

جامعة محمد البشير الإبراهيمي - بورد بوجيريدج

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي

تخصص: إدارة مالية

بعنوان:

الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر
(مقارنة بين نتائج النظرية المالية وواقع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة)
-دراسة تطبيقية-

إشراف الأستاذ:

د. زوير العماروي

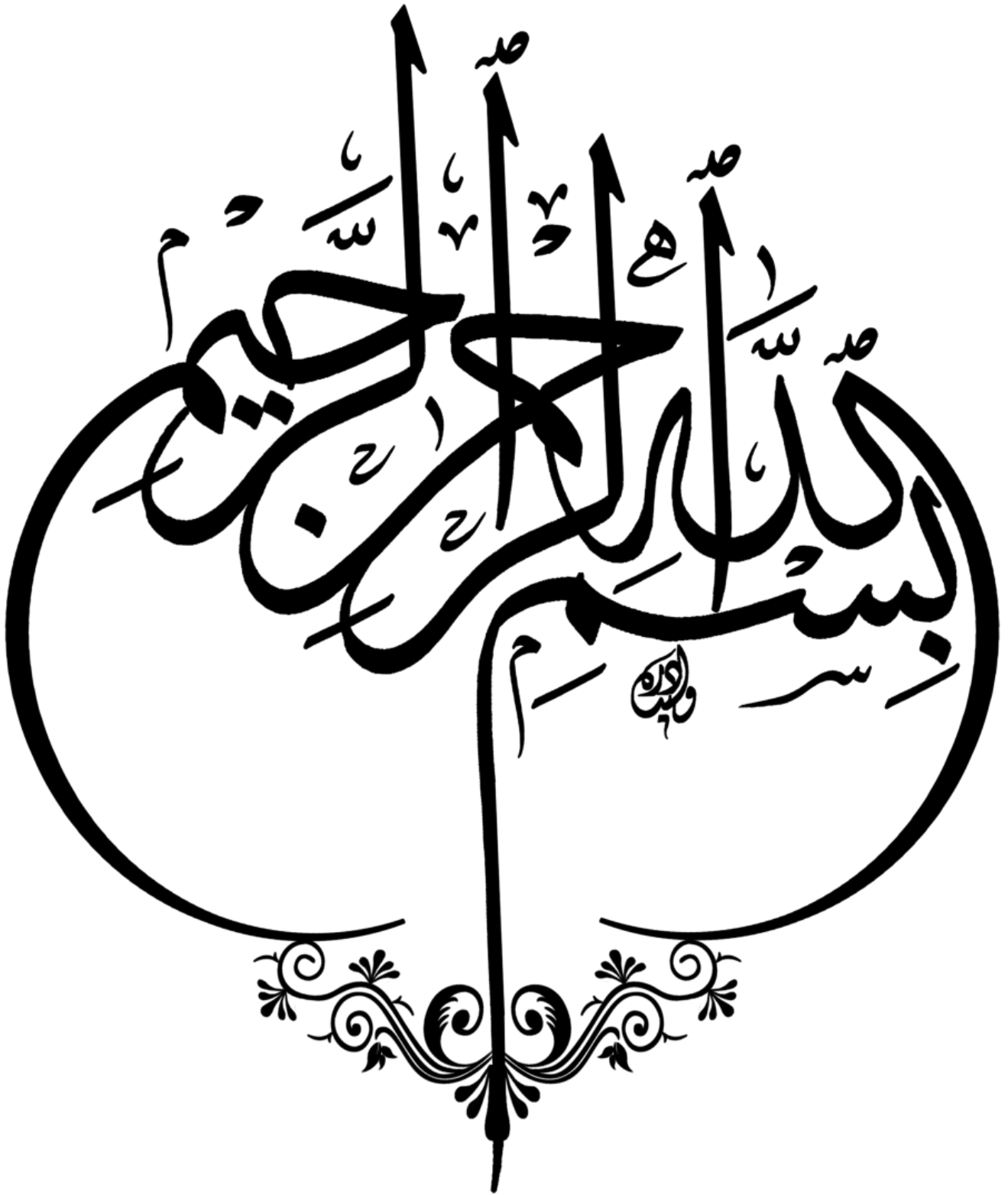
من إعداد الطالبين:

• بوطريق عمّار

• بارة أحلام

لجنة المناقشة

الصفة	الرتبة	الأستاذ (ة)
رئيسا	أستاذ محاضر قسم "أ"	أ.د بن خزناجي أمينة
مناقشا	أستاذ محاضر قسم "ب"	د. حمود سيلم
مقررا ومشرفا	أستاذ محاضر قسم "ب"	د. العماروي زوير



شكر وتقدير

بسم الله، والحمد لله، والصلاة والسلام على رسول الله وعلى آله وصحبه ومن اهتدى بهداه
يقول الله تعالى: ﴿وَإِذْ تَأَذَّنَ رَبُّكُمْ لَئِن شَكَرْتُمْ لَأَزِيدَنَّكُمْ وَلَئِن كَفَرْتُمْ إِنَّ عَذَابِي لَشَدِيدٌ﴾. سورة ابراهيم الآية 07
ويقول النبي ﷺ (من لا يشكر الناس لا يشكر الله)

بادئين ببدء نشكر الله عز وجل الذي وفقنا بإذنه ويسر لنا سبل الصبر لإتمام هذه المذكرة ونحمد الله سبحانه
وتعالى على تمكيننا لإتمام هذه المرحلة من مشوارنا الدراسي راجين من المولى عز وجل المزيد من التوفيق
والنجاحات لما يحب ويرضى فلك الحمد حمدا كثيرا طيبا مباركا فيه.

إنطلاقا من العرفان بالجميل، فإنه ليسرنا أن نتقدم لأعز الكلمات وأسمى العبارات الشكر والتقدير إلى أستاذنا
ومشرفنا الدكتور "العمراوي زويير" الذي أمدنا من منابع علمه كثيرا ولم يخجل علينا بمساعداته رغم كل العوائق
وبهذا نسأل المولى عز وجل أن يجعله ذخرا لوطنه وأن يحفظه في كل خطوة يخطوها.

وشكرا موصول أيضا إلى أستاذتنا الأفاضل، أستاذة كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير كل
باسمه ومقامه ونخص بالذكر كل من الأستاذ بن أحسن والأستاذ قايدي .

وإقرارا منا بالفضل فإننا نشكر كل الأيادي التي امتدت إلينا من قريب وبعيد في السر والعلن ولو بكلمة طيبة
أو دعاء بالتوفيق.

وفي الأخير لا يسعنا إلا أن يقول إن الكمال لله وحده، فإن وفقنا فمن الله وإن قصرنا فمننا ومن الشيطان .

بو طريق عمار

بارة أحلام

إهداء

ربنا لك الحمد، ملء السموات والأرض، وملء ما شئت من شيء بعد، أهل الثناء والمجد، أحق ما قال العبد، وكلنا لك عبد، اللهم لا مانع لما أعطيت، ولا معطي لما منعت، ولا ينفع ذا الجد منك الجد

أهدي ثمرة جهدي إلى:

إلى أعز انسانين يعجز القلم عن وصفها إلى مثال الحب والتضحية الأم (الحاجة) الحنون والأب العطوف الذي كانا سنداً لي طوال مشوار الدراسة ومن كان دعاؤهما سر نجاحي اليوم، أرجوا الله أن يمد في عمركم لترو ثمرة قد عد طول انتظارها وستبقى كلماتكم نجوم أهتدي بها اليوم وفي الغد وإلى الأبد.

إلى كل أفراد عائلتي وإخوتي (أيوب، عبد الإله (عبدو)، شعيب) الذي تقاسمت معهم حلو الحياة ومرها أسئل الله أن يحفظهم وإلى أخواتي (ريممة، جويدة) اللتان كانتا سنداً لي في حياتي. وجميع أولادهم وبناتهم (سندس، نهي، عبد الصمد، يحيى، جميلة، ودود، زكرياء، جنى، عبد المعين)

إلى كل من قاسمني الجهد لإنجاز هذا العمل إلى كل أصدقائي ومعارفي من قريب وبعيد وأخص بالذكر (إدريس، عزوز، عبد الغني، نبيل، أمير، أنس، رياض، هيثم، إلياس، جواد، محمد، هلال، إكرام، ريان، ريممة، فلة، إنصاف، نهلة...)

إلى أساتذتي المحترمين أهدي هذا العمل وأخص بالذكر الأستاذ بن احسن وخميسي وجميع من تشرفت بالدراسة لديهم أقول لهم جزاكم الله خيراً ونفعنا بعلمكم. وجعلكم نفراً لنا.

عمار بو طريق

إهداء

ربنا لك الحمد كما ينبغي لجلال وجهك و عظيم سلطانك و مجدك على ما أنعمت علي من نعم لا تحصى ، فلا يطيب الليل إلا بشكرك و لا يطيب النهار إلا بطاعتك ، و لا تطيب اللحظات إلا بذكرك، و لا تطيب الآخرة إلا بعفوك ، و لا تطيب الجنة إلا برويتك . اللهم صل على من بلغ الرسالة، و أدى الأمانة ، و نصح الأمة ، نبي الرحمة و نور العالمين سيدنا محمد صلى الله عليه وسلم.

أهدي ثمرة جهدي إلى :

والدتي : إلى منبع كل حب و حنان، إلى من حملتني وهنا على وهن ، إلى من كان حبا مصدر قوتي، و دعاؤها رفيق دربي ، و حنانها بلسم جراحي ...إليك يا أمي الغالية "ريحة" حفظك الله و رعاك و أطال عمرك و أدامك نورا لنا .

والدي : إلى من كلله الله بالهبة و الوقار، إلى من علمني العطاء بدون إنتظار، إلى من أحمل اسمه بكل إفتخار، أرجو من الله أن يمد في قد حان قطافها بعد طول إنتظار، يتبقى كلماتك دررا أهتدي بها في الليل و النهار، إليك يا أبي "يحي" حفظك الله و رعاك.

إلى من تقاسمت معهم حلو الحياة و مرها، إلى سندي في الحياة ،

إخوتي (لخضر، عبد السلام، حسان، فيصل)

إلى من ترقت نجاحي بكل شغف أختي و حبيبتي "لبنى" و زوجها الكريم .

إلى روح غاليتي أختي (منى) رحمها الله.

إلى تكايت العائلة (مهدي، علي، عبد الرؤوف ، محمد ، منى ، إلين ، ميادة، سرين).

إلى توأم روحي أختي التي لم تلدها أمي (راشي أمينة)

إلى من جمعني بهم القدر و كانوا خير رفقة لي (مجدى ، شهرزاد، سليمة ، إكرام، بن دحمان أمينة، هاجر

نسرين، حنان، أسماء، فطيمة، أماني).

إلى كل من وسعته ذاكرتي و لم تسعه مذكرتي فله مني ألف سلام.

بارة أحلام

الملخص

هدفت الدراسة إلى اختبار فرضيات نظرية التمويل التدريجي ونظرية المراجعة بشأن الملاءة المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية من خلال استخدام قاعدة البيانات ل (60) مؤسسة صغيرة ومتوسطة للفترة 2018 بولاية برج بوعريريج وباستخدام أسلوبي الانحدار الخطي البسيط والانحدار الخطي المتعدد. المتغيرات المستخدمة كالتالي: الملاءة المالية كمتغير تابع وحجم المؤسسة، معدل النمو، الأصول الاقتصادية، معدل الاستثمار، الائتمان التجاري، هامش القدرة على التمويل الذاتي كمتغيرات مستقلة. خلصت الدراسة إلى أنه وفق نظرية التمويل التدريجي يوجد أثر موجب ذو دلالة إحصائية لمعدل العائد على الاستثمار على الملاءة المالية، أما بالنسبة لباقي المتغيرات فلم يتم تأكيد تأثيرها على الملاءة المالية للمؤسسات العينة.

الكلمات المفتاحية: الاستدانة، النظريات المالية، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الهيكل المالي، السياسات التمويلية.

Abstract

The study aimed to test the hypotheses of the Pecking order theory and the trade off theory on the financial solvency of Algerian SMEs by using the database of (60) small and medium SMEs for the period 2018 in the county of Bordj Bou Arreridj and using the simple and multiple linear regression methods. The variables used are as follows: Solvency as a dependent variable, size of the firms, growth rate, economic assets, investment rate, trade credit, margin of self-financing capacity as independent variables. The study concluded that according to the Pecking order theory, there is a positive impact statistically significant for the rate of return on investment on the financial solvency. As for the rest of the variables, their impact on the financial solvency of the sample SMEs was not confirmed.

Key words: Leverage, Financial theories, Small and medium enterprises, Financial structure, Financing policies.

فهرس المحتويات

الصفحة	فهرس المحتويات
	شكر وتقدير.....
	إهداء.....
	ملخص.....
III-I	قائمة المحتويات.....
IV	قائمة الجداول.....
V	قائمة الأشكال.....
VI	قائمة الملاحق.....
VII	قائمة الاختصارات والرموز.....
أ-د	مقدمة.....
	الفصل الأول: الأدبيات النظرية والدراسات السابقة
2	تمهيد.....
2	المبحث الأول: مدخل نظري للهيكل المالي والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.....
3	المطلب الأول: الإطار النظري لتكبيبة الهيكل المالي.....
3	الفرع الأول: مفهوم الهيكل المالي ومكوناته.....
12	الفرع الثاني: محددات الهيكل المالي.....
19	المطلب الثاني: المداخل المفسرة للهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية.....
19	الفرع الأول: الاتجاه التقليدي.....
22	الفرع الأول: مدخل Modigliani et Miller (1963/1958).....
27	الفرع الثاني: النظريات الحديثة المفسرة للهيكل المالي (الوكالة، الإشارة، المراجعة).....
35	المطلب الثالث: الإطار المفاهيمي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر.....
35	الفرع الأول: الإطار المفاهيمي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.....
47	المبحث الثاني: الدراسات السابقة.....
47	المطلب الأول: الدراسات السابقة باللغة العربية.....
48	المطلب الثاني: الدراسات السابقة باللغة الأجنبية.....
49	خلاصة الفصل.....

الفصل الثاني: الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر (مقارنة بين نتائج النظرية المالية وواقع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة) -دراسة تطبيقية-

51	تمهيد.....
52	المبحث الأول: الطريقة المعتمدة والأدوات المستخدمة.....
52	المطلب الأول: الطريقة المستخدمة.....
52	الفرع الأول: نموذج الدراسة المقترح.....
56	الفرع الثاني: مجتمع وعينة الدراسة.....
57	الفرع الثالث: مصادر المعلومات وتلخيص المعطيات.....
58	المطلب الثاني: أدوات الدراسة.....
60	المبحث الثاني: عرض ومناقشة النتائج.....
60	المطلب الأول: عرض الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة.....
60	الفرع الأول: عرض إحصاءات المتغير التابع والمتغيرات المستقلة.....
64	الفرع الثاني: التحقق من شروط الانحدار الخطي.....
65	الفرع الثالث: مصفوفة الارتباط.....
69	المطلب الثاني: تحليل الانحدار الخطي المتعدد.....
71	المطلب الثالث: مناقشة نتائج الدراسة ومقارنتها مع الدراسات السابقة.....
72	الفرع الأول: مناقشة نتائج الدراسة.....
74	الفرع الثاني: مقارنة نتائج الدراسة مع الدراسات السابقة.....
76	خلاصة الفصل.....
78	خاتمة.....
81	قائمة المراجع.....
85-100	الملاحق.....

قائمة الجداول

رقم الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
34	تمثيل الفائض التنظيمي وثروة المؤسسة.	01
35	تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الأوروبية.	02
36	تصنيف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حسب قانون 01-18.	03
36	تصنيف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر حسب قانون 01-18.	04
38	العدد الاجمالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى غاية 2019.	05
39	تطور المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر من حيث العدد.	06
40	توزيع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حسب الحجم لسنة 2019.	07
41	توزيع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حسب كل نشاط.	08
42	تطور تعداد مناصب الشغل في قطاع المؤسسات الصغيرة في الجزائر بين (2004-2013).	09
43	تطور القيمة المضافة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر حسب قطاع النشاط (2004-2011).	10
44	تطور الصادرات الجزائرية خارج قطاع المحروقات.	11
57	تصنيف مؤسسات الدراسة حسب الحجم.	12
57	تصنيف مؤسسات الدراسة حسب القطاع الاقتصادي.	13
61	إحصاءات متغيرات الدراسة.	14
63	الوصف الإحصائي لمتغيرات الدراسة.	15
64	اختبار التوزيع الطبيعي للبيانات.	16
65	ملخص مصفوفة معاملات الارتباط.	17
66	اختبار عامل تضخم التباين VIF.	18
66	تحليل انحدار نسبة الملاءة المالية على حجم المؤسسة.	19
67	تحليل انحدار نسبة الملاءة المالية على معدل العائد على الاستثمار.	20
67	تحليل انحدار نسبة الملاءة المالية على الائتمان التجاري.	21
68	تحليل انحدار نسبة الملاءة المالية على الضمانات.	22

68	تحليل انحدار نسبة الملاءة المالية على الهامش على التمويل الذاتي.	23
69	تحليل انحدار نسبة الملاءة المالية على معدل النمو.	24
70	تحليل الانحدار المتعدد.	25
74	ملخص نتائج الدراسات السابقة.	26

قائمة الأشكال

رقم الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
19	العلاقة بين تكلفة رأس المال ونسبة الاستدانة وقيمة المؤسسة وفقا لمدخل الربح الصافي.	01
20	العلاقة بين تكلفة رأس المال ونسبة الاستدانة وقيمة المؤسسة وفقا لمدخل صافي ربح العمليات.	02
21	العلاقة بين تكلفة الدين وحجم الدين وفق المدخل التقليدي.	03
21	العلاقة بين تكلفة رأس المال العادي وحجم الاستدانة وفق المدخل التقليدي.	04
22	علاقة تكلفة رأس المال وقيمة المؤسسة بحجم الاستدانة وفق النظرية التقليدية.	05
24	الهيكل المالي للمؤسسة في نموذج MM (انعدام الضرائب).	06
26	الهيكل المالي للمؤسسة في نموذج MM (وجود الضرائب).	07
38	تقسيم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وفق معيار الملكية.	08
40	المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر خلال الفترة 2005-2019	09
41	تقسيم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حسب طبيعتها.	10
43	تطور تعداد مناصب الشغل في قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر خلال الفترة (2004-2013).	11
44	تطور الصادرات الجزائرية خارج قطاع المحروقات.	12
52	العلاقة الافتراضية بين مستوى المديونية ومحدداتها وفق النظريات المالية.	13
74	ملخص نتائج الدراسة (تأثير المتغيرات المستقلة على المتغير التابع).	14

قائمة الملاحق

رقم الصفحة	عنوان الملحق	رقم الملحق
86	الميزانيات ومتغيرات الدراسة.	01
89	إحصاءات المتغير التابع والمتغيرات المستقلة.	02
91	الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة.	03
91	اختبار التوزيع الطبيعي للبيانات.	04
92	مصنوفة معاملات الارتباط.	05
92	اختبار عامل تضخم التباين VIF.	06
93	تحليل انحدار نسبة الملاءة المالية على حجم المؤسسة.	07
94	تحليل انحدار نسبة الملاءة المالية على معدل العائد على الاستثمار.	08
95	تحليل انحدار نسبة الملاءة المالية على الائتمان التجاري.	09
96	تحليل انحدار نسبة الملاءة المالية على الضمانات.	10
97	تحليل انحدار نسبة الملاءة المالية على الهامش على التمويل الذاتي.	11
98	تحليل انحدار نسبة الملاءة المالية على معدل النمو.	12
99	تحليل الانحدار المتعدد لمجموعة من المتغيرات المستقلة على الملاءة المالية.	13

قائمة الاختصارات والرموز

المصطلح باللغة العربية	المصطلح باللغة الأجنبية	الاختصار
موديغلياني وميلير	Modigliani et Miller	MM
المؤسسات الصغيرة والمتوسطة	Petits et Moyennes Entreprises	PME
رؤوس الأموال الخاصة	Capitaux Propres	CP
حجم المؤسسة	Taille d'Entreprise	Taille
العائد على الاستثمار	Retour sur Investissement	ROI
الائتمان التجاري	Crédit Commercial	AC
ضمانات	Garanties	Gar
النمو	Croissance d'entreprise	Croiss
الهامش على التمويل الذاتي	Marge sur Autofinancement	MAF
إجمالي الديون	Total des Dettes	DT
إجمالي الأصول	Total des Actifs	AT
لوغاريتم	Logarithme	Log
رقم الأعمال	Chiffre d'affaires	CA
صافي الأرباح	Les bénéfices nets des sociétés	BN
حقوق الزبائن	Créances Clients	DC
ديون الموردين	Dettes Fournisseurs	DF
صافي الأصول المادية	Les Actifs Corporels Nets	APN
القدرة على التمويل الذاتي	Capacité d'autofinancement	CAF
القيمة المضافة للاستغلال	Valeur Ajouté d'Exploitation	VAEx
الحزمة الإحصائية للعلوم الاجتماعية	Statistiques Pour les Sciences Sociales	SPSS
السنة	Année	n

مقدمة

أولاً: توطئة

تعتبر المؤسسات الاقتصادية سواء في الدول المتقدمة أو الدول النامية المحرك الأساسي لعجلة الاقتصاد ومن أهم هذه المؤسسات نذكر المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، إذ تسعى هذه الأخيرة إلى إعطاء قوة اقتصادية خاصة في الدول النامية مثل الجزائر فنلاحظ زيادة عدد هذه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة سنويا وكذا القدرة الهائلة التي توفرها هذه الأخيرة في جلب مناصب الشغل ومساهمتها في خلق القيمة المضافة التي تقدمها في مجالات الصناعة والإنتاج وغيرها من النشاطات الأخرى، فهذا التنوع الاقتصادي التي تشهده الجزائر يغنيننا نوعا ما عن اقتصاد الربع البترولي الذي أصبح يمثل الجزء الأكبر من اقتصادنا إذ لا نعتبره دخلا ثابتا فهي ثروة زائلة.

تتميز المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بعدة خصائص تميزها عن باقي المؤسسات الأخرى إذ هي سهلة التأسيس وتكون ملكيتها محلية ويمكن أيضا اعتمادها على الموارد الداخلية في عمليات التمويل، تلي طلبات الفئة المستهلكة وتكون سلعتها الاستهلاكية منخفضة التكاليف وموجهة لأصحاب الدخل المنخفض وكذا تلبية رغبات أصحاب الدخل العالي بصفة منتج، لديها القابلية للإبداع والابتكار وإضافة لمستها الخاصة مع العمل بكفاءة وفعالية، كما تتميز بسهولة التكيف مع ظروف العمل المختلفة وهذا راجع إلى مرونة الإدارة.

نظرا للخصائص المذكورة، عملت الدولة الجزائرية على تمويل هذه المؤسسات مع إعطاء تسهيلات كبيرة في الدعم والمرافقة لكن مع ذلك نشهد اليوم صعوبة في تمويل هذه المؤسسات، من جهة نتيجة العراقيل التعجيزية التي تضعها البنوك تجاه هذا النوع من المؤسسات، سواء تعلق الأمر بطبيعة نشاط هذه المؤسسات أو وجود عوائق جمركية أو عوائق في إعداد ملف الاستفادة من التمويل سواء كان قرضا ممنوحا من طرفهم أو سيولة ومن جهة أخرى لخصائص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

ففي المؤسسات الصغيرة والمتوسطة يصعب الفصل بين الموارد المالية للمؤسسة عن تلك الخاصة بمالكها كما أنها تُعرف بعدم تناظر للمعلومة وغموضها في أغلب الأحيان إضافة إلى طرق تسيير هذه المؤسسات المعتمد على العلاقات غير الرسمية وغياب حوكمة رشيدة مما يعرض هذه المؤسسات إلى مخاطر عالية للغاية من الأخطاء إما بسبب نقص الخبرة التفاوض المتزايد. كل هذه العوامل تدفع الدائنين وبالأخص البنوك إلى الامتناع عن تمويل هذه المؤسسات.

في الجانب الأكاديمي، وفي السنوات الأخيرة تم تخصيص العديد من الدراسات العلمية والتطبيقية لفهم السلوك التمويلي والهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في البلدان المتقدمة، وخاصة في الولايات المتحدة وأوروبا. ركزت هذه الدراسات بشكل أساسي على طرق تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وبناء هيكلها المالي وعلى أهمية النظريات التي تسعى لشرح هيكلها المالي.

ثانياً: إشكالية الدراسة

من خلال ما سبق يمكن أن نبرز معالم الاشكالية وذلك بالانطلاق من التساؤل الرئيسي والذي قمنا بصياغته كالتالي:

"ما مدى تطابق نتائج النظرية المالية الخاصة بالتمويل مع السياسات التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر؟"

وتندرج تحت السؤال الرئيسي الأسئلة الفرعية التالية:

- أي المقاربات النظرية الأقرب إلى تفسير السلوك التمويلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر؟
- هل تفضل هذه المؤسسات الوصول إلى نسبة مثلى للاستدانة أو التسلسل الهرمي لمصادر التمويل؟

ثالثا: فرضيات الدراسة

لمعالجة إشكالية بحثنا هذا اعتمدنا على مجموعة من الفرضيات سنذكرها فيما يلي:

وفق نظرية المراجعة (التبادل)

الفرضية الأولى: حجم المؤسسة، مستوى الأصول الاقتصادية ومعدل النمو يؤثران إيجابا على مستوى المديونية؛

وفق نظرية التمويل التدريجي (التمويل الهرمي)

الفرضية الثانية: معدل الاستثمار يؤثر إيجابا على مستوى المديونية؛

الفرضية الثالثة: الائتمان التجاري يؤثر سلبا على مستوى المديونية؛

الفرضية الرابعة: هامش القدرة على التمويل الذاتي يؤثر سلبا على مستوى المديونية.

رابعا: مبررات البحث

- الرغبة في التعرف على إشكالية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والتي تبقى إشكالية مستدامة في الجزائر؛
- نقص الدراسات الأكاديمية في الجزائر الرابطة بين نتائج النظرية المالية والواقع التمويلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة؛
- مقارنة الواقع الجزائري للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة مع المكتسبات المعرفية النظرية؛
- تماشي هذا الموضوع مع مجال تخصص الإدارة المالية؛

خامسا: أهداف البحث

- إبراز محددات ومكونات الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر؛
- تحديد دور النظرية المالية في تفسير تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة؛
- المساهمة في مقارنة مخرجات النظرية المالية المفسرة للهيكل المالي والسلوك التمويلي الحقيقي؛

سادسا: أهمية البحث

تتجلى أهمية موضوع البحث في النقاط التالية:

- الاطلاع ميدانيا على استراتيجية المسيرين الجزائريين في التقيد بسلوك تمويلي معين؛
- اكتشاف مدى قدرة المؤسسة على التحكم في نسبة الاستدانة ومدى تطبيقها للنظريات المالية الحديثة في هيكل التمويل

الخاص بها؛

- إعادة التركيز على إشكالية التمويل في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

سابعا: حدود البحث

- **الحدود الزمنية:** تناولت الدراسة الفترة 2017 وذلك اعتمادا على البيانات المتعلقة بعينة الدراسة من ميزانيات مالية وجداول حسابات النتائج؛
- **الحدود المكانية:** شملت الدراسة مجموعة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لولاية برج بوعرييج بمعاونة مصلحة المركز الوطني للسجل التجاري فرع برج بوعرييج؛
- **الحدود الموضوعية:** شملت بعض المتغيرات الكمية فقط لصعوبة الوصول إلى البيانات الأخرى.

ثامنا: منهج البحث

للإجابة على التساؤلات المطروحة وبلوغ الأهداف المسطرة من دراستنا، قمنا بالاعتماد على المنهج التجريبي لتتماشيه وطبيعة موضوع البحث والذي يهتم بتجميع البيانات لمجموعة من المؤسسات بغرض التعمق في الدراسة أكثر ومعرفة كيفية القيام بالتحليل واستكشاف متغيرات جديدة والوصول الى نتائج حديثة لمقارنتها بدراسات أخرى.

تاسعا: صعوبات البحث

- من أهم الصعوبات التي واجهتنا أثناء القيام ببحثنا وخاصة الجانب التطبيقي هي:
- عدم توفر الميزانيات وكذا سرية بعض المعلومات المتعلقة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وغيرها.

