 719 589 178,73
	SPA BAYAT CATRING	2013	-	-	-	-
	SPA BAYAT CATRING	2014	3,30	0,23	0,03	11 828 118 622,01
	SPA BAYAT CATRING	2015	2,46	0,26	0,03	11 178 288 002,56
	SPA BAYAT CATRING	2016		0,42	0,02	12 742 267 665,88
	SPA BAYAT CATRING	2017		0,87	0,02	12 307 199 225,42
4	ENAFOR	2010	0,90	0,14	0,01	23 589 286 464,60
	ENAFOR	2011	0,49	0,25	0,09	23 565 584 463,91
	ENAFOR	2012	0,47	0,27	0,08	25 857 775 309,08
	ENAFOR	2013	0,44	0,24	0,13	28 386 911 937,96
	ENAFOR	2014	0,53	0,21	0,20	32 945 172 838,00
	ENAFOR	2015	0,80	0,26	0,19	36 421 189 524,00
	ENAFOR	2016	-	0,33	0,09	39 643 512 547,00
	ENAFOR	2017	-	1,29	0,02	42 655 431 099,00
5	E,N,GEO	2010	-	-	-	-
	E,N,GEO	2011	0,19	0,36	0,11	17 139 589 651,08
	E,N,GEO	2012	0,17	0,39	0,07	17 548 082 392,19
	E,N,GEO	2013	0,42	0,23	0,17	45 538 633 383,78

	E,N,GEO	2014	0,38	0,24	0,23	53 429 189 231,16
	E,N,GEO	2015	0,25	0,15	0,19	52 414 633 002,22
	E,N,GEO	2016	-	0,57	0,07	21 984 079 196,21
	E,N,GEO	2017	-	0,30	0,18	27 036 377 071,95
6	S P A TASSILI	2010	-	-	-	-
	S P A TASSILI	2011	3,71	-	0,09	482 139 066,53
	S P A TASSILI	2012	3,30	-	0,09	1 123 965 741,66
	S P A TASSILI	2013	2,73	-	0,11	1 079 724 916,00
	S P A TASSILI	2014	1,99	0,19	0,12	178 719 550,00
	S P A TASSILI	2015	1,99	0,07	0,09	1 265 201 432,00
	S P A TASSILI	2016	-	1,67	0,05	1 106 329 436,00
	S P A TASSILI	2017	-	1,20	0,04	874 382 448,00
7	SPA HESP haliburton	2010	0,28	0,24	0,16	3 979 498 020,25
	SPA HESP haliburton	2011	0,21	0,22	0,17	4 075 317 726,00
	SPA HESP haliburton	2012	0,38	0,26	0,19	4 938 609 606,94
	SPA HESP haliburton	2013	0,19	0,31	0,03	3 451 529 035,45
	SPA HESP haliburton	2014	0,18	-	0,02-	2 838 633 624,76
	SPA HESP haliburton	2015	0,18	0,41	0,01	3 695 121 892,49
	SPA HESP haliburton	2016	-	0,49	0,07	4 236 298 204,24
	SPA HESP haliburton	2017	-	0,41	0,05	4 456 931 450,17
8	RED MED SPA	2010	1,06	0,21	0,05	2 849 000 424,32
	RED MED SPA	2011	0,73	0,23	0,05	2 546 367 805,06
	RED MED SPA	2012	0,76	0,37	0,01	2 252 499 519,01
	RED MED SPA	2013	0,82	-	0,07-	2 049 865 436,31
	RED MED SPA	2014	0,88	0,22	0,02	2 491 613 240,79
	RED MED SPA	2015	0,92	0,30	0,08	2 726 590 470,61
	RED MED SPA	2016	-	0,68	0,19	2 387 498 459,95
	RED MED SPA	2017	-	3,38	0,04	2 673 316 029,98
9	SPA ALPHA COMPUTERS	2010	1,31	0,29	0,02	556 105 935,71
	SPA ALPHA COMPUTERS	2011	0,62	0,28	0,03	341 044 690,46
	SPA ALPHA COMPUTERS	2012	0,92	0,34	0,02	323 880 481,97
	SPA ALPHA COMPUTERS	2013	0,82	0,40	0,02	399 286 258,00
	SPA ALPHA COMPUTERS	2014	0,78	0,26	0,02	317 486 729,87
	SPA ALPHA COMPUTERS	2015	0,73	0,28	0,02	415 579 999,81
	SPA ALPHA COMPUTERS	2016	-	2,88	0,02	293 321 210,39
	SPA ALPHA COMPUTERS	2017	-	0,36	0,04	409 198 751,45
10	S.P.A BASP	2010	0,82	0,28	0,10	6 972 552 894,75
	S.P.A BASP	2011	0,46	0,28	0,08	6 845 455 346,39
	S.P.A BASP	2012	0,24	-	0,16-	3 103 896 453,37
	S.P.A BASP	2013	0,54	-	0,27-	2 078 010 746,73
	S.P.A BASP	2014	0,81	-	0,07-	3 502 323 899,56
	S.P.A BASP	2015	1,59	-	0,05-	6 131 204 880,87
	S.P.A BASP	2016	-	0,19-	0,03-	7 028 143 371,75

