



## العنوان

# العوامل المحددة لسلوك المؤسسات الصغيرة والمتوسطة اتجاه التمويل البنكي دراسة حالة الجزائر

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر (أكاديمي) في العلوم التجارية

تخصص: بنوك

تحت إشراف الدكتور:  
غري حمزة

إعداد الطالب:  
نصرالدين لخضر

لجنة المناقشة:

رئيسا  
مشرفا ومقررا  
مناقشا

أستاذ محاضر (ب)

1\_ د/بن الواضع الهاشمي  
2\_ د/ غري حمزة  
3\_ أ/ قرين علي

Université mohamed bou diaf- M'SILA  
Faculté des Sciences Economique  
Commerciales et des Sciences de Gestion  
Département: Sciences Commerciales



جامعة محمد بوضياف - المسيلة  
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم: العلوم التجارية

## العنوان

# العوامل المحددة لسلوك المؤسسات الصغيرة والمتوسطة اتجاه التمويل البنكي دراسة حالة الجزائر

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر (أكاديمي) في العلوم التجارية

تخصص: بنوك

تحت إشراف الدكتور:  
غري حمزة

إعداد الطالب:  
نصرالدين لخضر

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

# شكر وعرقان

الحمد لله على سائر نعمه وعلى فضله العظيم أن وفقني وقدرني على إتمام هذا العمل، والصلاة والسلام على أشرف الخلق سيدنا محمد وعلى آله وصحبه الأطهار ما تعاقب الليل والنهار.

يشرفني أن أتقدم بخالص العرفان والتقدير إلى الأستاذ المشرف الدكتور حمزة غربي، وإلى أساتذة كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير الذين أشرفوا على تأطيرنا خلال المسار الدراسي، كما لا يفوتني أن أشكر زملائي دفعة الماستر تخصص مالية وبنوك، دون أن أنسى إمتناني إلى كل من قدّم لي يد المساعدة من قريب أو بعيد. وأتقدم بعميق الشكر والإحترام إلى الأساتذة الأفاضل أعضاء لجنة المناقشة على قبولهم وتكريمهم بتقييم هذا البحث.

## إهداء

إلهي لا يطيب الليل إلا بشكرك ولا يطيب النهار إلا بطاعتك .. ولا تطيب اللحظات إلا بذكرك ..

ولا تطيب الآخرة إلا بعفوك .. ولا تطيب الجنة إلا برويتك

إلى من بلغ الرسالة وأدى الأمانة .. ونصح الأمة .. إلى نبي الرحمة ونور العالمين ..

سيدنا محمد صلى الله عليه وسلم

إلى من كلفه الله بالهيبية والوقار .. إلى من علمني العطاء بدون انتظار .. إلى من أحمل اسمه بكل اقتنار

.. أرجو من الله أن يمد في عمرك لتري ثماراً قد حان قطافها بعد طول انتظار وستبقى كلماتك نجوم

أهتدي بها اليوم وفي الغد وإلى الأبد

والدي العزيز

إلى ملاكي في الحياة .. إلى معنى الحب وإلى معنى الحنان والتفاني .. إلى بسمة الحياة وسر الوجود

إلى من كان دعاؤها سر نجاحي وحنانها بلسم جراحي إلى أغلى الحباب

أمي الحبيبة

إلى من بهم أكبر وعليهم أعتد .. إلى الشموع الموقدة التي تنير ظلمة حياتي ..

إخوتي

إلى القلوب الطاهرة الرقيقة والنفوس البريئة إلى رياحين حياتي أخواتي

الآن تفتح الأشرعة وترفع المرساة لتتطلق السفينة في عرض بحر واسع مظلم هو بحر الحياة وفي هذه

الظلمة لا يضيء إلا قنديل الذكريات ذكريات الأخوة البعيدة إلى الذين أحببتهم وأحبوني أصدقائي

وإلى من وقف على المنابر وأعطى من حصيلة فكره لينير دربنا

إلى أساتذتي ومعلمي الكرام وأخص بالذكر الدكتور حمزة غربي

إلى من قال لا إله إلا الله محمد رسول الله

سأثلا المولى عز وجل أن يوفقنا لما يحبه ويرضاه

الفجر

شكر وعرافان

الإهداء

I.....	الفهرس
IV.....	فهرس الجداول والأشكال
أ-ج.....	المقدمة العامة
	الفصل الأول : المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مصادر تمويلها وتكلفة رأس مال
01.....	تمهيد
02.....	المبحث الأول نظرة عامة حول المؤسسات الصغيرة
02.....	المطلب الأول: مفهوم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
02.....	1 _ صعوبات تحديد تعريف موحد لهذا القطاع
04.....	2 _ معايير تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
07.....	3 _ بعض التعاريف للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة
09.....	المطلب الثاني: أهمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في التنمية الاقتصادية والاجتماعية
10.....	1 _ الأهمية الإقتصادية
11.....	2 _ الأهمية الاجتماعية
14.....	المطلب الثالث: خصائص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
18.....	المبحث الثاني: مصادر التمويل
18.....	المطلب الأول: مصادر التمويل قصيرة الأجل
18.....	1 _ الإئتمان التجاري
20.....	2 _ الإئتمان المصرفي
22.....	المطلب الثاني: مصادر التمويل متوسطة الأجل
22.....	1 _ الإستئجار
24.....	2 _ قروض متوسطة الأجل
24.....	المطلب الثالث: مصادر التمويل طويلة الأجل
25.....	1 _ الأسهم العادية
26.....	2 _ الأسهم الممتازة

27.....	3_ الأرباح المحتجزة.....
27.....	4_ السندات.....
30.....	المبحث الثالث: <b>تكلفة الأموال</b> .....
30.....	المطلب الأول: تعريف تكلفة الأموال.....
30.....	المطلب الثاني حساب تكلفة الأموال.....
30.....	1_ تكلفة الإقتراض طويل الأجل.....
30.....	2_ تكلفة الأسهم الممتازة.....
32.....	3_ تكلفة الأسهم العادية.....
32.....	4_ تكلفة الأرباح المحتجزة.....
33.....	<b>خاتمة الفصل الأول.....</b>
	<b>الفصل الثاني: النظريات المفسرة للهيكل المالية</b>
35.....	<b>تمهيد.....</b>
36.....	المبحث الأول: <b>النظريات المفسرة لهيكل مالي أمثل.....</b>
36.....	المطلب الأول: نظرية الربح الصافي ,الربح التشغيلي ( صافي ربح العمليات).....
36.....	أولا :نظرية الربح الصافي Net Income Theory.....
39.....	ثانيا:مدخل صافي ربح التشغيلي NOI.....
42.....	المطلب الثاني: النظرية التقليدية Traditionnal Theory.....
	المطلب الثالث :نظرية مودجلياني وميلر في ظل غياب الضريبة وكلفة الإفلاس وكلفة
47.....	الوكالة.....
49.....	_ الاقتراحات.....
55.....	_ انتقادات فروض " مودجلياني وميلر .....
	<b>المبحث الثاني النظريات المفسرة للهيكل المالية في ظل وجود الضرائب وتكلفة الوكالة</b>
57.....	<b>تكلفة الافلاس.....</b>
57.....	المطلب الأول: تأثير الضرائب وتكلفة الإفلاس على الهيكل المالي لرأس المال.....
60.....	المطلب الثاني نظرية المبادلة Trade-of theory.....
63.....	المطلب الثالث نظرية الإستدلال أو الإشارة théorie de signal.....
64.....	المطلب الرابع: نظرية الترتيب السلمي (الالتقاط التدريجي).....

65.....	المطلب الخامس: نظرية الوكالة théorie de l'agence
66.....	1_التضارب بين مصالح المساهمين و المسير
67.....	2_التضارب بين مصالح المساهمين و المقرضين
69.....	المبحث الثالث: المساهمات النظرية المفسرة لهياكل تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة
72.....	خاتمة الفصل الثاني
	<b>الفصل الثالث: محددات الهيكله الماليه للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية</b>
74.....	<b>تمهيد</b>
75.....	المبحث الأول: العوامل المحددة للهيكله الماليه في الدراسات السابقه
75 .....	المطلب الأول: حجم المؤسسة
76.....	المطلب الثاني: مردودية المؤسسة
77.....	المطلب الثالث: الضمانات ( هيكل الأصول)
79.....	المطلب الرابع: معدل نمو المؤسسة
81.....	المطلب الخامس: طبيعة القطاع
82.....	المبحث الثاني: منهجية الدراسة الإحصائية
82.....	المطلب الأول: : مصدر العينة
83.....	المطلب الثاني: تقديم النموذج
86.....	<b>المبحث الثالث: تطبيق النموذج وتحليل النتائج</b>
86.....	المطلب الأول: إختبار النموذج
87.....	المطلب الثاني: تطبيق نموذج التحليل التمييزي
	المطلب الثالث: تحليل النتائج بالمقارنة مع النظريات المفسرة للهيكله الماليه للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية
87.....	87.....
89.....	خاتمة الفصل الثالث
91.....	الخاتمة العامة
96.....	قائمة المراجع
	الملاحق

## فهرس الجداول و الأشكال

### فهرس الجداول والأشكال

قائمة الجداول		
رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحات
جدول(01_01)	معايير تعريف وتصنيف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الاتحاد الأوروبي.	8
جدول(02_01)	توزيع المؤسسات الإقتصادية حسب الحجم في عدد من البلدان	12
جدول(03_01)	توزيع اليد العاملة في المؤسسات حسب الحجم والعدد في عدة بلدان	12
الجدول(01_03)	عرض نتائج الدراسة	82
الجدول(02_03)	اختبار النموذج	86
الجدول(03_03)	المتغيرات المفسرة للنموذج حسب نموذج التحليل	86
الجدول(04_03)	مدى صحة الدراسة	87
قائمة الأشكال البيانية		
رقم الشكل	عنوان الشكل	الصفحات
الشكل(01_02)	سلوك متغيرات تكلفة الاقتراض وتكلفة أموال الملاك وأيضا التكلفة الكلية للأموال وفقا لمدخل صافي ربح العمليات	38
الشكل(02_02)	العلاقة بين نسبة الرفع المالي وتكلفة الأموال المرجحة وفق نظرية صافي الربح التشغيلي	42
الشكل(03_02)	العلاقة بين نسبة الرفع المالي وكلفة التمويل الممتمك وكلفة الأموال المرجحة.	46
الشكل(04_02)	التغير في القيمة السوقية بسبب تغير الرفع المالي وفق مضمون النظرية التقليدية	47
الشكل(05_02)	العلاقة بين تكلفة ونسبة الإقتراض في ظل الإقتراح الثاني	54
الشكل(06_02)	توضيح لنظرية المبادلة	61
الشكل(07_02)	قيمة المؤسسة في ظل خضوع المؤسسة للضريبة ووجود تكلفة الإفلاس و الوكالة	68

المقدمات

الغاية

### مقدمة:

لقد شهد العالم ابتداء من نهاية القرن العشرين انتشارا واسعا للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، حيث أنها أصبحت ميزة مختلف اقتصاديات دول العالم المتقدم منه، لأنه ساهم هذا النوع من المؤسسات مساهمة فعالة وبارزة في إحداث التقدم والتنمية الاقتصادية، بالنظر إلى الدور الذي تضطلع به سواء على مستوى المؤسسة من حيث قيام وحدة اقتصادية بأشباع حاجة صاحبها من العمالة وتوظيف رأس المال، أو على المستوى الكلي بالمساهمة في خلق مناصب شغل ومحاربة البطالة .

من أهم الوظائف داخل أي مؤسسة اقتصادية مهما كان حجمها أو طبيعة نشاطها التمويل ، حيث يعد قرار التمويل من القرارات الأساسية التي يجب أن تعتني بها المؤسسة لأنها عنصر محدد لكفاءة متخذي القرارات المالية، وذلك من خلال بحثهم عن مصادر التمويل اللازمة والملائمة لطبيعة المشروع الاقتصادي المستهدف لاختيار أفضلها واستخدامها استخداما أمثل، وتحقيق أكبر عائد بأقل خطورة مما يساعد على بلوغ الأهداف المسطرة، ويعتبر التمويل البنكي من بين المصادر التمويلية الأكثر انتشارا للمؤسسات. رغم تعدد مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة الاقتصادية واختلاف أشكالها، لا زال الاهتمام منصبا بالطريقة التي يتم بها تشكيل الهيكل المالي بين أموال الملكية وأموال الاستدانة لم لهذا التنوع من تأثير على عنصرين أساسيين في نشاط المؤسسة هما العائد والمخاطرة.

هذا ما جعل من مسألة تمويل المؤسسة الاقتصادية وتصميم هيكلها المالي إحدى المواضيع الأساسية ضمن مجال الإدارة المالية، والتي تشكل موضوع جدل بين المختصين منذ أكثر من نصف قرن حيث تكرر نداء رجال الإدارة المالية إلى الحاجة الملحة لاستكمال ما بدأه مودجلياني ميلر وغيرهما منذ سنة 1958.

والمؤسسات الاقتصادية الجزائرية وعلى غرار غيرها من المؤسسات الأجنبية وجدت نفسها في مواجهة سوق يضم بدائل متنوعة وعديدة من مصادر التمويل لكل منها مزاياه وعيوبه، مما أجبرها على الإلتزام بمعايير علمية دقيقة لإدارة أموالها من أجل التماشي ومتطلبات إنفتاح السوق، وهذا ما يجبرها أيضا على تحديد أهم العوامل المحددة لهيكلتها المالية المثلى.

وعلى ضوء هذا يتم طرح الإشكالية التالية :

### الإشكالية :

ماهي العوامل المحددة لسلوك المؤسسات الصغيرة والمتوسطة اتجاه التمويل البنكي؟. ولمناقشة هذه الإشكالية تبرز أمامنا جملة من الأسئلة الفرعية

### الأسئلة الفرعية :

- 1\_ ماهي المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وما هي أهميتها؟ وما هي مصادر تمويلها؟
- 2\_ كيف يتم منح القروض البنكية لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة؟
- 3\_ ماهي محددات التمويل البنكي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية؟ و للإجابة على الأسئلة السابقة تدرج أمامنا الفرضيات التالية

### الفرضيات :

- 1\_ للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة أهمية بالغة في نمو الاقتصاد الوطني.
- 2- تمنح القروض البنكية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة على أساس الضمانات المقدمة.
- 3\_ تعتبر الضمانات والمردودية وحجم المؤسسة ومعدل النمو كمحددات للتمويل البنكي. في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية.

### أهداف البحث :

- \_دراسة وتحليل التمويل في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة .
- \_تحديد العوامل المحددة لاختيار هيكل مالي مناسب.
- \_محاولة الاطلاع على سلامة قرارات التمويل في المؤسسة الاقتصادية الجزائرية من خلال دراسة الحالة.

### أسباب إختيار الموضوع :

- \_ الوقوف على حقيقة وجوهر مشكل التمويل التي تعيق تطور المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالجزائر
- \_توافق الموضوع مع التخصص العلمي.
- \_اعتقادنا أن موضوع سياسات التمويل هو موضوع جدير بالبحث نظرا لحدثة البحث فيه

### المنهج المستخدم :

لدراسة بحثنا هذا سنستخدم المنهج الوصفي للتعرف على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وأهميتها وأهدافها ومدى مساهمتها في الاقتصاد الوطني وطرق تمويلها أما لمعرفة محددات التمويل البنكي فقد استخدمنا المنهج التحليلي

### الدراسات السابقة :

تمثلت الدراسات السابقة في:

1\_ دراسة غربي حمزة، محددات الهيكلية المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، دراسة حالة الجزائر، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية والمالية، المدرسة العليا للتجارة، 2009-2010.

2\_ دراسة يوسف قريشي، سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، دراسة ميدانية، أطروحة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2005.

### خطة البحث :

يمكن تقسيم بحثنا إلى جانبين نظري وتطبيقي، حيث يتناول الجانب النظري الفصل الأول ماهية ومفهوم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة و أهميتها ومصادر تمويلها وتكلفة رأسمالها أما الفصل الثاني فسنتعرف من خلاله على أهم النظريات المفسرة للهيكلية المالية. أما في الجانب التطبيقي فيتمثل في الفصل الثالث، وسيكون عبارة عن دراسة حالة لجملة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية ومعرفة محددات هيكل تمويلها.

الفصل الأول

المؤسسات الصغيرة

والمتوسطة مصادر تمويلها

وتكاليفها رأس مالها

## الفصل الأول: المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مصادر تمويلها وتكلفة رأس مالها

تستأثر المؤسسات الصغيرة و المتوسطة باهتمام خاص من قبل جميع الدول سواء المتقدمة منها أو النامية، فقد أضحت تعد من القضايا و الأساسيات الجوهرية في التنمية الإقتصادية و الإجتماعية، ما جعلها تحتل موقع الصدارة ضمن انشغال المخططين والاقتصاديين لتندرج ضمن الخيارات الإستراتيجية المطروحة بقوة لإحداث نقلة نوعية في التنمية الإقتصادية المتوازنة و الشاملة، وهذا ما أثبتته التجارب الناجحة لعدة دول اعتمدت هذا النهج التنموي الحديث ورغم ذلك كله لا توجد مفاهيم أو تعريف موحد وشامل لها في كل الدول.

ولكي تقوم المؤسسات بنشاطاتها لابد من توفر عنصر التمويل الذي يؤدي دورا هاما في استمرار نشاطها ورفع معدلات نموها وتحقيق برامجها الاستثمارية التي يجب أن تتجاوب مع أهدافها المسطرة لذا كان على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة اختيار المصادر التمويلية المناسبة التي تمول بها نفسها.

وباعتبار أن لكل مصدر تكلفته الخاصة فتعتبر تكلفة رأس المال الأساس للكثير من القرارات المالية التي تتخذها المؤسسات حيث ترجع أهمية تقدير هذه التكلفة إلى اعتبارها الحد الأدنى للعائد المقبول على الاستثمار، فالاستثمار الذي يتولد عنه عائد أقل من تكلفة رأس المال يجب رفضه، وانطلاقا من هذه الأهمية وجب تحديد هذه التكلفة ومعرفة مكوناتها. وهذا ما سيتم التطرق إليه في هذا الفصل بشكل مفصل.

## المبحث الأول : نظرة عامة حول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

واجهت الباحثين عدة صعوبات في إيجاد تعريف موحد للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وذلك بسبب اختلاف معايير التعريف المعتمدة بين الدول، ولأنها تعتبر أيضا حديثة النشأة. كما تعتبر أيضا ذات أهمية بالغة في النهوض بالإقتصاد الوطني ودفع عجلة التنمية، وهذا نظرا لخصائصها المساعدة على ذلك.

### المطلب الأول : مفهوم المؤسسات الصغيرة و المتوسطة

على الرغم من إنتشار المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في كافة دول العالم، إلا أن مفهوم هذه المؤسسات مازال يثير جدلا كبيرا يتعذر معه تحديد تعريف محدد متفق عليه لها لأن هذه المؤسسات تختلف في خصائصها الإقتصادية والتقنية والتنظيمية حسب نوع النشاط ومرحلة النمو التي تمر بها الدولة.

#### 1\_ صعوبات تحديد تعريف موحد لهذا القطاع<sup>1</sup>

يمكن رد هذه الاختلافات إجمالاً إلى ثلاثة عوامل أساسية هي:

\_ عوامل اقتصادية، عوامل تقنية، عوامل سياسية.

#### 1-1 العوامل الإقتصادية:

وتضم مايلي:

**إختلاف مستويات النمو؛** ويتمثل في التطور اللامتكافئ بين مختلف الدول و اختلاف مستويات النمو، فالمؤسسة الصغيرة والمتوسطة في الولايات المتحدة الامريكية، أو اليابان أو أي بلد صناعي آخر تعتبر كبيرة في بلد نامي كالجزائر أو سوريا، كما أن شروط النمو الإقتصادي والإجتماعي تتباين من فترة إلى أخرى، فما يمكن أن تسمى بالمؤسسة الكبيرة الآن قد تصبح مؤسسة صغيرة أو متوسطة في فترة لاحقة، و يؤثر المستوى التكنولوجي الذي يحدد بدوره أحجام المؤسسات الإقتصادية ويعكس التفاوت في مستوى التطور الإقتصادي.

<sup>1</sup> - رباح خوني، رقية حساني، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومشكلات تمويلها، إتراك للطباعة والنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، مصر، 2008، ص16.

**تعدد الأنشطة الاقتصادية؛** تتعدد الأنشطة الاقتصادية بغير في أحجام المؤسسات وبميزها من فرع لآخر، فالمؤسسات التي تعمل في الصناعة غير المؤسسات التي تعمل في التجارة وتختلف المؤسسات التي تنشط في المجال التجاري عن تلك التي تقدم خدمات وهكذا، و يمكن أن تصنف المؤسسات الاقتصادية كما أسلفنا حسب القطاعات الاقتصادية إلى صناعية، تجارية، زراعية، خدمية، وتختلف أيضا تصنيفات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من قطاع إلى آخر لاختلاف الحاجة إلى العمالة ورأس المال، فالمؤسسات الصناعية تحتاج لرؤوس أموال ضخمة لإقامة مشاريعها أو التوسع فيها وتكون في شكل مباني، آلات ومخزون وغيرها، وتحتاج إلى يد عاملة كثيرة ومؤهلة ومتخصصة، الأمر الذي لا يطرح في المؤسسات التجارية أو الخدماتية على الأقل بنفس الدرجة. أما على المستوى التنظيمي، فالمؤسسات الصناعية ولأجل التحكم في أنشطتها تحتاج إلى هيكل تنظيمي أكثر تعقيدا يتم في ظلّه تحديد المهام وتحديد الأدوار والمستويات لإتخاذ القرارات المختلفة، لكن المؤسسات التجارية لا تحتاج إلى مستوى تنظيمي معقد وإنما يتم بالبساطة والوضوح و سهولة اتخاذ القرارات، و توحّد جهة إصدارها وهذا ما يفسر صعوبة تحديد التعريف.

**اختلاف فروع النشاط الاقتصادي؛** حيث يختلف النشاط الاقتصادي وتتنوع فروعها، فالنشاط التجاري ينقسم إلى تجارة بالتجزئة و تجارة بالجملة، وأيضا على مستوى الإمتداد ينقسم إلى تجارة داخلية وخارجية. و النشاط الصناعي بدوره ينقسم إلى فروع عدة، منها الصناعات الإستخراجية، الغذائية، التحويلية، الكيمائية وغيرها، وتختلف كل مؤسسة حسب النشاط المنتم إليه أو أحد فروعها وذلك بسبب تعداد اليد العاملة ورأس المال الموجه للاستثمار، فالمؤسسة الصغيرة أو المتوسطة في مجال الصناعة التعدينية قد تكون كبيرة في مجال التجارة أو الصناعة الغذائية.<sup>1</sup>

### 1-2 العوامل التقنية

ويتلخص العامل التقني في مستوى الاندماج بين المؤسسات، فحيثما تكون هذه الأخيرة أكثر اندماجا يؤدي هذا إلى توحيد عملية الإنتاج وتمركزها في مصنع واحد، وبالتالي

<sup>1</sup> - رابح خوني، رقية حساني، مرجع سابق، ص 17.

يتجه حجم المؤسسات إلى الكبر، بينما عندما تكون العملية الإنتاجية مجزأة وموزعة إلى عدد كبير من المؤسسات يؤدي إلى ظهور عدة مؤسسات صغيرة ومتوسطة.<sup>1</sup>

### 1\_3 العوامل السياسية

وتتمثل في اهتمام الدولة ومؤسساتها بقطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومحاولة تقديم مختلف المساعدات لها وتذليل الصعوبات التي تعترض طريقها من أجل توجيهها وترقيتها ودعمها، وعلى ضوء العامل السياسي يمكن تحديد التعريف وتبيان حدوده والتمييز بين المؤسسات حسب رؤية واضعي السياسات والاستراتيجيات التنموية والمهتمين بشؤون هذا القطاع.<sup>2</sup>

### 2\_ معايير تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

إن إعطاء تعريف دقيق وشامل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة أمر خضع للبيئة التي تنشأ فيها هذه المؤسسات وخاصة البيئة الاقتصادية، لذا تم وضع العديد من المعايير منها ما هو كمي ومنها ما هو نوعي للوصول إلى تعريف شامل لهذا النوع من المؤسسات .

### 1\_2\_1 المعايير الكمية

من أهم المعايير التي تعتمد في تحديد مفهوم لهذه المؤسسات مايلي:

**\_ معيار رأس المال؛** يعتبر هذا المعيار من أهم معايير التصنيف لأنه يعكس الطاقة الإنتاجية والاستثمارية، إلا أنه يبقى مختلفاً من دولة إلى أخرى، فمثلاً يحدد سقف رأس المال للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الكويت بـ 600000 دولار أمريكي في حين يتراوح بين 35000-200000 دولار أمريكي في بعض الدول الآسيوية كالصين، الهند، الفلبين و كوريا و يصل إلى حدود 700000 دولار في الدول المتقدمة.<sup>3</sup>

**معيار حجم الموجودات؛** أي ما تمتلكه المؤسسة من أصول ثابتة.

**معيار رقم الأعمال؛** يستعمل لقياس مستوى نشاط المؤسسة وقدرتها التنافسية، ويستعمل خاصة في الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا، إلا أن هذا المعيار تشوبه بعض النقائص

<sup>1</sup> - رابح خوني، رقية حساني، مرجع سابق، ص 18.

<sup>2</sup> - مرجع نفسه ، ص 18

<sup>3</sup> - عبد الله خبابه، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة آلية لتحقيق التنمية المستدامة، الدار الجامعية الجديدة،

الاسكندرية، 2013، ص13.

ذلك أن كبر حجم مبيعات المؤسسة أو إرتفاع رقم أعمالها قد يكون مرده إلى إرتفاع الأسعار وليس عدد الوحدات المباعة.

بما أن السعر عادة ما تحدده قوى خارجية عن المؤسسة يبقى تحقيق أرقام كبيرة كذلك بفعل قوى خارجة عن المؤسسة، لذا يتجه المحللون إلى رقم المبيعات القياسي أي يأخذ بعين الاعتبار التغير في الأسعار عوض عن رقم الأعمال الإسمي.<sup>1</sup>

**معييار العمالة؛** يعتبر من أكثر المعايير استعمالا وذلك لـ:

\_ بساطة الاستخدام و التطبيق، سهولة الحصول على المعلومة، الثبات النسبي.

غير أنه هو الآخر يبقى مختلف من دولة إلى أخرى، فمثلا في الدول الصناعية فإن المؤسسة الصغيرة تضم 500 عامل على الأقل وفي الدول النامية هي المؤسسات التي تضم من 20 إلى 100 عامل أو حتى أقل.

**معييار معامل رأس المال؛** هذا الأخير جاء للمزج بين معيار العمل ورأس المال، لتفادي النقص الذي يمكن أن يسببه كل من المعيارين لذا فهو يعتبر معيار مزدوج يعبر عن الحجم من رأس المال (كمية الاستثمار ) اللازمة لتوظيف وحدة واحدة من العمل.

وعادة ما يكون هذا المعامل منخفض في الأنشطة الخدمية أو التجارية ويكون أكثر إرتفاعا في الأنشطة الصناعية.

من جملة المعايير الكمية المذكورة نخلص إلى أنه من الصعب التصنيف وفق هذه المعايير، وذلك لاختلافاتها الكبيرة من بلد لآخر و كذا خضوعها لبعض المتغيرات، ومع هذا فإننا نجد أن معيار عدد العمال يبقى المعيار الأكثر شيوعا والأكثر استعمالا.<sup>2</sup>

## 2\_2 المعايير النوعية

توجد عدة معايير نوعية، منها:

\_ **قيمة المبيعات؛** هنالك من يصنف هذا المعيار ضمن المعايير النوعية غير أنه كمي في قياسه ولكن نوعي في مدلوله، ذلك أن قيمة المبيعات وحجمها إنما يتحدد حسب السوق وكذا

<sup>1</sup> - عبد الله خبابه، مرجع سابق، ص 14.

<sup>2</sup> - نفس المرجع، ص 15.

نوعية المنتج، وفي هذا المجال هناك من يعتبر أن المؤسسة الصغيرة و المتوسطة تتوجه دائما إلى الأسواق المحلية وبطريقة مباشرة أي أن لها علاقات مباشرة مع زبائنهم.<sup>1</sup>

**\_ المعيار القانوني؛** يتوقف الشكل القانوني للمؤسسة على طبيعة وحجم رأس المال المستثمر فيها وطريقة تمويلها، فالمؤسسات الأموال غالبا ما يكون رأسمالها كبيرا مقارنة مع المؤسسات الأفراد. وفي هذا الإطار تشمل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة كلا من مؤسسات الأفراد، والمؤسسات العائلية، والتضامنية، والمؤسسات التوصية البسيطة بالأسهم، والمحاصة والامؤسسات، والمهن الصغيرة الإنتاجية، والحرفية، وصناعات منتجات الألبان والخضر والفواكه، والحبوب والمنتجات الخشبية والأثاث، والمنسوجات بأنواعها، والمحلات التجارية، والمطابع، والأسواق المركزية، والمزارع، ومكاتب السياحة، والسفريات والشحن، بالإضافة إلى ورشات الصيانة والإصلاح وكذا أعمال العمارة والبناء.

### **\_ المعيار التنظيمي<sup>2</sup>**

تصنف المؤسسة صغيرة ومتوسطة وفقا لهذا المعيار إذا اتسمت بخاصتين أو أكثر من الخواص الموالية:

الجمع بين الملكية والإدارة؛ قلة مالكي رأس المال؛ ضيق نطاق الإنتاج وتركزه في سلعة أو خدمة محددة، صغر حجم الطاقة الإنتاجية المحلية إلى حد كبير، الإعتماد و بشكل كبير على المصادر المحلية للتمويل.

