

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة محمد بوضياف بالمسيلة

ميدان: العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
فرع: علوم التسيير
تخصص: إدارة مالية للمؤسسات



كلية: العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم: علوم التسيير
رقم:

عنوان الموضوع:

أثر الهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر دراسة عينة من المؤسسات (2010-2013)

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي في علوم التسيير

تحت الإشراف الأستاذ:
- نوي نور الدين

من إعداد الطلبة:
- كعيش رضوان
- زيقم أحمد أمين

أعضاء لجنة المناقشة:

اللقب والاسم	الرتبة العلمية	الجامعة	الصفة
عريوة رشيد	أستاذ محاضر أ	جامعة المسيلة	رئيسا
نوي نور الدين	أستاذ محاضر ب	جامعة المسيلة	مشرفا ومقررا
عز الدين عبد الرؤوف	أستاذ محاضر ب	جامعة المسيلة	مناقشا

السنة الجامعية: 2016 / 2017

شكر وعرفان

الحمد لله كاشف الغمة، رازق للنعمة، ذو
الفضل والمنة.

الحمد لله حمدا كثيرا طيبا مباركا فيه.
الحمد لله الذي هدانا لهذا وما كنا لنهتدي لولا
أن هدانا الله.

نحمد الله كثيرا الذي وفقنا ويسر لنا انجاز
هذا العمل المتواضع.

كما أتوجه بالشكر الجزيل إلى كل من ساعدني
في انجاز هذا البحث سواء من قريب أو بعيد،
كما يشرفني أن أتقدم بأسمى عبارات الشكر
والتقدير إلى الأستاذ المشرف "نوي نور
الدين" الذي لم يبخل علينا بنصائحه القيمة
التي مهدت لنا الطريق لإتمام هذا البحث.

اهداء

الى من كلله الله بالهبة والوقار الى من علمني العطاء دون انتظار

الى من احمل اسمه بكل افتخار .

ارجو من الله ان يمد في عمرك لتري ثمار قد حان قطافها بعد

عد طول انتظار و ستبقى كلماتك نجوم اهتدي بها اليوم وفي الغد و الى الابد...والذي العزيز .

الى ملاكي في الحياة , الى معنى الحب والحنان , الى بسمه الحياة

و وسر الوجود الى من كان دعاؤها سر نجاحي و حنانها بلسم جراحي الى اغلى الحبايب ...

امي الحبيبة.

الى اخوتي عادل , بسمه , ليلي , ورفقاء دربي في هذه الحياة

بدونكم لا شئ معكم اكون انا و بدونكم اكون مثل اي شئ ,

في نهاية مشواري اريد ان اشكركم على مواقفكم النبيلة .

الى من تطلعتم لنجاحي بنظرات الامل.

الى الاخوة و الاخوات الذين لم تلدهم امي , الى من كانوا معي على طريق النجاح و الخير الى من عرفت

كيف اجدهم و علموني ان لا اضيعهم.

كعيش رضوان.

اهداء

الى من كلله الله بالهبة والوقار الى من علمني العطاء دون انتظار

الى من احمل اسمه بكل افتخار .

ارجو من الله ان يمد في عمرك لترى ثمار قد حان قطفها بعد

عد طول انتظار و ستبقى كلماتك نجوم اهتدي بها اليوم وفي الغد و الى الابد...والذي العزيز .

الى ملاكي في الحياة , الى معنى الحب والحنان , الى بسمه الحياة

و وسر الوجود الى من كان دعاؤها سر نجاحي و حنانها بلسم جراحي الى اغلى الحبايب ...

امي الحبيبة.

وإلى خطيبي الغالية صونيا التي ساهمت مساهمة كبيرة في تحفيزي معنويا

في نهاية مشواري اريد ان اشكركم على مواقفكم النبيلة .

الى من تطلعتم لنجاحي بنظرات الامل.

الى الاخوة و الاخوات الذين لم تلدهم امي , الى من كانوا معي على طريق النجاح و الخير الى من عرفت

كيف اجدهم و علموني ان لا اضيعهم.

زيقم أحمد أمين.

فهرس المحتويات

الصفحة	المحتويات
	شكر وتقدير.....
	الإهداء.....
I- II	فهرس المحتويات
III	قائمة الجداول
IV	قائمة الأشكال.....
أ- هـ	مقدمة
40 -7	الفصل الأول : الإطار النظري حول الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة
8	تمهيد
9	المبحث الأول : أساسيات الهيكل المالي ومحدداته
9	المطلب الأول: مفهوم الهيكل المالي ومحدداته
12	المطلب الثاني: مفهوم الرفع المالي وأهميته
13	المطلب الثالث : مكونات الهيكل المالي.....
17	المبحث الثاني: النظريات المفسرة للهيكل المالي
17	المطلب الأول: النظريات المفسرة للهيكل المالية في افتراض السوق غير كامل
20	المطلب الثاني: النظرية التقليدية
28	المطلب الثالث: المداخل الحديث لتفسير الهيكل المالي
30	المبحث الثالث: مفاهيم عامة حول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
30	المطلب الأول: مفهوم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالجزائر وخصائصها.....
33	المطلب الثاني: المشاكل والمعوقات التي تواجه قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة..
35	المطلب الثالث: دور المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الاقتصاد الوطني.....
40	خلاصة الفصل الأول

فهرس المحتويات

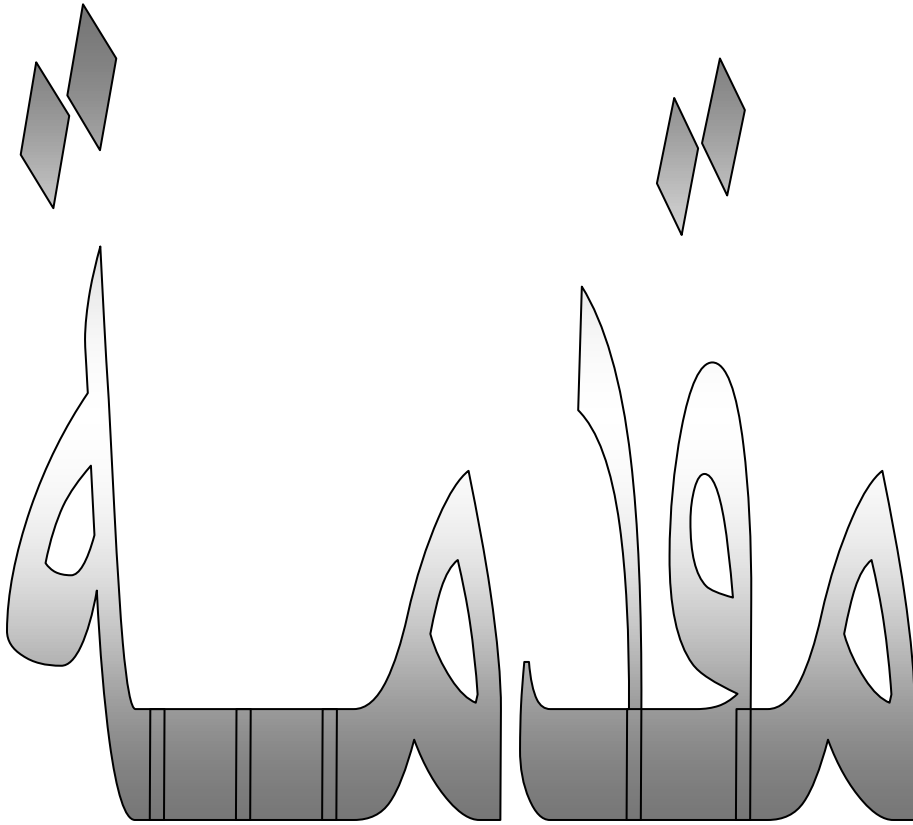
62-41	الفصل الثاني: دراسة ميدانية لعينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.....
42	تمهيد.....
43	المبحث الأول: الدراسات التجريبية حول علاقة الهيكل المالي بالأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومنهجية الدراسة.....
43	المطلب الأول: الدراسة التجريبية حول علاقة الهيكل المالي بالأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.....
47	المطلب الثاني: منهجية الدراسة ووصف العينة.....
48	المطلب الثالث: نموذج ومتغيرات الدراسة.....
52	المبحث الثاني: تحديد نموذج اثر الهيكل المالي على أداء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
52	المطلب الأول: تحليل نموذج الانحدار الخطي المتعدد لمؤشر المردودية الاقتصادية...
56	المطلب الثاني: تحليل نموذج الانحدار الخطي المتعدد لمؤشر المردودية التجارية....
60	المطلب الثالث: تحليل نتائج الدراسة.....
62	خلاصة الفصل الثاني.....
64	خاتمة.....
73 -67	قائمة المصادر والمراجع.....
	الملاحق.....
	الملخص.....

قائمة الجداول

الصفحة	العنوان	الرقم
35	مساهمة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في إحداث مناصب الشغل لفترة (2012-2015).	01
37-36	مساهمة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في تشكيل القيمة المضافة على مستوى الاقتصاد الجزائري للفترة 2012 - 2013.	02
38	تطور الناتج الداخلي الخام لقطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر من 2011 إلى 2014.	03
51	نموذج للدراسة وكيفية قياس المتغيرات.	04
52	نتائج تحليل الانحدار المتعدد لمؤشر المردودية الاقتصادية.	05
53	نتائج تحليل التباين Anova لاختبار معنوية الانحدار الخطي المتعدد لمؤشر المردودية الاقتصادية.	06
54	قيمة الثابت ومعاملات نموذج الانحدار الخطي لمؤشر المردودية الاقتصادية.	07
56	نتائج تحليل الانحدار المتعدد لمؤشر المردودية التجارية.	08
57	نتائج تحليل التباين Anova لاختبار معنوية الانحدار الخطي المتعدد لمؤشر المردودية التجارية.	09
57	قيمة الثابت ومعاملات نموذج الانحدار الخطي المتعدد لمؤشر المردودية التجارية.	10

قائمة الأشكال :

الرقم	العنوان	الصفحة
01	العلاقة بين نسبة الرفع المالي وكلفة الأموال المرجحة وفق نظرية صافي الربح...	18
02	العلاقة بين تكلفة الأموال ونسبة الأقرص حسب النظرية التقليدية	21
03	العلاقة بين قيمة المؤسسة ونسبة الاستدانة في المؤسسة.....	22
04	العلاقة بين الافتراض وتكلفة الأموال عند Mod & Miller مع وجود الضرائب	26
05	الانتشار بين الأخطاء المشاهدة والأخطاء المتوقعة للمتغير التابع (المردودية الاقتصادية)	55
06	الانتشار بين الأخطاء المشاهدة والأخطاء المتوقعة للمتغير التابع (المردودية التجارية)	59



في ظل سياسات المنتهجة لتحقيق التنمية الاقتصادية بالجزائر بات قيام المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بدورها في ذلك مرهونا بمستوى الأداء الذي تبديه هذه المؤسسات، و يرتبط بمدى كفاءة القرارات المالية المتعلقة بجانبى الاستثمار والتمويل، حيث تقوم الإدارة المالية بتقويم مصادر التمويل لاختيار البدائل الأفضل للمؤسسة، بعد أن تقوم بتحديد كمية ونوعية احتياجاتها من الأموال، والمقصود بكمية الأموال حجم التمويل المطلوب توفيره ونوعية الأموال والمجال استثمارها وإنفاقها، بهدف تحقيق الصحة المالية للمؤسسة وبغية الوصول إلى الأداء المالي المطلوب، وذلك من خلال ترشيد السياسة التمويلية لها واختيار المزيج التمويلي الذي يخفض تكلفة رأس المال إلى الحد الأدنى ويقلل من المخاطر ومن ثم يعظم الثروة.

إن أحد القرارات المالية الهامة التي تواجه المؤسسات بصفة عامة والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بصفة خاصة هو الاختيار بين مصادر التمويل. بالاعتماد على الديون المصرفية والتجارية قصيرة وطويلة الأجل والسندات، أو الاعتماد على المصادر الداخلية، إن دراسة وجود هيكل مالي من عدمه. ومدى تأثير الهيكل المالي على الأداء المالي أثار اهتمام الباحثين.

ضمن هذا الإطار تمحورت إشكالية هذه الدراسة والتي نطرحها في السؤال التالي:

ما مدى تأثير الهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالجزائر ؟

للإجابة على الإشكالية الرئيسية نطرح التساؤلات التالية:

- ما هو الدور الذي تلعبه المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر؟ وماهية أهم المشكلات و العقبات التي تواجهها؟
- كيف تؤثر تركيبة الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة على أدائها المالي ؟

2- فرضيات البحث: للإجابة عن التساؤل الرئيسي و التساؤلات الفرعية تنطلق الدراسة من الفرضيات

التالية :

- تتميز المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بمجموعة من الخصوصيات تميزها عن المؤسسات الكبيرة مما يجعلها في مواجهة العديد من المشكلات وفي مقدمتها التمويل؛
- تؤثر تركيبة الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بشكل ايجابي على المردودية التجارية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة؛
- تؤثر تركيبة الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بشكل سلبي على المردودية الإقتصادية لها .

3- أسباب اختيار الموضوع:

- الرغبة في الاطلاع والبحث في الموضوعات المرتبطة بتحليل السلوك المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ؛
- الرغبة في البحث عن مقاربات النظرية المالية في تفسير السلوك المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة عند البحث عن مصادر تمويلها؛
- تناسب الموضوع مع التخصص؛
- الرغبة في توضيح الدراسات حول موضوع اثر الهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

4- منهج البحث وأدوات الدراسة:

للوصول إلى تطلعات الدراسة والإلمام بمختلف جوانب الموضوع وتحليل أبعاده وكذا الإجابة على الإشكالية المطروحة فقد تم الاعتماد على المناهج المستخدمة عادة في الدراسات المالية والاقتصادية وهو المنهج الوصفي في جانب النظري، أما الجانب الميداني فقد تم الاستعانة بأسلوب المسح باستخدام العينات بمزيج من أدوات التحليل المالي والإحصاء الوصفي ، والإحصاء الاستدلالي من خلال استخدام برنامج (SPSS) النسخة الواحد والعشرون لتحليل ومعالجة الكشوف المالية المؤسسات عينة الدراسة وتم الاعتماد على مجموعة من الأدوات:

- المراجع المتعلقة بموضوع الدراسة من كتب ومجلات، مقالات وأعمال الملتقيات والندوات الوطنية والدولية، الدوريات ومختلف الوثائق والنشرية لمختلف الهيئات الرسمية ؛
- الدراسات السابقة المرتبطة وذات صلة بموضوع الدراسة خاصة ما تعلق منها بالجزائر؛
- المعطيات الإحصائية من الجداول وأرقام متعلقة لموضوع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة .

5- حدود الدراسة : تتلخص حدود الدراسة فيما يلي:

- **الحدود الموضوعية:** اقتصرت الدراسة على بعض المتغيرات الكمية لصعوبة حصرها في حين استبعاد كل المتغيرات الكيفية للدراسة لصعوبة قياسها وصعوبة دراستها في بحث واحد.
- **الحدود المكانية:** شملت الدراسة عينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر.
- **الحدود الزمنية :** تناولت الدراسة الفترة (2010- 2013) وذلك بالاعتماد على البيانات المتعلقة بالعينة الدراسة من الكشوف المالية.

6- أهمية البحث:

يستمد هذا البحث أهميته من المكانة التي تحتلها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في مختلف الاقتصاديات، إذ أضحت تمثل رافد للتنمية الاقتصادية والاجتماعية من خلال مساهمتها في تحقيق معدلات نمو مقبولة وكذا استقطاب اليد العاملة من خلال توفير مناصب عمل لطالبي العمل على اختلاف مهاراتها ومستويات التعليمية، ومساهمتها الفعالة في ترقية صادرات هذه البلدان.

7- أهداف البحث:

يمكن تلخيص أهداف البحث في العناصر التالية:

- التعرف على أداء المؤسسة الاقتصادية ؛
- معرفة مدى تأثير الهيكل المالي على الأداء المالي؛
- دراسة تأثيرات على وضع المالي المترتبة عن الهيكل المالي.

8- الدراسات السابقة:

- دراسة يوسف قريشي(2005): وجاءت تحت عنوان "سياسات التمويل التي تميز المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر أطروحة دكتوراه جامعة ورقلة ، هدفت الدراسة على الوقوف على

طبيعة سياسة التمويل التي تميز المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، حيث وجد أن المتغيرات المحددة للهيكل المالية هي حجم المؤسسة، معدل النمو وطبيعة القطاع، وبين الباحث أن هذه النتائج تتطابق مع نظرية الالتقاط التدريجي للتمويل، فالمؤسسات التي تتساوى في قدرتها على التمويل الذاتي تفضل البحث على مصادر التمويل لغير الاقتراض وفي مرحلة ثانية تفكر في الاقتراض البنكي على اعتبار هذا النوع من المؤسسات لا ينشط في السوق المالي فهو محروم من إمكانية إصدار الأسهم أو حتى القرض السندي، وهو ما يؤكد على الصعوبة التي تواجهها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عموماً للحصول على مصادر التمويل.

- **دراسة حمزة عربي(2014):** وجاءت تحت عنوان **محددات السياسة المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر دراسة حالة الجزائر أطروحة دكتوراه**، وقد هدفت الدراسة إلى معرفة محددات السياسة المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، من خلال معرفة محددات أدوات السياسة المالية في الجزائر والتي تتمثل في محددات الاستثمار، محددات الهيكل المالي ومحددات توزيع أرباح، ومعرفة أثر إشكالية التمويل على هذه المحددات مقارنة بالمحددات السياسية المالية في المؤسسات في الدول المتطورة.

و ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة هو البحث في أثر الهيكل المالي على الأداء المالي لها من خلال دراسة تأثير تركيبة الهيكل المالي ممثلاً بمختلف المؤشرات المالية المفسرة له و مؤشرات الأداء المالي ممثلة بالمردودية الاقتصادية و المردودية التجارية

9 - تقسيمات البحث:

للإلمام بالموضوع بمختلف جوانبه، تم تقسيم الدراسة إلى فصلين على النحو التالي :

الفصل الأول والذي يحمل عنوان الإطار النظري حول الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، حيث تناول المبحث الأول أساسيات الهيكل المالي ومحدداته، وفي مبحثه الثاني تم التطرق إلى النظريات المفسرة للهيكل المالي أما المبحث الثالث فتم عرض ماهية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

أما الفصل الثاني فقد حمل عنوان دراسة ميدانية للعينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ، حيث تناول المبحث الأول منهجية وأدوات الدراسة، أما المبحث الثاني تحديد نموذج اثر الهيكل المالي على أداء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

أما خاتمة البحث فقد تضمنت حوصلة للنتائج النظرية والتطبيقية للدراسة بالإضافة إلى مختلف التوصيات المتعلقة بموضوع الدراسة.

الفصل الأول

الإطار النظري حول الهيكل المالي
والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

تمهيد:

تسعى المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لتحقيق أهدافها وغاياتها بوضع خطط وسياسات وبرامج توضح وترسم الطريق الكفيل بتحديد كيفية إدارة مواردها، وذلك عن طريق تحديث طرق التسيير المستخدمة والتحكم فيها، بمعنى أن بقاء أي مؤسسة واستمرارها يقاس بكفاءة أدائها بصفة عامة والأداء المالي لها بصفة خاصة، إذ يحظى هذا الأخير باهتمام بالغ من طرف المحللين الماليين وأصحاب المؤسسات وذلك لكونه يساهم في إبراز العناصر التي حققت مستوى معين من ربحية المؤسسة، و من بين العوامل المؤثرة على الأداء المالي للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة، الهيكل المالي الذي يوضح كيفية الحصول المؤسسات على مصادر تمويلها و الذي من شأنه أن تؤثر على المردودية بما يضمن بقاء المؤسسات و نموها.

سنحاول من خلال هذا الفصل تناول:

أساسيات الهيكل المالي ومحددات

النظريات المفسرة للهيكل المالي

مفاهيم عامة حول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

المبحث الأول: أساسيات حول الهيكل المالي:

تبرر الميزانية من الطرف الأيسر تشكيلة مصادر تمويل المؤسسات، سواء كانت داخلية أم خارجية منها، و في هذا المبحث يتم التطرق إلى مختلف المقاربة المتعلقة بالهيكل المالي و مكوناته و أهم النظريات المفسرة له.

المطلب الأول: مفهوم الهيكل المالي ومحدداته :

سيتم التطرق في هذا الجزء إلى أهم التعاريف المتعلقة بالهيكل المالي و محددهاته.