	S.P.A BASP	2017	-	0,44-	0,06-	6 446 895 927,21
11	SPA BAYAT construction	2010	-	-	-	-
	SPA BAYAT construction	2011	4,88	0,22	0,05	149 545 628,50
	SPA BAYAT construction	2012	5,18	0,34	0,04	50 777 163,87
	SPA BAYAT construction	2013	5,11	0,20	0,04	58 539 781,00
	SPA BAYAT construction	2014	-	-	1,16-	42 163 719,40
	SPA BAYAT construction	2015	-	-	0,67-	63 985 155,90
	SPA BAYAT construction	2016	-	79,24-	-	-
	SPA BAYAT construction	2017	-	0,04	0,77-	90 668 714,04
12	SPA ALGERIAN OIL FIELD SERVICES	2010	1,31	-	0,08-	299 554 389,89
	SPA ALGERIAN OIL FIELD SERVICES	2011	4,74	-	0,40-	383 522 406,10
	SPA ALGERIAN OIL FIELD SERVICES	2012	50,95	0,59	0,54	240 560 230,64
	SPA ALGERIAN OIL FIELD SERVICES	2013	3,29	-	0,38-	224 879 658,91
	SPA ALGERIAN OIL FIELD SERVICES	2014	10,31	-	0,41-	233 838 528,68
	SPA ALGERIAN OIL FIELD SERVICES	2015	15,68-	-	0,48-	341 066 981,70
	SPA ALGERIAN OIL FIELD SERVICES	2016	-	-	-	-
	SPA ALGERIAN OIL FIELD SERVICES	2017	-	-	-	-
13	SPA WESP	2010	1,11	0,25	0,18	271 724 812,12
	SPA WESP	2011	1,48	0,26	0,09	337 923 987,30
	SPA WESP	2012	1,16	0,25	0,14	442 718 306,10
	SPA WESP	2013	0,67	0,28	0,18	420 054 617,21
	SPA WESP	2014	0,54	-	0,00	294 322 165,80
	SPA WESP	2015	-	-	-	-
	SPA WESP	2016	-	0,33	0,12	54 812 691 248,13
	SPA WESP	2017	-	0,38	0,11	56 171 818 076,86
14	SPA STAR AVIATION	2010	-	-	-	-
	SPA STAR AVIATION	2011	2,89	0,28	0,04	2 493 466 615,10
	SPA STAR AVIATION	2012	2,13	0,27	0,05	2 622 511 471,91
	SPA STAR AVIATION	2013	1,71	0,42	0,01	2 564 063 604,00
	SPA STAR AVIATION	2014	4,30	-	0,05-	2 491 657 923,08
	SPA STAR AVIATION	2015	7,73	-	0,06-	3 282 335 383,24
	SPA STAR AVIATION	2016	-	0,20	0,06	3 695 503 769,47
	SPA STAR AVIATION	2017	-	0,78	0,02	3 507 813 102,59
15	SPA SOS ALGERIA	2010	-	-	-	-
	SPA SOS ALGERIA	2011	1,61	0,28	0,07	69 251 863,45
	SPA SOS ALGERIA	2012	7,78-	-	0,30-	90 556 454,24
	SPA SOS ALGERIA	2013	2,27-	-	0,30-	130 871 518,33
	SPA SOS ALGERIA	2014	14,45	-	0,24	228 300 203,92
	SPA SOS ALGERIA	2015	12,31	0,07	0,02	349 202 634,37

