

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة محمد بوضياف - المسيلة

ميدان: العلوم الاقتصادية

فرع: محاسبة و تدقيق



كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم: العلوم المالية و المحاسبة

تخصص: مالية و محاسبة

عنوان الموضوع:

العوامل المؤثرة في الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية

- دراسة تجريبية -

مذكرة تخرج تدخل ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماستر أكاديمي في العلوم المالية

إعداد الطالبتين:

- العطري هدى

- حجيلي شيماء

أعضاء لجنة المناقشة:

الاسم واللقب	الرتبة العلمية	الجامعة	الصفة
سبتي إسماعيل	محاضر أ	جامعة المسيلة	رئيسا
غربي حمزة	مساعد أ	جامعة المسيلة	مشرفا ومقرا
نذير ياسين	مساعد أ	جامعة المسيلة	مناقشا

السنة الجامعية: 2018/2019

كلمة شكر

".....رب أوزعني أن أشكر نعمتك التي أنعمت علي وعلى

والدي وأن اعمل صالحا ترضاه

و أدخلني برحمتك في عبادك الصالحين....."

(سورة النمل - الآية 91)

إذا كان من الواجب الشكر فالشكر لله تعالى على منه علينا بنعمه الفيضة
نحمده بكرة و عشيا، كما نتوجه بالشكر لأهل الفضل ، فنخص في هذا المقام
بالشكر الجزيل و الامنتان الغفير لأستاذ الدكتور "عربي حمزة" الذي قبل الإشراف
على مذكرتنا رغم أن واجباته أكثر ومن أوقاته، والذي لم يبخل علينا بتوجيهاته
وكان صدره رحب في كل صغيرة و كبيرة ليس في هذا المقام إلا أن نعبر عن
عظيمي شكرنا له ، فقد كان خلال فترة الإشراف نعم الأستاذ و الأب و هذه
الصفات قلما تجتمع في شخص واحد.

أسأل الله أن يجعل عمله خالصا لوجه الله و أن يجازيه عنا خير الجزاء و أن
يسامحنا لإتعبه و أن يبارك في أهله وأبنائه و إخوانه آمين .

الإهداء

لك الحمد على كثير فضلك وجميل عطائك وجودك وأرشدتنا على ما فيه صلاحنا وسعادتنا في الدارين والصلاة والسلام على خير خلقه محمد عليه أفضل الصلاة والسلام ،دون أن أنسى من قال فيهما الرحمان"وقضى ربك ألا تعبدوا إلا إياه وبالوالدين إحسانا"

إلى قدوتي الأولى ونبراسي الذي ينير دربي إلى من أعطاني بلا حدود إلى من رفعت رأسي عاليا افتخارا به إليك يا من أفديك بروحي أطال الله في عمره إليك أبي الغالي "ربيع"

إلى بسمه الحياة وسر الوجود إلى من كان دعائها سر نجاحي وحنانها بلسم جراحي إلى احلي كلمة ينطق بها اللسان إلى هبة الرحمان وملكوت الحنان إلى من أهدتني رضاها واطلب الله إن يرعاها لكي أُمي الغالية "فتيحة"

إلى رفقاء دربي وسندي الثاني بعد أبي في هذه الدنيا وقرّة عيني وبقرتهم أشعر بالأمان إلى من قال فيهما الرحمان "قال سنشد عضدك بأخيك ونجعل لكما سلطانا فلا يصلون إليكما بآياتنا أنتما ومن اتبعكما الغالبون" إليكم إخوتي: عادل وفؤاد حفظهم الله.

إلى من شفا العين لقائهم والقلب حبهم إلى من شاركوني أفراح الحياة وأحزانها إلى إخوتي وأخواتي سمية وزوجها كمال، رباب وزوجها سفيان ، زوجة أخي سعاد، رشا ،أميمة هبة الله إلى براعم منزلنا: هند، هيثم عبد الجليل، أدم عبد الصمد، معاذ نجم الدين.

اهدي ثمرة جهدي إلى من كان لي سنداً وعونا وساهم مساهمة كبيرة في تحفيزي معنويا خطيبي حمزة حفظه الله ورعا

إلى الشجرة الطيبة التي أفتخر كوني انتسبوا إليها جدتي حليلة أطال الله في عمرها وجدتي فطوم وجدتي جلول وجدتي مداني وأمينة رحمهم الله، إلى أعمامي وعماتي وأولادهم وأخوالي وخالاتي وأولادهم.

خاصة عمي طيب وخالتي نعيمة.

أهدي مذكرتي هذه إلى صديقتي حكيمة إيمان خديجة خولة بشرى سهام لامية رندة عبلة سعاد ليلي أمالم خضرة نورة نعيمة حميدة زهية فائزة سعيدة أحلام وفاء مريم دليلة جويده سهير منى مروى سارة صبرينة عائشة أسماء حليلة وسام وردة حدة منى

إلى من رسموا الصداقة لترقى ما فوق الأخوة:رتيبة وسارة

إلى جميع طلبة قسم محاسبة وتدقيق

إلى من ساعدتني في انجازها في هذه المذكرة صديقتي الغالية :العطري هدى

شيماء

الإهداء

بعض البشر حدائق تستوطنها الورود...

و سماء تزينها النجوم....

حين يبدون...

يغار الألماس من نقاء بريقتهم حروفهم نقاء...

همساتهم نقاء...بسماتهم نقاء...اللحظات معهم نقاء...

إلى أصحاب النفوس الأبية...أجمل هدية من رب البرية...

عائلي و على رأسهم والدي و البقية...

إليكم أنفل شهادتي التي تعترف كل قصاصة فيها بأنكم سبب
خلودها في مدارك العلم بإذن الله

و إليكم...

اهدي ثمرة جهدي في مسيرتي العلمية...

و إلى من تتسابق الكلمات لتخرج معبرة عن تمكنون ذاتها إلى
من تمتهنون الحبو يغزلون الأمل في قلبي عصفورا يرفرف فوق
ناصية الأحلام فتبقى روعي مشرقة و متأللة طالما حظيت بوجودهم
فغي حياتي ولا يسعني تقديم أحلى

الكلام لمن لهم اغلي مقام رفقتي الصالحة

هدى



فهرس المحتويات

فهرس المحتويات	
الصفحة	الموضوع
	شكر وتقدير
	الإهداء
	فهرس المحتويات
	قائمة الجداول
	قائمة الأشكال
	قائمة المختصرات
أ-د	المقدمة
الفصل الأول:	
الإطار النظري لهيكل الخصوم و التمويل	
06	تمهيد الفصل
07	المبحث الأول: مفاهيم عامة حول التمويل
07	المطلب الأول: تعريف التمويل
08	المطلب الثاني: طرق و خطوات التمويل و العوامل المؤثرة في التمويل
09	المطلب الثالث: العوامل المؤثرة في التمويل
11	المطلب الرابع: مصادر التمويل
20	المبحث الثاني: النظريات المفسرة لهيكل الخصوم(الهيكل المالي)
20	المطلب الأول: التعريف بالهيكل المالي
22	المطلب الثاني: العوامل المؤثرة في هيكل الخصوم
27	المطلب الثالث: النظريات المفسرة لهيكل الخصوم
31	خلاصة الفصل
الفصل الثاني	
دراسة تجريبية لعينة من المؤسسات الجزائرية	
33	تمهيد

34	المبحث الأول: الدراسات التجريبية السابقة
34	المطلب الأول: دراسات تناولت هيكل الأصول ومعدل النمو
35	المطلب الثاني: دراسات تناولت حجم المؤسسة ، المردودية والضمانات
37	المبحث الثاني: دراسة تجريبية للمؤسسة الجزائرية
37	المطلب الأول: تقديم العينة ودراسة المتغيرات
40	المطلب الثاني: تحديد نموذج الانحدار الخطي
43	المطلب الثالث: معادلة الانحدار الخطي وتحليل النموذج
47	خلاصة الفصل
49	الخاتمة
53	قائمة المراجع
	الملخص

قائمة الجداول

والأشكال

قائمة الجداول

الصفحة	العنوان
41	الجدول(1): محددات نموذج الانحدار الخطي
42	الجدول(2): تحليل التباين لنموذج الانحدار الخطي ANOVA
42	الجدول(3): معاملات نموذج الانحدار الخطي

قائمة الأشكال

الصفحة	العنوان
24	الشكل رقم (01) : العلاقة بين تكلفة الأموال ونسبة الرفع المالي وفقا للمدخل التقليدي.
25	الشكل رقم(2) : منحني يبين العلاقة بين نسبة الاستدانة إلى الأموال الخاصة وتكلفة رأس المال حسب نظرية الربح
27	المنحني رقم (03): يبين هيكل الخصوم الأمثل المالي حسب منظور التكلفة التقليدية
28	الشكل الرقم(4): منحني يبين الهيكل المالي الأمثل حسب نظرية الوكالة

قائمة المختبرات

قائمة المختصرات

لمصطلح بيان الاختصار

المصطلح	بيان الاختصار باللغة الفرنسية	بيان الاختصار باللغة العربية
ANOVA	Analyse de variance	تحليل تباين
CA	Chiffre d'affaire	رقم الاعمال
CR	Croissance	النمو
EURL	Entreprise Unipersonnelle à Responsabilité Limitée	مؤسسة ذات مسؤولية محدودة
GAR	Garanties	الضمانات
RE	Rentabilité	المردودية
SARL	Société à responsabilité limitée	مؤسسات ذات الشريك الوحيد
SNC	Société en Nom Collectif	مؤسسات التضامن
SPA	Société par action	مؤسسات المساهمة
TA	Taille	الحجم
TD	Total de dettes	الديون
TDLM	Total de dettes long et moyenne terme	الديون طويلة الاجل
Sp		هيكل الخصوم

المقدمة العامة

يعود الاهتمام بالمؤسسات الصناعية أساسا إلى عملية مركبة لها أبعاد ومظاهر، هو ما يطلق عليه بالعولمة، وسعيا إلى مسايرة التحولات الاقتصادية يجب التركيز على الجانب المالي بحياة المؤسسة لكي تستطيع الاستمرار، هذا ما يتطلب منها البحث عن مصادر تمويل لاحتياجاتها التي تسمح لها بمواجهة نشاطاتها وتجنب المؤسسة الوقوع في الأزمات المالية، مثل العجز المالي.

يرتبط نمو المؤسسة وتطوير نشاطاتها بقوة الإدارة على توفير السيولة اللازمة لتحقيق أهدافها المسطرة واختيار مصادر التمويل المناسبة وفعالية تسيير الأموال المتوفرة للمؤسسة، وكل هذا يرتكز على وجود رشادة وعقلانية في الحصول على الأموال، ذلك بوضع خطط وبرامج توضح وترسم المعالم لهيكل مالي أمثل عن طريق تحديد كيفية إدارة مواردها، ويقصد بمصادر التمويل تشكيلة المصادر التي حصلت منها المؤسسة على الأموال بهدف تمويل استثماراتها.

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.

1- إشكالية البحث

من هنا تنبثق إشكالية البحث ورسم معالمها الأساسية في التساؤل الجوهري التالي:

ما هي العوامل المؤثرة على هيكل الخصوم في المؤسسات الجزائرية؟

بناء على ما سبق ولغرض الإلمام بموضوع البحث لمعالجة و تحليل هذه الإشكالية، نقوم بطرح الأسئلة الفرعية التالية:

- ما المقصود بالتمويل؟ و ما هي مختلف مصادره؟
- فيما تتمثل العوامل المحددة للتمويل؟
- ماذا يقصد بهيكل الخصوم؟
- ما هي أهم النظريات التي تناولت هيكل الخصوم للمؤسسة الاقتصادية؟
- فيما تتمثل محددات هيكل الخصوم في المؤسسات الجزائرية؟



2- فرضيات البحث

من أجل الوصول لنتائج موضوعية وواقعية، تم اقتراح فرضيات متمثلة في النقاط الموالية:

- تؤثر المردودية على هيكل الخصوم في المؤسسات الجزائرية.
- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الضمانات ومستوى الاستدانة.
- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الحجم ومستوى الاستدانة.
- يعتبر الشكل القانوني من المتغيرات المؤثرة على هيكل خصوم المؤسسات.

3- أهمية البحث

تتمثل أهمية البحث في العناصر الموالية:

- التخصص والذي يعتبر من أهم العوامل التي أدت إلى اختيار الموضوع.
- يعتبر الموضوع كمدخل لأحد أهم مواضيع الإدارة المالية التي لا تزال تحدث جدلا بين مختلف الباحثين.
- يعتبر هيكل الخصوم من المواضيع المهمة في مجال الإدارة المالية حيث نجد عدة نظريات مفسرة له.

4- أهداف البحث

يمكن تلخيص أهداف البحث في العناصر الآتية:

- معرفة أهم مصادر تمويل المؤسسة وتكلفتها وتحديد تكلفة رأس المال.
- التعرف على أهم نظريات هيكل الخصوم.
- إبراز مدى تأثير هيكل الخصوم على المؤسسات الجزائرية.
- الوقوف على أهم مشكل وهو مشكل التمويل.
- تحديد مفهوم الهيكل المالي والعوامل التي تؤثر على تحديده.
- تلخيص أهم ما توصلت إليه نظريات هيكل الخصوم بشكل يسم للمؤسسة بفهمها، ومعرفة أهم محددات الهيكل المالية للمؤسسات الجزائرية.

5- منهج الدراسة

اعتمد في هذه الدراسة على المنهج الوصفي والمنهج التحليلي، ففي الفصل الأول، تم الاعتماد على المنهج الوصفي وتم التطرق فيه إلى مفاهيم عامة حول التمويل ومصادر التمويل سواء القصيرة

الأجل و متوسطة الأجل والطويلة الأجل والعوامل المحددة للتمويل، وفي الفصل الثاني تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي في تعريف الهيكل المالي والنظريات المفسرة للهيكل المالي ومحدداته.

6- أسباب اختيار الموضوع

يعتبر موضوع التمويل من المواضيع الهامة من خلال دراسة الهيكل المالي ومعرفة مختلف النظريات المفسرة له، فهو موضوع جدير بالبحث لحل العديد من المشكلات التي تعاني منها المؤسسات الاقتصادية فيما يتعلق بالمفاضلة بين مصادر التمويل المختلفة، كما أن الموضوع له صيغة مالية بحكمه متعلق بالتخصص.

7- الدراسات السابقة

هناك عدة دراسات سابقة. سيتم إيجاز أهمها فيما يلي:

• **دراسة حمزة غربي (2014):** وجاءت تحت عنوان "محددات السياسة المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة - دراسة حالة الجزائر- أطروحة دكتورة، وقد هدفت الدراسة إلى معرفة المحددات السياسية المالية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة، من خلال معرفة المحددات أدوات السياسة المالية في المؤسسة، والتي تتمثل في محددات الاستثمار، محددات الهيكلية المالية ومحددات توزيع أرباح السهم، ومعرفة أثر إشكالية التمويل على هذه المحددات مقارنة بمحددات السياسة المالية في المؤسسات في الدول المتطورة.

ومن خلال هذا البحث، تم التوصل إلى أهمية المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر، كما ان هذه المؤسسات تعاني من إشكالية في تمويلها .وهذه الإشكالية، كان لها أثر محدود على محددات السياسة المالية في المؤسسات الصغيرة و المتوسطة الجزائرية، فهي تتشابه في بعض المحددات مع الدول المتطورة، والتي تتمثل في النمو، رقم الأعمال، الأرباح المحققة، الأصول الملموسة و الشكل القانوني

• الدراسة التي قامت بها "الطالبة بو ربيعة غنية" مذكرة ماجستير بعنوان: " **محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة**"

التي تمحورت إشكالية بحثها: كيف تتحكم و تؤثر العوامل التي يتم على أساسها التوليف بين مصادر التمويل في اختيار الهيكل المناسب للمؤسسة الذي يسمح برفع القيمة السوقية للمؤسسة. إذ هدفت الباحثة من خلال دراستها إلى:

- التعرف على أهم المصادر التمويلية للمؤسسة الاقتصادية و قياس تكلفة كل مصدر.
- استعراض وإبراز أهمية وجود الدراسات التي تهتم بالاختيار الأمثل للهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية
- محاولة الاطلاع على سلامة قرارات التمويل في المؤسسة الاقتصادية الجزائرية من خلال دراسة حالة.