عاشرا: هيكل الدراسة

من أجل الإلمام أكثر بموضوعنا والإجابة على الإشكالية المطروحة، تم تقسيم دراستنا إلى فصلين أساسيين مع مقدمة في بدايته وضحنا فيها أهمية البحث ومنهجه والإشكالية وغيرها من العناصر، أما بالنسبة للفصلين الأساسيين فقد تم التطرق أولا إلى الفصل النظري الذي يحتوي على الأدبيات النظرية للدراسة ويليهما مباشرة الفصل التطبيقي أين توجد الدراسة القياسية وقد تم ذلك على النحو التالي:

الفصل الأول: وضع تحت عنوان الأدبيات النظرية للدراسة وتم تقسيمه إلى مبحثين، تضمن المبحث الأول الإطار النظري للهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وقد قسم إلى ثلاث مطالب؛ المطلب الأول تناولنا فيه تركيبة الهيكل المالي والتطرق أيضا إلى مفهوم الهيكل المالي ومكوناته ومحدداته إذ تعتبر من أساسيات تحديد متغيرات بحثنا، أما بالنسبة للمطلب الثاني تطرقنا إلى المداخل المفسرة للهيكل المالي، أما المطلب الثالث فقد كان حول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من تعريف وأهمية ومميزات والمشاكل والمعوقات التي تواجهها ومدى مساهمتها في النسيج الوطني الجزائري، أما المبحث الثاني فيحتوي على الدراسات السابقة باللغتين الأجنبية والعربية التي تشابه دراستنا وهي الهيكل المالي ومحدداته والنظريات المالية، وأخيرا خاتمة فصل فيها ملخص يشمل جميع العناصر.

الفصل الثاني: يمثل الجانب التطبيقي أو الدراسة القياسية لعينة دراستنا التي تتكون من ثلاثون مؤسسة صغيرة ومتوسطة حيث قسم الفصل إلى مبحثين، المبحث الأول تطرقنا فيه إلى الطريقة والأدوات المستخدمة وقسمناه إلى مطلبين، المطلب الأول يحتوي على عينة الدراسة والمتغيرات المستخدمة والمطلب الثاني نموذج الدراسة والأسلوب الإحصائي المعتمد أما بالنسبة للمبحث الثاني فقد كان فيه عرض ومناقشة النتائج ومقارنتها مع الدراسات السابقة.

الفصل الأول

الأدبيات النظرية والدراسات السابقة

تمهيد

منذ ظهور المقال العلمي لموديجلياني وميلر في سنة 1958، والذي أصبح من كلاسيكيات مالية المؤسسة والذي خلاصا فيه بعدم تأثير الهيكل المالي للمؤسسة على قيمتها في عالم بدون ضرائب، أي أنه لا يوجد هيكل مالي أمثل، أصبح موضوع الهيكل المالي وهيكل رأس المال للمؤسسة من المواضيع الحديثة والتي أخذت حيزا كبيرا من اهتمام الباحثين.

بالرغم من عدم واقعية فرضيات نظرية الهيكل المالي، إلا أنها كانت بمثابة نقطة الانطلاقة في هذا المجال مما فتح المجال أمام أبحاث لاحقة، تعددت من خلالها المداخل المفسرة للهيكل المالي وأثره على الأداء المالي وعلى قيمة المؤسسة.

من خلال هذا المنطلق، جاءت أهمية هيكل رأس المال والذي هو في الحقيقة ترجمة لطريقة تمويل المؤسسة إذ من أهم وظائف الإدارة المالية للمؤسسة هو السعي نحو الحصول على هيكل مالي يساعدها على تجديد نمط هيكل الأصول وذلك بتحديد المبالغ المستثمرة في اقتناء الأصول الثابتة والأصول المتداولة. هذه الأخيرة تعتبر محمدا للجانب الأيسر من الميزانية التي يتحدد على إثرها الهيكل المالي للمؤسسة ككل وفقا لمزيج من مصادر التمويل الداخلي والخارجي والتي يسعى إلى تحقيق أداء مالي مقبول من طرف كل الفاعلين داخل وخارج المؤسسة.

من أجل تبيان ذلك سنسعى إلى تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين:

المبحث الأول: مدخل نظري للهيكل المالي والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة؛

المبحث الثاني: الدراسات السابقة.

المبحث الأول: الإطار المفاهيمي للهيكل المالي والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

سنتطرق في هذا المبحث إلى ذكر مفهوم الهيكل المالي مع محدداته وغيرها من المتغيرات وكذا التطرق إلى أهم النظريات المالية المفسرة للهيكل المالي بالإضافة إلى التطرق إلى مفهوم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وأهميتها ومدى مساهمتها في النسيج الوطني وكذا أهم المشاكل والمعوقات المالية التي تتعرض لها.

المطلب الأول: أساسيات حول الهيكل المالي

من خلال هذا المطلب، سنقوم بتعريف الهيكل المالي وكذا الهيكل المالي الأمثل مع ذكر خصائص هذا الأخير ومكوناته والتطرق أيضا إلى محددات الهيكل المالي للمؤسسات الاقتصادية.

الفرع الأول: مفهوم ومكونات الهيكل المالي

أولاً: مفهوم الهيكل المالي

1- تعريف الهيكل المالي

تعددت التعاريف الخاصة بالهيكل المالي ومن أهم التعريفات المتداولة نذكر ما يلي:

التعريف الأول: يعرف الهيكل المالي بأنه "يمثل جميع أشكال وأنواع التمويل سواء ملكية أو اقتراض وأيضا سواء من مصادر قصيرة الأجل أو طويلة الأجل".¹

التعريف الثاني: كما يمكن تعريفه بأنه "مجموع الأموال التي تم بواسطتها تمويل موجودات المؤسسة، وهو يتضمن التمويل المقترض، والتمويل الممتلك، وهما يشكلان الجانب الأيسر من الميزانية العمومية أي أن الهيكل المالي يتكون من نوعين من التمويل هما: التمويل المقترض الذي يتضمن التمويل المقترض قصير الأجل والتمويل المقترض طويل الأجل، والتمويل الممتلك الذي يتضمن رأس المال المدفوع والأرباح المحتجزة".²

2- تعريف الهيكل المالي الأمثل

يمكن تعريف الهيكل المالي الأمثل كالتالي:

التعريف الأول: يعرف الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة بأنه "ذلك المزيج من الأموال الخاصة والديون الذي يخفض تكلفة الأموال ويعظم في نفس الوقت قيمة المؤسسة مما يؤدي إلى تعظيم ثروة المساهمين"³

كما يعرف بأنه "ذلك الهيكل الذي يعظم القيمة السوقية للأموال الخاصة من خلال تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة ككل وذلك من خلال اختيار مزيج تمويلي يخفض تكلفة التمويل لأقصى درجة ممكنة".⁴

¹عبد الغفار حنفي، رسيمة زكي قرياقص، مدخل معاصر في الإدارة المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2002، ص128.

² محمد علي ابراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، اثناء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص 159.

³ محمد بوشوشة، تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، أطروحة دكتوراه، تخصص علوم اقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2016، ص 156.

⁴ محمد بوشوشة، مرجع سابق، 2016، ص 156.

التعريف الثاني: "يعرف بأنه الخليط المتجانس من مصادر التمويل، والذي من خلاله تتمكن الإدارة من تعظيم مستوى ربحيتها وبالتالي تحقيق هدفها المتمثل في تعظيم ثروة الملاك أو تعظيم القيمة السوقية للسهم الواحد"¹ من خلال ما سبق، يمكن أن نستخلص بأن الهيكل المالي هو تشكيلة أو توليفة الأموال التي تستخدمها المؤسسة في تمويل أصولها على اختلاف مصادر الحصول عليها سواء كانت داخلية أو خارجية، قصيرة أو متوسطة أو طويلة الأجل.

3- خصائص الهيكل المالي

لتحقيق التوازن المناسب بين عاملي العائد والمخاطرة والذتان يمثلان الدعامتان الأساسيتان لخلق الثروة في المؤسسة، يجب تحديد الهيكل التمويلي المناسب لكل مؤسسة والذي من شأنه أن يؤدي إلى الاستخدام الأمثل للموارد المتاحة بما يؤدي إلى تحقيق النمو والتوسع المستمر من خلال²:

- تغطية الاحتياجات المالية بأقل التكاليف؛
- تخفيض المخاطر المالية؛
- تحقيق معدلات مردودية متزايدة على الأموال المستثمرة.

ثانيا: مكونات الهيكل المالي

1- مصادر التمويل قصير الأجل

يقصد بالتمويل قصير الأجل ذلك التمويل الذي لا يزيد عن إثني عشر شهرا، ويخص عادة الدورة التشغيلية للمؤسسة والهدف من هذا التمويل هو تلبية احتياجات المؤسسة قصيرة الأجل والحفاظ على توازنها المالي على المدى القصير فهو يهدف بشكل أساسي إلى تغطية الأصول المتداولة³ وينقسم إلى نوعين:

أ- الائتمان التجاري

يعرف الائتمان التجاري على أنه نوع من أنواع التمويل قصير الأجل تحصل عليه المؤسسة من الموردين ويتمثل في قيمة المشتريات الآجلة للسلع والخدمات التي تتاجر فيها أو تستخدمها في العملية التجارية والصناعية وتعتمد المؤسسات على هذا المصدر في التمويل بدرجة أكبر من اعتمادها على الائتمان المصرفي وغيره من المصادر الأخرى قصيرة الأجل، بل وقد يكون المصدر الوحيد المتاح لبعض المؤسسات خاصة الصغيرة منها. يطلق عليه الائتمان التجاري التلقائي نظرا لأنه عادة ما يزيد وينقص مع التقلبات في حجم النشاط، أي أنه عادة ما يكون متاح بالقدر الملائم وفي الوقت المناسب، تعد هذه واحدة من أهم مزايا الائتمان التجاري، يضاف إليها أنه يتم دون إجراءات أو تعهدات رسمية.⁴

¹ حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، الوراق للنشر والتوزيع، ط2، 2008، ص 582.

² عدنان تايه النعيمي وياسين كاسب الخرشة، أساسيات الإدارة المالية، دار المسيرة، ط1، عمان، الأردن، 2007، ص 138.

³ محمد صالح الخناوي، السيد عبد الفتاح عبد السلام، المؤسسات المالية البورصة والبنوك التجارية، الدار الجامعة، 2008، ص 267.

⁴ مليكاوي مولود، استراتيجيات التمويل في المؤسسات الاقتصادية، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2019، ص 77.

ب- التمويل عن طريق المستحقات

يعرف بأنه مجموع المستحقات الالزامية الناتجة عن الخدمات التي تحصلت عليها المؤسسة والتي لم يتم سداؤه. مثال: الضرائب المستحقة، اقتطاعات الضمان الاجتماعي، بعض الأجر المستحقة، الخ. من مميزاته أنه يتيح للمؤسسة قدرة تمويلية إضافية وتكلفته مجانية غير أنه لا يجب التماذي فيه لما قد يؤدي الى حدوث مشاكل مع مختلف المصالح إضافة إلى وجوب مراعاة مصالح العمال.

ج- فاكترينغ

يتمثل هذا التمويل في تحويل حقوق المؤسسة على الزبائن لفائدة مؤسسة مختصة تسمى فاكتر (factor) مقابل عمولة، هذه الأخيرة هي التي تتابع عملية التحصيل حيث أن فاكتر يأخذ جميع صلاحيات المؤسسة في التحصيل. يجب أن يتم إخطار الزبائن بهذا التغيير في صفة الدائن.

د. الائتمان المصرفي:

يقصد بالائتمان المصرفي في هذا الصدد القروض قصيرة الأجل التي تحصل عليها المؤسسة من البنوك ويأتي هذا النوع من الائتمان تاليا للائتمان التجاري، وذلك من حيث درجة اعتماد المؤسسة عليه كمصدر للتمويل قصير الأجل، ويتميز الائتمان المصرفي بأنه أقل تكلفة من الائتمان التجاري، في الحالات التي تفضل فيها المؤسسة في الاستفادة من الخصم. في أحيان كثيرة، يتم استخدام الائتمان المصرفي كمصدر لتمويل الأصول الدائمة للمؤسسات التي تعاني من صعوبات تمويل تلك الأصول من مصادر تمويل طويلة الأجل وهذا خطأ من الناحية المالية يضاف إلى ذلك أنه أكثر مرونة من الائتمان التجاري، إذ يأتي في صورة نقدية وليس في صورة بضاعة ويتجدد عادة بصفة تلقائية لكنه لا يتغير مع تغيير حجم النشاط.¹

2- مصادر التمويل متوسطة وطويلة الأجل (مصادر التمويل الخارجي)

أ. التمويل متوسط الأجل: هو مجموع الأموال التي تحصل عليها المؤسسة سواء في صورة أموال أو أصول والتي عادة ما تكون مدة استحقاقها تتراوح بين سنتين وسبع سنوات وتعتبر وسيلة من وسائل تمويل الاستثمار التشغيلي للمؤسسة حيث تسعى المؤسسة من خلاله إلى توليد تدفقات نقدية موجبة يمكن استخدامها في تسديد القرض.

ب. التمويل طويل الأجل: هو التمويل الذي يشمل جميع الأموال التي تفوق مدة استحقاقها سبع سنوات وتمتد إلى عشرين سنة وتكون موجهة لشراء أصول جديدة لزيادة الاستثمار، وكذا زيادة الإنتاجية أو تطوير نشاط المؤسسة.² وفيما يلي نذكر أهم مصادر التمويل طويل الأجل ومصادر الرفع المالي:

1- الأسهم العادية

تمثل مستند ملكية لحاملها، هذا الأخير يتمتع بالعديد من الحقوق المالية وغير المالية كحق التصويت في الجمعية العمومية، حق الاطلاع على دفاتر المؤسسة، حق المشاركة في الأرباح (وواجب المشاركة في الخسائر أيضا) وحق البيع والتداول

¹ عبد الغفار حنفي، رسمة زكي قرياقص، مرجع سابق، ص 130.

² رضوان وليد العمار، أساسيات في الإدارة المالية، دار المسيرة والتوزيع، الأردن، 1997، ص 192.

والحق في المراقبة والمعلومة،... الخ وتكون مسؤولية حامل السهم العادي محدودة بمحصته في رأس المال ومدة حياة السهم غير منتهية وللسهم العادي مجموعة من القيم أهمها:

- القيمة الإسمية: هي القيمة المكتوبة على الصك أو قسيمة السهم، وهي منصوص عليها في العقد التأسيسي، والتي تمثل رأس المال المدفوع نظريا من أجل تسجيله محاسبيا.
- القيمة الدفترية: تمثل قيمة الحقوق الملكية التي لا تتضمن الأسهم الممتازة مقسومة على عدد الأسهم العادية وفق العلاقة التالية:

$$\frac{\text{حقوق الملكية - الأسهم الممتازة}}{\text{عدد الأسهم العادية}} = \text{القيمة الدفترية}$$

- القيمة السوقية: تمثل سعر تداول السهم في سوق رأس المال، وقد تكون القيمة أكبر فتحقق مكاسب رأسمالية، وقد تكون أقل فتتكبد خسائر رأسمالية.
 - القيمة التصفية: هي قيمة السهم من باقي عملية التصفية لموجودات المؤسسة بعد تسديد حقوق الغير والدائنين (السندات، الدولة، العمال، الموردین، البنوك، الأسهم الممتازة)
 - القيمة حسب العائد: هي عبارة عن الثمن الذي يقبل شخص آخر دفعه للحصول على عائد الذي يعطيه السهم المعني.¹
- تتمتع الأسهم العادية كمصدر تمويلي بالعديد من المزايا كما أنها لا تخلو من عيوب، من أهمها نذكر:
- أ. المزايا:

- تؤدي إلى زيادة نسبة حقوق الملكية إلى القروض في الهيكل التمويلي، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة قدرة المؤسسة على الاقتراض.
- لا يجوز لحاملي الأسهم العادية أن يستردوا قيمة أسهمهم من المؤسسة المصدرة إلا عند التصفية باستثناء المؤسسات المدرجة في البورصة، ووفقا للقواعد المنظمة لذلك وبالتالي فإنها تمثل مصدرا تمويليا دائما.
- تعتبر الأسهم العادية حسب قاعدة، مبدأ التغطية، أنسب المصادر التمويلية لتغطية المتطلبات من الأصول الثابتة.²
- المؤسسة غير ملزمة قانونيا بإجراء التوزيعات لحملة هذه الأسهم حتى وإن حققت أرباحا.
- يعتبر مكملا للتمويل الذاتي إذ يجنب و/أو يقلل من استئانة المؤسسة،
- يحافظ على التوازن المالي للمؤسسة ولا يرفع المخاطرة المالية للمؤسسة وللدائنين أيضا،
- يأخذ بعين الاعتبار إمكانيات المساهم المالية من خلال التسديد الآجل لقيمة الأسهم المشتراة.

¹ محمود عزت اللخام وآخرون، الإدارة المالية المعاصرة، دار الإعصار العلمي، عمان، الأردن، ط 2، 2016، ص ص 320-321.

² أمين السيد أحمد لطفي، دراسة جدوى المشروعات الاستثمارية، الدار الجامعية، مصر، 2005، ص 57.

ب. العيوب

- ليس لحامل السهم العادي الحق في المطالبة بتوزيع الأرباح ما لم ترغب الإدارة في التوزيع وهو حسب عقد الاتفاق الأولي.
- يعتبر حملة الأسهم العادية آخر الدائنين في المؤسسة إذ لا يتحصلون على حقوقهم عند تصفية المؤسسة إلا بعد أن يحصل جميع الدائنين على مستحقاتهم.
- ارتفاع التكلفة التي تتحملها المؤسسة وهو لمجموعة من الأسباب منها:
 - درجة مخاطرة المساهمين مرتفعة مما يؤدي بهم إلى طلب عائد مرتفع على ملكيتهم للأسهم.
 - عدم وجود وفورات ضريبية على أرباح الأسهم على عكس فوائد القروض (السندات)¹.
- تعتبر عملية زيادة رأس المال بالأسهم العادية عملية تمويلية صعبة من الناحية التقنية إذ يجب أن تستوفي مجموعة من القيود القانونية والمالية (قرار من الجمعية العمومية الاستثنائية ويتطلب أغلبية ثلثي الأصوات، الاتصال بالمساهمين الحاليين والمحتملين، الخ).
- تؤدي إلى تشتت الحكم (بالنسبة للمساهمين القدامى) وتشتت الربح الموزع باعتبار زيادة المساهمين وبالتالي تدني العوائد نتيجة لانخفاض الأرباح المحتجزة لإعادة الاستثمار.
- لا تمثل آلية لانضباط الإدارة بعكس الاستدانة.
- تعتبر إشارة سيئة للمستثمرين وللسوق المالي للأسباب التالية:
 - ترغب الإدارة في رفع رأس المال باعتبار أن السهم فوق قيمته،
 - تعبر عن عجز المؤسسة على إيجاد استثمارات مربحة وإلا لما قبلت بإشراك مساهمين جدد،
 - المؤسسة غير قادرة على الحصول على القروض لتسديد فوائد الديون.

2- الأسهم الممتازة

تمثل مستند ملكية لحاملها، يتمتع حامل السهم الممتاز بكافة المزايا والحقوق التي يتمتع بها حامل السهم العادي ما لم يكن هناك نص خلاف ذلك في عقد الإصدار. قد يتم إصدار الأسهم الممتازة بقيمة أكبر من قيمتها الإسمية في حالة وجود علاوة إصدار وقد يتم إصدارها بقيمة أقل في حالة وجود خصم إصدار، بالإضافة إلى القيمة الإسمية والقيمة المصدرية يكون أيضا للسهم الممتاز قيمة سوقية وقيمة دفترية. يمكن التمييز بين العديد من الأنواع من الأسهم الممتازة فهناك الأسهم الممتازة مجمعة الأرباح (Cumulative Preferred Stocks) والتي يحق لحاملها أن يحصل على عائد السهم في السنوات الخسارة مجتمعا في سنوات الأرباح وهناك الأسهم الممتازة متقاسمة الأرباح (Participating Preferred Stocks). يحصل حاملو هذه الأسهم على نسبة إضافية من الأرباح بخلاف النسب المحددة، وذلك في حالة وجود فائض ربح كافي بعد القيام بالتوزيعات المطلوبة.

¹مليكاوي مولود، مرجع سابق، ص 97.

يُذكر أن القاعدة العامة هي أن حملة الأسهم الممتازة ليس لهم الحق في التصويت في الجمعية العمومية، ولكن قد يكون هناك استثناء على ذلك في حالات الضرورة القصوى كما قد يسمح عقد الإصدار لحملة الأسهم الممتازة بإمكانية تحويلها إلى أوراق مالية أخرى وبصفة خاصة إلى أسهم عادية.¹

3- السندات

3-1- تعريف: يعرف السند بأنه ورقة مالية تعبر عن دين لمعدل فائدة محدد ثابت أو متغير ولمدة معروفة وعند تاريخ الاستحقاق يتم إرجاع المبلغ الأساس (القيمة الإسمية)، مقابل دين السند، تلتزم المؤسسة بدفع الفوائد سنويا أو كل ستة شهور حسب ما يتفق عليه وتسمى كوبونات بالإضافة إلى قيمة السند التعويضية عند تاريخ الاستحقاق.

يختلف السند عن أنواع القروض الأخرى بكونه يباع في السوق المالي إلى فئات مختلفة سواء للجمهور العادي أو للمؤسسات المالية ومبالغه مرتفعة، بينما يتم الحصول على القروض المصرفية من مصادر محددة كما أن حامل السند يستطيع بيعه في الأسواق المالية إلى أي جهة أخرى وهذه ليست كل الاختلافات بينها وبين مصادر التمويل الطويل الأجل ولكن أهمها²:

- السندات عبارة عن أوراق مالية يتم بيعها في السوق المالي مثل الأسهم العادية.
- تباع السندات من خلال اكتتاب عام مع عمولات التداول ويطلق على فوائد السندات مصطلح الكوبون والكوبون الجاري إذا لم تبلغ الفائدة السنة، وبعد عملية الإصدار فإن أسعار هذه السندات تتغير وذلك حسب الظروف الاقتصادية، ويتم إدراج أسعار السندات يوميا في معظم البورصات والأسواق المالية.

3-2- مزايا وعيوب التمويل بالسندات

أ. المزايا

- تكلفة السندات محدودة حيث لا يشارك حملتها في الأرباح وتتيح استعمال أموال الغير دون إشراكهم في تسيير الإدارة وهو ذو تكلفة منخفضة، إذ أن العائد المتوقع للسند أقل مما هو متوقع للسهم العادي، وهو ما يبرر انخفاض المخاطر المصاحبة له.
- السندات تؤدي إلى زيادة موارد التمويل المتاحة للمؤسسة بالإضافة إلى المتاجرة والملكية.
- تخضم الفوائد المدفوعة للسندات من وعاء الأرباح الخاضعة للضرائب مما يحقق للمؤسسة وفورات ضريبية.
- التمويل بالسندات يزيد من مستوى الرفح المالي في المؤسسة وهو ما يؤثر على السند وبالتالي زيادة الثروة.

ب. عيوب التمويل بالسندات

- لها تاريخ استحقاق محدد وعدم قدرة المؤسسة الوفاء بالتزاماتها القانونية يعرضها لخطر الإفلاس.
- السندات لها تواريخ استحقاق¹، وهو ما يتطلب من المؤسسة تجميد كم هائل من السيولة لتنفيذ التزاماتها.
- السندات تنطوي على مخاطر مالية.
- تكلفتها ثابتة تتحملها المؤسسة حتى لو حققت خسائر عكس الأسهم.

¹ نفس المرجع، ص 323.

² محمد علي ابراهيم العامري، مرجع سابق، ص 500-501.

3-3- أنواع السندات: توجد أنواع متعددة من السندات نذكر منها:

- **السندات قابلة للاستدعاء:** وهي السندات التي تشترط المؤسسة المصدرة لها أن يكون لها الحق إذا رغبت في استدعاءها Call provision أي إعادة شرائها، وعادة ما يحصل صاحب السند على قيمة تعويضية تفوق القيمة الاسمية، تسمى علاوة الاستدعاء Call premium وعملية استدعاء السندات هي ميزة للمؤسسة ناتجة عن حالة انخفاض أسعار الفائدة في السوق، فتقوم المؤسسة باستدعاء السندات ثم إعادة إصدار سندات جديدة محل السندات القديمة ذات معدل كوبون أقل من المعدل الأول.
 - **سندات المشاركة:** لها نفس خصائص الأسهم الممتازة بالمشاركة وهي سندات تحول لأصحابها الحق في الحصول على نسبة من الأرباح المحققة للمشروع إذ تجاوز الفائض المحقق حدا معيناً فضلاً على الفائدة المشروطة على هذه السندات¹.
 - **السندات التي تسدد بأسهم:** وهي السندات التي تسدد بأسهم في تاريخ الاستحقاق وبشكل تلقائي.
 - **السندات القابلة لتحويل لأسهم عادية:** لها نفس خصائص الأسهم الممتازة بالمشاركة. تعطي السندات القابلة للتحويل إلى أسهم لحاملها الحق في مبادلتها بعدد محدد من الأسهم العادية عن أي وقت، وفي مقابل هذه الميزة تصدر هذه السندات بسعر فائدة أقل من السندات العادية ويتم التحويل على أساس ما يسمى بمعدل التحويل وسعر التحويل².
 - **السندات ذات الفائدة المتغيرة:** لها نفس خصائص الأسهم الممتازة بالمشاركة، يشجع هذا النوع من السندات المؤسسة في الحصول على أموال لتمويل نشاطاتها نظراً لقدرته على جذب المقترضين لما يوفره من آلية تدعم قدرتهم على مواجهة مخاطر التضخم وتقلب أسعار الفائدة³.
 - **سندات الدخل:** هي سندات لا يحصل حاملها على عائد إلا في الحالة التي تحقق فيها المؤسسة ربحاً، إلا أن بعض المؤسسات قامت بتعديل هذا النوع من السندات من خلال حصول حامل السند على عائده في السنة التي يحقق فيها المؤسسة ربحاً وبالتالي يحصل على عائد السنة الماضية والسنة الحالية.
 - **السندات المصاحبة لحقوق شراء الأسهم (حق الاكتتاب التفاضلي):** هي تلك السندات التي تصدرها المؤسسة وتعطي لحاملها الحق في شراء الأسهم التي تصدرها المؤسسة، لذلك عادة ما يكون سعر الفائدة على السندات منخفضاً.
 - **السندات المضمونة:** هي السندات التي تصدرها المؤسسة وتعطي معها الحق لحاملها ضمانات عينية (أصول) سعر فائدتها أقل من سعر الفائدة لسندات الأخرى المماثلة.
 - **السندات غير المضمونة:** وهي السندات التي تصدرها المؤسسات دون ضمانات عينية.
- بالرغم من الالتزام القانوني للمؤسسة تجاه حملة السندات بالوفاء بالتزاماتها المالية في آجالها القانونية، فإن أغلب المؤسسات تلجأ إليها كمصدر تمويلي لا يمكن التخلي عنه.

¹عبد الكريم أحمد قندوز، المشتقات المالية، الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2014، ص 47.

²عاطف وليم أندروس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، شركة الجلال للطباعة، ط1، الإسكندرية، مصر، 2006، ص 383.

³نفس المرجع، ص ص 384-385.

4- التأجير التمويلي

تتيح عملية الاستئجار للمؤسسة المستأجرة أن تبقى الأصل تحت تصرفها، وأن تحصل على التمويل المطلوب، وهو بذلك يمثل أحد أشكال التمويل الخارجي المتاحة أمام المؤسسة تستطيع المؤسسات التي تحصل على احتياجاتها من الأصول الثابتة إما عن طريق شراءها أو عن طريق استئجارها، حيث تمتلك المؤسسة في الأحوال الاعتيادية الموجودات الثابتة التي تظهر في الميزانية العمومية، غي أن المهم هو استعمال تلك الموجودات في العمليات وليس مجرد امتلاكها، ومن بين الطرق الممكنة للحصول على تلك الموجودات هو الشراء غير أن هناك طريقة بديلة أخرى عنها هي الاستئجار.