أولاً: مفهوم الهيكل المالي

تعددت التعريفات التي تناولت مفهوم الهيكل المالي نذكر منها :

1- التعريف الأول:

الهيكل المالي هو الهيكل مصادر التمويل أو جانب الخصوم وحقوق الملكية في قائمة الميزانية ، ويمثل الأسلوب الذي يتم عن طريق تمويل أصول المؤسسة ويتمثل في بنود الخصوم والحقوق الملكية في الميزانية ويتضمن الديون قصيرة الأجل (الخصوم المتداولة) والديون طويلة الأجل .

وعلى هذا الأساس فإن هيكل التمويل يعكس السياسة المالية التي تتبعها المؤسسة في تحديد

مزيج الأدوات المالية في تمويل الاحتياجات المالية.¹

2- التعريف الثاني:

يعرف الهيكل المالي بأنه تشكيلة المصادر التي حصلت منها المؤسسة على أموال

بهدف تمويل استثماراتها، وتشتمل على كافة العناصر التي تتكون منها الخصوم، سواء كانت تلك

العناصر طويلة الأجل أو قصيرة الأجل.²

¹ عدنان النعيمي، فؤاد التميمي، الإدارة المالية الحديثة، دار البازرودي، عمان ، الأردن، 2009، ص349.
² إبراهيم هندي منير، الإدارة المالية مدخل تحليلي المعاصر، المكتب العربي الحديث الإسكندرية، مصر 1997، ص574.

3- التعريف الثالث:

يعرف الهيكل المالي بأنه عبارة عن مجموعة القنوات التمويلية إما في شكل أموال قادمة للشركة من مصادر مختلفة سواء من مالكي الشركة أو من الغير في شكل قروض بكافة أنواعها، وقنوات استخدام الأموال من الاستثمارات وأصول الثابتة ومستلزمات سلعية وغيرها وبقاء جزء على شكل أصول سائلة.¹

4- التعريف الرابع:

أما (Ehrhardt & Brigham): فقد أوضح أن المؤسسة ولغرض زيادة الحجم مبيعاتها فهي بحاجة إلى التمويل سواء بالدين أو عن طريق الأموال الخاصة، لذلك يعرفان هيكل رأس المال هو المزيج من الديون وحقوق الملكية.²

ثانيا: محددات الهيكل المالي

عند قيام المؤسسة بوضع سياساتها المتعلقة بالهيكل المالي تأخذ بعين الاعتبار بعض العوامل المؤثرة فيه، وتتلخص المحددات الرئيسية للهيكل المالي في الآتي:

1_ درجة استقرار المبيعات : ترتبط درجة استقرار المبيعات بنسب الاقتراض ارتباطا مباشرا فعندما تزيد درجة استقرار المبيعات والإيرادات، تتمكن المؤسسة من دفع التزاماتها الثابتة على القروض بأقل مخاطرة.

2_ الحجم: إن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الحجم تتحمل تكلفة أكبر من المؤسسات الكبيرة، في حالة اتجاهها للاقتراض طويل الأجل، وتزداد هذه التكلفة في حالة اتجاه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لإصدار أسهم جديدة لتمويل مشاريعها، لذلك تتجه الشركات للاقتراض قصير الأجل، وبالتالي تكون عرضة لارتفاع التكاليف الوكالة والتصفية، عندما تتعرض للمشاكل مالية وارتفاع عنصر المخاطرة الزائد نسبيا، وقد كشفت الدراسات عن وجود علاقة عكسية بين الحجم المؤسسة ومخاطر الإفلاس، فالمؤسسات الكبيرة التي عادة ما يتم نشاطها بقدر من التنوع، تتعرض لتلك المخاطر بدرجة أقل، ومن ثم يكون لديها

¹ أبو الفتوح علي فضالة، الهيكل التمويلية، دار الكتب العلمية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 1994، ص38.

² Brigham & Ehrhardt, **Financial Management**, New Age international (p) limited : New Delhi, 2009, p 48.

الدافع لزيادة نسبة الأموال المقترضة في هيكل رأس مال، أضافت الدراسات إلى أن العلاقة موجبة بين الحجم ونسبة الرفع المالي.¹

3_ المخاطر التشغيلية والمالية:

يمكن التعريف المخاطر التشغيلية أو المخاطر الأعمال بأنها الحالة عدم التأكد بقيم معدل العائد على الأصول ومعدل العائد على حقوق الملكية في حال استخدام المؤسسة للتمويل حقوق الملكية فقط، وذلك بسبب عوامل عديدة منها المنافسة والإضرابات، والكساد والازدهار الاقتصادي:

أما المخاطر المالية فهي التي يتحملها ملاك المؤسسة نتيجة استخدامهم للديون لتمويل عملياتهم التشغيلية، فمن المعروف أن المساهمين يواجهون مقدارا محددا من المخاطر المتعلقة بعمل المؤسسة وهي مخاطر التشغيلية، أي المخاطر عدم التأكد حول الدخل التشغيلي لكن إذا قامت المؤسسة باستخدام الديون أو الرافعة المالية لتمويل عملياتها فهذا يعني أن المؤسسة تتركز مخاطرها التشغيلية على المساهمين.²

4 _ **هيكل الأصول:** تلجأ المؤسسة التي تتميز أصولها بتوفير عنصر الأمان للمقرض إلى استخدام الاقتراض بشكل كبير لتغطية انشطاتها، وتمثل الأصول ذات الاستخدامات العامة في العديد من الأنشطة ضمانا جيدا، وعلى ذلك فإن مؤسسات العقارات تمتاز بنسب عالية من الرفع المالي والعكس في مؤسسات الأبحاث التكنولوجية.³

5 _ **معدل النمو:** تميل المؤسسات التي يسيطر عليها مالك واحد أو عدد محدود من الملاك إلى الاقتراض، توجيه الأموال المقترضة إلى الاستثمارات ما كان يمكن أن تنفذها من أموال الملكية بسبب ارتفاع تكلفة تلك الأموال، هذا الاتجاه من شأنه أن يرفع تكلفة الوكالة للقروض، وهي تكلفة ترتفع بمعدلات أكبر للمؤسسات التي تنتم بمستوى عالي لنمو.⁴

¹ سليمان شلاش، علي البقوم، العوامل المحددة للهيكل المالي في شركات الأعمال حالة تطبيقية في الشركات المساهمة، مجلة المنارة، المجلد، العدد الأول، 2008، ص 64.

² محمد قاسم خصالوة، أساسيات الإدارة المالية، دار الفكر، عمان، الطبعة الأولى، 2011، ص 85.

³ عاطف وليم اندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر، الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2006، ص 304.

⁴ المرجع نفسه، ص 304-305.

6_ **المردودية:** اختلفت الدراسات في تفسير تأثير مردودية المؤسسة تركيبة الهيكل المالي، فنجد من يرى وجود علاقة طردية بين المردودية ونسبة الديون، فالمؤسسات التي تتمتع بمردودية عالية لها قدرا عاليا من المرونة في تغطية التزاماتها المالية.¹

7- **موقف الإدارة :** إدارة المؤسسة التي تتصف بالحيطة تتحفظ في استخدام التمويل المقترض على العكس من الإدارة المجازفة التي تتوسع في استخدامه.²

المطلب الثاني: مفهوم الرفع المالي وأهميته:

تتأثر أرباح المؤسسة بالزيادة أو نقصان وفق الطريقة التي يتم فيها تكوين الهيكل التمويلي، ويمكن للمؤسسة استخدام نوع أو أكثر من ما يسمى بالرافعة المالية للخروج من أزمته المالية والتخلص من خطر التصفية.

أولاً- مفهوم الرفع المالي: وردت عدة تعاريف للرفع المالي يعبر كل منها عن وجهة نظر مستخدم الرفع المالي وهدفهم من هذا الاستخدام وفيما يلي عرض موجز لبعض التعريفات:

1- **التعريف الأول :** الرافعة المالية هي استخدام للتمويل المقترض في الهيكل المالي بما يؤدي إلى تعظيم العائد على حق الملكية التمويل المقترض الطويل الأجل والتمويل المقترض قصير الأجل الذي يشمل بدوره على القروض قصيرة الأجل والحسابات الدائنة.³

2- **التعريف الثاني:** يعرف الرفع المالي بأنه توليفة من أموال الملاك والدائنين، ويعبر الدين عن مجموع الأصول، أي انه درجة اعتماد المؤسسة على الأموال الغير في تمويل أصولها.⁴

ثانيا - أهمية الرفع المالي:

إن فكرة الرفع المالي تقوم على مبدأ تحسين الربحية عن طريق الاقتراض بكلفة ثابتة منخفضة نسبيا واستغلال الأمتل في تمويل العمليات المؤسسة لتحقيق عائد أفضل من تكلفة الاقتراض، بإفتراض أن لدى المؤسسة قدرة على تحقيق ذلك ويعود السبب في انخفاض تكلفة الاقتراض كونه أقل خطرا من وجهة نظر

¹ إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، خصائص ومحددات الهياكل التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، الملتقى الدول : متطلبات التأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية يومي 17-18 افريل 2006، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، مخبر العولمة واقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2006، ص 344.

² المرجع نفسه، ص 310.

³ محمد علي العامري، الإدارة المالية الحديثة، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2013 ص169.

⁴ سليمان ابو صبحا، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، منشورات جامعة القدس المفتوحة، عمان، الأردن، 1996، ص 368.

المقرض من مشاركة بسبب ثبات الدخل بالإضافة إلى حق الأولوية في قيمة التصفية لموجودات المؤسسة

يحدث الرفع المالي كلما قامت مؤسسة ما بتمويل نشاطها بديون حاملة للفائدة، ويهدف تحليل الرفع المالي إلى التأكد مما إذا كانت المؤسسة قادرة على تحقيق أرباح تفوق (تغطي) تكاليف الاقتراض، فتعتبر النتيجة الاقتصادية المقدار من الأرباح الذي سوف يتوزع بين كل التكاليف المالية (لفائدة المقرضين) والضرائب على الأرباح (لفائدة الدولة) والأرباح الصافية (لفائدة المساهمين).

المطلب الثالث: مكونات الهيكل المالي:

يمكن للمؤسسة توفير الأموال عن طريق مصادر مختلفة لتمويل استثماراتها، نذكرها فيما يلي:

أولاً- مصادر التمويل قصيرة الأجل: يقصد بالتمويل قصير الأجل هو ذلك النوع من القروض الذي يستخدم غالباً لتمويل العمليات التشغيلية (دورة الاستغلال) التي تقوم بها المؤسسات، أي أن هذا التمويل لا تزيد مدته عن سنة الواحدة.¹

أ - الائتمان التجاري: هي قروض قصيرة الأجل تحصل عليها المؤسسة من الموردين والتمثلة بالمشتريات الآجلة للسلع والخدمات، وهذا الشكل من التمويل يكون مهماً بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، والمؤسسة التي تستخدم الائتمان التجاري قد تنتهي بدفع سعر أعلى من سعر الشراء ولذلك يعد هذا المصدر ذا كلفة عالية في التمويل.²

ب - الائتمان المصرفي: يتمثل في القروض (السلفيات) التي يتحصل عليها المستثمر أو المؤسسة من البنوك ويلتزم بسدادها خلال فترة الزمنية معينة لا تزيد عادة عن سنة واحدة، والقاعدة العامة الائتمان المصرفي قصير الأجل يستخدم في تمويل الأغراض التشغيلية للمؤسسة، في تمويل الأصول الثابتة.³

¹ علي عباس، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار إتراف للنشر، عمان، الأردن، 2008، ص257.
² عادل حاتم ناصح، عبد الخالق ياسين البدران، علاقة هيكل التمويل بربحية الشركة (دراسة على عينة من الشركات العراقية)، مجلة العلوم الاقتصادية، المجلد العاشر، العدد37، ص89.
³ راجح خوني، رقية حساني، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومشكلات تمويلها، دار إيتراك للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2008، ص132-133.

ثانياً_ مصادر التمويل متوسطة وطويلة الأجل:

وهي المصادر التي تمتد مدة استحقاقها لأكثر من سنة، وتعد أهم المكونات الهيكل التمويلي وتسعى المؤسسات إلى الحصول على مصادر الأموال لتمويل استثماراتها وبالشكل ملائم وحسب الظروف السائدة في الأسواق المالية، وتعتمد المؤسسات على مصادر التمويل الطويلة الأجل إلى مصادر داخلية وخارجية:

أ- مصادر التمويل الخارجية:

1- الأسهم العادية: تعد الأسهم العادية من أهم مصادر التمويل طويلة الأجل، حيث تصدر المؤسسات الأسهم في مرحلة التأسيس وفي أي مرحلة أخرى تقتضي ضرورة زيادة رأس المال، ويمثل السهم العادي حصة في ملكية المؤسسة، ومالكو الأسهم العادية يشكلون ملاك المؤسسة مصدرة الأسهم، ولا يحصلون على أية أرباح على أموالهم المستثمرة قبل الوفاء المؤسسة بالتزاماتها اتجاه الغير، بل ويحق للإدارة المؤسسة احتجاز الأرباح إذا تطلبت مصلحة المؤسسة ذلك.¹

2- الأسهم الممتازة: يمثل السهم الممتاز حصة في ملكية المؤسسة، يمنح مالكة الحق في الحصول على عائد سنوي محدد بشكل مسبق يوزع سنوياً، عندما تحقق المؤسسة أرباحاً تكفي لتغطية هذه التوزيعات بعد الوفاء المؤسسة بالتزاماتها اتجاه الغير، ويتمتع حملة الأسهم الممتازة بحقوق لا يتمتع بها غيرهم ومن أهم الحقوق:²

- الحصول على عائد سنوي بشرط ان تحقق المؤسسة أرباحاً تكفي لذلك؛

- الحق في الحصول على نصيبه من المؤسسة قبل حملة الأسهم العادية وبعد تسديد الالتزامات اتجاه الغير في حال التصفية.

3- السندات: يمكن تعريف السند على أنه قرض طويل الأجل تلتزم بمقتضاه المؤسسة المقترضة بأن تقوم بسداد فائدة سنوية ثابتة بالإضافة إلى سداد القيمة الاسمية في تاريخ الاستحقاق.

¹ جمال اليوسف، فواز الحمودي، الإدارة المالية، مطبعة الروضة، دمشق، سورية، 2010، ص315.

² نفس المرجع، ص316.

ب- مصادر التمويل الداخلية (التمويل الذاتي):

يعرف التمويل الذاتي على أنه ذلك الفائض النقدي المتكون بواسطة النشاط المؤسسة للاستغلال والذي يبقى بحوزتها بشكل دائم نوعاً ما، حيث يمثل الادخار الداخلي للمؤسسة والموجه لتمويل استثماراتها أو لتغذية إثراء الأموال الخاصة.¹

ثالثاً- البدائل الحديثة لتمويل المؤسسات:

أولاً- صيغ التمويل الإسلامي:

التمويل الإسلامي هو "أن يقوم شخص طبيعي أو معنوي بتقديم أموال لشخص طبيعي أو معنوي، إما على سبيل التبرع (إعانات مساعدات)، أو على سبيل التعاون بين الطرفين من أجل استثماره بقصد الحصول على أرباح تقسم بينهما على نسبة يتم الاتفاق عليها مسبقاً وفق طبيعة عمل كل منهما ومدى مساهمته في رأسمال واتخاذ القرار الإداري الاستثماري.²

فيما يلي عرض لأهم الصيغ:

أ- المضاربة: هي عقد بين الطرفين يقدم بموجبه أحدهما المال للطرف الآخر ليعمل فيه بهدف الربح على أن يتم توزيع هذا الربح بينهما بنسب متفق عليها، أما الخسارة فيتحملها صاحب المال وحده بشرط عدم التقصير الطرف الآخر.³

ب- المشاركة: هي صورة قريبة من المضاربة والفرق الأساسي بينهما أنه في حالة المضاربة يتم تقديم رأس المال من قبل صاحب المال وحده، أما في حالة المشاركة فإن رأس المال يقدم بين الطرفين ويحدد عقد المشاركة الشروط الخاصة بين الأطراف المختلفة.⁴

ج- المرابحة: هي اتفاق بين مشتر لسلمة وبائع (المصرف في هذه الحالة) لبيع سلعة معينة بمواصفات محددة لدي البائع، أو يقوم بشرائها لبيعها للمشتري على أساس التكلفة زائداً هامش ربح متفق عليه الطرفين، وقد يتم التسليم فوراً أو أجلاً والدفع نقداً أو أجلاً.⁵

¹سعد عبد الحميد مطاوع، الإدارة المالية (مدخل حديث)، بدون دار النشر، بدون سنة النشر، ص ص 384-385.
²مهدي المبلود، دور التمويل الإسلامي في تفعيل عملية التنمية الاقتصادية في الدول النامية - مع تركيز على قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الملتقى الوطني حول المنظومة البنكية في ظل تحولات القانونية والاقتصادية، بشار، 24-25 أبريل 2006، ص 07.
³محمود حسين الواردي، وحسين محمد سمحان، البنوك الإسلامية الأسس النظرية والتطبيقات العملية، الطبعة الأولى، دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2007، ص 57.
⁴شلهوب على محمد، النقود وأعمال البنوك، الطبعة الأولى، شعاع للنشر والعلوم، حلب، سوريا، 2007، ص 435.
⁵عبد الوهاب يوسف أحمد، التمويل وإدارة المؤسسات المالية، دار حامد للنشر، عمان، الأردن، 2007، ص 105.

د- الاستصناع: هو صيغة تمويل متوسط الأجل، ويعني طلب صنع سلعة محددة المواصفات وبحجم محدد لدى صانعها، مع الاتفاق على السعر مسبقاً، وقد يتم الدفع هذا السعر حلاً أو مؤجلاً أو على أقساط، كما يدل الاستصناع عن عقد لصناعة أو اقتناء، بحيث يقبل الصانع (البائع) أن يزود المشتري (المصرف) بالسلع التي وصفها المشتري بعد صناعتها، أو بنائها، حسب المواصفات، وذلك بتخصيص مدة معينة وإيجار معين.¹

هـ- القرض الحسن: هو عقد بين الطرفين إحداهما المقرض، يتم بمقتضاه دفع مال مملوك من المقرض على أن يقوم هذا برده أو رد مثله إلى المقرض في الزمان والمكان المتفق عليها، جاء في قوله تعالى: ((أن تقرضوا الله قرصاً حسناً يضاعفه لكم ويغفر لكم والله شكور حلیم)) سورة التغابن، الآية: 17.²

ثانياً- التمويل التأجيري: يعرف التأجير على أنه عقد بمقتضاه يقوم مستخدم الأصل أي مستأجره بدفع القيمة الإيجارية المتفق عليها لمالك الأصل أي مؤجره، وهذا عادة ما تستحق الدفعة الأولى من الإيجار فور توقيع العقد، وأن تكون الدفعات متساوية، أما جدول الدفعات فيتوقف على ظروف كل مستأجر.³

ويمكن أن يأخذ الأشكال التالية:

أ - الائتمان الإيجار التشغيلي: يطلق عليه في بعض الأحيان خدمات التأجير أو الإيجار العملي، ويقوم المؤجر بتغطية جانبين معاً هما التمويل والصيانة، ويتم مراعاة هذين الجانبين عند تحديد القيمة الإيجارية، وتعد الحاسبات وآلات التصوير والسيارات وغيرها من أهم الأصول التي تتضمنها عقود التأجير التشغيلي، من خلاله لا يتم استهلاك قيمة الدين الكامل في مدة العقد، وهي تتميز بقابليتها للإلغاء ولا يتم فيه استهلاك التكلفة الإجمالية للأصل خلال مدة العقد بل تحتاج إلى تمديد.⁴

ب- الائتمان الإيجار التمويلي: ويطلق عليه في بعض الأحيان التأجير الرأسمالي أو الإيجار المالي، ويختلف هذا النوع عن سابقه في:⁵

_ لا يقوم المؤجر بالعمليات بخدمات الصيانة للأصول المؤجرة؛

_ لا يمكن إلغاء عقد الإيجار بواسطة المستأجر؛

_ تستهلك التكلفة الإجمالية للأصل خلال مدة العقد الإيجار؛

¹ رحيم حسن سلطاني محمد، نماذج من التمويل الإسلامي لمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الملتقى الدولي لسياسات التمويل أثرها على الإقتصاديات والمؤسسات دراسة حالة الجزائر والدول النامية، بسكرة (الجزائر)، 21-22 نوفمبر 2006، ص 14.

² شوقي بورقية، التمويل في البنوك التقليدية والبنوك الإسلامية والبنوك الكلاسيكية، دراسة مقارنة من حيث المفاهيم والاجراءات والتكلفة، سطيف، الجزائر، عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2003، ص 106.

³ إبراهيم هندي منير، مرجع سابق، ص 14.

⁴ أحمد سعد عبد اللطيف، التأجير التمويلي، الطبعة الأولى، 2000، ص 09.

⁵ محسن عواطف، حياة بزقراوي، مصادر تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الملتقى الوطني حول الإدارة المالية، رفع أساسي لتحسين أداء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، 25-26 نوفمبر 2014، جامعة عنابة، الجزائر، ص 08.