8- هيكل البحث

من أجل الإحاطة بكافة جوانب الدراسة والإجابة على الإشكال المطروح فقد قمنا بتقسيم البحث

كما يلي

الفصل الأول: والذي عنون الإطار النظري للهيكل المالي و التمويل، تم تقسيمه إلي مبحثين، المبحث الأول بعنوان التمويل و الذي تناولنا فيه مفهوم التمويل و خطوات و طرق التمويل و العوامل المؤثرة في التمويل وأيضا مصادر التمويل سواء قصيرة الأجل و متوسطة الأجل و طويلة الأجل، أما المبحث الثاني كان بعنوان الإطار النظري للهيكل الخصوم تم عرض تعريف الهيكل المالي واهم النظريات المفسرة للهيكل المالي و محددات الهيكل المالي في المؤسسات الجزائرية

الفصل الثاني: فقد عرض مختلف الدراسات التجريبية السابقة، والتي تمثلت في الدراسات التي تناولت بالخصوص هيكل الأصول ومعدل النمو، ثم دراسات تجريبية تناولت حجم المؤسسة والمردودية والضمانات، أما المبحث الثاني فقد خصص لدراسة عينة من المؤسسة الجزائرية، من خلال تقديم عينة الدراسة، ودراسة المتغيرات، وثالثا الوصف الإحصائي للمتغيرات، أما المبحث الثاني فقد خصص للدراسة الإحصائية لمعرفة معادلة هيكل الخصوم في عينة الدراسة. ثم تحليل وعرض النتائج.

الفصل الأول:

الإطار النظري لهيكل الخصوم
والتمويل

تمهيد :

يؤدي التمويل دورا هاما في الحياة الاقتصادية، إذ يعد العصب الرئيسي الذي يمد القطاع الاقتصادي بالأموال اللازمة للقيام بعملية استثمار وتحقيق التنمية ودفع عجلة اقتصاد نحو الأمام كما يعتبر من أهم عوامل قيام المؤسسة وتطورها من أجل تكوين الطاقات الإنتاجية، و مواكبة التطورات الاقتصادية و التكنولوجية، و يعتبر حجر الأساس في بنية المؤسسة الاقتصادية لما له من تأثير فعال و فاعل على جميع الوظائف الأخرى داخل المؤسسة.

كما أنه يعتبر من أهم القرارات التي تواجهها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لما يحمل من صعوبات في البحث عن مصادر التمويل اللازمة وتخصيصه، وتوزيعها على مختلف أوجه النشاط داخل المؤسسة، ومن خلال هذا المبحث سوف نتطرق إلى مختلف مصادر التمويل التي تلجأ إليها المؤسسة، و يتم تقسيم هذا المبحث إلى :

- ماهية التمويل.
- طرق و خطوات التمويل.
- العوامل المحددة لتمويل.
- مصادر التمويل.

المبحث الأول: ماهية التمويل

تعتبر وظيفة التمويل بما تتضمنه من بحث عن المصادر التمويل و المفاضلة فيما بينها، و التقرير بخصوص المزيج الأفضل منها عملية هامة جدا بالغة التعقيد خاصة في المؤسسات الكبيرة، لذلك يتطلب لقيام بهذه الوظيفة توافر كفاية متميزة لدى الإدارة المالية لمت القرارات المتعلقة بقرارات التمويل من اثر عام في رحية المؤسسة و بسلامة وضعها المالي.

المطلب الأول: تعريف التمويل

تعددت تعاريف التمويل منها:

من الأهداف الأساسية للوظيفة المالية هي التخطيط و الذي يستدعي وضع البرامج التشغيلية ثم تحديد مصادر التمويل الضرورية لتنفيذ البرامج و الخطط¹.

- الإمداد بالأموال في أوقات الحاجة إليها.²

- هو مجموعة القرارات حول كيفية الحصول على الأموال اللازمة لتمويل استثمارات المؤسسة وتحديد المزيج التمويل الأمثل من مصادر التمويل من أجل تغطية استثمارات.³

- تعتبر وظيفة التمويل على أنها تطبيق للمبادئ و المفاهيم الاقتصادية عند اتخاذ القرارات و حل المشاكل الخاصة بالمؤسسات و من أهم القرارات الإدارية التي تحتاج إلى تطبيق النظريات و الأدوات المالية هي قرارات الاستثمار (استخدام الأموال) و قرارات التمويل (زيادة رأس المال أو الحصول على الأموال)⁴.

كما يمكن القول أن التمويل هو الوظيفة الإدارية في المؤسسة التي تختص بعمليات التخطيط للأموال والحصول عليها من مصدر التمويل المناسب لتوفير الاحتياجات المالية اللازمة لأداء أنشطة المؤسسة المختلفة، مما يساعد على تحقيق أهدافه، وتحقيق التوازن بين الرغبات، والنجاح و استمرار المؤسسة.

¹ عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل و الإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2002، ص 117.

² الحاج طارق، مبادئ التمويل، دار النشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص 21.

³ حمزة الشبيخي، إبراهيم الجزراوي، الإدارة المالية الحديثة، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 1998، ص 20.

⁴ أسامة عبد الخالق الأنصاري، الإدارة المالية، جامعة أدنبرة(اسكتلندا)، كلية التجارة، جامعة القاهرة، ص 12.

المطلب الثاني: طرق وخطوات التمويل

لقيام المؤسسة بمختلف نشاطاتها المختلفة، وجب عليها توفير بعض الشروط ومن بينها تحديد الهيكلة المالية اللازمة، كما عليها اختيار المصادر التمويلية المناسبة، فكل مصدر أدواته، و كل أداة ضوابطها ومميزاتها ولهذا السبب تعددت طرق وخطوات التمويل.

1- طرق التمويل

تتمثل طرق تمويل المشروعات في طريقتين تتمثلان في:

1-1- التمويل المباشر

يعبر عن العلاقة بين المقرض والمستثمر دون تدخل من وسيط مالي مصرفي أو غير مصرفي، ويتخذ هذا التمويل في صور متعددة، بالنسبة للمشروعات؛ في هذه الحالة تستطيع أن تحصل على قروض مالية من عملائها وتفضيل المشروعات هو وسيلة لمواجهة الدائنين عن طريق الاقتراض، بالنسبة للأفراد؛ فالحصول على الأموال اللازمة لتمويل احتياجاتها الاستهلاكية أو الاستثمارية عن طريق المؤسسات الوسيطة المصرفية وغير المصرفية، بالنسبة للحكومات؛ تلجأ الحكومة إلى التمويل المباشر عن طريق الاقتراض من الأفراد والمشروعات التي ليس لها طبيعة مالية مصرفية أو غير مصرفية، وتصدر الدولة لهذا القرض سندات متعددة الأشكال خلال مدة مختلفة.¹

1-2- التمويل غير مباشر

وهو يعبر عن الصورة الأخيرة للتمويل عن طريق الأسواق بواسطة المؤسسات الوسيطة بمختلف أنواعها، وتمثل تعهدات إحدى وسائل التمويل بالملكية بإصدار الأسهم الجديدة، وهي بهذا تعد شكلا من أشكال التمويل الخارجي التي توفرها السوق المالية ضمن إطارها الواسع، يتم هذا النوع من التمويل عن طريق الوسطاء الماليين، و يقوم الوسيط المالي باقتراض الأموال من الأشخاص الذين لديهم فائض في السيولة (المقرضين) و إقراضها إلى الأشخاص الذين لديهم نقص في السيولة (المقترضين).²

¹ رائدة فراح، مصادر التمويل التقليدية و طرق تقييمها في المؤسسة الاقتصادية، مذكرة مكملة لنيل شهادة ماستر أكاديمي في العلوم التجارية،

محاسبة و مالية، ص ص 2013-2014، 6-7

² سليمة هالم، هيئات الدعم و التمويل و دورها في تطوير المؤسسات الصغيرة المتوسطة في الجزائر، أطروحة دكتوراه، اقتصاديات إدارة

الأعمال، جامعة بسكرة، 2016-2017، ص 73.

2- خطوات التمويل:

للتحويل عدة خطوات أهمها:

- التعرف على بالاحتياجات الحالية للمؤسسة؛ إن التعرف على الاحتياجات لا يتم فقط عند تأسيس و بداية عمل المشروع فحسب، وإنما يستمر أيضا، ولا بد من دراسة ما تحتاجه المؤسسة من أموال في كل مرة لتغطية هذه الاحتياجات.
- تحديد حجم الأموال المطلوبة؛ وهنا تبدأ عملية تحديد كمية الأموال المطلوبة لتغطية هذه الاحتياجات، ولهذا لا بد من تحديد حدين لتمويل أي صفقة وهما الحد الأعلى والحد الأدنى مع محاولة الالتزام بهذين الأخيرين.
- تحديد شكل الأموال المرغوب فيه؛ قد تلجأ المؤسسة إلى الاعتماد على القروض لإصدار بعض الأسهم و السندات، مع ضرورة التناسب بين مدة التمويل وأسلوب التمويل.
- وضع برنامج زمني للاحتياجات المالية؛ بعد أن يتم تحديد ما تم ذكره سابقا، فإنه من المفضل وضع خطة أو جدول زمني، مع مراعاة المدة التي يحتاجها الممول لكي يلبي طلبات التمويل المقدمة من طرف المؤسسة
- وضع وتطوير الخطة التمويلية؛ وتتضمن الخطة التمويلية النشاطات التي تستحق بها الأموال والعائدات المتوقعة.
- تنفيذ الخطة التمويلية والرقابة عليها وتقسيمها؛ يتطلب تنفيذ الخطة المتابعة المستمرة مع تصحيح الانحرافات، ومما لا شك فيه أن الخطة التمويلية يمكن أن تتقدم، لهذا لا بد من العمل على تحديدها و تعديلها وفق المتطلبات الحديثة.¹

المطلب الثالث: العوامل المحددة لأنواع التمويل.

تتاح أمام المؤسسة الحصول على الأموال اللازمة لتمويل مشاريعها الاستثمارية و تغطية احتياجاتها أمام عدة مصادر تجد بعضها يعتمد على الأموال الذاتية و بعض على الأموال المقترضة و بعض قد يختار وسيط بين ذلك و هذا الأمر يتوقف على عدة عوامل منها:

¹ رائدة فراح، مصادر التمويل التقليدية و طرق تقييمها في المؤسسة الاقتصادية، مرجع سبق ذكره، ص ص 6 7.

- **الملائمة**، المقصود بها الملائمة بين أنواع الأموال المستخدمة و مجمل الأصول التي تتم تمويلها باستعمال تلك الأصول، وتعتبر عملية الملائمة بين طبيعة المصادر وطبيعة الاستخدامات عملية ضرورية لإيجاد الارتباط بين التدفقات النقدية المتوقعة الحصول عليها من الأصول الممولة، وتسديد الالتزامات الناشئة عن اقتناء هذه الأموال.¹

- **المرونة (Flexibilité)**، يقصد بها قدرة المؤسسة على تعديل مصادر التمويل تبعاً للمتغيرات الرئيسية، لاحتياجاتها لأموال أي الملائمة بين الظروف المالية السائدة وبين مصادر الأموال،² كما تعني تعدد الخيارات المستقبلية المتاحة أمامها خاصة إذا ما تعددت مصادر التمويل المتاحة بشأن الحصول على الأموال.³

- **الخطر (Risk)**، إن قرارات اختيار مصادر التمويل المناسبة تحتاج إلى دراسة مقدار الخطر الذي يلحقه كل مصدر تمويلي، والمقصود بالخطر التمويلي هو مدى تعرض المؤسسات الاقتصادية لمخاطرة الإفلاس نتيجة زيادة العبء المالي للمؤسسة و يزداد الخطر على أموالها كلما زادت ديون المؤسسة وكلما زادت هذه الديون فإنه يهدد بالقضاء على كل الأصول.

- **الدخل (Revenue)**: هو حجم العائد على الاستثمار المتوقع الحصول عليه من تلك الأموال المقترضة، فعندما تقوم المؤسسة بالاقتراض لتمويل عملية معينة فإنها تقارن بين معدل الفائدة التي ستدفعها للممول ومعدل الفائدة المتوقع الذي ستحصل عليه، فإذا كان الفرق إيجابياً يتم الاعتماد على القرض كوسيلة للتمويل.

كذلك حجم الضمانات والقيود على المشروع التي تطلبها مصادر التمويل أو الاقتراض.⁴

- **التوقيت**: يقصد بالتوقيت (Time) هو اختيار المؤسسة للوقت المناسب للحصول على الأموال اللازمة مع تخفيض تكلفة أموال الاقتراض و الملكية مما يمكن المؤسسة على الحصول على وفورات كبيرة

¹ جميل احمد توفيق، أساسيات الإدارة المالية، دار النهضة العربية للطباعة و النشر، بيروت، بدون ذكر سنة النشر، ص 309.

² عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2002، ص 413 .

³ مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية و التحليل المالي، مكتبة المجتمع العربي للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، 2009، ص 157.

⁴ هيثم محمد الزغبى، الإدارة والتحليل المالي، دار الفكر للطباعة والنشر، 2000، ص 118 .

وذلك عن طريق التوقيت السليم لعمليات الاقتراض و التمويل خاصة خلال الدورات التجارية، كما أن هذا العامل يرتبط ارتباطا وثيقا بعامل المرونة.¹

المطلب الرابع: مصادر التمويل

لقيام المؤسسة بمختلف نشاطاتها سواء التشغيلية أو الاستثمارية أو غيرها وجب عليها أن تبحث عن مصادر للتمويل، و يمكن تقسيم مصادر التمويل في المؤسسة إلى مصادر قصيرة الأجل و طويلة الأجل و متوسطة الأجل.

1- مصادر التمويل قصيرة الأجل.

يمكن تعريف مصادر التمويل قصيرة الأجل بأنه ذلك النوع من القروض الذي يستخدم غالبا لتمويل العمليات التشغيلية (الجارية) **Current Operations** التي تقوم بها المؤسسات، أي أن هذا التمويل لا تزيد مدته عن سنة واحدة.² و هو ضروري لتأمين جزء كبير من الموجودات المتداولة في المؤسسة ، و يتميز هذا النوع من التمويل بالسهولة ،وتكمن هذه المصادر في الائتمان التجاري و القروض البنكية قصيرة الأجل والتمويل عن طريق أدوات السوق النقدي.

1-1- الائتمان التجاري

يعتبر الائتمان التجاري **Commercial Crédit** من مصادر التمويل قصيرة الأجل يمنحه المورد إلى المشتري عند شراء بضاعة بقصد إعادة بيعها أو استخدامها كمادة أولية لإنتاج بضاعة مصنعة، حيث يحتاج المشتري إلى هذا النوع من التمويل في حالة عدم كفاية رأس المال.³

بعبارة أخرى هو تمكين المؤسسة من شراء حاجيتها من المواد الأولية والمستلزمات السعرية والآلات والمعدات في فترة لاحقة من مؤسسة أخرى على أن يتم سداد قيمة الشراء، وهذا الدين يعامل في دفاتها يعرف المحاسبية لحساب الدائنين والمدينين وهو ما بالائتمان التجاري.

¹ جميل احمد توفيق، أساسيات الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 309 .

² احمد نمر و معاذ حراش، اثر الهيكل المالي على القرارات المالية للمؤسسة، مذكرة نيل شهادة الماستر، جامعة أكلي محمد أو الحاج ، قسم التجارة، البويرة، 2015-2014، ص 4.

³ حمزة غربي و براق محمد، السياسات المالية دار الكتب والوثائق القومية، المكتب الجامعي الحديث، 1 سبتمبر 2014، ص 17.

يدخل ضمن الائتمان التجاري نوعان رئيسيان هما الحساب المفتوح وأوراق الدفع، فالمؤسسة التي تشتري بالآجل لديها خيارات، إما أن تشتري على الحساب المفتوح أو تحرر بقيمة هذه البضاعة ورقة تجارية وهي أوراق الدفع و الحساب المفتوح؛ يعتبر الحساب المفتوح النوع الشائع من الائتمان وطبقا لهذا النوع، فإن البائع يقوم بإرسال البضاعة مرفقا بها الفاتورة وشروط الدفع، وفي هذه الحالة لا يقوم المشتري بتوقيع أي مستند رسمي لإثبات مديونيته للمورد، وتظهر تلك المديونية في جانب الخصوم من المشتري، كما أن هذه القيمة تظهر بجانب الأصول في الميزانية العمومية للبائع، أوراق الدفع (الكمبيالة)؛ تعرف الكمبيالة بأنها أداة ائتمان تجارية، لها قيمة معينة ويستطيع حاملها أن يقوم بخصمها قبل موعد استحقاقها من البنوك التجارية.

1-2- القروض البنكية قصيرة الأجل

تعتبر القروض مصدر من مصادر التمويل للمؤسسات و لا سيما الكثير منها، و ذلك لإمكانية ترتيب وفائها بشكل يتناسب و النقد المتوقع تحقيق من الأصل الذي سيتم تمويله.

قد يكون تسديد القروض بموجب عدة دفعات متساوية متفق عليها و قد يكون بموجب دفعة يستحق نهاية فترة القروض أو بموجب دفعات صغيرة من السنوات الأولى من القرض، و دفعات كبيرة في الفترات الأخيرة من و في كل الأحوال أن لا يتزامن التسديد أوقات تحقيق النقد الكافي التسديد.¹

يعرف القرض على انه الثقة التي يوليها البنك لشخص ما سواء أكان طبيعيا أم كان معنويا، بأن يمنحه مبلغا من المال لاستخدامه في غرض محدد، خلال فترة زمنية متفق عليها وبشروط معينة لقاء عائد مادي متفق عليه و ضمانات تمكن البنك من استرداد قرضه في حال توقف العميل عن السداد.²

تعتبر القروض البنكية قصيرة الأجل التي تسمح بقروض رأس مال التشغيل من أهم القروض البنكية، حتى في الدول التي لا تخصص فيها المصارف باقتراض قصير الأجل، إن القروض موضوع البحث تكون ذات أهمية بارزة تؤلف نسبة ملحوظة من مجموع القروض المصرفية، و تستخدم هذه القروض في العادة لغرض شراء المخزون أو سداد مصروفاتها التشغيلية.