**\_ معيار الاستقلالية؛** المؤسسة الصغيرة والمتوسطة هي التي تكون مستقلة، أي أنها تملك على الأقل 50% من رأس مالها ولكن في بعض الدول قد تكون النسبة أقل من ذلك.

**المعيار التكنولوجي؛** حسب هذا المعيار فإن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة هي تلك المؤسسات التي تستخدم أساليب إنتاجية بسيطة مقارنة مع المؤسسات الكبرى.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> نفس المزجج، ص15.

<sup>2</sup> خالد عبد العزيز محمد السهلاوي، معدل وعوامل انتشار المنشآت الصغيرة والمتوسطة في المملكة العربية السعودية، الإدارة العامة، المجلد41، يوليو، 2001 .

<sup>3</sup> - عبد الله خبابه، مرجع سابق، ص 16

### 3\_ بعض التعاريف للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة :

لقد حاول الكثير من الباحثين إعطاء تعريف وتصنيف لهذا النوع من المؤسسات، فقد اجتهدوا في إعطاء العديد من التعريفات والتصنيفات لهذه المؤسسات كلا حسب المعايير والمحددات التي يراها مناسبة في تحديد هذا المفهوم.

#### 3\_1 تعريف الولايات المتحدة الأمريكية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

لقد تمّ تحديد مفهوم المؤسسة الصغيرة والمتوسطة بالإعتماد على معيار حجم المبيعات وعدد العمال كما يلي<sup>1</sup>:

- المؤسسات الخدمائية والتجارة بالتجزئة، من 01 إلى 05 مليون دولار أمريكي كمبيعات سنوية.
- مؤسسات التجارة بالجملة، من 05 إلى 15 مليون دولار أمريكي كمبيعات سنوية.
- المؤسسات الصناعية، عدد العمال 250 عامل أو أقل.

#### 3\_2 ألمانيا

تعرف المؤسسة الصغيرة و المتوسطة في ألمانيا على أنها مؤسسات تجارية بإمكانها توظيف عدد من العمال قد يصل إلى 500 عامل، وتحقق مبيعات صافية أقل من 100 مليون أورو في السنة.

#### 3\_3 الاتحاد الأوروبي

تعطي اللجنة الأوروبية للمؤسسة الصغيرة و المتوسطة التعريف الموالي :

المؤسسة الصغيرة والمتوسطة هي كل مؤسسة توظف أقل من 250 عامل وتتمتع بالاستقلالية ولا تنتسب إلى أي مؤسسة اقتصادية أخرى، رقم أعمالها لا يتجاوز 40 مليون أورو EUR، أما الميزانية التقنية لا تتجاوز 27 مليون أورو EUR وحسب هذه اللجنة تنقسم المؤسسة الصغيرة والمتوسطة إلى:

- مؤسسات صغيرة توظف أقل من 50 عامل تحقق رقم أعمال أقل من 7 مليون EUR مع ميزانية تقنية أقل من 5 مليون EUR؛

<sup>1</sup> لخلف عثمان، دور ومكانة الصناعات الصغيرة والمتوسطة في التنمية الاقتصادية، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 1994، ص11.

- مؤسسة جد صغيرة توظف أقل من 10 عمال.  
وتصنف كما هو مبين في الجدول رقم (01\_01) :

جدول رقم (01): معايير تعريف وتصنيف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الاتحاد الأوروبي.

الصف	عدد الأجراء	رقم الأعمال	الحصيلة السنوية
مؤسسة مصغرة	أقل من 10	/	/
مؤسسة صغيرة	أقل من 50	7 مليون اورو	5 مليون اورو
مؤسسة متوسطة	أقل من 250	لايتجاوز 40 مليون اورو	لا تتعدى 27 مليون اورو

- المصدر : حاكمي بوحفص، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الواقع والأفاق، ورقة مقدمة في المنتدى الوطني حول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، المركز الجامعي مولاي الطاهر، سعيدة، يومي 11-12 ديسمبر 2004، ص 05

### 3\_4 في الجزائر

بقي وجود تعريف للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر غائبا الى اصدار القانون رقم 01-18 الصادر في 12 ديسمبر 2001 والمتضمن القانون التوجيهي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، إذ حدد هذا القانون تعريفا واضحا لها كما تضمن التدابير الكفيلة بمساعدتها ودعمها وترقيتها في ظل التوجه الجديد للاقتصاد الوطني نحو الإقتصاد الحر.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> - القانون رقم 01-18 المتضمن القانون التوجيهي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الجريدة الرسمية رقم 77، 15 ديسمبر 2001، المواد 5,6,7.

إذ عرفت المؤسسة الصغيرة والمتوسطة وفقا لهذا القانون كما يلي:

- "مهما كانت الطبيعة القانونية للمؤسسة الصغيرة والمتوسطة فهي مؤسسة إنتاج للسلع أو الخدمات، تشغل من 1 إلى 250 شخصا ولا يتجاوز رقم أعمالها السنوي ملياري دينار أو لا يتجاوز مجموع حصيلتها السنوية خمسمائة مليون دينار وتستوفي معايير الاستقلالية".

وقد ورد هذا التعريف بتفصيل أكثر في المواد 5، 6، 7 من نفس القانون حيث:

\_تعرف المؤسسة المتوسطة؛ بأنها مؤسسة تشغل ما بين 50 إلى 250 شخصا، ويكون رقم أعمالها السنوي ما بين 200 مليون دينار جزائري و 2 مليار دينار جزائري ، أو يكون مجموع حصيلتها السنوية ما بين 100 و 500 مليون دينار جزائري.

\_المؤسسة الصغيرة؛ مؤسسة تشغل ما بين 10 إلى 49 شخصا، ولا يتجاوز رقم أعمالها السنوي 200 مليون دينار جزائري أو لا يتجاوز مجموع حصيلتها السنوية 100 مليون دينار جزائري.

\_المؤسسة المصغرة؛ مؤسسة تشغل ما بين 1 إلى 9 أشخاص، وتحقق رقم أعمال سنوي أقل من 20 مليون دينار جزائري ، أو لا يتجاوز مجموع حصيلتها السنوية 10 مليون دينار جزائري.

الملاحظ أن تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر يعتمد على عدد العمال ورقم الأعمال أو الحصيلة السنوية، وهذا اعتمادا على تعريف الاتحاد الاوربي.

**المطلب الثاني: أهمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في التنمية الاقتصادية والاجتماعية**

تحتل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مكانة هامة داخل نسيج الاقتصاديات المعاصرة لما لها من أهمية جوهرية في تنشيط الاقتصاد القوي وتحقيق التطور الهيكلي والتقدم ورعاية الابتكارات التكنولوجية، ناهيك عن دورها الذي لا ينكر في مجال محاربة البطالة ، وسنحاول فيما يلي أن نبين مدى أهميتها وفعاليتها من الناحيتين الإقتصادية والاجتماعية.

## 1. الأهمية الاقتصادية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

تساهم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بما تحققه من نتائج في تدعيم كل مما يلي<sup>1</sup>:

- **المتغيرات الكلية**؛ من حيث مساهمتها في الناتج القومي الإجمالي، فإنها تساهم بـ40% من الناتج القومي الإجمالي للولايات المتحدة الأمريكية وتبلغ حصة القطاع الخاص 50% أما من حيث مساهمتها في رقم الأعمال فتبلغ حصتها 65% من مجموع رقم أعمال المشروعات في الاتحاد الأوروبي، فمثلا في فرنسا حققت هذه المؤسسات رقم أعمال قدر بـ 850 مليار فرنك عام 1994.

كما تساهم المؤسسات التي تستخدم اقل من 100 عامل بنحو 25% من حجم البيوع الأمريكية منذ أواسط الثمانينات.

- **تدعيم الكيانات الاقتصادية الكبرى**؛ فاعتماد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بدرجة اكبر على البحث والتطوير، وتركزها في القطاعات فائقة التطور، جعل منها مصدرا أساسيا لتقديم خدمات كبيرة، وغير عادية للكيانات الاقتصادية العملاقة، خاصة بالنسبة للمؤسسات المتخصصة في إنتاج السلع المعمرة كالسيارات والأجهزة المنزلية أو التي تقوم بإنتاج المعدات الأساسية كالآلات الصناعية والزراعية...، فهي تعتمد أكثر على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في تزويدها بالقطع والمكونات التي تدخل في المنتج النهائي، وغياب هذه المؤسسات يؤثر سلبا على المكاسب التي تحققها الكيانات الكبرى، لذا تسعى هذه الأخيرة إلى جذب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى جانبها.<sup>2</sup>

- **تحقيق التنمية المتوازنة جغرافيا**؛ بناء الريف والمدن ومساهمتها في إعادة التوزيع السكاني، وخلق مجتمعات إنتاجية جديدة في المناطق النائية والحفاظ على البيئة في المدن الكبيرة على وجه الخصوص.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> وفاء عبد الباسط، مؤسسات رأس المال المخاطر ودورها في تمويل المشروعات الناشئة، دار النهضة العربية، 2001، ص18.

<sup>2</sup> وفاء عبد الباسط، مرجع سابق، ص22.

<sup>3</sup> عبد المجيد قدي، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والمناخ الاستثماري، مجمع الأعمال، الملتقى الوطني حول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ودورها في التنمية، الأغواط، الجزائر، 8-9 أبريل 2002، ص143.

-تساهم في تنمية الصادرات وتقليص الواردات؛ مما يؤثر إيجاباً على ميزان المدفوعات للدول النامية، ففي بلدان شرق آسيا تقدر صادراتها بـ 40% من مجموع الصادرات، وهو ما يمثل ضعف نسبة صادرات هذه المشروعات في بلدان منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية (OCDE). كما تساهم في إنتاج القيمة المضافة وتزايد حصتها في إجمالي الناتج الوطني الخام.<sup>1</sup>

-القدرة على الارتقاء بمستوى الادخار والاستثمار؛ وتسير تعبئة رؤوس الأموال الوطنية من مصادر متعددة (ادخار أفراد، العائلات التعاونيات الهيئات غير الحكومية)، وبالتالي تعبئة موارد مالية كانت موجهة للاستهلاك الفردي غير المنتج.<sup>2</sup>

## 2. الأهمية الاجتماعية

تؤدي المؤسسات الصغيرة والمتوسطة دوراً مهماً في إنشاء فرص العمل الجديدة، خاصة بالنسبة للدول المتجهة نحو الإقتصاد الحر (من بينها الجزائر)، لأنه في ظل هذا النظام الدولة لم تعد تحدث الوظائف بشكل مباشر، كما أن المؤسسات الكبرى هي مؤسسات استقرت آلتها الصناعية، ولن تساهم هي الأخرى مساهمة جدية في خلق مناصب العمل، وبذلك فإن الأمل معقود على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، خاصة أن هذه المؤسسات تمثل النسبة الأكبر من حيث العدد في العالم. فمثلاً في المجموعة الأوروبية واليابان والولايات المتحدة الأمريكية يبلغ عدد هذه المؤسسات 99% من مجموع المؤسسات الاقتصادية، إلا أن هذا لا يعني انخفاض حجم ما تشغله المؤسسات الكبيرة، إذ رغم وجود حوالي 20 مليون مؤسسة صغيرة ومتوسطة في الولايات المتحدة الأمريكية و انخفاض عدد المؤسسات الكبيرة فهي تشغل حوالي 50% من الأجراء ويظهر الجدول رقم (01\_02) توزيع المؤسسات الاقتصادية حسب الحجم في البلدان الرأسمالية.

<sup>1</sup> عبد الرحمن بن عنتر وعبد الله بلوناس، مشكلات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وأساليب تطوير قدرتها التنافسية، الدورة التدريبية حول تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ودورها في التنمية، الأغواط، الجزائر، 8-9 أبريل، 2002، ص3.

<sup>2</sup> نفس المرجع، ص4.

جدول رقم (01\_02): توزيع المؤسسات الإقتصادية حسب الحجم في عدد من البلدان.

عدد العمال		المجموعات	
500 ≥	499 - 10	9-1	
%0.4	%25.0	%74.6	الولايات المتحدة الأمريكية
%0.7	%28.0	%77.3	اليابان
%0.2	%17.95	%81.85	المجموعة الأوروبية

المصدر: ناصر دادي عدون، اقتصاد المؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ص 64.

نلاحظ من خلال الجدول أن الاقتصاد الرأسمالي يكاد يكون مكون من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، خاصة في أوروبا إلا أن هذا ليس دقيقا ما دامت هذه المؤسسات لا تستعمل اليد العاملة بنفس نسبة عددها من مجموع اليد العاملة الكلية، ويظهر هذا جليا من خلال الجدول التالي الذي يبين توزيع اليد العاملة في المؤسسات حسب الحجم والعدد لنفس البلدان في الجدول السابق.

جدول رقم (01\_03): توزيع اليد العاملة في المؤسسات حسب الحجم والعدد في عدة بلدان

الحجم	عدد المؤسسات	اليد العاملة	الولايات المتحدة الأمريكية
1-9	%55.33	%3.7	
10-499	%43.5	%31.6	
≥500	%1.2	%64.7	
الحجم	عدد المؤسسات	اليد العاملة	اليابان
4-9	%56.7	%13.6	
10-300	%42.4	%58.6	
≥300	%0.9	%27.8	
الحجم	عدد المؤسسات	اليد العاملة	أوروبا
9-1	%72.5	%11.2	
10-499	%26.7	%45.9	
≥500	%0.6	%42.9	

المصدر: ناصر دادي عدون، مرجع سابق، ص 65.

باعتبار البلدان النامية تعاني من مشكلة البطالة بصورة حادة، فإن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بإمكانها أن تؤدي دورا هاما في التخفيف من حدتها، وتساهم في توفير مناصب عمل جديدة، وإعادة إدماج العمال المسرحين من المؤسسات العمومية وبالتالي تخفض من نسبة البطالة خاصة بعد عمليات الخصخصة التي تشهدها الكثير من البلدان النامية في إطار التعديلات الهيكلية، تلك النسب أو المعدلات التي أصبحت مرتفعة جدا، حيث بلغت في سنة 1996 في الدول العربية 14% من القوى العاملة أي أن هناك 12 مليون بطال في الوطن العربي. ويختلف هذا المعدل من دولة إلى أخرى فهو يبلغ أقصاه في اليمن 25% ثم الجزائر 21% فالأردن 19% ثم السودان 17% ولبنان والمغرب 15% وتونس 12% ومصر 9% أما سوريا 8%.<sup>1</sup>

وعليه فإن المؤسسات الصغيرة بإمكانها الإسهام في تخفيض هذه النسب بإقامة هذه المؤسسات في المناطق الريفية أين تتوفر المواد الأولية المحلية ذات الأسعار المناسبة لتحقيق هدفين أساسيين، تقليص البطالة في القطاع الزراعي، ووقف النزوح الريفي نحو المدن التي تشهد أزمة حادة في السكن، وتقديم المساعدات المادية، والدعم للبطالين لإنشاء مثل هذه المؤسسات في مختلف القطاعات الإقتصادية الأخرى.<sup>2</sup>

ويمكننا أن نذكر بعض الإحصائيات التي تبين لنا مدى مساهمة هذه المؤسسات في توفير مناصب العمل ففي الولايات المتحدة الأمريكية ساهمت في خلق 90% من إجمالي عدد الوظائف الجديدة (11 مليون وظيفة).<sup>3</sup>

أما في فرنسا فقد ساهمت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في إنشاء 575000 فرصة عمل، كما أن المعدل الصافي لإنشاء العمالة في هذه المؤسسات في تزايد مستمر.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> فريدة لرقط وزينب بوقاعة، كافية بوروية، دور المشاريع الصغيرة والمتوسطة في الإقتصاديات النامية ومعوقات تنميتها، الدورة التدريبية حول تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتطوير دورها في الإقتصاديات المغاربية، سطيف، الجزائر، 28-25 ماي 2003، ص 04.

<sup>2</sup> عبد الرحمن بن عنتر وعبد الله بلوناس، مرجع سابق، ص 3.

<sup>3</sup> وفاء عبد الباسط، مرجع سابق، ص 29.

<sup>4</sup> المرجع نفسه، ص 32.

### المطلب الثالث: خصائص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

تشكّل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة أحد روافد التنمية الإقتصادية والإجتماعية في اقتصاديات دول العالم، وهي لا تقل أهمية عن المؤسسات الكبيرة لكونها تمثل الغالبية العظمى من المشاريع في الدول النامية والدول المتقدمة. وهذا ما أكدته الدراسات وأكده الكثير من رجال الأدب الإقتصادي والمهتمين بقطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وقاموا بوضع العديد من السمات الخاصة التي تميزها عن المؤسسات الكبيرة و كخلاصة لهذه الآراء يمكن إيجاز هذه الخصائص على النحو الآتي:

- إن إنشائها لا يحتاج إلى رأس مال كبير لتمويلها مقارنةً مع المؤسسات الكبيرة، وهذه الخاصية شجعت أصحاب المدخرات القابلة إلى اللجوء لإقامة المؤسسات دون المشاركة مع الآخرين، كما أن استخدامها تكنولوجيا أقل تعقيدا وأقل كثافة رأسمالية أدى بدوره إلى انخفاض مستويات معامل (رأس المال/العمل) نسبيا في المؤسسات الصناعية الصغيرة والمتوسطة وهو ما يؤدي إلى زيادة قدرة المؤسسة الصغيرة والمتوسطة على استيعاب فائض العمالة، وتخفيض نفقات وتكاليف الصيانة ومن ثم الإقلال من مشكلات هذه المؤسسات.
- غالبًا ما تعتمد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في إنتاجها بشكل أساسي على الخامات المحلية والموارد الطبيعية المتاحة داخل المجتمع المحلي، وفي حالات الصناعة يمكن لها استخدام الخامات التالفة أو التي هي في حكم الفاقد من المؤسسات الكبيرة.
- قدرة هذه المؤسسات على الانتشار الواسع بين المناطق والمحافظات والأقاليم، وهذا الانتشار الواسع مرده قدرة هذه المؤسسات على الاستجابة للخصوصيات المحلية والجهوية تبعاً لدرجة وفرة عناصر الإنتاج ومستوى القاعدة الهيكلية، حيث ساعد هذا الانتشار على تحقيق تنمية متوازنة جغرافياً بين مختلف الأقاليم والمحافظات وقلص أوجه التفاوت في الدخل والثروة بين المناطق، وساهم في إعادة التوزيع السكاني للدولة.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> - شعيب أنتشي، واقع وآفاق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر في ظل الشراكة الأوروجزائرية، مذكرة ماجستير غير منشورة، تخصص علوم اقتصادية، جامعة الجزائر، 2007، ص14.

- من المزايا المهمة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة هي أن العوائد على رأس المال للمؤسسة الصغيرة والمتوسطة وبشكل عام أكثر منها للمؤسسات الكبيرة، فالدراسات التي أجريت في الدول المتقدمة في الولايات المتحدة مثلا والتي قارنت بين العائد على رأس المال وجدت بأن العوائد التي حققتها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة هي أكثر منها من المؤسسات الكبيرة.

- تعتبر المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مساندا حيويا للمؤسسات الكبيرة والصناعات المتقدمة لما تقدمه من صناعاتٍ مغذيةٍ وخدماتٍ وأيضاً في توزيع المنتجات.

- لا تحتاج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالضرورة (باستثناء البعض منها) إلى العمالة الماهرة المدربة تدريباً عالياً، وذلك لمحدودية رأس المال المستثمر وبساطة التكنولوجيا المستخدمة مما يجعلها قادرة على إستيعاب أعداد كبيرة من العمالة الزائدة أو الداخلة حديثاً إلى سوق العمل في المجتمع المحلي، الأمر الذي يساعد على خلق كوادر فنية جديدة وتنمية مهارات قدامى العاملين في النشاط.

- صغر الحجم وقلة التخصص في العمل، مما يساعد على المرونة والتكيف في الأوضاع الإقتصادية المحلية والوطنية، ويمكن أن تكون دولية في ظل العولمة والتفتح الاقتصادي، ويؤدي نقص حجم القوى العاملة إلى إمكانية تحقيق روح الفريق والأسرة العاملة الواحدة ونقص تكلفة العمل النسبي.

- لا يؤدي وجود المؤسسات الصغيرة والمتوسطة دائماً منافسة ومواجهة مع المؤسسات الكبيرة بل تعتبر المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في كثيرٍ من الأحيان مؤسسات مغذية تعتمد عليها المؤسسات الكبيرة، وقد يكون التكامل والتعاون بينهما هاما وضروريا، وارتباط النوعين وحاجتهما لبعضهما أمر أساسي.

- تتميز بالكفاءة والفعالية بدرجاتٍ تفوق ما يمكن أن تصل إليه المؤسسات الكبيرة، وذلك من خلال قدرتها على الأداء والإنجاز في وقتٍ قصير نسبياً، تحقيق مزايا الاتصال المباشر والقدرة على التأثير السريع بين المدير، العاملين، العملاء والموردين.

- سهولة القيادة والتوجيه في تحديد الأهداف الواضحة للمؤسسة، وسهولة إقناع العاملين بالأسس والسياسات والنظم التي تحكم عمل المؤسسة، وبساطة الهيكل التنظيمي للإدارة المباشرة من قبل صاحب المؤسسة من خلال التوزيع المناسب

للإختصاصات بين أقسام المؤسسة، والتحديد الدقيق للمسؤوليات، فضلا عن تخطيط وإدارة الإنتاج والتسويق والعمليات المالية.

\_ عدم تعرضها للأخطار في السوق بنفس الحجم الذي تتعرض له المؤسسات الكبيرة خاصة عند إدخال منتج جديد أو تكنولوجيا جديدة، وتوفر الأولى على نوع من ضمان تصريف المنتجات في حالة التعاقد مع مؤسسات كبيرة أو خارجية.

- تتيح أغلب فرص العمل الجديدة المطلوبة للدول التي تواجه مشكلات البطالة.<sup>1</sup>

- ضيق السوق المحلي الذي تعرض فيه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة منتجاتها وقد يكون سوقاً إقليمياً، وكذلك سهولة وحرية الدخول والخروج من السوق لنقص نسبة الأصول الثابتة إلى الأصول الكلية في أغلب الأحيان، وزيادة نسبة رأس المال إلى مجموع الخصوم وحقوق أصحاب المشروع.

- نقص الروتين وقصر الدورة المحاسبية، وإرتفاع مستوى وفعالية الاتصال، وسرية الحصول على المعلومات اللازمة.

- دقة الإنتاج والتخصص مما يساعد على اكتساب الخبرة والاستفادة من نتائج البحث مما يساعد على رفع مستوى القدرة الإنتاجية ومن خلالها تخفيض كلفة الإنتاج.

- سرعة الإعلام وسهولة انتشار المعلومة داخل هذا النوع من المؤسسات يمكنها من التكيف بسرعة مع الأوضاع الاقتصادية والاجتماعية، وتمتاز أيضا بنظام معلوماتي غير معقد يتلاءم مع نظام القرار غير المعقد في هذه المؤسسات.

-تواجه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة صعوبات في الحصول على التمويل اللازم حيث لا تستطيع زيادة رأس مالها بطرح أسهم أو بالإقتراض اللازم، إذ أنه في غالب الأحيان تعتمد على التمويل الذاتي أو العائلي أساسا.

- يغلب على أنشطتها طابع الفردية في مجال الإدارة والتخطيط والتسويق وخاصة الصغيرة منها وفي كثير من الأحيان تكون عائلية من حيث إدارة العاملين، ويكون هناك اتصال وثيق بين الإدارة والعمال المنتجين.

<sup>1</sup> - شعيب أتشي، المرجع نفسه، ص\_ص 15\_18.

- الملكية الفردية أو العائلية أو لعدد محدود من الأفراد لهذه المؤسسات بسبب انخفاض رأس المال المستثمر فيها، هذا يعني استقلالية الإدارة لهذه المؤسسات، لأن معظم هذه المؤسسات يكون مديرها صاحب المشروع، أي القرار هو بيد صاحب المؤسسة، وعليه يمكن لصاحب المؤسسة استقطاب وإرضاء وكسب العديد من الأيدي العاملة.
- عدم إقبال تفضيل الأجانب لطرق ومجالات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، كما يرجع ضعف مشاركة رأس المال الأجنبي في مجال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى أسباب أخرى عديدة منها: عدم نضج التنظيمات القانونية والمؤسسية لهذه المؤسسات واقتصار معظمها على الأشكال العائلية للملكية وإرتفاع درجة المخاطر نظرا صغر حجم رأس المال والميل إلى استخدام فنون إنتاجية محلية.
- تتجح المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في خدمة الأسواق المتخصصة والمحدودة والتي لا تقوى المؤسسات الكبيرة على التعامل معها.
- القابلية للتجديد والابتكار ومساهمتها في التطور التكنولوجي والبحث العلمي، خاصة في مجالات التكنولوجيا كالألكترونيات الدقيقة والتكنولوجيا الحيوية، من خلال تركيزها على الجودة والتفوق في مجالات العمل وتشجيع العمال على الاقتراح وإبداء الرأي ولاستفادة من تجارب الآخرين، وقدرتها على المرونة والتكيف مع تغيرات السوق، وقدرها على اتخاذ القرار السريع والمناسب في الوقت الملائم مقارنة مع المؤسسات الكبيرة.
- السمة السلبية الأهم للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة هو أكثر عرضة للفشل والموت، أو التصفية والغلق من المؤسسات الكبيرة بكثير، هذا التهديد قائم على مدى حياة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلا أنه أعلى في سنوات التأسيس الأولى.

**المبحث الثاني: مصادر التمويل**

إن المؤسسات الاقتصادية وبحكم حركية نشاطها تحتاج باستمرار إلى موارد مالية لتمويل عملياتها، وهذا بهدف تطوير فعاليتها وتقوية وتدعيم ركائزها وتحقيق توازنها المالي وتوسيع حجم النشاط، فتلجأ إلى البنوك لتتوصل على موارد مالية في شكل قروض، وهذا ما يجعلها في مواجهة عدة مصادر للتمويل من قصيرة الأجل إلى متوسطة وطويلة الأجل.

**المطلب الأول: مصادر التمويل قصيرة الأجل**

إن المقصود بالتمويل قصير الأجل ذلك النوع من التمويل الذي يستخدم لتمويل الاستثمارات الجارية قصيرة الأجل، وتوجد له عدة مصادر يمكن إجمالها في نوعين أساسيين هما الائتمان التجاري و الائتمان المصرفي.

**1\_ الائتمان التجاري:**

هو عبارة عن تمويل قصير الأجل يمنحه المورد إلى المشتري عند شراء بضاعة بقصد إعادة البيع أو استخدامها كمادة أولية لإنتاج بضاعة مصنعة، و لذلك فإن الائتمان الاستهلاكي والبيع بالتقسيط الذي يمنحه التاجر إلى المستهلك لا يعتبر ضمن الائتمان التجاري ، لأن الشروط الخاصة بمنح الائتمان التجاري تنص على بيع البضاعة والمتاجرة بها، ويحتاج المشتري إلى هذا النوع من التمويل في حالة عدم كفاية رأس المال العامل والهدف من الائتمان التجاري هو تلبية الاحتياجات من مصادر خارجية في حالة عدم إمكانية الحصول على القروض المصرفية مع توفر الرغبة عند المورد لبيع البضاعة بالأجل أو لانخفاض كلفة هذا الائتمان، وهناك بعض الظروف التي تساعد على منح الائتمان التجاري وهي الظروف الموسمية و ظروف الطوارئ<sup>1</sup>.

وهناك أسلوبان لمنح الائتمان التجاري هما الحساب الجاري وأوراق الدفع :

<sup>1</sup> - دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، الطبعة الأولى،

**1\_1\_ الحساب الجاري:**

وهو من أسهل أشكال الائتمان التجاري كونه يتميز بالبساطة وعدم تعقيد الاجراءات الخاصة بمنحه، إذ يتم منح الائتمان بعد التأكد من توفر الحساب الجاري لدى العميل وكونه يتمتع بملاءة مالية جيدة وسمعة في السوق وقدرة على التسديد.

ويتم التعامل بمثل هذا النوع من الائتمان بواسطة أجهزة الاتصال المتاحة أي من خلال استعمال الهاتف و الفاكس دون توقيع أي مستند أو مطالبة العميل بتقديم أي وثيقة أو ضمانات وتعد الفاتورة وقيمتها ضمان لتحديد مبلغ الائتمان لصالح المورد، إذ يمكن اعتمادها لغرض المطالبة بحقوقه من العميل إضافة إلى أنها تظهر في ميزانية المورد والعميل في حسابات الذمم المدينة والدائنة.

**1\_2 أوراق الدفع:**

هي وثيقة مالية يتعهد بموجبها محررها القيام بتسديد مبلغ البضاعة الموردة إليه في تاريخ محدد، وتعتبر هذه الوثيقة دليل قانوني على مديونية العميل للمورد لا يمكن إنكارها، إذ يتم استخدام السند الاذني أو الكمبيالات لاثبات عملية البيع على الحساب في بعض عمليات منح الائتمان، والميزة الأساسية للبيع بهذه الطريقة هي إمكانية خصم قيمة الكمبيالة من قبل المورد لذلك تجعل المورد في مركز قوي خاصة عند حلول موعد الاستحقاق، وفي حالة التأخير عن التسديد يمكن إحالة أوراق الدفع (الكمبيالة) إلى القضاء واحتمال إشهار إفلاس المشتري، وبالتالي يتجنب المشتري تحرير الكمبيالات للمورد ويفضل تمويل الاحتياجات المالية عن طريق استخدام أسلوب الحساب الجاري.