SPA SOS ALGERIA	2016	-	5,37-	0,02-	448 459 173,02
SPA SOS ALGERIA	2017	-	6,92-	0,02-	461 203 044,38

ملحق رقم 04: بيانات صافي الربح وصافي المبيعات ونسبة هامش الربح

رقم	الشركة	السنة	صافي المبيعات/Can	صافي الدخل (الربح)	نسبة هامش الربح
1	CSSI-SPA Algerie	2010	926 627 904,80	84 932 677,05	0,09
	CSSI-SPA Algerie	2011	1 488 319 073,79	121 117 288,45	0,08
	CSSI-SPA Algerie	2012	-	182 877 674,58	-
	CSSI-SPA Algerie	2013	-	5 176 616,59	-
	CSSI-SPA Algerie	2014	1 703 076 321,58	104 685 555,00	0,06
	CSSI-SPA Algerie	2015	3 367 454 968,45	116 123 362,00	0,03
	CSSI-SPA Algerie	2016	-	101 016 037,38	-
	CSSI-SPA Algerie	2017	2 807 023 290,79	130 349 066,73	0,05
2	ENSP	2010	-	-	-
	ENSP	2011	10 890 817 766,77	930 763 022,39	0,09
	ENSP	2012	14 468 857 938,75	2 310 440 373,44	0,16
	ENSP	2013	16 504 334 736,11	3 272 430 880,29	0,20
	ENSP	2014	18 366 492 098,16	3 479 592 431,11	0,19
	ENSP	2015	-	-	-
	ENSP	2016	21 797 662 550,52	4 584 267 697,07	0,21
	ENSP	2017	22 910 353 567,55	5 431 961 834,30	0,24
3	SPA BAYAT CATRING	2010	-	-	#DIV/0!
	SPA BAYAT CATRING	2011	8 099 776 531,21	583 975 903,07	0,07
	SPA BAYAT CATRING	2012	8 719 589 178,73	247 469 963,03	0,03
	SPA BAYAT CATRING	2013	-	-	#DIV/0!
	SPA BAYAT CATRING	2014	11 828 118 622,01	366 921 739,15	0,03
	SPA BAYAT CATRING	2015	11 178 288 002,56	303 909 545,71	0,03
	SPA BAYAT CATRING	2016	12 742 267 665,88	310 706 796,78	0,02
	SPA BAYAT CATRING	2017	12 307 199 225,42	237 340 200,00	0,02
4	ENAFOR	2010	23 589 286 464,60	298 845 869,38	0,01
	ENAFOR	2011	23 565 584 463,91	2 188 584 504,97	0,09
	ENAFOR	2012	25 857 775 309,08	2 092 646 970,60	0,08
	ENAFOR	2013	28 386 911 937,96	3 645 646 501,71	0,13
	ENAFOR	2014	32 945 172 838,00	6 672 743 946,00	0,20
	ENAFOR	2015	36 421 189 524,00	6 872 814 516,00	0,19
	ENAFOR	2016	39 643 512 547,00	3 565 226 173,00	0,09
	ENAFOR	2017	42 655 431 099,00	1 017 373 522,00	0,02
5	E,N,GEO	2010	-	-	#DIV/0!
	E,N,GEO	2011	17 139 589 651,08	1 924 309 978,87	0,11
	E,N,GEO	2012	17 548 082 392,19	1 180 758 047,71	0,07