¹ محمد مفلح عقل، مقدمة في الإدارة المالية و التحليل المالي، مرجع سبق ذكره، 2009 ص ص 118_119.

² حمزة غربي، محددات السياسة المالية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة، كلية التجارة، أطروحة دكتوراه، الجزائر، 2014_2015، ص 11.

1-3- التمويل عن طريق أدوات السوق النقدي

تتمثل في الأوراق التجارية والقبولات المصرفية

- **الأوراق التجارية**، هي مستند دين قصير الأجل صادر من مدين لأمر الدائن ، تصدرها مؤسسات كبيرة للحصول على حاجاتها من التمويل و تشتريها بشكل رئيسي مؤسسات الأعمال الأخرى و مؤسسات التأمين و البنوك و المؤسسات المالية الأخرى، حيث يتراوح استحقاق الورقة التجارية بشكل عام بين شهرين و ستة أشهر، و تباع إما مباشرة في الشوق النقدية أو من خلال وسائط الأوراق المالية.

- **القبولات المصرفية**، تمثل التزام من طرف البنك لضمان طرف آخر بدفع مبلغ محدد و بتاريخ معين إلى طرف ثالث، و بموجب هذا القبول، فإن البنك يتعهد بالدفع في تاريخ الاستحقاق المثبت في حالة عدم قدرة البنك بالدفع، و يشاع استخدام هذه القبولات في التجارة الخارجية، و القبول البنكي يشبه الورقة التجارية، حيث كلاهما تم المتاجرة بهما فيما بين المستثمرين ، و إن كلاهما ذات آجال تقل عن 270 يوما ، كما أن كلاهما ذات فوائد مخصصة، إلا أنهما يختلفان فقي الأسلوب المستخدم في إصدارهما و مخاطرة كلا منهما.

2- مصادر التمويل متوسطة الأجل:

تمتد فترة هذا النوع من التمويل من سنة إلى عشر سنوات، وقد تكون ممتدة سنة أو خمس سنوات، أو سنة وسبع سنوات، وهي واقعة بين التمويل طويل الأجل والتمويل قصير الأجل، وعندما يبدأ التمويل طويل الأجل لفترة تزيد عن خمس سنوات، معنى ذلك أن التمويل المتوسط الأجل يمتد إلى خمس سنوات فقط، يوجد مصدران في مصادر التمويل متوسطة الأجل ألا و هما القروض البنكية متوسطة الأجل و الاستئجار.

2-1- القروض البنكية متوسطة الأجل:

يستعمل هذا النوع من القروض في تمويل الأصول الثابتة التي لا يتجاوز عمرها الاقتصادي عشر سنوات، و هي قروض التي تتراوح مدتها بين سنة واحدة و سبع سنوات رغم الطول النسبي لآجال مثل هذه القروض، إلا أنها لا تعد مصدرا للتمويل الدائم الذي تحصل عليه المؤسسة، و يستعمل هذا النوع من القروض البنكية بكثرة في المؤسسات الصغيرة و المتوسطة.¹

2-2- الاستئجار، يعرف الاستئجار (Lease) على أنه عقد يبرم بين طرفين يسمى الأول

¹ حمزة غربي ، مرجع سبق ذكره، ص 13-14.

بالمؤجر (مالك الأصل)، والثاني مستأجر (مستخدم الأصل)، حيث يقوم الأول بمنح الثاني حق استخدام الأصل خلال فترة زمنية معينة، ويتم التسديد على أقساط يتفق بشأنها، وذلك مقابل قيمة إيجاريه محددة يتم تسديدها في شكل أقساط لنفس الفترة المتفق عليها في العقد المبرم.¹

هو عقد يلتزم بموجبه بدفع مبالغ مالية محددة بمواعيد متفق عليها مالك الأصل من الأصول لقاء انتفاع الأول بخدمات التي يقدمها الأصل المستأجر لفترة معينة.² وللاستئجار أنواع أهمها الاستئجار التشغيلي، الاستئجار التمويلي، الاستئجار الرفعي.³

3- مصادر التمويل طويلة الأجل:

تتمثل مصادر التمويل طويلة الأجل في كل مؤسسة من الأرباح المحتجزة و الأسهم العادية و الأسهم الممتازة والسندات والقروض البنكية طويلة الأجل.

3-1- الأرباح المحتجزة:

تحدد سياسة توزيع الأرباح **Retained earnings** ذلك الجزء الذي يوزع على الأرباح على الملاك، وذلك الجزء الذي يحتجز، والأرباح المحتجزة تعتبر مصدر رئيسياً لتمويل التوسع في المنشآت، وبالرغم من أن التوسع مرغوب، فإنه توزيع الأرباح هو أيضاً.⁴

كما تستخدم الأرباح المحتجزة في حالة المؤسسة التي تعاني من مشاكل مالية كتلك التي ترغب في تخفيض ديونها، أو تلك التي تواجه ظروفًا اقتصادية مستقبلية، كما يتم الاعتماد عليها لتجنب زيادة حقوق التصويت والمشاركة في السيطرة في حالة إصدار أسهم أو تجنب الأعباء الثابتة التي تترتب عن بيع الأوراق المالية.

يتوقف لجوء المؤسسة إلى التوزيع أو الاحتفاظ بأرباح على مجموعة من العوامل ألا وهي القواعد القانونية، الحاجة إلى سداد الديون، الوضع الاقتصادي، عمر المؤسسة، طبيعة نشاط المؤسسة، القيود في عقود الديون.

¹ حمزة غربي و براق محمد، السياسة المالية للمؤسسة، مرجع سبق ذكره، ص 17.

² محمد مدحت غسان الخيري و دلال غسان الخيري، التحليل المالي الكشفي عن الانحرافات و الاختلاس، الصايل للنشر و التوزيع عمان، الأردن، ص 93 .

³ غربي حمزة و براق محمد، مرجع نفسه، ص ص 27-28.

⁴ جميل احمد توفيق، مرجع نفسه، ص 404 .

3-2- الاهتلاكات والمؤونات؛ وهي عبارة عن مبالغ سنوية تخصصها المؤسسة وتضعها في حساب خاص بهدف تعويض ما اهتك من أصول ثابتة من أجل المحافظة على نفس الطاقة الإنتاجية الحالية. يعرف الاهتلاك على انه التسجيل المحاسبي للخسارة التي تتعرض لها الاستثمارات التي تنقص قيمتها مع الزمن بهدف إظهارها بالميزانية بقيمتها الصافية، وهو أيضا التعبير المحاسبي للخسارة التي تلحق بقيمة الاستثمارات (المنقولات- العقارات) التي تنفذ نتيجة لمرور الزمن وتسمح بإعادة تكوين الأصول المستثمرة.¹

من خلال التعريفات السابقة يمكن القول أن : الاهتلاكات عبارة عن مقياس للنقص التدريجي الذي يحدث لقيمة الأصل الثابت عبر الزمن، ويعوض الاهتلاك نقص القيمة الناشئ عن الاستعمال، لحجزه جزء من الأرباح يعادل هذا النقص، بحيث يبقى رأس المال ثابتا بقيمته الأصلية لعدم توزيع جزء من الأرباح²، و نتيجة الاستعمال أو التلف التكنولوجي، و بعبارة أخرى يمثل الطريقة لتجديد الاستثمارات عند نهاية عمرها الإنتاجي أو الاقتصادي.³

تعرف المؤونات على أنها مكون مالي من أموال المؤسسة تحتجز لغرض مواجهة خسائر محتملة، أو العبء الذي كونت من اجله هذه المؤونات، أو زوال الخطر المحتمل⁴. وهي أموال تقطع من الأرباح لمواجهة الخسائر أو الأخطار المحتمل وقوعها في المستقبل.⁵

3-3- الأسهم بأنواعها (العادية والممتازة)

تعريف الأسهم: هي صكوك تمثل حصصا في رأسمال شركة، متساوية القيمة، غير قابلة لتجزئة، وقابلة للتداول، و تمثل حقوق الساهمين في الشركات التي أسهموا في رأس مالها.⁶ يمكن التمييز بين نوعين من الأسهم:

- **الأسهم العادية (COMMON STOCKS)؛** تمثل الأسهم العادية أموال الملكية في المؤسسة، حيث يتكون رأس مال شركة المساهمة من عدة حصص متساوية تسمى بالأسهم، وتمثل الأسهم العادية

¹ سليمان بن الشريف ، تأثيرات التمويل بالمستحقات على استمرارية المؤسسة وانقضائها، دفاقر السياسة والقانون، جامعة عنابة الجزائر، العدد 18 جانفي 2018، ص 320.

² سليمان بن الشريف، مرجع سبق ذكره، ص 320.

³ مفلح محمد عقل، مرجع سبق ذكره، ص ص 28-29.

⁴ احمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر والتوزيع، الإيداع القانوني 2008 ، ص 30 .

⁵ راندة فراخ، مرجع سبق ذكره ، ص 17.

⁶ سعد بن تركي الخذلان، المعاملات المالية المعاصرة، دار الصمعيي لنشر والتوزيع، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، 2012 ، ص 29.

المصدر الرئيسي لتمويل المؤسسة خاصة في حالة المؤسسات التي تكون في أول مراحل التشغيل.¹ أو أيضا عبارة عن أوراق مالية طويلة الأجل (أبدية طالما الشركة مستمرة)، وتمثل مستند ملكية له قيمة اسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية وقيمة ذاتية، وكذلك قيمة التصفوية والقيمة العادلة، أو هي عبارة عن أوراق مالية تعدها الشركات للحصول على الأموال الدائمة (رأس مال) يحمل كل منها قيمة اسمية يمثل جزء من رأس مال الشركات.

- **الأسهم الممتازة (preferred stocks)**؛ تعتبر الأسهم الممتازة من مصادر التمويل طويلة الأجل، بحيث لها خاصية الجمع بين صفات أموال الملكية والاقتراض، فهي تأتي في المرتبة الثانية بعد الديون في الأولوية عند تصفية المؤسسة.²

3-4- السندات (Bonds)

تعريفها:

- تمثل التزام دين يعطي حامله الحق في سداد الأموال المقرضة. بالإضافة إلى الفائدة على هذه الأموال.³
- هو ما يعرض للجمهور لغرض استثمار رؤوس أموالهم فيها مقابل نسبة فائدة مضمونة.⁴ تعرف على أنها أوراق مالية ذات دخل ثابت وتتمتع بقابلية التداول.
- هي شهادة تثبت مديونية المقرض و الذي عادة ما تكون شركة مساهمة و يلتزم المقرض وفقا لهذه الشهادة بسداد أصل القرض الفوائد المستحقة في التواريخ محددة مستقبلا.⁵
- هي عبارة عن مستند تصدره المنشآت، ويعطى لحامله الحق في الحصول على القيمة الاسمية للسند في تاريخ الاستحقاق، كما يعطيه أيضا الحق في الحصول على العائد دوري يتمثل في نسبة مئوية من القيمة الاسمية.

¹ محمد صالح الحناوي ونهال فريد مصطفى، الإدارة المالية (التحليل المالي لمشروعات الأعمال)، المكتب الجامعي الحديث، 2008، ص 247.

² عبد العزيز عبد الرحيم سليمان، التمويل و الإدارة المالية، جامعة السودان المفتوحة 2005. ص 35-37.

³ سعد بن تركي الخذلان، مرجع سبق ذكره، ص 30.

⁴ أسامة عبد الخالق الأنصاري، الإدارة المالية، كلية التجارة جامعة القاهرة، ص 63.

⁵ حسين عطا غنيم، دراسات في التمويل التحليل المالي و دراسة صافي رأس المال العامل، المكتبة الأكاديمية، الطبعة الأولى، القاهرة، 2005،

الفرق بين الأسهم و السندات:

بين السهم والسند تمايز ظاهر واختلاف أصلي، فحين يشكل السهم نصيباً في رأس مال الشركة، يشكل السند ديناً على عاتق الشركة، فصاحب السهم شريك وصاحب السند دائن وبين الشريك والدائن فرق كبير، ولهذا وجدت بين الأسهم والسندات فروق جوهرية كما يلي:¹

- إن حملة السند هم دائنين، في حين أن حملة الأسهم مالكيين أي أن السند هو أداة دين، وأن السهم هو أداة ملكية.
- يستحق حملة السندات فائدة محددة وثابتة تدفعها الشركة الجهة المصدرة للسند بمواعيد دورية منتظمة وبغض النظر عن نتائج أعمالها و صفها المالي، بينما أرباح الأسهم لا تستحق إلا عندما تحقق الشركة أرباحاً أي أنها مرتبطة بنتائج أعمالها.
- كل شركة مساهمة لها أسهم، وليس من الضروري أن يكون لشركة المساهمة سندات.
- لا يمكن إصدار أسهم بأقل من قيمتها الاسمية بينما يصدر السند بأقل من قيمته الاسمية، كما في السند الصادر بعلاوة إصدار.
- حامل السهم له حق الرقابة وإدارة الشركة عن طريق الجمعية العامة، بينما حامل السند ليس له الحق في الإدارة إلا في حالتين التغيير الشكل القانوني، أو إدماج الشركة في أخرى.
- حامل السهم لا يسترد ماله إلا بالبيع في البورصة أو عند التصفية، ولا يشترط أن يكون ما دفعه هو ما يسترد وهو قابل للزيادة أو النقصان، أما حامل السند يسترد رأس ماله في الموعد المحدد لاستحقاق السداد بالكامل.
- عند الخسارة وتصفية الشركة يكون نصيب حامل السهم الباقي بعد تسديد الديون كاملة، أما حامل السند يكون له الأولوية في الحصول على مستحقاته عند وقوع الخسارة أو في حالة التصفية².

3-5- القروض البنكية طويلة الأجل:

هي القروض التي تزيد آجالها عن خمس سنوات و قد تصل إلى عشر سنوات أو عشرين سنة / تمنح لتمويل الأنشطة و العمليات ذات الطبيعة الرأسمالية أو بناء المصانع، و إقامة مشاريع جديدة تقدم مثل

¹ عبد الصمد سعودي، محاضرات في الاقتصاد النقدي و أسواق رأس المال ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية و علوم التسيير، جامعة المسيلة، 2016-2017 ص ص 99-100.

² عبد الصمد سعودي، مرجع سبق ذكره، ص ص 99-100.

هذه القروض عادة من البنوك المتخصصة مثل البنوك العقارية التي تمنح قروضا قد تصل إلى عشرين عام.

كما تعد القروض طويلة الأجل من مصادر التمويل الخارجية، و هو بمثابة عقد يلتزم بموجبه المقترض على تسديد فوائد دورية طويلة سنوات القرض إضافة إلى أصل المبلغ المقترض ضمن برنامج و آجال يتم الاتفاق عليها مع المقرض.¹

4- تكلفة رأس المال

تعريفها:

تعتبر تكلفة رأس المال عاملا محوريا في اختيار المشاريع الاستثمارية، و هي أدنى معدل عائد مطلوب على الاستثمار، كما أنها معيار للأداء المالي أي هي مقياس حسن استخدام الأموال، تمثل كذلك معدل خصم المشاريع الاستثمارية، كما تتمثل تكلفة رأس المال في نسبة تتجاوب مع التغيرات الحاصلة في كل العوامل الاقتصادية و العوامل الخاصة بالمؤسسة.

يمكن تعريف تكلفة رأس المال بأنها مقدار ما تدفعه المؤسسة من اجل الحصول على الأموال من مصادرها المختلفة، و يمكن النظر إلي تكلفة رأس المال على أنها الحد الأدنى من العائد الذي يطلبه المستثمرين الذين يقومون باستثمار أموالهم في الأوراق المالية التي تصدرها المؤسسة.

كيفية حساب تكلفة رأس المال

بعد حساب تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل طويلة الأجل، و حيث أن مصادر هيكل رأس المال في المؤسسة غير متساوية، كما أن تكلفة كل مصدر مختلفة عن الأخرى، فلا يمكن تستعمل المتوسط الحسابي البسيط لتقدير هذه التكلفة.

يجب القيام بحساب التكلفة الإجمالية للتمويل بحساب تكلفة رأس المال لأي مؤسسة ، و التي هي عبارة عن متوسط التكلفة المرجحة للأموال، و المقصود بالمرجحة هو الحصة النسبية لكل عنصر من

¹ حمزة غربي، مرجع سبق ذكره، ص 21.