_ تكون للمستهلك فرصة تملك الأصل في نهاية مدة الإيجار.

ج - الائتمان الإيجار الرفعي: يشمل هذا النوع ثلاثة أطراف هم المستأجر والمؤجر (المالك) والمقرض، ويستخدم في تمويل الأصول الرأسمالية المرتفعة القيمة، ولا يختلف هذا النوع من العقود من وجهة نظر المستأجر عن أي نوع آخر من العقود التأجير السابقة، حيث يقوم المستأجر بالتعاقد على سداد الدفعات دورية تمثل القيمة الإيجارية للأصل المستأجر خلال الفترة المحددة بالعقد، مقابل حصوله على عقد استخدام الأصل موضوع التعاقد خلال هذه الفترة، ويظهر اختلافه عن باقي أنواع التمويل المذكورة سابقاً، بتمويل قيمة الأصل جزئياً مع افتراض القيمة المتبقية في شكل قروض طويلة المدى أو عن طريق مجموعة من المقرضين.¹

المبحث الثاني: النظريات المفسرة للهيكل المالي

من خلال هذا المبحث سنحاول التطرق إلى أهم النظريات التي عالجت الهيكل المالي.

المطلب الأول: النظريات المفسرة للهيكل المالية في افتراض السوق غير الكامل

- مدخل دافيد راوند:

عرض دافيد راوند وجهتا نظر على طرفي نقيض فيما يتعلق بالتأثير الرفعة المالية على قيمة المؤسسة وهما: أسلوب صافي الربح وأسلوب صافي ربح العمليات كما يلي:

أ- أسلوب صافي الربح:

يرى مؤيدو نظرية صافي الربح أن الاختلاف في تكلفة مصادر التمويل التي تشكل الهيكل المالي للمؤسسة سوف تتيح لها من خلال تغيير نسبة الرفع المالي إلى زيادة مساهمة التمويل بالديون ذات فائدة أقل على حساب مساهمة التمويل بالأموال الذاتية ذات التكلفة الأكبر، أي أن مؤيدو هذه النظرية يؤكدون على إمكانية التأثير على القيمة السوقية للمؤسسة وفي تكلفة رأس المال من خلال التغيير في نسبة الرفع المالي فزيادة الرفع المالي سوف تضمن انخفاضاً في تكلفة الأموال وبالتالي زيادة القيمة السوقية للمؤسسة، ونقوم نظرية صافي الربح على الافتراضات التالية:²

¹ أحمد سعد عبد اللطيف، مرجع سابق، ص ص 12- 13.

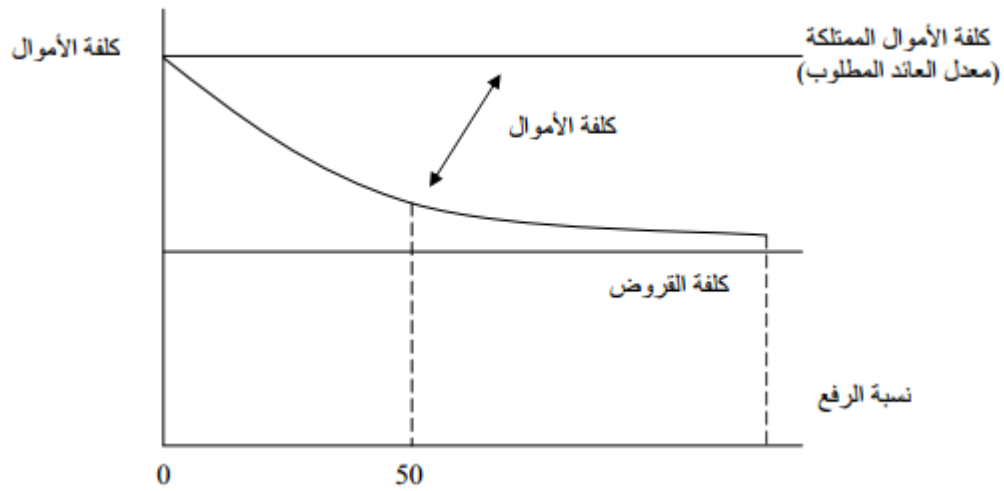
² الحناوي محمد الصالح، العيد جلال إبراهيم، الإدارة المالية (مخل القيمة واتخاذ القرارات)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص 317.

_ لا تغير الزيادة في استخدام القروض من إدراك المستثمرين للمخاطر، ونتيجة لذلك، فمعدل العائد المطلوب من قبل المساهمين ومعدل العائد على السندات والقروض تظل ثابتة ولن تتغير نسب الرفع المالي؛

- نظراً لأن الملاك يجمعون باقي فائض النشاط (أي صافي الربح بعد الفائدة) فمن المتوقع ان تزداد درجة المخاطر التي يتعرضون لها أكثر من تلك التي يتعرض لها المقرضين (الفائدة على السندات) وذلك لتعويض الزيادة في درجة المخاطرة التي يتعرض له المساهمين؛

- حجم الاستثمارات ثابت لا يتغير وهذا يعني ضمناً أن القيمة الكلية للعناصر التي يتضمنها هيكل رأس المال ثابتة، غير أنه ليس هناك ما يمنع الشركة من تغيير المزيج الذي يتكون منه هيكل الأموال لحجم الاستثمارات ثابت لا يتغير هذا يعني أن صافي ربح العمليات ثابت لا يتغير.

الشكل رقم (1): العلاقة بين نسبة الرفع المالي وكلفة الأموال المرجحة وفق نظرية صافي الربح.



المصدر: حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق، عمان الأردن، 2004، ص216.

ب- نظرية صافي ربح العمليات:

يؤكد مؤيدو نظرية صافي ربح العمليات في صياغة هيكل التمويل على ان التغيير في الرفع المالي لا يسبب اي تغير في كلفة الأموال المرجحة ولا في القيمة البورصة للشركة والتي تحدد قيمة السوقية لحق الملكية زائد القيمة السوقية للقروض.¹

¹ Khan .m et Jain PK, **Financial management** ; Tet and problems, 3rd,Mc Graw- Hill Co, 1999, p101.

بمعنى أن القيمة السوقية للشركة سوف تكون مستقلة عن أي تغيرات في هيكل الأموال وهي أيضا مستقلة عن تأثيرات كلفة الأموال المرجحة.

وترتكز النظرية على زيادة في الرفع المالي أي زيادة في حصة التمويل المقترض في هيكل الأموال سوف يؤدي إلى ارتفاع المخاطر المالية التي يتعرض لها حملة الأسهم العادية (الملاك) وبسبب هذه الزيادة في المخاطر فإن الملاك لا بدا وان يطلبوا معدل عائد على استثماراتهم أكبر تعويضا عن هذه المخاطر الإضافية وبما أن معدل العائد المطلوب من قبل الملاك يمثل كلفة التمويل الممتلك لذلك فإن كلفة التمويل الممتلك يعوضه الانخفاض في كلفة التمويل المقترض الأمر الذي يجعل كلفة الأموال المرجحة ثابتة لا تتغير والقيمة السوقية للشركة ثابت لا تتغير أيضا.

وتقوم هذه النظرية على مجموعة من الافتراضات هي:¹

- تحدد القيمة السوقية للشركة ككل بخصم صافي ربح العمليات بمعدل خصم يساوي كلفة الأموال المرجحة، لذلك ليس من الأهمية تقسيم ذلك القيمة بين الاقتراض وملكية؛
- يتحدد معدل خصم صافي ربح العمليات بدرجة مخاطر الأعمال لذلك فإن الأعمال ثابتة لا تتغير فإن معدل الخصم (كلفة الأموال المرجحة) يظل ثابت لا يتغير أيضا؛
- زيادة مستويات الرفع المالي من خلال الحصول على القروض بطرح سندات وهو مصدر تمويل منخفض الكلفة يترتب عليه زيادة في درجة المخاطر المالية التي يتعرض 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 كلفة التمويل الممتلك متصاعدة كلما زادت مستويات الرفع المالي؛
- إن معدل الفائدة على القروض ثابتة؛
- لا توجد ضريبة على أرباح الشركة.

المطلب الثاني: النظرية التقليدية:

أولا: النظرية التقليدية:

يعتبر المفهوم التقليدي مفهوما بسيطا بين مدخل NI و NOI، حيث يتركز مفهومه في أن القمة الكلية للمشروع يمكن أن تزداد في السوق كذلك يمكن تخفيض التكلفة الكلية للأموال عن طريق تحديد الاقتراض وأموال الملكية.¹

¹ الحناوي محمد الصالح، العيد جلال إبراهيم، مرجع سابق، ص 302.

ويعترف المؤيدون لهذا المدخل بأنه تكلفة الأموال الكلية للمؤسسة يمكن أن تصل إلى أدنى حدود لها عند مستويات مقبولة من الاقتراض، وعلى ذلك فهم يؤيدون فكرة وجود هيكل رأس مال مثالي من شأنه أن يجعل القيمة السوقية للمؤسسة عند حدها الأقصى، وتكلفة الأموال عند حدها الأدنى.²

ووفقا للمدخل التقليدي فإن الطريقة التي تتغير بها تكلفة الأموال نتيجة التغيرات في هيكل رأس المال يمكن أن تنقسم إلى ثلاثة مراحل هي:

المرحلة الأولى:

تتصف هذه المرحلة بظهور تغيرات بطيئة في تكلفة الأموال المملوكة مع كل زيادة في مقدار الاقتراض إلا أن زيادة في تكلفة الأموال المملوكة ضمن هذه المرحلة تكون أقل من المزايا الناتجة عن زيادة الاقتراض، يضاف إلى ذلك تكلفة الاقتراض ضمن هذه المرحلة تظل ثابتة، وبسبب ذلك فإن القيمة السوقية للمؤسسة تبدأ بالزيادة الطفيفة كلما زاد الرفع المالي في هيكل تمويل بسبب التغيرات التي تحصل في تكلفة الأموال المرجحة واتجاهها نحو الانخفاض.³

المرحلة الثانية:

بمجرد أن يصل المشروع إلى درجة رفع مالي معينة، لا يكون لأي زيادة بعد ذلك تأثير على قيمة هذا المشروع أو تكلفة الكلية للأموال به، ويرجع ذلك إلى أن الزيادة في أموال الملكية تكاد تعادل مزايا الانخفاض تكلفة الأموال، في هذا النطاق أو عند نقطة معينة فإن قيمة المشروع يكون أكبر ما يمكن والتكلفة الكلية للأموال أقل ما يمكن، وهذه تعكس وضع الهيكل المالي الأمثل.⁴

المرحلة الثالثة:

تشهد هذه المرحلة ارتفاعا في نسبة الاقتراض بهيكل رأس المال فيما وراء الحدود المقبولة، وهو ما يترتب عليه أن تصبح المزايا التي تحصل عليها المؤسسة من الاعتماد على الاقتراض كمصدر رخيص للتكلفة تضيع تماما في الزيادة في العائد الذي يطلبها الملاك في صورة معدل عائد على أموالهم، ليس هذا فحسب بل إن الزيادة في العائد الذي يطلبه الملاك تكون أعلى من المزايا الناجمة عن الاعتماد على الاقتراض، وهو ما يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الأموال ومن ثم انخفاض القيمة السوقية للمؤسسة.⁵

¹سمير محمد عبد العزيز، اقتصاديات الاستثمار والتمويل والتحليل المالي مدخل في التحليل واتخاذ القرارات، مركز الاسكندرية للكتاب، مصر، 2006، ص 192.

² محمد صالح الحناوي وآخرون، مرجع سابق، ص 351.

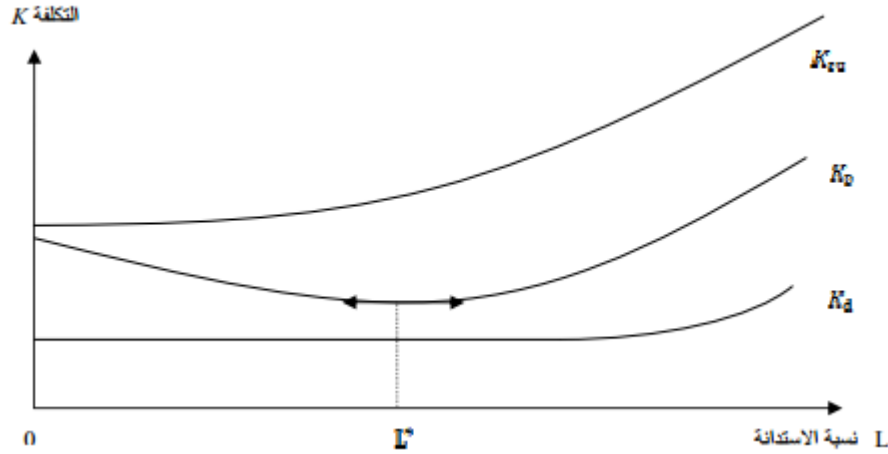
³ حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الثانية، مؤسسة الورق للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص ص 533- 534.

⁴سمير محمد عبد العزيز، مرجع سابق، ص 193.

⁵ محمد صالح وآخرون، مرجع سابق، ص 353.

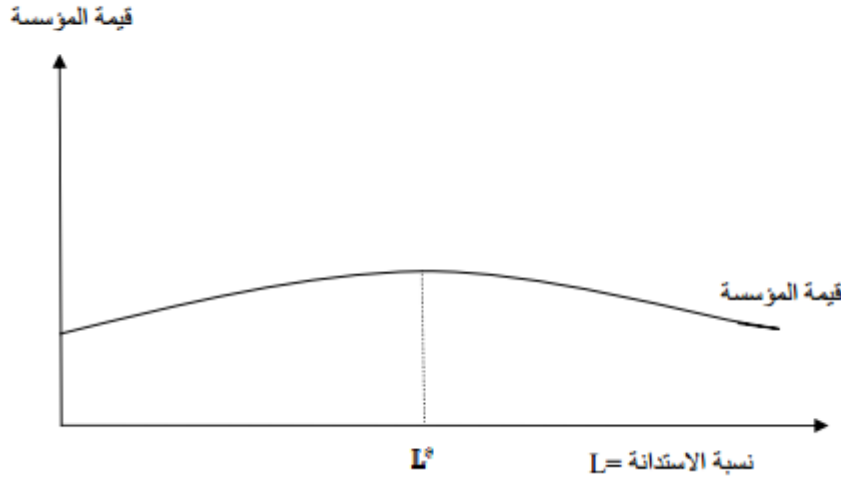
والمحصلة النهائية لهذه المراحل الثلاث هي أن تكلفة الأموال K_0 دالة الرفع المالي فهي تتناقص مع الرفع المالي وبعد الوصول إلى أقل نقطة أو مجال تبدأ في التزايد.¹

الشكل (2) العلاقة بين تكلفة الأموال ونسبة الاقتراض حسب النظرية التقليدية.



المصدر: منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، مصر، 1997، ص 644.

الشكل رقم (3): العلاقة بين قيمة المؤسسة ونسبة الاستدانة في المؤسسة.



المصدر: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، الاسكندرية، 1998، ص 187.

¹ سمير عبد العزيز، مرجع سابق، ص 193.

- ثانيا: نظرية مدجلياني وميلر:

تعتبر هذه النظرية من أهم الإنجازات في أدبيات التمويل إذ تنفي هذه النظرية أي علاقة ما بين هيكل تمويل المؤسسة بالقيمة السوقية لها، وذلك يعني أن القرار التمويلي لا علاقة له بانخفاض القيمة السوقية للمؤسسة أو ارتفاعها، وإنما يحدده القرار الاستثماري فقط.

أ- مدخل M-M في غياب الضريبة على أرباح الشركات: وقد جاءت هذه النظرية في شكل مقترحين، أولهما سنة 1952 وظهر الثاني سنة 1963، ويقوم المقترح الأول على مجموعة من الافتراضات أهمها:

- وجود سوق يتمتع بالمنافسة التامة ن وحكم تصرفات المتعاملين فيها المنطق الاقتصادي الرشيد؛

- يتمتع المتعاملون في هذه السوق بالمعرفة الكاملة لأوضاع السوق بسبب توفر المعلومات الرخيصة لهم جميعا في الوقت نفسه؛

- ليست هناك أي ضرائب على أرباح الناجمة عن التعاملات السوق؛

- ليس هناك تكاليف لعقد الصفقات التي تتم في السوق وتنفيذها؛

- يتطور لدى جميع المتعاملين في السوق توقعات متماثلة بخصوص مستقبل أداء الأسهم المتداولة فيها وقد توصل هذه التحليل إلى استنتاج وهو أن المؤسسات المتماثلة متساوية في القيمة، وبالتالي لا يوجد علاقة بين الهيكل المالي وكلفة وقيمة المؤسسة.

وفي ظل الاقتراح الأول الذي قدمه موديقلياني وميلر فإن القيمة السوقية لمؤسسة سواء كانت مقرضة أو ليست مقرضة مستقلة تماما عن هيكلتها المالية، وأن هذه القيمة تتحدد بقدرة الأصول على توليد الأرباح، من خلال خصم نتيجة الاستغلال (النتيجة المتوقعة قبل المصاريف المالية)، بمعدل خصم يتمثل بمعدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين يناسب وخصائص الخطر للشريحة التي تنتمي إليها المؤسسة¹.

¹ Franco modiglian & Merton Miller.M; **the Cost capitol, Corporation Finance And the theory of Investment**, American Economic Review, vol48, 1958, p 268.

يمكن التعبير عن القيمة السوقية لأي مؤسسة تنتمي إلى نفس الشريحة المخاطرة حسب الاقتراح الأول لنظرية موديلقاني وميلر كما يلي:¹

$$V = \frac{Rope}{K0}$$

حيث:

V: القيمة السوقية للمؤسسة؛

Rope: ربح الاستغلال (نتيجة الاستغلال قبل المصاريف المالية)؛

K0: تكلفة الأموال.

يلاحظ من الاستغلال الأول الذي قدمه موديلقاني وميلر على أن الهيكل رأس المال لا يؤثر على ربح العمليات ومن ثم لا يؤثر على قيمة السوقية للمؤسسة، كما أن تكلفة الأموال مستقلة عن الهيكل رأس المال، وهي تعادل تكلفة أموال الملكية لمؤسسة أخرى تنتمي لنفس شريحة الخطر إلا أنها تعتمد في تمويلها على أموال الملكية فقط.

ولكي يثبت موديلقاني وميلر صحة هذا الاقتراح بأن القيمة السوقية مستقلة عن الهيكل المالي، فقد قدم فكرة المراجعة التي تفيد بأن المؤسستين المنتميتين لنفس الشريحة الخطر ومختلفين في الهيكل المالي، بمعنى إحداها تقترض والأخرى لا تقترض لكنهما متساويتان في حجم الأصول، ولم يتحقق التعادل في قيمتهما السوقية، فإن ظهور عملية المراجعة كفيل بتحقيق التعادل في قيمتهما.²

- عملية المراجعة :

إذا كان هناك اختلاف في القيمة السوقية لمؤسستين في كل شيء عدا تركيبة الهيكل المالي، أي أن إحداها تعتمد بالكامل على أموال الملكية في تمويل استثماراتها، والأخرى تعتمد على خليط من القروض وأموال الملكية، فإن الاختلاف في القيمة السوقية للمؤسستين سيكون اختلافا مؤقت وعملية المراجعة كفيلة بتحقيق توازن بين قيمتي المؤسستين، بافتراض ان القيمة السوقية للمؤسسة الثانية أكبر من الأولى نظرا لانخفاض تكلفة الأموال لها، فالمستثمر في المؤسسة الأخيرة بإمكانه استبدال الرافعة المالية للمؤسسة برفعة مالية شخصية، وذلك من خلال بيع أسهمه، اقتراض مبلغ إضافي (تكون نسبته إلى قيمة المتحصلات

¹الحناوي محمد صالح وآخرون، مرجع سابق، ص357.

²Piero Gattardi, **An anlysis of the Conditions for the Validity of Modigliani- Miller theorem with incomplete**, Economic theory, vol.5, No.2, 1995, p196.