	E,N,GEO	2013	45 538 633 383,78	7 625 234 937,00	0,17
	E,N,GEO	2014	53 429 189 231,16	12 308 591 500,62	0,23
	E,N,GEO	2015	52 414 633 002,22	9 775 626 975,60	0,19
	E,N,GEO	2016	21 984 079 196,21	1 594 196 420,63	0,07
	E,N,GEO	2017	27 036 377 071,95	4 892 231 700,47	0,18
6	S P A TASSILI	2010	-	-	#DIV/0!
	S P A TASSILI	2011	482 139 066,53	43 321 071,38	0,09
	S P A TASSILI	2012	1 123 965 741,66	103 069 991,46	0,09
	S P A TASSILI	2013	1 079 724 916,00	114 647 106,00	0,11
	S P A TASSILI	2014	178 719 550,00	20 594 410,00	0,12
	S P A TASSILI	2015	1 265 201 432,00	111 949 589,00	0,09
	S P A TASSILI	2016	1 106 329 436,00	56 250 383,00	0,05
	S P A TASSILI	2017	874 382 448,00	31 600 648,00	0,04
7	SPA HESP haliburton	2010	3 979 498 020,25	649 035 173,76	0,16
	SPA HESP haliburton	2011	4 075 317 726,00	702 238 597,00	0,17
	SPA HESP haliburton	2012	4 938 609 606,94	952 078 331,60	0,19
	SPA HESP haliburton	2013	3 451 529 035,45	109 769 415,86	0,03
	SPA HESP haliburton	2014	2 838 633 624,76	- 58 953 631,71	- 0,02
	SPA HESP haliburton	2015	3 695 121 892,49	46 130 617,32	0,01
	SPA HESP haliburton	2016	4 236 298 204,24	292 075 267,26	0,07
	SPA HESP haliburton	2017	4 456 931 450,17	235 514 661,24	0,05
8	RED MED SPA	2010	2 849 000 424,32	150 951 749,53	0,05
	RED MED SPA	2011	2 546 367 805,06	136 385 229,68	0,05
	RED MED SPA	2012	2 252 499 519,01	29 838 224,48	0,01
	RED MED SPA	2013	2 049 865 436,31	- 147 942 990,66	- 0,07
	RED MED SPA	2014	2 491 613 240,79	61 995 311,93	0,02
	RED MED SPA	2015	2 726 590 470,61	230 497 142,78	0,08
	RED MED SPA	2016	2 387 498 459,95	456 893 638,04	0,19
	RED MED SPA	2017	2 673 316 029,98	107 135 156,26	0,04
9	SPA ALPHA COMPUTERS	2010	556 105 935,71	11 031 889,42	0,02
	SPA ALPHA COMPUTERS	2011	341 044 690,46	9 662 234,61	0,03
	SPA ALPHA COMPUTERS	2012	323 880 481,97	7 383 473,32	0,02
	SPA ALPHA COMPUTERS	2013	399 286 258,00	6 189 158,54	0,02
	SPA ALPHA COMPUTERS	2014	317 486 729,87	5 179 401,48	0,02
	SPA ALPHA COMPUTERS	2015	415 579 999,81	8 748 241,10	0,02
	SPA ALPHA COMPUTERS	2016	293 321 210,39	4 933 258,41	0,02
	SPA ALPHA COMPUTERS	2017	409 198 751,45	15 232 254,01	0,04
10	S.P.A BASP	2010	6 972 552 894,75	722 812 985,96	0,10
	S.P.A BASP	2011	6 845 455 346,39	556 692 189,86	0,08
	S.P.A BASP	2012	3 103 896 453,37	- 482 402 424,44	- 0,16
	S.P.A BASP	2013	2 078 010 746,73	- 570 696 474,37	- 0,27
	S.P.A BASP	2014	3 502 323 899,56	- 229 172 133,50	- 0,07
	S.P.A BASP	2015	6 131 204 880,87	- 276 570 147,66	- 0,05