عناصر الهيكل رأس المال، و بالتالي يكون لكل مصدر من مصادر التمويل وزن معين مقابل مصادر التمويل الأخرى.¹

حيث يمكن حساب تكلفة رأس المال كما يلي

$$K = \frac{D}{E+D}K_d(1-t) + \frac{E_p}{E+D} * K_p + \frac{E_c}{E+D} * K_c + \frac{E_r}{E+D} + K_r$$

حيث تمثل:

K: تكلفة رأس المال

E_p: الأسهم الممتازة

E_c: الأسهم العادية

E_r: الأرباح المحتجزة

E: الأموال الذاتية ، حيث $E = E_p + E_c + E_r$

D: مقدار الديون.

K_p: تكلفة الأسهم الممتازة.

K_d: تكلفة الديون.

T: معدل الضريبة على الأرباح.²

¹ حمزة غربي و براق محمد، مرجع سبق ذكره ص ص 49-57.

² حمزة غربي و براق محمد، مرجع سبق ذكره ص ص 49-57.

المبحث الثاني: الإطار المفاهيمي لهيكل الخصوم

يعتبر هيكل الخصوم 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، وعليه في هذا المبحث سيتم التطرق إلى مختلف مفاهيم هيكل الخصوم والعوامل المؤثرة فيه والنظريات المفسرة له.

المطلب الأول: مفهوم هيكل الخصوم والعوامل المؤثرة فيه

في هذا المطلب سيتم عرض أهم المفاهيم المتعلقة بهيكل الخصوم ومحدداته.

1- تعريف هيكل الخصوم.

يقصد بهيكل الخصوم تشكيلة المصادر التي حصلت منها المؤسسة على الأموال بهدف تمويل استثماراتها، ومن ثم فإنه يتضمن كافة العناصر التي يتكون منها مصادر التمويل سواء كانت عناصر طويلة الأجل أو القصيرة الأجل.¹

يمثل هيكل الخصوم الجانب الأيسر من الميزانية المالية للمؤسسة، ويعبر عن تركيز أو مكونات الأموال التي بموجبها يتم تحويل الأصول المتمثلة بالجانب الأيمن، أو مكونات الأموال التي بموجبها يتم تحويل الأصول المتمثلة بالجانب الأيمن، في الميزانية المالية، حيث يمكن تمويل هذه الأصول من مصادر متعددة مثل رأس المال، والفائض المحتجز، قروض قصيرة الأجل أو طويلة الأجل²

يمثل هيكل الخصوم مجموعة من الأموال التي يتم بواسطتها تمويل موجودات المؤسسة، وهو يتضمن التمويل بالديون والتمويل بالأموال الذاتية، أي أن هيكل الخصوم يتكون من نوعين من التمويل، وهما التمويل بالديون والتمويل بالأموال الذاتية أي أن هيكله المالية تتكون من نوعين من التمويل وهما

¹ إبراهيم هندي، الإدارة المالي، مدخل تحليل معاصر، طبعة الرابعة، 1999، ص 531 .

² راضية قريوع، محددات اختيار الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة الاقتصادي، مذكرة لنيل شهادة ماستر، كلية علوم التسيير، تخصص مالية تأمينات وتسيير المخاطر، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، سنة 2016-2017، ص 2.

التمويل بالديون و الذي يتضمن بدوره التمويل قصير الأجل والتمويل طويل الأجل ومتوسط الأجل أما النوع الثاني فهو التمويل بالأموال الذاتية والذي يتضمن رأس المال وكذا الأرباح المحتجزة¹.

هيكل الخصوم الأمثل: هو ذلك المزيج من الأموال الخاصة والديون الذي يخفض تكلفة الأموال ويعظم في نفس الوقت قيمة المؤسسة مما يؤدي إلى تعظيم ثروة المساهمين².

2- العوامل المؤثرة في هيكل الخصوم

بشكل عام، تتلخص العوامل المؤثرة في هيكل التمويل بالنقاط الموالية:

- معدل نمو المبيعات؛ يعتبر معدل نمو المبيعات في المستقبل مقياسا لمدى التضاعف المحتمل في الإيرادات لسهم الناتج للرفع³.

إذا كانت مبيعات المؤسسة تزداد وتنمو بمعدلات عالية (10 فما فوق) فإن المؤسسة تستطيع تمويل هذا النمو اعتمادا على الدين لأنها تستطيع تعظيم عائد المساهمين دون الخوف من عواقب تراجع المبيعات⁴.

- درجة استقرار المبيعات؛ ترتبط درجة استقرار المبيعات بنسب الاقتراض ارتباطا مباشرة، فعندما تزيد درجة استقرار المبيعات و الإيرادات تتمكن المنشأة من دفع التزاماتها الثابتة على القروض بأقل درجة من الخطر، و ذلك بعكس الحال إذا كانت المبيعات و الإيرادات تتعرض لتقلبات مستمرة حيث تجد المؤسسة صعوبة في دفع هذه الالتزامات⁵.

- المنافسة؛ إن المقدرة على خدمة الديون تتوقف على ربحية المؤسسة و على حجم المبيعات، وعلى هذا الأساس فان استقرار لمبيعات، ولاشك إن سهولة دخول شركات أخرى في الصناعة التي تتمنى

¹ براق محمد و غربي حمزة، مدخل السياسات المالية للمؤسسة، مكتب الجامع الحديث، الطبعة الأولى، سبتمبر، 2014، ص 141 .

² محمد بوشوشة، تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، أطروحة دكتوراه، جامعة محمد خيضر بسكرة كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، سنة 2015، ص 157.

³ محمد صالح الحناوي و جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية، كلية التجارة جامعة الإسكندرية، الدار الجامعية، 2002، ص 267 .

⁴ معاذ حراش ونمر أحمد، أثر الهيكل المالي على القرارات المالية للمؤسسات، مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم التجارية، جامعة أكلي محند علي بويرة، 2016، ص 8.

⁵ محمد صالح الحناوي و جلال إبراهيم العبد، مرجع نفسه، ص 267.

إليها المؤسسة و كذلك مقدرة هذه الشركات على التوسع في طاقاتها سيؤثران على هوامش الربح لمؤسساتنا.¹

- هيكل الأصول؛ تلجا المؤسسات التي تتميز أصولها بتوفير عنصر الأمان للمقرض إلى استخدام الاقتراض بشكل كبير لتمويل أنشطتها، وتمثل الأصول ذات الاستخدامات العامة في العديد من الأنشطة ضمانا جيدا للقروض، بينما لا تمثل الأصول ذات الاستخدامات الخاصة ضمانا جيدا، وعلى ذلك فإن مؤسسة العقارات تمتاز بنسب عالية من الرفع المالي، بينما تتصف مؤسسات الأبحاث التكنولوجية بالعكس.²

- اتجاهات رجال الإدارة؛ إن اتجاهات رجال الإدارة التي لها تأثير مباشر على اختبار وسائل التمويل هي تلك المرتبطة بأحد الأمرين الأول هو التحكم و السيطرة على إدارة المؤسسة و الثاني هو الخطر، وبالإضافة إلى ذلك فإن رجال الإدارة الذين يسهرون على مصالح ملاك المؤسسة يحاولون عادة تجنب الملاك خطر استخدام قروض زائدة عن الحاجة وما يترتب على ذلك من خطر التوقف عن دفع التزاماتها الثابتة.³

المطلب الثاني: النظريات الكلاسيكية المفسرة لهيكل الخصوم.

في هذا المطلب سنتناول مختلف وجهات النظر التي قامت بدراسة الهيكل المالي في ظل كمال الأسواق بين مؤيديه ومعارضيه لوجود هيكل مالي أمثل والمتمثلة في النظريات الكلاسيكية في كل من نظرية صافي الربح، النظرية التقليدية، نظرية صافية ربح العمليات ونظرية مود يجلياني وميلر.

1- **النظرية التقليدية:** يعكس المدخل التقليدي وجهة نظر وسطية بين كل من مدخل أسلوب صافي الربح وأسلوب صافي ربح العمليات وفقا لوجهة نظر التقليدية، فإن قيمة المؤسسة يمكن أن ترتفع وتنخفض تكلفة الأموال عن طريق تشكيلة مميزة من أموال الملاك وأموال الاقتراض.⁴

¹ محمد صالح الحناوي و إبراهيم إسماعيل السلطان، الإدارة المالية و التمويل، كلية التجارة جامعة الإسكندرية، الدار الجامعية، 1999، ص 341.

² محمد براق و حمزة عربي، مرجع سبق ذكره، ص 147.

³ نهال فريد مصطفى و محمد صالح الحناوي، الإدارة المالية، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، المكتب الجامعي الحديث، 2008، ص 281.

⁴ محمد صالح الحناوي و جلال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص 330.

كما يفترض مؤيدي هذه النظرية أن كلفة التمويل المقترض تظل ثابتة المستويات عالية من الرفع المالي، إلا أن هذه الكلفة سوف تبدأ بالارتفاع التدريجي إذا ما تجاوزت المؤسسة الحدود المقبولة من الرفع المالي المتعارف عليه.¹

حسب النظرية التقليدية تتحدد نسبة الديون المثلى التي تجعل من القيمة السوقية للمؤسسة في أعلى حد في ثلاث مراحل،² تتصف المرحلة الأولى بظهور تغيرات بطيئة في تكلفة الأموال الذاتية مع كل زيادة في مقدار الاقتراض، إلا أن هذه الزيادة في تكلفة الأموال الذاتية ضمن هذه المرحلة تكون أقل من المزايا الناتجة عن الاقتراض، يضاف إلى ذلك أن تكلفة الاقتراض في هذه المرحلة تبقى ثابتة وبسبب ذلك فإن القيمة السوقية للمؤسسة تبدأ بالزيادة كلما زادت نسبة الرفع المالي في الهيكل المالية بسبب التغيرات التي تحصل في تكلفة رأس المال وتجاهها نحو الانخفاض.

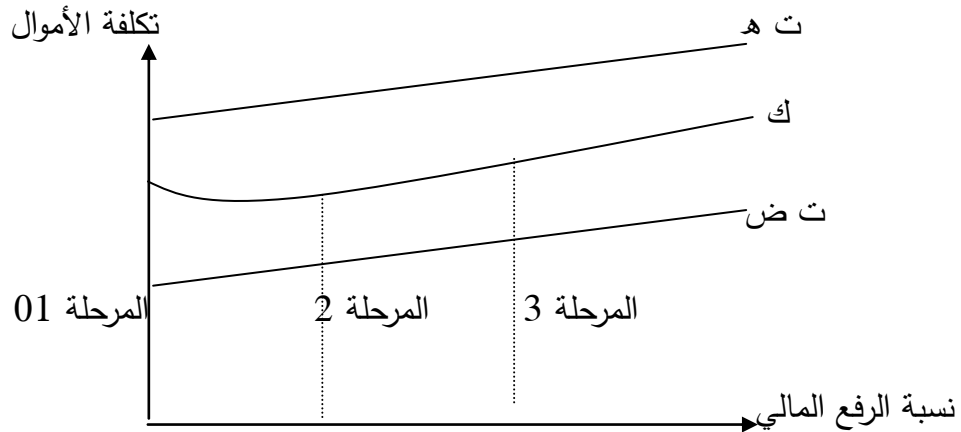
أما المرحلة الثانية فهي تتصف بأن المؤسسة تستعمل نسبة من الديون في هيكلتها المالية، بحيث لا تؤثر تلك النسبة على قيمتها السوقية، نظراً لأن المزايا الناتجة عن الاعتماد على القروض والمتمثلة في انخفاض تكلفته سوف يقابلها الارتفاع بنفس المقدار في تكلفة التمويل الذاتي وهنا تتشكل نقطة الاقتراض المثلى.

في المرحلة الثالثة؛ تتجاوز المؤسسة نقطة الاقتراض المثلى، وهو ما يؤدي إلى ضياع مزايا الاعتماد على القروض كمصدر منخفض للتكلفة، وذلك لأن المساهمين يطالبون بزيادة في معدل العائد المطلوب من قبلهم بسبب الزيادة في المخاطر المترتبة على الاعتماد على القروض، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع في تكلفة رأس المال، وبسببها تنخفض القيمة السوقية للمؤسسة.

¹ حمزة محمود الزبيدي ، الإدارة المالية المتقدمة الطبعة الثانية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان 2008، ص 547 .

² غربي حمزة، مطبوعة دروس سياسات المالية، ص 18.

الشكل رقم (01) : العلاقة بين تكلفة الأموال ونسبة الرفع المالي وفقا للمدخل التقليدي.



المصدر: محمد صالح الحناوي وجمال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص 333.

يوضح الشكل رقم (1) وجود مدى من الاقتراض تكون فيه تكلفة الأموال عند حدها الأدنى، وبالتالي تصل فيه القيمة السوقية للمؤسسة إلى أقصى حد لها، ويوضح الشكل أيضا أن تكلفة أموال الملاك تزداد ببطء في البداية ثم ترتفع بمعدل أسرع¹.

2- نظرية صافي ربح العمليات²

يعتمد هذا المدخل على افتراض أساسي وهو أن تكلفة كل من الأموال الملكية والاقتراض ثابتة لا تتغير وليس لها علاقة بهيكل رأس المال، وهذا يعني ارتفاع وانخفاض نسبة الرفع المالي في هيكل رأس المال لا يترتب عليها انخفاض وارتفاع في تكلفة الأموال القروض أو الملكية، وطالما أن تكلفة الاقتراض أقل من تكلفة إصدار أسهم جديدة، فإن الاعتماد على الاقتراض في تمويل تكون بنسبة أكبر من أموال الملكية، حيث يؤدي إلى انخفاض التكاليف الكلية للأموال، وبالتالي ارتفاع قيمة المؤسسة، ومنه يتضح أن تكلفة الديون kd وتكلفة الأموال kcp لا تتغير عند تغيير نسبة الاستدانة $l=p/s$ ويمكن عرض هذا التحليل على أساس امتداد لطرق حساب التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال وتحسب بالعلاقة الموالية:

$$K_0 = (d/d + cp) + (kd + cp/d + cp) * kcp$$

حيث: K_0 التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال (تكلفة الأموال)؛

¹ محمد صالح الحناوي وجمال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص 333.

² نادية مولاي، دراسة العوامل المؤثرة في تركيبة الهيكل المالي، مذكرة متقدمة لاستكمال شهادة ماستر، علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، سنة 2013، ص 7.

Kd تكلفة الديون؛ وبضرب المقدار $1/s$ في البسط والمقام:

$$K0 = kd * d/cp/d/cp + 1 + kcp * cp/cp/p/cp + cp/cp$$

ومنه:

$$K0 = kd * d/cp/d/cp + kcp * 1/d/cp + 1$$

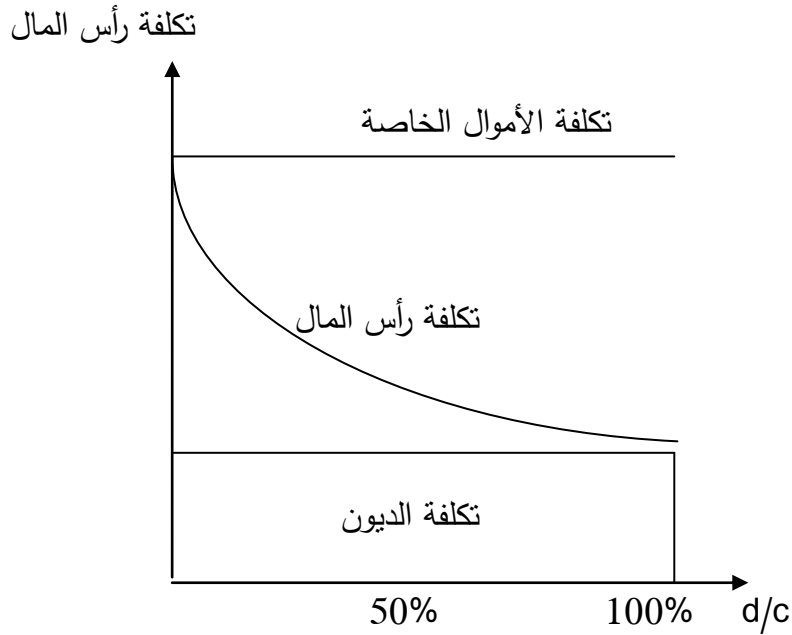
لدينا: $l = d/s$ فنحصل على

$$K0 = kd(l/1 + l) + kcp * (1/1 + l)$$

حيث k و kcp ثابتة و k تمثل دالة متناقصة ل l إذا كانت $kd < kc$

الشكل رقم (2): منحني يبين العلاقة بين نسبة الاستدانة إلى الأموال الخاصة وتكلفة رأس المال حسب

نظرية الربح



المصدر: نادية مولاي، مرجع سبق ذكره، ص 8.

3- نظرية مود يجلياني و ميلر

تم نشر نظرية موديجلياني وميلر عام 1958 والتي حاز بموجبها على جائزة نوبل للاقتصاد، وهذه النظرية كانت ولا تزال موضوع جدل ونقاش بين المهتمين في الإدارة المالية، حيث برهنت هذه النظرية تحت مجموعة من الافتراضات من بينها¹:

- أسواق رأس المال كاملة (لا وجود لعدم تماثل المعلومات)
- عدم وجود تكاليف للصفقات والمعاملات
- غياب الضرائب
- سياسة الاستثمار في المؤسسة ثابتة
- إن المؤسسات يمكن وضعها في فئات كل فئة تحمل نفس درجة المخاطرة.