ولقد انتشرت ظاهرة استئجار الأصول الثابتة في كثير من الدول، والمنطق هو أن امتلاك هذه الأصول يؤدي إلى تجميد مقدار كبير من الأموال التي كان من الممكن استخدامها إما لتسديد قروض طويلة الأجل أو للاستثمار في مجالات بديلة. لقد كان الاستئجار فيما سبق يقتصر على المباني والأراضي ولكنه اليوم أصبح يشمل جميع أنواع الأصول الثابتة للمؤسسة بما فيهما المعدات والآليات والتجهيزات.¹

3- مصادر التمويل الداخلية

3-1- التمويل الذاتي

سنترك في هذا العنصر إلى تعريف التمويل الذاتي وأنواعه وطريقة حسابه وغيرها من العناصر:

أ. تعريف التمويل الذاتي

يعرف التمويل الذاتي على أنه الفائض النقدي المحقق من العمليات الجارية للمؤسسة بعد توزيع مكافأة رأس المال والموجه نحو تمويل الاحتياجات المالية المستقبلية من سداد للديون، ينفذ الاستثمارات الرأسمالية وزيادة رأس المال العامل.² للتمويل الذاتي هدفان أساسيان يتحددان من خلال العناصر المكونة له (الأرباح المحتجزة ومخصصات الإهلاكات والمؤنات)، إذ يهدف إلى التوسيع وتنمية المؤسسة ويتحقق هذا بواسطة الأرباح الصافية بعد توزيع الأرباح وهو التمويل الذاتي للنمو، أما التمويل الذاتي للبقاء فهو يهدف للمحافظة على الطاقة الإنتاجية والإرادية وذلك من خلال مخصصات الإهلاك التي تغطي التآكل المادي والمعنوي للاستثمارات وبالتالي ضمان الموارد الضرورية للاستثمار في النشاط الأساسي، أما مخصصات المؤنات الخاصة بتدني الأصول المتداولة ومؤنات الأخطار والتكاليف فهي اعتمادات مالية يحتفظ بها لمواجهة تدهور الأصول.³

ب. طريقة حساب التمويل الذاتي

يحسب التمويل الذاتي انطلاقاً من القدرة على التمويل الذاتي كالاتي:

$$\text{التمويل الذاتي} = \text{قدرة التمويل الذاتي للسنة ن} - \text{التوزيعات المدفوعة للسنة ن-1}$$

¹محمد علي ابراهيم العامري، مرجع سابق، ص 715-716.

²عبد الغفار حنفي، تقييم الأداء المالي ودراسة الجدوى، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2009، ص 311.

³إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي - الإدارة المالية-، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، ط2، 2011، ص 261.

يمكن تعريف القدرة على التمويل الذاتي بأنه مجموعة الموارد المالية المحتملة التي تتحقق عن طريق النشاط الأساسي

للمؤسسة. ويسمى تمويلًا ذاتيًا لأنه يتولد في المؤسسة حصريًا ولا يأتي من خارجها ويحسب وفق طريقتين معروفتين:¹

1- **الطريقة المباشرة:** وتسمى طريقة الطرح وهي أقل استخدامًا من الطريقة غير المباشرة ويتم حسابها عن طريق الفرق بين النتائج المحصلة والتكاليف المسددة الناتجة عن النشاط الأساسي للمؤسسة، حيث أننا لا نأخذ بعين الاعتبار إلا النتائج والتكاليف المؤثرة فعليًا عن الخزينة أي استبعاد أي تدفقات وهمية (مخصصات الاهتلاكات والمؤونات...). ويحسب كالتالي:
قدرة التمويل الذاتي = إجمالي فائض الاستغلال المنتجة العملياتية الأخرى ماعدا (حساب 752) + المنتجات المالية ماعدا (حساب 765 وحساب 767) - الأعباء العملياتية الأخرى ماعدا (حساب 652) - الأعباء المالية ماعدا (حساب 665 وحساب 667) - الضرائب على النتائج.

2- **الطريقة الغير مباشرة:** وتسمى أيضا طريقة الجمع وهي الطريقة الأكثر استخدامًا نظرًا لسهولة حسابها ويبدأ حسابها من نتيجة السنة المالية مضافًا إليها المصاريف الوهمية مطروحا منها الإيرادات الوهمية ومبالغ التنازل عن الأصول. من خلال الطريقة المباشرة تبدو القدرة على التمويل الذاتي بشكل تدفق شبه نقدي محقق من طرف المؤسسة ويحسب وفق ما يلي:
قدرة التمويل الذاتي = النتيجة الصافية + مخصصات الاهتلاكات والمؤونات وخسائر القيمة - استرجاعات على المؤونات وخسائر القيمة + نواقص القيمة عن خروج الأصول المثبتة غير المالية - فوائض القيمة عن خروج الأصول المثبتة غير المالية + فارق التقييم عن أصول مالية نواقص قيمة - فارق التقييم عن أصول مالية فوائض قيمة + الخسائر الصافية عن التنازل عن الأصول المالية - الأرباح الصافية عن التنازل عن الأصول المالية.

ج. **استخدامات القدرة على التمويل الذاتي:** يمكن استعمال القدرة على التمويل الذاتي وفق العناصر التالية:

- تمويل استثمارات التوسع والتجديد في المؤسسة عن طريق مخصصات الاهتلاكات.
- تغطية الخسائر والمخاطر المحتملة عن طريق مخصصات المؤونات وخسائر القيمة.
- تسديد القروض الحالية بمنح للمؤسسة قدرة على تسديد القروض الحالية.
- يسمح للمؤسسة بتوزيع الأرباح عن طريق تخصيص جزء من النتيجة الصافية للمساهمين مع العلم بأن سياسة توزيع الأرباح تؤثر بصفة مباشرة في التمويل الذاتي للمؤسسة.
- تمويل التغيير في الاحتياج في رأس المال العامل.
- يسمح بنمو المؤسسة وذلك بإعادة توظيف الاحتياطات وذلك في استثمارات مربحة.

د. **مزايا وعيوب التمويل الذاتي**

✓ **المزايا:** للتمويل الذاتي عدة إيجابيات نذكر منها:

- مرونة المؤسسة: يضمن الاستقلالية التامة للمؤسسة لأن الحصول على هذا المورد لا يعتمد على المساهمين أو البنوك.

¹ مليكة زغيب، ميلود بوشنيقر، التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد، ديوان المطبوعات الجامعية الجزائر، 2011، ص ص 130-133.

- مورد غير مستحق: بمعنى أن المؤسسة غير مجبرة على تسديد هذا المورد ولا تسديد مصاريف مالية أو عمولات عند التحصل عليه.
- مورد مجاني: يقلل من المخاطر المالية للمؤسسة المتأتمية من احتمالية تدهور النتيجة الصافية المرتبطة بالطبيعة الثابتة للمصاريف المالية. لكن يجب القول بأنه مورد غير مجاني في المطلق باعتبار أنه ينطوي على تكلفة الفرصة البديلة.
- يعتبر أكثر شمولية مقارنة بالفائض الخام للاستغلال إذ يختلف عن الفائض الذي يقتصر على تدفق الموارد الداخلية عن الدورة التشغيلية.
- يرفع من قدرة المؤسسة على الاستدانة وعلى التسديد: باعتبار أن قدرة على التمويل الذاتي تزيد من قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها المالية والتي يمكن حسابها وفق العلاقة ديون مالية/القدرة على التمويل الذاتي.
- يرفع من قدرة المؤسسة على الاستجابة للمخاطر والاحتمالات السيئة التي تواجهها وذلك بفضل المؤونات وخسائر القيمة.
- يرفع من قيمة حقوق الملكية: إن الاحتفاظ بالأرباح كاحتياطات، يرفع من قيمة أسهم المؤسسة مما يمكن المساهم من تحقيق زيادة قيمة عند إعادة بيعه للأسهم.
- يقلل من المخاطر المالية للدائنين: يجعل القدرة التمويل الذاتي ديون المؤسسة أقل خطورة.
- يسمح للمؤسسة بالتوسع والنمو: يعتبر المؤشر الوحيد الذي يمكن للمؤسسة من النمو والتوسع ويسمح للمؤسسة ببناء استراتيجيتها بدون ضغوط.

✓ العيوب

- من الممكن أن يؤدي القدرة على التمويل إلى استخدام غير أمثل للموارد المؤسسة من خلال الاستثمار في مشروعات غير مربحة أو التوسع في النفقات غير الضرورية.
- عدم وجود رقابة من طرف الدائنين على الموارد المتاحة أو السوق المالي يجعل المسيرين يملكون حرية كبيرة في استخدام الموارد المتاحة.
- تعتبر القدرة على التمويل الذاتي من المعطيات أكثر منها متغيرا ماليا إذ أنها تتعلق بصفة كبيرة بالقطاع الاقتصادي الذي تنشط فيه المؤسسة، بمعنى أن المؤسسة لا تقرر مبلغها من القدرة على التمويل الذاتي.
- يعتبر مؤشر محاسبي وبالتالي يمكن التأثير فيه من خلال المخزونات، مخصصات المؤونات وخسائر القيمة وبالتالي فهو لا يسمح بالمقارنة بين المؤسسات.
- من الممكن أن تؤدي رغبة المؤسسة في رفع القدرة على التمويل الذاتي إلى الرفع من الأسعار مما قد يسبب في انخفاض مبيعاتها.
- من خلال طريقة حساب القدرة على التمويل الذاتي نعتبر بأن جميع مخصصات المؤونات وخسائر القيمة متاحة بصفة دائمة للمؤسسة على الرغم من أن مخصصات للمدى القصير وكثيرا ما تصبح واجبة النفاذ.

3-2- التنازل عن الأصول

- يعتبر التنازل عن الاستثمارات مصدرا تمويليا للمؤسسة إذ يستخدم في أحيان كثيرة من أجل الحصول على النقديات أو إعادة التمركز الاستراتيجي للمؤسسة، وهو نتيجة بيع أو تنازل المؤسسة عن أصولها القديمة والتي ترى أنها لم تعد ضرورية في نشاطها نتيجة التقادم في العمر الاقتصادي أو التقادم التكنولوجي أو غير متطابق مع الاستراتيجية الجديدة للمؤسسة.

الفرع الثاني: محددات الهيكل المالي

1- حجم المؤسسة

أشارت العديد من الدراسات إلى أن حجم المؤسسة له تأثير على نسبة الاقتراض للمؤسسة، وقد قدمت هذه الدراسات عدة أسباب لوجود علاقة إيجابية بين حجم المؤسسة والاستدانة من بينها:

- احتمالات الإفلاس تنخفض في المؤسسات ذات الحجم الكبير وفق مفهوم Big Too Fail.
- تملك المؤسسات الكبيرة إمكانية اللجوء إلى الأسواق المالية وتستطيع الاقتراض بشروط ميسرة كما أنها تملك أصولاً أكثر يمكن استخدامها كضمانات للقروض.

فقد كشفت دراسة Gordon (1962) عن وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين نسبة الاقتراض وحجم المؤسسة كذلك كشفت دراسة Martin et Scott (1974) عن وجود علاقة بين حجم المؤسسة ونسبة الاقتراض في المؤسسات كبيرة الحجم عن نسبة الاقتراض في المؤسسات كبيرة الحجم وهي نفس النتائج التي توصلت إليها دراسة Gaud et (2002) .Jani

ولعل ذلك يرجع إلى أن المؤسسات الكبيرة الحجم يكون لديها قدرة أكبر على خدمة الدين مما يجعلها تميل للاعتماد على القروض لدرجة أكبر، إضافة إلى أنها تستطيع الاقتراض بمعدل فائدة أقل، مما يكون سبباً في اعتمادها على الاقتراض بدرجة أكبر عن المؤسسات صغيرة الحجم.

كذلك كشفت دراسة Titman et Wessels (1988) عن سبب آخر للعلاقة الطردية بين حجم المؤسسة ونسبة الاقتراض، حيث عادة ما يتسم نشاط المؤسسة الكبيرة الحجم بقدر من التنوع مما يجعلها تتعرض لدرجة مخاطر أقل، وهو ما يخلق لديها الدافع لزيادة الأموال المقترضة. في حين لوحظ وجود علاقة عكسية بين حجم المؤسسة والاستدانة في البيئة الألمانية، حيث لوحظ أهمية التمويل البنكي للمؤسسات الصغيرة الحجم في ألمانيا وعلى النقيض من ذلك كشف دراسة Pompher et Shapiro (1987) عن عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم المؤسسة ونسبة الاقتراض، كما أشارت نتائج دراسة Boquist et Moor (1984) إلى أن حجم المؤسسة لا يمثل محمداً جوهرياً للاقتراض داخل الهيكل المالي¹.

2- مردودية المؤسسة

تعتبر المردودية من أهم محددات الهيكل المالي إذ تشير العديد من الدراسات أن المردودية من أهم المتغيرات التي تؤثر في الاستدانة ومن بين هذه الدراسات نجد:

دراسة Brigham (1983) حيث بين بأن مردودية المؤسسة تؤثر على الهيكل المالي إذ أن ارتفاع مستوى المردودية يعطي المؤسسة قدراً كبيراً من المرونة في تغطية التزاماتها المالية. ولقد كشفت دراسة Titman et Wessels (1988) أنه بسبب ارتفاع تكلفة الوكالة المصاحبة لإصدار أسهم جديدة، فإن الأرباح المحتجزة تأتي في مقدمة مصادر التمويل من حيث الجاذبية تتبعها القروض والتي لها تكلفة وكالة، ولكن يتولد عنها وفورات ضريبية ثم يأتي التمويل بإصدار أسهم جديدة والذي ينطوي على

¹ ألباس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سابق، ص 408.

تكلفة وكالة دون أن يترتب عن ذلك وفورات ضريبية وبناء على ذلك يصبح من المتوقع أن تتجه المؤسسة التي تتميز بارتفاع معدل مردوديتها، ويتاح لها فرص احتجاز أرباح إلى الاعتماد بدرجة أقل على الأموال المقترضة.

ولقد أيدت نتائج دراسة Marsh (1982) ذلك، حيث كشفت عن وجود علاقة عكسية بين مردودية المؤسسة عادة ما يرتبط به زيادة المخاطر العملية، وهو ما يجعل المؤسسة تتجنب الاعتماد على القروض، أي أن زيادة مستوى المردودية قد يرتبط به زيادة نسبة الأرباح المحتجزة وبالتالي اعتماد المؤسسة بدرجة أقل على الأموال المقترضة.

وتدعم نتائج هذه الدراسات نظرية الالتقاط التدريجي (Pecking Order Theory) حيث تلجأ المؤسسة أولاً إلى التمويل الذاتي ثم بعد ذلك إلى القروض وفي الأخير إلى إصدار الأسهم من أجل تمويل استثماراتها، فالمؤسسات الأكثر مردودية تعتمد بشكل أكبر على التمويل الذاتي، ومنه توجد علاقة عكسية بين المردودية والاستدانة.

نفس النتائج تدعمت بأعمال كل من Harris et Raviv (1990) و Rajan et Zingales (1995) في دراستهما للدول الأعضاء في مجموعة السبعة وفي دراسة على 10 دول نامية حيث خلصت جميعها إلى وجود علاقة عكسية بين المردودية والاستدانة.

بينما نجد ضمن نظرية التبادل أو (Trad Off Theory) أن العلاقة بين الاستدانة والمردودية هي علاقة طردية، فالمؤسسة ذات المردودية تميل إلى الاقتراض باعتبار أن الفوائد تخفض من نتيجتها الجبائية، فإذا كانت مردوديتها السابقة تؤثر على مردوديتها المستقبلية، فالمؤسسة ذات المردودية الجيدة تملك الاحتمال الأكبر في تسديد قروضها. بينما في الدراسات التي أجريت على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، فإننا نجد أن نتائج دراسة Ydriss Ziane (2001) التي أجريت على عينة مكونة من 781.861 مؤسسة صغيرة ومتوسطة في فرنسا، قد وجد علاقة سالبة بين المردودية والاستدانة.

وهي نفس النتيجة التي توصلت إليها Najet (1966) التي أجريت على عينة مكونة من 300.000 مؤسسة صغيرة ومتوسطة في فرنسا، حيث وجدت أن هناك علاقة عكسية بين المردودية والاستدانة.

غير أن اختلاف نتائج الدراسة السابقة حول طبيعة العلاقة بين مردودية المؤسسة والاستدانة قد يرجع إلى اختلاف عينات الدراسة أو إلى اختلاف الفترة الزمنية التي تمت فيها تلك الدراسات، وقد يرجع سبب الاختلاف إلى استخدام مؤشرات مختلفة لقياس كل من مردودية المؤسسة ونسبة الاقتراض، إلا أن ذلك لا يغني عن الحاجة إلى مزيد من الدراسات لوقوف على طبيعة العلاقة بين مردودية المؤسسة والاستدانة.¹

3- الضمانات (هيكل الأصول)

يعبر عن هذه المتغيرة أحياناً هيكل الأصول وقد لمسنا اختلافاً بين العديد من الدراسات السابقة في قياس مستوى الضمانات لدى المؤسسة، ففي قسم من هذه الدراسات يعبر عن حجم الضمانات بنسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول حيث تم التوصل إلى الكشف عن تأثير لهذه المتغيرة على نسبة الاقتراض في المؤسسة.

¹مرجع سابق، ص 409-410.

خلصت بعض الدراسات (1996) Nadjet إلى أن هناك علاقة عكسية بين نسبة الأصول الثابتة إلى مجموع الأصول (هيكل الأصول)، ونسبة الاقتراض. فكلما زادت نسبة الأصول الثابتة إلى مجموع الأصول زاد اعتماد المؤسسة على الأموال الخاصة وقل اعتمادها على القروض، في حين تشير دراسات أخرى (2001) Ydriss Zaine، أن المؤسسة التي يتضمن هيكل أصولها نسبة مرتفعة من الأصول الثابتة تميل إلى استخدام قدر كبير من القروض طويلة الأجل في هيكلها المالي ولذلك ما يبرره، حيث أنه وفقا لمبدأ التغطية في التمويل، والذي يقضي بضرورة تمويل الأصول الثابتة من مصادر تمويل دائمة سواء أموال خاصة أو قروض طويلة الأجل، فمن المتوقع أن يصاحب ارتفاع نسبة الأصول الثابتة في هيكل الأصول ارتفاع نسبة الاقتراض بالهيكل المالي.

وتدل هذه الدراسة ذلك بكون أن الأصول ذات صفة الضمان (الأصول الثابتة + المخزونات)، تخضع بصورة أقل لظاهرة عدم التناظر في المعلومات، كما أن تفقد قيمة أقل مقارنة بعناصر الأصول الأخرى في حالة تعرض المؤسسة للتصفية.¹ في حين أن الدراسات التي أجريت على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة قد خلصت إلى نتائج متباينة فقد وجدت (1996) Najet النتائج التالية:

• علاقة عكسية مع معدل الاستدانة؛

• علاقة عكسية مع معدل الاستدانة القصير الأجل؛

• علاقة طردية مع معدل الاستدانة الطويل الأجل؛

بينما كشفت دراسة (2001) Ydriss Ziane على وجود علاقة طردية بين مستوى الضمانات التي تملكها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومستوى المديونية، على اعتبار أن هذه الدراسة استعملت مقياسا واحدا للاستدانة ومعدل القروض المالية.²

4- معدل نمو المؤسسة

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

أما فيما يتعلق بنظرية الوكالة، وفي حالة وجود تناقض في المصالح بين المساهمين والمدراء، فإن اختيار نمط التمويل الخارجي يتأثر بهذه المتغيرات، فوجود إمكانية النمو يجعل مصالح جميع الأطراف متماثلة مما يجعل من التمويل بالأموال الخاصة النمط المفضل، بالمقابل وفي ظل غياب إمكانية النمو تصبح المديونية الاختيار المجدي وذلك لدورها في تهديب سلوك المدراء.

حسب (1977) Myers فإن تكاليف الوكالة بين المساهمين والمدنيين تكون أعلى كلما كانت إمكانيات النمو المستقبلية للمؤسسة أكبر مقارنة بالقيمة الحالية لأصول المؤسسة العاملة. وعليه يتوقع وجود علاقة عكسية بين مستوى المديونية ومعدل النمو. وتكاليف الوكالة بين المساهمين والمدنيين يمكن أن تكون أقل إذا كانت المؤسسة تمول بقروض قصيرة الأجل أو

¹ يوسف قريشي، الياس بن ساسي، متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الدول العربية، ملتقى دولي، جامعة ورقلة، يومي 17 و18 أبريل 2006، ص ص 433-434.

² الياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي الادارة المالية (دروس وتطبيقات)، مرجع سابق، ص 411.

بقروض قابلة للتحويل، وفي نفس الوقت العلاقة المتميزة بين المدينين والمؤسسة يمكن أن تقلل من مشاكل عدم التناظر في المعلومات الناجمة عن وجود إمكانيات النمو وبالتالي تشجع على التمويل البنكي.

بالمقابل، وفي ظل وجود التقاط تدريجي للتمويل، المؤسسات التي تملك إمكانيات النمو العالية يكون لديها احتياجات تمويل كبيرة مما يدفعها للجوء إلى الاستدانة بالمقام الأول، خاصة مصادر التمويل الأقل تأثراً بظاهرة عدم التناظر في المعلومات مثل القروض القصيرة الأجل.

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

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

5- طبيعة القطاع

تشير العديد من الدراسات إلى احتمال تأثير نوعية القطاع على نسبة الاقتراض بالهيكل المالي، حيث كشفت دراسة (Shwartz et Aronson (1977 عن عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية للتباين في الهياكل المالية للمؤسسات التي تنتمي لنفس القطاع، بينما كشفت في ذات الوقت عن تباين في الهياكل المالية للمؤسسات التي تنتمي لقطاعات مختلفة، وهو كل ما أكدته دراسة لاحقة ل (Ferri et Jones (1979 والتي أوضحت أن طبيعة القطاع تعد محددًا جوهريًا لهيكل الأصول وبالتالي الهيكل المالي إذ كشفت نتائج الدراسة عن أن نسبة الأموال الخاصة في الصناعات الثقيلة كانت أكبر من مثلها في الصناعات الخفيفة .

بينما كشفت دراسة (Najet (1996 عن نتائج متباينة في الصدد، فقد أوضحت دراستها عن وجود علاقة طردية بين متغير نوعية كل القطاعات المدروسة ومعدل المديونية الإجمالية. وفي حين وجدت علاقة عكسية بين قطاعات الصناعات الغذائية والطاقة وقطاعات السلع الواسطة وقطاعات سلع التجهيز وصناعات سلع الاستهلاك الجاري من جهة ومعدل الاقتراض القصير الأجل من جهة أخرى وعلاقة طردية بين متغير قطاعات البناء والأشغال العمومية وقطاعات التجارة وقطاعات الخدمات من جهة ومعدل الاقتراض القصير الأجل من جهة أخرى. وفي نفس الوقت كشفت ذات الدراسة عن وجود علاقة عكسية بين متغير جميع القطاعات التي تنتمي إليها مؤسسات العينة ومعدل المديونية الطويلة الأجل.²

¹ عدوي هاجر، محددات الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، تخصص إدارة مالية، جامعة منتوري قسنطينة، 2010-2011، ص ص 111-112.

² يوسف قريشي، الياس بن ساسي، مرجع سابق، ص ص 434-435.

6- المخاطر التشغيلية

المؤسسة ذات العوائد التشغيلية المستقرة نسبياً يمكنها أن تزيد من التمويل المقترض في هيكلها المالي لأن احتمال تعرضها للمخاطرة أقل قياساً بتلك التي تتصف بالتقلب في العوائد التشغيلية وبالتالي فإنها تتمتع بحالة أمان عالية تجاه تسديد فوائد القروض.¹

7- حجم البنوك وسوق رأس المال

إن تطور قطاع البنوك، وسوق رأس المال، يعتبر أحد محددات الهيكل المالي للمؤسسات، حيث أن تطور البنوك يؤثر على سهولة الحصول على التمويل الخارجي. أيضاً، عندما تكون أسواق رأس المال متطورة وأكثر فعالية، فإن التمويل بالملكية يصبح خياراً جيداً، حيث أن تكلفة إصدار الأسهم لها أثر بالعائد والمخاطر المصاحبة للاستثمار (Baker et Wurgler, 2000). إن المؤسسات تميل إلى إصدار أدوات الملكية بدلاً من الدين، عندما تكون تكلفة الملكية منخفضة متى كانت ظروف السوق جيدة وهذا يكون سبباً في ارتفاع علاوة الملكية الذي يعكس فرص استثمار عالية، مما يشجع المديرين على زيادة الدين طويل الأجل، بدلاً من الملكية، عندما تكون علاوة الملكية مرتفعة.²

8- النظام الضريبي

تؤثر الضريبة في قرار المؤسسة للحصول على الأموال اللازمة لها، إما بالاقتراض أو بزيادة رأس مالها عن طريق طرح الأسهم، فقد أعطت الضريبة ميزة لاقتراض الأموال، حيث يؤدي هذا الأمر إلى تقليل الضريبة المفروضة على المؤسسة، لأن الفوائد التي تدفع عن القرض، تطرح من أرباح المؤسسة، قبل احتساب الضريبة المستحقة. إن التغير في معدلات الضريبة الهامشية، لأي مؤسسة سوف يؤثر في قرارات التمويل، فعندما تحقق المؤسسة مستوى عالٍ من الأرباح، فإن هذا يصاحب زيادة بمصاريف الضرائب إلا أنه مع زيادة نسبة الدين وابتعاد أن فوائد الدين تعامل كمصروفات ولا تخضع للضرائب، سوف تنخفض مصاريف الضرائب نتيجة للوفر الضريبي (Graham (1999).³

9- معدل الفائدة

تتميز أسعار الفائدة ونسبة الدين بعلاقة عكسية في المؤسسات ففي الوقت الذي تكون فيه أسعار الفائدة عالية، نجد أن المؤسسات تمتنع عن زيادة الدين، وتعكس معدلات الفائدة تكلفة رأس المال بمؤسسات الأعمال التي تعتبر من أكثر المتغيرات تقلباً بالنسبة للمؤسسات، ومع أن التقلبات في معدلات الفائدة تصاحبها تغيرات كبيرة في تكلفة رأس المال (Wisston et al., 1993)، إلا أن الأهمية العظمى لمعدلات الفوائد تتمثل في الدور الذي تلعبه هذه المعدلات، كمقياس لمدى توافر الأموال في السوق.⁴

¹ محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سابق، ص 168.

² غازي فلاح المومني، علي محمود حسن، محددات اختيار الهيكل المالي بشركات الأعمال، دراسات العلوم الإدارية، مجلد رقم 38، العدد 2، 2011، ص 370.

³ غازي فلاح المومني، مرجع سابق، ص 370.

⁴ نفس المرجع.

10- الخطر المالي (خطر السداد)

يتمثل الخطر المالي في التذبذب في صافي الأرباح بعد الضريبة أي أن الديون تمثل خطراً مالياً للمؤسسة، فتزداد أعبائها المالية وهنا تتراوح درجات الخطر المالي على أساس آجال الاستحقاق وإمكانية وقوع المؤسسة في العسر المالي، وطالما أن الاستحقاق طويل الأجل يعطي المؤسسة مزيداً من الوقت حتى يمكن التنبؤ والاستعداد للوفاء بهذه التزامات عكس الاستحقاقات قصيرة الأجل التي تكون مواعيدها قريبة ويمكن أن تضع المؤسسة في العسر المالي وبالتالي تعرضها للإفلاس المالي.¹

11- توجهات الإدارة المالية

يعتمد الهيكل المالي على سلوك الإدارة في توجيهها التمويلي بمعنى مدى اعتمادها على القروض طويلة الأجل² في تمويل نشاطاتها، وهو يختلف من مؤسسة لأخرى وتحكمه جملة من المحددات، نذكر منها:

- سياسة التمويل المعتمدة (المعتدلة، المجازفة، المتحفظة).
- حجم النشاط.
- طبيعة النشاط.

12- الملائمة بين طبيعة المصدر وطبيعة الاستخدام

إن التلاؤم بين زمن استحقاق مصادر الأموال المكونة لهيكل رأس المال الأمثل مع زمن اهتلاك استثماراتها ضروري لتكوين هيكل مالي مثالي، فالقاعدة العامة هي أن يتم تمويل الأصول الثابتة من مصادر طويلة الأجل كحقوق الملكية أو القروض الطويلة الأجل وهو ما يعرف بقاعدة التوازن المالي الأدنى، أما القروض قصيرة الأجل فهي ملائمة لتمويل الاستخدامات قصيرة الأجل، لذلك فعلى المدير المالي اختيار هيكل مالي مثالي في حالة تبنيه لمبدأ التغطية في التمويل.

13- الربحية

هو إمكانية تحقيق هيكل رأس المال المؤسسة أكبر ربح ممكن وهذا عن طريق تفعيل آلية الرفع المالي في حدود أقل تكاليف ممكنة، وإظهار تأثير البدائل التمويلية المختلفة على العوائد في ظل مستويات مختلفة من الفوائد والضرائب.³

14- المرونة

لابد أن تكون القرارات المالية المتخذة من طرف الإدارة المالية لينة وتتماشى والتغيرات الحاصلة للحاجة للتمويل، أي قدرة هيكل رأس المال على زيادة أو تخفيض الأموال المفترضة وخلق مجموعة بدائل وخيارات ومصادر تمويل، وهو ما يتيح المرونة اللازمة للهيكل رأس المال.