كما أنه توجد عدة أسباب لإستخدام الائتمان التجاري كمصدر من مصادر التمويل وتتمثل فيما يلي:

**\_ الكلفة؛** ويقصد بها انخفاض كلفة التمويل عند اعتماد الائتمان التجاري كوسيلة للتمويل وخاصة في حالة استفادة المشتري من فترة الخصم الممنوحة في شروط البيع أو إذا كان الائتمان بدون شرط تسديد، كما أن الانخفاض في التكلفة قد يعود إلى قبول الموردين لمخاطر أكثر من الالمؤسسات المالية للمزونة التي يتمتع بها هذا الائتمان، لأن هدف منح هذا الائتمان التجاري هو جذب المزيد من العملاء و الاحتفاظ بالعملاء الحاليين.

كما أن المورد يقوم بالمقارنة بين كلفة منح الائتمان ومن ضمنها إلغاء بعض الخدمات إلى العملاء، وكلفة استخدام وسائل الترويج الأخرى التي تساعد في زيادة حجم المبيعات و من ضمنها تخفيض الأسعار و إعداد الحملات والبرامج الاعلانية و مكافأة رجال البيع...

**\_ المصدر الوحيد للحصول على التمويل؛** أي في حالة عزوف المصرف على منح التمويل أو التشدد في شروط منح الائتمان، يتجه العميل نحو الاستفادة من الائتمان التجاري نظرا لسهولة الحصول عليه.

**\_ السهولة في منح الائتمان؛** إن طبيعة منح الائتمان التجاري لا تتضمن إجراءات متعددة و روتينية أسوة بالتعامل مع المصارف أو المؤسسات المالية الأخرى، وعادة يتم منح الائتمان بوسائل الاتصال المتاحة، ويعتمد على فاتورة البيع لضمان الحصول على قيمة الائتمان دون المطالبة بتقديم أي وثائق، كما أن تعدد حالات التعامل تمنح العميل أحيانا في تأخير التسديد دون تحمل أية تكاليف جديدة.

**\_ المرونة؛** ونقصد بالمرونة أن المورد يستعمل أسلوب البيع بالآجل عند احتياج استخدام هذا الأسلوب دون أية التزامات اتجاه العميل، فالمورد الذي يتعامل بالبضائع الموسمية يفضل استخدام أسلوب البيع بالآجل لغرض تخفيض كلفة المخزون، وبالنسبة للمشتري فهو يحصل على الائتمان دون تقديم أية ضمانات أو رهن الأصول، ويكون المورد أكثر تفهما لظروف السوق والبيئة الإقتصادية في حالة وجود صعوبات في البيع.

## 2\_ الائتمان المصرفي:

وهي مجموع الأموال التي تمنحها المؤسسات المالية المتخصصة للمستثمرين من أجل تمويل عملياتهم التشغيلية، وتأخذ هذه القروض شكل الكمبيالات توضع تحت تصرفهم لمدة لا تفوق السنة، كما تتضمن هذه الكمبيالات شروط القرض وقيمه وسعر الفائدة وجداول السداد وأية ضمانات أخرى للبنك يتفق عليها مع المقرض.

## 2\_1 أنواع الائتمان المصرفي:

هناك نوعين من القروض المصرفية وهي: القروض غير المكفولة بضمان، والقروض المكفولة بضمان.

## 2\_1\_1 القروض غير المكفولة بضمان:

وتأخذ شكل الكمبيالة التي تستحق الدفع خلال أقل من سنة، وقد شهد هذا النوع من القروض نموا كبيرا خلال السنوات العشر الأخيرة، ويتذبذب سعر الفائدة عليها وفق ظروف العرض والطلب عليها في السوق المالي.

وتنشأ الحاجة إلى هذا النوع من القروض، إذا كانت المؤسسة من النوع الذي يقترض باستمرار من البنك، مما يجعل من إجراء التفاوض في كل مرة تلجأ فيه إلى الإقتراض عملية متكررة تسبب الكثير من المصاعب وهدرًا للوقت والجهد للعاملين لدى الطرفين، ولتجنب مثل هذه العملية المتكررة، يتفق كلا الطرفين بأن يقوم البنك بفتح اعتماد يسمح للشركة بموجبه بالإقتراض كلما أرادت ذلك، ولكن البنك يضع سقفًا للاعتماد بحيث لا يزيد مثلاً عن 100000 دينار خلال العام الواحد، وهكذا تستطيع أن تسحب وتسدّد عدة مرات طالما أن مقدار السحوبات لا يتجاوز في أي تاريخ معين عن سقف الإعتماد وهو في المثال 100000 دينار، وعادة ما يضع البنك شرطين أساسيين على المقترضين و هما:<sup>1</sup>

\_ أن يحتفظ المقترض في حسابه الجاري بما لا يقل عن 10-20% من قيمة الإعتماد المفتوح، وهو ما يسمى " بالرصيد المعوض "وغاية البنك من وجهة نظره تقوية المركز النقدي للعميل ومن وجهة النظر الأخرى، أن هذا الاجراء يزيد تكلفة الإقتراض، إلا إذا كانت المؤسسة تحتفظ بما يعادل هذه النسبة في حسابها الجاري قبل الحصول على القرض، وهو تفعله المؤسسات عادة حتى لا تضطر إلى زيادة كلفة الإقتراض من البنك.

\_ أن يقوم العميل بسداد قروضه مرة واحدة على الأقل كل سنة، وغرض البنك من ذلك هو إظهار القرض على أنه قصير الأجل، و بالتالي الحيلولة دون استخدام العميل لهذا القرض في إنفاقه على مشاريع طويلة الأجل.

وبالإضافة إلى ما سبق تعمد البنوك في ظروف معينة إلى وضع شروط وقائية على المقترض تلزمه باتباع سياسات مالية محددة طيلة مدة القرض، ومن أهم الشروط التي تظهر عادة في عقد الائتمان شرطين هما:

<sup>1</sup> - علي عباس، الإدارة المالية، الاثراء للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، الطبعة الأولى، 2008، ص 266.

\_ أن يحتفظ العميل بسيولة كافية.

\_ إلزام العميل بعدم التوسع في الإقتراض من بنوك أو مؤسسات مالية أخرى، و أن لا يعطيهم الأولوية في السداد في حالة حدوث ذلك.

وتهدف هذه الشروط من وجهة نظر البنك إلى تقوية المركز المالي للمقترض، إلا أنه و إن كان هذا صحيحا، إلا أن البنك يريد من وراء ذلك تقليل حجم المخاطرة على القروض التي يمنحها للمؤسسات.

## 2\_1\_2 القروض المكفولة بضمان:

من الأفضل الإقتراض على أساس " القروض غير المكفولة بضمان " طالما أن إجراءات تسجيل ومتابعة القروض المكفولة بضمان غالبا ما تكون طويلة، ولكن قد تجد المؤسسات الضعيفة أن بإمكانها الإقتراض فقط إذا قدمت نوعا من الضمان لحماية القرض بتكلفة أقل، فالبنوك عادة تخفض سعر الفائدة على القروض المكفولة بضمان، وتزيدها بالنسبة للقروض غير المضمونة ويمكن للمؤسسات استخدام أنواع مختلفة من الضمانات مثل السندات والأسهم، والأراضي والمباني والمعدات، وكذلك المخزون وحسابات الذمم وتعتبر السندات ضمانات ممتازة، لكن ليس كل شركة تمتلك محافظ استثمارية في الأسهم والسندات، لذلك يمكن اعتبار المباني والأراضي و المعدات بديلا مقبولا، ولكنها عادة ما تستخدم مثل هذه الأصول ( الموجودات ) كضمان للقروض طويلة الأجل وفي السنوات الأخيرة بدأ الاهتمام بالذمم و المخزون و الحسابات الأخرى للعميل ككفالة مضمونه ومقبولة من جانب البنوك على القروض قصيرة الأجل.<sup>1</sup>

## المطلب الثاني: مصادر التمويل متوسطة الأجل

### 1\_ الإستئجار

هو اتفاق تعاقدى بين المؤجر و عادة يكون بنكا أو مؤسسة مالية أو شركة تأجير مؤهلة قانونا لذلك و المستأجر للاستثمارات لمدة معينة مقابل دفع قيمة الإيجار، ويتيح هذا الاتفاق التعاقدى للمؤسسة إمكانية الحصول على الآلات و المعدات اللازمة لمباشرة نشاطها

<sup>1</sup> - نفس المرجع، ص 268.

خاصة تلك المؤسسات التي في بداية التأسيس، مع إمكانية الحصول على تلك التجهيزات أو المعدات عند نهاية العقد.

## 1\_1 أنواع التمويل بالإستئجار:

### 1\_1\_1 إستئجار الخدمة ( التشغيلي):

هذا النوع من العقود بانتفاع المؤسسة المستأجرة من الأصل المؤجر و علاوة على ذلك فهي تنتفع بخدمات الصيانة التي تؤخذ تكلفتها في الحساب عند تقدير الإيجار، بينما تتحمل المؤسسة المستأجرة أقساط الإيجار و تكلفة تشغيله، و من مميزات هذا النوع من التأجير أن دفعات الإيجار، لا تكفي لتغطية التكلفة الكلية للأصل، و سبب ذلك أن عقد الإيجار لا يمتد لنهاية العمر الافتراضي للأصل. ولذلك تتم تغطية التكلفة الكلية للأصل عن طريق بيعه أو إعادة تأجيره. و إذا ما تقادم الأصل بسبب التطور التكنولوجي أو الالتزام بشراء أصل لم تعد بحاجة إليه إطلاقاً.

### 1\_1\_2 الاستئجار المالي أو التمويلي:

الاستئجار المالي للمعدات، حيث يقوم المحتاج إلى أحد الأصول الثابتة بتحديد الأصل الذي يرغب باستئجاره، ثم يتفاوض مع المنتج أو الموزع للأصل حول كل الأمور المتعلقة بالسعر و شروط التسليم و يوقع على الاتفاق، يلي ذلك قيامه بالاتفاق مع أحد البنوك أو المؤسسات التأجير على أن يقوم الأخير بشراء الأصل من المنتج أو الموزع بالشروط السابقة المتفق عليها، وعلى أساس أنها ستقوم بتأجيره للأصل بمجرد شرائه تكون مدة التأجير محددة مقابل إلتزام مالي يغطي عادة تكلفة الأصل بالإضافة إلى عائد مناسب لاستئجار المؤجر. الذي يرغب باستئجاره، ثم يتفاوض مع المنتج أو الموزع للأصل حول كل الأمور بالسعر و شروط التسليم و يوقع على الاتفاق.

### 1\_2 خصائص الإعتدال الإيجاري:

من خلال ما سبق يمكن استخلاص خصائص الإعتدال الإيجاري كمايلي:

\_ يقوم المستأجر باستخدام الأصل دون الإلتزام بشرائه، و هنا يتاح للمستأجر ثلاث خيارات أساسية ( تجديد عقد الإيجار وفق شروط جديدة، إمكانية الشراء النهائي للأصل بالقيم المتبقية المنصوص عليها في العقد، الامتناع عن تجديد العقد، و إرجاع الأصل للمؤسسة المؤجرة).

\_ تقوم عملية الإعتماد الإيجاري على علاقة بين ثلاث أطراف و التي تتمثل في المؤسسة المؤجرة والمؤسسة المستأجرة، والمؤسسة الموردة لهذا الأصل، حيث تختار المؤسسة المستأجرة الأصل الذي ترغب فيه لدى المؤسسة الموردة، وتقوم بعدها المؤسسة المؤجرة بإجراءات الشراء لهذا الأصل من المؤسسة الموردة ثم تقوم بتقديمه إلى المؤسسة المستأجرة وفقا لشروط تعاقدية.

\_ يلائم الإعتماد الإيجاري المؤسسات التي تمتاز بمحدودية قدراتها المالية وخصوصا المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، حيث يسمح بتدبير التجهيزات دون دفع أية مبالغ باستثناء الإيجار المتفق عليه.

وتشمل على قروض متوسطة الأجل وقروض طويلة الأجل.

## 2\_ قروض متوسطة الأجل

وتتراوح مدتها من سنتين 02 إلى 05 سنوات (وأحيانا 07) وموضوعها هو في الغالب تمويل مشتريات ومعدات ومكننة، أي التمويل الاستثماري لا التشغيلي، و يمكننا في الواقع التمييز بين نوعين من القروض متوسطة الأجل ويتعلق الأمر بالقروض القابلة للتعبئة لدى مؤسسات مالية أخرى أو لدى معهد الإصدار، والقروض الغير القابلة للتعبئة.

فالبنك المقرض بإمكانه إعادة خصم هذه القروض لدى مؤسسة مالية أخرى أو لدى البنك المركزي، ويسمح له ذلك بالحصول على السيولة في حالة الحاجة إليها دون انتظار أجل استحقاق القرض الذي منحه، ويسمح له ذلك بالتقليل من خطر تجميد الأموال و يجنبه إلى حد ما، الوقوع في أزمة نقص السيولة.

في هذه الحالة البنك لا يتوفر على إمكانية إعادة خصم هذه القروض لدى مؤسسة مالية أخرى أو لدى البنك المركزي، وبالتالي فإنه يكون مجبرا على انتظار سداد المقرض لهذا القرض، وهنا تظهر كل المخاطر المرتبطة بتجميد الأموال بشكل أكبر.<sup>1</sup>

## المطلب الثالث: مصادر التمويل طويلة الأجل

تتنوع مصادر التمويل طويلة الأجل إلى: الأسهم العادية، الأسهم الممتازة، السندات، والأرباح المحتجزة.

<sup>1</sup> شاعر القزويني، محاضرات في اقتصاد البنوك، الطبعة 2، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2000، ص106.

## 1\_ الأسهم العادية

تمثل الأسهم العادية أموال الملكية في المؤسسة حيث يتكون رأس مال المؤسسة المساهمة من عدة حصص متساوية تسمى بالأسهم، وتمثل الأسهم العادية المصدر الرئيسي للتمويل الدائم للمشروع خاصة في حالة المؤسسات التي تكون في أول مراحل التشغيل. ويرجع ذلك إلى أن إصدار الأسهم لا يترتب عليه إلزام المشروع بدفع عائد ثابت لحملة الأسهم.<sup>1</sup>

ويتمتع حامل السهم بمجموعة من المزايا أهمها:

\_ **حق الرقابة على المشروع؛** إن الجمعية العمومية للمساهمين هي التي تمتلك سلطة الإدارة العليا في منشآت الأعمال، فالجمعية العمومية للمساهمين هي التي تمارس الرقابة على مختلف أنشطة المؤسسة كما أنها تقوم بانتخاب أعضاء مجلس الإدارة وغيرها من أنشطة الإدارة والسيطرة على أعمال المؤسسة.

\_ **حق الأولوية في الاكتتاب؛** يتمتع حملة الأسهم العادية بأولوية في شراء أي أسهم عادية جديدة تقوم المؤسسة بإصدارها. الهدف من ذلك هو الحفاظ على مراكز المساهمين القدامى في الرقابة والسيطرة على المؤسسة.

\_ **حق الإشتراك في الأرباح؛** إن جميع الأرباح التي تحققها المؤسسة بعد سداد كافة التزاماتها المالية تعتبر حقا خالصا يوزع على أصحاب الأسهم العادية بالتساوي وفقا لعدد الأسهم المصدرة ( وذلك في حالة قيام المؤسسة بتوزيع هذه الأرباح ) وتمثل هذه الأرباح العائد الذي يحققه المستثمرون في الأسهم العادية مقابل مشاركتهم في رأس مال المؤسسة.

\_ **حق ملكية الأسهم؛** لا تلتزم المؤسسة بسداد قيمة السهم الى حامله في تاريخ معين وإنما تبقى الأموال المتولدة من الأسهم في المؤسسة حتى يتم تصفيتها أو تنتهي حياتها الإنتاجية لأنها تمثل رأس مال المؤسسة، وبالتالي فمن حق المساهم بيع الأسهم التي يمتلكها في سوق الأوراق المالية، وفي الواقع تتوقف قدرة المساهم الفعلية على بيع السهم على السعر السوقي

<sup>1</sup> محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، أساسيات الإدارة المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2001، ص347.

للشهم والذي يتوقف على مستوى أداء المؤسسة وحجم الإيرادات التي تحصل عليها أسهم هذه المؤسسة و درجة الخطر المرتبطة بها.

## 2\_ الأسهم الممتازة

هي الأسهم التي تخول لأصحابها حق الحصول على أولوية في قبض ربح معين أو أولوية في استرداد مادفع من رأس المال عند التصفية، أو الأولوية في الأمرين معا، أو أية مزايا أخرى مما لا يتوفر لأصحاب الأسهم العادية. وإذا كانت هناك أسهم ممتازة فلا يجوز إصدار أسهم جديدة تكون لها الأولوية عليها، إلا بموافقة جمعية خاصة مكونة من أصحاب الأسهم الممتازة الذين يتضررون من هذا الإصدار، و هذا بموافقة جمعية عامة مكونة من جميع فئات المساهمين ما لم ينص نظام المؤسسة على غير ذلك.

وتصدر أسهم الامتياز لأحد السببين وهما:

\_ أن تحتاج مؤسسة لزيادة رأس مالها، فتصدر هذا النوع من الأسهم لحث الجمهور على الاكتتاب في الأسهم الجديدة، وغالبا ما تكون أعمال المؤسسة غير مقبولة عند الجمهور فتلجأ إلى هذا النوع من الأسهم ترغيبا للجمهور وحثا على المشاركة.

\_ تقديم امتيازات لأصحاب الأسهم القديمة - أو بعضهم - مكافأة لهم على ما قدموه في سبيل إنجاح المؤسسة، وذلك بتحويل أسهمهم العادية إلى أسهم امتياز مراعاة لهذه المصلحة.

ومما سبق يتبين أن الأسهم الممتازة قد تصدر من جديد أو قد تكون أسهما عادية ثم تتحول.<sup>1</sup>

### بعض المزايا الممنوحة لحامل سهم الامتياز:

\_ يتم منح حامل سهم الممتاز الحق في الحصول على الأرباح وإن لم يتم توزيعها في نفس السنة المالية التي تتحقق بها.

\_ يحصل حامل سهم الامتياز على حصته من الأرباح المقررة في شروط الإصدار بالإضافة إلى المشاركة في الأرباح الباقية من حملة الأسهم العادية.

<sup>1</sup> فتحي زناكي، شركة المساهمة في القانون الوضعي والفقہ الإسلامي، دار النفائس، الأردن، 2012، ص 196.

\_ لحاملي الأسهم الممتازة الحق في استبدال الأسهم العادية بأسهم ممتازة .  
 \_ الحصول على علاوة في حال قيام المؤسسة المصدرة للأسهم الممتازة بالإستدعاء بغرض شرائها.<sup>1</sup>

### 3\_ الأرباح المحتجزة:

تمثل الأرباح المحتجزة مصدرا داخليا هاما يستخدم لتمويل الاحتياجات المالية طويلة الأجل للمؤسسة، وتمثل الأرباح المحتجزة هذا الجزء من الأرباح الذي يتم الإحتفاض به داخل المؤسسة لغرض إعادة استثماره.  
 وتعتبر الأرباح المحتجزة من أهم مصادر تمويل عمليات النمو والتوسع، كما تستخدم في حالة المؤسسات التي تعاني من مشاكل مالية كتلك التي ترغب في تخفيض ديونها أو المؤسسات التي تواجه ظروف اقتصادية متقلبة، وفي مثل هذه الظروف يتم إحتجاز الأرباح لتوفير متطلبات السيولة.

وتفضل المؤسسات تمويل احتياجاتها طويلة الأجل باستخدام الأرباح المحتجزة وذلك لتجنب حقوق التصويت والمشاركة في السيطرة (في حالة إصدار أسهم) أو لتجنب الأعباء الثابتة التي تترتب على بيع الأوراق المالية ( في حالة إصدار سندات ).<sup>2</sup>

### 4\_ السندات

تعتبر السندات من الديون طويلة الأجل فهي صكوك مديونية تتضمن وعدا بالدفع خلال مدة طويلة (تزيد عن سنة مالية واحدة )، تصدرها المؤسسات أو جهات حكومية، فالسند هو حصة في قرض طويل الأجل مدفوع لتلك الجهة، ومن أهم ملامح (خصائص) السند مايلي:  
 \_ لها قيمة إسمية وهي قيمة السند القانونية، وتثبت على وجه السند (لذلك سميت face ) بحيث لا يمكن تغييرها مهما تبدلت الظروف الإقتصادية، وهي في العادة القيمة التي تعد الجهة المصدرة بدفعها في المستقبل لحامل السند ردا لأصل الدين.

\_ تحمل معدل فائدة إسمي (كوبوني) الفائدة الدورية (الكوبونية) تحدد كنسبة مئوية من القيمة الإسمية للسند مقابل استخدام المدين (الجهة المصدرة) المال المدفوع من قبل الدائن (حامل السند) في وحدة الزمن، تحسب تلك الفائدة بضرب معامل الفائدة الإسمي في القيمة

<sup>1</sup> دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص 210.

<sup>2</sup> محمد صالح حناوي، مرجع سابق، ص 350.

الإسمية ، وقد جاءت تسمية الكوبونية نسبة إلى زمن كانت تصدر فيه السندات مع كوبونات بعدد الفترات (مدة القرض).

\_ له تاريخ استحقاق وهو التاريخ الذي تعد الجهة المصدرة برد القيمة الإسمية للسند فيه وهناك استحقاق أصلي وهي المدة الواقعة بين تاريخ الاصدار وتاريخ الرد (السداد) وتخفض هذه المدة بانقضاء الوقت.

\_ القابلية للإستدعاء هناك بعض السندات تصدر بحيث يتضمن عقد الاصدار شرطا يعطي للمصدر حق رد السندات (دفع القيمة الإسمية للسندات) في تاريخ قبل تاريخ الاستحقاق الأصلي، وذلك ضمن شروط معينة، ويستفيد المصدر من هذا الشرط في حالة انخفاض أسعار الفائدة السوقية.<sup>1</sup>

هناك عدة أنواع للسندات أهمها:

\_ السندات المضمونة؛

\_ السندات بدون ضمان؛

فالسندات المضمونة عند اصدارها تقوم المؤسسة المصدرة بتعيين أصل من أصولها كضمان لتلك السندات، وفي معظم الاحيان يطلب الدائنون حمله هذا النوع من السندات أن تمتنع المؤسسة المصدرة عن استخدام ذلك الاصل كضمان لأي قروض تحصل عليها المؤسسة مستقبلا، وعادة تكون القيمة الإسمية لهذا النوع من السندات أقل من القيمة السوقية للاصل المستخدم كضمان، وفي حالة تخلف المؤسسة المصدرة عن القيام بسداد الفوائد أو القيمة السوقية يستطيع حمله هذا النوع من السندات القيام بالاستلاء الاصل المستخدم كضمان للسند والتصرف فيه، وفي بعض الحالات التي يكون فيها الضمان المستخدم أصلا ثابتا.

<sup>1</sup> عدنان تايه النعيمي وآخرون، الإدارة المالية النظرية والتطبيق، دار المسيرة، عمان، 2006، ص 205.

أما السندات غير المضمونة فهي عبارة عن إلتزام المؤسسة المصدرة بتعيين أي أصل من أصولها كضمان، وإنما يعتمد الدائنون في تلك الحالة على قوة المركز المالي للشركة كضمان لقيامها بسداد التزاماتها في مواعيدها المقرره.

والسندات بدون ضمان يمكن أن تكون سندات بسيطة بدون ضمان أو سندات تابعه بسيطه، والفرق بين النوعين هو أنه في حالة الافلاس لا يتمكن حملة السندات التابعه البسيطة من الحصول على أي جزء من ممتلكات المؤسسة قبل أن يتم الوفاء بنصيب حملة الأنواع الاخرى من السندات.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> سعد عبد الحميد مطاوع، الإدارة المالية، بدون دار النشر، بدقن سنة النشر.ص 389.

**المبحث الثالث: تكلفة الأموال** لكل نوع من مصادر التمويل الأنفة الذكر تكافته الخاصة وما على المؤسسات في هذه الحالة إلا التوفيق في إختيار الأنسب الذي يجنبها أقل التكاليف وفيما يلي تكلفة كل مصدر من هذه المصادر

### المطلب الأول: تعريف تكلفة الأموال

هناك عدة تعاريف لتكلفة الأموال فمنهم من يعرفها على أنها الحد الأدنى للعائد المقبول على الاستثمار، فالاستثمار الذي لا يتولد عنه عائد يعادل على الأقل تكلفة الأموال ينبغي رفضه، إذ أن قبوله من شأنه أن يؤثر سلبيا على ثروة الملاك أي يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للأسهم العادية.

ويمكن أيضا تعريفها على أنها عبارة عن معدل المردودية المفروض على الأصول الإقتصادية التي تم تمويلها عن طريق كل من الأموال الخاصة والديون.

ويعرفها البعض بأنها التكلفة الوسيطة المرجحة بين تكلفة الديون وتكلفة الاموال الذاتية<sup>1</sup>.

إذا يمكن القول أنها مقدار ما تدفعه المؤسسة من أجل الحصول على الأموال من مصادرها المختلفة.

### المطلب الثاني: حساب تكلفة الأموال

يقتضي تقدير تكلفة الأموال الوقوف على تكلفة كل عنصر من العناصر التي يتضمنها الهيكل المالي، أي تكلفة الأموال من المصادر قصيرة الأجل و متوسطة وطويلة الأجل، وباعتبار أن المصادر قصيرة الأجل تستخدم في تمويل الاستثمارات قصيرة الاجل والاستثمارات طويلة الأجل يتم تمويلها عن طريق المصادر طويلة الأجل ، لذا يجب التركيز على هيكل رأس المال وتحديد تكلفة كل عناصره المتمثلة في الديون طويلة ومتوسطة الأجل، الأسهم الممتازة، الأسهم العادية، والأرباح المحتجزة.

#### 1\_ تكلفة الإقتراض طويل الأجل:

تتمثل تكلفة الإقتراض في المعدل الفعلي للفائدة الذي تدفعه المؤسسة للمقرض، وحيث أن فوائد القروض من الأعباء التي تتضمنها قائمة الدخل فإن المؤسسة تحقق من

<sup>1</sup> محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، سيد الصفي، أساسيات ومبادئ الإدارة المالية المكتب الجامعي الحديث، 2007، نقلا عن حمزة غربي، محددات الهيكل المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مذكرة ماجستير علوم تجارية ومالية غير منشورة، المدرسة العليا للتجارة، 2010، ص 22.

ورائها وفورات ضريبية تتمثل في مقدار الفائدة مضروبا في معدل الضريبة، بعبارة أخرى يتمثل معدل الفائدة الفعلي والنهائي في معدل الفائدة قبل الضريبة مطروحا منه الوفورات الضريبية .

إن أي عملية إقتراض سواء كانت في صورة سندات تصدرها المؤسسة أو في صورة قرض تتعاقد عليه، يترتب عليها من جانب تدفقات داخلة تحصل عليها المؤسسة تتمثل في قيمة بيع السند أو قيمة التعاقد على القرض، وأيضا يترتب عليها من جانب آخر تدفقات خارجه تتمثل في الفوائد التي تدفع سنويا بالإضافة إلى قيمة الأموال المقترضة التي ينبغي سدادها في تاريخ الاستحقاق.

ولذا لحساب تكلفة الإقتراض يمكن الاستعانة بفكرة معدل العائد الداخلي والذي يتمثل في حساب سعر الفائدة ( أو معدل الخصم ) الذي يمكنه جعل القيمة الحالية للمدفوعات السنوية ( أي الفوائد) وأيضا الدفعة النهائية المتمثلة في سداد قيمة القرض عند الاستحقاق تعادل المتحصلات الحالية من الأموال المقترضة.<sup>1</sup>

## 2\_ تكلفة الأسهم الممتازة

تقع الأسهم الممتازة \_ كما سبق القول \_ بالنسبة لطبيعتها بين الأموال الأموال المقترضة وبين الأسهم العادية، فالأسهم الممتازة تتشابه مع القروض حيث يحصل أصحابها على عائد ثابت هو قيمة الكوبون والذي يدفع بصورة دورية ويتمثل في نسبة مئوية من القيمة الإسمية للسهم غير أنه يختلف عن القرض في أن عدم دفع هذا العائد بصفة دورية لا يؤدي إلى إفلاس المؤسسة، وعلى الرغم من أن هذا العائد لا يمثل التزاما ثابتا بعكس الحال بالنسبة لفائدة القرض إلا أن المؤسسة لا تفضل إصدار هذا النوع من الأسهم إلا إذا كانت لديها القدرة على دفع الكوبونات وهذا يتطلب تحديد العلاقة بين الكوبون السنوي \_ أي التوزيعات السنوية \_ وبين صافي المتحصل من إصدار وبيع هذه الأسهم.

فإذا رمزنا للقيمة البيعية بالرمز "س" (أي قيمته السوقية ) ولقيمة التوزيعات السنوية بالرمز "ت" فإن معدل العائد الذي يحصل عليه حملة هذه الأسهم أي تكلفة هذا المصدر

<sup>1</sup> محمد صالح الحناوي وآخرون، مرجع سابق، ص 394.