من بيع الأسهم تساوي نسبة القروض إلى حقوق أموال الملكية في المؤسسة الثانية)، بغرض شراء نسبة من أسهم المنشأة الأولى (ذات القيمة السوقية الأقل) تعادل النسبة التي كان يمتلكها في المؤسسة الثانية، والمتوقع أن يحقق المستثمر من جراء ذلك على نفس العائد الذي كان يحققه من قبل ولكن باستثمار أقل.¹

أما بالنسبة للاقتراح الثاني أي تعدد المنشآت في نفس الدرجة من المخاطرة فهو متناسب ومنسجم مع اقتراض سوق المنافسة الكاملة التي تشير إلى إمكانية المساواة أو التوازن بين القيم السوقية للمنشآت المتماثلة من حيث المخاطرة، فهذا الاقتراض هو الآخر غير عملي للأسباب التالية:

- صعوبة تحديد المنشآت التي لها نفس الدرجة من المخاطرة إذ أنه حتى المنشآت التي تعمل في صناعة واحدة (كالبتروكيمياويات مثلا) تتباين في درجة المخاطرة بالنسبة للمنشآت التنقيب واستخراج البترول عنها في المنشآت التي تصنع المنتجات البترولية، أنها لا توجد نفس درجة من المخاطرة؛
- هناك قيود على المعاملات المالية وتتباين المنشآت المالية في هذا المجال؛
- اختلاف أسعار الفائدة على القروض الممنوحة للمنشأة الواحدة من وقت لآخر وفقا لحجم القروض والضمانات المقدمة، وكمجال الاستثمار، والمركز المالي وغير ذلك من الشروط.

أما الانتقاد الآخر الذي تعرضت إليه النظرية هو أن المؤسسة تقترض بنفس الشروط التي يستطيع أن يقترض بموجبها الأفراد، فلا يوجد دليلا يدعم هذا الاقتراض نظرا لأن معدل الفائدة يتوقف على عدة عوامل مثل الظروف الاقتصادية والمالية والمركز المالي للمقترض ولحجم القرض؛

والانتقاد الآخر الموجه لأطروحات موديليان وميلر هو أن الفائدة على الاقتراض تخصم لأغراض ضريبية الدخل يخفض من كلفة التمويل وعليه فإن استخدام التمويل المقترض تزيد من قيمة المنشأة، أما الانتقاد مفاده أن كلفة التمويل هو دالة للرافعة المالية فقط، في حين أنها تعتمد على حجم المنشأة وتركيبية الموجودات بالإضافة إلى معدل النمو في العوائد.

ب- مدخل M - M في وجود الضريبة على الأرباح الشركات:

بعد الانتقادات اللاذعة التي وجهت لمدخلهما، ومن بينها بعده عن الواقع، نظرا لعدم إدراج متغير الضريبة على أرباح الشركات تداركا للكاتبان Modigliani & Miller ذلك بإلغاء فرضية عدم وجود ضرائب، مع الاحتفاظ بالفرضيات الأخرى في دراسة التي قدمها سنة 1963، حيث توصلنا فيها إلى

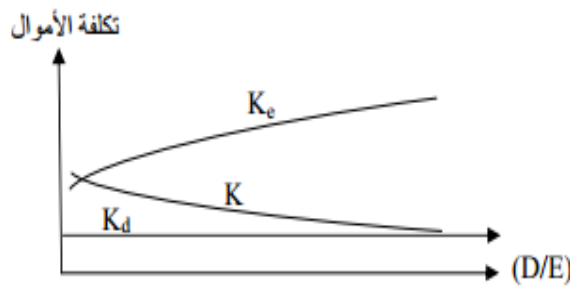
¹ إبراهيم منير الهندي، مرجع سابق، ص ص 645 - 646.

استخدام القروض يترك اثر ايجابيا على قيمة السوقية للمؤسسة، لأن الفوائد التي تدفعها المؤسسة على القروض تعد أعباء قابلة للخصم من الوعاء الضريبي، بذلك فإن وجود الفوائد يمكن المؤسسة من تحقيق وفورات ضريبية (économies d'impôt)، ويمكن تلخيص أهم النتائج التي توصلت في ظل إدراج الضريبة على أرباح الشركات في النقاط التالية:¹

- تكلفة الأموال الخاصة لمؤسسة يضم رأسمالها أموالا خاصة وديونا، يساوي إلى تكلفة الأموال الخاصة لمؤسسة مثيلة لها، ولكن لا يضم هيكل رأسمالها ديونا، مضافا إليها علاوة المخاطرة المالية الناجمة عن الاقتراض، وتتحدد هذه العلاوة عن طريق ضرب الفرق بين تكلفة الأموال الخاصة لمؤسسة من دون ديون وتكلفة الاقتراض التي تعتبر ثابتة بالنسبة لكل مؤسسات، في نسبة الاستدانة (نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال الخاصة)، غير أن هذه العلاوة تتناسب عكسيا مع معدل الضريبة على أرباح الشركات، أي كلما كان معدل الضريبة صغيرا كانت العلاوة كبيرة والعكس صحيح، وهذا ما يثبت أثر الضريبة على سياسة الاقتراض في المؤسسة ن التي تؤدي حتما إلى تحفيز المؤسسة على الاقتراض بدل الأموال الخاصة.

- تكلفة الأموال لأية مؤسسة هي دالة رتيبة ومنتاقصة لنسبة الاقتراض، وبالتالي فإن التكلفة الكلية للأموال تنخفض مع نسبة الاقتراض، ومن ثم فإن للاستدانة أثر إيجابيا على تكلفة الأموال.

الشكل رقم (4): العلاقة بين الاقتراض وتكلفة الأموال عند Mod & Miller مع وجود ضرائب



المصدر: مليكة زغيب، علاقة الهيكل المالي القيمة السوقية للنشأة من خلال النظرية

المالية: دراسة نظرية تحليلية، مجلة العلوم إنسانية بحوث اقتصادية، العدد 31، 2009، ص 161.

كما يلاحظ من الشكل السابق، فإنه لا توجد قيمة دنيا لتكلفة الأموال (K)، حيث أنه ابتداء من مستوى معين لنسبة الاقتراض، فإن أي زيادة في الاقتراض تؤدي إلى انخفاض التكلفة الأموال ولكن بقدر جد ضئيل.

¹ناصر دادي عدوان، يوسف مامش، أثر التشريع الجبائي على مردودية المؤسسة وهيكلها المالي، دار المحمدية العامة، الجزائر، 2008، ص 99-100.

ج- مدخل Miller في وجود ضريبة على دخل المستثمرين

قام Miller سنة 1977 بدراسة جديدة، تركز على إدراج الضريبة على دخل المستثمرين (علاوة على الضريبة على أرباح الشركات)، قام بوضع الفرضيات التالية:

- إمكانية أن يساوي معدل الضريبة على الدخل حملة الأسهم الصفر (وهذا أمر يمكن حدوثه إذا قامت المؤسسة بتحقيق أرباح ثم احتجزتها)؛

- معدل الضريبة على دخل الدائنين يساوي معدل الضريبة على أرباح الشركات.

في ظل هاتين الفرضيتين ومع الاحتفاظ بالفرضيات الأخرى، توصل Miller من خلال دراسته إلى نتيجة مفادها أن:

- تكلفة الأموال للمؤسسة ثابتة ولا تتغير بغرض النظر عن تركيبة رأس المال المؤسسة، وهي لا تساوي إلى تكلفة الأموال الخاصة للمؤسسة التي لا تضم هيكل رأسمالها ديونا، وهذا لكون أن أثر الضريبة على دخل المستثمرين يلغي الميزة التي تستفيد منها المؤسسة نتيجة الوفورات الضريبة الناجمة من الفوائد على الديون، والتي تعتبر معفاة من الضريبة على أرباح الشركات، وعليه يمكن صياغة هذه النتيجة

كما يلي: ¹

$$k(B) = K(A)$$

KA : تكلفة الأموال للمؤسسة التي لا يضم هيكل رأسمالها ديونا؛

KB: تكلفة الأموال المؤسسة التي تضم رأسمالها أمولا خاصة وديونا.

- وكنتيجة للنقطة السابقة، فإن القيمة السوقية الكلية لمؤسسة يضم رأسمالها وأموال الخاصة وديونا تعادل القيمة السوقية للمؤسسة الممولة فقط بالأموال خاصة، نظرا لأن الضريبة على المستثمرين يلغي أثر الضريبة على المستثمرين يلغي أثر الضريبة على أرباح الشركات.

خلاصة القول هي أنه يمكن للضريبة على دخل الأسهم والسندات أن تؤدي إلى إلغاء الوفورات الضريبة الناتجة من الاعتماد على سياسة الاقتراض، وبالتالي أن يكون للمؤسسة فرصة للاستفادة من

¹ جميل أحمد توفيق، محمد الحناوي، الإدارة المالية، دار المعارف، الإسكندرية، 1989، ص 404.

الاستدانة، لتحقيق وفورات ضريبية ومن ثم تعظيم القيمة السوقية و تدنية تكلفة الأموال، إذا ما نجحت في بيع المزيد من السندات إلى المستثمرين الذين يخضعون لضريبة على الدخل بمعدل يقل عن معدل الضريبة على أرباح الشركات.

ج- نظرية هيكل رأس المال في ظل وجود تكلفة الإفلاس: يترتب على الإفلاس تحمل المؤسسة لبعض التكاليف كالمباشرة كأتعاب، مصاريف الإجراءات الإدارية والقانونية... الخ، والجزء الآخر منها غير مباشرة، وهو العكس الصعوبات والمشاكل التي تعيق سير المؤسسة عندما تكون قاب قوسين من الإفلاس، مل تقلص ائتمانات الموردين بداعي خوفهم من عدم الدفع المؤسسة لدينها تجاههم نظرا لوضعياتهم المزرية، عدم إمكانية حصول المؤسسة على الأموال اللازمة لتمويل مشاريعها حتى ولو كانت ذات مردودية، الانخفاض قيمة الأصول... الخ.¹

يمكن استنتاج بأن تكلفة الإفلاس تؤثر سلبا على تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة.

د- نظرية هيكل رأس المال في ظل وجود تكلفة الوكالة:

علاقة الوكالة هي عقد بموجبه يقوم شخص يدعى الموكل باللجوء إلى شخص آخر يسمى الوكيل من اجل القيام بمهمة معينة نيابة عنه وباسمه، فيما يتعلق بالمؤسسة، هذه العلاقة توجد بين الملاك أو المساهمين أو أي مقرض أموال الأخر، والمدراء أو المسيرين حيث يتم التنازل عن جزء من سلطاتهم، إلا أن علاقة الموكل والوكيل تتميز بالتعارض حيث يحاول كل منهما تعظيم منفعته على حساب الأخر مما يجعل علاقتهما مصدر لتناقض.²

إن ظهور تكلفة الوكالة إلى جانب تكلفة الإفلاس سوف يؤثر على النسبة المثالية للاستدانة على الأموال الخاصة، أي سوف يؤثر على مكونات هيكل التمويل الأمثل، وبعبارة أكر وضوحا سوف يترتب على ظهور تكلفة الوكالة تخفيض نسبة الأموال المقترضة داخل هيكل التمويل.³

المطلب الثالث: المداخل الحديثة لتفسير الهيكل المالي:

سوف يتم التطرق في هذا المطلب للنظرية الإشارة والالتقاط ومساهماتهم في تفسير العلاقة بين الهيكل المالي والقيمة السوقية للمؤسسات.

¹ حمزة محمود الزبيدي ، مرجع سابق، ص 572.

² إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية)، دار وائل للنشر، جامعة ورقلة ، الجزائر، الطبعة الأولى، 2006، ص 381.

³ المرجع نفسه، ص 387.

أولاً: نظرية الإشارة :

تهتم هذه النظرية بتوافر المعلومات والتي تعد جوهرية للمستثمرين عن توقعات الإدارة بشأن مستقبل المؤسسة أي إصدار الدين أو الأسهم العادية وهو بمثابة الإعلان عن المعلومات تشير إلى النظرة العامة للإدارة عن مستقبل المؤسسة، فالمؤسسة التي تتاح أمامها فرصا استثمارية جيدة فإنها سوف لا ترغب ببيع الأسهم العادية الجديدة وذلك لعدم مشاركة المساهمين الجدد في التدفقات النقدية التي ستحصل عليها نتيجة لاستثماراتها ذات القيمة الحالية الموجبة، فمن المعروف أن الإدارة تعمل لصالح المساهمين الموجودين.¹

وتقترح هذه النظرية نمودجا لمحاولة التعبير عن جودة المؤسسة من خلال هيكلها المالي، فيميز المستثمرون بين كل مؤسسة المتواجدة في السوق ويصنفونها إلى نوعين A و B حيث أن المؤسسات من النوع A أحسن أداء من المؤسسات من النوع B ومن أجل تصنيف مؤسسة ما في أحد الصنفين يحدد المستثمرون في السوق مستوى حرج للاستدانة D فترى هذه النظرية أن المؤسسات من النوع الجيد (الصنف a) لها قدرة على الاستدانة يصل إلى D والعكس بالعكس.²

ان المعلومات التي تثبتتها المؤسسات ليست بالضرورة حقيقة وصادقة لهذا يجب أن تكون الإشارات متميزة معنا يصعب على المؤسسات الضعيفة تقليدها ونستج من ذلك أن هذه النظرية تستند على فكرتين:³

- نفس المعلومة، غير موزعة في جميع الاتجاهات: حيث أنه بإمكان المديرين في مؤسسة ما تهيئة معلومات لا تكون متوفرة لدى المستثمرين؛

- وحتى إذا كانت تلك المعلومات منشورة ومتوفرة لدى الجميع، فإنها سوف لا تدرك ولا تفهم بنفس الأسلوب والطريقة.

¹ عبد الوهاب دادان، الجدد القائم حول هياكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة الباحث، العدد 07، 2010، جامعة ورقلة، الجزائر، ص 320.

² عبد الوهاب دادان، مرجع سابق، ص 320.

³ صورية بن عزيزة، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الملتقى الوطني حول الإدارة المالية: رفع أساسي لتحسين أداء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، عنابة، 26/25 نوفمبر 2014، ص 09.

بإضافة الإشارة المستعملة تكون بأشكال عديدة، إذ يمكن أن تكون الصورة أو وصفا لتكلفة رأس المال، أو سياسة توزيع الأرباح، أو أيضا اللجوء إلى أوراق مالية معقدة أو شروط خاصة في مختلف أشكال التركيب المالي.

ثانيا: نظرية الالتقاط التدريجي للتمويل:

يتم التعرف على نظرية الالتقاط التدريجي للتمويل من خلال النموذجين التي بنيت عليها وهي كالتالي:¹

نموذج (Williamson 1988): حسب هذا النموذج يتم اختيار مصدر التمويل حسب خصوصية الأصل المراد تمويله، فإن كان الأمر يتعلق بتمويل أصل خاص تفضل المؤسسة الرفع في رأس المال على الاستدانة، أما إذا كان الإستثمار يمتثل في أصل غير خاص فتلجأ المؤسسة للاستدانة؛

- نموذج (Myers 1990): حسب (Myers) ترتيب أفضلية مصادر التمويل يكون على الشكل التالي:

تعتمد المؤسسة في توفير الموارد المالية على التمويل الذاتي (التمويل الداخلي) كأول وأهم مصدر مالي تلجأ إليه المؤسسة، وهذا من خلال الموازنة بين معدلات توزيع الأرباح والفرص الاستثمارية المتاحة؛

إذ أصبحت الحاجة ملحة للتمويل الخارجي فالمؤسسة تفضل في البداية الاعتماد على الاقتراض ثم السندات القابلة لتحويل إلى أسهم، ويأتي في المرتبة الأخيرة إصدار أسهم جديدة.

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

المبحث الثالث: مفاهيم عامة حول المؤسسات الصغيرة و المتوسطة :

إن محاولة وضع تعريف دقيق وشامل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في جميع الدول على اختلاف درجات تطورها وتقدمها الحضاري أدت إلى اصطدام المهتمين والقائمين على هذا النوع من المؤسسات بمجموعة من الصعوبات، تمكن أساسا في اختلاف درجات النمو والنشاط الاقتصادي ما بين الدول أو حتى الدولة الواحدة.

¹بن ساسي إلياس، قريشي يوسف، مرجع سابق، ص ص 392، 393.

المطلب الأول: مفهوم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالجزائر وخصائصها:

تعددت التعاريف التي تناولت مفهوم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وفيما يلي تقديم تعريف للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالجزائر.

تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالجزائر: ¹

تعرف المؤسسة الصغيرة و المتوسطة، مهما كانت طبيعتها القانونية، بأنها مؤسسة إنتاج السلع و الخدمات :

- تشغل من واحد (1) إلى مائتين و خمسين (250) شخصا؛

- لا يتجاوز رقم أعمالها السنوي أربعة (4) ملايين دج، أو لا يتجاوز مجموع حصيلتها السنوية (1) مليار دج؛

- تستوفي معيار الاستقلالية كما هو محدد في النقطة 3 أدناه

يقصد في مفهوم هذا القانون، بما يأتي:

1. الأشخاص المستخدمون : عدد الأشخاص الموافق لعدد وحدات العمل السنوية، بمعنى عدد العاملين

الأجراء بصفة دائمة خلال سنة واحدة، أما العمل المؤقت أو العمل الموسمي فيعتبران أجزاء من وحدات العمل السنوي .

السنة التي يعتمد عليها بالنسبة للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة التي تنشط، هي تلك المتعلقة بآخر نشاط محاسبي مقفل .

2. الحدود المعتبرة لتحديد رقم الأعمال أو مجموع الحصيلة : هي تلك المتعلقة بآخر نشاط مقفل مدة اثني عشر (12) شهرا.

3. المؤسسة المستقلة : كل مؤسسة لا يمتلك رأسمالها 25% فما أكثر من قبل مؤسسة أو مجموعة مؤسسات أخرى، لا ينطبق عليها تعريف المؤسسات الصغيرة و المتوسطة.

¹ المادة (5) : (تعريف المؤسسة الصغيرة و المتوسطة)، الجريدة الرسمية، العدد 02، الصادرة بتاريخ 11 جانفي 2017، ص ص5-6.

- خصائص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

تتسم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالعديد من الخصائص التي تميزها عن غيرها من المؤسسات بشكل عام، وبعض هذه الخصائص تفرضها طبيعة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وبعضها الآخر جاء نتيجة التطور الطبيعي للمجتمعات.¹

وفيما يلي عرض لأهم الخصائص:

- تتسم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالمركزية في مباشرة أعمالها، حيث يقوم مالك المؤسسة بنفسه، أو بمساعدة عدد محدود من المساعدين بتأدية النشاطات المختلفة في المؤسسة حيث تستخدم تلك المؤسسات في غالب الهيكل البسيط، وكما نلاحظ استقلالية الإدارة في اتخاذ قراراتها إلا أنه وفي معظم الأحوال فإن المالكين هم الذين يقومون بإدارة المؤسسة؛²

- تتميز المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بقلّة عدد العاملين بها ومحلية النشاط، وهذا يؤدي إلي وجود نوع من الألفة والمودة والعلاقة الطيبة بين المؤسسة والعملاء، مما يجعل تقديم السلعة أو الخدمة يتم في جو يسوده نوع من الصداقة؛

- تكون اغلب العمليات في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في منطقة جغرافية واحدة، عدا العمليات التسويقية، لذا يعتبر الموقع خاصية من خصائص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، إذ نجد أنه يكون المركز عملياتها في موقع محلي؛

- اعتماد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على التقنية البسيطة يتيح لها المرونة في العمل وتخفيض التكاليف غير مباشرة، مما يساعدها على التكيف مع مستجدات السوق؛³

- تعتمد أغلب هذه المؤسسات على المواد الأولية الخام المحلية، مما يجنبها المخاطر تقلبات الأسعار الصرف وانعكاساته على نتائجها المالية؛

- توفرها على نظام معلومات داخلي يتميز بقلّة التعقيد وهو ما يسمح بالانتشار السريع صعودا او نزولا بين الإدارة المؤسسة وعمالها، أما خارجيا فنظام المعلومات يتميز بدوره بالبساطة نتيجة قرب السوق

¹فايز جمعة صالح النجار، عبد الستار العلي، الريادة وإدارة الأعمال الصغيرة، الطبعة الأولى، دار الحامد، عمان الأردن 2006، ص67.
²فاقيش محمود، سلمان صفاء، التقارير المالية للمشروعات الصغيرة، ورقة بحثية مقدمة لمؤتمر أفاق التنمية الاقتصادية والاجتماعية في الأردن، جامعة آل البيت، الأردن، 1999، ص 501.
³عبد القادر محمد، سعود فياض الفياض، الصناعات الصغيرة في المملكة العربية السعودية : دور والمعوقات، مجلة التعاون الصناعي، العدد 60، النوحة، 1992، ص 14.

جغرافيا ونفسيا، وهي في مثل هذه الأحيان قليلة الحاجة إلى اللجوء إلى دراسة السوق المعقدة لأن التحولات على مستوى السوق الداخلي يمكن رصدها بسهولة من قبل المسيرين؛¹

- سرعة الاستجابة لحاجيات السوق، ذلك أصغر حجم عموما وقلة التخصص وضالة رأس المال كلها عوامل تسمح بتغير درجة ومستوى النشاط أو طبيعته، على اعتبار أنه سيكون أقل تكلفة بكثير مما لو تعلق الأمر بالمؤسسة كبرى.