¹ لطغان حنان، تحليل المردودية المحاسبية للمؤسسة - دراسة حالة: الشركة الوطنية للبترول كيمياء -، مذكرة ماجستير، تخصص اقتصاد وتسيير مؤسسات جامعة 20 أوت 1955 سكيكدة، 2007، ص 175.

² محمد محمود الزبيري، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق، عمان، 2006، ص 938-951.

³ علال يوسف، أثر التمويل بالسندات على هيكل رأس مال المؤسسة، مذكرة ماستر، جامعة قلمة، 2013، ص 34.

المطلب الثاني: النظريات المالية المفسرة للهيكل المالي للمؤسسات الاقتصادية

سنتطرق في هذا المطلب إلى أهم النظريات المفسرة للهيكل المالي للمؤسسات الاقتصادية منها المدخل التقليدي والنظريات الحديثة.

الفرع الأول: الاتجاه التقليدي

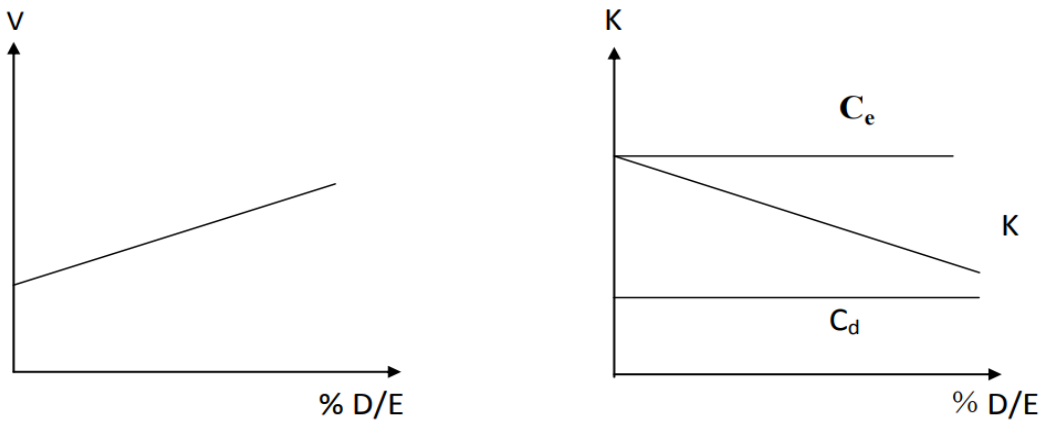
أولاً: مدخل صافي الربح

يفترض مدخل صافي أن كل من تكلفة الديون (C_d) وتكلفة الأموال الخاصة (C_e) ثابتة لا تتغير بتغير نسبة الديون إلى الأموال الخاصة في هيكل رأس المال (k)، وبالتالي فإن معدل العائد الذي يطلبه الملاك ومعدل الفائدة على الدين لن يتغير بتغير نسبة الدين داخل الهيكل المالي. وبما أن تكلفة الدين أقل من تكلفة الأموال الخاصة بسبب إمكانية التخفيض الجبائي الناجم عن الديون¹، فإن زيادة الاعتماد على الاستدانة في التمويل يترتب عليها انخفاض في تكلفة الأموال (k) وبالتالي ارتفاع في قيمة المؤسسة². بحيث (C_e) و (C_e) ثابتين و (k) تمثل دالة متناقصة ل (D).

يقوم مدخل صافي الربح على الفرضيات التالية³:

- عدم وجود ضرائب أو تكلفة إفلاس؛
- سياسة التوزيعات الثابتة لا تتغير بالإضافة إلى قيام المؤسسة بتوزيع كافة الأرباح؛
- وجود سوق مالية كاملة، أي انعدام تكاليف المعاملات المالية وتوفر المعلومات لكل الأشخاص وبشكل مجاني، بالإضافة إلى أنه لا يوجد عون واحد له تأثير على الأسعار؛
- ثبات القيمة الكلية لهيكل رأس المال مع إمكانية التغيير في تركيبته؛
- ثبات القيمة المتوقعة لصافي ربح العمليات (صافي الربح قبل الفوائد والضرائب) من سنة لأخرى؛
- تماثل توقعات المستثمرين بشأن التوزيع الاحتمالي لصافي ربح العمليات.

الشكل رقم (01): العلاقة بين تكلفة رأس المال ونسبة الاستدانة وقيمة المؤسسة وفقاً لمدخل الربح الصافي.



المصدر: منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، الاسكندرية، 1998، ص 180.

¹ Elie Cohen, Gestion Financière de l'entreprise et développement financier, EDICEF, Economica, France, 1991, p 236.

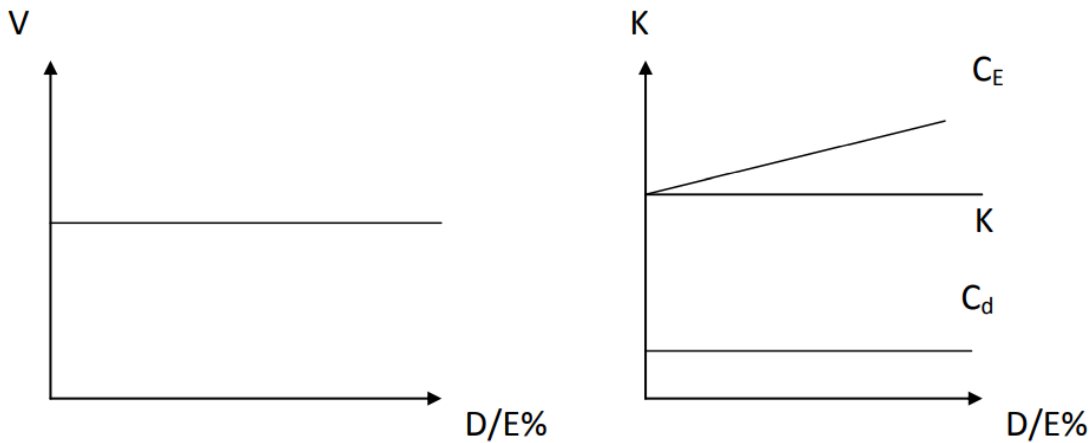
² منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، منشأة المعارف، مصر، الاسكندرية، 2005، ص 95.

³ منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1998، ص 176.

ثانيا: مدخل صافي ربح العمليات

يفترض مدخل صافي ربح العمليات أن تكلفة الدين ثابتة لا تتغير مع تغير نسبة الدين، أما تكلفة الأموال الخاصة المتمثلة في العائد الذي يطلبه الملاك فترتفع مع كل زيادة في نسبة الدين بسبب المخاطر المالية أو ما يعرف في مجال الإدارة المالية بالرفع المالي. كما يفترض هذا المدخل كذلك أن زيادة تكلفة الأموال بسبب زيادة تكلفة الأموال الخاصة التي تنجم عن زيادة نسبة الدين سوف يعوضها انخفاض بنفس القيمة في تلك التكلفة نتيجة لزيادة الاعتماد على الديون، لذلك فمن المتوقع أن تظل تكلفة الأموال ثابتة مهما تغيرت نسبة الدين وبالتالي تظل قيمة المؤسسة ثابتة¹. وهو ما يوضحه الشكل رقم (2).

الشكل رقم (02): العلاقة بين تكلفة رأس المال ونسبة الاستدانة وقيمة المؤسسة وفقا لمدخل صافي ربح العمليات



المصدر: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سابق، ص 185.

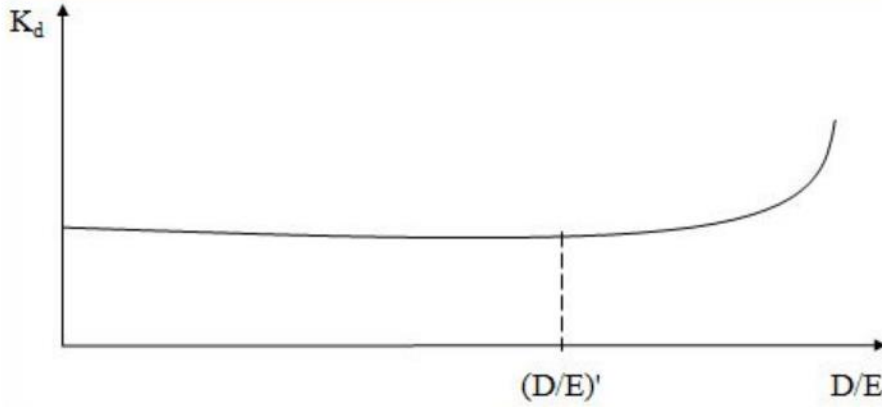
ثالثا: المدخل التقليدي

يقوم هذا المدخل على افتراض تغير في كل من تكلفة الاستدانة (C_d) وتكلفة الأموال الخاصة (C_e) تبعا للتغير في نسبة الاستدانة، مع الحفاظ على فرضية أن تكلفة الاستدانة تعد أقل نسبيا من تكلفة الأموال الخاصة إلى جانب الفرضيات العامة لمدخل صافي الربح. ويمكن إدراج النتائج التي توصلت لها هذه النظرية فيما يلي:

- 1- سلوك الدائنين: في ظل هذه النظرية تؤدي زيادة الاستدانة إلى انخفاض في تكلفة رأس المال، وهذا ما يقود الدائنين إلى الرفع في مطالبهم، وعندما تزداد الاستدانة يبدأ الدائنون بالشعور بزيادة المخاطر المالية التي تتعرض لها المؤسسة بفعل زيادة نسبة الاستدانة فيطلبون معدلات فائدة مرتفعة، وبصفة عامة فإن تكلفة الاستدانة يفترض أن تتغير حسب حجم الدين كما يلي:
 - من أجل $0 < (D/E) < (D/E)'$ أي أنه بالنسبة لمستويات استدانة منخفضة فإن (C_d) تبقى ثابتة.
 - من أجل $(D/E) > (D/E)'$ يبدأ الدائنون بالشعور بزيادة المخاطر المالية بفعل زيادة حجم الاستدانة فيطلبون معدلات فائدة مرتفعة.

¹ مليكاوي مولود، مطبوعة محكمة في مقياس استراتيجية مالية، نفس المرجع، ص ص 86-87.

الشكل (03): العلاقة بين تكلفة الدين وحجم الدين وفق المدخل التقليدي.

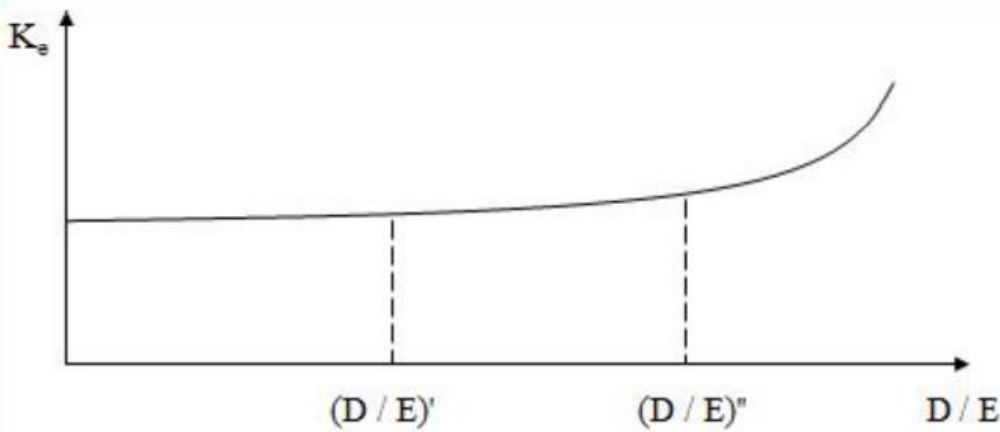


المصدر: مليكاوي مولود، مطبوعة محكمة في مقياس استراتيجية مالية، ص 88.

2- سلوك المساهمين: يقترح هذا الاتجاه تحليلاً لسلوك المساهمين مشابهاً لسلوك الدائنين، حيث أن ارتفاع نسبة الاستدانة التي تنجم عنها انخفاض تكلفة رأس المال، تؤدي بالمساهمين إلى مقابلة هذا الارتفاع في نسبة الاستدانة بتقدير أعلى لمعدل العائد المنتظر من المؤسسة، وبالتالي ارتفاع تكلفة الأموال الخاصة. يمكن عرض تغير تكلفة رأس المال العادي بدلالة تغير حجم الدين كما يلي:

- من أجل $0 < (D/E) < (D/E)'$ أي أنه عند مستويات منخفضة للاستدانة تبقى تكلفة رأس المال العادي ثابتة.
- من أجل $(D/E)' < (D/E) < (D/E)''$ يبدأ المساهمون برد فعلهم للارتفاع في نسبة الدين، فيطالبون بمكافأة متزايدة بمعدل ثابتة.
- من أجل $(D/E) > (D/E)''$ يعتقد المساهمون أنه تم تجاوز العتبة الحرجة لنسبة الاستدانة، ويبدأون بالرفع من مطالبهم بدون توقف بمعدل متغير وفقاً للزيادة في نسبة الدين.

الشكل رقم (04): العلاقة بين تكلفة رأس المال العادي وحجم الاستدانة وفق المدخل التقليدي.

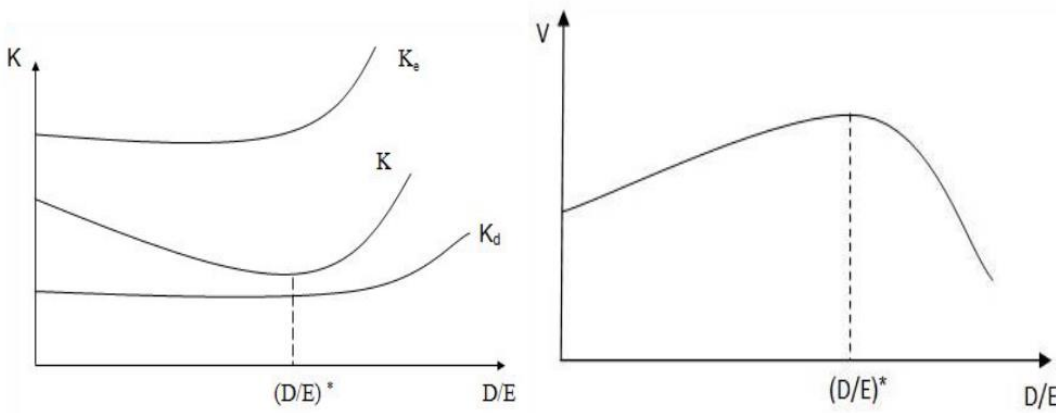


المصدر: مليكاوي مولود، مطبوعة محكمة في مقياس استراتيجية مالية، مرجع سابق، ص 88.

3- تطور تكلفة رأس المال

لما كانت نسبة الاستدانة ترتبط بعلاقة طردية مع تكلفة الدين وتكلفة الأموال الخاصة، فإن تحديد نسبة الاستدانة المثلى يكون عندما تصل إلى حد معين (D/E) أين تنخفض تكلفة رأس المال إلى حدّها الأدنى وتبلغ القيمة الكلية للمؤسسة قيمتها الكلية للمؤسسة، وذلك بالرغم من أن زيادة نسبة الاستدانة لازالت تساهم في تخفيض تكلفة رأس المال، إلا أن تكلفة الأموال الخاصة تأخذ في الارتفاع بمعدلات كبيرة، والنتيجة أن زيادة الاعتماد على الاستدانة كمصدر رخيص للتمويل لم يعد كافياً لتخفيض تكلفة رأس المال بسبب الارتفاع الكبير في تكلفة رأس المال العادي، الأمر الذي يؤدي في النهاية إلى ارتفاع تكلفة رأس المال.

الشكل رقم (05): علاقة تكلفة رأس المال وقيمة المؤسسة بحجم الاستدانة وفق النظرية التقليدية.



المصدر: منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سابق، ص 106.

الفرع الأول: مدخل موديجلياني وميلر (Modigliani et Miller, 1958, 1963)

أولاً: نموذج موديجلياني وميلر (Modigliani et Miller, 1958)

كانت نظرية هيكل رأس المال حتى سنة 1958 عبارة عن مجموعة من الفرضيات المتعلقة بسلوك المستثمر ولم تأخذ شكل نماذج يمكن اختبارها بالوسائل الإحصائية. وحينها قام Franco Modigliani et Merton Miller بتناول موضوع هيكل رأس المال في ثوب علمي دقيق:¹

1- فرضيات Modigliani et Miller (1958)

اعتمد Modigliani et Miller (نرمز لهما فيما يأتي ب MM) في بناء نظريتهما على مفهوم المراجعة، وتحصل هذه الأخيرة عندما يكون لأصلين متماثلين (يتمثلان في متن النظرية بسهمي مؤسستين متماثلتين في كل شيء عدا أن هيكل رأس المال إحداهما يتضمن بعض الدين في حين أن رأسمال الأخرى مستمد كلياً من رأس المال العادي) بسعران مختلفان. إذا سيعمل المستثمرون في هذه الحالة على شراء الأصل المقيم بأقل مما يجب وبيع الأصل المقيم بأكثر مما يجب بدافع تحقيق الربح، ويستمر ذلك إلى تحقق المساواة بين سعري الأصلين وحتى تعمل آلية المراجعة بالوجه المذكور أن يكون الأصلان متماثلان تماماً أو تقريباً،

¹مليكاوي مولود، الاستراتيجية والتسيير المالي، دار هومة، الجزائر، ط1، 2018، ص ص 145 146.

هنا يفترض MM استنادا إلى فرضيتهما أن سهمي المؤسستين متماثلان بما يكفي لجعل آلية المراجعة تعمل وأهم شيء في نظرية مودigliاني وميلر (1958) أنها بينت أمران مهمان:

- 1) لا تتأثر القيمة السوقية للمؤسسة بهيكلها المالي: بمعنى أن طريقة تمويل أصول المؤسسة سواء بواسطة حقوق الملكية أو بالاستدانة غير مهمة أي أنها لن تؤثر على قيمة المؤسسة بل الذي يؤثر على قيمة المؤسسة هو تدفقاتها النقدية لأصولها.
- 2) تكلفة المال المملوك هي دالة خطية لنسبة الدين/حقوق الملكية أي ارتفاع الرافعة المالية يرفع من تكلفة المال المملوك: بمعنى أن تكلفة حقوق الملكية تزداد بطريقة تعوض بالضبط الاستخدام المتزايد للديون (الأرخص) من أجل الحفاظ على التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال ثابتة.

تتضمن الفرضيات الأولية التي استندنا إليها MM على ما يلي:¹

- ليست هناك أي ضرائب على المؤسسات والأفراد؛
- تقاس مخاطر الأعمال بالانحراف المعياري للربح التشغيلي كما تعتبر المؤسسات التي تواجه مخاطر أعمال متماثلة في فئة مخاطر واحدة؛
- لكافة المستثمرين الحاليين ذات التقديرات الخاصة بالأرباح التشغيلية المستقبلية لكافة المؤسسات؛
- يتم تداول الأسهم والسندات في أسواق رأس المال مثالية، وهذا يعني أنه لا توجد أي تكاليف للوساطة (السمسرة)، وأن بإمكان كافة المستثمرين (أفراد ومؤسسات) الاقتراض على أساس سعر الفائدة الذي تقترض المؤسسة وفقه؛
- يمثل الدين استثمار عديم المخاطر، لذلك يكون سعر الفائدة على كافة الديون هو سعر الفائدة عديم المخاطرة مهما كان حجم الدين المقترض؛
- لا توجد تكاليف الوكالة وهذا يعني أن المديرين يتصرفون دائماً لزيادة ثروة المساهمين ولا توجد تكاليف الافلاس؛
- قرار التمويل وقرار الاستثمار مستقلان عن بعضهما البعض. وهذا يعني أن دخل التشغيل لا يتأثر بالتغيرات في هيكل رأس المال.

قام MM بدراسة عامل الرفع المالي مفترضين بادئ الأمر عدم وجود ضرائب على المؤسسات أو على الأفراد، واستنادا

إلى الفرضيات المبينة أعلاه بين MM ما يلي:²

تتكون قيمة المؤسسة من تراكم صافي ربحها التشغيلي (EBIT) على أساس معدل عائد ثابت (rsu) تتوقف قيمته

على فئة المخاطر التي تقع المؤسسة ضمنها:

$$V_L = V_U = \frac{EBIT}{WACC} = EBIT/r_{su}$$

حيث أن:

الدليل L يشير إلى مؤسسة تستخدم الدين في حين يشير الدليل U إلى مؤسسة مماثلة للمؤسسة السابقة قيما عدا أنها لا تستخدم الدين، على أن هاتين المؤسستين تقعان ضمن فئة المخاطر الأعمال ذاتها.

- r_{su} : معدل العائد المطلوب على سهم المؤسسة التي لا تستخدم الدين عندما لا تكون هناك ضرائب.

¹ آجين برغام، الإدارة المالية، ترجمة محمود فتوح، عمر عبد الكريم، الإدارة المالية، القرارات التمويلية الاستراتيجية، ط1، شعاع للنشر والعلوم، سوريا، 2010، ص 570.

² مليكاوي مولود، الاستراتيجية والتسيير المالي، مرجع سابق، ص 147.

- $EBIT$: الدخل التشغيلي قبل الفوائد والضرائب.
- $WACC$: التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال.

بالعودة للمعادلة أعلاه نجد أن قيمة المؤسسة V ثابتة مهما كان شكل التمويل الذي تستخدمه المؤسسة، وهذا يعني

استنادا إلى فرضيات MM أن قيمة المؤسسة مستقلة عن مستوى الرفع المالي لديها، وهذا بدوره يعني أن:

- متوسط التكلفة المرجحة لرأس المال مستقل تماما عن هيكل رأس المال.
- متوسط التكلفة المرجحة لرأس المال المؤسسة سيكون مساويا لتكلفة رأس المال العادي عندما لا تستخدم المؤسسة الدين.
- إذن، في عالم تغيب عنه الضرائب (وهو عالم مثالي في الغالب) تتكون تكلفة رأس المال العادي لمؤسسة تستخدم الدين من:
- تكلفة رأس المال العادي لمؤسسة مشابهة لا تستخدم الدين (r_{su}).
- علاوة مخاطرة يتوقف حجمها على الفرق بين تكلفتي الدين ورأس المال العادي للمؤسسة التي لا تستخدم الدين وحجم الدين الذي تستخدمه المؤسسة، ويمكن التعبير عن ذلك باستخدام المعادلة التالية:

$$r_{sl} = r_{su} + RP = r_{su} + (r_{su} - r_d)(D/S)$$

حيث أن:

D : القيمة السوقية لدين المؤسسة.

S : القيمة السوقية لرأس المال العادي للمؤسسة.

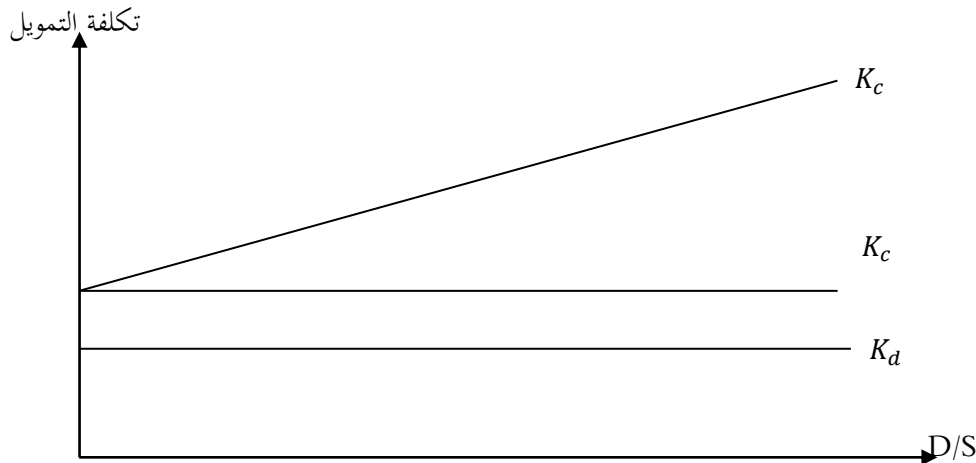
r_d : التكلفة الثابتة للدين.

تبين المعادلة أعلاه أن تكلفة رأس المال العادي للمؤسسة تتراد مع تزايد مستوى الدين. مما سبق نجد أن إضافة الدين

إلى هيكل رأس المال لن تؤدي إلى زيادة قيمة المؤسسة لأن مزايا استخدام الدين سترافقها زيادة في المخاطر التي يواجهها حملة الأسهم وتؤدي إلى ارتفاع تكلفة رأس المال العادي للمؤسسة.

ويمكن التعبير عن الهيكل المالي للمؤسسة في نموذج MM في حالة انعدام الضرائب وفق الشكل رقم (06).

الشكل رقم (06): الهيكل المالي للمؤسسة في نموذج MM (انعدام الضرائب)



المصدر: حسين عطا غنيم، دراسات في التمويل والتحليل المالي، المكتبة الأكاديمية، الاسكندرية، مصر، 2005، ص 522.

حيث:

K_C : تكلفة الأموال الخاصة.

K_D : قيمة الأموال الخاصة.

D/S: القيمة الكلية للديون/القيمة الكلية للأموال الخاصة.

من خلال الشكل رقم (06) يمكن ملاحظة أن التكلفة الكلية لا تتجه نحو الانخفاض بلجوء المؤسسة إلى الاقتراض وإحلالها محل حقوق الملكية حتى وإن بدت تكلفة الديون أقل من تكلفة الأموال الخاصة ويرجع ذلك إلى أن زيادة الاستدانة ذات تكلفة منخفضة من شأنه أن يزيد من مخاطر الأموال الخاصة وبالتالي زيادة تكلفتها بنفس مقدار النقص في التكلفة بسبب الاستدانة بحيث يبقى متوسط تكلفة الأموال المستثمرة في المؤسسة كما هو دون تغيير وبالتالي فإنه يمكن التعبير عن الحقيقة الثانية ل MM: لا تختلف قيمة المؤسسة والتكلفة الكلية باختلاف مصادر التمويل سواء كانت أموال خاصة أو أموال مقترضة.

ثانيا: نموذج موديجلياني وميلر (Modigliani et Miller, 1963)

1- نموذج MM: قيمة المؤسسة في ظل وجود الضرائب على المؤسسات

افترض MM في النموذج الأول الذي نشر سنة 1958 عدم وجود ضرائب على المؤسسات أو على الأفراد، لكنهما قاما في سنة 1963 بنشر مقالة ثانية أدخلوا فيها الضرائب على المؤسسات إلى النموذج، وبوجود الضرائب على المؤسسات توصل MM إلى أن استخدام الدين يؤدي إلى زيادة قيمة المؤسسة، يحصل ذلك لأن الفائدة تعد من الأعباء القابلة للخصم من الربح الخاضع للضريبة، مما يعني أن قسما أكبر من الربح التشغيلي يذهب إلى المستثمرين، ويرى MM في النموذج ما يلي:¹

- أن قيمة المؤسسة تستخدم الدين تساوي قيمة مؤسسة مماثلة لا تستخدم الدين إضافة إلى قيمة المزايا الناتجة عن استخدام الدين، وهذه الأخيرة ما هي إلا قيمة الوفورات الضريبية التي تحققها المؤسسة نتيجة استخدام الدين والتي تحسب بضرب قيمة دين المؤسسة بمعدل الضريبة على أرباحها. ويمكن التعبير عن ذلك باستخدام المعادلة التالية:

$$V_L = V_U + T.D$$

والمهم في هذا كله هو إدخال الضرائب على المؤسسات يجعل قيمة المؤسسة التي تستخدم الدين أكبر من قيمة المؤسسة المماثلة التي لا تستخدم الدين بمقدار T.D، وطالما أن هذه القيمة الإضافية تزداد مع ازدياد حجم الدين فهذا يعني أن قيمة المؤسسة تصبح عند أعظم مستوى لها عندما يكون رأسمال المؤسسة مكونا كليا (100%) من الدين.