ومن خلال الافتراضات السابقة يمكن ذكر الحالة الآتية:

حالة غياب الضرائب سنة 1958:

وفي هذه الحالة يمكن كتابة الصيغة العامة لأثر الرافعة المالية بالشكل التالي :

$$Rf = Re + (Re - 1) * d/cp \dots\dots\dots 1$$

حيث أن Rf معدل مرد ودية الأموال الخاصة المطلوبة من طرف المساهمين (تكلفة الأموال الخاصة) مع العلم أن :

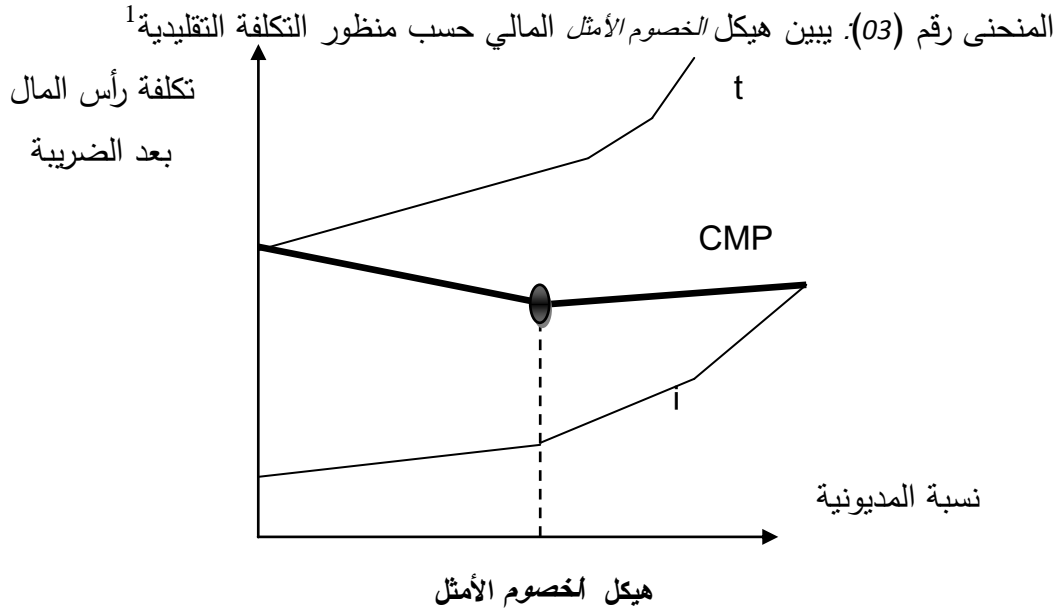
$$CMP = Rf(cp/cp + d) + l(d/cp + d) \dots\dots\dots 2$$

بتعويض العلاقة (1) في (2) نجد المعادلة:

$$CMP = Re$$

ومنه نستنتج أن تكلفة رأس المال هي عبارة عن معدل المردودية المطلوبة، فهي إذن مستقلة عن هيكل الخصوم، وبالتالي فإن قيمة المؤسسة لا تتأثر بتغير حجم الديون، والذي أدى بالخروج إلى نتيجة أن هيكل الخصوم لا يؤثر في قيمة المؤسسة، وأن التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال تكون ثابتة مهما كانت طبيعة هيكل الخصوم.

¹ نادية مولاي، دراسة العوامل المؤثرة في تركيبية الهيكل المالي، مذكرة مقدمة لاستكمال شهادة الماستر، منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، ص



المطلب الثالث: النظريات الحديثة المفسرة لهيكل الخصوم

سيتم التطرق في هذا المطلب إلى نظرية التوازن نظرية الوكالة ونظرية الإشارة ونظرية الالتقاط التدريجي.

1- نظرية التوازن:²

من أعمال ماير Mayors (1984) وقد عرفت مرحلتين، حيث أنه في المرحلة الأولى تم إدخال أثر تكلفة الإفلاس على نموذج مود يجلياني وميلر وخلصت إلى تحديد معدل استئانة أمثل، وفي المرحلة الثانية والتي عرفت تعديلا حيث تم أخذ في الاعتبار تكلفة الوكالة.

2- نظرية الوكالة

أول الأبحاث في المجال قام بها (فاما) FAMA و(ميلر) miller سنة 1972 (ميكالينج) meckling سنة 1972 وتهدف هذه النظرية إلى تقديم خصائص العقود المثلى والتي يمكن أن تعقد بين الموكل والوكيل.³

¹ أنفال حدة خبيزة، تأثير الهيكل المالي على إستراتيجية المؤسسة الصناعية، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد صناعي، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم التجارية والاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2012. ص 22.

² نبيلة سهاليلية وجبار بو كثير، عناصر الهيكل المالي و أثرها على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، العدد الخامس، جامعة العربي بن مهيدي أم البواقي، جوان 2017، ص 250.

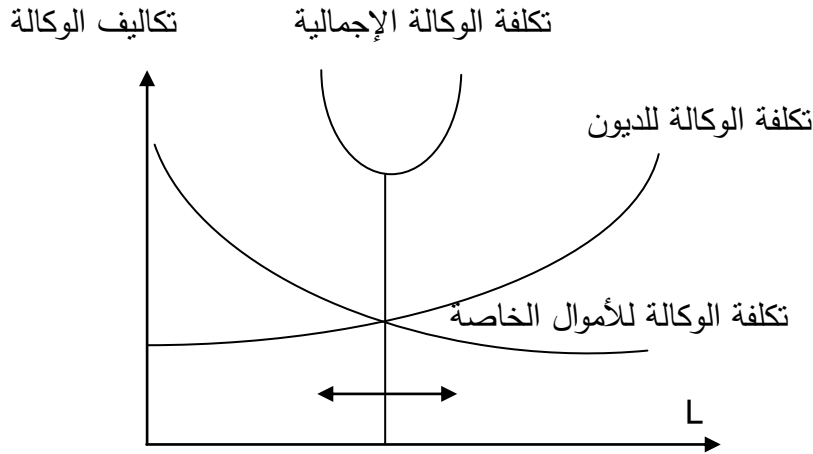
³ نادية مولاي، مرجع سبق ذكره، ص 15.

تمثل نظرية الوكالة إطار فكري استخدم كأداة بحث لتفسير ظاهرة العلاقات التعاقدية التي عرفت في ميادين كثيرة من ميادين العمل والفكر الإنساني، وتتشأ علاقة الوكالة عندما يفوض أو يوكل شخص معين أو مجموعة من الأشخاص ويسمى الموكل أو الأصيل شخصا آخر أو مجموعة من الأشخاص ويسمى الوكيل بأداء خدمة أو مهمة محددة بالنيابة عن الموكل.¹

أشار الباحث جونسون Jensen و ميكلنج meckling إلى نوعين من التكاليف وهي²:

- 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 وكالة الأموال الخاصة، وتنتج 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
- يمكن تمثيل الهيكل المالي الأمثل حسب نظرية الوكالة في الشكل رقم (04)

الشكل الرقم (4): منحى يبين الهيكل المالي الأمثل حسب نظرية الوكالة



المصدر: نادية مولاي، مرجع سبق ذكره، ص 15 .

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

¹ محمد براق و غربي حمزة، مرجع سبق ذكره، ص ص 173_ 174.

² نادية مولاي، مرجع نفسه، ص 15.

ترتكز نظرية الوكالة على الفرضيات الموالية¹:

- يتمتع أطراف الوكالة بالرشادة النسبية، كما أن تصرفاتهم على تعظيم منفعهم الذاتية.
- دوال أهداف الموكل والوكيل غير متوافقة كما أن هناك قدر من التعارض في المنافع بينهما.
- هناك عدم تماثل في المعلومات لدى كل من الوكيل والموكل فيما يتعلق بموضوع الوكالة.
- ضرورة توافر قدر من اللامركزية للوكيل يمكنه من اتخاذ القرارات والقيام ببعض التصرفات دون الرجوع للموكل.

3- نظرية الإشارة

تستند هذه النظرية على مفهوم انعدام التناظر في المعلومة التي تتميز بها الأسواق المالية، فتؤكد هذه النظرية أن مدراء المؤسسات الأحسن أداء هي التي تستطيع إصدار مؤشرات خاصة وفعالة يميزها عن غيرها من المؤسسات الأقل أداء².

حيث تقترح هذه النظرية نمودجا لمحاولة التعبير عن جودة المؤسسات من الصنف الموجودة في السوق إلى فئتين A و B.

فالمؤسسات من النوع A أحسن أداء من المؤسسات من النوع B، ومن أجل تصنيف مؤسسة ما في إحدى الصنفين يحدد المستثمرون في السوق مستوى حرج للاستدانة D، فترى هذه النظرية أن المؤسسات من النوع الجيد (الصنف A) لها قدرة على الاستدانة يصل إلى D والعكس صحيح³.

تستند نظرية الإشارة إلى فكرتين هما⁴:

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

¹ غربي حمزة، مرجع سبق ذكره، ص 25.

² الياس بن ساسي و يوسف قريشي، التسيير المالي، الجزء الأول، دار وائل للنشر و التوزيع، 2011، ص 39.

³ عبد الوهاب دادن، الجدل القائم حول هياكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد السابع، 2010، ص 320.

⁴ عبد الوهاب دادن، تحليل المقاربات المالية حول أمثلية الهيكل المالي الإسهامات النظرية، مجلة الباحث العدد 4، 2006، جامعة ورقلة، ص

4- نظرية الالتقاط التدريجي للتمويل

يعالج نموذج ماير 1984 Meyers الرهانات التي تستخدمها المؤسسة في المدى البعيد، نحو فرضية أن الهدف الأساسي الذي يسعى المسكرون إلى تحقيقه هو تعظيم أرباح المؤسسة وذلك حسب الفرص الاستثمارية وذلك كما يلي :

- عند اختيار المؤسسة للتمويل الذاتي، فإنها تحدد مستوى معين من توزيعات الأرباح، وذلك حسب الفرص الاستثمارية الممكنة؛
- عند الاعتماد على التمويل الخارجي، فإن الأولوية تكون للقروض ثم الأموال شبه الخاصة والتي تقع بين الأموال الخاصة والقروض ثم أخيراً الأسهم؛
- سبب ذلك أن اللجوء إلى التمويل الذاتي يجنب المؤسسة تكاليف إصدار الأسهم، وتكاليف الوكالة، وحرية التصرف في أي استثمار، وعند عدم كفاية التمويل الذاتي، فإن المؤسسة تلجأ إلى القروض، لأن المسكرين على علم بقيمة السهم، فهم على علم بالمعلومات المتوفرة في السوق المالي، وان تم إصدار أسهم جديدة فتكون قيمتها أعلى من القيمة الفعلية، وبالتالي انتقال الثروة إلى المساهمين الجدد، وعليه فإن إصدار الأسهم يعتبر مؤشراً سلبياً عن وضعية المؤسسة المالية. وعليه، يترتب على المؤسسة حجز الأرباح وتأجيل توزيعها قصد إعادة استثماراتها من جديد ما يحقق للمؤسسة الوقت حول قرار رفع رأس المال الذي يترتب عليه إلزامها بدفع الأرباح للمساهمين الجدد؛

وعليه ونظراً للأسباب سابقة الذكر تكون قرارات الهيكل المالي حسب الأولوية كما يلي :

- التمويل الذاتي؛
- اللجوء إلى الاقتراض؛
- قرار رفع رأس المال.¹

¹ أنفال حدة خبيزة، مرجع سبق ذكره ، ص 35.

خلاصة الفصل

تطرقنا في هذا الفصل إلى معرفة التمويل ألا وهو الحجر الأساس في المؤسسة، والذي ينطوي على كافة الطرق و خطوات التمويل وأيضا العوامل المحددة للتمويل ومصادر التمويل قصيرة الأجل(الائتمان التجاري، القروض قصيرة الأجل)، مصادر التمويل متوسطة الأجل (القروض البنكية متوسطة الأجل،الاستئجار)، مصادر التمويل طويلة الأجل (الأرباح المحتجزة و الأسهم العادية والأسهم الممتازة والسندات والقروض طويلة الأجل).

تم إدراج إطار عام للهيكل المالي بداية بمفهوم الهيكل الخصوم؛ الذي هو تشكيلة المصادر التي حصلت منها المؤسسة على الأموال، ووضحنا النظريات المفسرة للهيكل المالي نذكر منها النظرية التقليدية ونظرية صافي الربح ونظرية ميلر ومديقلياني ونظرية الالتقاط التدريجي للتمويل ونظرية الإشارة ونظرية الوكالة.

الفصل الثاني:

دراسة تجريبية لهيئة من
المؤسسات الجزائرية

تمهيد

سنتطرق في هذا الفصل دراسة محددات هيكل الخصوم للمؤسسات الجزائرية، سنعتمد في هذه الدراسة على مجموعة من المتغيرات المستقلة المتمثلة في المردودية، حجم المؤسسة، معدل النمو، الضمانات، يتم دراستها في النقاط التالية:

- عرض أهم الدراسات
- تقديم العينة وتحديد المتغيرات التابعة والمستقلة
- تحليل النتائج

المبحث الأول: الدراسات التجريبية السابقة

في هذا المبحث يتم التطرق لدراسة تجريبية لعينة من المؤسسات الاقتصادية وإبراز محددات هيكل الخصوم في المؤسسات الاقتصادية وأجريت عدة دراسات تجريبية تهتم بتحديد أهم العوامل المؤثرة على هيكل الخصوم للمؤسسات، وخلصت كل دراسة إلى وجود عدة متغيرات تحدد هيكل الخصوم ويمكن تلخيص هذه المحددات الرئيسية لهيكل الخصوم في ما يلي: المردودية والضمانات ومعدل النمو وهيكل الأصول.

المطلب الأول: دراسات تناولت هيكل الأصول و معدل النمو.

1- هيكل الأصول:

تلجأ المؤسسات التي تتميز أصولها بتوفير عنصر الأمان للمقرض إلى استخدام الاقتراض بشكل كبير لتمويل أنشطتها، تمثل الأصول ذات الاستخدامات العامة في العديد من الأنشطة ضمانا جيدا للقروض، بينما لا تمثل الأصول ذات الاستخدامات الخاصة ضمانا جيدا، وعلى ذلك فإن المؤسسات العقارات تمتاز بنسب عالية من الرفع المالي، بينما تتصف مؤسسات الأبحاث التكنولوجية بالعكس.

2- معدل نمو:

مع بقاء العوامل الأخرى ثابتة، فإن المؤسسات التي تمتاز بمعدلات نمو عالية تعتمد في هيكل الخصوم على الديون بشكل كبير، كما أن ارتفاع تكاليف التمويل بالأسهم مقارنة بتكاليف التمويل بالدين يشجع المؤسسات على الزيادة الاعتماد على الاقتراض، غير أنه في الوقت نفسه تواجه المؤسسة ذات النمو السريع في اعتمادها المتزايد على الاقتراض المخاطر أكبر من رغبتها في اللجوء إلى الاقتراض.

تتفق نظرية الإفلاس ونظرية الوكالة على وجود علاقة عكسية بين معدل نمو المؤسسة ومعدل الاقتراض، بينما تخالف نظرية التسلسل الهرمي للتمويل هذه الفرضية، ففي إطار نظرية تكلفة الإفلاس وأمام وجود إمكانية النمو، يتوقع عزوف المؤسسة عن اللجوء إلى الاقتراض باعتبار أن قيمة الأصول تكون شبه معدومة في حالة التصفية.

أما فيما يتعلق بنظرية الوكالة وفي وجود تناقض في المصالح بين المساهمين والمدراء، فوجود إمكانية النمو يجعل مصالح جميع الأطراف متماثلة مما يجعل من التمويل بالأموال الخاصة النمط المفضل، وبالمقابل غياب النمو تصبح الاستدانة الاختيار المجدي و ذلك لدورها في تهذيب سلوك المدراء.¹

المطلب الثاني: دراسات تجريبية تناولت حجم المؤسسة، المردودية والضمانات.

1- حجم المؤسسة:

يعتبر حجم المؤسسة من بين أهم العوامل المؤثرة على تحديد هيكل الخصوم للمؤسسات عن طريق تأثيره على مستوى الاستدانة، وذلك حسب عدة دراسات تجريبية. فمن الدراسات التجريبية من خلصت إلى وجود علاقة طردية بين حجم المؤسسة والاستدانة، ومنها من خلصت إلى وجود علاقة عكسية، بينما القليل من الدراسات لم تؤكد تأثير الحجم على الاستدانة وبالتالي على الهيكلة المالية.