والذي نرسم له بالرمز "م" يساوي:<sup>1</sup>

$$م = ت/س$$

### 3\_ تكلفة الأسهم العادية

تمثل تكلفة الأسهم العادية تكلفة الفرصة البديلة، فحملة الأسهم العادية يسعون للحصول على معدل عائد ينبغي أويساوي أو يفوق معدل العائد الذي يمكن أن يحصلوا عليه من استثمارات أخرى بديلة لها نفس الدرجة من المخاطرة ( وهو ما يطلق عليه تكلفة الفرصة البديلة ) ومن ثم يمكن تعريف تكلفة الأسهم العادية بأنها الحد الأدنى لمعدل العائد الذي يطلبه حملة هذه الأسهم.

ولحساب أو قياس هذا المعدل يقتضي الأمر تقييم سعر السهم أو التعرف على القيمة السوقية له ثم استنباط معدل العائد المطلوب، ومن المعروف أن السعر الذي يتم به بيع هذه الأسهم يتحدد بمدى توقعات المستثمرين الخاصة بأرباح المؤسسة في المستقبل الذي يتوقف عليها أيضا بحجم التوزيعات المتوقعة، ومن ثم يمكن اعتبار القيمة السوقية للسهم على أنه تتمثل في القيمة الحالية للتوزيعات التي يحصل عليها المساهم في المستقبل.

### 4\_ تكلفة الأرباح المحتجزة

يدعي البعض أن الأرباح المحتجزة هي أموال "مجانية" لا تكلفة لها، فالأرباح المحتجزة تمثل أرباحا تحققت غير أن المؤسسة غير أن المؤسسة قررت احتجازها بدلا من توزيعها على حملة الأسهم وذلك بهدف استخدامها في تمويل استثمارات مختلفة، غير أن هذا الإدعاء غير صحيح لأن هذه الأرباح المحتجزة تتمثل تكلفة من وجهة نظر حملة هذه الأسهم.

وتتمثل هذه التكلفة في مقدار العائد الذي كان يمكنهم الحصول عليه لو أن المؤسسة وزعت هذه الأرباح وقام حملة هذه الأسهم باستخدامها في استثمارات بديلة.

<sup>1</sup> نفس المرجع، ص\_ص، 401\_406

## خاتمة الفصل الأول

من خلال ماتم التطرق إليه فإن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تخضع لمجموعة من العوامل التي تتحكم في تعريفها فمنها عوامل اقتصادية وأخرى تقنية وسياسية وغيرها، ومن خلال إعطاء التعاريف المختلفة لها ظهر الغموض الذي مازال يشوب تعريفها، حيث أن معايير تعريف نطاق أو حجم الأعمال يختلف من دولة لأخرى، واختلاف المفاهيم راجع إلى اختلاف درجة النمو من جهة واختلاف النشاط الاقتصادي من جهة أخرى، كما يظهر لنا الدور الفعال الذي تؤديه هذه المؤسسات في تحقيق التطور الاقتصادي والاجتماعي بسبب قدرتها على المزج بين النمو الاقتصادي و الاجتماعي.

أما بالنسبة للجانب التمويلي لهذه المؤسسات فإنه تتطرح أمامها وسائل متنوعة للتمويل مما يسمح لها بالمفاضلة بين البدائل التمويلية المتاحة، وبالتالي اتخاذ القرار الذي يتناسب والأهداف المسطرة، فعملية اختيار المصدر التمويلي ليست بالسهلة على الإطلاق.

ومن بين مصادر تمويلها مصادر قصيرة الأجل ونقصد بها الائتمان التجاري و الائتمان المصرفي، وأخرى متوسطة الأجل وتتمثل في التمويل بالاستئجار والقروض متوسطة الأجل، أما المصادر التمويلية طويلة الأجل فضمنت كل من الأسهم العادية والممتازة والسندات والأرباح المحتجزة والقروض طويلة الأجل.

وبما أن لكل هذه المصادر تكلفته الخاصة فإنه قد تم التطرق إلى تكلفة كل مصدر منها والتي يجب أن تكون هذه التكلفة مناسبة وأقل من العائد المطلوب على الاستثمارات.

الفصل الثاني

النظريات المفسرة

الهيكلية الملائمة

## الفصل الثاني: النظريات المفسرة للهيكل المالية

بعدما تعرفنا في الفصل السابق على مصادر التمويل المختلفة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وتكلفة كل مصدر منها مابقي على المؤسسة الآن إلا اختيار هيكل مالي مناسب يحقق الموازنة بين العائد والمخاطرة ويخفض التكلفة إلى الحد الأدنى مما يسمح بتعظيم قيمة المؤسسة.

و تعتبر دراسة العلاقة بين الهيكل المالي وكل من تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة من اهم القضايا المعاصرة للإدارة المالية، حيث انه منذ أزيد من أربعين عاما يدور جدل بين العلماء والممارسين في مجال الإدارة المالية حول وجود هيكل مالي أمثل من عدمه وما إذا كان هذا الهيكل المالي يؤثر على قيمة المؤسسة أم لا، ويعتبر هذا الجدل المدخل الطبيعي لتفسير السلوك التمويلي للمؤسسات.

وقد اعتبر مودجلياني وميلر Modigliani Et Miller هما أول من قاما بتحليل نظري لأثار الهياكل المالية، خاصة العلاقة (ديون/ أموال خاصة) على قيمة المؤسسة والتي توصلنا من خلالها أنه بقبول بعض الفرضيات، فإن كل أشكال التمويل هي متعادلة تحت ظل وجود سوق مالي تسوده المنافسة التامة لكن الانتقادات التي قدمت بشكل تدريجي لهذه الفرضيات سمح بإبراز تأثير عوامل أخرى محددة للهيكل المالي الأمر الذي سمح برفض فرضية حيادية الهياكل التمويلية، ومن هنا بدأت تظهر مقاربات وتيارات جديدة بين مؤيدة ومعارضة لها.

و في هذا الفصل سنتعرف على النظريات المفسرة للهيكل المالي المناسب للمؤسسة في ثلاث مباحث على النحو التالي:

المبحث الأول : النظريات المفسرة لهيكل مالي أمثل

المبحث الثاني: النظريات المفسرة للهيكل المالية في ظل وجود الضرائب وتكلفة الوكالة  
تكلفة الافلاس

المبحث الثالث: المساهمات النظرية المفسرة لهياكل تمويل المؤسسات الصغيرة و  
المتوسطة

**المبحث الأول: النظريات المفسرة لهيكل مالي أمثل**

حسب المنظور الكلاسيكي أو النظرية التقليدية يوجد هناك هيكل مالي أمثل الذي يسمح للمؤسسة بتعظيم قيمتها، هذه الفرضية تم التدايل عليها عن طريق نظرية الربح الصافي، ومدخل نظرية مودجلياني وميلر في ظل غياب الضرائب.

**المطلب الأول: نظرية الربح الصافي، الربح التشغيلي (صافي ربح العمليات)**

**أولا: نظرية الربح الصافي Net Income Theory**

يرى مؤيدو نظرية الربح الصافي أن الاختلاف في تكلفة مصادر الأموال التي تشكل هيكل رأس المال سوف تتيح الفرصة للإدارة المالية من خلال تغيير نسبة الرفع إلى زيادة مساهمة التمويل المقترض ذات التكلفة الأقل على حساب مساهمة التمويل الممتلك ذات التكلفة الأكبر<sup>1</sup>.

أي أن مؤيدي هذه النظرية يؤكدون على إمكانية التأثير في القيمة السوقية للمؤسسة وفي تكلفة الأموال المرجحة من خلال التغيير في نسبة الرفع المالي، فزيادة نسبة الرفع المالي سوف تضمن انخفاضا في تكلفة الأموال المرجحة مما يؤدي إلى ارتفاع في القيمة السوقية للمؤسسة، من أجل تحليل مضامين النظرية، لابد أولا من عرض ومناقشة الفروض التي تقوم عليها.

تقوم نظرية صافي الربح على الفرضيات التالية:

- إن الزيادة في استخدام الاقتراض لا يغير من إدراك المستثمرين للمخاطر، ونتيجة لذلك فمعدل العائد المطلوب من قبل الملاك ومعدل العائد على السندات والقروض (معدل الفائدة) تظل ثابتة ولن تتغير بتغير نسبة الرفع المالي.

- نظرا لأن الملاك يجمعون صافي الربح بعد الفائدة فمن المتوقع أن تزداد درجة المخاطر التي يتعرض لها المقرضين ونتيجة لذلك فإن معدل العائد الذي يطلبه الملاك يكون أكبر من معدل الفائدة على الاقتراض (الفائدة على السندات) وذلك لتعويض الزيادة في درجة المخاطر التي يتعرض لها المساهمين.

<sup>1</sup> عبد الغفار حنفي، رسمية زكى قرياقص، أساسيات التمويل والإدارة المالية، دار الجامعية الاسكندرية، 2001، ص

- حجم الاستثمار ثابت لا يتغير وهذا يعني ضمناً أن القيمة الكلية للعناصر التي يتضمنها الهيكل المالي ثابتة، غير أنه ليس هناك ما يمنع المؤسسة من تغيير المزيج الذي يتكون منه هذا الهيكل، ونظراً لأن حجم الاستثمار ثابت لا يتغير هذا يعني أن صافي ربح العمليات ثابت لا يتغير.<sup>1</sup>

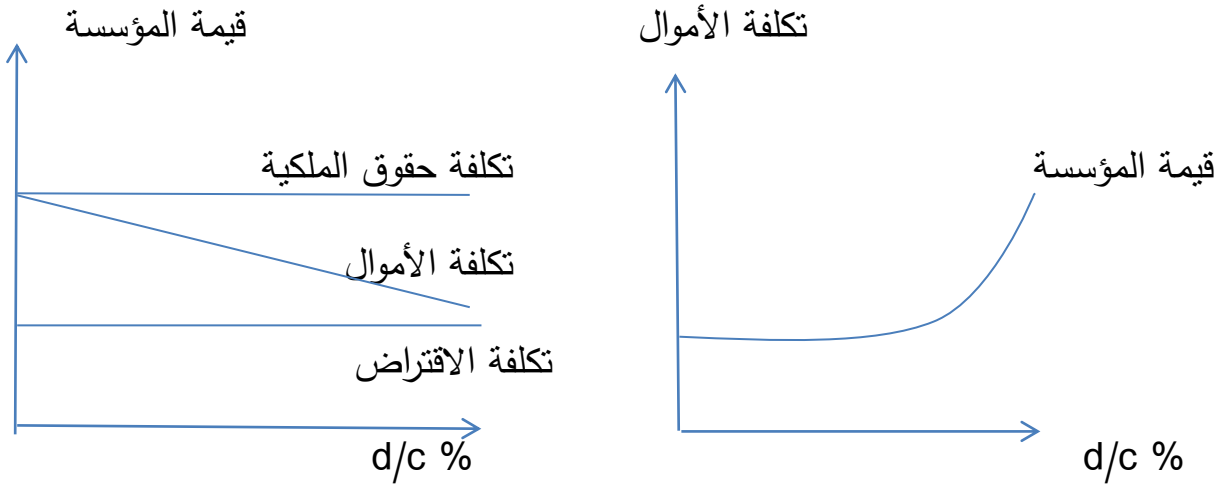
يتضمن الافتراض الأول ثبات تكلفة كل من أموال الملكية وتكلفة الاقتراض، وطالما أن تكلفة أموال الاقتراض أقل من تكلفة أموال الملكية، كما يشير إلى ذلك الافتراض الثاني فإن زيادة الاعتماد على التمويل المقترض في هيكل رأس المال في مؤسسة ما، يعني في الواقع أنه تم الاعتماد على مصادر أموال رخيصة نسبياً مقارنة بأموال الملاك الأمر الذي سوف يترتب عليه انخفاض التكلفة الكلية للأموال (التكلفة المرجحة)، ونظراً لثبات صافي ربح العمليات بسبب ثبات حجم الاستثمار فإن القيمة السوقية للمؤسسة سوف ترتفع مع كل انخفاض في تكلفة الأموال المرجحة.<sup>2</sup>

ومن التحليل أعلاه يعني أن استمرار الرفع المالي في صياغة هيكل الأموال في المؤسسة يعني استمرار انخفاض تكلفة الأموال المرجحة واستمرار ارتفاع القيمة السوقية للمؤسسة، ويعني ذلك - من الناحية النظرية - عند الوصول بنسبة الرفع المالي إلى % 122 في المؤسسة ستكون التكلفة المرجحة للأموال في حدها الأدنى لتكون القيمة السوقية للمؤسسة في حدها الأعلى، هذا يعني أن القيمة السوقية للمؤسسة سوف تكون في الأعلى عندما تبلغ تكلفة الأموال المرجحة مستوى يساوي تكلفة الأموال المقترضة ومن المنطوق أن يتحقق ذلك عندما تعتمد المؤسسة كلياً على الأموال المقترضة فقط في صياغة الأموال، لكن هذا ما لا يسمح به من الناحية القانونية. ونتيجة لذلك يرى أصحاب مدخل صافي الربح أن هيكل رأس المال المثالي هو الذي يتضمن أموال اقتراض فقط.

<sup>1</sup> محمد صالح الحناوي، نيهال فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية: التحليل المالي للمشروعات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص 342.

<sup>2</sup> محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية: مدخل القيمة واتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص 317.

ويظهر الشكل البياني رقم (01\_02) سلوك متغيرات تكلفة الاقتراض وتكلفة أموال الملاك وأيضا التكلفة الكلية للأموال وفقا لمدخل صافي ربح العمليات  
الشكل رقم (01\_02) سلوك متغيرات تكلفة الاقتراض وتكلفة أموال الملاك وأيضا التكلفة الكلية للأموال وفقا لمدخل صافي ربح العمليات



المصدر : منير إبراهيم هندي , الفكر الحديث في مجال التمويل , توزيع منشأة المعارف ، الاسكندرية، 1998 ، ص 170.

يوضح الشكل أن كل من تكلفة الاقتراض وتكلفة أموال الملاك لا تتغير بتغير درجة الرفع المالي، ويتحقق الهيكل المالي المثالي عندما تعتمد المؤسسة على أموال الاقتراض فقط في تمويل أصولها. ويعاب على مدخل صافي الربح انه يفترض أن الملاك سوف لا يطالبون بعائد إضافي نتيجة الاعتماد المتزايد للمؤسسة على الاقتراض، وهو افتراض غير واقعي إذ من المتوقع أن يصاحب الارتفاع في نسب الاقتراض في هيكل رأس المال ارتفاع في درجة المخاطر التي يتعرض لها الملاك، ومن ثم فمن المتوقع أن يطالب الملاك بعائد أعلى.<sup>1</sup>

و يضاف إلى ذلك افتراض أن تكلفة القروض ستظل ثابتة برغم من الارتفاع في نسب الرفع المالي حيث يتعرض المقرضين لدرجات خطر مرتفعة، فينتقل جزء من المخاطر

<sup>1</sup> محمد صالح الحناوي وآخرون، الإدارة المالية، مرجع سابق ، ص 323.

التي يتعرض لها الملاك إلى المقرضين بزيادة نسب الرفع المالي، خاصة تلك الحالات التي تظهر فيها بوادر مواجهة المؤسسة للعسر المالي.<sup>1</sup>

### ثانيا:مدخل صافي ربح التشغيلي NOI

يؤكد مؤيدو نظرية صافي الربح التشغيلي (Net Operating (NOI "Income Approach" في صياغة الهيكل المالي إلى أن التغيير في الرفع المالي لا يسبب أي تغيير في تكلفة الأموال المرجحة ولا في القيمة السوقية للمؤسسة والتي تحدد بالقيمة السوقية لحق الملكية، زائد القيمة السوقية للمؤسسة سوف تكون مستقلة عن أي تغييرات في الهيكل المالي وهي أيضا مستقلة عن تأثيرات تكلفة الأموال المرجحة (WACC)

يشير المضمون العام لهذه النظرية، إلى أن زيادة الرفع المالي أي زيادة حصة التمويل المقترض في هيكل الأموال سوف يؤدي إلى ارتفاع المخاطر المالية Financial Risk، التي يتعرض لها حملة الأسهم العادية (الملاك) وبسبب هذه الزيادة في المخاطر فإن الملاك لابد وأن يطلبوا معدل العائد المطلوب يمثل تكلفة التمويل الممتلك، لذلك فإن تكلفة التمويل الممتلك سوف تزداد مع كل زيادة في الرفع المالي .

إن هذا الارتفاع في تكلفة التمويل الممتلك يعوضه الانخفاض في تكلفة التمويل المقترض، الأمر الذي يجعل تكلفة الأموال المرجحة ثابتة لا تتغير والقيمة السوقية للمؤسسة ثابتة لا تتغير أيضا، ولابد من الإشارة إلى أن تكلفة التمويل المقترض سوف تضم متغيرين أساسيين هما:<sup>2</sup>

-تكلفة صريحة Explicit ، ممثلة بسعر الفائدة.

\_ تكلفة ضمنية Implicit ، ناشئة عن الزيادة في تكلفة التمويل الممتلك بسبب ارتفاع مستويات الرفع المالي.

<sup>1</sup> عبد الغفار حنفي وآخرون ، مرجع سابق ، ص 141

<sup>2</sup> حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص 770.

إن المنهج العام لنظرية صافي ربح التشغيلي في صياغة الهيكل المالي يؤكد فكرة استقلالية مخاطر الأعمال عن تكلفة الأموال المرجحة (WACC)، وأيضاً عن تشكيلة هيكل رأس المال وهو ما يعني أن القيمة السوقية للمؤسسة ستظل ثابتة رغم التغيرات التي تحصل في مستويات الرفع المالي، مما يعني أن التغيرات في هيكل الأموال لا تؤثر لها على القيمة السوقية للمؤسسة وأيضاً لا تأثير لها على تكلفة الأموال المرجحة الأمر الذي يجعل فكرة وجود هيكل مالي أمثل فكرة غير مقبولة إطلاقاً<sup>1</sup>.

ولإثبات وجهة النظر أعلاه حول النظرية لا بد من تحديد مجموعة من الفروض التي تقوم عليها هذه النظرية وهي<sup>2</sup> :

-تتحدد القيمة السوقية للمؤسسة ككل بخصم صافي ربح العمليات بمعدل خصم يساوي تكلفة الأموال المرجحة (WACC) ، لذلك ليس من الأهمية تقسيم تلك القيمة بين الاقتراض والملكية.

-يتحدد معدل خصم صافي ربح العمليات بدرجة مخاطر الأعمال Business Risk ، لذلك فإذا ما ظلت مخاطر الأعمال ثابتة لا تتغير فإن معدل الخصم (تكلفة الأموال المرجحة) يظل ثابت لا يتغير أيضاً.

-إن زيادة مستويات الرفع المالي من خلال الحصول على قروض بطرح سندات وحيث يعتبر مصدر تمويل منخفض التكلفة، يترتب عليه زيادة في درجة المخاطر المالية التي يتعرض لها حملة الأسهم العادية لذلك فإن المزايا الناجمة عن الاعتماد على القروض (السندات) ، تضع نتيجة مطالبة الملاك بمعدل عائد أعلى لتعويضهم عن المخاطر الإضافية التي يتعرضون لها، الأمر الذي يجعل تكلفة التمويل الممتمك متصاعدة كلما زادت مستويات الرفع المالي.

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي ، مرجع سابق ، ص 184 .

<sup>2</sup> محمد صالح الحناوي وجمال العبد، مرجع سابق ، ص 333.

-إن معدل الفائدة على القروض ثابتة.

-لا توجد ضريبة على دخل المؤسسات.

وبما أن القيمة السوقية للمؤسسة ما هي إلا حاصل جمع القيمة السوقية لحق الملكية والقيمة السوقية للقروض (السندات) وفق مضمون هذه النظرية، فإن<sup>1</sup>:

القيمة السوقية لحق الملكية = القيمة السوقية للمؤسسة - القيمة السوقية للقروض

وكما لا حظنا في نظرية صافي الربح NO أن :

القيمة السوقية لحق الملكية = صافي ربح العمليات ÷ معدل العائد المطلوب من الملاك  
هذا يعني أن:

$$\text{معدل العائد المطلوب (م)} = \frac{\text{صافي ربح العمليات}}{\text{القيمة السوقية لحق الملكية}}$$

إن معدل العائد المطلوب ( م ) من قبل الملاك ما هو إلا تكلفة التمويل الممتمك، ولذلك وبشكل بديل يمكن حساب تكلفة التمويل الممتمك ( م ) بالمعادلة الآتية<sup>2</sup>:

$$م = \text{تكلفة الأموال المرجحة} + \text{تكلفة الأموال المرجحة} - \text{تكلفة}$$

$$\left( \frac{\text{القيمة السوقية للقروض}}{\text{القيمة السوقية لحق الملكية}} \right) \times$$

وبما أن تكلفة الأموال المرجحة (WACC) ثابتة، وعليه فإن تكلفة التمويل الممتمك سوف تزداد بمعدل ثابت مع الزيادة في نسبة الاقتراض إلى حق الملكية بسبب زيادة درجات الخطر المالي.

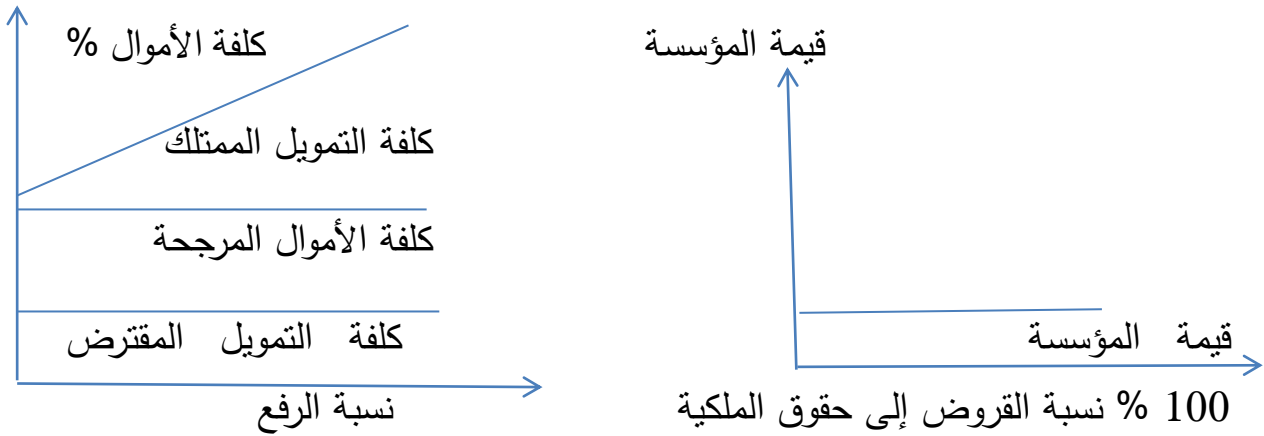
رغم التغير في نسبة الرفع المالي ( نسبة القيمة السوقية للقروض إلى القيمة السوقية لحق الملكية ) إلا أن القيمة السوقية للمؤسسة ظلت ثابتة، كما أن تكلفة الأموال المرجحة ( WACC ) ظلت ثابتة أيضا مما يعني عدم وجود هيكل تمويل أمثل رغم أن تكلفة

<sup>1</sup> حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص 771.

<sup>2</sup> محمد صالح الحناوي وآخرون، مرجع سابق، ص 349.

التمويل الممتمك قد تصاعدت مع كل زيادة في نسبة الرفع المالي<sup>1</sup>، إذ تحدد هذه النتائج مضمون نظرية صافي ربح العمليات التي تستطيع أن نعرض مضمونها في الشكل الهندسي الآتي

الشكل (02\_02): العلاقة بين نسبة الرفع المالي وتكلفة الأموال المرجحة وفق نظرية صافي الربح التشغيلي



المصدر : منير إبراهيم هندي، المرجع السابق، ص 185.

### المطلب الثاني: النظرية التقليدية Traditional Theory

يطلق مؤيدو هذه النظرية الصفة التقليدية عليها ليس لكونها قديمة من الناحية التاريخية، وإنما بسبب كون الأفكار التي جاءت بها مسلم بها من الناحية التحليلية والاستنتاجية، بالإضافة إلى ذلك أن المضمون النظري لأفكار مؤيدي هذه النظرية يعتمد وجهة نظر وسيطة بين نظرية صافي الربح (NI) ونظرية صافي ربح العمليات (NOI) ووفقاً لوجهة النظر التقليدية فإن قيمة المؤسسة يمكن أن ترتفع وتخفض تكلفة الأموال عن طريق تشكيلة مميزة من أموال الملاك وأموال الاقتراض.

يؤكد مؤيدو هذه النظرية بوجود هيكل مالي أمثل Optimal Financial Structure ينشأ عن نقطة افتراض مثلى يتحقق من تشكيلة مميزة من الأموال المقترضة والأموال المملوكة، هذه التشكيلة المميزة من مصادر التمويل المقترضة والمملوكة تجعل

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 171

من تكلفة الأموال المرجحة في حدها الأدنى لتكون القيمة السوقية للمؤسسة في حدها الأعلى وذلك عند مستويات مقبولة ومميزة من الرفع المالي.<sup>1</sup>

أضف إلى ذلك أن هذه النظرية تفترض أن تكلفة التمويل الممتمك سوف تزداد مع كل زيادة في نسبة الرفع المالي، وذلك بسبب زيادة درجات الخطر التي يتعرض لها الملاك في المؤسسة، وهم يفترضون ضمن تحليل هذه النظرية أن معدل العائد المطلوب من قبل الملاك الذي يمثل تكلفة التمويل الممتمك يبدأ بالارتفاع منذ اللحظة الأولى التي يبدأ فيها الاعتماد على التمويل المقترض في تشكيلة الهيكل المالي بسبب زيادة المخاطر التي يتعرض لها عائد الملاك.

كما يفترض مؤيدي هذه النظرية أن تكلفة التمويل المقترض تظل ثابتة لمستويات عالية من الرفع المالي، إلا أن هذه التكلفة سوف تبدأ بالارتفاع التدريجي إذ ما تجاوزت المؤسسة الحدود المقبولة من الرفع المالي المتعارف عليها.

ونظراً لارتفاع تكلفة التمويل الممتمك مع تناقص قيمته في تشكيلة الهيكل المالي، و تزايد مقدار القروض بسبب انخفاض تكلفته فإن تكلفة الأموال المرجحة (WACC) سوف تبدأ بالانخفاض منذ اللحظة الأولى الذي يتم فيها تغير الرفع في تشكيلة التمويل لصالح التمويل المقترض، حتى تصل إلى أدنى حد لها عند مستوى معين من الرفع المالي وهذا ما يسمى بنقطة الاقتراض المثلى لتكون القيمة السوقية للمؤسسة عند حدها الأعلى.

يمكن توضيح أن التمويل المقترض يعتبر منخفض مقارنة بالتمويل الممتمك، ولذلك فإن زيادة نسبة التمويل المقترض في الهيكل المالي تسهم في تخفيض تكلفة الأموال المرجحة (WACC).

غير أن تكلفة التمويل الممتمك ترتفع مع زيادة نسبة الأموال المقترضة مما يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الأموال المرجحة الناجمة، لكن الانخفاض في التكلفة المرجحة الناجمة

<sup>1</sup> Pierre Vernimmen , **Finance D'entreprise**, Par Pascal Quiry Et Yann Le Fur, Editions Dalloz, 8e Edition , Paris, 2010, P 785

عن زيادة القروض يفوق الارتفاع في تكلفة الأموال المرجحة الناجم عن ارتفاع تكلفة الأموال المملوكة، وهكذا تتحقق نقطة الاقتراض المثلى التي تجعل من تكلفة الأموال المرجحة في حدها الأدنى، ثم تحصل تغيرات عندما تستمر المؤسسة في زيادة الاعتماد على مصدر التمويل المقترض، فعلى الرغم من زيادة نسبه في الهيكل باعتباره مصدر رخيص التكلفة، إلا أن تكلفة حقوق الملكية (تكلفة التمويل المملوكة) تأخذ بالارتفاع بمعدلات كبيرة والنتيجة أن زيادة الاقتراض بتكلفته الرخيصة لم يعد كافياً لتحقيق تخفيض في تكلفة الأموال المرجحة (WACC) وذلك بسبب الارتفاع الكبير في تكلفة التمويل المملوكة، بعبارة أخرى تؤدي المغالاة في الاعتماد على القروض إلى تكلفة التمويل المملوكة بقدر يفوق الوفورات المترتبة على زيادة الاعتماد على الأموال المقترضة ذات التكلفة المنخفضة نسبياً، الأمر الذي يؤدي بتكلفة الأموال المرجحة أن تتجه نحو التصاعد بعد أن اتجهت نحو الانخفاض<sup>1</sup>

ووفقاً للمدخل التقليدي فإن الطريقة التي تتغير بها تكلفة الأموال نتيجة التغيرات في هيكل رأس المال يمكن أن تقسم إلى ثلاث مراحل هي:

-**المرحلة الأولى:** تتصف هذه المرحلة بثبات تكلفة أموال الملاك أو زيادتها ببطء مع زيادة نسبة الاقتراض، إلا أن الزيادة في تكلفة الأموال المملوكة في هذه المرحلة تكون أقل من المزايا الناجمة عن زيادة الاقتراض في هيكل رأس المال والمتمثلة في انخفاض تكلفة الاقتراض. كذلك فإنه من خصائص هذه المرحلة أيضاً أن تكلفة الاقتراض تظل ثابتة، ونتيجة لذلك القيمة السوقية للمؤسسة سوف تبدأ بالزيادة الطفيفة كلما زاد الرفع المالي في الهيكل المالي بسبب التغيرات التي تحصل في تكلفة الأموال المرجحة واتجاهها نحو الانخفاض<sup>2</sup>.

-**المرحلة الثانية:** تتصف هذه المرحلة بأن المؤسسة قد استخدمت نسبة من الرفع بحيث لا تؤثر على القيمة السوقية للمؤسسة، نظراً لأن المزايا الناتجة عن الاعتماد على

<sup>1</sup> محمود حمزة الزبيدي، مرجع سابق، ص 780.