ولأن MM يفترض أن كافة التدفقات النقدية دائمة يمكن حساب قيمة المؤسسة التي لا تستخدم الدين بعد إدخال

أثر الضرائب على المؤسسات عليها لتصبح بالشكل التالي:

$$S = V_u = EBIT(1 - t)/r_{su}$$

1-1- تتكون تكلفة رأس المال العادي لمؤسسة تستخدم الدين من:

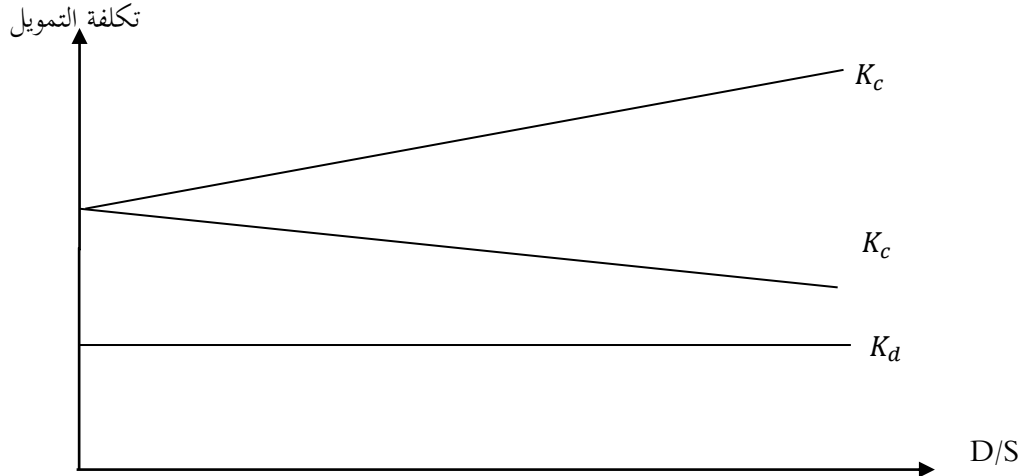
- تكلفة رأس المال العادي لمؤسسة مشاهجة لا تستخدم الدين (r_{su}).

¹ نفس المرجع، ص 148.

- علاوة مخاطر يتوقف حجمها على الفرق بين تكلفتي الدين ورأس المال العادي للمؤسسة التي لا تستخدم الدين وحجم الدين الذي تستخدمه المؤسسة ومعدل الضريبة عليها. ويمكن التعبير عنها بالمعادلة التالية:

$$r_{sl} = r_{su} + (r_{su} - r_d)(1 - t) D/S$$

ويمكننا تمثيل نموذج موديجلياني وميلر في وجود الضرائب من خلال الشكل (07):
الشكل رقم (07): الهيكل المالي للمؤسسة في نموذج MM (وجود الضرائب)



المصدر: Alain Capiez, Elément de gestion financière, 4e édition, Masson, Paris, 1995, p. 157.

حيث:

K_c : تكلفة الأموال الخاصة.

K_d : قيمة الأموال الخاصة.

D/S : القيمة الكلية للديون/القيمة الكلية للأموال الخاصة.

نموذج Miller: قيمة المؤسسة بإدخال الضرائب على الأفراد

أدخل MM في نموذجها الثاني الضرائب على المؤسسات ولم يتطرقا للضرائب على الأفراد، غير أن Miller قدم نموذجا مطورا عمل فيه على دراسة آثار الرفع المالي بوجود الضرائب على المؤسسات والضرائب على الأفراد، ينبغي علينا قبل البدء بعرض النموذج تعريف المتغيرات التالية:¹

T_C : معدل الضريبة على أرباح المؤسسات.

T_S : معدل الضريبة على دخل الأسهم.

T_D : معدل الضريبة على دخل السندات.

ويمكن حساب قيمة مؤسسة لا تستخدم الدين باستخدام المعادلة التالية:

$$V_U = [EBIT(1 - T_C)(1 - T_S)] / r_{su}(1 - T_S)$$

¹ نفس المرجع، ص 149.

الفرع الثاني: النظريات الحديثة المفسرة للهيكل المالي

أولاً: نظرية المراجعة

1- مضمون وفرضيات النظرية

افترض Modigliani et Miller سنة 1958 في نظريتهما أن القيمة السوقية للمؤسسات لا تعتمد على هيكل رأسمالها بافتراض غياب الضرائب، وفي النظرية المصححة سنة 1963 وبعد إدخال الضرائب توصلنا إلى أن استخدام التمويل المقترض في هيكل رأس المال من شأنه أن يؤدي إلى زيادة قيمة المؤسسة، وأنه بزيادة استخدام الرافعة المالية تزداد قيمة المؤسسة بشكل مستمر، إذ تتأثر قيمة المؤسسة بشكل مباشر بقيمة الوفورات الضريبية الناتجة عن طرح الفائدة من الوعاء الضريبي لدخل المؤسسة متجاهلين الأنواع الأخرى لتكاليف التمويل المقترض والتي تؤدي إلى انخفاض قيمة المؤسسة والمتمثلة بتكلفة العسر المالي والوكالة والإفلاس.

وبهذا فإن أهم ما يميز نظرية المراجعة هو إدخال بعض التعديلات على النظرية المصححة ل MM باحتساب تكلفة التمويل المقترض وموازنتها مع القيمة الحالية للوفورات الضريبية، إذ تفترض هذه النظرية أنه يمكن إعادة النظر بنسب الديون المثلى من خلال التبادل بين تكاليف ومنافع التمويل المقترض وأثر ذلك في الخطط الاستثمارية للمؤسسة وتعرف نظرية المراجعة على أنها نظرية توازن بين الوفورات الضريبية للدين وتكلفة الإفلاس، كما توصف هذه النظرية بأنها تجمع بين آراء MM وتأثيرات الضرائب وتكاليف الإفلاس والعسر المالي، مبتعدين عن الرأي التقليدي القائم على أساس حالات السوق الغير التامة، وأن أسواق رأس المال هي أسواق ذات أداء جيد.

وهكذا وبخلاف نظرية MM التي تنص على أنه بإمكان المؤسسة الاقتراض قدر الإمكان على اعتبار أن الاقتراض يؤدي إلى زيادة قيمة المؤسسة، فإن نظرية المراجعة تبرر الاعتدال في استخدام التمويل المقترض بالتركيز على الوفورات الضريبية والتكاليف الإضافية للتمويل المقترض.¹

2- طريقة الحساب

حسب النظرية المصححة ل MM فإن قيمة المؤسسة المرفوعة تساوي قيمة مؤسسة ممولة بالملكية بشكل كامل مضاف لها الوفورات الضريبية كما في المعادلة التالية:²

$$V_L = V_U + TD$$

$$V_L = \left[\frac{EBIT(1 - T)}{Wacc} \right] + TD$$

حيث:

V_L : قيمة المؤسسة المرفوعة؛

V_U : قيمة المؤسسة الممولة بالملكية بشكل كامل؛

TD : الوفر الضريبي.

¹مليكاوي مولود، استراتيجيات التمويل في المؤسسات الاقتصادية، مرجع سابق، ص ص 249-250.

²نفس المرجع، ص ص 250-251.

وبشكل معاصر تصبح قيمة المؤسسة وفق نظرية المراجعة تساوي قيمة المؤسسة الممولة بالملكية مضافا لها القيمة الحالية للوفورات الضريبية مطروحا منها القيمة الحالية لتكاليف الإفلاس أو العسر المالي والوكالة وفقا لما توضحه المعادلة التالية:

$$V_L = V_U + PV(TD) - PV(\text{Bankruptcy costs}) - PV(\text{Financial Distress costs}) - PV(\text{Agency costs})$$

حيث:

PV(TD): القية الحالية للوفورات للضريبية؛

PV(Bankruptcy costs): القيمة الحالية لتكاليف الإفلاس؛

PV(Financial Distress costs): القيمة الحالية لتكاليف العسر المالي؛

PV(Agency costs): القيمة الحالية لتكاليف الوكالة.

3- تأثير الاستدانة في ظل تكلفة الإفلاس

3-1- مفهوم كلفة الافلاس

يعرف Beaver كلفة الافلاس بأنها عدم قدرة المؤسسة على دفع الالتزامات المالية في مواعيد استحقاقها. يعرفها أيضا Stiglitz بأن تحدث عندما يقل دخل المؤسسة عن الالتزامات الثابتة لحاملي السندات (الفوائد)، كما يعرفها الميداني بأنها أقصى درجات فشل المؤسسة، ويمثل الإفلاس المرحلة الأخيرة ضمن دورة حياة المؤسسة، والتي تحدث نتيجة لاستمرار حالة العسر المالي ويعزي Pinches حالة إفلاس المؤسسات إلى الأسباب التالية:¹

أولا: استخدام الإدارة أساليب ملتوية في تحقيق الربحية عندما لا تستطيع تحقيق تدفق نقدي داخلي فوري من مشاريعها الاستثمارية.

ثانيا: عدم الكفاءة التي تحدث نتيجة ترك الإداريون الجيدون مناصبهم أو انشغالهم بمناصبهم الخاصة.

ثالثا: فقدان المرونة المالية.

يقسم Gup² الإفلاس إلى نوعين: النوع الأول طوعي: أي عندما تبدأ المؤسسة المفلسة بتقديم طلب إلى محكمة الإفلاس بإشهار إفلاسها واتخاذ الإجراءات اللازمة، والنوع الثاني هو غير طوعي: وهذه الحالة تحدث عندما يضغط الدائنون المدراء لتقديم طلب إلى محكمة الإفلاس.

تنقسم تكلفة الإفلاس إلى كلف مباشرة والمتمثلة بالكلف القانونية، والكلف الإدارية، وكلف غير مباشرة وتتضمن مجموعة من الصعوبات التي تصاحب حالة الافلاس والتي تعيق المدراء من قيام ببعض الجهود لمنع حالة التدهور، تلك الجهود التي قد تقضي عليها التأخيرات والتعقيدات القانونية التي تتبعها محكمة الإفلاس.

¹محمد علي ابراهيم العامري، مرجع سابق، ص 241.

²نفس المرجع، ص 241.

3-2- أساليب التنبؤ بالإفلاس

- مؤشر ألتمان 1986:

قام الاقتصادي المالي Edward Altman بتحليل عينة تتكون من (66) شركة منها (33) شركة تعرضت للإفلاس و(33) مازالت لم تتعرض للإفلاس، جامعا بين التحليل التقليدي للنسب المالية وأسلوب إحصائي يدعى (التحليل التمييزي MDA) ويقوم هذا الأسلوب الإحصائي باحتساب وزن كل متغير، إذا كانت غايته استخدام النسبة المالية لتحديد أي المؤسسات قد تواجه حالة الإفلاس.

ولغرض تشخيص المؤسسات ذات الأداء الجيد وتمييزها عن المؤسسات ذات الأداء الضعيف، فقد طور Altman نموذج الذي أطلق عليه مقياس Z للتنبؤ باحتمالية حدوث الإفلاس. والذي حاول فيه الكشف عن المؤسسات المزدهرة من الشركات التي يتوقع إفلاسها بتحديد القيمة بمؤشر Z، فإذا كانت أقل من 1.81 فإنه يتنبأ بإفلاس الشركة أما إذا تراوحت قيمة Z بين (1.81-2.99) وأن الشركة في هذه الحالة تقع في المنطقة المضللة (الرمادية) والتي تدل على عدم التأكد من الحالة المالية للشركات أما إذا بلغت قيمة Z أكبر من (2.99) فأنها لا تتعرض للإفلاس.

وتستخدم Z Score في المقارنة بين المؤسسات المماثلة فتظهر المؤسسات التي مرت بحالة الإفلاس وتم قامت بمعالجة مشكلاتها، والمؤسسات التي كانت ناجحة وتعرضت للإفلاس بسبب أدائها الضعيف، وما يمكن أن تقوم به هذه المؤسسة لتجنب الإفلاس بالمقارنة مع المؤسسات الأخرى والمساهمة أيضا في التعرف على أي النسب المالية وأي البيانات المالية التي يمكن استخدامها لمعالجة الحالة أسوأ بالمؤسسات الأخرى والتي تعمل في القطاع نفسه.

إن متغيرات الدراسة هي عبارة عن النسب المالية المستخدمة في النموذج والتي يرمز لها بـ $X_1, X_2, X_3, \dots, X_n$

وبتحديد معامل كل نسبة مالية صياغة النموذج على النحو التالي:¹

$$Z = W_1 X_1 + W_2 X_2 + W_3 X_3 + \dots + W_n X_n$$

حيث أن:

W_1, W_2, W_3, W_n = معاملات التمييز أو الدالة التمييزية.

X_1, X_2, X_3, X_n = المتغيرات المستقلة.

Z = مؤشر شامل (أو مقياس عام).

استخدم ألتمان مجموعة من النسب المالية في دراسته على النحو الآتي:

X1: رأس المال العامل/إجمالي الموجودات؛

X2: الأرباح أحتجزة اجمالي الموجودات؛

X3: صافي الدخل/إجمالي الموجودات؛

X4: القيمة السوقية للملكية/القيمة الدفترية لإجمالي الدين؛

X5: المبيعات/إجمالي الموجودات؛

يعد مقياس Z Score مقياسا مفضلا وأكثر استخداما، فقد استخدم في تطبيقات عديدة والمتمثلة في تحليل الائتمان

وتحليل الاستثمار وتحليل التدقيق والتحليل القانوني وتحليل الربح الخ.

¹مرجع سابق، ص 244.

ثانيا: نظرية الوكالة

1- مضمون النظرية وفرضياتها

يعود الأساس النظري لنظرية الوكالة إلى الباحثان (1976) Jensen at Meckling حيث بينا بأن المؤسسة ليست علبة سوداء تهدف إلى الربحية ولكنها مجموعة من العقود بين أصحاب المصلحة بحيث لكل طرف هدف معين غالبا ما يكون متناقضا مع أهداف الأطراف الأخرى خاصة بالنسبة للملاك، المدراء والدائنين، حيث تفترض هذه النظرية وجود مصالح خاصة بمدراء المؤسسة تدفعهم إلى سلوك يكون مغايرا فيما لو كانوا مساهمين¹.

ولقد عرف الباحثان علاقة الوكالة بأنها عقد بموجبه يقوم شخص يدعى الموكل باللجوء إلى شخص آخر يسمى الوكيل من أجل القيام بمهمة معينة نيابة عنه وباسمه وفيما يتعلق بالمؤسسة، فمثلا تتجسد هذه العلاقة بين الملاك أو المساهمين والمدراء أو المسيرين حيث يتم التنازل عن جزء من سلطتهم إلا أن علاقة الموكل والوكيل تتميز بالتعارض حيث يحاول كل منهما تعظيم منفعته على حساب الآخر مما يجعل من علاقتهما مصدر للتضارب المصالح والأهداف. وبصفة أعم، فعلاقة الوكالة ينجم عنها نوعان أساسيان من تضارب المصالح، بين المسيرين والمساهمين من جهة، وبين المساهمين والدائنين من جهة أخرى.

هدف هذه النظرية هو تقديم خصائص التعاقد الأمثل التي يمكن أن تعقد بين الموكل والوكيل معتمدة في ذلك على المبدأ النيو كلاسيكي الذي مؤداه أن كل عون اقتصادي يبحث عن تعظيم مصلحته الخاصة قبل المصلحة العامة.

تقترح نظرية الوكالة التي جاء الباحثان أن فصل الملكية عن السيطرة في المؤسسة الحديثة يمكن أن يؤدي إلى تضارب المصالح بين المساهمين والمسيرين، فإذا كان المسير لا يجوز شخصيا على كامل حقوق الملكية في المؤسسة، فإن وكالة التسيير التي تنجم عن هذه الوضعية عادة ما تكون مصدر لتكاليف الوكالة. أسباب التضارب في المصالح يمكن أن تكون على شكل محاولة الوكيل تحويل ثروة مالية وغير مالية لصالحه باعتبار أنه لا يستفيد من العوائد الكلية لنشاطه، مع تحمله شخصيا للمسؤولية.

الخلاف يمكن أيضا أن يكون ناتجا عن حرص المسير الدائم على استمرار نشاط المؤسسة، حتى وإن كانت التصفية أكثر فائدة من المنفعة من وجهة نظر المساهمين. فظاهرة الاستثمار المفرط من جانب المسير تمثل هي الأخرى عامل للخلاف إذا كان المساهمون يرون أن توزيع التدفقات المالية المتاحة هو الأجدى إذ من المفترض أن يقوم المدراء بالعمل وفق مصالح موكلهم، لكن في الواقع عادة ما يلجؤون إلى محاولة تعظيم ثرواتهم الشخصية، هذه الوضعية تولد تكاليف تسمى بتكاليف الوكالة والتي يمكن تصنيفها إلى ثلاث أنواع:

- **تكاليف المراقبة:** التي يتحملها الموكل من أجل التحقق من أن تسيير الوكيل منسجم مع هدف تعظيم منفعته، أي التكاليف التي تنجم عن تتبع ورصد الوكيل لدفعه بأن يعمل لتحقيق مصلحة موكله؛
- **تكلفة البرهنة:** مجسدة في المصاريف التي يقوم بها الوكيل من أجل التذليل على نوعية سلوكه للموكل، من خلال المؤشرات التي يظهرها الوكيل للموكل والتي يعبر له من خلالها على تحسين التسيير؛

¹ الياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي الادارة المالية (دروس وتطبيقات)، مرجع سابق، ص 381.

• **التكاليف الباقية:** والتي تظهر عندما تتجاوز تكاليف المراقبة العائد الحدي لهذا التوكيل، أي التي تنجم عن استحالة ممارسة مراقبة شاملة لتسيير الوكيل.

فالاستدانة في المؤسسة يمكن النظر إليها كأداة فعالة في فض تكاليف وكالة الأموال الخاصة لأن هذه الأخيرة تولد تقارب في المصالح بين المساهمين والمسيرين، ففي إطار الاستدانة ذات الطبيعة البنكية، ينجم عن الزيادة في حصة الاستدانة زيادة المراقبة من قبل البنك لنشاط تسيير الوكيل.¹

كذلك يؤدي دفع الفوائد في آجال محددة إلى تخفيض إمكانيات الاستثمار غير الأمثل من جانب المسير نظرا لأن ذلك من شأنه تخفيض التدفق المالي المتاح وبالتالي فطبيعة عقد الاستدانة من شأنه أن يؤدي إلى مخاطر من بينها مخاطر فقدان منصب عمل المسير إذا ما حدثت تصفية المؤسسة استجابة لمطلب البنك.

في نفس الوقت، إذا كانت الاستدانة تؤدي إلى التقليل وبشكل فعال من تكاليف وكالة الأموال الخاصة المرتبطة بتضارب المصالح بين المساهمين والمدنيين وبالتالي مصدرا لتكاليف وكالة من صنف آخر.

وقد تحدث الصراعات بين الدائنين والمساهمين أو بين المساهمين وأصحاب المصلحة الآخرين مثل العملاء، الموردين، الموظفين والمنافسين. العلاقة التي تنشأ بين المقرض (البنك) والمؤسسة تخضع لمبدأ عدم التناظر في المعلومة، يتمثل هذا المبدأ في اعتبار وجود تباين في المعلومات من حيث المستوى والنوعية بين الأعوان الاقتصاديين وهذا طوال فترة علاقة القرض.

وعليه فإثناء هذه الفترة قد يجد البنك (الموكل) نفسه في وضع استحالة التحقق التام من الجهود التي تبذل من قبل المؤسسة (الوكيل) بسبب انعدام المعلومة، في هذه الحالة، فإن مخاطر عدم التأكد بالنسبة للمقرض تعرف بإمكانية أن تقوم المؤسسة بتحويل رؤوس الأموال المقترضة لغايات أكثر مخاطرة مما تم تقديره بشكل يعظم قيمة الاستثمار على حساب المخاطرة، هذه الوضعية تطرح مشكلة 'إحلال الأصول' المرتبطة بطبيعة المكافئة التعاقدية للمدنيين (المقرضين).

وبالتالي يمكن أن يجد المقرض نفسه أمام حالة تحويل جزء من عوائد الاستثمار من قبل المؤسسة بسبب عدم التناظر في المعلومة، لذلك يحاول المقرض في حالة صعوبات التسديد البحث فيما إذا كان سببها يعود فعلا إلى ظرف غير ملائم أو إلى سلوك وصولي من قبل المؤسسة.

كل هذه الظواهر يمكن أيضا أن تدفع المقرضين إلى العمل بتعديلات عن طريق عقلنة المقترضين وإمكانية الاقضاء، وهذا ما يفسر وجود مثل هذه الوضعيات من محاولات العقلنة للقروض المهمة نسبيا الممنوحة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في السوق المالي.²

¹ الياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سابق، ص 382.

² نفس المرجع، ص 383.

ثالثاً: نظرية الإشارة

1- مضمون وفرضيات النظرية

يرجع الفضل في إيجاد نظرية الإشارة¹ إلى Ross، وتستند هذه النظرية على مفهوم انعدام التناظر أو التماثل في المعلومة التي تتميز بها الأسواق المالية، إذ أن المعلومات التي تنشرها المؤسسات ليست بالضرورة معبرة عن حقيقة المؤسسة لحظة إصدارها، فتتعلق هذه النظرية من أنه باستطاعة مدراء المؤسسات الأحسن أداء إصدار إشارات (Signaux) خاصة وفعالة تميزها عن غيرها من المؤسسات الأقل أداء، وتتمثل خصوصية هذه الإشارات في أنها صعبة التقليد والنشر من قبل المؤسسات الضعيفة. تعتمد نظرية الإشارة على فكرتين أساسيتين هما:²

- نفس المعلومة غير موزعة في الأسواق المالية: حيث أنه بإمكان المدراء في مؤسسة ما تهيئة معلومات لا تكون متوفرة لدى المستثمرين.

- وحتى إذا كانت تلك المعلومات منشورة ومتوفرة لدى الجميع، فإنها لا تدرك ولا تفهم بنفس الأسلوب والطريقة. هذه الإشارة تتمثل في الصورة التي يحاول المسيرين إعطاؤها لمختلف المتعاملين مع المؤسسة (المساهمين والمستثمرين) للمردودية والتوقعات المستقبلية، والإشارة متعددة نذكر منها: هيكل رأس المال، سياسة توزيع الأرباح، اللجوء إلى إصدار أوراق مالية معقدة. وهذه النظرية تقترح نموذجاً يحاول عكس جودة المؤسسة عن طريق هيكلها المالي.

تقترح هذه النظرية نموذجاً يحاول أن يعكس نوعية مؤسسة ما على أساس هيكلها المالي، فالمستثمرون يقسمون كل المؤسسات الموجودة في السوق إلى صنفين: A و B، بحيث أن المؤسسات التي تنتمي للصنف A، أحسن أداء من المؤسسات التي تنتمي للصنف B. ومن أجل تصنيف المؤسسات في المجموعتين يحدد المستثمرون في السوق مستوى من الاستدانة (D*) يسمى المديونية الحرجة، بحيث أن المؤسسات ذات النوعية الجيدة (A) لها القدرة على الاستدانة أعلى من D* والعكس بالنسبة لمؤسسات المجموعة B.

نتيجة هذه النظرية فيما يخص اختيار الهيكل المالي للمؤسسة مفادها أنه في حالة المؤسسة التي يبشر مستقبلها بنتائج جيدة، فإنه يجب تجنب إصدار وبيع أسهم جديدة، والبحث عن وسيلة لزيادة رأس المال من خلال الاستدانة مما يؤدي إلى تعظيم قيمة السهم من ناحية وتدنية متوسط التكلفة المرجحة لرأس المال من ناحية أخرى.

كما يمكن القول بأنه على المؤسسات المتوقع لها مستقبل غير مناسب اللجوء إلى زيادة رأس المال عن طريق إصدار وبيع أسهم جديدة لتجنب حدوث إفلاس ومشاركة المستثمرين الجدد في أي خسائر متوقعة. ومنه فإنه تفضل المؤسسات المتوقع أن يكون لها مستقبلاً جيداً التمويل عن طريق الاستدانة، في حين أن المؤسسات المتوقع أن يكون لها مستقبلاً سيئاً تفضل التمويل عن طريق الرفع في الأموال الخاصة.

في سياق عدم تماثل المعلومة، تتنبأ نظرية الإشارة بما يلي:

- إصدار أوراق الدين هو إشارة موجبة في السوق يؤدي إلى رفع قيمة المؤسسة المعنية.
- إصدار أوراق الملكية هو إشارة سلبية في السوق ما يؤدي إلى خفض قيمة المؤسسة المعنية.

¹ G. Charreaux, **théorie financière et stratégie financière**, Revue française de gestion, 2006, n° 160, p p. 109-137.

²مليكاوي مولود، **الاستراتيجية والتسيير المالي**، مرجع سابق، ص ص 170-171.

رابعاً: نظرية التمويل التدريجي

1- مضمون النظرية وفرضياتها

اقترح (Myers et Majluf (1984) نظرية الالتقاط التدريجي وذلك بعد نتائج (Dolandson (1961 والذي لاحظ أن الإدارة تفضل الأموال المتولدة داخليا بدل استخدام الأموال الخارجية، تركز نظرية الالتقاط التدريجي للتمويل على مبدأ تفضيل عنصر الأمان على عنصر المخاطرة، وهذا يعني أنها تمنح الأفضلية للتمويل الداخلي على التمويل الخارجي. وتفضل الديون على السندات القابلة للتحويل وتفضل الأوراق المالية المهجنة مقارنة بالأسهم العادية، ووفقاً للنظرية يجب أن يكون المصدر الأول للتمويل لدى المؤسسة هو التمويل الداخلي وآخر مصدر هو الأوراق المالية الخاصة بالملكية. فعدم تماثل المعلومات بين المدراء والمستثمرين هو ما يؤدي للترتيب الهرمي.

2- نماذج نظرية التمويل التدريجي

1-2 نموذج (Williamson (1988

يفترض Williamson أن أطراف التعاقد (مساهمون، مسيروون والمدينون) لهم رشاد محدود (قدرة محدودة على التفكير والحساب، الخ...) وهم في واقع الأمر انتهازيون، فانطلاقاً من الأطراف التي تم التعاقد معها تستطيع الأطراف الأخرى تغيير سلوكها ليصب في نهاية الأمر في مصلحتها.

فحسب Williamson فإن درجة خصوصية الأصل المراد تمويله يلعب دوراً كبيراً في اختيار نوع مصدر التمويل الذي يتم اللجوء إليه فعندما يتعلق الأمر بتمويل استثمار في شكل أصل خاص (أصل ليس له إلا استعمالات محدودة من قبل قلة من المؤسسات وليس له سوق ثانوي متطور) يكون محل عقد غير تام بين المؤسسة وحاملي رؤوس الأموال حتى يمكن ذلك من إجراء تكييف لهذا العقد لاحقاً.

فالجوء إلى الرفع من رأس المال (عن طريق إصدار أسهم بحيث لا يكون بحجم كبير) يبدو أكثر فعالية من الاستدانة من أجل القيام بهذه التعديلات، فمثلاً إذا كان الاستثمار الخاص هو مشروع بحث وتطوير، يكون ذلك مقبولاً أكثر من قبل المساهمين أكثر منه من قبل المقرضين انطلاقاً من أنه لا يولد المردودية المنتظرة في المواعيد المقدرة.

بالمقابل فإن الاستدانة لا تسمح بالقيام بهذه التعديلات القبلية باعتبار أن الفوائد يجب أن تدفع حسب مخطط الدفع المستهدف، تسديد أصل القرض يسدد في مواعيد استحقاقه المقدرة، التي بدورها نصل إلى إجراءات التصفية، وبالتالي فإذا كان الاستثمار خاصاً، فالمقرضون يضعون في الحسبان هذه المخاطر وهو ما يدفعهم إلى المطالبة بتكاليف تمويل عالية.

أما إذا تعلق الأمر بتمويل أصل غير خاص، تكون الاستدانة التي تعتبر شكلاً من أشكال التمويل الأكثر ملائمة، واحتمالات القيام بتعديلات قبلية ضئيلة، باعتبار أن هذا الاستثمار من المحتمل أن يولد عوائد بشكل منتظم، وبالتالي حسب Williamson فإن درجة الخصوصية تظل العامل المحوري الذي يفسر أخيراً نمط التمويل وبالتالي الهيكل المالي.¹

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

2-2 نموذج Myers (1990)

يبين نموذج Myers (1990) أن الهدف الرئيسي للمدراء هو تعظيم ثروة المؤسسة أو كما يصطلح على تسميتها بالإنجليزية Corporate wealth والتي تحسب بالعلاقة التالية:

$$W = E + S$$

كما هي مبينة في الميزانية المالية المختصرة التالية (انظر الجدول رقم 01).

الجدول رقم (1): تمثيل الفوائض التنظيمي وثررة المؤسسة

الأصول	الخصوم
PVA: القيمة الحالية للأصول المتواجدة مع الأخذ في الاعتبار التدفقات Cash-flows المنتظرة لهذه الأصول.	D: الديون.
PVGO+: القيمة الحالية للفرص الاستثمارية.	E: الأموال الخاصة.
PVTAX-: القيمة الحالية للضرائب.	S: القيمة الحالية للفوائض التنظيمية.