المطلب الثاني: المشاكل والمعوقات التي تواجه قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

إن قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة يواجه مشكلات عديدة وعلى أصعدة مختلفة، ومن أهمها ما يلي:

أولاً- مشكلة تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة: يعد التمويل أحد أهم المشاكل التي تواجه قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة فحصول هذا الأخيرة على التمويل يعتبر أحد أهم المعوقات التي تواجه تنمية وتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، فرغم الجهود المبذولة من طرف الدول في معالجة إشكالية التمويل هذه المؤسسات إلا أن نتائجها تبقى محدودة نتيجة لمحدودية قدراتها التمويلية وترجع الإشكالية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلي الأسباب التالية:

- الاعتماد على المصادر الذاتية: إن المصدر الأساسي الذي تعتمد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في تمويل نشاطها يتمل في الموارد الذاتية والمدخرات الشخصية لأصحاب هذه المؤسسات بالإضافة إلى الاقتراض من الأقارب.

- ضعف البنية التحتية للقطاع التمويلي: يتمثل في عدم شفافية المؤسسات، وضعف نظم المعلومات الائتمانية المتمثلة خاصة في عدم وجود مكاتب للاستعلام الائتماني وعدم وجود آليات لتصنيف المقرضين.

- مشكلة ارتفاع أسعار الفائدة على القروض الممنوحة: ان ارتفاع أسعار الفائدة على القروض الممنوحة يمل أحد العقبات التي تزيد من حدة المشكلة تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، فعادة ما تنتهج الدول

¹ قدي عبد المجيد، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والمناخ الاستثماري، الملتقى الوطني الأول حول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ودورها في التنمية الأغواط 8-9 أبريل 2002، ص143.

سياسات نقدية مختلفة تعطي أولوية للمؤسسات في الحصول على التمويل خاصة في مرحلة الإنشاء ومساندة المؤسسات المتعثرة.¹

- قصور الجوانب التشريعية والتنظيمية للقطاع التمويلي: يتجسد ضعف جوانب التشريعية والتنظيمية للقطاع التمويلي في عدم تطور الوساطة المالية، وكذلك غياب وعدم تطور عدد من الأدوات التمويلية الهامة بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة .

- مشاكل التمويل المتعلقة بالمؤسسة: يتمثل في ضعف القدرات الداخلية للمنشآت الصغيرة والمتوسطة في الخبرات محدودة الأصحاب المشاريع، عدم توفر مهارات اللازمة في الأسواق العمل المحلية.

ثانياً - المشكلات التسويقية: توجه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة العديد من الصعوبات التسويقية والتي نذكر منها ما يلي:

- نقص المهارات الإدارية والتسويقية مما ينجر عنه عدم إتباع أساليب وإجراءات الإدارة الصحيحة والحديثة وعدم اتخاذ القرارات السليمة؛

- صعوبة العمليات التسويقية والتوزيعية نظرا لارتفاع تكلفة هذه العمليات وعدم قدرتها على تحملها هذه التكاليف؛

- عدم حماية المنتج الوطني من التدفق الفوضوي للسلع الأجنبية ذات أسعار منخفضة خاصة الصينية منها؛

- تحدي التنافسية نتيجة للتحرر المتزايد للتجارة الخارجية على مستوى العالمي والوطني.

ثالثاً - المشكلات الفنية: تعتبر الدراسات الفنية ودراسات الجدوى الاقتصادية، وتوفر المعلومات الحديثة والدقيقة حول حركة الأسواق والبيئة الاقتصادية والتكنولوجية، من المستلزمات الضرورية لاستمرارية أي مشروع في السوق، ومن المؤسف أن نسبة كبيرة جدا من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية تعاني من نقص في هذه المجالات المجتمعة ويعود ذلك إلى جملة من الأسباب منها:²

¹ عبد المطلب عبد المجيد، اقتصاديات تمويل المشروعات الصغيرة، الدار الجامعية، مصر، 2009، ص 79.
² راجح خوني، واقع هيئات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر 2000-2009، الملتقى الدولي حول المقاولاتية، جامعة بسكرة، 2011، ص 17.

- نقص المعلومة: يمثل عنصر حاسما في نجاح المؤسسة، مما يضع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة أمام وجوب الاعتماد المتزايد على تكنولوجيا المعلومات لتراقب وتساير تطورات السوق؛

- نقص العمالة المدربة: نتيجة عدم قدرة هذه المؤسسات على استقطابها لاعتبارات التكلفة؛

- صعوبة التكنولوجيا: مرادها إلى سببين هما عدم قدرتها على تطوير تكنولوجياتها الخاصة من جهة، وعدم قدرتها على استخدام التكنولوجيا المستوردة لاعتبارات التكلفة (براءات الاختراع).

رابعا- **المعوقات التنظيمية والمؤسسية:** تتعلق هذه المعوقات باللوائح والتشريعات والقوانين والبنية التحتية التي تؤثر على البيئة وتكلفة الأعمال بشكل عام، وعلى أداء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بشكل خاص، وعلى هذا الأساس، فإن كلما توفرت قواعد واضحة وعادلة وفعالة، وأسواق تسهل دخول المؤسسات الجديدة ولا تعيق الإنتاج، ومحاكم وإدارات حكومية فاعلة تلتزم بتطبيق القواعد والقوانين بشكل شفاف ومتوقع، فإن بيئة الأعمال تكون مساندة للنمو والتشغيل بشكل عام .

المطلب الثالث: دور المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الاقتصاد الوطني: يتمثل دور المؤسسات الصغيرة والمتوسطة فيما يلي:

أولا- مساهمة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في إحداث مناصب شغل:

تلعب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر دورا هاما في معالجة مشكلة البطالة حيث بلغ عدد المؤسسات في نهاية سنة 2012 حوالي 711832 توفر أكثر من 1848177 منصب عمل، وتمثل نسبة المساهمة الخاصة فيها أكثر من 99% .

الجدول:رقم(1) مساهمة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في إحداث مناصب الشغل لفترة (2012-2015).

السنوات	2012	2013	2014	2015
المؤسسات الخاصة	1800742	195636	2110665	23272932
المؤسسات العمومية	47375	48256	46567	43727

2370120	2157232	201892	1848117	المجموع
---------	---------	--------	---------	---------

المصدر : نشرية المعلومات الإحصائية، العدد 28، 2015، ص35.

من خلال الجدول السابق، نلاحظ أن نسبة مساهمة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في توفير مناصب عمل تأخذ اتجاها متزايدا حيث بلغ عدد مناصب العمل سنة 2012 حوالي 1848117 منصب عمل ليبلغ في نهاية 2015 حوالي 2370120 منصب عمل أي بزيادة تقدر بحوالي 39.5%، ويعود السبب في هذه الزيادة والتطور الملحوظ للإجراءات والتسهيلات التي قدمتها الدولة لهذا القطاع بالإضافة إلى التسهيلات التي منحها الصندوق الوطني للأجراء فيما يخص الضمان الاجتماعي.

ثانيا- مساهمة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في القيمة المضافة والنتائج الداخلي الخام خارج قطاع المحروقات:

أ- مساهمة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في القيمة المضافة:

تعتبر عملية تشكيل القيمة المضافة من أهم المؤشرات على قوة أي اقتصاد في العالم، ولاشك ان المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر (سواء كانت تابعة للقطاع الخاص أو العام) تلعب دورا كبيرا في هذه العملية، ويمكن توضيح مساهمتها في خلق قيمة مضافة، ويمكن توضيح مساهمتها في خلق القيمة المضافة من خلال الجدول الموالي:

الجدول رقم (2): مساهمة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في تشكيل القيمة المضافة على مستوى الاقتصاد الجزائري للفترة 2012- 2013.

2013		2012		الطابع القانوني للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة	فروع النشاط
النسبة	القيمة	النسبة	القيمة		
99.10	1612.94	99.3	1411.76	خاص	الزراعة
0.91	14.81	0.7	9.39	عام	
100	1627.67	100	1421.69	المجموع	
86.06	1209.33	87.35	1232.67	خاص	البناء والأشغال العمومية
13.94	233.8	12.65	178.48	عام	

100	1562.1	100	1411.15	المجموع	
38.8	1209.33	80.44	881.06	خاص	النقل والمواصلات
16.2	233.8	19.56	214.21	عام	
100	1443.12	100	1095.27	المجموع	
80.35	139.1	79.71	123.05	خاص	خدمات المؤسسات
19.35	33.7	20.29	31.32	عام	
100	174.46	100	154.37	المجموع	
84.15	146.27	82.7	114.9	خاص	الفندقة والإطعام
15.979	27.82	17.3	24.04	عام	
100	174.1	100	138.94	المجموع	
87.28	249.17	87.25	232.94	خاص	صناعة الغذائية
12.72	36.3	12.75	33.93	عام	
100	285.48	100	266.13	المجموع	
89.43	2.37	89.47	2.38	خاص	صناعة الجلد
10.19	0.27	10.53	0.28	عام	
100	2.65	100	2.66	المجموع	
94.07	1759.6	94.17	1555.29	خاص	التجارة
5.93	110.98	5.83	96.25	عام	
100	1870.6	100	1651.55	المجموع	

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على:

- وزارة الصناعة، نشرية المعلومات الإحصائية، العدد 28، 2015، ص 38.

- وزارة الصناعة، نشرية المعلومات الإحصائية، العدد 27، 2014، ص 19.

يبين لنا الجدول السابق سيطرة القطاع الخاص فيما يخص خلق القيمة المضافة في كل النشاطات الرئيسية التي تعمل فيها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ولكن تلك السيطرة تختلف من قطاع إلى آخر حيث تبلغ أقصاها في القطاع الزراعة 99% في كل السنوات الدراسة (2012- 2013)، ويسيطر

القطاع الخاص كذلك سيطرة كبيرة بنسبة تفوق 80% في كل السنوات في كل قطاعات ، أما قطاعات خدمة المؤسسات والنقل والمواصلات، فنسبة القطاع الخاص لا تصل إلى 80% إلا أنها تبقى الأكثر مساهمة فيها، بينما القطاع العام فلا يساهم بالنسبة كبيرة فهو لا يتعدى نسبة 25% في جميع فرع النشاط، أما في قطاع النقل والمواصلات يساهم بالنسبة لا بأس بها مقارنة بالقطاعات الأخرى.

ب- مساهمة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الناتج الداخلي الخام خارج قطاع المحروقات:

باعتبار أن قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة هو من القطاعات المهيمنة على النشاطات الاقتصادية الكبرى في الجزائر فهو بطبيعة الحال يعتبر من القطاعات المساهمة في الناتج الداخلي الخام دون النظر إلى قطاع المحروقات باعتباره القطاع الأول في الاقتصاد الوطني، والجدول الموالي يوضح مساهمة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الناتج الخام :

الجدول رقم (3): تطور الناتج الداخلي الخام لقطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر من 2011 إلى 2014.

2014		2013		2012		2011		الطابع القانوني
النسبة %	القيمة	النسبة %	القيمة	النسبة %	القيمة	النسبة %	القيمة	في نسبة قطاع العام في الناتج الداخلي
13.9	1187.9 3	11.71	893.24	12.01	793.38	15.23	923.43	
86.1	7338.65	88.29	6741.19	87.77	5813.02	84.77	51137.46	نسبة الخاص في قطاع
100	8527	100	7634	100	6061	100	6060.8	المجموع

المصدر: وزارة الصناعة، نشرية المعلومات الإحصائية، العدد، 28، 2015، ص 28.

من خلال الجدول نلاحظ ان الناتج الداخلي الخام خارج قطاع المحروقات في تزايد مستمر، حيث انتقل من 6060.8 مليار دينار جزائري سنة 2011 إلى أن بلغت قيمته 8527 مليار دينار سنة 2014.

كما اتضح لنا أيضا أن مساهمة القطاع الخاص (المؤسسات الصغيرة والمتوسطة) في تزايد حيث ارتفعت من 84.77% أي ما قيمته 5137.46 مليار دينار سنة 2014 إلى 86.1% أي ما قيمته 7338.65 مليار دينار سنة 2014 والذي يمكن تفسيره أن الجزائر اتجهت نحو المزيد من الانفتاح والتحرر الاقتصادي وتطبيق ميكانيزمات اقتصاد السوق وفتح باب الاستثمار أمام الخوص، وعلى عكس نجد مساهمة القطاع العام في الناتج الداخلي الخام في تراجع مستمر وذلك من نسبة 15.23% سنة 2011 إلى 13.9% سنة 2014 ويعود هذا التراجع إلى عدم قدرة هذا القطاع على مسايرة متطلبات وشروط الاقتصاد السوق.

خلاصة الفصل:

خلال هذا الفصل تطرقنا إلى أهم النقاط المتعلقة بماهية الهيكل المالي بداية بمفهوم الهيكل المالي الذي يمثل جميع أشكال وأنواع التمويل سواء مملوكة أو المقترضة وأيضا سواء ن مصادر قصيرة الأجل أو طويلة الأجل، وضحنا الفرق بين الهيكل المالي وهيكل رأس المال، حيث الهيكل المالي يتكون من جميع مصادر التمويل طويلة أو قصيرة في حين هيكل رأس المال مصادر التمويل قصيرة الأجل، كما بينا أسباب الاختلاف في مكونات الهيكل المالي للمؤسسات، والمتمثلة في محددات الهيكل المالي وهي مجموعة من العوامل التي يجب أخذها بعين الاعتبار عن تحديد أنواع الأموال المستخدمة في التمويل المؤسسية، وكذا تطرقنا إلى مكونات الهيكل المالي ودراسة مصادر التمويل طويلة والقصيرة الأجل بالإضافة إلى البائل الحديثة كالصيق التمويل الإسلامي، وقد تم استعراض مختلف النظريات المتعلقة بالهيكل المالي من نظرية التقليدية إلى الحديثة، بعد التطرق إلى نظريات المفسرة للهيكل المالي، كما تطرقنا إلى مفهوم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وأهميتها البالغة في اقتصاديات وأهم خصائصها، والدور التي تقوم به في الاقتصاد الوطني : وتواجه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عدة مشاكل ومعوقات خاصة في الدول النامية فيما يتعلق بمشكلات تمويلها، وكذا مشكل تسويق منتجاتها وبعض العوائق التنظيمية والمؤسسية.

الفصل الثاني

دراسة ميدانية لطلبة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر

تمهيد:

سنتطرق في هذا الفصل دراسة ميدانية على عينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر لإبراز أثر الهيكل المالي على الأداء المالي ممثلا بالمؤشرات التقليدية وهي المردودية الاقتصادية والمردودية التجارية.

المبحث الأول: الدراسات التجريبية حول علاقة الهيكل المالي بالأداء المالي للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة و منهجية الدراسات :

سنتناول في هذا المبحث إلى أهم الدراسات التي تناولت علاقة الهيكل المالي بالأداء المالي للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة و منهجية الدراسات .

المطلب الأول: الدراسات التجريبية حول علاقة الهيكل المالي بالأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

يظهر الأداء الاقتصادي للمؤسسات ممثلا بالعوائد العادية وغير العادية من خلال بعض المؤشرات والمقاييس المالية التي تعكس هذا الأداء، وتعد العوائد المحاسبية ومن بينها المردودية الاقتصادية والمردودية التجارية من أهم المؤشرات المستخدمة في هذا المجال وعموما فان نتائج الوسع في الرفع المالي تعتمد على قدرة المؤسسة على استغلال الأموال المقترضة لزيادة العوائد المحاسبية، لذلك فإن الرفع المالي يحقق عوائد قد تكون أكبر من تكلفة الاقتراض او مساويا لها أو أقل منها وبالتالي يمكن تصنيف نتائج التوسع في الرفع المالي كالتالي:¹

- الرفع المالي العكسي: وهي الحالة التي يكون فيها العائد على الاموال المقترضة أقل من تكلفة الاقتراض مما يترتب عليه انخفاض العائد للملاك مما يترتب عليه انخفاض نسبة العائد على الأصول والعائد على الملكية .

وقد أجريت العديد من الدراسات التجريبية التي اختبرت العلاقة بين الهيكل المالي (ممثلا بالرف المالى) والمردودية، ففي دراسة (Kestev 1986) ودراسة (Friend et lang1988) وتوصلت هذي هذه الدراسات إلى وجود علاقة عكسية بين مردودية المؤسسة وبين الاستدانة طويلة الأجل، وهذا ما توصلت إليه دراسة (Pachori , Totaler 2012) ودراسة (Blact 1976) و(Christe1982) إلى وجود علاقة عكسية بين درجة الرفع المالي وعوائد الأسهم أن زيادة درجة الرفع المالي للشركات، تزيد من تذبذب وتقلبات السهم والذي يقود بالنهاية إلى زيادة المخاطر للاستثمار في السهم.

وهدفت الدراسة (Ebqid, 2009) إلى معرفة أثر تركيبة الهيكل المالي (مستوي الرفع المالي) على أداء عينة من المؤسسات المصرية مكونة من (64) مؤسسة خلال الفترة (1997-2005) وقد تم اختبار

¹سليمان شلاش، علي البقوم، مرجع سابق ص 79.

العلاقة باستخدام تحليل انحدار الخطي المتعدد، حيث أشارت النتائج إلى ضعف تأثير الهيكل المالي على أداء المؤسسات.¹

دراسة (Hayajneh , Soumadi,2010) ، هدفت الدراسة إلى تحليل أثر الهيكل المالي على أداء المؤسسات باستخدام عينة مكونة من (76) مؤسسة أردنية عامة مدرجة في السوق الصرف "عمان" خلال الفترة الممتدة بي 2001 إلى غاية 2006، وأظهرت النتائج أن الهيكل المالي يرتبط سلبيا مع أداء المؤسسات عينة الدراسة، كما توصلت الدراسة إلى عدم وجود اختلاف ذو دلالة لأثر الرفع المالية بين المؤسسات "شديدة الرفع" و"منخفضة الرفع" على أدائها.²

أما في دراسة الباحثان (MojtabaAkbarpour et Aghabeygzadeh,2011) فقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ما بين المتغير التابع المردودية الاقتصادية والمتغيرات المستقلة المتعلقة بالهيكل المالي، في حين لم تظهر علاقة ما بين المتغير التابع ممثلا بالمردودية التجارية والمتغير المستقل نسبة الاستدانة.³

وفي دراسة (M. Podit et Y. D Gobardun,2011) بينت أن مردودية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الحجم تتناسب عكسيا مع حجم الاقتراض طويل الأجل. وفي دراسة أخرى ل (Singopuroko, 2011) أوضحت الدراسة أن للديون أثر إيجابي على مردودية المؤسسة أن المؤسسات التي لديها القدرة على تحقيق عوائد تتوجه إلى استخدام الديون ضمن الهيكل التمويلي لأصولها وتختلف العلاقة بين الرفع المالي والمردودية بالاختلاف القطاع الذي تعمل به المؤسسة.

وفي دراسة (A Khtar et al 2012) والتي هدفت لقياس أثر الرفع المالي على الأداء المالي للشركات، أظهرت النتائج إلى أن الرفع المالي يؤدي إلى تحسين الوضع المالي للمؤسسات ومن ثم زيادة فرص نموها داخل القطاع الذي تعمل بداخله.

¹Souhail YOUNUS, Khurram ISHFAQ, muhammad USMAN, muhammad AZEEM, **capital structure and financial performance: evidence from sugar industry in Karachi stock exchange Pakistan**, international journal of academic research in accounting, finance and management science, Vol.4, No.4, octobre 2014, pp 272-279.

²Osama suhailhayajnehmustafa M soumadi, **Capital Structure and corporate performance empirical study on the public Jordanian shareholdings firms listed in the amman stock market**, euroean scientific journal October edition vol. 8 No .22 , p173-189.

³Mojtabaakbarpour, shahooaghabeygzadeh, **reviewing relationship between financial structure and firms performance in firms traded on the tehran stock exchange**, international journal of business administration Vol.2 No.4 November 2011, p179 .