<sup>2</sup> محمد صالح الحناوي وآخرون، مرجع سابق، ص 330.

القروض والمتمثلة في انخفاض تكلفته سوف يقابلها ارتفاع بنفس المقدار في تكلفة التمويل الممتملك لتشكّل ما يعرف بنقطة الاقتراض المثلى، علماً أن البعض من الكتاب يرون في هذه المرحلة أنها تتمثل في مدى معين من نسبة الاقتراض وليس بنقطة محددة<sup>1</sup>

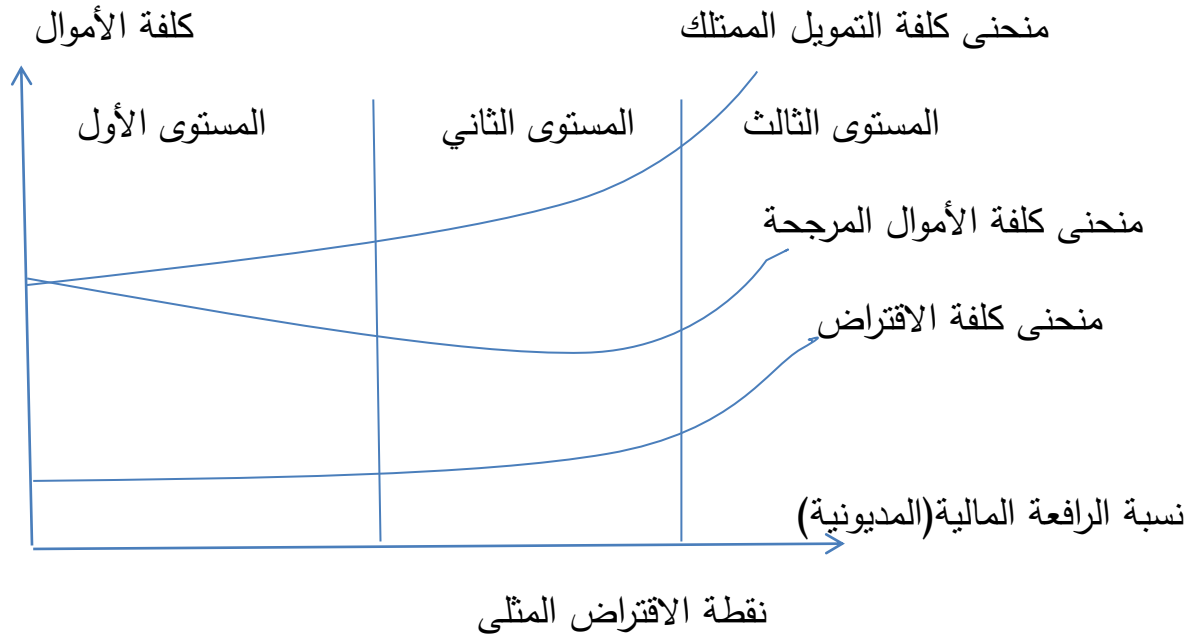
-**المرحلة الثالثة:** في هذه المرحلة تتجاوز إدارة المؤسسة في اقتراضها نقطة أو مدى الاقتراض الأمثل، وهو ما يترتب عليه أن تصبح مزايا الاعتماد على القروض كمصدر رخيص التكلفة تضيع تماماً مع الزيادة التي يطلبها الملاك على معدل العائد المطلوب من قبلهم بسبب زيادة خطر الاعتماد على القروض، بمعنى آخر إن الزيادة في معدل العائد المطلوب تكون أعلى من المزايا الناجمة عن الاعتماد على القروض، الأمر الذي يسبب ارتفاع في تكلفة الأموال المرجحة وبسببها تنخفض القيمة السوقية للمؤسسة.<sup>2</sup>

وكما يلاحظ من متابعة المراحل أعلاه أن هناك تغيرات في سلوك العلاقة بين تكلفة الأموال المرجحة ( WACC ) وتكلفة التمويل الممتملك ( معدل العائد المطلوب من الملاك ) وأيضا القيمة السوقية للمؤسسة، وذلك عندما تتغير تشكيلة هيكل الأموال بتغير مستويات الرفع المالي، هذه التغيرات نستطيع أن نعرضها في شكل الرسم الهندسي رقم (03\_02):

<sup>1</sup> محمود حمزة الزبيري، مرجع سابق ، ص 781.

<sup>2</sup> محمد صالح الحناوي وآخرون، مرجع سابق، ص 357.

الشكل رقم (02\_03): العلاقة بين نسبة الرفع المالي وكلفة التمويل الممتمك وكلفة الأموال المرجحة



المصدر: عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2002، ص402.

يمكن تمييز ثلاث مستويات لتكلفة الأموال تتلخص فيما يلي<sup>1</sup>:

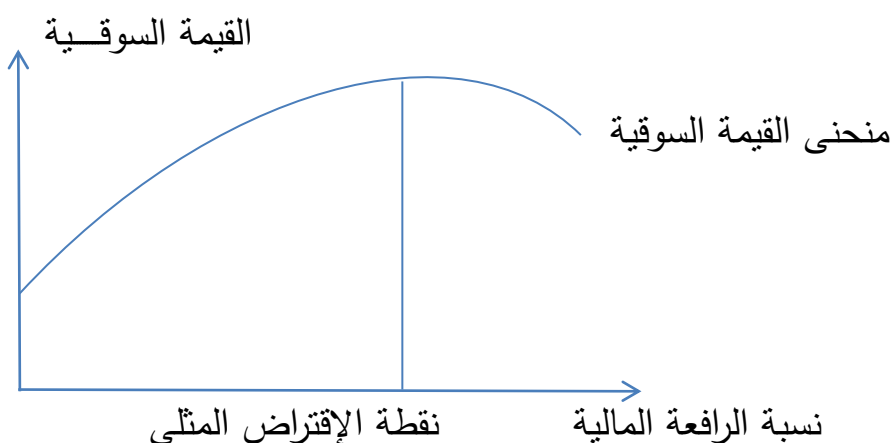
\_ المنطقة الأولى: وهي تمثل نقطة تلاشي الخطر المالي نتيجة ضآلة نسبة المديونية حيث يتم التمويل أساساً عن طريق الملكية، وأن زيادة في نسبة المديونية تؤدي إلى تخفيض في التكلفة المرجحة للأموال طالما لم تتجاوز المديونية المستوى المقبول، وهو ما يوضح تزايد القيمة مع زيادة مستوى الرفع المالي حيث تبقى تكلفة القروض دون تغيير يذكر مع التزايد الضئيل في تكلفة الملكية وبذلك يمكن الوصول إلى مستوى أو نقطة تدنية التكلفة والتي يتحدد عندها الهيكل التمويل الأمثل.

\_ المنطقة الثانية: وتمثل مستوى تجاوز المديونية للنسبة المقبولة وبذلك يزيد الخطر المالي، وينعكس أثره على تكلفة القروض وحق الملكية والمحصلة النهائية وهي اتجاه التكلفة المرجحة للأموال إلى الإرتفاع.

<sup>1</sup> المرجع نفسه، ص 401

\_ المنطقة الثالثة: وهي منطقة الإفراط في استخدام القروض مما يدفع بالتكلفة المرجحة إلى الارتفاع نتيجة التزايد في تكلفة القروض والملكية ويرى ديبويس Dubois في هذه المرحلة تتزايد التكلفة أسياً بدلالة نسبة المديونية.

الشكل: (04\_02): التغير في القيمة السوقية بسبب تغير الرفع المالي وفق مضمون النظرية التقليدية



Source : Robert Goffin, Principes De Finance Moderne, Gestion

Economica,02e Edition, Paris 1999 P 254.

يظهر من الشكلين الهندسيين 3 و 4، اتجاه تكلفة الأموال المرجحة WACC نحو الانخفاض مع كل زيادة في نسبة الرفع المالي في صياغة الهيكل المالي، حتى يصل منحنى تكلفة الأموال المرجحة إلى أدنى انخفاض لها لتشكل هذه النقطة ما يعرف بنقطة أو مدى الاقتراض الأمثل، وفي هذه النقطة تكون القيمة السوقية للمؤسسة في حدها الأعلى، وبعد هذه النقطة يأخذ منحنى التكلفة المرجحة للأموال بالارتفاع لتتخفف بالمقابل القيمة السوقية للمؤسسة وفق ما تم تفسيره أعلاه.<sup>1</sup>

**المطلب الثالث: نظرية مودجلياني وميلر في ظل غياب الضريبة وكلفة الإفلاس وكلفة الوكالة**

تشكل نظرية مودجلياني وميلر Modigliani Et Miller Theory اتجاها فلسفيا

غاية في الأهمية في النظرية المالية المعاصرة، منذ أن نشروا نظريتهم عام 1953

<sup>1</sup> محمود حمزة الزبيدي، مرجع سابق، ص 785.

إلا أن تلك النظرية لازال يتجاذبها الجدل الفكري بين المهتمين بالإدارة المالية وقد اسند لهم بحق أنهم مؤسسي المدرسة الحديثة للإدارة المالية.

فالمضمون النظري لنظرية مودجلياني وميلر ( M&M ) بشأن صياغة الهيكل المالي وفي ظل عدم وجود الضريبة، تتفق ونظرية صافي ربح التشغيلي السابقة التحديد إذ أكد مودجلياني وميلر أنه في ظل غياب الضريبة فإن القيمة السوقية للمؤسسة لا تتأثر بصياغة الهيكل المالي أي بتغيرات نسبة الرافعة المالية ولذلك هم أكدوا على عدم وجود هيكل مالي أمثل.<sup>1</sup>

ويمكن شرح ما توصل إليه مودجلياني وميلر من خلال اقتراحهما الأول والثاني، إذ لوحظ أن هذين الاقتراحين قد أسسا على افتراضات معينة ترتبط بسلوك كل من المستثمرين وسوق رأس المال، وسوف نتعرض لهذه الافتراضات أولاً ثم نناقش بالتفصيل اقتراحهما بشأن وجهة نظرهما في تأثير الرفع المالي ( الاقتراض ) على القيمة السوقية للمؤسسة.

تتمثل الفرضيات التي قامت عليها نظرية مودجلياني وميلر فيما يلي:<sup>2</sup>

- أن للمستثمرين كامل الحرية في بيع وشراء الأوراق المالية وبشكل لا يؤثر على أسعار تلك الأوراق المالية.

- إمكانية قيام الأفراد ( المستثمرين ) بالاقتراض بنفس أسعار الفائدة وبنفس الشروط التي تحصل المؤسسات بها على القروض.

- إن كافة المؤسسات تعمل في ظل السوق الكفاء بمعنى أن المعلومات عن المؤسسات العاملة في السوق متاحة وللجميع ومجانية.

<sup>1</sup> Modigliani Et Miller, The Cost Of Capital- Corparation : Finanace And The Theory Of

Investment, American Economie Review, N0 3 Juin 1958, Page 261-267

Pierre Vernimmen, Corporate Finance : Theory And Practice, Pascal Quiry, Maurizio <sup>2</sup>

Dalocchio, Yann Lefur, Antonio Salvi, Editions John Wiley&Sons, Ltd, England, 2005, Page 660.

- إن كافة المستثمرين في السوق يتمتعون بالرشد، هذا يتضمن أن تكاليف العمليات (تكاليف الشراء وبيع الأوراق المالية) غير موجودة.
- يمكن تقسيم المؤسسات إلى مجموعات تنتمي إلى شرائح خطر متجانسة، حيث إذا كانت أرباحها المتوقعة لها نفس خصائص الخطر وهذا يعني وفق مودجلياني وميلر أن المؤسسات التي تعمل في نفس الصناعة تكون شريحة متجانسة من حيث الخطر .
- تتبع المؤسسات سياسة توزيع تقتضي بتوزيع كل أرباحها، بمعنى آخر لا توجد أرباح محتجزة.
- لا توجد ضريبة على دخل المؤسسات ولا تكاليف الإفلاس.

## 1\_1\_ الاقتراحات

يقسم مودجلياني وميلر نظريته إلى عدد من الاقتراحات

### 1\_1\_ الاقتراح الأول Proposition 1 :

يسمي بعض الكتاب الاقتراح الأول Proposition 1 لمودجلياني وميلر بنموذج الدائرة (The Pie Model) وذلك لأن اقتراحهم يصور مؤسستين متماثلتين في كل شيء عدا صياغة الهيكل المالي، وذلك فهم ينظرون إلى الهيكل المالي كنموذج دائرة.<sup>1</sup>

في ظل الاقتراح الأول الذي قدمه مودجلياني وميلر فإن القيمة السوقية للمؤسسة مستقلة تماما عن هيكل الأموال فيها، وأن القيمة السوقية للمؤسسة تتحدد من خلال صافي ربح العمليات الذي تحققه المؤسسة بمعدل خصم يتمثل بمعدل العائد المطلوب على الاستثمار و يناسب خصائص الخطر للشريحة التي تنتمي إليها المؤسسة.<sup>2</sup>

كما يلاحظ من الاقتراح الأول Proposition 1 لمودجلياني وميلر أنه يؤكد على أن القيمة السوقية للمؤسسة ما هي إلا انعكاس لقرارات الاستثمار فيها، وبفاعلية تلك

<sup>1</sup> حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص 790.

<sup>2</sup> Phillippe Gillet, les différents modes de financements et la structure optimal du capital , université paris- dauphine, 2003 , p 12.

القرارات وقوتها الايرادية أي بفاعلية توزيعها بين الاستثمارات الثابتة والاستثمارات المتداولة وليس بكيفية تمويل تلك الاستثمارات أي أن القيمة السوقية للمؤسسة مستقلة عن صياغة هيكل المالي .

ويمكن صياغة الاقتراح الأول في شكل معادلة تكشف عن القيمة السوقية لأي مؤسسة تنتمي لأي فئة مخاطرة معينة كما يلي:

**القيمة السوقية للمؤسسة = القيمة السوقية لحق الملكية + القيمة السوقية للقروض**

$$\frac{\text{صافي ربح العمليات}}{\text{معدل الخصم}} = \text{القيمة السوقية للمؤسسة}$$

تؤكد المعادلة على أن: القيمة السوقية للمؤسسة تتوقف على ربح العمليات المتوقع من الأصول، وليس على تشكيلة هيكل رأس المال، وبمعنى آخر فإن هيكل رأس المال لا يؤثر على ربح العمليات ومن ثم لا يؤثر على القيمة السوقية للمؤسسة، أي أنها مستقلة عن مستويات الرفع المالي <sup>1</sup>.

ولكي يثبت **مودجلياني وميلر** صحة الاقتراح الأول، والذي يشير إلى أن القيمة السوقية لمؤسسة مقترضة تساوي القيمة السوقية لمؤسسة غير مقترضة إلا أنها تنتمي لنفس شريحة الخطر، إذ أكد على أنه لم يتحقق التساوي بين القيمتين، فسوف يظهر المراجعون Arbitrarians لإتمام العلاقة التوازنية بين القيمتين، وقد أطلق **مودجلياني وميلر** على هذه العملية اسم عملية المراجعة Arbitrage process.

يقصد بعملية المراجعة « إعادة التوازن بين قيمة مؤسستين متماثلتين في كل شيء عدا السياسة التمويلية، فأحدى المؤسستين تعتمد كلياً على مصدر التمويل الممتلك أما المؤسسة الثانية فتعتمد على التمويل المقترض إضافة إلى التمويل الممتلك في صياغة

<sup>1</sup> S.A Ross, R.W.Wzsterfield, J.F.Jaffe, **Finance Corporate**, Dunod, Paris, 2005, P506.

الهيكل المالي . هذا يعني إعادة التوازن بين قيمة مؤسستين متماثلتين أحدهما مرفوعة والأخرى غير مرفوعة .<sup>1</sup>

إن الاختلاف في القيمة السوقية للمؤسستين سيكون اختلافا مؤقتا وأن عملية المراجعة كفيلة بإعادة التوازن بين قيمة المؤسسة أي أن تجعل القيمة السوقية للمؤسستين متساوية من وجهة نظر مودجلياني وميلر أن عملية المراجعة تتحقق وفق فكرة ( الرفع المالي الداخلي أو الشخصي ) والتي سوف يعتمد عليها المستثمرون ( المراجحون ) عند القيام بعملية المراجعة، وتشير فكرة الرفع المالي الداخلي أو الشخصي إلى قدرة المستثمرين على الإقتراض بنفس معدلات الفائدة التي تستطيع بها المؤسسات الإقتراض، على ضوء هذا المضمون فإن عملية المراجعة سوف تتحقق<sup>2</sup> :

• عندما تكون القيمة السوقية للمؤسسة المرفوعة (المقترضة) عالية:

- يقوم المستثمر ببيع كل استثماراته (كل أسهمه) في المؤسسة المقترضة.
- يقترض المستثمر أموالا تتناسب واستثماراته في المؤسسة المقترضة.
- يقوم المستثمر بشراء أوراق مالية (استثمارات) في المؤسسة غير المقترضة (غير المرفوعة) بما يساوي حصته من حقوق الملكية في الشركة المقترضة.
- إذا ما تمت عملية الترحيح، فإن المستثمر سوف يحقق عائد على استثماراته في المؤسسة غير المقترضة يساوي ذات العائد الذي يتحقق له في المؤسسة المقترضة ولكن باستثمار أقل عما كان يستثمر سابقا.

• أما عندما تكون القيمة السوقية للشركة غير المرفوعة (الشركة غير المقترضة) عالية:

- يسعى المستثمر إلى بيع كل استثماراته في المؤسسة غير المقترضة.
- يقوم المستثمر بشراء استثمارات في المؤسسة المقترضة وبما يساوي حصته في المؤسسة غير المقترضة (غير المرفوعة).

<sup>1</sup> محمد صالح الحناوي وآخرون، مرجع سابق، ص 339 .

<sup>2</sup> حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص 794، 795.

- إذا ما تمت العملية، فإن المستثمر سوف يحقق ذات العائد في المؤسسة المقترضة ولكن بمقدار من الاستثمارات أقل، أو أنه يحقق عائد أكبر على ذات استثماراته السابقة. من التحليل أعلاه يمكن تصور عملية المراجعة من خلال قيام المستثمر في المؤسسة ذات القيمة السوقية الأعلى إلى بيع حصته الاستثمارية في هذه المؤسسة ويلجأ إلى الاستثمار في المؤسسة ذات القيمة السوقية الأقل وسوف يزيد من استثماراته من خلال الحصول على القروض وعلى حسابه الشخصي، وإذا ما تمت هذه العملية فإن المستثمر سوف يحقق ذات العائد الذي كان يحققه في المؤسسة ذات القيمة السوقية الأعلى ولكن باستثمار أقل مما كان يستثمره سابقاً أو أن يحقق عائد أكبر على ذات الاستثمار. ويعتقد **مودجلياني وميلر** أن معظم المستثمرين سوف يستثمرون بهذه العملية حتى تحصل عملية المراجعة وتتعاقد القيمة السوقية للمؤسسة الأعلى مع المؤسسة الأدنى.<sup>1</sup>

أما عن درجة المخاطر التي يتعرض لها المستثمر، فيرى " **مودجلياني وميلر** " أنها أيضاً لن تختلف، فالمستثمر في ظل وضعه الأول وهو يستثمر في المؤسسة الثانية كان يتعرض لدرجة مخاطر معينة نتيجة اعتماد المؤسسة على الاقتراض في هيكل رأس مالها، وأيضاً في ظل انتقال أمواله إلى المؤسسة الأولى فقد قام المستخدم باقتراض مبلغ (عملية الرفع المالي الشخصي) بنفس نسبة الاقتراض التي كانت في المؤسسة الثانية، ومعنى ذلك أنه يتعرض لنفس درجة المخاطر، والبعض الآخر يرى أنه طالما أن المؤسستين تنتميان لنفس شريحة الخطر، فإن اختلاف درجة المخاطر بينهما إن حدثت فإن المستثمرين لا يكونون على دراية بها.<sup>2</sup>

## 1\_2 الاقتراح الثاني Proposition 2 :

رغم أن التغيير في الهيكل المالي سوف لن يغير من القيمة الكلية للمؤسسة كما ورد في الاقتراح الأول، إلا أن ذلك يحدث تغيراً مهماً في قروض المؤسسة وحق ملكيتها .

<sup>1</sup> عبد الغفار حنفي، وآخرون، مرجع سابق، ص 206 .

<sup>2</sup> محمد صالح الحناوي وآخرون، مرجع سابق، ص 343 .

وعليه فإننا سوف نختبر ماذا يحصل لمؤسسة ما يتم تمويلها بالقروض وحقوق الملكية عندما تتغير نسبة القروض إلى حق الملكية فيها أي عندما تتغير نسبة الرافعة المالية.

ولضمان عملية التحليل ضمن الاختبار أعلاه سوف يتم تجاهل الضريبة،

إن معدل العائد المطلوب لمؤسسة ما والذي يتمثل بتكلفة التمويل المرجحة WACC ، الممثلة بالمعادلة الموالية :<sup>1</sup>

$$WACC = R_{actif} = \text{كافة التمويل الممتلك} \times \frac{\text{القيمة السوقية لحق الملكية}}{\text{القيمة السوقية للمؤسسة}} + \text{كافة القروض} \times \frac{\text{القيمة السوقية للقروض}}{\text{القيمة السوقية للمؤسسة}}$$

ومن هذه المعادلة يمكن صياغة المعادلة الآتية :<sup>2</sup>

$$\text{كافة التمويل الممتلك} =$$

$$\text{(معدل العائد المطلوب من الملاك)} = \text{كافة التمويل المرجحة} + \text{كافة التمويل المرجحة} - \text{كافة التمويل المقترضة} \times \frac{\text{القروض}}{\text{حق الملكية}}$$

و يعتبر هذا هو الاقتراح الثاني المشهور لمودجلياني وميلر ومنه فإن معدل العائد المطلوب من قبل الملاك في مؤسسة ما يعتمد على ثلاث متغيرات هي:

- معدل العائد المطلوب من قبل المؤسسة (ممثلة بتكلفة التمويل المرجحة).

- تكلفة التمويل المقترض.

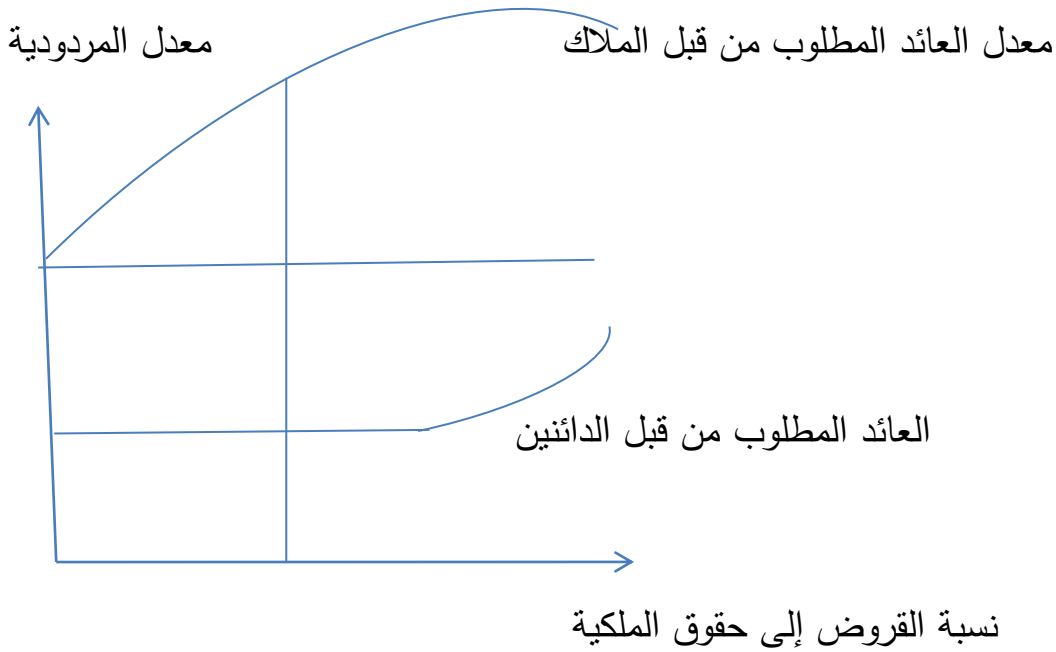
- نسبة القروض إلى حق الملكية (أي نسبة الرافعة).

<sup>1</sup> R.Brealey & S. Myers, **Principe De Gestion Financière** , 7e Edition, Pearson Education France, 2003, P222.

<sup>2</sup> Alain Burlaud , Arnaud Thauvron, **Annaick Guyvarc'h, Finance** : Manuel, Dscg2 , Editions Foucher, Vanves, 2010, P 230.

ومن هذا التحليل عرض **مودجلياني وميلر** مضمون الاقتراح الثاني وهو أن " معدل العائد المطلوب "من قبل الملاك لمؤسسة تعتمد على القروض في الهيكل المالي، يساوي معدل العائد المطلوب من قبل مؤسسة مماثلة وتتنمي لنفس شريحة الخطر ولكنها لا تعتمد على القروض في هيكل تمويلها، إضافة إلى عائد إضافي لتعويض المخاطر المالية الناجمة عن الاقتراض محدد بالفرق بين تكلفة التمويل المرجحة للمؤسسة وتكلفة التمويل المقترض مضروباً في نسبة الاقتراض إلى حق الملكية.<sup>1</sup>

الشكل (02\_05) : العلاقة بين تكلفة ونسبة الإقتراض في ظل الإقتراح الثاني



المصدر : R.Brealey & S. Myers, **Principe De Gestion Financière**, 7e Edition, Pearson Education France, 2003, p 525

كما يظهر من الشكل أعلاه، فإن **مودجلياني وميلر** قد افترضوا أن تكلفة التمويل المرجحة WACC تظل ثابتة و لا تتغير مهما تغيرت مكونات الهيكل المالي في المؤسسة وهي تساوي في نفس الوقت معدل العائد المطلوب من قبل الملاك في مؤسسة مماثلة تنتمي لنفس شريحة الخطر و لا تعتمد على الاقتراض في هيكلها المالي.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> محمد صالح الحناوي، مرجع سابق، ص 100  
<sup>2</sup> Jacques Teulié et autres, **Op.Cit.**, p 359.

وكما يظهر أن زيادة اعتماد المؤسسة على القروض لابد وأن يسبب ارتفاع في تكلفة التمويل الممتمك بسبب زيادة المخاطرة المالية التي يتعرض لها الملاك، وهذا يعني ضمناً ارتفاع تكلفة التمويل المرجحة **WACC** ، إلا أن تكلفة التمويل المرجحة تظل ثابتة مهما تغيرت نسبة القروض إلى حق الملكية وتبرير ذلك أن تكلفة التمويل المقترض يظل مصدر تمويل منخفض التكلفة فالزيادة فيه تعوض الارتفاع في تكلفة التمويل الممتمك ولهذا سوف تظل التكلفة الكلية للتمويل ثابتة.

وبالتالي النقطة الهامة فيما قدمه " مودجلياني وميلر " في افتراضهما الثاني هو « أن تكلفة الأموال تظل ثابتة لا تتغير ولا تتأثر مكونات هيكل رأس المال وتساوي في نفس الوقت معدل العائد على أموال الملاك في المؤسسة تنتمي لنفس شريحة الخطر ولا تعتمد على الاقتراض في هيكل رأسمالها<sup>1</sup> »

## 2\_ انتقادات فروض " مودجلياني وميلر "

قدم مودجلياني وميلر عملية المراجعة، ويكمن القصور فيما افترضناه من ضرورة توافر فرضية اكتمال سوق رأس المال والذي يتوقع أن تؤدي فيه عملية المراجعة دورها وأنه في حالة نقص أو عدم اكتمال سوق رأس المال فمن المتوقع أن تفشل عملية المراجعة ومن ثم سوف يحدث تفاوت بين القيمة السوقية للمؤسسة المستخدمة للاقتراض والأخرى غير المستخدمة له، ومن ثم سوف تفشل عملية المراجعة في إعادة التوازن لسوق رأس المال يؤيد ذلك الأسباب التالية:

- الإفتراض القائل بأن الأفراد و المؤسسات يمكنهم الاقتراض والإقراض بنفس معدل الفائدة، افتراض غير صحيح من الناحية العملية، لأن حجم وأصول المؤسسات تجعل لديها قدرة على الاقتراض بمعدلات فائدة أقل من الأفراد.

- ليس من الصحيح أن الرفع الشخصي هو بديل للرفع المالي للمؤسسة فوجود مسؤولية محدودة للمؤسسات مقابل مسؤولية غير محدودة للأفراد تضع كل من المؤسسات والأفراد

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 193 .

في مواضع مختلفة داخل سوق رأس المال، فإذا اقتربت المؤسسة من الإفلاس فسوف يفقد المستثمرون جزء من ثرواتهم المستثمرة في المؤسسة، أما إذا استخدم المستثمر رفعا ماليا شخصيا فإنه في حالة تعرضه للإفلاس فقد يفقد استثماراته في المؤسسة بل قد يمتد أثر ذلك ليشمل جزءا من ثروته الشخصية، وهو ما يعني أن المستثمر في ظل عملية الرفع المالي الشخصي يتعرض لدرجة مخاطر أكبر.

- إن افتراض عدم وجود تكلفة للمعاملات - تكلفة شراء وبيع الأوراق المالية - أيضا افتراض غير واقعي، وفي ظل تحمل المستثمر لتكلفة عمليات أثناء قيامه بعملية المراجعة، فقد تتيح هذه التكاليف بأي مزايا ناجمة عن المراجعة ذاتها.