الفوائض التنظيمي يعكس القيمة المحينة للتكاليف الناجمة عن الأجور العالية جدا، التي لا تتمتع بخاصية الديمومة باعتبار أن المقرضين يمكنهم فرض تخفيضها إذا كان سداد الدين أو دفع الفوائد غير منتظم، فينظر إلى المؤسسة على أساس أنها تحالف يبحث عن زيادة حجم الأموال الخاصة والفوائض التنظيمية (أي سلطته على إعادة توزيع العلاوات على المستخدمين) في هذه الحال الرفع في رأس المال يفضل على الاستدانة إذا كان من الضروري اللجوء الى تمويل خارجي.¹

¹ نفس المرجع، ص 393.

المطلب الثالث: الإطار المفاهيمي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر

سنتطرق في هذا المبحث إلى التعريف بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة مع ذكر دورها وأهميتها في الاقتصاد الجزائري وكذا أهم المشاكل المالية التي تقع فيها هذه المؤسسات.

الفرع الأول: الإطار المفاهيمي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

أولاً: تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

توجد العديد من المؤشرات والمعايير التي تشكل الأساس الذي تقوم عليه تعريفات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، متمثلة في عدد العمال وحجم رأس المال والتكنولوجيا المستخدمة وحجم سوق المؤسسة وغيره، لذلك لا يوجد تعريف شامل وعام لها متفق عليه. سنقوم بذكر أهم التعريفات المتداولة.

1- تعريف الاتحاد الأوروبي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

عملت الدول الأعضاء في الإتحاد الأوروبي في إطار سياستها الرامية إلى بناء فضاء اقتصادي موحد، على إيجاد تعريف موحد للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة يتلاءم مع الخصائص الاقتصادية لكل الدول الأعضاء، اقترحت اللجنة الأوروبية بتاريخ 6 ماي 2003 تعريفا لها في إطار التوصية رقم (CE361/2003)، والتي عممت على كامل دول الإتحاد بداية من جانفي 2005¹، وقد تم اختيار تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وفقا للمعايير التي تظهر في الجدول رقم (2).

جدول رقم (2): تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الأوروبية.

البيان	عدد العمال	رقم الأعمال	أو مجموع الميزانية
المؤسسات الصغيرة	أقل من 10	أقل من 2 مليون أورو	أقل من 2 مليون أورو
المؤسسات الصغيرة	أقل من 50	أقل من 10 مليون أورو	أقل من 10 مليون أورو
المؤسسات المتوسطة	أقل من 250	أقل من 50 مليون أورو	أقل من 43 مليون أورو

Source : Marteau et Combasson (2008) : La reprise des PME: Projet, Concrétisations et Expériences, éd Lavoisier, Paris, p. 54.

تظهر بيانات الجدول رقم (2) اعتماد الإتحاد الأوروبي على ثلاثة معايير رئيسية لتحديد مفهوم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مما يظهر بصورة جلية الأهمية القصوى التي أولتها دول الإتحاد الأوروبي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال رسم وبصورة واضحة الحدود الفاصلة بينها وبين المؤسسات الأخرى.

2- تعريف المشرع الجزائري

عرفت الجزائر كغيرها من الدول محاولات عدة لتحديد مفهوم هذه المؤسسات كانت في مجملها مستوحاة من تعريف الإتحاد الأوروبي، إلى أن تم اصدار القانون التوجيهي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة رقم 01-18 المؤرخ في 12 ديسمبر 2001

¹ عيسى قروش، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة كبديل فعال لتحقيق التنمية الاقتصادية، مجلد الحقوق والعلوم الانسانية، العدد الاقتصادي 34-01، جامعة زيان عاشور، الجلفة الجزائرية، ص 171.

الذي حمل في طياته تعريفا رسميا لهذه المؤسسات ضمن المادة الرابعة التي تنص على أن تعرف المؤسسة الصغيرة والمتوسطة مهما كانت طبيعتها القانونية بأنها¹:

- مؤسسة إنتاج السلع أو/والخدمات؛
- تشغل من 1 إلى 250 شخصا؛
- لا يتجاوز رقم أعمالها السنوي مليار دینار أو لا يتجاوز مجموع حصيلتها السنوية خمسمائة مليون دینار؛
- تستوفي معايير الاستقلالية.

تم الفصل بين المؤسسة المصغرة، الصغيرة والمتوسطة انطلاقا من القانون التوجيهي أعلاه كما هو في الجدول الآتي:

الجدول رقم (3): تصنيف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حسب قانون 01-18

رقم المادة	نوع المؤسسة	عدد العمال	رقم الأعمال السنوي (دج)	الحصيلة السنوية (دج)
07	مصغرة	09.-01	20 مليون	10 مليون
06	صغيرة	49-10	200 مليون	100 مليون
05	متوسطة	250-50	200 مليون - 2مليار	100-500 مليون

المصدر: الجريدة الرسمية رقم 77 الصادرة في 15 ديسمبر 2001، ص ص 5-6.

في بداية سنة 2017، تم رفع معيار قيمة رقم الأعمال والحصيلة السنوية إلى الضعف، مع إبقاء معيار عدد العمال على حاله، لتصبح المؤسسات المصغرة، والصغيرة والمتوسطة حسب القانون التوجيهي لتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة رقم 17-02 المؤرخ في 10 يناير 2017 على النحو التالي:

الجدول رقم (4): تصنيف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر حسب قانون 01-18

رقم المادة	نوع المؤسسة	عدد العمال	رقم الأعمال السنوي (دج)	الحصيلة السنوية (دج)
10	مصغرة	09.-01	40 مليون	20 مليون
09	صغيرة	49-10	400 مليون	200 مليون
08	متوسطة	250-50	400 مليون - 4مليار	1-200 مليار

المصدر: الجريدة الرسمية رقم 02 الصادرة في 11 يناير 2017 ص ص 5-6.

¹عبد الباسط هويدي، طيب بودهم، نحو إبراز استعداد المؤسسات الصغيرة و المتوسطة كبديل اقتصادي في بعث عملية التنمية والاستدامة، مجلة السراج في التربية وقضايا المجتمع، العدد 05، 2018، الجزائر، ص 108.

ثانيا: خصائص ومميزات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

تظهر أهمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال معرفة خصائصها التي تنفرد بها، وتجعلها في ساحة المنافسة مع نظيرتها من المؤسسات الكبرى، نختصرها فيما يلي:¹

- الملكية المحلية: أغلب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ذات طابع محلي، مما يجعل أثرها الاقتصادي على سكان المنطقة بصفة مباشرة، على غرار مناصب العمل، الدخل، التنمية المحلية... الخ.

- سهولة التأسيس والاعتماد على الموارد الداخلية في التمويل: إن صغر المشروعات المتناسب مع حجم رؤوس الأموال اللازمة للاستثمار، يسهل على المستثمر تجسيد مشروعها سواء من خلال رأسماله الشخصي أو من خلال التمويل الخارجي (التمويل البنكي، أو اللجوء إلى الهيئات الداعمة للاستثمار كوكالة الوطنية لدعم تشغيل الشباب، الصندوق الوطني للتأمين عن البطالة، أو الوكالة الوطنية لتسيير القرض المصغر).

- تلبية طلبات المستهلكين: يقوم هذا النوع من المؤسسات بتوفير طلبات المستهلكين من سلع وخدمات بسيطة، منخفضة التكاليف تناسب ذوي الدخل المنخفض، بخلاف أن المؤسسات الكبيرة تميل إلى الإنتاج بصفة رئيسية من أجل تلبية رغبات المستهلكين ذو الدخل العالي نسبيا، مقارنة مع ذوي الدخل الضعيف.

- القابلية للإبداع والابتكار: تعتمد هذه المؤسسات في الكثير من الأحيان على الابتكار والإبداع في منتجاتها وهذا راجع إلى أن هذه المؤسسات لا تمتلك قدرات إنتاجية كبيرة، لهذا فهي تلجأ إلى تعويض هذا النقص بإجراء تعديلات وتحسينات في المنتج للرفع من جودته والبحث عن الجديد وتشجيع العمال على الاقتراح وإبداء الرأي مما يخلق مناخا مساعدا على الابتكارات.

- الكفاءة والفعالية: تتحقق هذه الكفاءة والفعالية من خلال القدرة على الأداء والإنجاز في وقت قصير نسبيا وسهولة الاتصال بالعملاء والموردين، نظرا لصغر المشروع والتحكم في الموارد البشرية والمادية، إضافة إلى تأثير الدوافع الشخصية لأصحاب المؤسسة.

- مرونة الإدارة: تستطيع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التكيف مع ظروف العمل المختلفة، ويرجع ذلك بالأساس إلى الطابع غير الرسمي في التعامل مع العملاء والعاملين وبساطة الهيكل التنظيمي، كما يلاحظ أن هذه المؤسسات أكثر قدرة على تقبل التغيير وتبني سياسات جديدة، على عكس المؤسسات الكبيرة التي تكثر فيها مراكز اتخاذ القرار ورسمية العلاقات وتدرجها.

- انخفاض مستوى التكنولوجيا المستعملة: تتميز المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بأنها لا تستعمل مستوى عال من التكنولوجيا ومن الموارد البشرية المؤهلة لذلك، وهذا تناسبا مع البساطة النسبية في المشاريع الخاصة بهذا النوع من المؤسسات.

ثالثا: دور وأهمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في النسيج الاقتصادي الجزائري

تلعب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة دورا هاما في النسيج الاقتصادي وسندكر فيما يلي أهم العناصر التي تساهم بها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الناتج الوطني المحلي.

¹ ابن منصور نجيم، مغراوي محي الدين عبد القادر، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وآليات دعمها محاضرات التحول الاقتصادي في الجزائر، المجلة المغاربية للاقتصاد والمناجحت، العدد 5، 2018، ص ص 168-169.

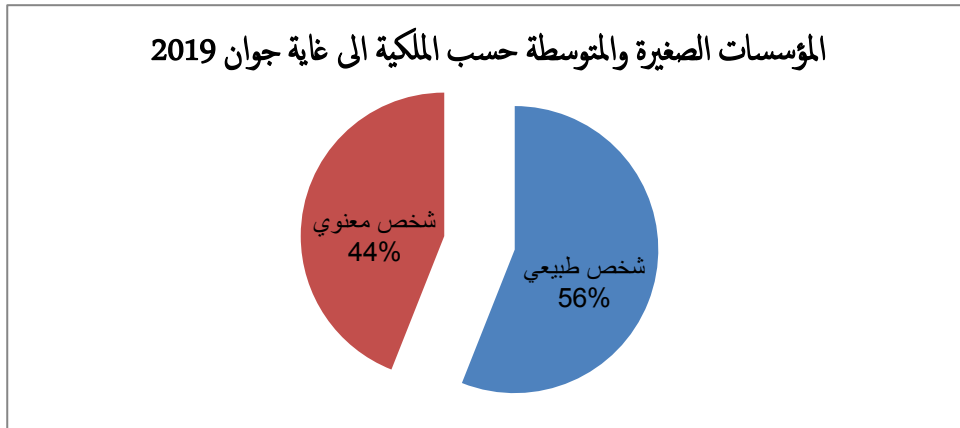
1- العدد الإجمالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى غاية نوفمبر 2019

الجدول رقم (5): يمثل العدد الاجمالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى غاية 2019

نوع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة	عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة	النسبة المئوية %
1 المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الخاصة		
شخص معنوي	659 573	5628
شخص طبيعي	512 128	43,70
مهن حرة	243 759	20,80
نشاطات حرفية	268 369	22,90
المجموع (1)	1 171 701	99,98
2 المؤسسات الصغيرة والمتوسطة العمومية		
شخص معنوي	244	0,02
المجموع 2	244	0,02
المجموع الكلي	1 171 945	100.00

المصدر: من إعداد الطلبة اعتمادا على (Bulletin PME (2019).

نلاحظ من خلال الجدول رقم (5) أنه وإلى غاية نوفمبر 2019 بلغ العدد الاجمالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر إلى 1.171.945 مؤسسة، حيث كانت السيطرة المطلقة للقطاع الخاص بنسبة 99.98%، أما المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التابعة للقطاع العام فبلغ عددها 244 مؤسسة أي 0.04% من العدد الإجمالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة. وفيما يلي شكل يوضح المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حسب الملكية إلى غاية جوان 2019. الشكل رقم (08): تقسيم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وفق معيار الملكية.



المصدر: من اعداد الطلبة اعتمادا على الجدول رقم (3).

نلاحظ ومن خلال الشكل رقم (08) أنه وإلى غاية جوان 2019 بلغت نسبة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حسب الملكية إلى 56% شخص طبيعي و44% شخص معنوي.

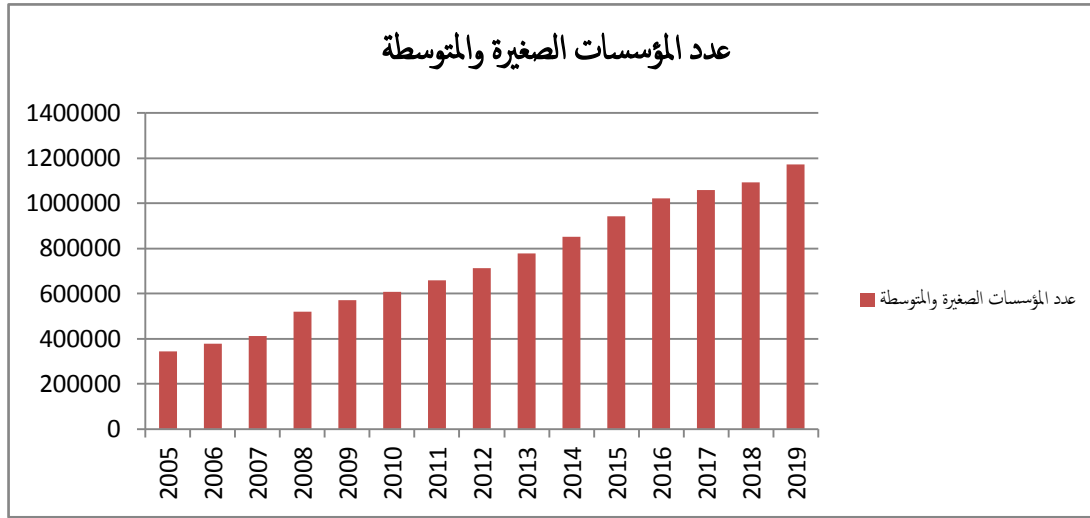
2- تطور المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر من حيث العدد

يمثل الجدول الموالي تطور تعداد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من 2005-2019.

الجدول رقم (6): تطور المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من 2005 إلى 2019.

السنوات	عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
2005	342 788
2006	376 767
2007	410 959
2008	519 526
2009	570 838
2010	607 297
2011	659 309
2012	711 832
2013	777 818
2014	852 052
2015	943 569
2016	1 022 621
2017	1 060 289
2018	1 093 170
2019	117 945

الشكل رقم (09): المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر خلال الفترة 2005-2019.



المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على الجدول رقم (6).

من خلال الشكل رقم (09) نلاحظ النمو المستمر لعدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، حيث انتقلت من 3.427.88 سنة 2005 إلى 1.171.945 سنة 2019، ويمكن إرجاع الزيادة في تعداد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى السياسة الاقتصادية التي تبنتها الدولة بهدف ترقية وتطوير هذا القطاع في الساحة الاقتصادية، من خلال مختلف الإجراءات التحفيزية التي تهدف إلى تنمية هذا النوع من المؤسسات وتفعيل دورها في الاقتصاد الوطني.

3- توزيع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حسب الحجم لسنة 2019

سنوضح في الجدول رقم (07) توزيع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حسب عدد العمال فيها.

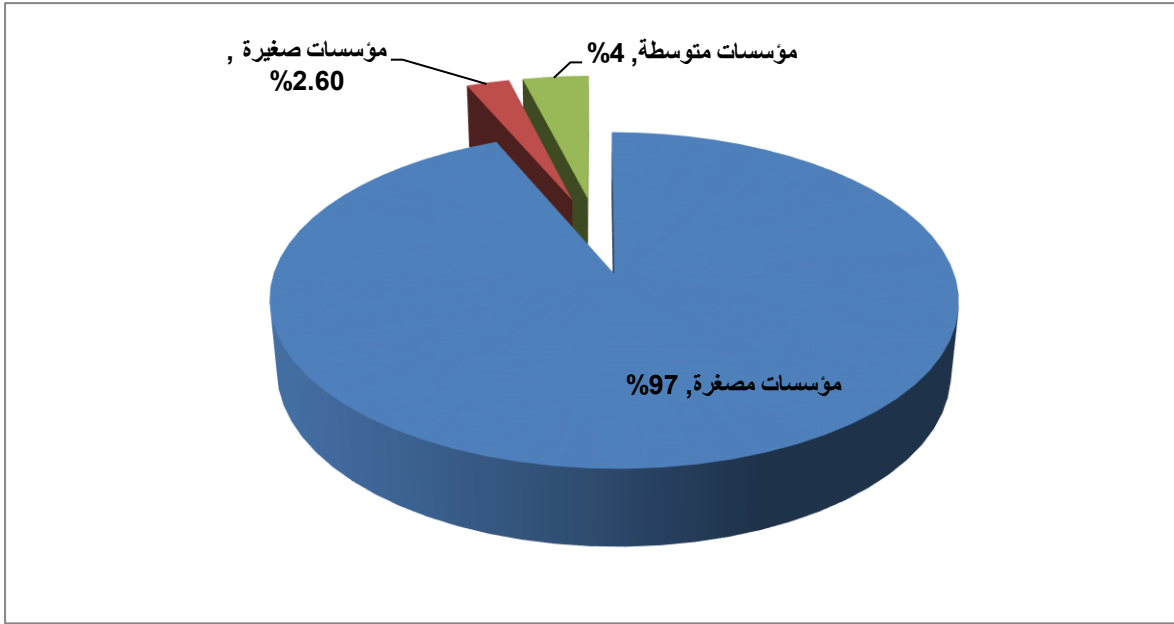
الجدول رقم (7): توزيع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حسب الحجم

النسبة المئوية (%)	العدد	أنواع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
97	1 136 787	مؤسسات مصغرة (توظف أقل من 10 عمال)
2,6	30 471	مؤسسات صغيرة (توظف ما بين 10 و 49 عامل)
0,4	4 688	مؤسسات متوسطة (توظف ما بين 50 و 249 عامل)
100	1 171 945	المجموع

Source : Ministère de Développement Industriel et Promotion de l'Investissement, Bulletin d'information statistique de la PME, p. 08.

في نهاية سنة 2019، بلغت نسبة المؤسسات المصغرة 97% من إجمالي المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، حيث أنها تهيمن بقوة على النسيج الاقتصادي الوطني، تليها المؤسسات الصغيرة بنسبة 2,6%، وأخيرا المؤسسات المتوسطة بنسبة 0,40% كما هو موضح في الشكل رقم (10).

الشكل رقم (10): تقسيم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حسب طبيعتها



المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على الجدول رقم (7).

4- توزيع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حسب قطاع النشاط لسنة 2019

سنوضح في هذا الجدول تقسيم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حسب النشاط الاقتصادي

الجدول رقم (8): توزيع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حسب كل نشاط.

النسبة المئوية (%)	المجموع	المؤسسات الصغيرة والمتوسطة العمومية	المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الخاصة	قطاع النشاط
1,12	7 368	93	7 275	الزراعة
0,46	3 035	3	3 032	الطاقة والمناجم
28,54	188 290	15	18 275	البناء والأشغال العمومية
15,48	102 128	73	102 055	الصناعة
54,41	358 996	60	358 936	الخدمات
100	659 817	244	659 573	المجموع

Source : Ministère de développement Industriel et promotion de l'investissement Bulletin d'information statistique de la PME P :10

من الجدول رقم (8) نلاحظ بوضوح التباين الموجود في توزيع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بين مختلف قطاعات

النشاط، حيث أن أكثر من نصف هذه المؤسسات ينشط في قطاع الخدمات بنسبة 54,41% هذا يدل على التسهيلات

الكبيرة التي يجدها المستثمرين في هذا النشاط، يحل في المرتبة الثانية قطاع البناء والأشغال العمومية بنسبة 28,54% أي

188.275 مؤسسة، وهذا يشجع على قيام العديد من المقاولات الخاصة في هذا الشأن، ثم تأتي باقي القطاعات الصناعة

بـ15,48% الزراعة 1,12% وأخيرا قطاع الطاقة والمناجم بـ0,46%.

5- مساهمة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في التشغيل

يعد قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من أكبر القطاعات المستقطبة لليد العاملة ومن أكبر المساهمين في خلق فرص الشغل والجدول الموالي يوضح ذلك:

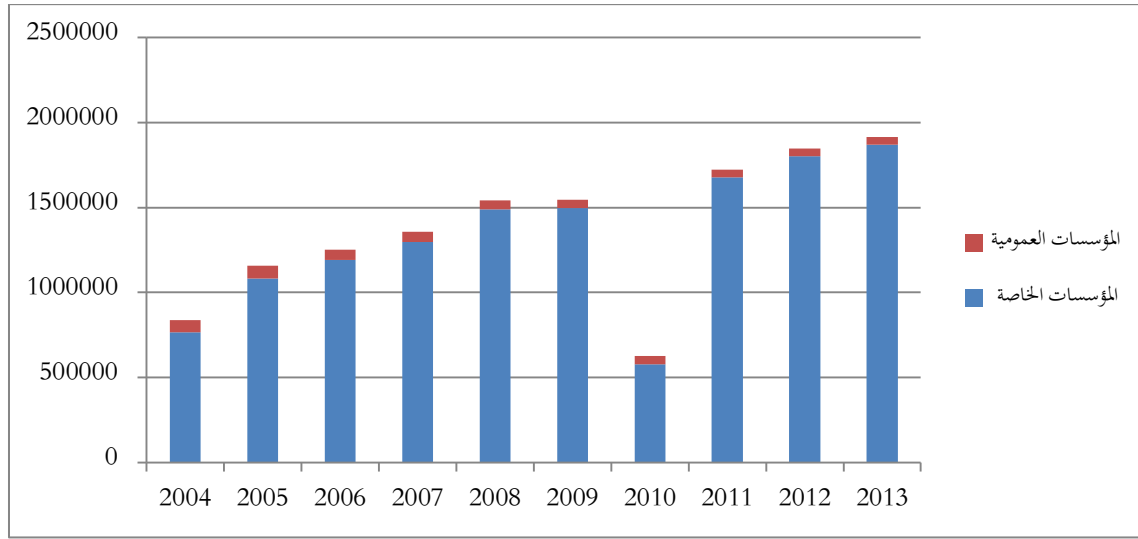
جدول رقم (9): تطور تعداد مناصب الشغل في قطاع المؤسسات الصغيرة في الجزائر بين (2004-2013).

مناصب الشغل في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة				عدد السكان المشتغلين	السنوات
نسبة مساهمة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في التشغيل %	المجموع	المؤسسات العمومية	المؤسسات الخاصة		
10,75%	838 504	71 826	766 678	7 798 412	2004
12,20%	1 157 856	76 283	1 081 573	9 492 508	2005
12,39%	1 252 647	61 661	1 190 986	10 109 645	2006
13,60%	1 355 399	57 146	1 298 253	9 968 906	2007
14,93%	1 540 209	52 786	1 487 423	10 315 000	2008
14,67%	1 546 584	51 635	1 494 949	10 544 000	2009
15,04%	1 625 686	48 656	577 030	10 812 000	2010
16,17%	1 724 197	48 086	1 676 111	10 661 000	2011
16,18%	1 848 117	47 375	1 800 742	11 423 000	2012
-	1 915 495	46 132	1 869 363	11 196 000	2013

Source : Ministère de développement Industriel et promotion de l'investissement Bulletin d'information statistique de la PME 2013, p. 13.

من خلال الجدول رقم (9) الذي يمثل تطور تعداد مناصب الشغل في قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر للفترة الممتدة من 2004 الى 2013 ونلاحظ تطور كبير في تزايد مناصب الشغل من سنة 2004 إلى 2012 بنسبة تقدر بأكثر من 50 % واستمر هذا التطور حتى سنة 2012 بعدما ازداد التعداد السكاني للمشتغلين حيث بلغ 11423000 وفي 2013 بلغ عدد مناصب الشغل إلى 1915495 والشكل رقم (11) يوضح مناصب الشغل في كل من المؤسسات الخاصة والعمومية:

الشكل رقم (11): تطور تعداد مناصب الشغل في قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر خلال الفترة (2004-2013)



المصدر: من إعداد الطلبة اعتمادا على الجدول رقم (9).

6- مساهمة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في القيمة المضافة

يعد قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من أهم القطاعات المنتجة للقيمة المضافة¹ باختلاف طبيعتها القانونية ومجالات نشاطها وفيما يلي سنوضح مساهمة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في القيمة المضافة في الجزائر. الجدول رقم (10): تطور القيمة المضافة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر حسب قطاع النشاط من سنة 2004 إلى 2011.

الوحدة: مليون دولار أمريكي

الشكل القانوني	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004
الزراعة	1173,71	1015,19	926,37	711,75	704,19	639,63	579,72	578,88
البناء والأشغال العمومية	1262,57	1071,75	1000,05	869,99	732,71	610,07	505,42	458,67
النقل	1049,77	988,03	914,36	863,57	830,57	765,23	597,78	503,87
خدمات المؤسسة	137,59	122,37	98,58	84,04	71,71	62,36	57,23	50,69
الفندقة والإطعام	121,43	114,39	105,45	91,18	80,75	74,85	69,62	62,64
الصناعة الغذائية	231,85	197,53	187,55	164,16	152,13	134,9	126,48	119,24
صناعة الجلود	2,60	2,59	2,55	2,53	2,38	2,55	2,72	2,68
التجارة والتوزيع	1444,63	1279,47	1151,62	1003,2	833	717,96	668,13	607,05

Source : Ministère de développement Industriel et promotion de l'investissement Bulletin d'information statistique de la PME 2009-2011, p. 57.

¹القيمة المضافة يرتبط مفهومها عموما بالحسابات القومية، وتعني عموما الناتج المحلي الإجمالي (GDP) أو الصافي (NDP) وهي القيمة التي يضيفها منتج السلع والخدمات إلى قيمة المواد الخام والمشتريات من المستلزمات المادية الأخرى.

من خلال الجدول رقم (10) نلاحظ أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تساهم في خلق القيمة المضافة وهي في تزايد من سنة إلى أخرى وذلك في مجموعة من الأنشطة (الزراعة والبناء، النقل، الصناعات الغذائية) بينما لا تساهم الفروع الأخرى (الفندقة، الاطعام وخدمات المؤسسات وصناعة الجلد) ومن خلال ما سبق نقول أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تؤدي هاما في الاقتصاد الوطني.

7- تطور قيمة الصادرات الجزائرية خارج المحروقات

سنوضح في الجدول الموالي تطور قيمة الصادرات الجزائرية خارج قطاع المحروقات

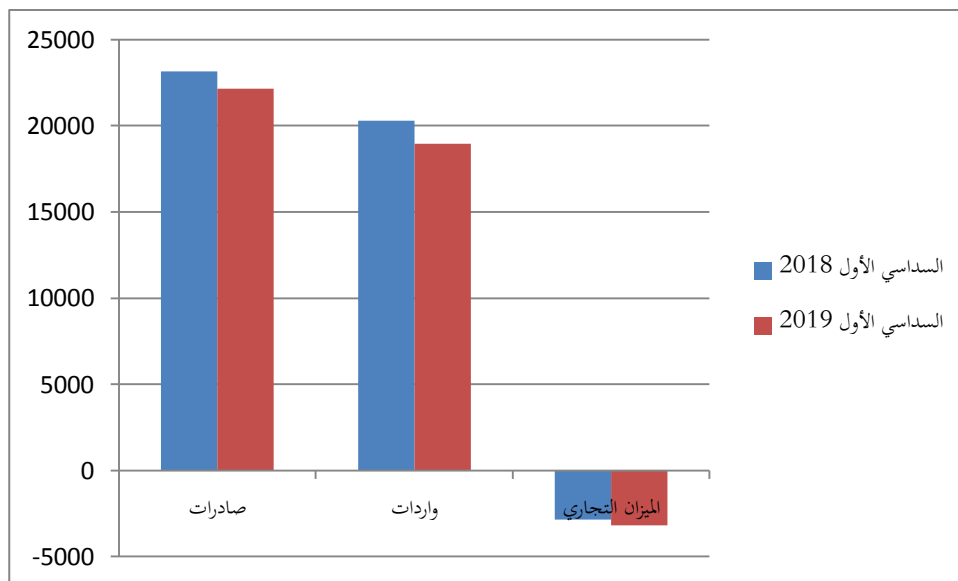
الجدول رقم (11): تطور الصادرات الجزائرية خارج قطاع المحروقات. الوحدة: مليون دولار

العناصر	السداسي الأول 2018	السداسي الأول 2019	التغير %
صادرات	23 141	22 146	-4,30%
واردات	20 298	18 964	-6,57%
الميزان التجاري	2844-	3182-	11,93%

Source : Ministère de développement Industriel et Promotion de l'Investissement, Bulletin d'information statistique de la PME, 2019, p. 29.