أما الدراسة (السبيعي 2012) العلاقة بين الرفع المالي والعائد على الأصول التي أجريت على مؤسسة كويتية توصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية بين الرفع والعائد على الأصول. (54) في حين أشارت دراسة (AbbasaliPouraghajan , Esfandiar Malekian,2012) في بحثها لتأثير الهيكل المالي على الأداء المالي للشركات المدرجة في بورصة طهران إلى أن وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين معدل العائد ونسبة الديون المؤسسات عينة الدراسة¹. كما سعت دراسة (Abdul,2012) إلى كشف عن مدى توافق أدبيات النظرية المالية الخاصة بالموضوع مع بيئة الدراسة (الاقتصاديات الناشئة)، حيث أجريت على عينة من المؤسسات الباكستانية، وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين الرافعة المالية ولأداء ممثلا بالمرودية الاقتصادية ومؤشر توبين، في حين لم تجد الدراسة علاقة ذات دلالة إحصائية بين الأداء ممثلا بالمرودية المالية والرافعة المالية². وفي دراسة (جميل حسن النجار، 2013) فيما يتعلق بأثر الرفع المالي على أداء المؤسسات المدرجة في بورصة فلسطين وفقا للمؤشرات المالية التقليدية، بينت الدراسة وجود أثر سلبي للرفع المالي على العائد على حقوق الملكية ويبرر ذلك بعدم وجود لجوء المؤسسات إلى الاقتراض إلا في حال عدم كفاية الأرباح المحتجزة³. في حين أظهرت دراسة (Sohail YOUNUS et al,2014)، على عينة من المؤسسات الباكستانية وجود علاقة ايجابية ضعيفة بين الهيكل المالي والأداء المالي للمؤسسات، وأشارت دراسة (MirieMwangi, Edwin Maranga Birundu,2015) في دراسة لتأثير الهيكل المالي على الأداء ل 30 مؤسسة صغيرة ومتوسطة في كينيا إلى عدم وجود علاقة بين الهيكل المالي والمرودية الاقتصادية وتم تفسير هذه النتائج إلى أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تلجأ إلى مصادر التمويل الداخلية نظرا لصعوبة حصولها على التمويل من مصادر الخارجية خاصة البنوك⁴.

¹AbbasaliPouraghajan, esfandiarmalekian, **The Relationship between capital structure and firm performanceevaluationmeagures : evidence formthetehran stock exchange**, international journal of business and commerce Vol.1 No.9 may 2012,p176.

²Abdul, G .K. **The relationship of capital structure decisions with firm performance : A study of the engineering sector of pakistan**. International journal of accounting and financial reporting, Vol 2 , No 1, 2012.

³جميل حسن النجار، **مدى تأثير الرفع المالي على الأداء المالي للشركات المساهمة (دراسة اختبارية)**، مجلة العلوم الإنسانية، المجلد 15 ، العدد 1 ، غزة (فلسطين)، 2013 ، ص316.

⁴MirieMwangi, edwinmarangabirundu, **The Effect of capital sturcture on the financial performance of small and medium enterprises in thika sub-kenya**, international journal of humanities and social science Vol.5, No.1 January 2015,p155.

وتوصل إلى نفس النتائج (KwameMireku et al,2014) أن الهيكل المالي أثر على الأداء المالي للمؤسسات في غينيا أن كلما كان اعتماد المؤسسات على الديون أقل كلما كانت الربحية أعلى وهو ما يؤكد وجود علاقة عكسية ما بين نسبة الدين والأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.¹

اختبر (Mwangi et al, 2014) العلاقة بين الهيكل المالي وأداء المؤسسات الغير المالية الكينية المدرجة في سوق الأوراق المالية "Nairobi"، ولتحقيق ذلك أجريت الدراسة على عينة قوامها (42) مؤسسة خلال الفترة (2006-2012) وتم استخدام تحليل الارتباط والانحدار المتعدد لاختبار فرضيات الدراسة، والتي توصلت إلى عدة نتائج أهمها وجود علاقة ذات دلالة إحصائية في الاتجاه العكسي بين الرافعة المالية ومؤشرات الأداء معبرا عنها بالمردودية المالية والمردودية الاقتصادية، وقد أوصلت الدراسة إدارة المؤسسات عينة البحث بتخفيض اعتمادها على ديون طويلة الأجل في تمويل إحتياجاتها.²

كما قدم (Bokhtiar et al,2014) دراسة هدفت إلى اختبار أثر الهيكل المالي على أداء المؤسسات ببغدادش، اعتمادا على البيانات المالية لعينة مكونة من (36) مؤسسة مدرجة في سوق الصرف خلال فترة (2007-2012)، ومن خلال تقدير أربعة نماذج تجسد العلاقة بين المتغيرات (التابعة والمستقلة) بينت الدراسة وجود علاقة سلبية بين الأداء ممثلا بالمردودية الاقتصادية والهيكل المالي، كما أثبتت الدراسة عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الأداء ممثلا بالمردودية المالية ومؤشر توبين، ومن جانب آخر وجود علاقة إيجابية بين نسبة سعر السهم إلى ربحه (EPS) ونسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالي الأصول، وخلصت الدراسة أن للهيكل المالي تأثير سلبي على أداء المؤسسات والذي تتفق مع الطرح النظري لنظرية الالتقاط التدريجي.³

وهذه النتائج تتناقض مع العديد من الدراسات التجريبية والتي أثبتت وجود اثر ايجابي الرفع المالي واختيار الهيكل المالي (Hadlock and james,2002) ودراسة (Ghosh et al,2000)، وبالمقابل أثبتت (Gleason et al , 2000) وجود علاقة سلبية بين الهيكل المالي وأداء المؤسسات.

المطلب الثاني: منهجية الدراسة ووصف العينة.

¹Kwame Mireku , Samuel Mensah , Emmanuel Ogoe, **The Relationship between Capital Structure Measures and Financial Performance: Evidence from Ghana** , International Journal of Business and Management; Vol. 9, No. 6; 2014,p152.

²Mwangi. Lucy Wamugo , Muathe Stephen Makau, George Kosimbei . **Relationship between Capital Structure and Performance of Non-Financial Companies Listed In the Nairobi Securities Exchange**, Kenya Global Journal of Contemporary Research in Accounting, Auditing and Business Ethics (GJCRA) An Online International Research Journal Vol1, No 2 , 2014,p120.

³BokhtiarHasan, MainulAhsan, AfzalurRahaman, Nurulalam, **influence of capital structure on firm performance : evidence form bangladesh**, international journal of business and management, Vol.9,No.5 , 2014,p184-194.

نحاول في هذا المطلب تحديد منهجية الدراسة من خلال تحديد عينة الدراسة وكذا طريقة بناء النموذج وبالإضافة إلى تحديد المتغيرات التابعة والمتغيرات المستقلة.
أولاً- عينة الدراسة:

مثلت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية مجتمعاً لهذه الدراسة، ورغبة في الحصول على البيانات اللازمة للبحث، تم التوجه إلى مركز الوطني للتسجيل التجاري، الذي يقع على عاتقه مهما جمع، حفظ ومعالجة هذه المعلومات، والذي تحصلنا من خلاله على النشرات الرسمية المتعلقة بالإعلانات القانونية للسنة التاسعة والأربعون التالية:

- النشرة الرسمية رقم 02 الصادرة في 28 أبريل 2013 للسنة 49.
- النشرة الرسمية رقم 03 الصادرة في 12 ماي 2013 للسنة 49.
- النشرة الرسمية رقم 04 الصادرة في 2 جوان 2013 للسنة 49.

وبغرض ضمان تجانس عينة البحث تم استبعاد المؤسسات التالية:

- المؤسسات المصغرة، والتي حددا المشرع الجزائري بأنها مؤسسة إنتاج السلع أو الخدمات، تشتغل من 1 إلى 09 شخصا (إجراء بصفة دائمة خلال سنة واحدة)، حيث لا يتجاوز رقم أعمالها السنوي 20 مليون دينار جزائري، ومجموع حصيلتها السنوية 10 مليون دينار جزائري، كما يجب أن تستوفي معايير الاستقلالية"

- المؤسسات ذات طابع مالي: بنوك، تأمين...؛

- المؤسسات التي لم يتمكن من الحصول على بياناتها المالية للفترة الزمنية المحددة للدراسة؛

- المؤسسات في بداية نشاطها؛

- المؤسسات بدون رقم أعمال.

وبعد القيام بهذا العمل تم الحصول في النهاية على عينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عددها 70 مؤسسة.

إن البيانات تم الحصول عليها بغرض دراسة الميدانية تتمثل في معطيات محاسبية عن المؤسسات المكونة للعينة للدراسة، وتشمل (جدول الأصول، جدول الخصوم، جدول حسابات النتائج)، ولبلوغ أهداف الدراسة وعرفة اثر الهيكل المالي على مؤشرات الأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، سيتم الاعتماد على طريقة تحليل القوائم المالية باستخدام مجموعة من النسب المالية التي تمثل ترجمة المحاسبية للقرارات والنتائج المالية، بحيث تسمح بتفسير إحصائي غني بالمعلومات وذا موضوعية. هذا

بإضافة إلى الاعتماد على طريقة النموذج الانحدار المتعدد للمعالجة المعطيات وتحليل النتائج، والاستعانة ببرنامج حزمة التحليل الإحصائي للعلوم الاجتماعية (SPSS) النسخة 21.

المطلب الثالث: نموذج ومتغيرات الدراسة.

سيتم التطرق في تعريف بالمتغيرات المتعلقة بالنموذج الدراسة أثر تركيبة الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة عينة الدراسة على الأداء المالي كما يلي:

أولاً- متغيرات الدراسة:

1- متغير التابع:

يمثل الأداء المتغير التابع للنموذج الدراسة الحالية ، حيث يعرف عموماً أنه عمل أو إنجاز أو نشاط أو تنفيذ مهمة، ومن ناحية المنظور المالي يمثل الأداء المالي المفهوم الضيق للأداء المؤسسات، حيث يركز على استخدام مؤشرات مالية لقياس مدى انجاز أهداف، ويعبر الأداء المالي عن الأداء المؤسسات ذلك أنه الداعم الأساسي للأعمال المختلفة التي تمارسها المؤسسات، وقد اعتمدت الدراسات السابقة على عدة مؤشرات مالية للتعبير عن الأداء في هذه الدراسات سوف يعتمد على مؤشرين هما:

أ_ المردودية الاقتصادية:

استخدمت معظم الدراسات الميدانية السابقة لقياس المردودية ما يعرف بالمردودية الاقتصادية التي تحسب بالعلاقة بين نتيجة العمليتين (النتيجة قبل الفوائد والضريبة) إلى إجمالي الأصول، فقد اعتمدت بوصاً نجاة في حساب المردودية الاقتصادية بالنسبة النتيجة قبل الضريبة على رقم الأعمال .

في الدراسة الحالية سوف الاعتماد على المردودية الاقتصادية وفق العلاقات التالية:

$$ROe = \frac{Rnet}{TA}$$

حيث:

Rnet: النتيجة الصافية؛

ROe: المردودية الاقتصادية،

TA: مجموع الأصول.

ب_ المردودية التجارية:

تمثل هذه النسبة المردودية رقم الأعمال، فضخامة رقم الأعمال أحيان تكون مظلمة، لأن زيادة نشاط في المؤسسة يتزايد في العادة مع زيادة الأعباء الكلية، وقد تمتص هذه الأعباء كل رقم الأعمال وتتبخر معها الأرباح، وبالتالي فهذه النسبة تبين كفاءة المسيرين في إدارة كالأعمال والأعباء والكلية، وتحسب هذه النسبة كما يلي:

$$ROca = \frac{Rnet}{CA}$$

حيث:

ROca: المردودية التجارية؛ Rnet: النتيجة الصافية؛ CA: رقم الأعمال.

2- المتغيرات المستقلة:

تركيبية الهيكل المالية تمثل المتغيرات المستقلة، وقد استخدمت العديد من المؤشرات المالية للتعبير عن الهيكل المالي ففي دراسة تيتمان ويسالس (Titman & Wessels 1988) استخدم الباحثان ثلاثة مؤشرات للهيكل المالية، وهي نسبة الديون الطويلة والمتوسطة الأجل إلى مجموع الأصول الخاصة، نسبة الديون قصيرة الأجل إلى مجموع الأصول الخاصة ونسبة الديون القابلة للتحويل إلى الأموال الخاصة.

في هذه الدراسة سيتم الاعتماد على ثلاثة مؤشرات:

أ- نسبة الاستدانة الطويلة والمتوسطة الأجل: والتي يتم حسابها بقسمة الديون المتوسطة والطويلة الأجل

على مجموع الميزانية، ويرمز لها بالرمز TDLM.

$$TDLM = \frac{DLM}{AT}$$

TDLM: نسبة الاستدانة المتوسطة والطويلة الأجل؛

DLM: إجمالي الديون المتوسطة وطويلة الأجل؛ TA: إجمالي الأصول.

ب- نسبة الاستدانة القصيرة الأجل: والتي يتم حسابها بقسمة الديون القصيرة والأجل على مجموع

الميزانية، ويرمز لها بالرمز TDC.

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

TDC: نسبة الاستدانة القصيرة الأجل؛

DC: إجمالي الديون قصيرة الأجل

TA: إجمالي الأصول.

ج- نسبة الرفع المالي: الرفع المالي يعني استخدام الأموال الخارجية في التمويل لغرض زيادة الأرباح التي يتم حسابها بقسمة مجموع الديون على مجموع الأموال الخاصة، ويرمز لها بالرمز.

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

CP: الأموال الخاصة.

FL: الرفع المالي؛

D: إجمالي الديون؛

ثانيا- نموذج الدراسة:

سيتم دراسة تأثير تركيبية الهيكل المالي من خلال متغيرات مستقلة (نسبة الديون الطويلة والمتوسطة الأجل، نسبة الديون قصيرة الأجل، نسبة الرفع المالي) على مؤشرات الأداء المحاسبية التقليدية كما متغيرات تابعة (المردودية الاقتصادية والمردودية التجارية) وذلك باستعمال نموذج الانحدار الخطي المتعدد، وعليه فإن هذه الدراسة سوف تبحث عن تأثير كل متغيرة مستقلة (مؤشرات الهيكل المالي) على متغير التابع الأداء والمعبر عنه بالمردودية الاقتصادية والتجارية، ومنه فالدراسة الحالية نموذج سيكون ملخصة في النموذجين التاليين:

النموذج الأول: ويتعلق بدراسة أثر الهيكل المالي على المردودية الاقتصادية لعينة من المؤسسات

الصغيرة والمتوسطة من خلال النموذج التالي: $ROe = B_0 + B_1.TDLM + B_2.TDC + B_3.FL$

النموذج الثاني: ويتعلق بدراسة أثر الهيكل المالي على المردودية التجارية لعينة المؤسسات الصغيرة

والمتوسطة من خلال نموذج التالي: $Roca = B_0 + B_1.TDLM + B_2.TDC + B_3.FL$

المتغيرات المتعلقة بالدراسة ونموذج الدراسة في الجدول التالي:

الجدول رقم (4): نموذج الدراسة وكيفية قياس المتغيرات

المتغيرات	طريقة الحساب
المتغير التابع: الأداء	
ROe المردودية الاقتصادية	النتيجة الصافية/مجموع الأصول
Roca المردودية التجارية	النتيجة الصافية /رقم الأعمال
المتغيرات المستقلة : الهيكل المالي	
نسبة الديون طويلة إلى مجموع TDLM الأصول	الديون طويلة الأجل /مجموعالأصول
نسبة الديون قصيرة الأجل إلى مجموعTDCالأصول	الديون قصيرة الأجل /مجموع الأصول
الرافعة المالية FL	إجمالي الديون /الأموال الخاصة
نماذج الدراسة	
النموذج الأول: $ROe = B_0 + B_1.TDLM + B_2.TDC + B_3.FL$	
النموذج الثاني: $ROca = B_0 + B_1.TDLM + B_2.TDC + B_3.FL$	

المصدر : من إعداد الطالبين.

المبحث الثاني : تحديد نموذج اثر الهيكل المالي على الأداء المالي

المطلب الأول:تحليل نموذج الانحدار الخطي المتعدد لمؤشر المردودية الاقتصادية

أولاً- بناء نموذج الانحدار الخطي المتعدد:

إن تحليل النموذج يتمثل في معرفة مستوى دلالة نموذج الانحدار للمردودية الاقتصادية وذلك باستعمال اختبار فيشر، ومعرفة المتغيرات المفسرة للنموذج اختبار ستيوذنت، يمكن صياغة النموذج الرياضي

$$ROe = B_0 + B_1.TDLM + B_2.TDC + B_3.FL$$

حيث:

TDLM: نسبة الاستدانة المتوسطة الأجل؛

ROe: المردودية الاقتصادية؛

FL: الرافعة المالية.

TDC: نسبة الاستدانة القصيرة الأجل؛

وتمثل هذه المعادلة نموذج قياسي تبين العلاقة بين المتغير التابع المردودية الاقتصادية والمتغيرات المستقلة الخاصة بتركيبية الهيكل المالي.

بعدها يتم إجراء تحليل الانحدار للنموذج والذي يتضمن كافة المتغيرات للمؤسسات موضع الدراسة، وباستخدام طريقة المربعات الصغرى.

الجدول رقم(5): يوضح بعض النتائج تحليل الانحدار المتعدد للمؤشر المردودية الاقتصادية.

الإحصائيات	القيم
معامل الارتباط R	0.354
معامل التحديد المعدل R^2	0.086

المصدر: من إعداد الطالبين باعتماد على نتائج برنامج SPSS للنسخة 21.

يحتوي الجدول (5) على بعض المقاييس التي تم حسابها للنموذج المقدر، إذ يبين معامل الارتباط R يساوي 0.354 بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، أما معامل التحديد المعدل R^2 والذي يوضح القوة التفسيرية للنموذج القياسي حيث يشير هنا إلى متغيرات المستقلة التي يتضمنها النموذج تساهم في تفسير 8.6 % من المتغيرات الحاصلة في المتغير التابع المعتمد والباقي يعزى على عوامل أخرى.

الجدول رقم(6): نتائج تحليل التباين ANOVA لاختبار معنوية الانحدار الخطي المتعدد لمؤشر المردودية الاقتصادية

المرحلة	مجموع المربعات	درجة الحرية	متوسط المربعات	إحصائية F	المعنوية
1	0.213	3	0.71	3.157	0.03
	1.481	66	0.022		
	1.694	69			

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على نتائج SPSS للنسخة 21.

يبين الجدول (6) بأن الإحصائية F التي تقيس معنوية النموذج ككل تساوي 3.157 وتشير قيمته إلى أنه معنوي. وهو أقل من مستوى معنوية الفرضية الصفرية 0.05، ومنه يتم رفض الفرضية الصفرية وقبول

الفرضية البديلة والتي هي أن الانحدار معنوي مما يؤكد القوة التفسيرية العالية لنموذج الانحدار الخطي المتعدد من الناحية الإحصائية، بمعنى وجود علاقة ما بين المتغيرات المستقلة (نسبة الديون الطويلة والمتوسطة الأجل، نسبة الديون القصيرة الأجل، نسبة الرفع المالي) والمتغير التابع (المردودية الاقتصادية).

الجدول رقم (7): قيمة الثابت ومعاملات نموذج الانحدار الخطي المتعدد لمؤشر المردودية الاقتصادية.

المتغير التابع	ROe	قيمة المعامل B	المعنوية
الحد الثابت الغير معيار	B ₀	0.217 (4.988)	0.000
المتغيرات المستقلة	FL	(-0.28)	0.978
	TDLM	-0.171 (-2.461)	0.016
	TDC	-0.213 (-2.735)	0.008

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على نتائج برنامج SPSS للنسخة 21.