- إن عدم وجود ضريبة على الدخل أمر غير واقعي - ولو أن مودجلياني وميلر - أسقطا هذا الافتراض فيما بعد - وأن وجود الضريبة يجعل تكلفة الاقتراض أقل من المعدل الفعلي للفائدة نظرا للمزايا الضريبية التي تحصل عليها المؤسسة من الاقتراض و المتمثلة في الوفورات الضريبية<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Hervé Hutin, Toute La Finance D'entreprise En Pratique, Editions D'organisation, , 2e Edition, Paris 2002, P 276.

## المبحث الثاني: النظريات المفسرة للهيكلية المالية في ظل وجود الضرائب وتكلفة الوكالة تكلفة الإفلاس

على عكس المدخل التقليدي الذي يترتب على وجود الضرائب أي تغيرات أو تأثير بالنسبة للنتائج الأساسية فالأخذ في الحسابان الضرائب في مدخل مودجلياني وميلر ترتب عليها تغير في هذه النتائج، وأيضا أنه في ظل عدم وجود الضرائب في هذا المدخل بأنه لوجود لهيكل مثالي لرأس المال وأن التكلفة الكلية ستظل ثابتة أيا كانت نسبة الاقتراض. غير أن وجود الضرائب جعل الكتاب يعيدوا النظر في التحليل السابق ومن ثم بدأو يدركوا مدى تأثير الضرائب على قيمة المؤسسة وهذا وما سيتم التطرق إليه في هذا المبحث.

### المطلب الأول: تأثير الضرائب وتكلفة الإفلاس على الهيكل المالي لرأس المال

قامت دراسة مودجلياني وميلر على افتراض أن الضريبة على الدخل = صفر، وهذا غير واقعي حيث من المعروف أن الفوائد تخصم من الدخل للتوصل إلى الدخل الخاضع للضرائب، ولكن التوزيعات التي تؤول إلى حملة الأسهم

لا تحصل هذا الإعفاء، ويحفز هذا التمايز الضريبي إلى لجوء الشركات إلى استخدام القروض للتمويل في هيكل رأس المال، ويرى كل من مودجلياني وميلر أنه في ظل هذا التمايز الضريبي مما يعني أن هذا الوضع يقود إلى التمويل عن طريق القروض بنسبة 100%.

ولكن بعد هذه الدراسة بسنوات، قام ميرتون ميلر بدراسة منفردة، حيث أدخل في التحليل أثر الضرائب على الدخل الشخصي، حيث أشار أن كل الفوائد الناتجة عن الاستثمار في السندات (الفوائد) تخضع للضريبة على الدخل الشخصي بمعدل يصل إلى 39,6%، بينما الدخل الذي يحصل عليه المساهم من استثمار الأسهم يتكون من جزئين: الجزء الأول عبارة عن التوزيعات التي تؤول إلى المساهم، والجزء الثاني عبارة عن الأرباح الرأسمالية والتي تخضع لمعدل ضريبة 28%، حيث تستحق الضريبة الأخيرة

عندما تتحقق هذه الأرباح، فإذا ما تم الاحتفاظ بالأسهم إلى ما بعد وفاة المالك فلا توجد أي ضريبة على الأرباح الرأسمالية، وهذا يعني أن الضريبة على إيرادات السهم العادي تخضع لضريبة أقل مما تخضع له الإيرادات على عائد السند.

بناء على ما سبق فإن المستثمر يفضل الحصول على دخل قبل الضريبة على التوزيعات للسهم أقل بالمقارنة على إيرادات السند.<sup>1</sup>

فمثلاً إذا كان معدل العائد المطلوب من الاستثمار في سندات الشركة بـ 10% وأن إيرادات السهم تخضع لنفس معدل الضريبة على إيرادات السند، مما يعني أن معدل العائد المطلوب على أسهم الشركة بـ 16% نظراً للمخاطر العالية للاستثمار في الأسهم، ولكن من وجهة النظر السليمة الخاضعة لمعالجة عوائد السهم، فإن المستثمر مستعد لقبول عائد على السهم يعادل 14% قبل الضريبة.

يتضح من خلال دراسة ميلر أنه يمكن استخلاص مايلي:

\_ أن خصم الفوائد لأغراض حساب الضريبة، يؤدي إلى تفضيل استخدام القروض.

\_ أن التمايز في المعاملة الضريبية للإيرادات الناتجة عن الأسهم يؤدي إلى تخفيض معدل العائد المطلوب ومن ثم يفضل استخدام حقوق الملكية في التمويل، ولكن من الصعب معرفة الأثر المشترك أي الصافي لهذين العاملين، ويعتقد معظم المشتغلين في هذا المجال أن خصم الفوائد لأغراض الضريبة له تأثير قوي مما يرجح استخدام القروض في التمويل، ولكن نتيجة المعاملة المميزة للأرباح الرأسمالية تقلل من أهمية الإعفاء الضريبي للفوائد.

### \_ تكلفة الإفلاس

بالإضافة إلى الافتراض الخاص بعدم وجود علاقة بين هيكل رأس المال وقيمة الشركة وفقاً لنظرية مودجلياني وميلر، فإن الافتراض الثاني لهذه النظرية هو بعدم وجود تكلفة الإفلاس، رغم أنه من الناحية العملية فإنه يترتب على الإفلاس تكاليف عالية حيث

<sup>1</sup> عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة، الاسكندرية، 2002، ص364.

تتحمل الشركات التي بصدد الافلاس تكاليف عالية سواء قانونية أو محاسبية وتواجه صعوبات كبيرة في الحفاظ على العملاء والموردين والعاملين، كما أن الافلاس تضطر الشركة من خلاله إلى تصفية وبيع الأصول بسعر أقل من القيمة الحقيقية لها، إذا ما كانت الشركة مستمرة، فالأصول كالمصنع و التجهيزات الرأسمالية يصعب تسيلها لأنها مخصصة للتوفيق مع الأغراض الخاصة للشركة، وقد يصعد إعادة فكها أو تحريكها فالشركة المهدة بالإفلاس تواجه العديد من المشاكل، حيث يبدأ كبار رجال الإدارة في الهروب من الشركة، ويرفض الموردون منح الإئتمان لها، كما وأن العملاء يبحثون عن موردين أكثر استقراراً، كما وأن الدائنين يطلبون معدلات فائدة عالية على القروض بل يرفضون تجديد القروض القائمة.<sup>1</sup>

تظهر المشاكل الخاصة بالإفلاس عندما تكون الشركة مفرطة عادة في استخدام القروض في التمويل، مما يعني أن التكاليف المترتبة على الإفلاس لا تحفز الشركة على التوسع في استخدام القروض. كما تتوقف العلاقة بين الإفلاس والتكلفة على ثلاثة عناصر هي:

#### \_احتمالية الإفلاس

\_ التكاليف التي تتحملها الشركات عندما تحدث مصاعب أو أزمات مالية.

\_ الآثار العكسية المحتملة للإفلاس على العمليات الجارية.

فالشركات التي تتصف بأن إيراداتها أكثر تقلباً فهي أكثر تعرضاً للإفلاس ( مع بقاء المتغيرات الأخرى كما هي) و بذلك تقلل من استخدام القروض في هيكل رأس المال بالمقارنة بالشركات الأكثر استقراراً في إيراداتها، و تتوافق مع ما سبق أن الشركات ذات الرافعة التشغيلية العالية وهو ما يعني أن مخاطر النشاط عالية، الأمر الذي يؤدي بها إلى تخفيض الرافعة المالية.

هنا بالإضافة إلى الشركات التي يحتمل أن تكون التكاليف المترتبة على الأزمات المالية عالية مما يؤدي بها إلى التقليل من استخدام القروض، مثال ذلك الشركات التي

<sup>1</sup> نفس المرجع، ص366.

تتصف أصولها بعدم السيولة حيث قد تباع بسعر محروق في حالة حدوث مصاعب أو أزمات مالية مما يفرض عليها التقليل من استخدام القروض.

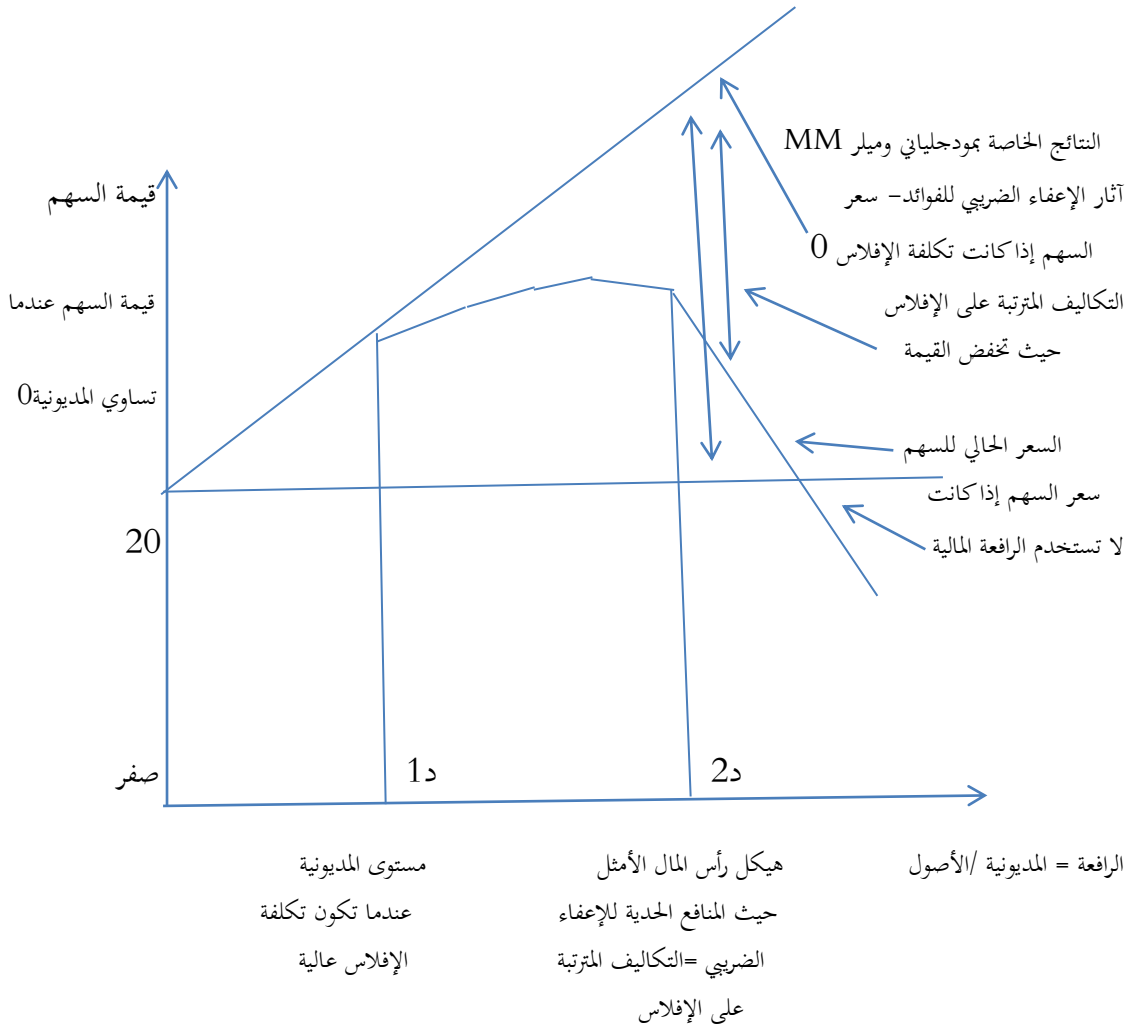
وأخيرا فإن شركات الطيران التي تتأثر مبيعاتها بأشياء قد تحدث نتيجة خوف المسافرين من السفر على طائراتها مما يدفعها إلى التقليل من استخدام القروض في هيكل رأس المال.

### المطلب الثاني: نظرية المبادلة Trade-of theory

وفقا لنظرية مودجلياني وميلر فإن نظرية المقايضة للرافعة، فإن الشركة تقايض بالمنافع الناتجة عن التمويل بالقروض ( المعالجة الضريبية للفوائد المترتبة على القروض) مقابل معدلات الفائدة المرتفعة والتكاليف المترتبة على الإفلاس<sup>1</sup>، ويمكن توضيح نظرية المبادلة بالرسم رقم (02\_06):

<sup>1</sup> نفس المرجع، ص 367.

الشكل رقم (02\_06): توضيح لنظرية المبادلة



المصدر: عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة، الاسكندرية، 2002، ص 367

يمكن إبداء بعض الملاحظات حول الرسم السابق فيما يلي:

\_ نتيجة التعامل الضريبي حيث تخصم الفوائد من الربح لنصل إلى الربح الخاضع للضريبة مما يعطي وفورات ضريبية للشركة، مما يجعل القروض أقل تكلفة بالنسبة للشركة بالمقارنة بالأسهم العادية أو الممتازة، نتيجة لذلك فإن استخدام القروض يؤدي إلى استفادة المستثمرين إلى الربح قبل الفوائد والضرائب بدرجة أكبر فيما لو لم توجد قروض، مما يعني أن استخدام المزيد من القروض يؤدي إلى إرتفاع سعر السهم، مما يعني أنه وفقا لافتراضات مودجلياني وميلر الخاصة بتأثير العامل الضريبي، فإنه يمكن تعظيم قيمة السهم لو تم التمويل بالقروض بنسبة 100% وهو ما يوضحه الخط MM على الرسم، والذي يعبر عن العلاقة بين أسعار الأسهم والتمويل بالقروض.

\_ الواقع العملي أن الشركات يندر أن تمول عن طريق القروض بنسبة 100% ، والسبب يرجع إلى المعالجة الضريبية الملائمة لإيرادات الأسهم، ولكن السبب الجوهرى في أن الشركات تحد من استخدام القروض لتقليل احتمالية تعرضها لأزمات مالية ( إفلاس )، ومن ناحية أخرى نجد أن معدل الفائدة على القروض أصبح جسيما عند المستويات العالية من المديونية.

\_ عند مستوى المديونية د1 حيث: أقل من هذا المستوى، فإن احتمالية الإفلاس ضئيلة بحيث يمكن تجاهلها، بينما عند هذا المستوى نجد أن تكلفة الإفلاس و معدلات الفائدة ذات دلالة وتقلل من أثر الإعفاء الضريبي للفوائد بمعدل متزايد، حيث نجد في المسافة المحصورة بين د1، د2، فإن تكلفة الإفلاس تتجه نحو الإنخفاض ولكنها لا تعوض الإعفاء الضريبي للفوائد، وبذلك ترتفع قيمة السهم

( ولكن بمعدل متناقص ) مع ارتفاع معدل المديونية، وبجانب د2 حيث تتجاوز تكلفة الإفلاس الوفورات الضريبية، مما يعني أنه عند هذه النقطة فإن زيادة معدل المديونية يؤدي إلى تخفيض قيمة السهم، مما يعني أن د2 تحدد المستوى الأمثل لهيكل رأس المال.

\_ مع كل ماسبق يمكن القول بوجود علاقة بين سعر السهم للشركة والتكلفة المتوسطة المرجحة للأموال، فمع استخدام الشركة لمزيد من القروض فإن التكلفة المرجحة المتوسطة

للأموال تتجه للانخفاض، حتى تصل أديانها ثم تتجه بعد ذلك إلى الإرتفاع، كما أننا نجد عند التكلفة المرجحة المتوسطة الدنيا فإن قيمة السهم تبلغ أقصاها، كما هو موضح عند النقطة 2د، حيث يتحدد هيكل رأس المال الذي يؤدي إلى تعظيم قيمة السهم ومن ثم تكزن تكلفة الأموال للشركة أقل ما يمكن.

\_ من المسائل المحيرة بالنسبة لهيكل رأس المال المعبر عنها بالرسم السابق، نجد أن الكثير من الشركات الكبيرة مثل آبل APPLE ، مايكروسوفت Microsoft تستخدم القروض بنسبة صغيرة لا تتماشى مع مقترحات النظرية، وهو ما أدى إلى النظرية الثانية لهيكل رأس المال والتي تسمى بنظرية الاستدلال أو الإشارة.<sup>1</sup>

### المطلب الثالث: نظرية الاستدلال أو الإشارة *théorie de signal*

تستند هذه النظرية على مفهوم انعدام التناظر في المعلومة *l'asymétrie de l'information* التي تتميز بها الأسواق المالية، إذ أن المعلومات التي تنشرها المؤسسات ليست هي بالضرورة المتغيرات الحقيقية. فتذهب هذه النظرية إلى تأكيد أن مدراء المؤسسات الأحسن أداء، هي التي تستطيع إصدار مؤشرات *des signaux* خاصة وفعالة تميزها عن غيرها من المؤسسات الأقل أداء، وخصوصية هذه المؤشرات هي صعوبة نشرها من قبل المؤسسات الضعيفة، هذه المؤشرات متعددة، نستطيع أن نذكر من بينها هيكل رأس المال، سياسة مكافآت رأس المال أو اللجوء إلى أوراق مالية معقدة أو إلى شروط خاصة في مختلف البناء المالية.

تقترح هذه النظرية نمودجا يحاول أن يعكس نوعية مؤسسة ما على أساس هيكلها المالي، فالمستثمرين يقسمون كل المؤسسات الموجودة في السوق إلى صنفين: A و B ، بحيث المؤسسات من الصنف A أحسن أداء من المؤسسات من الصنف B، من أجل تصنيف المؤسسات في المجموعتين A أو B ، يحدد المستثمرون في السوق مستوى من المديونية *D\** يسمى المديونية الحرجة *L'endettement critique* ، بحيث المؤسسات ذات النوعية الرفيعة (A) لها قدرة على الاستدانة أعلى من B وهكذا.

<sup>1</sup> نفس المرجع، ص 369.

إن اللجوء إلى هذا النموذج يكون مجديا في سوق مالي متميز بانعدام التناظر في المعلومة l'asymétrie de l'information الناتج خاصة من امتلاك هذه الاخيرة من قبل المدراء.<sup>1</sup>

### المطلب الرابع: نظرية الترتيب السلمي (الالتقاط التدريجي )

من أجل تحديد الهيكل التمويلي هناك نظرية أخرى من بين النظريات الحديثة ظهرت في منتصف الثمانينات ، ويتعلق الأمر بنظرية الترتيب السلمي أو نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل ل"مايرز"، وتتص هذه النظرية على أن المؤسسة تفضل التمويل الداخلي (التمويل الذاتي ) على التمويل الخارجي ( ديون وأسهم عادية ) ، أما إذا تطلب الأمر تمويلا خارجيا فإن المؤسسة تفضل الديون على الأسهم العادية.<sup>2</sup>

ويرجع سبب اختيار هذا الترتيب إلى الأخذ بعين الاعتبار المزايا التي يتمتع بها كل مصدر من هذه المصادر ، حيث يعود سبب مجيء التمويل الداخلي في المرتبة الأولى إلى كونه مصدرا لا يواجه عادة بالمعارضة ، إضافة إلى أنه يعفي المديرين الماليين من السعي للإلتصال بالمستثمرين المحتملين من مقرضين وملاك ، كما يبعد المؤسسة عن الوقوع تحت تأثير منطوق سوق رأس المال في حالة إصدار المزيد من الأسهم . فإصدار كمية كبيرة من الأسهم قد يترك أثرا عكسيا على القيمة السوقية للسهم كما يحتمل أن يحدث تغييرا في مراكز الملاك داخل الجمعية العامة إضافة إلى ذلك لا تنطوي مصادر التمويل الداخلية أو الذاتية على تكاليف إصدار على عكس مصادر التمويل الخارجية.

يضاف إلى ذلك انه إذا كانت مصادر التمويل الداخلية تأتي في قمة سلم التفضيل ، فانه وللأسباب ذاتها يتوقع أن تأتي الأموال المقترضة في الدرجة التالية وهو ما يتوافق مع مقتضيات النظرية، فإصدار السندات ينطوي على معارضة أقل كما أن تكلفة الإصدار المصاحبة لها عادة ما تكون أيضا أقل وذلك مقارنة بإصدار الأسهم العادية و بناء عليه

<sup>1</sup> يوسف قريشي، سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، أطروحة دكتوراه دوله في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة الجزائر، 2005، ص 152.

<sup>2</sup> عدوي هاجر "محددات الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية" مذكرة ماجستير، جامعة منتوري قسنطينة، 2011 ص 97.

قد يكون من الأفضل للمؤسسة أن تعطي الأولوية في التمويل للأرباح المحتجزة بدلا من إصدار أسهم عادية على أن تأتي الأموال المقترضة بينهما.<sup>1</sup>

إضافة إلى ذلك هناك سبب آخر ينبذ فكرة الاعتماد على إصدار أسهم جديدة ونقصد بذلك الإشارات التي يبعثها إصدار أسهم جديدة ، حيث يعطي إشارة غير سارة للسوق ومن ثم ينبغي تجنب الاعتماد على ذلك قدر المستطاع للحفاظ على طاقة اقتراضية قد تحتاج إليها المؤسسة مستقبلا.

مما سبق يتضح أن نظرية الترتيب السلمي أو نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل قد قدمت للمدير المالي للمؤسسة ترتيبا لمصادر التمويل التي يلجأ إليها لتغطية الاحتياجات التمويلية للمؤسسة.

### المطلب الخامس: نظرية الوكالة (théorie de l'agence)

إن دحض فرضية غياب التضارب بين مصالح مختلف الأعوان الذين لهم علاقة بحياة المؤسسة (مسييرين، مساهمين، مدينين خاصة بالنسبة للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة) يعود إلى النظرية التي تسمى بالوكالة. هدف هذه النظرية هو تقديم خصائص التعاقد الأمثل التي يمكن أن تعقد بين الموكل و الوكيل ،<sup>2</sup>

معتمدة في ذلك على المبدأ النيوكلاسيكي الذي مؤداه " أن كل عون اقتصادي يبحث على تعظيم مصلحته الخاصة قبل المصلحة العامة".

حيث أدخل ( Jensen et Meckling (1976) على التخمين الأكاديمي المتعلق بنظرية المشروع عامل تعدد الأهداف لشركاء المؤسسة التي قد تكون متناقضة في اغلب الأحيان ( خاصة بالنسبة للملاك، المدراء و المقرضين ) و انعكاس ذلك على مسألة اختيار الهيكل المالي، حيث تقترض هذه النظرية وجود مصالح خاصة بمدراء المؤسسة تدفعهم إلى سلوك يكون مغاير في حال ما إذا لو كانوا مساهمين، كما تقترح هذه النظرية تفسيراً لسلوك مختلف المتعاملين المعنيين بتمويل المؤسسة؛ مثل المدراء، الملاك أو المساهمين، المقرضين و

<sup>1</sup> منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في مصادر التمويل، منشأة المعارف، الاسكندرية، 1998 ص303،

<sup>2</sup> يوسف قرشي، مرجع سابق، ص156.

المدينين بشكل عام، و محاولة ملاحظة تأثير سلوكهم على تحديد هيكل التمويل. وتتطلب هذه النظرية من فرضيتين:

\_ ليس بالضرورة أن تكون أهداف المدراء و الملاك متطابقة؛

\_ أن المتعاملين ليسوا متساوون في الحصول على المعلومة المتعلقة بالمؤسسة ومحيطها، فنظرية الوكالة هي نظرية تحاول البحث على تصور العقود المثلى بين الأطراف و تفسير سلوك هؤلاء و أولئك بمجرد أن تكون هناك علاقة وكالة.

علاقة الوكالة هي عقد بموجبه يقوم شخص يدعى الموكل mandant باللجوء إلى شخص آخر يسمى الوكيل mandataire أو agent، من أجل القيام بمهمة معينة نيابة عنه وباسمه، فيما يتعلق بالمؤسسة، هذه العلاقة توجد بين الملاك أو المساهمين أو أي مقرض أموال آخر، و المدراء أو المسييرين حيث يتم التنازل عن جزء من سلطاتهم، و الموكل و الوكيل يحاولا تعظيم منفعتهما مما يجعل من علاقتهما مصدرا للتناقض، فعلاقة الوكالة ينجم عنها نوعان من تضارب المصالح فهي تؤدي إلى بروز لتناقض في المصالح بين المسير و المساهمين من جهة، وبين المساهمين و المدينين ( المقرضين ) من جهة ثانية.

### 1-التضارب بين مصالح المساهمين و المسير:

فإذا كان المسير لا يحوز شخصيا على كامل حقوق الملكية في المؤسسة، فإن وكالة التسيير التي تتجم على هذه الوضعية عادة ما تكون مصدر لتكاليف الوكالة، و أسباب التضارب في المصالح<sup>1</sup>

يمكن أن تكون على شكل محاولة الوكيل تحويل ثروة غير مالية لصالحه باعتبار أنه لا يستفيد من العوائد الكلية لنشاطه، مع تحمله شخصيا للمسؤولية، الخلاف يمكن أيضا أن يكون ناتج عن حرص المسير الدائم على استمرار نشاط المؤسسة، حتى وإن كانت التصفية أكثر فائدة من المنفعة من وجهة نظر المساهمين.

<sup>1</sup> نفس المرجع، ص 157.

فظاهرة الاستثمار المفرط sur-investissement من جانب المسير تمثل هي الأخرى عامل للخلاف إذا كان المساهمين يرون أن توزيع التدفقات المالية المتاحة هو الأجدى، ومن المفترض أن يقوم المدراء بالعمل وفق مصالح موكلهم، لكن في الواقع عادة ما يلجئون إلى محاولة تعظيم ثروتهم الشخصية، هذه الوضعية تولد تكاليف تسمى بتكاليف الوكالة coûts d'agence و التي يمكن تصنيفها إلى ثلاث أنواع:

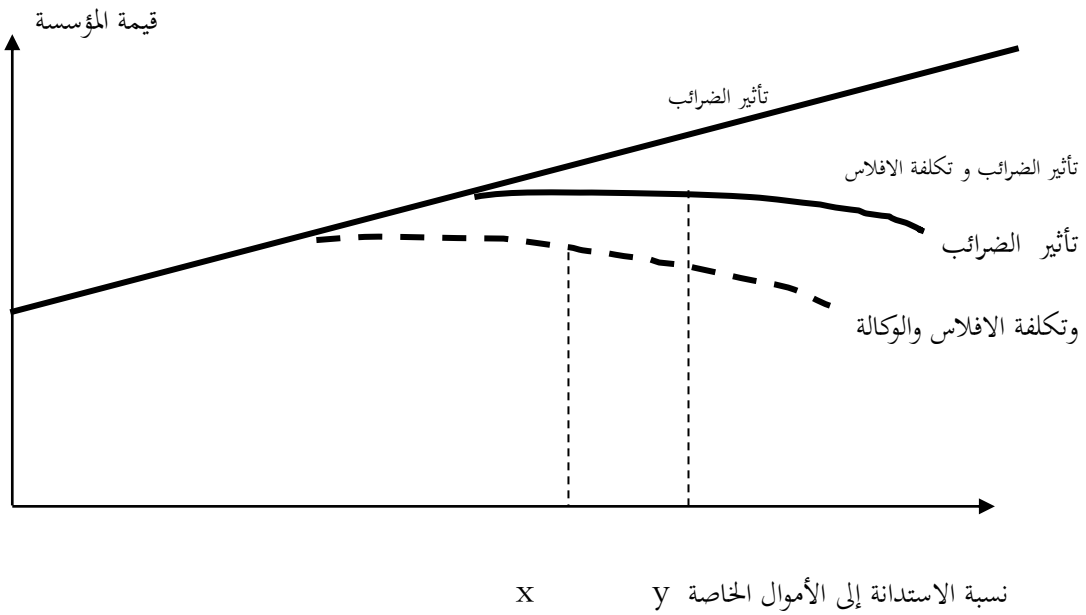
- تكاليف المراقبة les coûts de contrôle، التي يتحملها الموكل من أجل التحقق من أن تسيير الوكيل منسجم مع هدف تعظيم منفعته، أي التكاليف التي تنجم عن تتبع ورصد الوكيل لدفعه بأن يعمل لتحقيق مصلحة موكله.
- تكلفة البرهنة les coûts de justification ، مجسدة في المصاريف التي يقوم بها الوكيل من أجل التدايل على نوعية سلوكه للموكل، من خلال المؤشرات التي يظهرها الوكيل للموكل والتي يعبر له من خلالها على حسن التسيير.
- التكاليف الباقية les coûts résiduels ، و التي تظهر عندما تتجاوز تكاليف المراقبة العائد الحدي لهذا التوكيل. أي التي تنجم عن استحالة ممارسة مراقبة شاملة لتسيير الوكيل.

## 2\_التضارب بين مصالح المساهمين و المقرضين:

إن العلاقة التي تنشأ بين المقرض bailleur de fonds ( البنك ) و المؤسسة تخضع لمبدأ عدم التناظر في المعلومة l'asymétrie de l'information . و يتمثل هذا المبدأ في إعتبار وجود تباين في المعلومة من حيث المستوى و النوعية بين الأعوان الاقتصاديين وهذا طوال فترة علاقة القرض. وعليه أثناء هذه الفترة قد يجد البنك ( الموكل ) نفسه في وضع استحالة التحقق التام من الجهود التي تبذل من قبل المؤسسة ( الوكيل ) بسبب انعدام المعلومة. في هذه الحالة، مخاطر عدم التأكد بالنسبة للمقرض l'aléa moral تعرف بإمكانية أن تقوم المؤسسة بتحويل رؤوس الأموال المقترضة لغايات أكثر مخاطرة مما تم تقديره بشكل يعظم قيمة الاستثمار على حساب المخاطرة. هذه الوضعية تطرح مشكلة " إحلال الأصول substituions d'actifs المرتبط بطبيعة المكافئة التعاقدية للمدينين (المقرضين) .