يمثل الجدول رقم (11) تطور قيمة الصادرات والواردات خارج قطاع المحروقات وكذا الميزان التجاري، نلاحظ من خلال الجدول انخفاض معدل الصادرات بالنسبة لسنتي 2018-2019 بنسبة (-4,30%) وهذا راجع إلى اعتماد الجزائر على اقتصاد المحروقات أي الربع البترولي بنسبة كبيرة جدا، أما بالنسبة للواردات فقد انخفضت أيضا بقيمة (-6,75%) ووصلت قيمة الواردات سنة 2018 إلى 20289 مليون دولار وانخفضت سنة 2019 بقيمة 18964 وهذا راجع إلى النقص الكبير الذي تشهده الجزائر في مجال الإنتاج المحلي والاعتماد على الواردات بنسبة كبيرة جدا، أما بالنسبة للميزان التجاري فقد سجل عجزا في كل من 2018 و2019 بقيمة -2844 و -3182 على التوالي والشكل الموالي يوضح ذلك:

الشكل رقم (12): تطور الصادرات الجزائرية خارج قطاع المحروقات.



المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على الجدول رقم (11).

رابعا: المشاكل والمعوقات المالية التي تواجه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر

يعتبر الحصول على التمويل اللازم أحد أهم المعوقات التي تواجه تنمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في مختلف أنحاء العالم وإشكالية التمويل تتضاعف في الدول النامية مقارنة بالدول المتقدمة، الأمر الذي يؤثر سلبا على نموها وفعاليتها في التنمية الاقتصادية خاصة في دولة كـالجزائر أين تنعدم مصادر التمويل البديلة تقريبا عدا التمويل البنكي وما يمليه هذا الأخير من قيود وصعوبات سواء فيما يخص التمويل الاستغلالي أو الاستثماري التوسعي وعلى هذا الأساس يمكن إرجاع إشكالية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر إلى تشابك عدة عوامل نلخص منها العناصر التالية:¹

- **المبالغة في طلب الضمانات:** تأتي مسألة الضمانات في مقدمة الأولويات الائتمانية لدى المؤسسات التمويلية في الجزائر خاصة عندما تتعامل مع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وذلك نتيجة لضعف ملائمتها المالية وصعوبة تحليل وضعيتها المالية مما يجعل عملية إقراضها تنطوي على مخاطر كبيرة. إن افتقاد الكثير من أصحاب هذه المؤسسات إلى إعداد دراسة جدوى المشاريع جادة وضعف الخبرة التنظيمية والإدارية يزيد احتمالات وقوعها في الفشل المالي، لذلك نجد البنوك تتحفظ في تقديم التمويل اللازم لها إذ عادة ما تشترط ضمانات عقارية أو عينية على القروض والتي غالبا ما لا تكون في متناولها نظرا لإمكاناتها المحدودة، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة محدودية التمويل بالقروض البنكية، وهو ما يعتبر إجحافا في حق صغار المستثمرين ويشكل عائقا أمام أي مبادرة لإنشاء أو توسيع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.²

- **طول مدة إجراءات الحصول على القروض وتعقدها:** تعاني المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول النامية ومنها الجزائر من تعقد وتعدد الوثائق المطلوبة والمراحل الواجب المرور عليها عند طلب القروض، فالمشروع مطالب بتقديم مستندات متعددة والالتزام بمعايير محاسبية وائتمانية وشخصية قد يصعب توفرها في تلك المؤسسات من الناحية العلمية، زيادة على طول الفترة الزمنية التي تتطلبها دراسة ملفات القروض مما يجعلها تضيع كثيرا من وقتها للحصول على التمويل اللازم.³

- **ارتفاع تكاليف الاقتراض:** تعتبر سياسة سعر الفائدة المطبقة على القروض الممنوحة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من المعوقات الرئيسية التي تواجه تطور هذه المؤسسات، فبالنظر إلى أهمية القرض البنكي كمصدر تمويلي خارجي نجد أن ارتفاع عنصر التكلفة المتضمنة لسعر الفائدة وعناصر أخرى (العمولات، الضمانات) من أهم العوامل المؤثرة على محدودية التمويل به بالحجم المطلوب والشروط الملائمة. البنوك التجارية في الجزائر ليست مؤهلة بعد للقيام بإجراءات تخفيض سعر الفائدة ومسايرة التطورات التي تعيشها البنوك في الدول المتقدمة، حيث لازال عملها قاصرا على ممارسة الوظيفة التقليدية والقيام بدور الوسيط

¹ سماح طلحي، دور البدائل الحديثة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة العربي بن مهيدي أم البواقي، ص ص 118-121.

² مليكة زغيب ونعيمة غلاب، دراسة صعوبات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حالة الجزائر، الملتقى الوطني الرابع حول: المؤسسات الصغيرة والمتوسطة كرهان جديد للتنمية في الجزائر، جامعة 20 أوت 1955، سكيكدة، 13-14 أبريل 2008، ص ص 11-12.

³ Menna Khaled, **La Problématique de financement des PME en Algérie**, Colloque International: Gouvernance et développement de la PME, Alger, Juin 2003, p. 16.

بين المقرضين والمقرضين للأموال وهو ما يشكل عائقا كبيرا أمام إنشاء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتطوير ميثاقها من المؤسسات، وذلك لعدم تأكد أصحابها من تحقيق العوائد التي تضمن لهم تغطية خدمات القروض واسترجاع الضمانات.¹

- غياب المؤسسات المتخصصة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة: إن عدم تخصيص الجزائر لبنك أو مؤسسات متخصصة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة كما هو عليه الحال في الدول المجاورة كتونس والمغرب، يؤدي بأصحاب هذه المؤسسات للتوجه إلى المقرضين التقليديين وهذا ما يترتب عنه صعوبة تقييم وتقدير المخاطر الناجمة عن نشاطات هذه المؤسسة من طرف البنوك مما يؤدي بها إلى العزوف عن تمويلها. بالإضافة إلى تحميلها عبء رهن ضمانات عينية ودفع معدلات فائدة مرتفعة تحد من مرونة التمويل وانسيابه بالحجم المناسب وفي الآجال الملائمة. يمكن للمؤسسات التمويلية المتخصصة أن توفر مصادر التمويل وتحسين طرق منحها، حتى تلعب الدور المنوط بها على أكمل وجه.²

- ضعف نظام الرقابة والمتابعة: يعكس الواقع العملي لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر الاهتمام بالمتابعة الدفترية على حساب المتابعة الميدانية، مما يعني ترك المجال لأصحاب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة استخدام التمويل في غير ما خصص له، وهو ما يمثل إهدار للتمويل وإنذار بعدم قدرة هؤلاء على سداد قروضهم حال أو أوان استحقاقها.

كما سبق نستنتج بأن العملية التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر تعد من أهم وأبرز المشاكل التي تواجه هذا النوع من المؤسسات، والتي ترجع أساسا إلى ضعف تكيف النظام المالي المحلي مع متطلبات المحيط الاقتصادي الجديد، ففي الوقت الذي تتحدث فيه الحكومة عن إجراءات دعم مالي وتشجيع للاستثمارات والشراكة نجد الواقع يشير إلى اصطدام كل تلك التصورات بالتعقيدات ذات الطابع المالي.³

¹ Mohamed Yazid Boumghar, **La relation PME banque un essai de compréhension**, Colloque International: Gouvernance et Développement de la PME, Alger, Juin, 2003, p. 18.

² Mouloud Sadoudi, **La problématique du financement de la PME en Algérie**, Colloque International Sur : les Exigences de la mise à niveau des PME dans les pays arabes, Université Hassiba Benbouali de Chlef, Avril 2006, p.16.

³ أشرف محمد دوبابة، إشكالية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، الملتقى الدولي حول: متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 17-18 أفريل 2006، ص 15.

المبحث الثاني: الدراسات السابقة

المطلب الأول: الدراسات السابقة باللغة العربية

• دراسة غازي فلاح المومني وعلي محمود حسن (2011) بعنوان "محددات اختيار الهيكل المالي بشركات الأعمال دراسة تحليلية لشركات قطاع الخدمات المدرجة في بورصة عمان".

هدفت الدراسة إلى تبيان أثر العوامل الخاصة بالمؤسسة والسوق في الهيكل المالي باستخدام أسلوب الانحدار الخطي المتعدد، وذلك باستخدام مقياس للهيكل المالي، والمتمثل في إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول وقد اعتمدت الدراسة على مجموعة من المؤسسات الخدمية المدرجة في سوق عمان المالي للفترة 1996-2007. أظهرت نتائج الدراسة وجود أثر ذو دلالة إحصائية بين العوامل الخاصة بالمؤسسة وهي على التوالي؛ الحجم، هيكل الأصول، العائد على الأصول، معدل النمو حيث أن حجم المؤسسة وهيكل الأصول كان لهما أثرا إيجابيا ذو دلالة إحصائية على الهيكل المالي في حين كان لمعدل العائد على الأصول أثر سلبي على الهيكل المالي، أما معدل النمو فكان له أثر إيجابي في الهيكل المالي.

• دراسة محمد بوشوشة، أطروحة دكتوراه (2016) بعنوان "تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية-دراسة عينة من المؤسسات الجزائرية-".

عملت هذه الدراسة على تبيان أثر المحددات المالية التالية: حجم المؤسسة، المردودية، مستوى الضمانات، نمو المؤسسة، طبيعة القطاع، على الهيكل التمويلي للمؤسسات وذلك بإتباع المنهج الوصفي التحليلي وقد تم اعتماد عينة مكونة من 7 مؤسسات مدرجة في البورصة و3 مؤسسات غير مدرجة للفترة من 2010-2013. توصلت هذه الدراسة إلى أن أهم سياسات تمويل المؤسسة تتمثل في: سياسة التمويل الذاتي، سياسة الاستدانة، وقد توصل الباحث إلى أنه توجد سياسة تمويلية بإمكانها تحقيق تمويل شامل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية مما يحقق هيكل مالي أمثل، تؤثر السياسة التمويلية المعتمدة على الهيكل المالي من خلال تحسين أو الإخلال بأمثلية الهيكل المالي، والنظام المالي في الجزائر القائم على النظام البنكي يؤدي إلى سيطرة الديون على الأموال الخاصة في تكوين هيكلها المالي.

• دراسة بوسلفي نجمة (2016) بعنوان "العوامل المحددة لهيكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية".

توصلت الدراسة إلى تحديد مجموعة العوامل المؤثرة في اختيار الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية باستخدام قاعدة بيانات ل (82) مؤسسة جزائرية للفترة بين 2012-2014 وقد تم استخدام الانحدار المتعدد لفحص العلاقة بين المتغيرات المستقلة (الحجم، المردودية، الضمانات، النمو، الشكل القانوني) ونسبة الاستدانة الإجمالية بوصفها متغيرا تابعا، أظهرت النتائج وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين المردودية والاستدانة، وهذا ما يتفق مع نظرية التمويل التسلسلي التدريجي، فالمؤسسات التي تتميز بارتفاع معدل مردوديتها وتمتلك القدرة على احتجاز الأرباح تعتمد على التمويل الذاتي مما يؤدي الى انخفاض نسبة الاستدانة بها وأما بقية المتغيرات فليس لها أثر على الاستدانة.

• دراسة حنفي أمينة (2019)، أطروحة دكتوراه بعنوان "إشكالية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بين النظرية والتطبيق"

قامت الباحثة بتبيان إشكالية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وذلك باستخدام المتغيرات الآتية: الربحية، رأس المال، الضمانات كمتغيرات مستقلة وحجم القروض كمتغير تابع واعتمدت على مجموعة من المؤسسات الاقتصادية للفترة من 2018-

2019 عن طريق توزيع استبيان واستخدام نموذج الانحدار الخطي المتعدد وقد توصلت الدراسة إلى أن: متغير المردودية له علاقة عكسية مع حجم القروض، متغير رأس المال له علاقة طردية مع حجم الاقتراض كذلك توصلت إلى وجود علاقة طردية ذات دلالة احصائية عند درجة ثقة 99% بين حجم الضمانات وحجم الاقتراض.

المطلب الثاني: الدراسات السابقة باللغة الأجنبية

- دراسة (Adair et Adaskou, 2015) بعنوان: "نظرية التوازن ونظرية التمويل التسلسلي ومحددات استنادة المؤسسات". هدفت دراسة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الفرنسية إلى اختبار فرضيات نظرية التمويل التسلسلي ونظرية التوازن بشأن استنادة المؤسسة (المتغير التابع)، ثم تم استخدام نموذج على قاعدة البيانات ل 2370 مؤسسة صغيرة ومتوسطة فرنسية للفترة الممتدة (2010-2002). خلصت الدراسة إلى أنه وفق نظرية التبادل يصبح الائتمان التجاري إشارة للدائنين الذين ليس لديهم معلومات خاصة عن المؤسسة والحصول على الائتمان يعتمد على الضمانات. كما توصلت إلى وجود علاقة سالبة بين الاستنادة والمردودية وعلاقة موجبة بين الاستنادة والنمو، وهو ما يتوافق مع نظرية التمويل التسلسلي، في حين أن العلاقة بين الاستنادة وعمر المؤسسة وكذلك حجمها لم يتم تحديدها طبيعتها فيما يتعلق بكلتا النظريتين.
- دراسة (Gharaibeh et Al-Najjar, 2007) بعنوان: محددات هيكل رأس المال (دراسة عن الشركات الصناعية الأردنية).

هدفت الدراسة إلى تسليط الضوء على خيارات التمويل المتاحة للمؤسسات في الدول النامية من خلال دراسة المؤسسات الصناعية الأردنية، وقد تبين أن خيارات التمويل تتأثر بعدة عوامل منها: الربحية، الضرائب، حجم الشركة، نسبة النمو، نسبة النمو، نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، وبنية الموجودات، السيولة، الأرباح الموزعة. تمت الدراسة على 68 مؤسسة صغيرة ومتوسطة في الفترة من 1996 إلى 2000 وقد خلصت الدراسة إلى أن خيارات التمويل تتأثر بعدة عوامل منها: الربحية، الضرائب، حجم المؤسسة، نسبة النمو، نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، نسبة الموجودات والسيولة والأرباح الموزعة. أثبتت الدراسة أيضا وجود هيكل مالي محدد مسبقا لدى المؤسسات الصناعية الأردنية كما أثبتت أن هذه المؤسسات تقوم بتعديل هيكل التمويل حسب احتياجاتها التمويلية.

خلاصة الفصل

تمهيدا للدراسة التطبيقية، تم التركيز في هذا الفصل على الجوانب النظرية للهيكل المالي، النظريات المالية المفسرة وكذا المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، حيث تم التطرق إلى مختلف مفاهيم الهيكل المالي وأهم محدداته ومكوناته وتم أيضا التطرق إلى النظريات المالية المفسرة للهيكل المالي للمؤسسات الاقتصادية، كما تم أيضا التعرض الى مفاهيم حول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وخصائصها ومميزاتها وكذا دورها في النسيج الاقتصادي الجزائري.

وأخيرا عرضنا أهم الدراسات السابقة التي تتماشى وموضوع بحثنا وكذا علاقة الدراسات السابقة بموضوع دراستنا من خلال توضيح حجم العينة ومتغيرات الدراسة وكذا الأسلوب المعتمد في عملية التحليل.

الفصل الثاني

الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة

والمتوسطة في الجزائر

(مقارنة بين نتائج النظرية المالية وواقع

المؤسسات الصغيرة والمتوسطة)

تمهيد

بعد تطرقنا في الفصل الأول إلى مجموع المفاهيم المتعلقة بالهيكل المالي ومحدداته، بالإضافة إلى النظريات المفسرة لهذا الأخير وأيضاً إلى مفهوم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومدى مساهمتها في الاقتصاد الوطني، كما ركزنا على الدراسات السابقة باللغتين الأجنبية والعربية. سنقوم في هذا الفصل بإسقاط الجانب النظري من نتائج النظريات المفسرة للهيكل المالي على واقع المؤسسات الاقتصادية الجزائرية وذلك بإجراء دراسة تطبيقية على عينة من (60) مؤسسة في ولاية برج بوعريش خلال سنة 2018 بالاعتماد على قوائمها المالية.

للإلمام أكثر بالدراسة التطبيقية نتناول من خلال هذا الفصل كل من الطريقة المستخدمة في الدراسة القياسية أي نموذج الدراسة والعينة المختارة ومصادر جمع بيانات الدراسة كما سنتطرق إلى الأدوات المعتمدة والتي تتمثل في منهجية الدراسة والأسلوب الإحصائي المعتمد، بعد ذلك، سنقوم بعرض نتائج ومناقشة نتائج ومقارنتها مع الدراسات السابقة وعلى هذا الأساس تم تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين كالتالي:

المبحث الأول: الطريقة المعتمدة والأدوات المستخدمة.

المبحث الثاني: عرض ومناقشة النتائج.

المبحث الأول: الطريقة المعتمدة والأدوات المستخدمة

قبل الشروع في الدراسة القياسية لعينة من المؤسسات الاقتصادية سنقوم بتسليط الضوء على جوانب الدراسة والمتمثلة في عينة الدراسة وكذا مجموعة الأدوات الإحصائية المستخدمة في الدراسة.

المطلب الأول: الطريقة المستخدمة

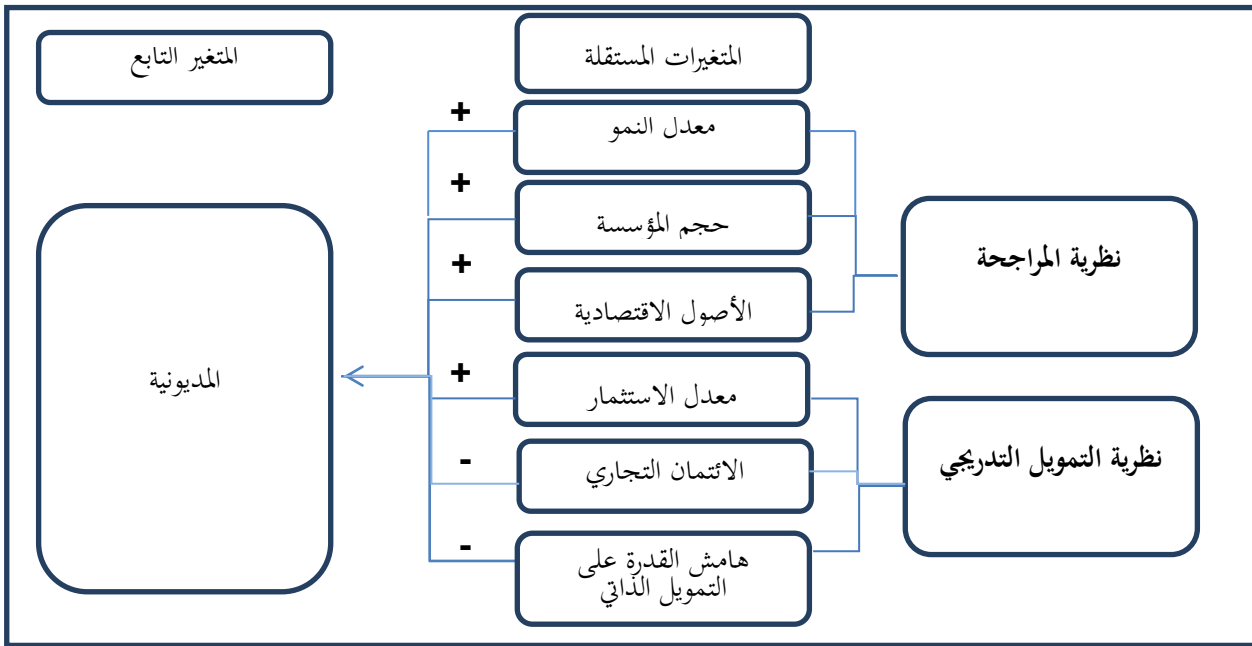
سنتطرق في هذا المطلب إلى فرعين، الفرع الأول يتمثل في تبيان نموذج وعينة الدراسة والفرع الثاني يبين طريقة جمع المعطيات.

الفرع الأول: نموذج الدراسة المقترح

أولاً: نموذج الدراسة الافتراضي

يبين الشكل رقم (13) العلاقة الافتراضية بين المتغير التابع (المديونية) مقاسا بكل من حجم المؤسسة، الأصول الاقتصادية، معدل الاستثمار والائتمان التجاري.

الشكل رقم (13): العلاقة الافتراضية بين مستوى المديونية ومحدداتها وفق النظريات المالية.



المصدر: من تصور الطلبة

ثانيا: نموذج الدراسة الرياضي

يوضح النموذج الرياضي المعادلة التي تبين علاقة متغيرات الدراسة والتي تتمثل في نسبة الملاءة المالية (TD) كمتغير تابع، والمتغيرات التالية: (حجم المؤسسة (Taille)، عمر المؤسسة (AGE)، معدل العائد على الاستثمار (ROI)، الائتمان التجاري (AC)، ضمانات (Gar)، معدل النمو (Crois)، الهامش على التمويل الذاتي (MAF)) كمتغيرات مستقلة، وتتم كتابة النموذج الرياضي وفق الصيغة التالية:

$$TD = \beta_0 + \beta_1(Taille) + \beta_2(AGE) + \beta_3(ROI) + \beta_4(AC) + \beta_5(Gar) + \beta_6(Croiss) + \beta_7(MAF) + \epsilon t$$

حيث أن:

β : معاملات النموذج؛

ϵt : خطأ التقدير.

ثالثا: تحديد متغيرات الدراسة

من خلال دراستنا في الفصل الأول للنظريات المفسرة للهيكال المالي وبالاعتماد أيضا على الدراسات السابقة التي تتماشى وموضوع بحثنا قمنا بتحديد متغيرات دراستنا على النحو التالي: المتغير التابع والمتغيرات المستقلة التي تؤثر على المتغير التابع (نسبة الملاءة المالية أو الاستدانة).

• المتغير التابع: الملاءة المالية

تمثل نسبة الملاءة قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزامات النقدية المطلوب سدادها على المدى المتوسط والطويل، وتختلف السيولة عن الملاءة المالية حيث يقتصر مفهوم السيولة على الأجل القصير، فيما تعني الملاءة المالية بقدرة المؤسسة على الوفاء باستحقاقاتها في أي لحظة ويؤدي عدم توفر المؤسسة على الملاءة المالية إلى إفلاسها في النهاية وهو المتغير التابع لدراستنا حيث استخدم هذا الأخير في عدة دراسات سابقة ذكرناها سابقا، أما فيما يخص دراستنا الحالية سيتم قياس نسبة الملاءة المالية كما يلي:

$$\text{نسبة الملاءة المالية} = \text{رؤوس الأموال الخاصة/إجمالي الأصول}$$

ونرمز له على النحو التالي:

$$TD = CP / AT$$

حيث أن:

TD: نسبة الملاءة المالية،

CP: رؤوس الأموال الخاصة،

AT: إجمالي الأصول.

• المتغيرات المستقلة

في دراستنا اعتمدنا على مجموعة من المتغيرات المستقلة وهي:

1- حجم المؤسسة: يعتبر حجم المؤسسة من المتغيرات التي قد تؤثر على مستوى مديونيتها باعتبار أن المؤسسة الصغيرة والكبيرة قد لا تملك نفس الامكانية للاستدانة، ويشير متغير حجم إلى أهمية المؤسسة ومكانتها في الاقتصاد، فهناك مؤسسات صغيرة، متوسطة وكبيرة وقد اختلف في عدد المعايير والمؤشرات التي تمكن من تصنيف هذه المؤسسات حسب حجمها والتي تم شرحها في الجانب النظري، إذ خالصنا إلى أنه هناك ثلاثة معايير مهمة وهي؛ المبيعات، رقم الأعمال وحجم الأصول، وهناك من يأخذ بعين الاعتبار متوسط إجمالي الأصول أو متوسط المبيعات أو غيرها، وفي دراستنا هذه اعتمدنا على ما يلي:

$$\text{حجم المؤسسة} = \text{لوغاريتم (رقم الأعمال)}$$

ونرمز له كالآتي:

$$\text{Taille} = \log (\text{CA}(n))$$

حيث:

Taille: حجم المؤسسة،

Log: اللوغاريتم النيبيري،

CA (n): رقم الأعمال للسنة (ن).

2- معدل العائد على الاستثمار: هو مقياس الأداء الذي يستخدم في تقدير مستوى كفاءة الاستثمار أو للمقارنة بين كفاءة عدد من الاستثمارات، أشارت عدة دراسات سابقة إلى وجود علاقة بين معدل العائد على الاستثمار والملاءة المالية أي نسبة الاستدانة وقد استخدمنا في دراستنا نسبة صافي الربح إلى إجمالي الأصول وفق الصيغة التالية:

$$\text{معدل العائد على الاستثمار} = \text{صافي الربح} / \text{إجمالي الأصول}$$

$$\text{ROI} = \text{BN} / \text{AT}$$

ونرمز له باللغة الأجنبية بما يلي:

حيث:

ROI: معدل العائد على الاستثمار،

BN: صافي الربح،

AT: إجمالي الأصول.

3- الائتمان التجاري: نوع من أنواع التمويل قصير الأجل تحصل عليه المؤسسة من الموردين، يتمثل في قيمة المشتريات الآجلة للسلع التي تتاجر فيها أو تستخدمها في العملية الصناعية، استخدم هذا المتغير أيضا في عدة دراسات، وفي دراستنا قمنا بحسابه كالآتي:

الائتمان التجاري = ديون الموردين - حقوق الزبائن / إجمالي الديون

ونرمز له بما يلي:

$$AC = DF - DC / DT$$

حيث:

AC: الائتمان التجاري،

DF: ديون الموردين،

DC: حقوق الزبائن،

DT: إجمالي الديون.

4- ضمانات (هيكل الأصول): استخدمت عدة دراسات عنصر الضمانات كمتغير مهم يؤثر على نسبة الملاءة المالية، واعتبرت

صافي الأصول المادية دون غيرها من المعنوية هي الضمان الجيد للمؤسسة، وقد قمنا بصياغة العلاقة كالتالي:

ضمانات = صافي الأصول المادية/إجمالي الأصول

ونكتبه كالتالي:

$$Gar = APN/AT$$

حيث:

Gar: الضمانات،

APN: صافي الأصول المادية،

AT: إجمالي الأصول.

5- معدل النمو: كما ذكرنا سابقا في مجموع الدراسات فقد كان لمعدل النمو أهمية في التأثير على نسبة الاستدانة، وقد تم اختيار

رقم الأعمال خارج الرسم كعنصر هام لحساب معدل النمو دون غيره من المتغيرات وفي دراستنا يحسب كالتالي:

$$\text{معدل النمو} = \frac{\text{رقم الأعمال خارج الرسم للسنة (ن) - رقم الأعمال خارج الرسم للسنة (ن-1)}}{\text{رقم الأعمال خارج الرسم للسنة (ن-1)}}$$

ونكتب كالتالي:

$$\text{Crois} = \frac{\text{CA HT}(n) - \text{CA HT}(n-1)}{\text{CA HT}(n-1)}$$

حيث:

Crois: معدل النمو.

CA HT: رقم الأعمال خارج الرسم.

6- القدرة على التمويل الذاتي: اعتبرت الدراسات السابقة القدرة على التمويل الذاتي كعنصر مهم لأنه كلما زاد تمويل المؤسسة

ذاتيا كلما انخفضت نسبة مديونتها وفي دراستنا اعتمدنا في حسابه على الهامش على التمويل الذاتي كما يلي:

الهامش على التمويل الذاتي = القدرة على التمويل الذاتي/القيمة المضافة للاستغلال

$$MAF = \frac{CAF}{VAEx}$$

ونكتب:

حيث:

MAF: الهامش على التمويل الذاتي،

CAF: القدرة على التمويل الذاتي،

VAEx: القيمة المضافة للاستغلال.

الفرع الثاني: مجتمع وعينة الدراسة

يتمثل مجتمع الدراسة في المؤسسات الاقتصادية الصغيرة والمتوسطة لولاية برج بوعرييج والتي هي بالأساس مؤسسات لإنتاج السلع أو/والخدمات والتي تشغل من 1 إلى 250 شخص ولا يتجاوز رقم أعمالها السنوي 4 مليار دينار جزائري أو لا يتجاوز مجموع حصيلتها السنوية 1 مليار دينار جزائري ويجب أن تستوفي معايير الاستقلالية بمعنى أنها لا تنتمي إلى مجمع.