كما أن المؤسسات الكبيرة عادة ما يتسم نشاطها بقدر من التنوع تتعرض لمخاطر الإفلاس بدرجة أقل، ومن ثم يكون لديها الدافع لزيادة نسبة الأموال المقترضة في هيكلتها المالية، إضافة إلى توافق العلاقة الطردية بين الحجم والاستدانة مع نظرية التوازن، التي تبرز أن المؤسسة تقوم بالترجيح بين المزايا المكتسبة من الاستدانة والتي تتمثل في الاقتصاد الضريبي وخطر الإفلاس²

2- المردودية:

اختلفت الدراسات في تفسير تأثير مردودية المؤسسة تركيبة هيكل الخصوم، فنجد من يرى وجود علاقة طردية بين المردودية ونسبة الدين، فالمؤسسات التي تتمتع بنسبة مردودية مرتفعة تفضل التمويل عن طريق القروض وذلك للاستفادة من ميزة الوافرات الضريبية المحققة عن خصم المصاريف المالية عن الوعاء الخاضع للضريبة.

¹ أسماء غربي، محددات تمويل البنكي في لمؤسسات الصغيرة و المتوسطة، علوم تجارية، تخصص بنوك، مذكرة ماستر، جامعة محمد بوضياف مسيلة، 2014-2015، ص 93.

² غربي حمزة، محددات السياسة المالية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة، أطروحة دكتوراه غير منشورة، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2014، ص ص 179-180.

أما نظرية تكلفة الوكالة فتري أن المؤسسات ذات المردودية المرتفعة تفضل الرفع نسبة القروض في الهيكل المالي، ذلك من أجل التقليل من التدفق النقدي الحر عن طريق ضبط سلوك المسيرين بزيادة رقابة المقرض على أعمال المسير.

حيث من منطلق نظرية الالتقاط التدريجي للتمويل تلجأ المؤسسة للاستدانة في حالة عدم كفاية الموارد الداخلية والمتمثلة أساسا في المردودية، أولا إلى تمويل الذاتي، ثم بعد ذلك إلى القروض وفي الأخير إلى إصدار الأسهم من أجل التمويل استثماراتها، فالمؤسسات الأكثر مردودية تعتمد بشكل أكبر على تمويل الذاتي، ومن ذلك تكون هناك علاقة عكسية بين المردودية و المديونية.¹

3- الضمانات:

كشفت الدراسات التجريبية السابقة على أن الضمانات تمثل أحد العوامل المحددة لنسبة الاستدانة بهيكل المالي للمؤسسات، حيث أشارت بعض الدراسات إلى وجود علاقة طردية بين مستوى الاستدانة والضمانات وأشار البعض الآخر إلى وجود علاقة عكسية، بينما نفت دراسات أخرى تأثير الضمانات على هيكل الخصوم.²

هناك اختلاف بين العديد من الدراسات في قياس مستوى الضمانات لدى المؤسسة، ففي قسم من هذه الدراسات يعبر عن حجم الضمانات بنسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول، بينما اعتمدت دراسات أخرى إلى إضافة المخزونات إلى الأصول الثابتة، حيث تم التوصل إلى الكشف عن تأثير هذه المتغيرات على نسبة الاقتراض في المؤسسة.

فمنها من خلص إلى أن هناك علاقة عكسية بين نسبة الأصول الثابتة إلى مجموع الأصول ونسبة الاقتراض، فكلما زادت نسبة الأصول الثابتة إلى مجموع الأصول زاد اعتماد المؤسسة على الأموال الخاصة وقل اعتمادها على القروض، وهو ما أيده مارش في دراسة لاحقة، حيث يرى أن تمويل المقرضين للأصول الثابتة يعرضهم لمخاطر أكبر بسبب الانخفاض الشديد الذي تتعرض له قيمة تلك الأصول في حالة التصفية.

¹ عائشة قاضي و عفاف زروق، محددات الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر، مذكرة تخرج نيل لشهادة ماستر علوم التسيير، إدارة مالية للمؤسسات 2017_2018 ص 16.

¹ حمزة غربي، مرجع سبق ذكره، ص 181-182.

المبحث الثاني: دراسة تطبيقية للمؤسسة الجزائرية.

تتمثل منهجية الدراسة الإحصائية في تحديد العينة و مصدرها، و كذلك المتغيرات التابعة (طريقة الانحدار الخطي) و تحليل النموذج.

المطلب الأول: تقديم عينة الدراسة و تحديد متغيرات الدراسة.

نتعرض في هذا المطلب عينة الدراسة و تقديمها.

1- تقديم عينة الدراسة

تتكون عينة الدراسة من عينة من المؤسسات الجزائرية، مأخوذة من المركز الوطني للسجل التجاري **Centre National de Registre de Commerce _ CNRC**، حيث يصدر هذا المركز النشرات الرسمية للإعلانات القانونية **BOAL** دوريا **Bulletin Officiel des Annonces -Légal-**، وتتضمن كل نشرة على الشكل القانوني للمؤسسة، والتي تبين أنها تنقسم بين أربع أشكال، وهي المؤسسات ذات المسؤولية المحدودة **Société a responsabilité limitée (SARL)**، المؤسسات ذات الشريك الوحيد وذات المسؤولية المحدودة **Entreprise Unipersonnelle à responsabilité limitée (EURL)**، مؤسسات المساهمة **Société par action**، مؤسسات التضامن **Société en Nom Collectif (SNC)**، إضافة إلى الميزانيتين الماليتين للسنتين 2011 و 2012، كما تتضمن على جدول حسابات النتائج لنفس السنتين، إضافة إلى محضر الجمعية العمومية لكل مؤسسة، و من خلال النشرات الرسمية، تم جمع 100 مؤسسة جزائرية.

2- تحديد متغيرات الدراسة

يتم تحديد المتغيرات التابعة والمستقلة انطلاقا من هدف الدراسة وكذلك المعلومات التي تتوفر عليها العينة.

1-2- المتغيرات المستقلة: يوجد عدة متغيرات مستقلة يتم توضيحها في هذا العنصر.

- **حجم المؤسسة:** لقياس اثر الحجم على الهيكل المالي للمؤسسات الجزائرية، أشارت معظم الدراسات السابقة وجود علاقة طردية بين حجم المؤسسة والهيكل المالي، حيث كشفت بعض النتائج عن انخفاض نسبة الاقتراض في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، بينما أشارت نتائج الدراسات الأخرى إلى أن

المؤسسات الكبيرة تميل على القروض الطويلة ومتوسطة الأجل بينما تميل المؤسسات الصغيرة إلى قروض قصيرة الأجل، و من بين هذه الدراسات دراسة نجاة و التي استخدمت مقياس متوسط عدد العمال للتعبير عن حجم المؤسسة، و في حين دراسة غربي، 2012 استخدم مؤشر لوغاريتم النيبيري لرقم الأعمال للتعبير عن حجم المؤسسة

لقد استخدمت بعض الدراسات اللوغاريتم كمقياس للحجم ويرمز للحجم ب **TA** وهو يساوي لوغاريتم رقم الأعمال.

حيث:

TA: حجم المؤسسة

Ln(CA): لوغاريتم رقم الأعمال

CA: رقم الأعمال

- **المردودية:**

استخدمت معظم الدراسات لقياس المردودية أي المردودية الاقتصادية والتي تناولت علاقة المردودية بنسبة الاقتراض بالهيكل المالي إلى وجود علاقة عكسية، استخدم الباحث عدة مؤشرات لتعبير عن المردودية الاقتصادية ففي دراسة (غربي 2014) مؤشر النتيجة الصافية / مجموع الميزانية تحسب بالعلاقة بين النتيجة الاقتصادية (النتيجة قبل الفائدة و الضريبة) إلى صافي الأصول.

إذا:

المردودية = النتيجة الصافية / إجمالي الأصول

ونعبر عنها كما يلي : $Re = \frac{RN}{AT}$

Re: معدل المردودية الاقتصادية

RN: النتيجة الصافية

AT: إجمالي الأصول (مجموع الميزانية)

- الضمانات

كشفت الدراسات السابقة على أن هيكل الأصول (الضمانات) يمثل احد العوامل المحددة لنسبة الاقتراض بالهيكل المالي، حيث اعتمدت معظمها في قياس الضمانات على نسبة صافي الأصول الثابتة إلى صافي الأصول الإجمالية، وسيتم قياس الضمانات عن طريق قسمة الأصول الثابتة مضافا إليها المخزونات على مجموع الميزانية للتعبير عن الضمانات ويرمز للضمانات بالرمز GA.

$$\text{الضمانات} = \text{الأصول الثابتة} + \text{المخزونات} / \text{مجموع الميزانية}$$

GA: الضمانات

Li: الأصول الثابتة

AT: إجمالي الأصول

- نمو المؤسسة

أشارت نتائج الدراسات السابقة زيادة معدل النمو سوف يؤثر على حجم التمويل إلى أن المطلوب، وهو ما يؤثر بالتالي على نسبة الاقتراض غير أن عددا من الدراسات كشفت نتائجها عن عدم وجود علاقة حيث يتم قياس نمو المؤسسة عن طريق لوغاريتم رقم الأعمال لسنة الحالية ناقص لوغاريتم رقم الأعمال للسنة الماضية قسمة لوغاريتم رقم الأعمال للسنة الماضية إذا

$$\text{نمو المؤسسة} = \text{لوغاريتم رقم الأعمال للسنة الحالية} - \text{لوغاريتم رقم الأعمال للسنة الماضية} / \text{لوغاريتم رقم الأعمال للسنة الماضية}$$

الشكل القانوني: تتوفر معطيات العينة على أربعة أشكال قانونية وهي:

- المؤسسات ذات المسؤولية المحدودة، ونرمز لها بالرمز SARL.
- المؤسسات ذات الشخص الوحيد، ونرمز لها بالرمز EURL.
- مؤسسات المساهمة، ونرمز لها بالرمز SPA.
- مؤسسات التضامن، نرمز لها بالرمز SNC.

يتمثل الشكل القانوني في متغيرات ثنائية البعد، فإذا كان المؤسسات ذات المسؤولية المحدودة، فإن

SARL=1، وفي حالة العكس فإن SARL=0. وكذلك مع باقي المتغيرات

2-2- المتغير التابع

يتمثل المتغير التابع في هيكل الخصوم، وهو ما يمكن تمثيله بواسطة الهيكل المالية للمؤسسة ويمكن التعبير عن بواسطة مجموع الديون على مجموع الميزانية ويرمز له بالرمز SP.

المطلب الثاني: تحديد نموذج الانحدار الخطي

1- تحديد النموذج : بعد عرض كل المتغيرات التي كانت منها مستقلة و التابعة، يتم وصفها

إحصائيا قبل تحديد نموذج الانحدار الخطي.

- الوصف الإحصائي للمتغيرات:

يوضح الجدول رقم (04) الوصف الإحصائي للمتغيرات، فهو يعني أعلى قيمة وادنى قيمة لكل متغير، ولذا المتوسط الحسابي و التباين و الانحراف المعياري.

يبين الجدول رقم () الوصف الإحصائي للمتغيرات التابعة و المستقلة، ومن الجدول يتضح نسبة هيكل الخصوم للمؤسسات الجزائرية يساوي 7% بانحراف معياري 0.71، و تباين 0.51 و متوسط 0.77.

بالنسبة للمؤسسات ذات المسؤولية المحدودة كان انحرافها المعياري 0.49 و تباين 0.24 و متوسط 0.60، هذا يعني عدم وجود دلالة إحصائية لهذا المتغير، كما يوضح أن المؤسسات ذات الشخص الوحيد انحرافها المعياري 0.46 و تباين يساوي 0.22 و متوسطها 0.32 و هذا يبين على أن ليس لها دلالة إحصائية.

بالنسبة للمؤسسات المساهمة ليس لها دلالة إحصائية بانحراف معياري 0.10 و المتوسط الحسابي 0.01 و تباين 0.010، و مؤسسات التضامن فتمثل انحرافها المعياري 0.25 و تباينها 0.06 و لها دلالة إحصائية، أما حجم المؤسسة تمثل انحرافه 2.24 و تباين 4.24 و متوسط 15.87، وبالنسبة للمتغيرات المتبقية ألا وهي المردودية و الضمانات و النمو و نمو المؤسسة فتمثل الانحراف المعياري على التوالي 0.081 و 0.089 و 0.008 و التي لها دلالة إحصائية .

Statistiques descriptives (الوصف الإحصائي)						
	العدد	أدنى قيمة	أعلى قيمة	المتوسط	الانحراف المعياري	التباين
SARL	100	00،	00،1	6000،	49237،	242،
EURL	100	00،	00،1	3200،	46883،	220،
SPA	100	00،	00،1	0100،	10000،	010،
SNC	100	00،	00،1	0700،	25643،	066،
SP	100	00،	50،6	7760،	71565،	512،
GA	100	00،	00،1	3751،	29800،	089،
RE	100	66،-1	58،	0295،	28467،	081،
TA	100	68،9	26،20	8774،15	05929،2	241،4
CR	100	17،-	57،	0234،	08832،	008،
N valide (listwise)	100					

تحديد النموذج الانحدار الخطي

يوضح الجدول التالي (1) يعبر عن معاملات تتمثل في معامل الارتباط و معامل التحديد و

معامل التحديد المعدل (R)، (R^2)، (R^{-2})

فالأول R فالأول هو معامل الارتباط و الذي يمثل قوة العلاقة بين المتغيرين أو أكثر، أما R^2 فهو يسمى بالمعامل التحديد، والذي يستخدم لمعرفة القوة التفسيرية للنموذج المقدر (المعادلة المقدرة) في حالة الانحدار الخطي المتعدد، أما R^{-2} فهو يستخدم لتفسير القوة التفسيرية للنموذج الانحدار الخطي المتعدد، لأنه يأخذ بعين الاعتبار عدد المتغيرات المستقلة و ذلك يسمى بالمصحح، لأنه بالأصل مشتق من R^2

النوع	معامل الارتباط R	معامل التحديد R-deux	معامل التحديد المعدل R-deux ajuste
1	0.775	0.601	0.571

المصدر : من إعداد الطالبتين بناء على المعالجة الإحصائية SPSS

يحتوي الجدول على بعض المقاييس التي تم حسابها للنموذج المقدر، اذ يبين قيم معامل الارتباط الثلاثة و هي معامل الارتباط R قد بلغت (0.775) ومنه نلاحظ أن العلاقة قوية بمستوى 0.775، بينما بلغ معامل التحديد R^2 (0.601) و الذي يوضح القوة التفسيرية للمتغير للنموذج حيث يشير هنا ان متغيرات المستقلة التي يتضمنها النموذج تساهم في تفسير 60% من المتغيرات الحاصلة في المتغير التابع، في حين كان معامل التحديد المعدل (0.571).

2- تحليل التباين ANOVA لنموذج الانحدار الخطي.

الجدول رقم 2 تحليل تباين لنموذج الانحدار الخطي.

النوع	مجموع المربعات	درجة الحرية	متوسط المربعات	إحصائية فيشر	الدالة الإحصائية
الانحدار	30.479	7	4.354		
الباقي	20.224	92	0.220	19.809	0.000 ^b
المجموع	50.703	99			

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على المعالجة الإحصائية SPSS

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن قيمة الدلالة الإحصائية تساوي 1% وعلى هذا الأساس نستنتج أن نموذج الانحدار صالح لتفسير هيكل الخصوم.

النوع	المعامل	الخطأ المعياري	الإحصائية T	الدالة الإحصائية
CONSTANTE	1.086	0.394	2.761	0.007
EURL	0.023	0.106	0.214	0.831
SPA	-0.482	0.482	-1.000	0.320
SNC	0.088	0.196	0.450	0.654
GA	0.293	0.166	1.765	0.081
RE	-1.802	0.177	-10.204	000
TA	-0.025	0.025	-1.006	0.317
CR	1.011	0.566	1.788	0.077

من إعداد الطالبة بالاعتماد على المعالجة الإحصائية ل SPSS

يوضح هذا الجدول معاملات و متغيرات الموجودة في المؤسسات الجزائرية و من بين هذه المتغيرات نجد النمو والحجم والمردودية ومؤسسات التضامن و مؤسسات ذات الشريك الوحيد و مؤسسات المساهمة و الضمانات و كانت النتائج كالتالي

بالنسبة للمؤسسات ذات الشريك الوحيد فتمثلت دلالاته الإحصائية 0.831، و بالنسبة للمؤسسات المساهمة فكانت دلالاته الإحصائية 0.320، و الدلالة الإحصائية لمؤسسات التضامن 0.654، و الدلالة الإحصائية لضمانات 0.081، و الدلالة الإحصائية للمردودية فكانت مساوية 000، و ومتغير النمو كانت دلالاته الإحصائية 0.317، و أخيرا الدلالة الإحصائية لحجم المؤسسة تمثلت في 0.077.

يستخلص من بين هذه المتغيرات كانت هناك متغيرات مقبولة و أخرى مرفوضة و تمثلت المرفوضة في المؤسسات ذات الشريك الوحيد و المؤسسات التضامن و مؤسسات المساهمة وحجم المؤسسة و كانت النتيجة إن هناك ثلاث متغيرات مستقلة من بين المتغيرات المستخدمة و التي كانت لها دلالة إحصائية 1% و من بين هذه المتغيرات الضمانات و المردودية و النمو.