	S.P.A BASP	2016	7 028 143 371,75	- 176 260 524,96	- 0,03
	S.P.A BASP	2017	6 446 895 927,21	- 373 319 847,96	0,06-
11	SPA BAYAT construction	2010	-	-	#DIV/0!
	SPA BAYAT construction	2011	149 545 628,50	7 980 220,46	0,05
	SPA BAYAT construction	2012	50 777 163,87	2 067 467,16	0,04
	SPA BAYAT construction	2013	58 539 781,00	2 409 030,09	0,04
	SPA BAYAT construction	2014	42 163 719,40	- 48 801 061,89	- 1,16
	SPA BAYAT construction	2015	63 985 155,90	- 42 767 213,97	- 0,67
	SPA BAYAT construction	2016	-	- 11 922,04	#DIV/0!
	SPA BAYAT construction	2017	90 668 714,04	- 69 440 501,31	0,77-
12	SPA ALGERIAN OIL FIELD SERVICES	2010	299 554 389,89	- 25 391 491,41	0,08-
	SPA ALGERIAN OIL FIELD SERVICES	2011	383 522 406,10	- 153 568 239,23	- 0,40
	SPA ALGERIAN OIL FIELD SERVICES	2012	240 560 230,64	130 774 851,57	0,54
	SPA ALGERIAN OIL FIELD SERVICES	2013	224 879 658,91	- 86 347 449,26	- 0,38
	SPA ALGERIAN OIL FIELD SERVICES	2014	233 838 528,68	- 96 897 894,93	- 0,41
	SPA ALGERIAN OIL FIELD SERVICES	2015	341 066 981,70	- 164 814 479,98	- 0,48
	SPA ALGERIAN OIL FIELD SERVICES	2016			-
	SPA ALGERIAN OIL FIELD SERVICES	2017			-
13	SPA WESP	2010	271 724 812,12	47 938 556,69	0,18
	SPA WESP	2011	337 923 987,30	30 908 581,37	0,09
	SPA WESP	2012	442 718 306,10	62 796 767,10	0,14
	SPA WESP	2013	420 054 617,21	74 260 210,49	0,18
	SPA WESP	2014	294 322 165,80	582 765,75	0,00
	SPA WESP	2015	-	-	-
	SPA WESP	2016	54 812 691 248,13	6 837 687 123,89	0,12
	SPA WESP	2017	56 171 818 076,86	6 257 854 052,32	0,11
14	SPA STAR AVIATION	2010	-	-	-
	SPA STAR AVIATION	2011	2 493 466 615,10	108 630 737,48	0,04
	SPA STAR AVIATION	2012	2 622 511 471,91	134 252 081,80	0,05
	SPA STAR AVIATION	2013	2 564 063 604,00	27 888 053,00	0,01
	SPA STAR AVIATION	2014	2 491 657 923,08	- 134 036 218,75	- 0,05
	SPA STAR AVIATION	2015	3 282 335 383,24	- 193 809 558,08	- 0,06
	SPA STAR AVIATION	2016	3 695 503 769,47	210 261 309,60	0,06
	SPA STAR AVIATION	2017	3 507 813 102,59	69 956 901,96	0,02
15	SPA SOS ALGERIA	2010		-	-
	SPA SOS ALGERIA	2011	69 251 863,45	4 916 169,26	0,07
	SPA SOS ALGERIA	2012	90 556 454,24	- 27 437 903,12	- 0,30
	SPA SOS ALGERIA	2013	130 871 518,33	- 39 027 743,35	- 0,30
	SPA SOS ALGERIA	2014	228 300 203,92	55 751 018,75	0,24

SPA SOS ALGERIA	2015	349 202 634,37		6 195 913,31	0,02
SPA SOS ALGERIA	2016	448 459 173,02	-	7 547 914,74	- 0,02
SPA SOS ALGERIA	2017	461 203 044,38	-	7 652 758,37	0,02-



الفهرس

I	الإهداء
V	الشكر
VI	ملخص
VII	قائمة المحتويات
VII	قائمة الجداول
VIII	قائمة الأشكال البيانية
IX	قائمة الملاحق
أ	مقدمة

الفصل الأول: الإطار النظري لمخاطر الإئتمان والربحية

01	المبحث الأول : مفاهيم أساسية حول الهيكل المالي
02	المطلب الأول : تعريف الهيكل المالي
02	المطلب الثاني : مكونات هيكل المالي
08	المطلب الثالث : النظريات المفسرة للهيكل المالي
08	• النظرية التقليدية
09	• نظرية موديجلياني وميلر
10	• النظرية الحديثة
15	المبحث الثاني : عناصر المحيط المالي
20	المبحث الثالث: الدراسات السابقة
20	المطلب الأول: الأبحاث والدراسات العلمية السابقة باللغة العربية والأجنبية
22	المطلب الثاني: أوجه التشابه والاختلاف بين الدراسات السابقة
25	خلاصة الفصل:

الفصل الثاني: الدراسة التطبيقية

28	المبحث الأول: الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة
28	المطلب الأول: الطريقة المتبعة
29	المطلب الثاني: خطوات الدراسة ومصدر البيانات
29	المطلب الثالث: أدوات الدراسة

31	المبحث الثاني: الدراسة لقياسية لمتغيرات الدراسة.....
37	خلاصة الفصل: . . . . .
41	خاتمة. . . . .
45	قائمة المراجع.....
58	الملاحق.....
59	فهرس. . . . .