وبالتالي يمكن أن يجد المقرض نفسه أمام حالة تحويل جزء من عوائد الاستثمار من قبل المؤسسة بسبب عدم التناظر في المعلومة. لذلك يحاول المقرض في حالة صعوبات التسديد، البحث فيما إذا كان سببها يعود فعلا إلى ظرف غير ملائم أو إلى سلوك وصولي من قبل المؤسسة كل هذه الظواهر يمكن أيضا أن تدفع المقرضين إلى العمل بتعديلات عن طريق عقلنة المقترضين و إمكانية الإقصاء red-lining وهذا ما يفسر وجود مثل هذه الوضعيات من محاولات العقلنة للقروض المهمة نسبيا الممنوحة للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة في السوق المالي<sup>1</sup>

الشكل(02\_07): قيمة المؤسسة في ظل خضوع المؤسسة للضريبة ووجود تكلفة الإفلاس و الوكالة



المصدر : منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية، مدخل تحليلي معاصر، الطبعة الخامسة، الكتاب العربي الحديث، الإسكندرية، 2003، ص673،

<sup>1</sup> نفس المرجع، ص 157.

## المبحث الثالث: المساهمات النظرية المفسرة لهياكل تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة

لم تتوقف الأبحاث المتعلقة بالمؤسسات الصغيرة و المتوسطة عن التطور خلال العشرين سنة الماضية، فقد تزايد شيئاً فشيئاً عدد الندوات و المجلات و أطروحات الدكتوراه التي اهتمت بهذا الصنف من المؤسسات، الأمر الذي قاد العديد من الباحثين إلى الكلام عن وحدة معرفية *identité épistémologique* للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، فهذا الانفراد في البحث للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة يمكن تفسيره بعاملان اساسيان:

- العامل الأول ذو طبيعة ميدانية، فهو ناجم عن الظرف الاقتصادي المتسم يتباطأ النمو الاقتصادي و ارتفاع درجات عدم التأكد في السوق المعولم *globalisés*. حينها تمثل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة بالنسبة للأعوان الاقتصاديين الوسيلة الكفيلة للاستجابة لحاجيات التكيف الجذري فيما يتعلق بالمرونة و اللامركزية.
- العامل الثاني ذو طبيعة نظرية، ففي واقع الأمر المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تمثل حالة خاصة بالنسبة للنظرية المالية المعيارية كما تمثل حقل خاص أيضاً لتبادل المعلومات، هذه الخصوصية المالية أعطت للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة حالة منفردة تستحق أن تكون موضوع بحث علمي مستقل.

هذه الخصوصيات التي تتميز بها للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة تمثل في غالب الأحيان مصدرا من مصادر الصعوبات المالية التي قد تواجهها، إذ يبدو أن بالنسبة لهذا الصنف من المؤسسات أن اشكالياتها في مجال الاختيار المالي اقل ارتباطا بمجرد التحكيم بين الموارد المتاحة التي هي نتاجا لمجموعة من المعوقات التقنية و المؤسساتية، فهذا الفارق في إمكانيات التمويل بين المؤسسات الصغيرة و المتوسطة ( م ص م ) و المؤسسات الكبيرة ( م ك )، اضافة الى التكاليف الناجمة عن خاصيتها كونها ( م ص م )، هو الذي يخلق الفرق المالي (*écart financier* ( *finance gap*).

من الناحية التاريخية لم تبدأ الأبحاث التي تعتبر هذه المؤسسات كنظم خاصة في الظهور إلا في منتصف السبعينيات، ومنذ و ذلك الحين لم يعد ينظر إلى ( م ص م ) على أنها الشكل المصغر للمؤسسة الكبيرة، فأول الدراسات التي تمت في هذا المجال حاول أصحابها

أخذ النظريات التي كانت موجودة في الأصل و البحث في تلك التي تصلح لتفسير السلوك المالي لـ ( م ص م ) .

فإذا انطلقنا من نموذج مودجلياني وميلر (1958) Modigliani et Miller ، فسوف نجد أن احد الفرضيات الأساسية للنموذج، هو وجود السوق المالي في حالة منافسة تامة، وهو الأمر الذي يبدو غير منسجم مع حالات ( م ص م). فهذه النظرية لا تأخذ في الحسبان اثر الحجم la taille أو درجة التطور le stade de développement على الهيكل المالي للمؤسسة.

بالنسبة لـ Colot et Michel (1996) في تحليلهما لمدى صلاحية نظرية الوكالة لـ ( م ص م) خلاصا إلى أنها لا تمثل الأداة الأحسن التي تسمح بتفسير الهيكل المالي لـ ( م ص م). بالرغم من حيازة هذه النظرية على القدرة التفسيرية الهائلة في معالجة إشكاليات ( م ص م). وهو الرأي الذي دافع عليه العديد من الاختصاصيين مثل (1991,1992) Ang أو (1984) Charreaux . بالرغم من أن بعض الدراسات الميدانية (1991) Norton، (1992) Landstrom ترفض منطلقات التي تقوم عليها هذه النظرية. فنظرية الوكالة تقبل فرضيتين سلوكيتين وهما:

- يتحرك كل الأعوان بالشكل الذي يسمح بتعظيم دالة المنفعة الخاصة بكل واحد منهم؛
- هؤلاء الأعوان قادري على استطلاع بشكل عقلائي ودون مجازفة، آثار علاقات الوكالة على القيمة المستقبلية لدمهم المالية.

وذلك باعتبار أنه و كما أسلفنا أن علاقة الوكالة " هي عقد يقوم بموجبه شخص أو أكثر باللجوء إلى خدمات شخص آخر من أجل القيام بدلا منه وباسمه بمهمة معينة"، وهذا ما يعني توكيلا من العون من جانب اتخاذ القرار décisionnelle. مما يؤدي إلى نشوب مشاكل عندما يقوم العون بخدمة مصالحه بدل مصالح موكله، وتخفيض مخاطر هذا النزاع الذي قد يبرز نتيجة سلوكا تفضيلي من قبل المسير، قد يولد تكاليف تسمى تكاليف الوكالة. ومنه أن المستوى الأمثل للمديونية يتم الوصول إليه عندما تكون تكاليف الوكالة في حدودها الدنيا.

في حالة (م ص م)، فإن مشاكل انعدام التناظر في المعلومة asymétrie d'information و المخاطر المعنوية le risque moral تكون بحجم اكبر مقارنة بالمؤسسات الكبيرة ويفسر

هذا بانعدام الشفافية المالية و بهيكل الملكية، وهذا ما يولد تردد من قبل المدينين فيما يتعلق بالقروض الطويلة الأجل وهذا مع وجود مخاطر عالية فيما يتعلق بإحلال الأصول . substitution des actifs

كما أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تلجأ أكثر إلى القروض القصيرة الأجل بدل استعمال السيولة التي تتوفر عليها، ومشاكل الوكالة يتم التقليل منها بتقديم الضمانات، على هذا الأساس المؤسسات التي تملك حصة عالية من الاستثمارات تستطيع الحصول بشكل أسهل على التمويل الخارجي.

لقد اعتمدت العديد من الدراسات على نظرية دورة حياة المؤسسة، وخلصت هذه الدراسات إلى اعتبار أن هذه النظرية هي الوحيدة التي بإمكانها تفسير هيكل رأس المال وهذا عن طريق مراحل التطور.

العديد من الأعمال حاولت التأكد من صحة مجمل هذه النظريات المالية في حالة المؤسسات الصغيرة و المتوسطة. فقد قام (Norton 1991) بتحقيق على أكثر من 100 مسير(م ص م) في الولايات المتحدة مؤسساتهم في حالة نمو، وخلص إلى أن العناصر المرتبطة بتكلفة الإفلاس، الوكالة و انعدام التناظر في المعلومة *asymétrie d'information* لا تفسر الهيكل المالي لا (م ص م) في حين أن معظم قرارات المسؤولين الماليين تبدو متطابقة مع نتائج نموذج التمويل التسلسلي : أموال داخلية، أموال خارجية و تمويل عن طريق الأموال الخاصة في المقام الأخير.

هذا العجز الظاهر للنظريات المالية الموجودة على تفسير السلوك المالي للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة يجد تبريره بخصوصية هذه الأخيرة. فهي تتميز بمخاطر استغلال عالية، عدم وجود أسواق مالية منظمة و انعدام التناظر في المعلومة . في حين أن التكرار المستمر لهذه الأطروحة يفهم منه أن كل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة هي خاصة .spécifiques

وبالتالي الخصوصية هنا لها طابع شمولي، وهو ما يقلل بشكل كبير من تباين المؤسسات الصغيرة و المتوسطة.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> نفس المرجع، ص 180.

## خاتمة الفصل الثاني

لقد رأينا من خلال ما سبق أهم النظريات المفسرة لوجود هيكل مالي أمثل من شأنه أن يحدد قيمة المؤسسة، لذا يرى البعض أن وجود هيكل مالي أمثل لرأس المال يؤدي إلى تخفيض التكلفة الكلية للأموال، وبالتالي تعظيم قيمة المؤسسة، ولإثبات ذلك كانت هناك نظريتان هما: مدخل صافي الربح الذي يعتمد على افتراض أن تكلفة كل من أموال الملكية وأيضا الافتراض ثابت لا يتغير وليس له أي علاقة بهيكل رأس المال، أما في النظرية التقليدية فهو يفترض وجود نسبة افتراض مثالية تنخفض عندها تكلفة الأموال إلى أدنى حد وبالتالي تصل عندها قيمة المؤسسة إلى حدها الأقصى.

في حين يرى بعض الكتاب أنه لا تأثير لهيكل رأس المال على قيمة المؤسسة ويقوم إفتراضهم على أن تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة كلاهما مستقل ومن مؤيدي هذا المدخل نظرية صافي ربح العمليات ونظرية مدجلياني وميلر، فنظرية صافي ربح العمليات تقوم على افتراض أساسي وهو أن التكلفة الكلية للأموال تكون ثابتة أيا كانت نسبة المديونية في المؤسسة، أما نظرية مودجلياني و ميلر فقد اعتبروا أن مدخل صافي ربح العمليات هو المدخل المقبول وقيمة المؤسسة مستقلة عن هيكلها المالي في ظل تجاهل الضرائب، وقامت هذه الأخيرة على افتراضيين أساسيين هما: وجود سوق لرأس المال كامل، و أن المؤسسة يمكن وضعها في شرائح على أساس درجة المخاطر التي ينطوي عليها النشاط.

لكن وجهت لهذه النظرية عدة انتقادات مما سمح بظهور نظرية مودجلياني وميلر في وجود الضرائب، و عدة نظريات أخرى على غرار تكلفة الوكالة وتكلفة الإفلاس، ونظرية الإفلاس و الإشارة وكلها كانت سليمة في الطرح، ومع كل هذا يبقى الجدل مستمرا حول تأثير الهيكل المالي على تكلفة الأموال.

ثم رأينا كيف يتم تطبيق هذه النظريات على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والتحقق من مدى نجاعتها، وصحتها وخلصنا أن لها طابع شمولي و أن هذه المؤسسات خاصة مما تؤثر على هيكلها المالي.

الفصل الثالث

مخطبات الفحولة

المالية للمؤسسات الصغيرة

و المتوسطة الجزائية

## الفصل الثالث: محددات الهيكل المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية

في هذا الفصل سوف يتم التطرق إلى بعض الدراسات السابقة التي تناولت العوامل المؤثرة على تشكيل الهيكل المالي، تمهيدا لتحديد المتغيرات المستقلة للدراسة الحالية، و تتمثل هذه العوامل في: حجم المؤسسة، المرودية الاقتصادية، الضمانات ( هيكل الأصول)، معدل النمو و طبيعة القطاع.

وللقيام بدراستنا التطبيقية لعينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، وجب أولاً تقديم العينة ونموذج الدراسة والقيام بتحليل هذه النتائج باستعمال نموذج التحليل التمييزي، وذلك للوصول إلى أهم النتائج ومقارنتها مع النظريات المفسرة للهيكل المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية.

### المبحث الأول: العوامل المحددة للهيكله الماليه في الدراسات السابقه

توصلت الدراسات السابقه إلى أهم العوامل المحددة للهيكله الماليه، و هي حجم النشاط، مردودية المؤسسة، الضمانات، معدل النمو، وطبيعة القطاع.

#### المطلب الأول: حجم المؤسسة

أشارت العديد من الدراسات إلى أن لحجم المؤسسة تأثير على نسبة الاقتراض داخل الهيكل المالي، و قد قدمت هذه الدراسات عدة أسباب لوجود علاقة إيجابيه بين حجم المؤسسة و المديونية، أولها أن احتمالات الإفلاس تتخفف في المؤسسات ذات الحجم الكبير، كما أن المؤسسات الكبيره تملك الإمكانيه أكثر في اللجوء إلى الأسواق الماليه و تستطيع الاقتراض بشروط أيسر.

فقد كشفت دراسة Gordon عن وجود علاقة طرديه ذات دلالة إحصائية بين نسبة الاقتراض و حجم المؤسسة، كذلك كشفت دراسة Martin & Scott عن وجود علاقة بين حجم المؤسسة و نسبة الاقتراض، حيث تقل نسبة الاقتراض في المؤسسات صغيره الحجم عن نسبة الاقتراض في المؤسسات كبيره الحجم، بينما تكشف دراسة Marsh عن ميل المؤسسات كبيره الحجم إلى زياده الاقتراض قصير الأجل<sup>1</sup>.

ولعل ذلك يرجع إلى أن المؤسسات الكبيره الحجم يكون لديها قدرة أكبر على خدمه الدين، مما يجعلها تميل للاعتماد على القروض بدرجة أكبر، إضافة إلى أنها تستطيع الاقتراض بمعدل فائده أقل، مما يكون سببا في اعتمادها على الاقتراض بدرجة أكبر عن المؤسسات صغيره الحجم.

فيما يتعلق بالدراسات التي خصت المؤسسات الصغيره و المتوسطه، فقد توصلت دراسة<sup>2</sup> Najet إلى وجود علاقة موجبه بين حجم المؤسسة و المديونية، كما أظهرت أيضا دراسة غربي حمزه أن حجم المؤسسة لا يؤثر على مستوى الاستدانة الكلية<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> P. Marsh, **The choice Betewen Equity and Debt**, Journal Of Finance.37(March, 1982),Page.142.

<sup>2</sup> Najet Boussaa, **denaruralistion de la PME et apport de la theorie financiere moderne : une application econometrique sur donnees panel**.

<sup>3</sup> حمزه غربي، مرجع سابق، ص 109.

## المطلب الثاني: مردودية المؤسسة

تشير بعض الدراسات إلى متغير يعتقد في تأثيره على الهيكل المالي وهو مردودية المؤسسة، فارتفاع مستوى المردودية يعطي المؤسسة قدرا أكبر من المرونة في تغطية التزاماتها المالية.

ولقد كشفت دراسة Titman & Wessels أنه بسبب ارتفاع تكلفة الوكالة المصاحبة لإصدار أسهم جديدة، فإن الأرباح المحتجزة تأتي في مقدمة مصادر التمويل من حيث الجاذبية، تتبعها القروض و التي لها تكلفة وكالة و لكن يتولد عنها وفرات ضريبية، ثم يأتي التمويل بإصدار أسهم جديدة و الذي ينطوي على تكلفة وكالة دون أن يترتب على ذلك وفرات ضريبية، و بناء على ذلك يصبح من المتوقع أن تتجه المؤسسة التي تتميز بارتفاع معدل مردوديتها، و يتاح لها فرص احتجاز أرباح، إلى الاعتماد بدرجة أقل على الأموال المقترضة<sup>1</sup>.

ولقد أيدت نتائج دراسة Marsh ذلك، حيث كشفت عن وجود علاقة عكسية بين مردودية المؤسسة و نسبة الاقتراض، و يبرر الباحث ذلك بأن زيادة مستوى مردودية المؤسسة عادة ما يرتبط به زيادة المخاطر العملية *opérationnelle risque*. و هو ما يجعل المؤسسة تتجنب الاعتماد على القروض، أو أن زيادة مستوى المردودية قد يرتبط به زيادة نسبة الأرباح المحتجزة و بالتالي اعتماد المؤسسة بدرجة أقل على الأموال المقترضة<sup>2</sup>.

حيث تدعم نتائج هذه الدراسات نظرية الالتقاط التدريجي *pecking order theory* (POT) حيث تلجأ المؤسسة أولا إلى التمويل الذاتي، ثم بعد ذلك إلى القروض و في الأخير إلى إصدار الأسهم من أجل تمويل استثماراتها، فالمؤسسات الأكثر مردودية تعتمد بشكل أكبر على التمويل الذاتي، ومن ذاك تكون هناك علاقة عكسية بين المردودية و المديونية. بينما في الدراسات التي أجريت على المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، فأنا نجد أن نتائج دراسة Ydriss ZIANE التي أجريت على عينة من 781.861 مؤسسة صغيرة و

<sup>1</sup> S.Titman & R. Wessels, op.cit , Page .8.

<sup>2</sup> P. Marsh, op.cit, Page.140.

متوسطة فرنسية، قد وجد علاقة سالبة ذات دلالة إحصائية وبمعامل ارتباط مساويا إلى ( - 0.219 ) بين المردودية و المديونية.<sup>1</sup> وهي نفس النتيجة التي توصلت اليها Najet<sup>2</sup> التي أجرتها على عينة من 300.000 مؤسسة صغيرة ومتوسطة فرنسية، حيث وجدت أن هناك علاقة عكسية بين المردودية و المديونية.

غير أن اختلاف نتائج الدراسات السابقة حول طبيعة العلاقة بين مردودية المؤسسة و المديونية، قد يرجع إلى اختلاف عينات الدراسة، أو إلى اختلاف الفترة الزمنية التي تمت فيها تلك الدراسات، و قد يرجع سبب الاختلاف إلى استخدام مؤشرات مختلفة لقياس كل من مردودية المؤسسة و نسبة الاقتراض. إلا أن ذلك لا يغني عن الحاجة إلى مزيد من الدراسات للوقوف على طبيعة العلاقة بين مردودية المؤسسة و المديونية.

**المطلب الثالث: الضمانات ( هيكل الأصول):**

يعبر عن هذه المتغيرة أحيانا بهيكل الأصول *structure des actifs*، وقد لمسنا اختلاف بين العديد من الدراسات السابقة 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 لهذه المتغيرة على نسبة الاقتراض في المؤسسة.

فمنها من خلص إلى أن هناك علاقة عكسية بين نسبة الأصول الثابتة إلى مجموع الأصول ( هيكل الأصول)، و نسبة الاقتراض، فكلما زادت نسبة الأصول الثابتة إلى مجموع الأصول زاد اعتماد المؤسسة على الأموال الخاصة و قل اعتمادها على القروض، وهو ما أيده Marsh 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.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> Ydriss ZIANE ,2001. La structure d'endettement des PME francaises : une etude sur donnees de panel.

<sup>2</sup> Najet Boussaa, op.cit page 11

<sup>3</sup> P. Marsh, op.cit, Page141.

وتتطابق هذه النتائج مع نظرية POT، فالمؤسسات التي تملك بدرجة أقل الأصول الضامنة، تكون أكثر حساسية لظاهرة عدم التناظر في المعلومات، لذلك تستعمل القروض التي تمثل نمط تمويل أقل حساسية لعدم التناظر في المعلومات مقارنة بالأسهم. بينما تشير نتائج دراسات أخرى إلى أن المؤسسة التي يتضمن هيكل أصولها نسبة مرتفعة من الأصول الثابتة تميل إلى استخدام قدر كبير من القروض الطويلة الأجل في هيكلها المالي، و لذلك ما يبرره حيث أنه وفقا لمبدأ التغطية في التمويل، و الذي يقضي بضرورة تمويل الأصول الثابتة من مصادر تمويل دائمة سواء أموال خاصة أو قروض طويلة الأجل، فمن المتوقع أن يصاحب ارتفاع نسبة الأصول الثابتة في هيكل الأصول ارتفاع نسبة الاقتراض بالهيكل المالي.

و تدل هذه الدراسات ذلك بكون أن الأصول ذات صفة الضمان ( الأصول الثابتة + المخزونات )، تخضع بصورة أقل لظاهرة عدم التناظر في المعلومات، كما أنها تفقد قيمة أقل مقارنة بعناصر الأصول الأخرى في حالة تعرض المؤسسة للتصفية، وعليه فإنها تمنح ضمان للمدينين، فدرجة المخاطر تكون أقل إذا كانت المؤسسة المقترضة تطرح ضمانات حقيقة و بالتالي يعتقد أن يتلقى المقرضين ذلك بشكل إيجابي. و قد دعمت هذه الأطروحة نتائج أعمال كل Myers & Majluf<sup>1</sup> و، حيث يرون أن المؤسسة التي تملك أصولا يمكن تقديمها كضمان للمقرضين، يمكنها الاعتماد على الاقتراض بدرجة أكبر.

وقد دعم هذه النتائج دراسة Philippe Gaud et Elion Jani 2002 التي كشفت عن وجود علاقة موجبة بين حجم الضمانات و مستوى المديونية بمختلف صور قياسها في حين أن الدراسات التي أجريت على المؤسسات الصغيرة و المتوسطة قد خلصت إلى نتائج متباينة، فقد وجدت Najet النتائج التالية:

- علاقة عكسية مع معدل المديونية.
- علاقة عكسية مع معدل المديونية القصير الأجل.
- علاقة طردية مع معدل المديونية الطويلة الأجل.

<sup>1</sup> S.Myers and N.Majluf, **Corporate finance and investment decisions when firm have information investors do not have**, Journal of Financial Economics, (June, 1984), page.188.

بينما كشفت دراسة Ydriss ZIANE على وجود علاقة طردية بين مستوى الضمانات التي تملكها المؤسسات الصغيرة و المتوسطة و مستوى المديونة بمعامل (0.501)، على اعتبار أن هذه الدراسة استعملت مقياس واحد للمديونية و معدل القروض المالية، وهي أيضا نفس النتائج المتوصل إليها في دراسة غربي حمزة<sup>1</sup>

### المطلب الرابع: معدل نمو المؤسسة

تتفق نظرية الإفلاس و نظرية الوكالة على وجود علاقة عكسية بين معدل نمو المؤسسة و معدل الاقتراض، بينما تخالف نظرية الالتقاط التدريجي للتمويل هذه الفرضية. ففي إطار نظرية تكلفة الإفلاس، و أمام وجود إمكانية النمو، يتوقع عزوف المؤسسة على اللجوء إلى الاقتراض باعتبار أن قيمة الأصول تكون شبه معدومة في حالة التصفية. أما فيما يتعلق بنظرية الوكالة، و في حالة وجود تناقض في المصالح بين المساهمين والمدراء، فإن اختيار نمط التمويل الخارجي يتأثر بهذه المتغيرة، فوجود إمكانية النمو يجعل مصالح جميع الأطراف متماثلة مما يجعل من التمويل بالأموال الخاصة النمط المفضل. بالمقابل و في ظل غياب إمكانية النمو تصبح المديونية الاختيار المجدي وذلك لدورها في تهذيب سلوك المدراء<sup>2</sup>.

فحسب Myers أن تكاليف الوكالة بين المساهمين و المدينين تكون أعلى كلما كانت إمكانيات النمو المستقبلية للمؤسسة أكبر مقارنة بالقيمة الحالية الأصول للمؤسسة العاملة، وعليه يتوقع وجود علاقة عكسية بين مستوى المديونية و معدل النمو، وتكاليف الوكالة بين المساهمين و المدينين يمكن أن تكون أقل إذا كانت المؤسسة تمول بقروض قصيرة الأجل Titman & Wessels أو بقروض قابلة للتحويل Jensen Meckling في نفس الوقت. العلاقة المتميزة بين المدينين و المؤسسة، يمكن أن تقلل من مشاكل عدم التناظر في المعلومات الناجمة عن وجود إمكانيات النمو و بالتالي تشجع على التمويل البنكي.

بالمقابل، و في ظل وجود التقاط تدريجي للتمويل، المؤسسات التي تملك إمكانيات النمو العالية يكون لديها احتياجات تمويل كبيرة مما يدفعها للجوء إلى الاستدانة بالمقام الأول،

<sup>1</sup> حمزة غربي، مرجع سابق، ص 109.

<sup>2</sup> Jensen, M., 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers, American Economic Review 76, pages. 323-329.

خاصة مصادر التمويل الأقل تأثر بظاهرة عدم التناظر في المعلومات، مثل القروض القصيرة الأجل 1984, Myers Majluf 1984, Myers 1984 .

وقد كشفت أغلب الدراسات الميدانية السابقة عن وجود علاقة عكسية بين معدل النمو و المديونية، نذكر منها خاصة دراسة Rajan et Zingales 1995 ،حيث لاحظنا ذلك بالنسبة للمؤسسات التي يمكنها إصدار اسهم جديدة، فهي تلجأ إلى ذلك كلما كان سعر تداول أسهمها أكبر بفعل وجود معدلات النمو العالية. وقد أيدت دراسة Philippe Gaud et Elion 2002 Jani ذلك.

يلاحظ أن هذه النتائج مرتبطة بالمؤسسات المصنفة بالبورصة و التي يكون أمامها إمكانية الاختيار بين أنماط التمويل المختلفة.

وعلى العكس من ذلك فهناك الكثير من الدراسات الميدانية السابقة من كشفت عن علاقة طردية بين معدل النمو و مستوى الاقتراض في المؤسسة، حيث يشير Rielly إلى أن معدل نمو المؤسسة يؤثر بشكل جوهري في تحديد قدرتها على سداد التزاماتها المستقبلية و من ثم يحدد نسبة الاقتراض في الهيكل المالي<sup>1</sup>.

فعادة ما يتم قياس نمو المؤسسة من خلال النمو في المبيعات، حيث أن النمو في المبيعات قد يتيح للمؤسسة فرصة أكبر في الحصول على القروض، نظرا لأن النمو في المبيعات قد يسهم في زيادة قدرة المؤسسة على خدمة الدين.

أما الدراسات السابقة التي كان موضوعها المؤسسات الصغيرة و المتوسطة فقد وصلت إلى نتائج معاكسة تماما لما سبق الإشارة إليه، فقد كشفت دراسة Najet أن المؤسسات التي لها معدلات نمو مرتفعة وغير المصنفة في البورصة هي الأكثر استئانة سواء الاستئانة الإجمالية أو الاستئانة القصيرة الأجل ( بالنسبة للاستئانة الطويلة النتائج العلاقة ضعيفة). و بالتالي هناك علاقة طردية عموما بين معدل النمو و نسبة الاقتراض.

نفس النتيجة أكدتها دراسة Ydriss ZIANE التي كشفت عن وجود علاقة طردية بين متغير النمو و المديونية المالية بمقدار ( 0.158).

<sup>1</sup> F.Rielly, **Investment Analysis and Portfolio Manangement**, ( 2<sup>nd</sup> ed.) (Chicago, III : The Dryden P Press , 1985), Page .319.

وعليه فإن تتاقض هذه النتائج مع الفروض النظرية يعود في المقام الأول إلى الخصوصية التي تتميز بها المؤسسة الصغيرة و المتوسط عن المؤسسة الكبيرة.

### المطلب الخامس: طبيعة القطاع

تشير العديد من الدراسات إلى احتمال تأثير نوعية القطاع على نسبة الاقتراض بالهيكل المالي. حيث كشفت دراسة Shwartz & Aronson عن عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية للتباين في الهياكل المالية للمؤسسات التي تنتمي لنفس القطاع، بينما كشفت في ذات الوقت عن تباين في الهياكل المالية للمؤسسات التي تنتمي لقطاعات مختلفة. و هو ما أكدته دراسة لاحقة لـ Ferri & Jones و التي أوضحت أن طبيعة القطاع تعد محددًا جوهريًا لهيكل الأصول و بالتالي الهيكل المالي، إذ كشفت نتائج الدراسة على أن نسبة الأموال الخاصة في الصناعات الثقيلة كانت أكبر من مثيلاتها في الصناعات الخفيفة<sup>1</sup>، وهو ما أيدته دراسة Scott & Martin و دراسة Marsh فيما بعد.

بينما كشفت دراسة Najet عن نتائج متباينة في هذا الصدد، فقد أوضحت دراستها عن وجود علاقة طردية بين متغير نوعية كل القطاعات المدروسة و معدل المديونية الإجمالية، في حين وجدت علاقة عكسية بين قطاعات الصناعات الغذائية و الطاقة و قطاعات السلع الوسيطة و قطاعات سلع التجهيز و صناعات السلع الاستهلاكية الجاري من جهة و معدل الاقتراض القصير الأجل من جهة أخرى، و علاقة طردية بين متغير قطاعات البناء و الأشغال العمومية و قطاعات التجارة و قطاعات الخدمات من جهة و معدل الاقتراض القصير الأجل من جهة أخرى، في نفس الوقت كشفت ذات الدراسة عن وجود علاقة عكسية بين متغير جميع القطاعات التي تنتمي إليها مؤسسات العينة و معدل المديونية الطويلة الأجل.<sup>2</sup>

في حين كشفت دراسة غربي حمزة أن قطاع النشاط لا يؤثر على مستوى الاستدانة الكلية، سواء كان قطاع تجاري، صناعي أو خدماتي.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> M.Ferri & W.Jones, Op.Cit, Page 643.

<sup>2</sup> Najet Boussaa, op.cit page 17.

<sup>3</sup> حمزة غربي، مرجع سابق، ص 109.