المطب الثالث: عرض وتحليل النتائج

1- تحليل النتائج

يوضح من خلال هذا التحليل النتائج المتعلقة بمستوى الاستدانة على مختلف المعاملات قو المتغيرات ، ومن أهم هذه المتغيرات نجد مؤسسات التضامن، مؤسسات ذات الشريك الوحيد ، والمؤسسات المساهمة والمردودية الاقتصادية ونمو المؤسسة و حجم المؤسسة والضمانات، ونستنتج من هذه المتغيرات التي تؤثر على مستوى الاستدانة، والتي لها دلالة إحصائية والمتغيرات التي ليس لها تأثير، بعد اختبار فعاليات النموذج تم التوصل الى النموذج النهائي التالي : ظهرت ثلاث متغيرات لها دلالة احصائية.

1-1- تحليل المتغيرات المؤثرة في النموذج

◀ المردودية RE

تم التوصل إلى الكشف عن تأثير المردودية على مستوى الاستدانة TD (الديون) المتغير عنها بنتيجة الدورة على رقم الأعمال السنوي، و خلصت أنها المردودية لها دلالة إحصائية التي تؤثر في مستوى الاستدانة و التي لها علاقة عكسية بنسبة -1.802 ، وكشفت دراستنا التي أجريت من خلال المعالجة الإحصائية SPSS أن هناك علاقة عكسية و هذا دليل على الهيكل المالي الأمثل وتعطي للمؤسسة قدرا اكبر من المرونة في تغطية التزاماتها المالية.

تم تبرير ذلك بان زيادة مردودية المؤسسة عادة ما يرتبط بزيادة المخاطر العملية، و هو ما يجعل المؤسسة تتجنب الاعتماد على القروض، وان زيادة مستوى المردودية قد يرتبط بزيادة الأرباح المحتجزة ، وبالتالي اعتماد المؤسسة على الاستدانة بدرجة اقل.

أما نظرية تكلفة الوكالة فتري أن المؤسسات ذات المردودية المرتفعة تفضل الرفع نسبة القروض في الهيكل المالي، ذلك من اجل التقليل من التدفق النقدي الحر عن طريق ضبط سلوك المسيرين بزيادة رقابة المقرض على أعمال المسير.

حيث عمدت نجاة NAJET في دراستها في حساب المردودية الاقتصادية على نسبة النتيجة الصافية على رقم الأعمال CA.

◀ الضمانات GA

تمثل الضمانات احد العوامل المحددة لنسبة الاقتراض في الهيكل المالي للمؤسسات الجزائرية، حيث وجدنا في دراستنا التي أجريت من خلال المعالجة الإحصائية SPSS، هناك علاقة طردية فكلما زادت الضمانات زادت الديون و أن لها دلالة إحصائية تؤثر في مستوى الاستدانة

أوضح ذلك بأن المؤسسات التي يتضمن هيكل أصولها نسبة مرتفعة من الأصول الثابتة تلجأ إلى استخدام قدر كبير من القروض طويلة الأجل في هيكلتها المالية، وذلك وفقا لمبدأ التغطية في التمويل الذي يقضي بتمويل الأصول الثابتة بمصادر تمويل دائمة سواء بأموال خاصة أو ديون متوسطة وطويلة الأجل

حيث أشارت بعض الدراسات إلى وجود علاقة بين مستوى الاستدانة و الضمانات و البعض الآخر إلى وجود علاقة عكسية ،بينما نفت دراسات أخرى تأثير الضمانات على الهيكل المالي و استخلص أن الضمانات تؤثر مستوى الاستدانة.

◀ نمو المؤسسة CR

في ظل دراستنا المتحصل عليها من النموذج الإحصائي انه لنمو دلالة إحصائية، تؤثر في مستوى الاستدانة وله علاقة طردية أي نسبة النمو ومستوى الاستدانة أي كلما زاد نمو المؤسسة زادت الاستدانة.

أوضحت بأن هناك علاقة طردية بين مستوى الاستدانة قصيرة الأجل ومعدل النمو، فاعتماد المؤسسة على القروض قصيرة الأجل ذات المخاطر الأقل بدلا من القروض طويلة الأجل يؤدي إلى تخفيض تكلفة الوكالة للديون، كذلك توجه المؤسسة ذات النمو السريع في اعتمادها المتزايد على الاقتراض مخاطر أكبر من رغبتها في اللجوء إلي الاقتراض.

يمكن إرجاع العلاقة الطردية بين معدل النمو ومستوى الاستدانة إلى نظرية الترتيب السلمي للتمويل، وكذلك إلى نظرية الإشارة. فحسب نظرية الترتيب السلمي، فإن المؤسسات ذات معدلات النمو المرتفعة لها احتياجات تمويلية كبيرة، مما يجبرها ذلك إلى اللجوء إلى الاستدانة لتغطية تلك الاحتياجات، نظرا لأن الديون أقل حساسية لعدم تماثل المعلومات. وحسب نظرية الإشارة، فإن معدل النمو يعتبر مؤشرا عن الصحة المالية للمؤسسة. وبالتالي، يفترض أن المقرضين يميلون إلى إقراض المؤسسة، لأن معدل النمو يعتبر بمثابة إشارة على قدرة المؤسسة على تحقيق أرباح مستقبلية، و بالتالي قدرتها على سداد التزاماتها المستقبلية.

1-2- تحليل المتغيرات غير المؤثرة في النموذج

◀ حجم المؤسسة TAILLE

أما بالنسبة لحجم المؤسسة لوحظ هناك عكسية حسب النتائج المتحصل عليها الا وهي -0.025 ولا تؤثر دلالتها الإحصائية علة مستوى الاستدانة ، أي أن لديها القدرة على التمويل و يعكس حجم المؤسسة على الموارد المتاحة إليها بحيث تؤثر هذه الموارد على نشاطها الاقتصادي وقدرتها أيضا على الاستفادة من البيئة المحيطة بها فعالية أكثر.

لقد تم تبرير العلاقة العكسية بين الحجم والاستدانة قصيرة الأجل إلى أن المؤسسات صغيرة الحجم تتحمل تكاليف معاملات كبيرة عند إصدارها لأوراق مالية طويلة الأجل، عكس المؤسسات الكبيرة التي تكون فيها هذه التكاليف منخفضة مقارنة بحجمها) كما تفسر نظرية الترتيب السلمي العلاقة العكسية بين الاستدانة والحجم.

في حين أشارت الدراسات إلى أن المؤسسات الكبيرة تميل إلى الاعتماد على القروض طويلة الأجل ومتوسطة الأجل أما المؤسسات الصغيرة تميل إلى القروض قصيرة الأجل.

مؤسسات التضامن ومؤسسات ذات الشريك الوحيد ومؤسسات المساهمة

أولاً: مؤسسة التضامن **SNC** : ويمثل هذا المتغير من المتغيرات التي ليست لها دلالة إحصائية التي لا تؤثر في مستوى الاستدانة ولها علاقة طردية بـ 0.088 و دلالتها الإحصائية بـ 0.654.

ثانياً: مؤسسات ذات الشريك الوحيد: وهي من المتغيرات التي لا تؤثر في مستوى الاستدانة و علاقتها طردية والتي كانت دلالتها الإحصائية 0.831

ثالثاً: مؤسسات المساهمة: وهي أيضا من المتغيرات التي ليست لها تأثير في مستوى الاستدانة وعلاقة عكسية و التي كانت 0.320.

خلاصة الفصل

تم التطرق في هذا الفصل بدراسة ميدانية على عينة من المؤسسات الجزائرية، لإبراز العوامل المؤثرة في هيكل الخصوم، ومعرفة النظريات المتعلقة بهيكل الخصوم التي توافقها.

في هذا الفصل قمنا بعرض أهم الدراسات التجريبية السابقة من خلال تقديم عينة الدراسة، ومعرفة المتغيرات المستقلة، والتابعة ووصف العينة، وعرض الأدوات الإحصائية المستعملة في التحليل والمتمثلة في نموذج الانحدار الخطي وفي الأخير قمنا بتحليل النتائج و تم التوصل إلى مجموعة من المتغيرات المؤثرة في هيكل الخصوم.

الختامة

إن الحديث عن التمويل يبين لنا عنصر هام والمتمثل في هيكل الخصوم الذي يعتبر الصورة التي تعكس المصادر التمويلية لمختلف أصولها، ويكتسب موضوع هيكل الخصوم للمؤسسة ذلك أنه يعد من بين المواضيع ذات التنظير والبحث المستمر، وتتمحور الدراسات العلمية حول هيكل الخصوم للمؤسسة أساسا حول نقطتين مهمتين: إمكانية وجود هيكل مالي أمثل من عدمه وتأثير هيكل الخصوم على القيمة السوقية للمؤسسة.

كما أكدت العديد من الدراسات التجريبية حول محددات الهيكل المالي للمؤسسات الجزائرية، على أن العوامل المتعلقة بحجم المؤسسة ومعدل السيولة، مردودية المؤسسة وكذا حجم الضمانات التي تتوفر عليها المؤسسات الجزائرية لها تأثير في تحديد تركيبة الهيكل المالي والذي من شأنه التأثير على أداء المؤسسات، وفي ما يخص نتائج الدراسة واختبار الفرضيات المتعلقة بمحددات الهيكل المالي للمؤسسات الجزائرية.

وتتمثل إشكالية البحث في ما يلي العوامل المؤثرة على هيكل الخصوم في المؤسسات الجزائرية، وبعد معالجة هذه الإشكالية تم التوصل إلي بعض النتائج :

- تتكون مصادر التمويل من مصادر قصيرة الأجل، متوسطة وطويلة الأجل؛
- لكل مصدر من مصادر التمويل تكلفة خاصة، والتكلفة المرجحة لمصادر التمويل تسمى بتكلفة رأس المال، ولها الأخيرة أهمية بالغة جدا في المؤسسة ولها دور في تحديد هيكل الخصوم الأمثل؛
- تتمثل محددات الهيكل المالية في المؤسسات الجزائرية في كل من الحجم، المردودية، الضمانات، والشكل القانوني المتمثل في المؤسسات ذات سهم، المؤسسات ذات المسؤولية المحدودة، المؤسسات ذات الشخص الوحيد ذات المسؤولية المحدودة وشركة التضامن.
- تسعى الوظيفة المالية إلى تحقيق التوازن المالي عن طريق البحث عن مصادر التمويل الملائمة؛
- من خلال ما تم التطرق إليه في الجانب النظري لهيكل الخصوم ومحدداته، تم عرض مفهوم الهيكل الخصوم والذي يعبر عن تشكيلة مصادر تمويل ومحدداته والنظريات المفسرة له؛
- كما بينت النظريات المالية للمؤسسات منذ بداية أبحاث مود يجلياني وميلر 1958، من خلال تفسير اثر هيكل الخصوم للمؤسسة على قيمتها، إضافة إلى نظرية صافي ربح العمليات والنظرية التقليدية وما يلاحظ على هذه المداخل المفسرة على أنها تقوم على فرضيات غير واقعية.
- وتوالت الدراسات حول علاقة الهيكل المالي بإدخال تكاليف الوكالة ونظرية الإشارة ونظرية الترتيب

السلمي.

- لا تتوافق نظريات الهيكل المالية للمؤسسات فيما بينها، فكل نظرية نتائجها، وتختلف هذه النتائج انطلاقاً من الفرضيات التي اعتمدت عليها.
- هناك عدة عوامل محددة لهيكل الخصوم تمثلت في هيكل الأصول، معدل النمو، حجم المؤسسة المرودية، الضمانات.

من خلال النتائج السابقة يمكن مناقشة الفرضيات المتعلقة بالبحث على النحو الآتي:

تتمثل الفرضية الأولى بأن المرودية لا تؤثر على هيكل الخصوم، ومن خلال ما تم التوصل إليه في هذه الدراسة، يتم رفض الفرضية، المرودية تؤثر على هيكل الخصوم حسب نموذج الانحدار الخطي المستخدم في الدراسة وجد أن هناك علاقة عكسية بين المرودية ونسبة الاستدانة.

تتمثل الفرضية الثانية لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الضمانات ومستوى الاستدانة، ومن خلال ما تم التوصل إليه في هذه الدراسة تم رفض الفرضية، توجد علاقة بين الضمانات ومستوى الاستدانة حسب نموذج الانحدار الخطي المستخدم في الدراسة وجد أن هناك علاقة طردية كلما زادت الضمانات زادت نسبة الاستدانة.

تتمثل الفرضية الثالثة لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الحجم ومستوى الاستدانة، ومن خلال ما تم التوصل إليه في هذه الدراسة تم قبول الفرضية، لا توجد علاقة بين حجم المؤسسة والاستدانة حسب نموذج الانحدار الخطي المستخدم في الدراسة وجد أن هناك علاقة عكسية.

من خلال كل ما سبق، و كإجابة صريحة على الإشكالية البحث ، يمكن القول أن العوامل المؤثرة في هيكل الخصوم تتمثل في المرودية والنمو والضمانات وحجم المؤسسة.

التوصيات المتعلقة بالبحث:

- يجب أن يأخذ المسير المالي للمؤسسة التكلفة بعين الاعتبار لدى اختياره لمصادر تمويل المؤسسة، وذلك من أجل تكوين هيكل مالي أمثل.
- يجب على المؤسسة قبل اللجوء إلى الاستدانة القيام بدراسة معمقة من أجل تحديد إيجابيات وسلبيات الاستدانة وتحديد المخاطر الممكن التعرض إليها.
- نوصي المؤسسات بتنويع مصادر التمويل والتقليل من اعتمادها على الاستدانة بالدرجة الأولى رغم

الخاتمة

- أنها تستفيد بشكل كبير من الاستدانة وذلك من اجل ضمان استقلاليتها المالية وسلطة اتخاذ القرار .
- تعزيز الدعم المالي بالدعم الفني و الإداري، كون غالبية المؤسسات ترجع إلى شباب يفتقر إلى الخبرة والمهارة اللازمة.
 - الأخذ بعين الاعتبار دور هذه المتغيرات في إبرام اتفاقيات التمويل بالاستدانة، وتحسينها وذلك بغية تحسين العلاقة بين المؤسسات.
 - نوصي المؤسسات الجزائرية بتنويع في مصادر التمويل.
- يمكن القول أنه كان بالإمكان الوصول إلى نتائج أفضل لو تم اختيار قطاع نشاط معين لعينة من المؤسسات وانطلاقا من هذا يمكن وضع أفاق للدراسة تتمثل في:
- تأثير الهيكل المالي على القرارات الإستراتيجية؛
 - دراسة مقارنة لتأثير هيكل الخصوم على القرارات المالية.

قائمة المراجع

قائمة المراجع :

أولاً: الكتب :

- 1- احمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر و التوزيع، الإيداع القانوني 2008 .
- 2- احمد نمر و معاذ حراش، اثر الهيكل المالي على القرارات المالية للمؤسسة، مذكرة نيل شهادة الماستر، جامعة أكلي محمد أو الحاج ، قسم التجارة، البويرة، 2014-2015.
- 3- أسامة عبد الخالق الأنصاري، الإدارة المالية، كلية التجارة، جامعة القاهرة.4
- 4- جميل احمد توفيق، أساسيات الإدارة المالية، دار النهضة العربية للطباعة و النشر، بيروت، بدون ذكر سنة النشر.
- 5- الحاج طارق، مبادئ التمويل، دار النشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
- 6- حسين عطا غنيم، دراسات في التمويل التحليل المالي و دراسة صافي رأس المال العامل، المكتبة الأكاديمية، الطبعة الأولى، القاهرة، 2005.
- 7- حمزة الشخي، إبراهيم الجزراوي، الإدارة المالية الحديثة، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 1998 .
- 8- حمزة غربي و براق محمد، السياسة المالية للمؤسسة، دار الكتب والوثائق القومية، المكتب الجامعي الحديث، 1 سبتمبر 2014.
- 9- حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الثانية ، مؤسسة الوراق للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2008.
- 10- سعد بن تركي الخذلان، المعاملات المالية المعاصرة، دار الصمعي لنشر والتوزيع، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، 2012.
- 11- عبد الصمد سعودي، محاضرات في الاقتصاد النقدي و أسواق رأس المال ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية و علوم التسيير، جامعة المسيلة، 2016-2017 .
- 12- عبد العزيز عبد الرحيم سليمان، التمويل والإدارة المالية، جامعة السودان المفتوحة 2005.
- 13- عبد الغفار حنفي ، أساسيات التمويل و الإدارة المالية ، دار الجامعة الجديدة للنشر ، الإسكندرية ، 2002 .
- 14- محمد صالح الحناوي و إبراهيم إسماعيل السلطان، الإدارة المالية و التمويل، الدار الجامعية،

الإسكندرية 1999.