يبين الجدول (7) قيمة الثابت ومعاملات الانحدار لنموذج الانحدار الخطي المتعدد لمؤشر المردودية الاقتصادية التي أسفر عليها التحليل ويمكن تفسيرها كما يلي:

ظهور متغيرين مستقلين لهما دلالة إحصائية في علاقتهما بالمتغير التابع وهما نسبة الديون الطويلة والمتوسطة الأجل، والمتغير نسبة الديون القصيرة الأجل، حيث تثير النتائج إلى وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين نسبة الديون الطويلة والمتوسطة الأجل (مستوى ثقة) وبين المتغير التابع المردودية الاقتصادية، وعلاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين نسبة الديون القصيرة الأجل (مستوى ثقة) وبين المتغير التابع المردودية الاقتصادية، في حين لم يكن للمتغير المستقل نسبة الرفع المالي دلالة إحصائية في تفسير المتغير التابع، وعليه يكون نموذج مؤشر المردودية

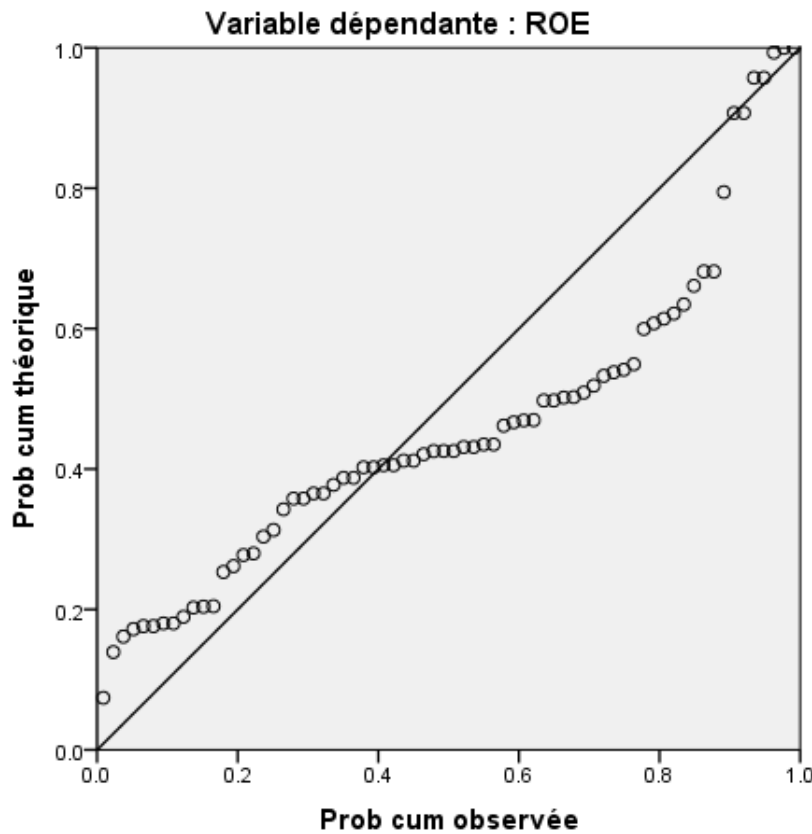
$$ROe = 0.217 - 0.171TDLM - 0.213TDC$$

ثانيا- اختبار اعتدالية توزيع الأخطاء:

يمكن الكشف عن توزيع الأخطاء من خلال رسم شكل الانتشار بين منحني الاحتمال الطبيعي، فإذا كانت النقاط تتجمع أو تتوزع بطريقة عشوائية حول الخط المائل والذي يمثل منحني التوزيع الطبيعي فإن الشكل يبين أن البيانات والتي هي البواقي القياسية في هذه الحالة تتبع توزيعا طبيعيا. وقد كشف الشكل الانتشاري لتوزيع الأخطاء كما يوضحه الشكل (05) أن جميع الأخطاء تتوزع بطريقة عشوائية حول هذا الخط الواصل بين الركن الأيمن العلوي والركن الأيسر السفلي لشكل الانتشار مما يؤكد اعتدالية توزيع الأخطاء.

الشكل رقم (5): شكل الانتشار بين الأخطاء المشاهدة والأخطاء المتوقعة للمتغير التابع (المردودية الاقتصادية)

Diagramme gaussien P-P de régression de Résidu standardisé



المصدر: مخرجات برنامج SPSS النسخة 21

المطلب الثاني: تحليل نموذج الانحدار الخطي المتعدد لمؤشر المردودية التجارية

أولاً- بناء نموذج الانحدار الخطي المتعدد:

قصد اختبار اتجاه اثر تركيبية الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة على الأداء من حيث المردودية التجارية سوف يتم التطرق في هذا المطلب الى بناء النموذج كما يلي :

ان تحليل النموذج يتمثل في معرفة مستوى دلالة نموذج باستعمال اختبار ستيودنت يمكن صياغة النموذج الرياضي التالي: $Roca = B_0 + B_1TDLM + B_2TDC + B_3FL$

حيث:

Roca المردودية التجارية TDLM نسبة الاستدانة المتوسطة الأجل

Tdc نسبة الاستدانة القصيرة الأجل FL الرافعة المالية

وتتمثل هذه المعادلة نمودجا قياسيا تبين العلاقة بين المتغير التابع المردودية التجارية والمتغيرات المستقلة الخاصة بتركيبية الهيكل المال

الجدول رقم (8): بعض النتائج تحليل الانحدار المتعدد لمؤشر المردودية التجارية.

الإحصائيات	القيم
معامل الارتباط R	0.379
معامل التحديد المعدل R ²	0.104

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على نتائج برنامج SPSS النسخة 21.

يحتوي الجدول (8) على بعض المقاييس التي تم حسابها للنموذج المقدر، إذ يبين معامل الارتباط R يساوي 0.379 بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، أما معامل التحديد المعدل R² والذي يوضح القوة التفسيرية للنموذج القياسي حيث يشير هنا إلى أن متغيرات المستقلة التي يتضمنها النموذج تساهم في تفسير 10.4% من المتغيرات الحاصلة في المتغير التابع المعتمد والباقي يعرئ على عوامل أخرى.

الجدول رقم(9): نتائج تحليل التباين ANOVA لاختبار معنوية الانحدار الخطي المتعدد لمؤشر المردودية التجارية.

المرحلة	مجموع المربعات	درجة الحرية	متوسط المربعات	إحصائية	المعنوية
1	0.503	3	0.168	3.683	0.016
	3.003	66	0.045		
	3.505	69			

المصدر: من إعداد الطالبين باعتماد على برنامج SPSS النسخة 21.

يبين الجدول (09) بأن إحصائية التي تقيس المعنوية النموذج ككل تساوي 3.683 وتشير قمته إلى انه أقل من مستوى المعنوية الفرضية الصفرية 0.05، ومنه يتم رفض الفرضية الصفرية وقبول الفرضية البديلة وهي أن الانحدار الخطي المتعدد من الناحية الإحصائية، بمعنى وجود علاقة ما بين التغيرات المستقلة (نسبة الديون الطويلة والمتوسطة الأجل، نسبة الديون القصيرة الأجل، نسبة الرفع المالي) والمتغير التابع (المردودية التجارية).

الجدول رقم (10): قيمة الثابت ومعاملات نموذج الانحدار الخطي المتعدد لمؤشر المردودية التجارية.

المتغير التابع	Roca	قيمة المعامل (الإحصائية t)	المعنوية
الحد الثابت الغير المعياري	B0	0.297 (4.802)	0.000
المغيرات المستقلة	TDLM	-0.266 (-2.690)	0.009
	TDC	-0.338 (-3.045)	0.03
	FL	0.000 (0.197)	0.845

المصدر: إعداد الطالبين بالاعتماد على نتائج برنامج SPSS النسخة 21.

يبين الجدول (10) قيمة الثابت ومعاملات الانحدار نموذج الانحدار الخطي المتعدد لمؤشر المردودية التجارية التي أسفر عليها التحليل ويمكن تفسيرها كما يلي:

ظهور متغيرين مستقلين لهما دلالة إحصائية في علاقتهما بالمتغير التابع وهما المتغير نسبة الديون الطويلة والمتوسطة الأجل، والمتغير نسبة الديون القصيرة الأجل، حيث تشير النتائج إلى وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين نسبة الديون الطويلة والمتوسطة الأجل (مستوى ثقة) وبين المتغير التابع المردودية التجارية، وعلاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين نسبة الديون قصيرة الأجل

(مستوى ثقة)، وبين المتغير التابع المردودية التجارية، في حين لم يكن للمتغير المستقل نسبة الرفع المالي دلالة إحصائية في تفسير المتغير التابع. وعليه يكون نموذج مؤشر المردودية الاقتصادية كالاتي:

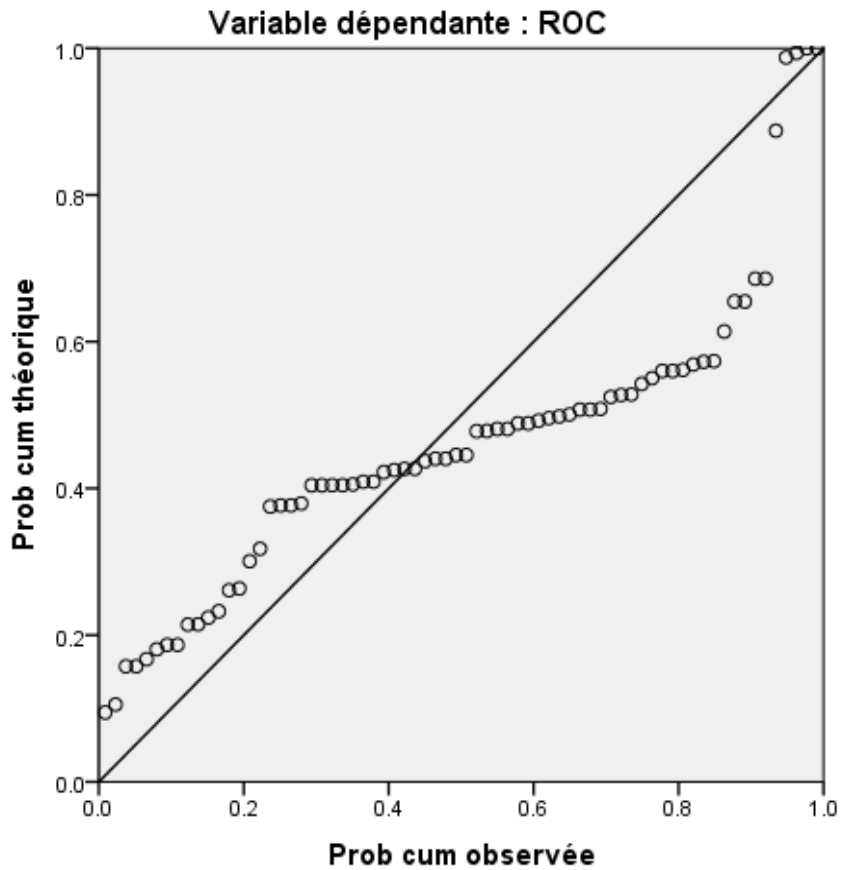
$$Roca = 0.297 - 0.266TDLM - 0.338TDC$$

ثانيا- اختبار اعتدالية توزيع الأخطاء:

كشف الشكل الانتشاري لتوزيع الأخطاء كما يوضحه الشكل (06) أن جميع الأخطاء تتوزع بطريقة عشوائية حول هذا الخط الواصل بين الركن الأيمن العلوي والركن الأيسر السفلي لشكل الانتشار مما يؤكد اعتدالية توزيع الأخطاء.

الشكل (6): شكل الانتشار بين الأخطاء المشاهدة والأخطاء المتوقعة للمتغير التابع (المردودية التجارية)

Diagramme gaussien P-P de régression de Résidu standardisé



المصدر : مخرجات برنامج SPSS النسخة 21

المطلب الثالث: تحليل نتائج الدراسة الميدانية :

فيما يخص نتائج الدراسة المتعلقة بأثر تركيبة الهيكل المالي على أداء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة فيمكن تفسير النتائج على النحو التالي:

أولا- أثر الهيكل المالي على المردودية التجارية:

توصلت الدراسة إلى ظهور متغيرين مستقلين لهما دلالة إحصائية في علاقتهما بالمتغير التابع وهما المتغير نسبة الديون الطويلة والمتوسطة الأجل، والمتغير نسبة الديون القصيرة الأجل، حيث تشير النتائج إلى وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين نسبة الديون الطويلة والمتوسطة الأجل (مستوى ثقة) وبين المتغير التابع المردودية التجارية، وعلاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين نسبة الديون القصيرة الأجل (مستوى ثقة) وبين المتغير التابع المردودية التجارية.

وفي حين لم يكن للمتغير المستقل نسبة الرفع المالي دلالة إحصائية في تفسير المتغير التابع، وتتفق هذه الدراسة مع دراسة كل من (Gleason et at., 2000) ودراسة (Hadlack et James2002)، كما تتفق مع دراسة (Ghosh et al, 2000) في حين تتعارض نتائج هذه الدراسة مع نتائج كل من (Roberta & Donld,2003) ودراسة (Holz,2002)،

ويمكن تفسير النتائج كما يلي:

- ترتبط المردودية التجارية (ROS) بنسبة مجموع الديون إلى مجموع الأصول (TDTA) عكسيا، مما يعني عدم إتباع هذه المؤسسات لقاعدة التوازن المالي (خطأ في السياسة المالية)، الأمر الذي من شأنه عرقلة أدائها التجاري؛

- لم يكن هناك ارتباط مهم إحصائيا بين نسبة الرافعة المالية (FL) والمتغيرين التابعين (الأداء)، أو بقية المتغيرات المستقلة، ويمكن تفسير ذلك بالاعتماد هذه المؤسسات على مواردها الخاصة؛

- توجد علاقة ارتباط عكسية بين نسبة الديون طويلة الأجل إلى مجموعة الأصول (LDTA) ونسبة مجموع الديون إلى مجموع الأصول (TDTA)، وهي نتيجة متوقعة.

وعليه يمكن القول أن اعتماد المؤسسات المدروسة على ديون طويلة الأجل فقط قد يشكل خطرا على أداؤها، نتيجة التكلفة المرتفعة لهذا المصدر من التمويل وعليه يجب على المؤسسات البحث عن مصادر أخرى بديلة عن التمويل الطويل الأجل.

ثانيا- أثر الهيكل المالي على المردودية الاقتصادية:

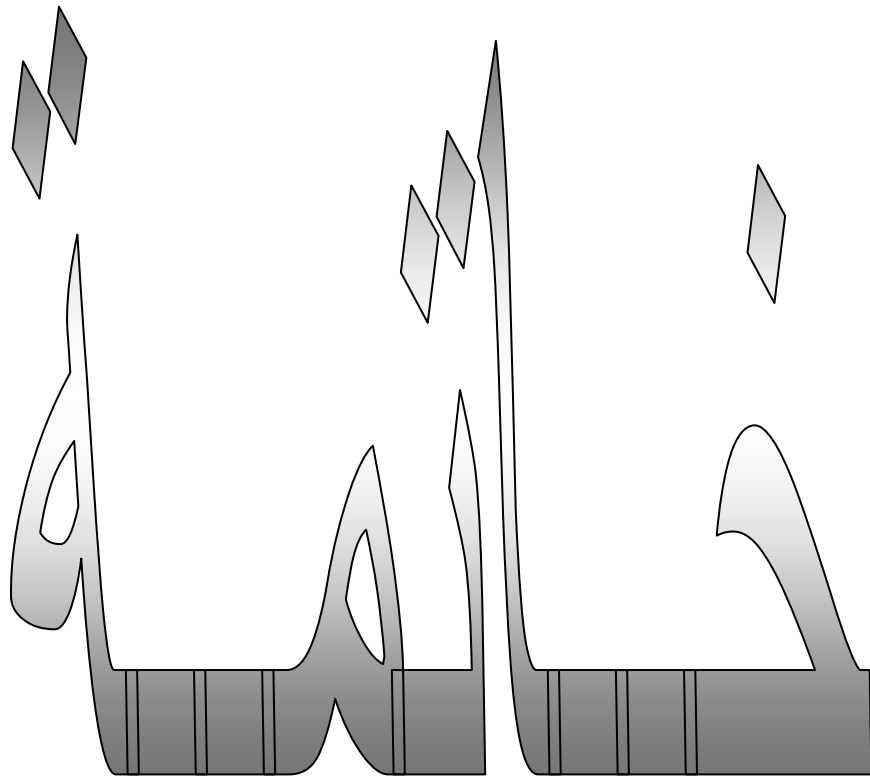
بينت هذه الدراسة، ظهور متغيرين مستقلين لهما دلالة إحصائية في علاقتهما بالمتغير التابع وهما المتغير نسبة الديون الطويلة والمتوسطة الأجل، والمتغير نسبة الديون الطويلة والمتوسطة الأجل، حيث تشير النتائج إلى وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين نسبة الديون الطويلة والمتوسطة الأجل (مستوى ثقة) وبين المتغير التابع المردودية، وعلاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين نسبة الديون قصيرة الأجل (مستوى ثقة) وبين المتغير التابع المردودية الاقتصادية، في حين لم يكن المتغير المستقل نسبة الرفع المالي دلالة إحصائية في تفسير المتغير التابع.

وتتفق هذه الدراسة مع دراسة كل من الطبيشات فيصل(2007) و (Gleason et al.,2000) ودراسة (Hadlock et James2002)، كما تتفق مع دراسة (Ghoset al ,2000)، في حين تتعارض نتائج هذه الدراسة مع نتائج كل من (Roberta & Donald, 2003) ودراسة هنايدة موفق (2007) التي بينت وجود علاقة ايجابية، ودراسة (Saeedi and Mahmoodi ,2011) التي توصلت في نتائجها إلى وجود علاقة موجبة .

ويمكن تفسير النتائج المتحصل عليها، إن العلاقة العكسية بين المردودية الاقتصادية (الأداء) ونسبة مجموع الديون إلى مجموع الأصول TDTA يمكن تفسيرها بتوجه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة للاعتماد على الديون القصيرة الأجل (القروض التجارية) أكثر من اعتمادها على الديونطويلة الأجل والذي يمكن ملاحظته من خلال العلاقة العكسية بين نسبة الديون طويلة الأجل إلى مجموع الأصول LDTA والأداء، وبعبارة أخرى فان ضمان كفاءة استغلال هذه المؤسسات لأصولها يتوقف على حسن تسييرها واستغلالها للديون القصيرة الأجل بحكم محدودية الموارد المالية ذات الأجل الطويل أو المتوسط (نظرا لخصوصية هذا النوع من المؤسسات).

خلاصة:

تم في هذا الفصل دراسة للعوامل المتحكمة في الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة على الأداء المالي، حيث تم الاعتماد على القوائم المالية لعينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر المكونة من 70 مؤسسة خلال الفترة 2010 2013، واستخدمت نماذج الانحدار المتعدد لتحليل البيانات. وبعد إجراء عملية تحليل البيانات توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية في الاتجاه العكس يبين مؤشرات الهيكل المالي ومؤشرات الأداء.



خاتمة

حاولت هذه الدراسة تحديد أهم العوامل المؤثرة في تركيبة الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر من خلال الإجابة عن التساؤل الرئيسي والذي مفاده "ما مدى تأثير الهيكل المالي على أداء المالي المؤسسة الصغيرة والمتوسطة في الجزائر " وللاجابة على هذا التساؤل انطلقت الدراسة الحالية من مجموعة فرضيات وخلصت إلى نتائج التالية:

من خلال ما تم التطرق إليه في الجانب النظري للهيكل المالي ومحدداته، تم عرض مفهوم الهيكل المالي والذي يعبر عن تشكيلة مصادر وتمويل المؤسسات بصفة عامة والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بصفة خاصة، حيث تتنوع مصادر التمويل بين المصادر الداخلية التمويل الذاتي أرباح المحتجزة ومصادر خارجية تتنوع بين قصيرة الأجل وطويلة الأجل.

كما بينت النظريات المالية للمؤسسات منذ بداية أبحاث موديلجاني وميلر 1958، من خلال تفسير اثر الهياكل المالية للمؤسسات على قيمتها، إضافة إلى نظرية نظرية صافي الربح والنظرية التقليدية وما يلاحظ على هذه المداخل المفسرة على أنها تقوم على فرضيات غير واقعية.

وتوالت الدراسات حول علاقة الهيكل المالي بإدخال تكاليف الوكالة ونظرية الإشارة ونظرية الترتيب السلمي لهياكل التمويل.

كما تطرقنا إلى أهمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ودور الذي تلعبه في الاقتصاد الوطني، ويرغم من هذه الأهمية إلا أن قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر لا يزال يعاني من مشكلات ومعوقات عديدة تأتي في مقدمتها إشكالية التمويل.

وقد قمنا باختبار كل ذلك على عينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وبعد إتمام الدراسة توصلنا إلى النتائج التالية:

_ ترتبط المردودية التجارية (ROS) بنسبة مجموع الديون إلى مجموع الأصول (TDTA) عكسياً، مما يعني عدم إتباع هذه المؤسسات لقاعدة التوازن المالي (خطأ في السياسة المالية)، الأمر الذي من شأنه عرقلة الأداء التجاري؛

_ لم يكن هناك ارتباط مهم إحصائياً بين نسبة الرافعة المالية (FL) والمتغيرين التابعين (الأداء)، أو بقية المتغيرات المستقلة، ويمكن تفسير ذلك بالاعتماد هذه المؤسسات على مواردها الخاصة؛

خاتمة

_ توجد علاقة ارتباط عكسية بين نسبة الديون طويلة الأجل إلى مجموع الأصول (LDTA) ونسبة مجموع الديون إلى مجموع الأصول (TDTA) وهي نسبة متوقعة؛

وعليه يمكن القول أن اعتماد المؤسسات المدروسة على الديون طويلة الأجل فقد يشكل خطرا على أدائها، نتيجة تكلفة المرتفعة لهذا المصدر من التمويل.

_ أظهرت الدراسة وجود علاقة العكسية بين المردودية الاقتصادية (الأداء) ونسبة مجموع الديون إلى مجموع الأصول (TDTA) يمكن تفسيرها بتوجه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة للاعتماد على الديون القصيرة الأجل (القروض التجارية) أكثر من اعتمادها على الديون طويلة الأجل والذي يمكن ملاحظته من خلال العلاقة العكسية بين ديون طويلة الأجل إلى مجموع الأصول (LDTA) والأداء، وبعبارة أخرى فإن ضمان كفاءة استغلال هذه المؤسسات لأصولها يتوقف على حسن تسييرها واستغلالها للديون قصيرة الأجل بحكم محدودية الموارد المالية ذات الأجل أو المتوسط (نظرا لخصوصية هذا النوع من المؤسسات).