### المبحث الثاني: منهجية الدراسة الإحصائية

في هذا المبحث سيتم تقديم عينة الدراسة والنموذج الإحصائي المستخدم في التحليل والمتغيرات التابعة والمستقلة وطرق حسابها الرياضية.

#### المطلب الأول: مصدر العينة

تم الحصول على العينة محل الدراسة من المركز الوطني للسجل التجاري بالمحمدية بالجزائر العاصمة، وهي تحتوي على عينة مكونة من 150 مؤسسة، وتم أخذ الميزانية المالية وجدول حسابات النتائج للسنتين 2010-2011، وهي تحتوي أيضا على محضر الجمعية العامة وعلى الشكل القانوني لها.

\_ يمكن تقسيم المتغيرات إلى: متغيرات تابعة و مستقلة

#### المتغير التابع:

$$\text{معدل الاقتراض EB} = \frac{\text{القروض البنكية}}{\text{مجموع الميزانية}}$$

#### المتغيرات المستقلة:

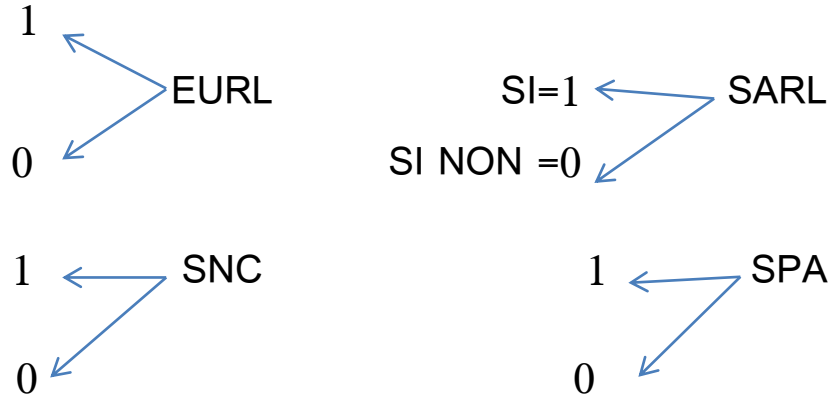
$$\text{المردودية RE} = \frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{مجموع الميزانية}}$$

$$\text{الضمانات GAR} = \frac{\text{الأصول الملموسة+المخزونات}}{\text{مجموع الميزانية}}$$

$$\text{حجم المؤسسة TA} = \text{رقم الأعمال } I(CA)$$

$$\text{النمو CR} = \frac{\text{log CA القديم} - \text{log CA الجديد}}{\text{log CA الجديد}}$$

الشكل القانوني:



المطلب الثاني: تقديم النموذج

لتحليل هذه العينة يجب استعمال نموذج التحليل التمييزي

## 1\_ نموذج التحليل التمييزي

يعتبر رونالد أيلمر فيشر أول من قام بوضع نموذج التحليل التمييزي في عام 1963، يتمثل دور التحليل التمييزي في تقدير نموذج يساعد على التصنيف انطلاقاً من عينة الدراسة.

يستخدم نموذج التحليل التمييزي لبناء توقعات للمتغير التابع الذي يتكون من مجموعتين، بالاعتماد على خصائص الظاهرة المدروسة من خلال تقدير دالة مميزة لمجموعتين من إحدى المجموعتين التي يتكون منها المتغير التابع، حيث تقوم الدالة بايجاد معاملات المتغيرات التي تستخدم في عملية التمييز للمجموعة المعنية.

## 2\_ وصف العينة

في العينة المختارة، والمكونة من 150 مؤسسة (SARL .EURL.SPA.SNC.)، سيتم معرفة إذا ماكانت لهذه المؤسسات تمويل عن طريق القروض في هيكلتها المالية، لذا تعطى على الشكل التالي:

$$EB = \begin{cases} 1 & si: EB = 1 \\ 0 & si: EB \neq 0 \end{cases}$$

ولتسهيل الدراسة سيتم استعمال برنامج SPSS الذي يساعد على التمييز بين هذه المؤسسات التي لها إستدانة من عدمها.

الجدول رقم(1-3): وصف عينة الدراسة

Statistiques de groupe					
القروض EB البنكية		Moyenne المعدل	Ecart-type الانحراف	N valide (liste)	
				Non pondérées	Pondérées
0	EURL	.2803738	.45129567	107	107.000
	SPA	.0373832	.19059161	107	107.000
	GAR	.3557029	.25934821	107	107.000
	RE	.0950262	.17001665	107	107.000
	CR	.0150246	.05116987	107	107.000
	SARL	.5887850	.49436964	107	107.000
	SNC	.0934579	.29244288	107	107.000
	TA	16.9394707	1.56415641	107	107.000
1	EURL	.2790698	.45385027	43	43.000
	SPA	.1395349	.35060460	43	43.000
	GAR	.4431559	.26444803	43	43.000
	RE	.0887730	.09017384	43	43.000
	CR	.0060974	.02707537	43	43.000
	SARL	.5348837	.50468459	43	43.000
	SNC	.0465116	.21308263	43	43.000
	TA	18.0586505	2.08343608	43	43.000
Total	EURL	.2800000	.45050307	150	150.000
	SPA	.0666667	.25027949	150	150.000
	GAR	.3807728	.26294007	150	150.000
	RE	.0932336	.15120800	150	150.000
	CR	.0124655	.04567021	150	150.000
	SARL	.5733333	.49624992	150	150.000
	SNC	.0800000	.27220206	150	150.000
	TA	17.2603023	1.79497430	150	150.000

يمثل الجدول رقم (1-3) مجموع المؤسسات التي اعتمدت على الإستدانة حيث نجد من بين 150 مؤسسة 107 مؤسسة لم تكن لها استدانة في هيكلها المالي، و43 مؤسسة كان لها استدانة، بمعدلات مختلفة.

حيث أن كل من EURL كان معدل إقتراضها 0.28 بمعدل إنحراف 0.45 وقد أظهر البرنامج أنها لم تعتمد على الإستدانة، في حين كان معدل إقتراض SPA 0.37 وبمعدل إنحراف 0.19 وكانت نتائج المتغيرات كل من الضمانات والمردودية والنمو لها تأثير على الاستدانة في هذه الشركات بمعدلات مختلفة، بينما لم يظهر متغير الحجم في الشكلين من المؤسسات.

في حين أن مجموع SARL التي لم تعتمد على الاستدانة كانت نسبتها 0.58 بمعدل إنحراف 0.49 ، ونفس الأمر بالنسبة لـ SNC فكانت النسبة 0.93 بمعدل إنحراف 0.29.

أما فيما يخص مؤسسات EURL التي إعتمدت على الاقتراض فكانت نسبتها 0.27 وبمعدل إنحراف 0.45 ، و مؤسسات SPA التي كان لها اقتراض فكان معدلها 0.13 وبانحراف 0.35 ، ويلاحظ أيضا أن المتغيرات المستقلة كان لها تأثير في اختلاف معدلات الاقتراض، وكما هو ملاحظ أن متغير الحجم ليس له تأثير في الاقتراض.

وفيما يتعلق بمؤسسات SARL التي كان لها استدانة بنسبة 0.53 ، وبمعدل إنحراف 0.50 ، ومؤسسات SNC هي الأخرى لها كانت لها استدانة بنسبة 0.46 وبمعدل إنحراف 0.21 ، هذين الأخيرتين إعتمدتا على متغير الحجم بنسبة 18.05 وبمعدل إنحراف 2.08 ، في حين لم تكن للمتغيرات الأخرى أي أثر.

### المبحث الثالث: تطبيق النموذج وتحليل النتائج

في هذا المبحث سيتم إختبار النموذج باستعمال برنامج SPSS، للوصول إلى نتائج تطبيق النموذج، وتحليلها وفق النظريات المفسرة للهيكل المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

#### المطلب الأول: إختبار النموذج

الجدول رقم (2-3): إختبار النموذج

Lambda de Wilks				
Test de la ou des fonctions	Lambda de Wilks	Khi-deux كاي تربيع	Ddl درجة الحرية	Signification الدلالة الاحصائية
1	.870	20.149	5	.005

المصدر: بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS.

يمثل الجدول رقم (2-3) إختبار نموذج التحليل التمييزي وذلك نسبة إلى مستوى الدلالة.

الجدول (3-3) المتغيرات المفسرة للنموذج حسب نموذج التحليل

Coefficients des fonctions discriminantes canoniques standardisées	
	Fonction
	1
SPA	.470
GAR	.484
RE	.150
CR	-.335
TA	.725

المصدر: بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS.

يمكن صياغة النموذج كالتالي:

$$S=0.47SPA+0.484GAR+0.15RE-0.335CR+0.725TA$$

حيث S تمثل النتيجة

من خلال الجدول (3-3) فإن الشكل القانوني الدال على شركة المساهمة SPA

والضمانات GAR، والمردودية RE، والنمو CR، والحجم TA تؤثر على نسبة الاقتراض.

أي أنه: كلما ارتفعت قيمة الضمانات المقدمة للبنوك زادت نسبة الاقتراض، وهذا ما يؤدي بحجم المؤسسة أيضا إلى الزيادة وهو نفس الحال بالنسبة للمردودية، وكل هذه العوامل المساعدة على زيادة نسبة الاقتراض تؤدي بالنمو إلى الانخفاض وهو ما يظهر جليا في النتيجة أعلاه.

أما باقي الأشكال القانونية للمؤسسات (SARI, EURL, SNC) ليس لها تأثير على نسبة الاقتراض

### المطلب الثاني: تطبيق نموذج التحليل التمييزي

الجدول رقم (3-4): مدى صحة الدراسة

Résultats du classement <sup>a</sup>					
القروض البنكية EB			توزيع المؤسسات		Total
			EB ≠ 0	EB = 1	
Original	Effectif	EB ≠ 0	79	28	107
		EB = 1	9	34	43
	%	EB ≠ 0	73.8	26.2	100.0
		EB = 1	20.9	79.1	100.0

المصدر: بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS.

يبين الجدول رقم (3-4) مدى صحة الدراسة بنموذج التحليل التمييزي.

حيث أن 104 مؤسسة لا تعتمد على القروض فإن النموذج أخطأ في 28 مؤسسة، أي أن النموذج عبر عنها بنسبة 73.8%، ومن بين 43 مؤسسة اعتمدت على القروض نجد أن النموذج أخطأ في 9 مؤسسات، وهي النتيجة المعبر عنها بنسبة 79.1%.

المطلب الثالث: تحليل النتائج بالمقارنة مع النظريات المفسرة للهيكلية المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية.

من خلال ما سبق تبين أن كل من المتغيرات المستقلة والتمثلة في الضمانات، الحجم، والمردودية، والنمو، والشكل القانوني لها تأثير على نسبة الاقتراض.

فنجد أن العلاقة طردية بين الضمانات ونسبة الاقتراض، أي كلما زادت المؤسسة في تقديم الضمانات كلما تحصلت على نسبة اقتراض عالية، وهذا ما يشير إلى دور

الضمانات المادية ضمن عقود الاقتراض المتعلقة بالمؤسسات، إذ يكاد يستحيل في البيئة الجزائرية الحصول على قروض بنكية دون أن تكون تملك حد أدنى من الضمانات. أما فيما يتعلق بحجم المؤسسة فنلاحظ وجود علاقة طردية بينه وبين نسبة الاقتراض، وهذا يجعله يلعب دورا قياسيا معاكسا لاحتمالات الإفلاس، فالمؤسسات ذات الحجم الأكبر تتمكن من الاقتراض بسهولة أكبر.

كما كشفت الدراسة عن العلاقة العكسية بين معدل النمو ونسبة الاقتراض وهذا مالا يتوافق مع نظرية الإشارة التي تعتبر أن معدل النمو يمثل مؤشر قوي على الصحة المالية للمؤسسة، وهذا مايقودنا أن تفسير ذلك يعود إلى حد كبير إلى عدم قدرة النظام البنكي على مسايرة معدلات نمو المؤسسات نتيجة لبطأ المعالجة الإدارية لملفات طلبات الاقتراض. كذلك تكشف الدراسة عن علاقة طردية بين المردودية والمتغير التابع معدل الاقتراض، وهذا مايتفق مع الفكر السائد في هذا المجال، حيث تؤكد هذه النتيجة وجود التقاط تدريجي في التمويل، أي أن المؤسسة مهما كان حجمها تلجأ في البداية إلى استنفاد مصادر التمويل الداخلية ( التمويل الذاتي) قبل أن تستتجد بالاقتراض بشكل معتبر.

والملاحظ أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية تعاني من إشكالية في التمويل، أي أن التمويل الخارجي لها محصور جدا.

وفيما يخص الشكل القانوني فقد لاحظنا أن شركات المساهمة أكثر استنادة من الأشكال القانونية الأخرى، لأن هدف هذه المؤسسات هو تجميع المدخرات من أجل إنشاء المشاريع الكبرى، لذا فإن أموالها الذاتية غير قادرة على توفير التمويل المناسب لإنشاء هذه المشاريع.

## خاتمة الفصل

بعد دراستنا لما جاء في خضم هذا الفصل تم التوصل إلى أن لكل من الحجم، والضمانات، والمردودية، والنمو بالإضافة إلى الشكل القانوني لها تأثير على مستوى الاستدانة.

حيث بعد دراسة قياسية للعينه المدروسة والمتمثلة في 150 مؤسسة جزائرية، والتي أخذنا منها جدول حسابات النتائج والميزانية، وبعد إخضاعها للأدوات الاحصائية المناسبة للتحليل بالإعتماد على برنامج SPSS، تم الحصول على عدة نتائج أهمها تتمثل محددات التمويل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية في الضمانات، وحجم المؤسسة وعلاقة طردية.

وتظهر نظرية الالتقاط التدريجي في التحليل من خلال متغير المردودية حيث العلاقة طردية وهو ما يتوافق معها أي ترتيب سلمي في التمويل.

أما فيما يتعلق بالنمو فأظهرت النتائج عن علاقة عكسية بالافتراض وهو ما يعكس مضمون نظرية الإشارة، التي تعتبر أن معدل النمو من أهم محددات التمويل في المؤسسات.

وبالنظر إلى الشكل القانوني فإن شركات المساهمة الأكثر استنادا بالتمويل حسب هذه الدراسة.

الجمالية

العلمية

## الخاتمة العامة

تناولت هذه الدراسة العوامل المحددة لسلوك المؤسسات الصغيرة والمتوسطة اتجاه التمويل البنكي بدراسة حالة الجزائر، وقد تم التوصل من خلال ثلاثة فصول احتوت في طياتها على الجانب النظري الذي تم التطرق من خلاله إلى نظرة عامة حول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ورأينا من خلاله مفهوم وصعوبة تحديد تعريف موحد لها وكل ذلك خاضع لجملة من العوامل الكيفية والنوعية، وبعدها توصلنا إلى تعريف حسب القانون التجاري الجزائري، وأشرنا من خلاله إلى خصائص وأهمية هذه الأخيرة على مختلف الأصعدة.

وكما نعلم أن لكل مؤسسة مصادر تمويل فقد ذكرنا أهم مصادر تمويلها والمتمثلة في قصيرة الأجل كالإتمان التجاري والإتمان المصرفي، ومصادر متوسطة الأجل كالتمويل بالاستئجار والقروض متوسطة الأجل، ومصادر طويلة الأجل كالأسهم والسندات والأرباح المحتجزة، ولكل منها تكاليف تم شرحها بالتفصيل.

أما فيما يتعلق بالفصل الثاني فكان مضمونه حول النظريات المفسرة للهيكل المالية، وتمحور على وجود هيكل مالي أمثل في غياب الضرائب وتم طرح من خلاله نظرية الربح الصافي والنظرية التقليدية التي تقر بأن وجود هيكل مالي أمثل ينشأ عن نقطة إقتراض مثلى، وبعد ذلك تأتي نظرية مودجلياني وميلر وكلفة الوكالة والإفلاس حيث ترى هذه النظرية أن القيمة السوقية للمؤسسة لا تتأثر بصياغة الهيكل المالي أي عدم وجود هيكل مالي أمثل.

وفي المقابل تم التطرق إلى تأثير الضرائب من خلال تكلفة الوكالة والإفلاس ونظرية الإشارة، والانتقاط التدريجي ونظرية المبادلة.

ثم بعد ذلك رأينا المساهمات النظرية المفسرة للهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتم التوصل من خلاله إلى الخصوصية التي تتميز بها هذه الأخيرة و هو ما يقلل بشكل كبير من تباينها.

أما في الجانب التطبيقي فقد تناول الدراسات السابقة التي تطرقت إلى العوامل المحددة للهيكلية المالية وهي الضمانات، الحجم، المردودية، ومعدل النمو، وقطاع النشاط، وللتحليل أكثر تم أخذ عينة لجملة من المؤسسات الجزائرية وبعد دراسة قياسية واستعمال نموذج التحليل التمييزي وبالاعتماد على برنامج SPSS، تم التوصل إلى جملة من النتائج المختلفة منها ما هو موافق للنظريات المفسرة للهيكلية المالية ومنها ما هو منافي لها.

من خلال ما سبق ومن وراء طرح إشكالية البحث: ماهي العوامل المحددة لسلوك المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية اتجاه التمويل البنكي؟

تم التوصل إلى عدة نتائج أهمها:

\_ توجد صعوبة في تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وهذا راجع إلى عدة عوامل مختلفة (اقتصادية وسياسية واجتماعية ) كما يستند تعريف هذه المؤسسات إلى مجموعة من المعايير والمؤشرات الكمية والنوعية

\_ تختلف مصادر التمويل من قصيرة الأجل إلى متوسطة وطويلة الأجل، وأن لكل نوع من هذه المصادر تكلفته الخاصة

\_ تختلف النظريات المفسرة للهيكل المالي في ظل غياب الضرائب وفي ظل وجود الضرائب.

\_ تتصف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالخصوصية ذات طابع شمولي.

\_ من أهم محددات التمويل البنكي للمؤسسات: الحجم، الضمانات، المردودية، معدل النمو.

\_ تختلف العلاقات بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع بين طردية وعكسية.

\_ العلاقة بين الضمانات، والحجم، والمردودية ومستوى الاقتراض طردية.

\_ العلاقة بين النمو ومستوى الاقتراض عكسية.

\_ اختلفت النتائج المتوصل اليها في الجانب التطبيقي بين موافقة للنظريات المفسرة للهيكل المالي ومنافية لها.

إذا ومن خلال النتائج السابقة وكإجابة على الاشكالية الرئيسية يمكن القول بأن كل من الضمانات وحجم المؤسسة و المردودية ومعدل النمو كلها كمحددات للتمويل البنكي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

### اختبار الفرضيات

✓ الفرضية الأولى: للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة أهمية بالغة في نمو الاقتصاد الوطني وهذا من خلال استثماراتها في المشاريع الصغيرة مما يجعلها تزيد من الدخل الوطني وتساعد على التوازن في ميزان المدفوعات، كما انها تخفض من نسبة البطالة، وهذا ما يقودنا إلى قبول هذه الفرضية.

✓ الفرضية الثانية: تمنح القروض البنكية للمؤسسات على اساس الضمانات المقدمة والتي أثبتنا صحتها من خلال دراسة الحالة المدروسة حيث توصلنا إلى العلاقة الطردية بين الضمانات ونسبة الاقتراض أي كلما زاد حجم الضمانات زادت نسبة منح القروض.

✓ الفرضية الثالثة: تعتبر الضمانات وحجم المؤسسة والمردودية ومعدل النمو من محددات التمويل البنكي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وهذا ما توصلنا إليه في ختام هذه الدراسة.

### التوصيات

يمكن القول مما سبق أنه على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الاهتمام أكثر بالهيكل المالي لها، وذلك من خلال دراسة محكمة لمصادر التمويل التي غالبا ما تعاني منها هذه الأخيرة، وأنه على الدولة أن تولي اهتماما كبيرا لها نظرا لأهميتها البالغة في النهوض بالاقتصاد الوطني، وذلك من خلال تقديم مزايا وحوافز تشجيعية وتفعيل أدائها ورفع عددها وترقيتها لاكتساب ميزة تنافسية، وإنشاء بنك معلومات يقوي العلاقة بينه وبين هذه المؤسسات

وهذا ما يسمح بالمعالجة السريعة للملفات مما يسمح بتخفيض المخاطر، وأيضاً إنشاء مؤسسات مالية متخصصة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مدعومة من طرف الدولة.

### آفاق الدراسة

إن هذه الدراسة قد حاولت معالجة هذا الموضوع في حدود الاشكالية وحسب المعلومات والمعطيات المتوفرة، والتي أمكننا الحصول عليها ومنه لا يمكن اعتبارها قد أحاطت بكل جوانب الموضوع بكل أبعاده نظراً لشساعة الموضوع، إن موضوع الدراسة يفسح النقاش لعدة مواضيع أخرى خاصة تلك التي تتناول تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ببدائل جديدة.

قائمة

المراجع

قائمة المراجع

المراجع باللغة العربية

1. خالد عبد العزيز محمد السهلاوي، معدل وعوامل انتشار المنشآت الصغيرة والمتوسطة في المملكة العربية السعودية، الإدارة العامة، المجلد 41، يوليو، 2001 .
2. دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، الطبعة الأولى، 2007.
3. رابح خوني، رقية حساني، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومشكلات تمويلها، إتراك للطباعة والنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، مصر، 2008.
4. سعد عبد الحميد مطاوع، الإدارة المالية، بدون دار النشر، بدون سنة النشر.
5. شاكِر القزويني، محاضرات في اقتصاد البنوك، الطبعة 2، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2000.
6. عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة، الاسكندرية، 2002.
7. عبد الغفار حنفي، رسمية زكى قرياقص، أساسيات التمويل والإدارة المالية، دار الجامعية الاسكندرية، 2001 .
8. عبد الله خبابه، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة آلية لتحقيق التنمية المستدامة، الدار الجامعية الجديدة، الاسكندرية، 2013.
9. عدنان تايه النعيمي وآخرون، الإدارة المالية النظرية والتطبيق، دار المسيرة، عمان، 2006.
10. علي عباس، الإدارة المالية، الاثراء للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، الطبعة الأولى، 2008.
11. فتحي زناكي، شركة المساهمة في القانون الوضعي والفقہ الإسلامي، دار النفائس، الأردن، 2012.
12. محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى ،سيد الصيفي، أساسيات ومبادئ الإدارة المالية المكتب الجامعي الحديث، 2007.
13. محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، أساسيات الإدارة المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2001.

14. محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية: مدخل القيمة واتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002 .
15. محمد صالح الحناوي، نيهال فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية: التحليل المالي للمشروعات، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2003.
16. منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في مصادر التمويل، منشأة المعارف، الاسكندرية، 1998.
17. وفاء عبد الباسط، مؤسسات رأس المال المخاطر ودورها في تمويل المشروعات الناشئة، دار النهضة العربية، 2001.  
المذكرات والرسائل الجامعية:
18. حمزة غربي، محددات الهيكل المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مذكرة ماجستير علوم تجارية ومالية غير منشورة، المدرسة العليا للتجارة، 2010.
19. شعيب أتشي، واقع وآفاق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر في ظل الشراكة الأوروبية الجزائرية، مذكرة ماجستير غير منشورة، تخصص علوم اقتصادية، جامعة الجزائر، 2007.
20. عدوي هاجر "محددات الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية" مذكرة ماجستير، جامعة منتوري قسنطينة، 2011.
21. لخلف عثمان، دور ومكانة الصناعات الصغيرة والمتوسطة في التنمية الاقتصادية، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 1994.
22. يوسف قريشي، سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، أطروحة دكتوراء دوله في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة الجزائر، 2005.  
الملتقيات والندوات
23. عبد المجيد قدي، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والمناخ الاستثماري، مجمع الأعمال، الملتقى الوطني حول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ودورها في التنمية، الأغواط، الجزائر، 8-9 أبريل 2002.

24. عبد الرحمن بن عنتر وعبد الله بلوناس، مشكلات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وأساليب تطوير قدرتها التنافسية، الدورة التدريبية حول تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ودورها في التنمية، الأغواط، الجزائر، 8—9 أبريل، 2002.

25. فريدة لرقط وزينب بوقاعة، كافية بوروبة، دور المشاريع الصغيرة والمتوسطة في الاقتصاديات النامية ومعوقات تنميتها، الدورة التدريبية حول تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتطوير دورها في الاقتصاديات المغاربية، سطيف، الجزائر، 25—28 ماي 2003.

#### القوانين والمراسيم

26. القانون رقم 01-18 المتضمن القانون التوجيهي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الجريدة الرسمية رقم 77، 15 ديسمبر 2001، المواد 5,6,7.

#### المراجع باللغة الأجنبية

27\_Pierre Vernimmen , **Finance D'entreprise**, Par Pascal Quiry Et Yann Le Fur, Editions Dalloz, 8e Edition , Paris, 2010.

28\_Pierre Vernimmen, **Corporate Finance : Theory And Practice**, Pascal Quiry, Maurizio Dallochio, Yann Lefur, Antonio Salvi, Editions John Wiley&Sons, Ltd, England, 2005.

29\_Phillipe Gillet, **les différents modes de financements et la structure optimal du capital** , université paris- dauphine,2003.

30\_R.Brealey & S. Myers, **Principe De Gestion Financière** , 7e Edition, Pearson Education France, 2003.

31\_Najet Boussaa, **denaruralistion de la PME et apport de la theorie finaciere moderne : une application econometrique sur donnees panel.**

32\_Ydriss ZIANE ,2001. **La structyre d'endettement des PME francaises : une etude sur donnees de panel.**

قائمة

الملاحق

SARL	EURL	SPA	SNC	GAR	RE	TA	CR	EB
0	1	0	0	0.73588314	0.06207105	18.2020481	0.0177612	1
0	0	1	0	0.14011517	0.01203172	17.1681805	-0.0069473	0
1	0	0	0	0.66564943	0.15932394	17.3176952	-0.0042539	0
0	0	1	0	0.56675097	0.01984253	19.5645633	-0.0115519	1
1	0	0	0	0.30853822	0.02841945	19.256828	0.06687719	0
0	0	1	0	0.06186813	0.33119405	19.0776319	-0.0195201	0
1	0	0	0	0.18184851	0.62610605	17.0048138	0.063212	0
0	1	0	0	0.12264197	0.3033325	20.939793	0.03132072	0
1	0	0	0	0.20932815	0.63586478	17.6969749	-0.0027705	0
0	0	0	1	0.73528355	0.0274232	15.1281089	0.04762975	0
1	0	0	0	0.53381783	-0.0526461	15.4976661	-0.0965241	0
0	0	1	0	0.49441185	0.07687238	20.084179	0.02092161	0
0	1	0	0	0.32899671	0.01311786	16.7142195	0.04168581	0
1	0	0	0	0.78296972	0.10360257	19.8911561	0.01061212	1
1	0	0	0	0.12563742	0.53432538	15.9885616	0.09348313	0
0	1	0	0	0.47656187	0.08124709	15.7930115	-0.003153	0
0	1	0	0	0.38325646	0.00481642	16.2486832	-0.0524067	1
1	0	0	0	0.00475953	0.07073981	14.7632503	0.00215169	0
1	0	0	0	0.06045318	0.04350244	16.8673364	0.00081948	0
0	0	0	1	0.79648997	0.01739324	15.5852201	0.01128117	0

## المخلص:

يعتبر قطاع المشروعات الصغيرة والمتوسطة قطاعا مميزا، لما له من خصائص وأهمية في معظم اقتصاديات العالم سواء على مستوى الدخل القومي أو في استحداث مناصب عمل كذلك تنوع الصادرات، توفير السلع والخدمات، إسناد الصناعات الكبرى، تعبئة الادخار الخاص وتوجيهه نحو الاستثمار، لذلك تعد قطاعا محوريا في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية، كما يعتبر التمويل من بين القضايا الهامة التي تشغل بال أصحاب المؤسسات، ويمكن على أساسها أن يكتب النجاح للمشروع أو أن يبوء بالفشل، إذ معظم المشروعات تعتمد على البنوك التجارية سواء في مرحلة الانطلاق أو التجديد، إلا أن شروط البنوك لا تتماشى وقدراتها، مما حتم عليها دراسة هذه المصادر من أجل تحديد هيكل مالي أمثل وأهم محدداته.

ومحاولة منا لإسقاط مختلف جوانب الموضوع على حالة الجزائر، قمنا باختيار جملة من المؤسسات الاقتصادية، ودراسة أهم محددات تمويلها.

**الكلمات المفتاحية:** المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، التمويل، الهيكل المالي.

## Résumé:

Secteur est considéré comme petites et moyennes entreprises du secteur spécial, en raison de ses propriétés et leur importance dans la plupart des dans le monde, que ce soit au niveau du revenu national ou dans le développement de l'emploi ainsi que la diversification des exportations, la fourniture de biens et de services, l'affectation des grandes industries, la mobilisation de l'épargne privée et de l'orienter vers l'investissement, il est donc un secteur clé dans la réalisation du développement économique et social, ainsi que considéré le financement des principaux et questions d'intérêt majeur pour les propriétaires d'entreprises, et sur lequel écrire le succès du projet ou que l'échec d'Abu, comme la plupart des projets dépendent des banques commerciales, à la fois à la phase de démarrage ou de renouvellement, sauf que les termes de la banque n'est pas compatible avec leurs capacités alors il faut obligé les ressource pour choisi bien le méyour financier structeur et leur dénaturation.

Nous et d'essayer de faire baisser les divers aspects de la question au cas de l'Algérie, nous choisissons des économes entreprises et fair d'étude à les nissicer dénaturation financier.

**Mots clés :** les petites et moyennes entreprises, le financement, financier structeur.

شَمْسُ مَجْدٍ وَاللَّهُ