- 15- محمد صالح الحناوي و جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
- 16- محمد صالح الحناوي و نهال فريد مصطفى، الإدارة المالية (التحليل المالي لمشروعات الأعمال)، المكتب الجامعي الحديث، 2008.
- 17- محمد قاسم حصاصنة، أساسيات الإدارة المالية، دار الفكر، الطبعة الأولى، 2002.
- 18- محمد مدحت غسان الخيري ودلال غسان الخيري، التحليل المالي الكشف عن الانحرافات و الاختلاس، الصايل للنشر و التوزيع عمان، الأردن .
- 19- مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية و التحليل المالي، مكتبة المجتمع العربي للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، 2009.
- 20- منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية، مدخل تحليل معاصر، الطبعة الرابعة، 1999.
- 21- هيثم محمد الزغبى، الإدارة والتحليل المالي، دار الفكر للطباعة والنشر، 2000.
- 22- الياس ساسي و يوسف قريشي، التسيير المالي، الجزء الأول، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر و التوزيع، 2011.

ثانيا: المذكرات والمجلات:

أ- المذكرات:

- 23- أسماء غربي، محددات تمويل البنكي في لمؤسسات الصغيرة و المتوسطة ، علوم تجارية، تخصص بنوك، جامعة المسيلة، مذكرة لنيل شهادة ماستر ، 2014-2015 .
- 24- أنفال حدة، تأثير الهيكل المالي على استراتيجية المؤسسة الصناعية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجيستار، علوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، 2017.
- 25- حمزة غربي، محددات السياسة المالية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة، أطروحة دكتوراه، كلية التجارة، الجزائر، 2014-2015.
- 26- راضية قربوع، محددات اختيار الهيكل المالي الأمثل في المؤسسة الاقتصادية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر ، علوم التسيير، جامعة أم البواقي، 2016-2017.
- 27- راندة فراح، مصادر التمويل التقليدية و طرق تقييمها في المؤسسة الاقتصادية، مذكرة مكملة لنيل شهادة ماستر أكاديمي في العلوم التجارة، محاسبة و مالية، 2013-2014.

- 28- سليمة هالم، هيئات الدعم و التمويل و دورها في تطوير المؤسسات الصغيرة المتوسطة في الجزائر، أطروحة دكتوراه، اقتصاديات إدارة الأعمال، جامعة بسكرة، 2016-2017، ص 73.
- 29- عائشة قاضي و عفاف زروق، محددات الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر، مذكرة تخرج نيل لشهادة ماستر علوم التسيير، إدارة مالية للمؤسسات 2017_2018
- ب-المجلات:
- 30- سليمان بن الشريف ، تأثيرات التمويل بالمستحقات على استمرارية المؤسسة وانقضائها، دفا تر السياسة و القانون، جامعة عنابة الجزائر، العدد 18 جانفي 2018.
- 31- عبد الوهاب دادن، الجدل القائم حول هياكل تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، مجلة الباحث العدد السابع، جامعة ورقلة، 2010.
- 32- عبد الوهاب دادن، تحليل المقاربات المالية حول أمثلية الهيكل المالي الإسهامات النظرية، مجلة الباحث، العدد الرابع، جامعة ورقلة، 2006.

الملاحق

Récapitulatif des modèles

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	,775 ^a	,601	,571	,4688532

a. Valeurs prédites : (constantes), cr, snc, re, spa, ga, eurl, ta

ANOVA^a

Modèle	Somme des carrés	ddl	Moyenne des carrés	D	Sig.
1 Régression	30,479	7	4,354	19,807	,000 ^b
1 Résidu	20,224	92	,220		
Total	50,703	99			

a. Variable dépendante : td

b. Valeurs prédites : (constantes), cr, snc, re, spa, ga, eurl, ta

Coefficients^a

Modèle	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.
	A	Erreur standard	Bêta		
1 (Constante)	1,086	,394		2,761	,007
eurl	,023	,106	,015	,214	,831
spa	-,482	,482	-,067	-1,000	,320
snc	,088	,196	,032	,450	,654
ga	,293	,166	,122	1,765	,081
re	-1,802	,177	-,717	-10,204	,000
ta	-,025	,025	-,072	-1,006	,317
cr	1,011	,566	,125	1,788	,077

a. Variable dépendante : td

الملاحق

Statistiques descriptives

	N	Minimum	Maximum	Moyenne	Ecart type	Variance
SARL	100	,00	1,00	,6000	,49237	,242
EURL	100	,00	1,00	,3200	,46883	,220
SPA	100	,00	1,00	,0100	,10000	,010
SNC	100	,00	1,00	,0700	,25643	,066
SP	100	,00	6,50	,7760	,71565	,512
GA	100	,00	1,00	,3751	,29800	,089
RE	100	-1,66	,58	,0295	,28467	,081
TA	100	9,68	20,26	15,8774	2,05929	4,241
CR	100	-,17	,57	,0234	,08832	,008
N valide (listwise)	100					

الملاحق

36	1	0	0	0	0.65681591	0	0.65681591	0.33407994	0.00804499	15.6601227	0.83944278	0.00000000	0.83944278	0.25051186	-0.00023113	16.0202771
37	0	1	0	0	0.61202832	0	0.61202832	0.6249555	0.09059501	17.5597766	0.95692941	0.00000000	0.95692941	0.17607032	0.03612047	16.8976123
38	0	0	0	1	0.65689887	0.4928346	0.16405527	0.4453673	0.04238823	17.417196	0.56496715	0.46207683	0.10289032	0.55719699	0.13388303	17.3100876
39	1	0	0	0	0.61536932	0	0.61536932	0.4009096	0.02502245	17.8405569	0.15891160	0.00000000	0.15891160	0.32659832	0.47989856	17.5306332
40	1	0	0	0	0.81388728	0.02027736	0.73340992	0.67073856	0.03366314	16.1824018	0.70870959	0.02693181	0.68177778	0.73193644	0.35418219	17.1855032
41	0	1	0	0	2.98961199	0	2.98961199	0	-1.66220507	12.4395853	1.80000000	0.00000000	1.80000000	0.00000000	-1.80000000	12.1007121
42	0	1	0	0	0.98760925	0	0.98760925	0.07714	0.03311773	11.9829291	1.02143692	0.00000000	1.02143692	0.39004632	-0.05599838	13.5219445
43	0	1	0	0	1.26550859	1.17926422	0.08624437	0.86005699	-0.05847449	14.1002383	1.19571985	1.11481839	0.08090146	0.89489155	-0.05582373	13.9155369
44	1	0	0	0	0.9153709	0	0.9153709	0.51646569	0.05843701	16.8939179	0.95499866	0.00000000	0.95499866	0.35070977	0.09061529	16.4606719
45	0	1	0	0	0.37652721	0.26344342	0.11308379	0.05244054	0.24113036	14.5864652	0.57531769	0.20726563	0.36805205	0.10288240	0.36888895	14.1044418
46	1	0	0	0	0.42359706	0	0.42359706	0.3964632	0.02678603	15.8499309	0.09214158	0.00000000	0.09214158	0.49883301	0.11931940	15.8977142
47	1	0	0	0	6.49690821	0	6.49690821	0.6747515	-1.30390442	14.0285815	2.99460646	0.00000000	2.99460646	0.42513745	-2.91916719	11.7567431
48	1	0	0	0	0.82967966	0.28410254	0.54457713	0.43554115	0.05816341	18.6609086	0.89049064	0.29254939	0.59794124	0.50920842	0.06039581	19.1337475
49	1	0	0	0	0.12026958	0	0.12026958	0.42573279	0.07431672	16.6113139	0.07177085	0.00000000	0.07177085	0.19006247	0.02240514	16.087717
50	1	0	0	0	0.89462553	0	0.89462553	0	0.0533636	17.4966123	0.79321872	0.00000000	0.79321872	0.00000000	0.16083726	16.5689796
51	1	0	0	0	0.68144456	0	0.68144456	0.04056621	0.0462162	15.782496	0.64374884	0.00000000	0.64374884	0.07653584	0.04771524	15.7142704
52	1	0	0	0	1.2988356	0	1.2988356	0.038571	-0.07373802	9.98778274	1.19844897	0.00000000	1.19844897	0.06251233	-0.13771125	10.9205101
53	1	0	0	0	0.9346607	0	0.9346607	0.81868014	0.01232737	15.6964707	0.91907113	0.00000000	0.91907113	0.93928077	0.07161482	15.0327944
54	1	0	0	0	0.28544458	0	0.28544458	0.05033834	0.10693561	15.7088806	0.22748312	0.00000000	0.22748312	0.16492572	0.24961232	15.8210511
55	0	1	0	0	0.72660639	0	0.72660639	0	0.15907458	15.4732863	0.90189470	0.00000000	0.90189470	0.04846454	0.06395247	14.6886068
56	1	0	0	0	0.97373533	0	0.97373533	0.28918469	0.01814543	15.508402	0.39922122	0.00000000	0.39922122	0.49057256	0.02855764	15.6728096
57	0	1	0	0	0.13206967	0	0.13206967	0.26617453	0.09739058	15.9631947	0.09302909	0.00000000	0.09302909	0.11673749	0.01228892	16.0574361
58	1	0	0	0	0	0	0	0.8224963	0.06023458	12.5295944	0.00000000	0.00000000	0.00000000	0.13458025	0.02934462	12.3056264
59	1	0	0	0	0.15352254	0	0.15352254	0.08504416	15.5969658	0.08944600	0.00000000	0.08944600	0.08944600	0.11941075	0.15421001	15.4421001
60	1	0	0	0	0.63150785	0	0.63150785	0.56492196	-0.01317583	16.1322882	0.59660994	0.00000000	0.59660994	0.66929927	0.00210935	16.2037526
61	0	1	0	0	1.31184011	0	1.31184011	0.19658957	-0.41759553	14.6938126	0.74458655	0.00000000	0.74458655	0.53510745	0.34589692	14.3750692
62	0	1	0	0	1.14717399	0.55056564	0.58660835	0.80501313	0.18317374	14.6348498	1.25499293	0.78047055	0.47452228	0.93953872	0.09265484	14.6048766
63	1	0	0	0	0.68814693	0	0.68814693	0.27031914	0.14679559	17.2299885	0.41621564	0.34801712	0.06819852	0.84496256	0.24581199	16.5771353
64	0	1	0	0	0.22642089	0	0.22642089	0.10750022	0.36911074	17.2821835	0.14243096	0.00000000	0.14243096	0.12354459	0.31787264	17.3053291
65	0	1	0	0	0.97935653	0	0.97935653	0.74334365	0.05861503	16.0064957	1.06711753	0.00000000	1.06711753	0.66297567	-0.02676702	13.8357523
66	0	1	0	0	0.75838064	0	0.75838064	0.26561739	0.04007915	15.6176475	0.70516695	0.00000000	0.70516695	0.38490078	0.09664695	16.2670362
67	1	0	0	0	0.11619996	0	0.11619996	0	0.33013725	16.5475739	0.56539190	0.00000000	0.56539190	0.55826104	0.10548741	16.1332115
68	1	0	0	0	0.67249262	0.05162089	0.62087173	0.06435225	0.08791935	20.0284608	0.46853426	0.00000000	0.46853426	0.02374316	0.08379695	19.9345586
69	1	0	0	0	0.70452307	0.42645835	0.2780472	0	0.19876734	17.0624845	0.82391873	0.72775467	0.09616406	0.00000000	0.03039304	15.8053394
70	0	1	0	0	0.17028193	0	0.17028193	0.56571872	0.09449559	17.5190461	0.30440757	0.00000000	0.30440757	0.56745089	0.29015094	18.0409666
71	1	0	0	0	0.36389374	0	0.36389374	0.15631098	0.26538887	16.6868698	0.21133381	0.00000000	0.21133381	0.28381767	0.65676630	16.9832652
72	1	0	0	0	0.32527078	0	0.32527078	0.00293423	0.28722342	17.2819853	0.51207654	0.00000000	0.51207654	0.07578278	0.44703447	17.4009415
73	1	0	0	0	0.30828656	0	0.30828656	0	0.32018297	12.9668785	0.37691398	0.00000000	0.37691398	0.77559355	0.15805758	12.9701675
74	1	0	0	0	0.49539249	0	0.49539249	0.42188452	0.49749947	19.5400425	0.37232311	0.00000000	0.37232311	0.55548451	0.62048496	19.6272636
75	0	1	0	0	0.24539663	0	0.24539663	0.23566126	-0.04523359	15.0006687	0.24944727	0.00000000	0.24944727	0.241119489	0.03318915	17.2560925
76	1	0	0	0	0.93942468	0	0.93942468	0.63861597	0.04069757	17.4448413	0.96882246	0.00000000	0.96882246	0.90862481	0.06159563	15.9305253
77	1	0	0	0	0.92350366	0.1876027	0.73590096	0.47594955	0.02423933	15.3343474	0.93462726	0.08441443	0.85021283	0.59119305	0.03396823	15.5293065
78	0	1	0	0	0.97565337	0	0.97565337	0.13368503	-0.05479748	13.3192861	0.91487373	0.00000000	0.91487373	0.14378971	0.06017581	14.9226633
79	1	0	0	0	0.97817278	0	0.97817278	0.58974201	0.00440814	16.5872222	0.95701986	0.00000000	0.95701986	0.00240748	-0.00191453	10.565402
80	0	1	0	0	0.92604228	0	0.92604228	0.23686667	0.04970385	16.8164576	0.93591348	0.00000000	0.93591348	0.22481586	0.03836603	16.3062641
81	0	1	0	0	0.014308	0	0.014308	0.41641969	0.15684779	15.8697299	0.43342695	0.00000000	0.43342695	0.58410510	0.10126969	16.1528414
82	0	0	1	0	0.81167124	0	0.81167124	0.35201798	0.06151243	16.6269658	0.76284369	0.00000000	0.76284369	0.17678668	0.06376711	16.3818899
83	1	0	0	0	0.87280804	0	0.87280804	0.44222727	0.02415391	16.6370355	0.86048417	0.00000000	0.86048417	0.21143182	0.04245335	17.3244834
84	0	1	0	0	0.87820982	0	0.87820982	0.14395723	0.02903226	17.8273452	0.84205808	0.00000000	0.84205808	0.25388375	0.07114612	17.1831104
85	0	1	0	0	1.42950673	0	1.42950673	0	-0.25796593	9.68391574	1.13636364	0.00000000	1.13636364	0.00000000	-1.04545455	11.6802356
86	1	0	0	0	0.29112756	0.01011096	0.2810166	0.60818051	0.1397082	20.1603127	0.42083097	0.00000000	0.42083097	0.56346627	0.02569714	20.3473997
87	0	1	0	0	0.8484215	0	0.8484215	0.53480388	0.05642823	19.5462943	0.85659082	0.00000000	0.85659082	0.37516899	0.26320891	19.3717578
88	0	1	0	0	0.104674505	0	0.104674505	0.60671903	0.00273764	16.2704368	1.26143770	0.00000000	1.26143770	0.82239104	-0.30762680	12.9724847
89	0	1	0	0	0.69748595	0.63094891	0.06651704	0.9652067	0.04899441	18.1126764	0.74455014	0.72651729	0.01803285	0.72498151	0.04639475	18.0112647
90	1	0	0	0	1.06278932	0	1.06278932	0.59177234	-0.04062667	17.5818189	1.03731634	0.00000000	1.03731634	0.73020969	-0.04343733	17.3244834
91	0	0	1	0	1.14148976	0	1.14148976	0.72764733	0.01457927	12.1333933	1.16839805	0.00000000	1.16839805	0.74364148	-0.18060159	#NLM
92	0	1	0	0	0.67829145	0.08049659	0.59779486	0.44372641	0.00700683	17.9789587	0.60627439	0.00876589	0.59750850	0.19218220	0.00183513	17.5426151
93	1	0	0	0	0.80606122	0	0.80606122	0.13757562	0.15378739	16.9732487	0.78889469	0.00000000	0.78889469	0.37947222	0.22132007	16.0807173
94	0	1	0	0	0.90126605	0	0.90126605	0.48634326	0.01992961	16.9161185	0.82697566	0.00000000	0.82697566	0.50109039	0.09881491	16.5873448
95	0	0	1	0	0.63916689	0	0.63916689	0.94230955	0.29953362							

ملخص الدراسة:

يهدف البحث إلى معرفة العوامل المؤثرة في هيكل الخصوم في المؤسسات الجزائرية من خلال معرفة محددات هيكل الخصوم وأهم النظريات المفسرة له ومعرفة مصادر التمويل سواء كانت قصيرة الأجل أو متوسطة الأجل وطويلة الأجل.

لقد تم تطبيق تلك محددات هيكل الخصوم تم التوصل أخيرا إلى أن كل من المتغيرات المردودية والضمانات وحجم المؤسسة تؤدي دورا جوهريا في تفسير العوامل المؤثرة في هيكل الخصوم.

الكلمات المفتاحية: التمويل ، هيكل المالي، محددات التمويل.

Résumé:

La recherche vise à identifier les facteurs influençant la structure des passifs dans les institutions algériennes en connaissant les déterminants de la structure des passifs et les théories les plus importantes qui lui sont expliquées ainsi que la connaissance des sources de financement, qu'elles soient à court, moyen et long terme.

Les déterminants de la structure des passifs ont finalement été appliqués, ce qui a permis de conclure que les variables de coût et de garantie ainsi que la taille de l'institution jouent un rôle fondamental dans l'interprétation des facteurs influant sur la structure des passifs

mots clés: financement, la structure financière, notions de financement.