كما أن تركيبة الهيكل المالي يؤثر على الأداء المالي لهذه الأخيرة، وهذا ما لاحظناه من خلال وجود علاقة بين تأثير الهيكل المالي على المردودية الاقتصادية والمردودية التجارية، وهذا ما يفسر طبيعة العلاقة التبادلية بين تأثير المردودية على الهيكل المالي والعكس.

التوصيات المتعلقة بالبحث:

- ضرورة تفعيل دور السوق المالي الجزائري بما يتيح للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالدخول إليه؛
- اتخاذ إجراءات جديدة من شأنها تسهيل العلاقة ما بين المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والبنوك الوطنية في عمليات منح قروض وتمويل أنشطة هذه المؤسسات؛
- ضرورة تعزيز الشفافية والإفصاح بما يتلاءم مع المعايير الدولية ووجوب تكيف النظام المحاسبي الجديد مع محاسبة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة؛
- اتخاذ إجراءات صائبة من شأنها تحسين المحيط الجبائي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، بما يسمح من تحقيق العبء الضريبي الذي تتحمله؛
- التمييز بين نوعية المشاريع المدعومة من طرف الدولة، مع التركيز على مشروعات التي تساهم في نقل التكنولوجيا؛

خاتمة

- تعزيز الدعم المالي بالدعم الفني والإداري، كون غالبية المؤسسات ترجع إلى شباب يفتقر إلى الخبرة والمهارة اللازمة.

أفاق البحث:

- البحث في تأثيرات المتغيرات الكيفية على تركيبة الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة؛
- دور صندوق الزكاة في دعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة؛
- البحث من أثر العوامل الدينية والأخلاقية على الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة؛
- البحث في بدائل التمويل المستحدثة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة؛
- البحث في أثر الإستراتيجية المحاسبية على أداء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

وَاللَّهُ
أَعْلَمُ
بِذَاتِ
الْعَرْشِ
الْعَظِيمِ

المراجع:

أولاً- الكتب:

- 1- أبو الفتوح علي فضالة، الهيكل التمويلية، دار الكتب العلمية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 1994.
- 2- أبو صباحا سليمان ، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، منشورات جامعة القدس المفتوحة، عمان، الأردن، 1996.
- 3- أحمد توفيق جميل ، الحناوي محمد ، الإدارة المالية، دار المعارف، الإسكندرية، 1989.
- 4- اندراوس عاطف وليم ، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر، الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2006.
- 5- بن ساسي إلياس ، قريشي يوسف ، التسيير المالي (الإدارة المالية)، دار وائل للنشر، جامعة ورقلة ، الجزائر، الطبعة الأولى، 2006.
- 6- بورقبة شوقي، التمويل في البنوك التقليدية والبنوك الإسلامية والبنوك الكلاسيكية، دراسة مقارنة من حيث المفاهيم والإجراءات والتكلفة ، سطيف، الجزائر، عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2003.
- 7- الحناوي محمد الصالح، العيد جلال إبراهيم، الإدارة المالية (مخل القيمة واتخاذ القرارات)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
- 8- الحناوي محمد صالح ، الإدارة المالية، الدار الجامعية، مصر، 2004.
- 9- خصالوة محمد قاسم ، أساسيات الإدارة المالية، دار الفكر، عمان، الطبعة الأولى، 2011.
- 10- خوني رابح ، حساني رقية ، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومشكلات تمويلها، دار ايتراك للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2008.
- 11- داداي عدوان ناصر ، مامش يوسف ، أثر التشريع الجبائي على مردودية المؤسسة وهيكلها المالي، دار المحمدية العامة، الجزائر، 2008.
- 12- الزبيدي حمزة محمود ، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الثانية، مؤسسة الورق للنشر والتوزيع، عمان، 2008.
- 13- الزبيدي حمزة محمود ، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق، عمان الأردن 2004.

قائمة المصادر و المراجع

- 14- سعد عبد الحميد مطاوع، الإدارة المالية (مدخل حديث)، بدون دار النشر، بدون سنة النشر.
- 15- العامري محمد علي ، الإدارة المالية الحديثة ، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان ، الأردن، 2013.
- 16- عباس علي ، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار إثراء للنشر، عمان، الأردن، 2008.
- 17- عبد العزيز محمد سمير ، اقتصاديات الاستثمار والتمويل والتحليل المالي مدخل في التحليل واتخاذ القرارات، مركز الإسكندرية للكتاب ، مصر، 2006.
- 18- عبد اللطيف أحمد سعد ، التأجير التمويلي، الطبعة الأولى، 2000.
- 19- عبد المطلب عبد المجيد، اقتصاديات تمويل المشروعات الصغيرة، الدار الجامعية، مصر، 2009.
- 20- عبد الوهاب يوسف أحمد، التمويل وإدارة المؤسسات المالية، دار حامد للنشر، عمان، الاردن، 2007.
- 21- علي محمد شلهوب ، النقود وأعمال البنوك، الطبعة الأولى ، شعاع للنشر والعلوم، حلب، سوريا، 2007.
- 22- فايز جمعة صالح النجار، عبد الستار العالي، الريادة وإدارة الأعمال الصغيرة، الطبعة الأولى، دار الحامد، عمان الأردن 2006.
- 23- النعيمي عدنان ، لتميمي فؤاد ، الإدارة المالية الحديثة، دار البازرودي، عمان ، الأردن، 2009.
- 24- هندي منير إبراهيم ، الإدارة المالية مدخل تحليلي المعاصر، المكتب العربي الحديث الإسكندرية، مصر، 1997.
- 25- الواردي محمود حسين ، وحسين محمد سمحان، البنوك الإسلامية الأسس النظرية والتطبيقات العملية، الطبعة الأولى، دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2007.
- 26- اليوسف جمال ، الحمودي فواز ، الإدارة المالية، مطبعة الروضة ، دمشق، سورية، 2010.

ثانيا - المؤتمرات والملتقيات:

- 1- بن ساسي إلياس ، قريشي يوسف ، خصائص ومحددات الهياكل التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية ، الملتقى الدول : متطلبات التأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية يومي 17-18 أبريل 2006، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، مخبر العولمة واقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2006.
- 2- بن عزيزة صورية ، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الملتقى الوطني حول الإدارة المالية: رفع أساسي لتحسين أداء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، عنابة، 25/26 نوفمبر 2014.
- 3- حسن رحيم محمد سلطاني ، نماذج من التمويل الإسلامي لمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الملتقى الدولي سياسات التمويل أثرها على الاقتصاديات والمؤسسات دراسة حالة الجزائر والدول النامية، بسكرة (الجزائر)، 21/22 نوفمبر 2006.
- 4- خوني رباح ، واقع هيئات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر 2000-2009، الملتقى الدولي حول المقاولاتية ، جامعة بسكرة، 2011.
- 5- عبد المجيد قدي ، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والمناخ الاستثماري، الملتقى الوطني الأول حول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ودورها في التنمية الأغواط 8-9 أبريل 2002.
- 6- محمود فاقيش ، صفاء سلمان ، التقارير المالية للمشروعات الصغيرة، ورقة بحثية مقدمة لمؤتمر أفاق التنمية الاقتصادية والاجتماعية في الأردن، جامعة آل البيت، الأردن، 1999.
- 7- الميلود مهدي ، دور التمويل الإسلامي في تفعيل عملية التنمية الاقتصادية في الدول النامية - مع تركيز على قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الملتقى الوطني حول المنظومة البنكية في ظل تحولات القانونية والاقتصادية، بشار، 24-25 أبريل 2006.

ثالثا- المجالات

- 1- جميل حسن النجار، مدى تأثير الرفع المالي على الأداء المالي للشركات المساهمة (دراسة اختبارية)، مجلة العلوم الإنسانية، المجلد 15 ، العدد 1 ، غزة (فلسطين)، 2013 .
- 2- دادان عبد الوهاب، الجدل القائم حول هياكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة الباحث، العدد 07، 2010، جامعة ورقلة، الجزائر.
- 3- زغيب مليكة ، علاقة الهيكل المالي القيمة السوقية للنشأة من خلال النظرية المالية: دراسة نظرية تحليلية، مجلة العلوم الإنسانية بحوث اقتصادية، العدد31، 2009.
- 4- شلاش سليمان، البقوم علي ، العوامل المحددة للهيكل المالي في شركات الأعمال حالة تطبيقية في الشركات المساهمة، مجلة المنارة، المجلد، العدد الأول، 2008 .
- 5- عادل حاتم ناصح، عبد الخالق ياسين البدران، علاقة هيكل التمويل بربحية الشركة (دراسة على عينة من الشركات العراقية)، مجلة العلوم الاقتصادية، المجلد العاشر، العدد37.
- 6- محمد عبد القادر ، سعود فياض الفياض، الصناعات الصغيرة في المملكة العربية السعودية : دور والمعوقات، مجلة التعاون الصناعي، العدد 60، الدوحة، 1992.
- 7- النجار حسن، مدى تأثير الرفع المالي على الأداء المالي للشركات المساهمة (دراسة اختبارية)، مجلة علوم الإنسانية، المجلد15، العدد1، غزة (فلسطين)، 2013.

رابعا - وثائق رسمية :

- 1- الجريدة الرسمية، العدد 02، المادة (5) المتضمنة (تعريف المؤسسة الصغيرة والمتوسطة)، الصادرة بتاريخ 11جانفي 2017.

- 1- Brigham & Ehrhard, **Financial Management**, New Age international (p) limited : New Delhi, 2009.
- 2- Khan.m et Jain PK, **Financil management** : Tet and Problems, 3rd ed, McGraw- Hil Co, 1999.
- 3- Franco modiglian & Merton Miller.M; **the Cost capitol, Corporation Finance And the theory of Investment**, American Economic Review, vol48, 1958.
- 4- Piero Gattardi, **An anlysis of the Conditions for the Validity of Modigliani- Miller theorem with Incomplete**, Economic theory, vol.5, No.2, 1995.
- 5- Souhail YOUNUS, Khurram ISHFAQ, muhammad USMAN, muhammad AZEEM, **capital structure and financial performance: evidence from sugar industry in Karachi stock exchange Pakistan** international journal of academic research in accounting, finance and management science, Vol.4, No.4, octobre 2014.
- 6- Osama suhail hayajneh mustafa M soumadi, **Capital Structure and corporate performance empirical study on the public Jordanian shareholdings firms listed in the amman stock market**, euroean scientific journal October edition vol. 8 No .22 .
- 7- Mojtaba akbarpour, shahoo aghabeygzadeh, **reviewing relationship between financial structure and firms performance in firms traded on the tehran stock exchange**, international journal of business administration Vol.2 No.4 November 2011 .

- 8- Abbasali Pouraghajan, esfandiar malekian, **The Relationship between capital structure and firm performanceevaluation measures : evidence formthe tehran stock exchange**, international journal of business and commerce Vol.1 No.9 may 2012.
- 9- Abdul, G .K. **The relationship of capital structure decisions with firm performance : A study of the engineering sector of pakistan**. International journal of accounting and financial reporting, Vol 2 , No 1 2012.
- 10- Mirie Mwangi, edwin maranga birundu, **The Effect of capital sturcture on the financial performance of small and medium enterprises in thika sub-kenya**, international journal of humanities and social science Vol.5, No.1 January 2015.
- 11-Mwangi. Lucy Wamugo , Muathe Stephen Makau, George Kosimbei . **Relationship between Capital Structure and Performance of Non-Financial Companies Listed In the Nairobi Securities Exchange**, Kenya Global Journal of Contemporary Research in Accounting, Auditing and Business Ethics (GJCRA) An Online International Research Journal Vol1, No 2 , 2014.
- 12-Bokhtiar Hasan, Mainul Ahsan, Afzalur Rahaman, Nurul alam, **influence of capital structure on firm performance : evidence form bangladesh**, international journal of business and management, Vol.9,No.5 , 2014.

السلامة

a. Variable dépendante : ROE

b. Toutes variables requises saisies.

Récapitulatif des modèles^b

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	.354 ^a	.125	.086	.14981

a. Valeurs prédites : (constantes), CTD, TD, LTD

b. Variable dépendante : ROE

ANOVA^a

Modèle	Somme des carrés	ddl	Moyenne des carrés	D	Sig.
1 Régression	.213	3	.071	3.157	.030 ^b
1 Résidu	1.481	66	.022		
Total	1.694	69			

a. Variable dépendante : ROE

b. Valeurs prédites : (constantes), CTD, TD, LTD

Coefficients^a

Modèle	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.
	A	Erreur standard	Bêta		
(Constante)	.217	.043		4.988	.000
1 TD	-1.429E-005	.001	-.003	-.028	.978
LTD	-.171	.069	-.386	-2.461	.016
CTD	-.213	.078	-.445	-2.735	.008

a. Variable dépendante : ROE

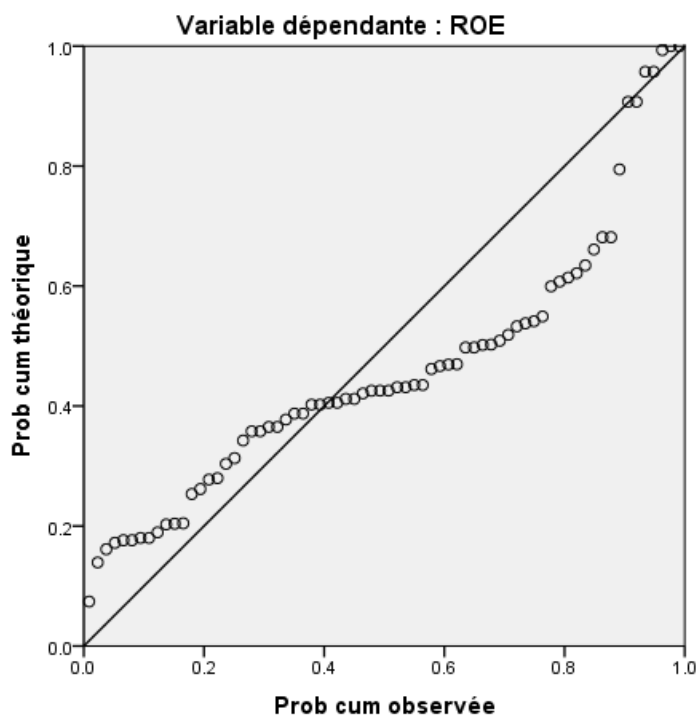
Statistiques des résidus^a

	Minimum	Maximum	Moyenne	Ecart-type	N
Prévision	-.0009	.2166	.0996	.05550	70
Résidu	-.21659	.63048	.00000	.14651	70
Erreur	-1.811	2.108	.000	1.000	70
Prévision					
Erreur Résidu	-1.446	4.209	.000	.978	70

a. Variable dépendante : ROE

Régression

Diagramme gaussien P-P de régression de Résidu standardisé



Variables introduites/supprimées^a

Modèle	Variables introduites	Variables supprimées	Méthode
1	CTD, TD, LTD ^b		.Entrée

a. Variable dépendante : ROC

b. Toutes variables requises saisies.

Récapitulatif des modèles^b

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	.379 ^a	.143	.104	.21329

a. Valeurs prédites : (constantes), CTD, TD, LTD

b. Variable dépendante : ROC

ANOVA^a

Modèle	Somme des carrés	ddl	Moyenne des carrés	D	Sig.
1 Régression	.503	3	.168	3.683	.016 ^b
Résidu	3.003	66	.045		
Total	3.505	69			

a. Variable dépendante : ROC

b. Valeurs prédites : (constantes), CTD, TD, LTD

Coefficients^a

Modèle	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.
	A	Erreur standard	Bêta		
1 (Constante)	.297	.062		4.802	.000
TD	.000	.001	.024	.197	.845
LTD	-.266	.099	-.418	-2.690	.009
CTD	-.338	.111	-.490	-3.045	.003

a. Variable dépendante : ROC

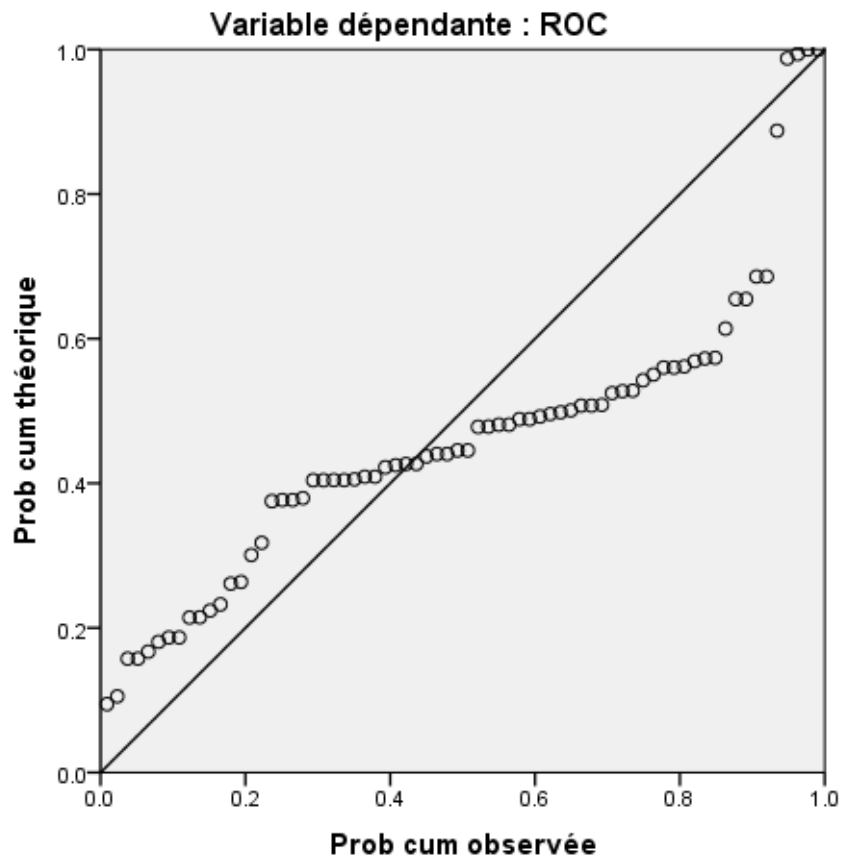
Statistiques des résidus^a

	Minimum	Maximum	Moyenne	Ecart-type	N
Prévision	-.0270	.2969	.1147	.08535	70
Résidu	-.28011	1.01316	.00000	.20860	70
Erreur Prévision	-1.660	2.135	.000	1.000	70
Erreur Résidu	-1.313	4.750	.000	.978	70

a. Variable dépendante : ROC

Diagrammes

Diagramme gaussien P-P de régression de Résidu standardisé



ملخص الدراسة :

تهدف دراستنا إلى إبراز الأثر العوامل المتحكمة في الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة على الأداء المالي، حيث أظهرت الدراسة وجود علاقة عكسية بين المردودية الاقتصادية (الأداء) ونسبة مجموع الديون إلى مجموع الأصول يمكن تفسيرها بتوجه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة للاعتماد على الديون القصيرة الأجل، أكثر من اعتمادها على ديون طويلة الأجل والذي يمكن ملاحظته من خلال العلاقة العكسية بين الديون طويلة إلى مجموع الأصول والأداء.

ترتبط المردودية التجارية بنسبة مجموع الديون إلى مجموع الأصول عكسياً، مما عدم إتباع هذه المؤسسات لقاعدة التوازن المالي (خطأ في السياسة المالية)، الأمر الذي من شأنه عرقلة أدائها التجاري، كما ليس هناك ارتباط مهم إحصائياً بين نسبة الرفع المالية والتغيرين التابعين أو بقية المتغيرات المستقلة، ويمكن تفسير ذلك بالاعتماد هذه المؤسسات على مواردها الخاصة، كما توجد علاقة عكسية بين نسبة الديون طويلة الأجل إلى مجموع الأصول ونسبة مجموع الديون إلى مجموع الأصول وهي نتيجة متوقعة.

الكلمات المفتاحية: الهيكل المالي، الأداء المالي، المردودية الاقتصادية ، المردودية التجارية .

:Study Summary

Our study aimed to highlight the impact of the factors controlling the financial structure of SMEs on financial performance. The study showed that the inverse relationship between economic performance (performance) and ratio of total debt to total assets can be explained by the tendency of SMEs to rely on short- On long-term debt which can be observed through the inverse relationship between long debt to total assets and performance.

Commercial profitability is linked to total debt to total assets, which is not to be followed by the financial equilibrium rule (fault in fiscal policy), which would impede their trade performance. There is also no statistically significant correlation between financial leverage, , Which can be explained by the dependence of these institutions on their own resources, as well as the inverse relationship between the ratio of long-term debt to total assets and the ratio of total debt to total assets, which is an expected result.

Keywords: financial structure, financial performance, economic profitability, .commercial profitability.