في بداية الدراسة، استطعنا الحصول على عينة أولية متكونة من 120 مؤسسة اقتصادية صغيرة ومتوسطة، بعد الاحتكام إلى المعايير المذكورة آنفاً، تم إقصاء نصف العينة الأولى لعدم توفر المعلومات التي يتطلبها موضوع دراستنا. خلال عملية جمع العينة حرصنا على معرفة عمر المؤسسة والذي شكل متغيراً مهماً في مجموعة من الدراسات السابقة لكن لم تتوفر هذه المعلومة في أغلب مؤسسات العينة، ويمكن إرجاع عدم تمكننا من جمع هذه المعلومة المهمة إلى الوضعية الصحية الخاصة بوباء كوفيد 19 التي قلصت كثيراً من قدرتنا على البحث على المعلومة المرغوبة.

بعد إتمام مرحلة مطابقة معلومات العينة لمعايير الدراسة القياسية، تم الحصول على عينة مكونة من 60 مؤسسة تتوفر فيها جميع البيانات التي نخدم دراستنا القياسية، تتكون عينة مجتمع دراستنا من 60 مؤسسة اقتصادية تابعة لولاية برج بوعرييج حيث تم جمع البيانات والمعطيات المتمثلة في القوائم المالية (الميزانيات وجدول حسابات النتائج) لسنة 2018 وهذا راجع لعدم توفر ميزانيات السنوات الأخرى وقد تم الحصول على هذه المعطيات من طرف أصحاب المؤسسات وكذا بالاستعانة بالمركز الوطني للسجل التجاري فرع ولاية برج بوعرييج وقد تم التحفظ على أسماء وأرقام السجلات أخذاً بمبدأ السرية في المعلومات.

1- تصنيف عدد مؤسسات الدراسة حسب الحجم: المعيار المعتمد رقم الأعمال

من خلال الجدول رقم (12) تم تصنيف مؤسسات الدراسة حسب الحجم وقد اعتمدنا على معيار رقم الأعمال ويرجع السبب إلى ذلك لعدم توفر بعض المعلومات مثل الحصيلة السنوية وعدد العمال، حيث تكونت عينة دراستنا من 24 مؤسسة مصغرة حيث لا يتجاوز رقم أعمالها 40 مليون دينار جزائري و32 مؤسسة صغيرة لم يتجاوز رقم أعمالها 400 مليون دينار جزائري، و4 مؤسسات متوسطة حيث كان رقم أعمالها بين 400 مليون و4 مليار دينار جزائري.

الجدول رقم (12): تصنيف مؤسسات الدراسة حسب الحجم

عدد المؤسسات	نوع المؤسسة
24	مصغرة (رقم الأعمال السنوي 40 مليون دج)
32	صغيرة (رقم الأعمال السنوي 400 مليون دج)
4	متوسطة (رقم الأعمال السنوي 400 مليون - 4مليار دج)
60	المجموع

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على جدول حسابات النتائج لمؤسسات الدراسة.

2- تصنيف عدد مؤسسات الدراسة حسب القطاع الاقتصادي

يمثل الجدول رقم (13) تصنيف مؤسسات الدراسة حسب القطاع الذي تنشط فيه فنلاحظ وجود 50 مؤسسة بين الصناعة والخدمات و5 مؤسسات في قطاع البناء والأشغال العمومية و5 مؤسسات في القطاع الزراعي.

3- الجدول رقم (13): تصنيف مؤسسات الدراسة حسب القطاع الاقتصادي

عدد المؤسسات	نوع النشاط
26	الصناعة
24	الخدمات
5	البناء والأشغال العمومية
5	الزراعة
60	المجموع

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على القوائم المالية لمؤسسات الدراسة.

الفرع الثالث: مصادر المعلومات وتلخيص المعطيات

أولاً: مصادر جمع المعلومات

تم الاعتماد على جمع المعلومات على ما يلي:

1. المصادر الأولية

تتمثل في جميع المصادر التي اعتمدنا عليها في إعداد الجانب التطبيقي من الدراسة والتي تتمثل أساساً في القوائم المالية (ميزانية وجدول حسابات النتائج) لسنة 2018 للمؤسسات المعنية في الدراسة، بالإضافة إلى البيانات التي تم الحصول عليها من بعض المؤسسات الاقتصادية وكذا المعلومات المتحصل عليها من المركز الوطني للسجل التجاري.

2. المصادر الثانوية

لقد تم بحث ومراجعة بعض الكتب والمقالات والمذكرات والمجلدات والمواقع الالكترونية التي تخدم بحثنا والهدف من ذلك هو جمع الكم الكافي من المعلومات والنظر في الدراسات السابقة لتوضيح المفاهيم والنظريات أكثر وكذا التعرف على الطرق السليمة والصحيحة والمنهجية لكتابة الدراسة ومقارنة نتائجها.

3. تلخيص المعطيات

من أجل تحقيق هدف الدراسة واختبار فرضياتنا قمنا بحذف المؤسسات التي لم تتوفر بعض قوائمها المالية وبعض المؤشرات والنسب المستخدمة في دراستنا مثل عمر المؤسسة التي لم تتمكن من إيجاده وعلى هذا الأساس قمنا بتحليل القوائم المالية للعينة النهائية المتحصل عليها وهي 60 مؤسسة اقتصادية صغيرة ومتوسطة لولاية برج بوعرييج لسنة 2018.

المطلب الثاني: أدوات الدراسة

سنتطرق في هذا المطلب إلى الأساليب الاحصائية المعتمدة في الدراسة القياسية وخطوات التحقق من فرضياتهم.

الفرع الأول: الأسلوب الإحصائي المعتمد

تم الاعتماد في دراستنا على أسلوب الانحدار الخطي البسيط والمتعدد لاختبار فرضيات الدراسة وتحديد نسبة تأثير المتغيرات المستقلة على المتغير التابع وقد تم استخدام برنامج SPSS.

أولاً: الانحدار الخطي البسيط:

يستخدم النموذج الخطي ذي المتغيرين، أو تحليل الانحدار البسيط لاختبار الفروض حول العلاقة بين متغير تابع (Y) ومتغير مستقل أو مفسر (X)، ويبدأ الانحدار البسيط عادة برسم مجموعة قيم (XY) في شكل انتشار ثم التحديد بالنظر ما إذا كانت هناك علاقة خطية وتفسيرية بين المتغيرين.

• طريقة الحساب: بما أن العلاقة بين المتغيرين Y و X علاقة خطية نقوم بتقدير خط الانحدار Y على X بواسطة العلاقة:

$$\hat{Y} = a + bX$$

حيث أن:

a: ثابت الانحدار أو الجزء المقطوع من المحور Y؛

b: ميل الخط المستقيم أو معامل الانحدار (X/Y) أو (Y/X).

$$b = \frac{n\sum xy - (\sum x)(\sum y)}{n\sum x^2 - (\sum x)^2}$$

تحسب القيمتان a و b كما يلي:

$$a = \frac{\sum y - b\sum x}{n}$$

لإيجاد قيمة مقدرة جديدة \hat{Y}_R نعوض بقيمة معلومة للمتغير المستقل ولتكن X_R في معادلة تقدير خط الانحدار (Y/X).

$$\hat{Y} = a + bX_R$$

- إشارة معامل الانحدار تدل على نوع الارتباط (طردي أو عكسي)؛
- ميل الخط يمثل كمية التغير في Y المناظرة للتغير في X بمقدار وحدة واحدة.

ثانياً: الانحدار الخطي المتعدد

يستخدم تحليل الانحدار الخطي المتعدد لاختبار الفروض عن العلاقة بين متغير تابع (Y) وإثنين أو أكثر من المتغيرات المستقلة، X_1, X_2, \dots ويمكن كتابة نموذج الانحدار بمتغيرين مستقلين كالتالي:

$$Y_i = b_0 + b_1X_1 + b_2X_2 + u_i$$

يعتبر أسلوب الانحدار الخطي المتعدد من الأساليب الأكثر استخداماً في الدراسات القياسية والتي تضمن دقة في الاستدلال في إيجاد العلاقات السببية للظواهر المثيرة للبحث العلمي. يستخدم الانحدار الخطي المتعدد في التنبؤ بتغيرات المتغير التابع الذي يؤثر فيه عدة متغيرات مستقلة، إذ يتم استخدام الانحدار الخطي المتعدد لشرح العلاقة بين متغير تابع مستمر أو أكثر، ومتغيران مستقلان أو أكثر، يمكن أن تكون المتغيرات المستقلة مستمرة أو متقطعة.

• طريقة الحساب: المعادلة الخطية للانحدار الخطي المتعدد هي:

$$Y = \alpha + \beta_0 + \beta_1X_1 + \beta_2X_2 + \beta_3X_3 + \beta_4X_4 + \dots + \epsilon t$$

حيث أن:

α = قيمة ثابتة.

β_1 = ميل الإنحدار Y على المتغير المستقل الأول؛

β_2 = ميل الإنحدار Y على المتغير المستقل الثاني؛

X_1 = المتغير المستقل الأول؛

X_2 = المتغير المستقل الثاني.

بعد الحصول على نتائج معادلة الانحدار المتعدد يجب علينا أن نبين هل هذه المعادلة مقبولة إحصائياً أي معنوية إحصائية مع التنويه بأن المعنوية تكون لكل معامل على حدى.

ثالثاً: خطوات التحقق من فرضيات الانحدار الخطي

يشترط في استخدام أسلوب الانحدار الخطي البسيط والمتعدد التأكد من توفر مجموعة من الفرضيات قبل بداية تحليل عرض النتائج ومناقشتها، إذ بغياب هذه الفرضيات قد يؤدي تطبيق النموذج إلى نتائج مغلوطة، وهذه الفرضيات هي:

1. التأكد من خطية الظاهرة المدروسة؛
2. التأكد من توزيع المتغيرات والأخطاء توزيعاً طبيعياً؛
3. التأكد من عدم وجود ارتباط خطي متعدد بين المتغيرات المستقلة؛
4. التأكد من عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء (البواقي)؛

سنقوم بعد عرض الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة بالتحقق من هذه الفرضيات الخاصة بالانحدار البسيط والانحدار الخطي المتعدد.

المبحث الثاني: عرض ومناقشة النتائج

سنترك في هذا المبحث في البداية إلى التأكد من الشروط الواجب توفرها في أسلوب الانحدار الخطي ثم بعد ذلك سنقوم بعرض نتائج الدراسة الخاصة بنماذج الانحدار الخطي البسيط والانحدار الخطي المتعدد، تليها مناقشة نتائج بحثنا ومقارنتها مع نتائج الدراسات السابقة.

المطلب الأول: عرض الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة

تطرقنا في هذا المطلب إلى التعرف على مفهومي وفرضيات كل من الانحدار الخطي البسيط والمتعدد وعرض الإحصاءات الوصفية للمتغيرات والقيام بتحليل الانحدار البسيط للمتغير التابع مع جميع المتغيرات المستقلة.

الفرع الأول: عرض إحصاءات المتغير التابع والمتغيرات المستقلة

سنترك في هذا الفرع إلى عرض إحصاءات المتغير التابع وكذا المتغيرات المستقلة والجدول الموالي يمثل ملخص هذه الإحصاءات.

1- إحصائيات متغيرات الدراسة

يمثل الجدول رقم (14) إحصاءات الدراسة لجميع المتغيرات المستقلة حجم المؤسسة (Taille)، معدل العائد على الاستثمار (ROI)، الائتمان التجاري (AC)، ضمانات (Gar)، الهامش على التمويل الذاتي (MAF)، النمو (Crois) وكذا المتغير التابع وهو الملاءة المالية (TD) ل 60 مؤسسة صغيرة ومتوسطة للسنة 2018.

الجدول رقم (14): احصاءات متغيرات الدراسة

Croiss	MAF	Gar	AC	ROI	Taille	TD	رقم المؤسسة
-0,95	0,45	0,40	0,34	0,02	7,20	0,04	01
0,42	0,31	0,11	0,39	0,00	8,12	0,19	02
-0,03	0,49	0,28	0,08	0,04	8,41	0,39	03
-0,98	23,10	0,14	0,21	0,00	6,48	0,24	04
0,45	0,04	0,02	0,26	0,03	7,76	0,31	05
1,55	0,14	0,00	0,12	0,01	7,54	0,25	06
-0,85	0,96	0,29	0,26	-0,04	7,32	0,21	07
-0,88	3,02	0,06	0,26	-0,47	6,88	-0,26	08
1,40	0,58	0,72	0,14	0,01	7,70	0,02	09
-0,39	0,19	0,26	-0,14	0,04	6,11	0,38	10
-0,81	2,10	0,05	0,29	-0,07	7,14	-0,07	11
-0,04	0,49	0,30	0,02	0,02	8,18	0,30	12
-0,20	0,13	0,29	0,07	0,00	7,12	0,10	13
-0,05	1,11	0,02	0,00	-0,05	6,66	0,39	14
2,93	0,62	0,10	0,34	0,03	8,25	0,13	15
-0,65	0,20	0,67	0,38	-0,01	7,10	0,21	16
-0,30	0,30	0,03	0,08	0,03	8,19	0,38	17
-0,04	1,97	0,43	0,09	0,03	7,29	0,22	18
0,16	0,24	0,56	-0,17	0,02	7,28	0,62	19
11,69	0,57	0,06	-0,22	0,09	7,32	0,56	20
1,19	0,36	0,05	0,44	0,05	8,18	0,26	21
1,10	0,30	0,30	0,53	0,05	7,58	0,29	22
2,68	0,52	0,06	-0,14	0,07	8,33	0,26	23
-0,26	0,71	0,04	-0,15	0,04	7,15	0,30	24
-0,05	0,49	0,15	0,02	0,01	8,58	0,09	25
0,16	0,32	0,16	-0,34	0,00	8,83	0,10	26
1,19	0,60	0,72	0,16	0,01	7,63	0,47	27
-0,06	0,35	0,24	-0,09	0,03	8,50	0,20	28
-0,07	0,79	0,43	-0,13	0,02	8,46	0,19	29
0,28	0,57	0,01	0,19	0,03	8,80	0,17	30
1,22	0,61	0,12	0,01	0,07	7,91	0,42	31
1,45	0,83	0,31	0,17	0,08	9,11	0,13	32
-0,11	0,33	0,07	0,32	0,03	8,21	0,77	33
0,42	8,78	0,38	-0,06	-0,11	6,43	-0,09	34

0,13	0,55	0,09	0,58	0,03	7,48	0,73	35
0,16	0,57	0,09	-0,30	0,05	7,80	0,18	36
-0,18	0,59	0,21	-0,08	0,01	8,37	0,04	37
0,93	0,39	0,71	-0,09	0,01	8,58	0,10	38
-0,03	0,46	0,01	-0,03	0,03	8,47	0,16	39
-0,31	0,55	0,07	-2,06	0,08	8,12	0,90	40
-0,15	0,85	0,07	-0,23	0,10	7,49	0,10	41
-0,30	0,67	0,38	-0,01	-0,03	7,17	-0,02	42
-0,06	0,93	0,40	0,03	0,04	8,60	0,02	43
-0,51	6,70	0,37	0,03	-0,05	8,08	0,28	44
-0,03	0,40	0,00	-0,37	0,01	7,08	0,60	45
0,06	0,46	0,02	-0,59	0,04	8,55	0,80	46
-0,23	0,30	0,04	0,01	0,01	8,36	0,16	47
-0,07	0,65	0,05	-0,01	0,02	7,72	0,13	48
0,98	0,41	0,00	-0,19	0,06	8,10	0,14	49
0,80	0,34	0,03	-0,09	0,02	8,19	0,13	50
-0,01	0,40	0,03	-0,11	0,04	8,21	0,15	51
1,09	0,22	0,31	0,71	0,02	7,73	0,28	52
0,03	1,97	0,33	0,05	-0,05	8,15	0,09	53
0,22	0,18	0,09	-1,32	0,01	7,97	0,54	54
0,04	0,32	0,17	-0,02	0,05	8,43	0,23	55
-0,62	0,32	0,08	-0,22	0,08	7,29	0,23	56
2,47	0,60	0,31	0,19	-0,00	6,54	0,13	57
-0,07	0,02	0,04	0,79	-0,00	7,52	0,01	58
0,05	0,60	0,36	-0,08	0,05	8,76	0,36	59
-0,02	0,34	8,75	-28,01	0,02	7,94	0,34	60

المصدر: من إعداد الطلبة اعتمادا على مخرجات برنامج Excel.

1- الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

تظهر نتائج الوصف الإحصائي المبينة في الجدول رقم (14) بالنسبة للمتغير التابع الملاءة المالية أعلى نسبة ب (89%) حيث نلاحظ أن هناك بعض المؤسسات متحكمة جيدا في مديونتها أي كل دينار من الأصول يقابله (0,89 دينار) من الأموال الخاصة، أدنى نسبة للمتغير ب (-0,26) أي أن هناك مؤسسات يمكن أن تقع في خطر التوازن المالي إذ أن حجم الديون تجاوز حجم الأصول، بانحراف معياري (0,22) ومتوسط حسابي يساوي (0,24).

الجدول رقم (15): الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة

المتغيرات	حجم العينة	أقل نسبة	أكبر نسبة	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري
الملاءة المالية (TD)	60	-0,26	0,89	0,24	0,22
حجم المؤسسة (Taille)	60	6,11	9,11	7,66	0,67
معدل العائد على الاستثمار (ROI)	60	-0,46	0,10	0,01	0,07
الائتمان التجاري (AC)	60	-28,01	0,78	-0,46	3,64
ضمانات (Gar)	60	0,0005	8,75	0,34	1,12
الهامش على التمويل الذاتي (MAF)	60	0,024	23,10	1,20	3,19
النمو (Crois)	60	-0,97	11,69	0,43	1,69

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS.

أما بالنسبة للمتغيرات المستقلة فكانت أعلى نسبة لحجم المؤسسة (9,11) وهذا يدل على أن رقم أعمال المؤسسات كبير بمعنى كل دينار مستثمر يقابله 9,11 دج من المبيعات، وأدنى نسبة (6,11) بانحراف معياري (0,67) ومتوسط حسابي يساوي (7,66)، أظهر أيضا الوصف الإحصائي لمتغير معدل العائد على الاستثمار بأعلى نسبة (10%) وهذا يدل على وجود نتيجة السنة المالية موجبة مع تحقيق عائد على الاستثمار، وأدنى نسبة ب (46%) وهذا يشكل خطرا على المؤسسات من حيث العوائد فنتيجة السنة المالية كانت سالبة أي دون وجود عائد على الاستثمار في هذه الحالة، بانحراف معياري (0,07) ومتوسط (0,01). فيما يخص الائتمان التجاري، نلاحظ بأن أعلى نسبة (78%) مما يعني أن بعض المؤسسات تعتمد في تمويل دورة استغلالها على الموارد قصيرة الأجل وهذا يشكل خطرا على مديونية المؤسسة، وأدنى نسبة ب (-28,01) أي أن حقوق الزبائن أكبر من ديون الموردين، بانحراف معياري مرتفع (3,64) ومتوسط (-0,46)، يليها متغير الضمانات بأعلى نسبة (875%) مما يعني أن بعض المؤسسات لديها أصول اقتصادية كبيرة مما يساعدها في عملية الاقتراض إذ تعتبر ضمانات في حالة عدم القدرة على السداد وأدنى نسبة لها تقدر ب (0,05%) يعني احتواء بعض المؤسسات على قدر صغير من الأصول المادية الثابتة مما يصعب عليها الحصول على الاقتراض لأن معدل ضماناتها منخفض، بمتوسط (0,34) وانحراف معياري وصل إلى (1,12).

كما أظهرت نتائج الوصف الاحصائي أيضا بالنسبة لمتغير الهامش على التمويل الذاتي أعلى نسبة (231%) مما يدل على قدرة بعض المؤسسات على تمويل نفسها ذاتيا دون الاعتماد على مصادر تمويل خارجية، وأدنى نسبة (2,4%) أي عدم قدرة مؤسسات أخرى من العينة على التمويل الذاتي واللجوء إلى الاستدانة كمصدر للتمويل سواء طويل أو متوسط أو قصير الأجل، بانحراف معياري (3,19) ومتوسط (1,20). أخيرا، لدينا متغير النمو والذي شهد أعلى نسبة وبلغت (116,9%)

أي أن رقم أعمال بعض المؤسسات يرتفع بشكل كبير سنة بعد سنة وهذا يدل على زيادة مبيعاتها، وأدى نسبة (97%) مما يعني انخفاض مبيعات مؤسسة أخرى بمتوسط (0,43) وانحراف معياري (1,69).

الفرع الثاني: التحقق من شروط الانحدار الخطي

أولاً: اختبار التوزيع الطبيعي للبيانات

يبين الجدول رقم (16) اختبار التوزيع الطبيعي لبيانات المتغيرات المستقلة والمتغير التابع بالاعتماد على اختبائي

(Shapiro-Wilk و Kolmogorov-Smirnov).

الجدول رقم (16): اختبار التوزيع الطبيعي للبيانات

Shapiro-Wilk		Kolmogorov-Smirnov		القوانين الإحصائية المتغيرات
Signification	قيمة المعامل	Signification	قيمة المعامل	
0,005	0,938	0,009	0,134	الملاءة المالية (TD)
0,149	0,970	0,024	0,123	حجم المؤسسة (Taille)
0,000	0,564	0,000	0,263	معدل العائد على الاستثمار (ROI)
0,000	0,177	0,000	0,443	الائتمان التجاري (AC)
0,000	0,228	0,000	0,378	ضمانات (Gar)
0,000	0,301	0,000	0,398	الهامش على التمويل الذاتي (MAF)
0,000	0,507	0,000	0,246	النمو (Crois)

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على نتائج برنامج SPSS

تم استخدام اختبائي (شاييرو-ويلك) و(كولمجروف-سيميرنوف) لبيان التوزيع الطبيعي لمتغيرات الدراسة وبمستوى ثقة 95%، بينت نتائج الاختبارين أن أغلب المتغيرات لا تتبع التوزيع الطبيعي لأن القيمة الاحتمالية (Sig) المحسوبة للمتغيرات أقل من 5% باستثناء متغير حجم المؤسسة (Taille) باعتبار أن قيمة (Sig) المحسوبة للمتغير بلغت 0.149 أكبر وهي أكبر من 5%.

الفرع الثالث: مصفوفة الارتباط

أولاً: تحليل مصفوفة الارتباط للمتغيرات المستقلة

من المحتمل أن تنشأ مشكلة الارتباط الخطي المتعدد عند إدخال العديد من المتغيرات المستقلة في النموذج وبالتالي يصبح من الصعب فهم تأثيراتها الفردية على المتغير التابع إذ تصبح وكأنها تقيس نفس الظاهرة. في المقابل، توجد عدة طرق لاكتشاف مشكلة الارتباط الخطي المتعدد. في دراستنا، سنفحص أولاً معاملات الارتباط بين كل زوج من المتغيرات المستقلة باستخدام اختبار بيرسون والذي لا يجب أن مستوى معاملاته 0.8. أيضاً، سنقوم باختبارات عامل تضخم التباين VIF والذي يشير إلى النسبة التي يتم بها تضخيم تباين المتغير من خلال وجود علاقة خطية متعددة. كقاعدة عامة، عندما يكون مؤشر VIF أقل من 4 فهذا دليل على عدم وجود ارتباط خطي متعدد بين المتغيرات المستقلة. يمثل الجدول رقم (17) مصفوفة الارتباط للمتغيرات المستقلة قيد الدراسة بالاعتماد على نتائج برنامج SPSS.

الجدول رقم (17): ملخص مصفوفة معاملات الارتباط.

	حجم المؤسسة (Taille)	معدل العائد على الاستثمار (ROI)	الائتمان التجاري (AC)	ضمانات (Gar)	الهامش على التمويل الذاتي (MAF)	النمو (Crois)
حجم المؤسسة (Taille)	1					
معدل العائد على الاستثمار (ROI)	0.333**	1				
الائتمان التجاري (AC)	-0,041	-0,029	1			
ضمانات (Gar)	0,13	-0,002	-0,975**	1		
الهامش على التمويل الذاتي (MAF)	-0,339**	-0,226	0,043	-0,030	1	
النمو (Crois)	0,021	0,242	0,035	-0,044	-0,135	1

**الارتباط معنوي عند مستوى دلالة 0.01 من طرفين.

المصدر: من إعداد الطلبة اعتماداً على مخرجات برنامج SPSS.

تشير بيانات الجدول رقم (17) إلى أن أغلب المتغيرات المستقلة غير مرتبطة فيما بينها بدلالة أن معاملات الارتباط منخفضة ولم تتجاوز 0.8 المعيارية كما أنها غير دالة معنوياً عند مستوى 0.05 باستثناء وجود ارتباط خطي بين المتغيرين الائتمان التجاري (AC) والضمانات (Gar) وحجم المؤسسة ومعدل الاستثمار.

ثانيا: اختبار عامل تضخم التباين VIF

الجدول رقم (18): اختبار عامل تضخم التباين VIF

احصائيات العلاقة الخطية المتعددة		المتغيرات
عامل تضخم التباين VIF	Tolérance	
1,245	0,803	حجم المؤسسة (Taille)
1,222	0,818	معدل العائد على الاستثمار (ROI)
20,850	0,048	الائتمان التجاري (AC)
20,818	0,048	ضمانات (Gar)
1,163	0,860	الهامش على التمويل الذاتي (MAF)
1,082	0,924	النمو (Crois)

المصدر: من إعداد الطلبة اعتمادا على مخرجات برنامج SPSS.

تشير بيانات الجدول رقم (18) إلى عدم وجود ارتباط خطي متعدد بين المتغيرات المستقلة حيث أشارت نتائج عامل تضخم التباين VIF التي كانت نسبها أقل من 4 للمتغيرات المستقلة: حجم المؤسسة (Taille)، معدل العائد على الاستثمار (ROI)، الهامش على التمويل الذاتي (MAF)، النمو (Crois) ووجود ارتباط خطي بين المتغيرين الائتمان التجاري (AC)، ضمانات (Gar) حيث كانت قيمة عامل تضخم التباين أكبر من 4.

ثالثا: عرض نتائج الانحدار البسيط

من أجل اختبار فرضيات دراستنا، سنتطرق في هذا الفرع إلى تحليل نسبة المتغير التابع والمتمثل في الملاءة المالية مع جميع المتغيرات المستقلة باستخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط والاعتماد على مخرجات برنامج SPSS في عملية التحليل.

1- تحليل انحدار نسبة الملاءة المالية على حجم المؤسسة

بغرض اختبار علاقة الأثر لحجم المؤسسة على الملاءة المالية قمنا باستخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط. يبين الجدول رقم (19) النتائج المتحصل عليها.

الجدول رقم (19): تحليل انحدار نسبة الملاءة المالية على حجم المؤسسة.

القيم	الإحصاءات
-0.296	قيمة اختبار t
0.056	معامل الارتباط R
0.003	معامل التحديد R ²
0.769	القيمة الاحتمالية Sig

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS.

يبين الجدول رقم (19) أن معامل الارتباط (R) بين نسبة الملاءة المالية وحجم المؤسسة هو 0,056 أما قيمة معامل التحديد (R^2) والذي يعبر عن القوة التفسيرية للنموذج يقدر ب 0,003 وهي نسبة ضعيفة جدا، إذ يعني بأن 0,3 % من التغيرات التي تمس الملاءة المالية تفسر من طرف حجم المؤسسة، كما أن القيمة الاحتمالية تساوي 0,769 وهي أكبر من مستوى الدلالة 0,05، بمعنى أن العلاقة غير دالة معنويا.

2- تحليل انحدار نسبة الملاءة المالية على معدل العائد على الاستثمار

يمثل الجدول رقم (20) تحليل نسبة الملاءة المالية على معدل العائد على الاستثمار باستخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط.

الجدول رقم (20): تحليل انحدار نسبة الملاءة المالية على معدل العائد على الاستثمار

القيم	الإحصاءات
3,669	قيمة اختبار t
0,434	معامل الارتباط R
0,188	معامل التحديد R^2
0.001	القيمة الاحتمالية Sig

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS.

من نتائج الجدول رقم (20) يتبين أن معامل الارتباط بين نسبة الملاءة المالية ومعدل العائد على الاستثمار (R) يقدر ب 0,434 أي أن هناك ارتباط قوي بين المتغيرين ويقدر معامل التحديد (R^2) الذي يمثل هو أيضا القوة التفسيرية للنموذج ب 0,188، أما بالنسبة لمستوى القيمة الاحتمالية فقدرت 0,1 % وهي قل من مستوى الدلالة 0,05 ومنه نستنتج بأن العلاقة دالة معنويا.

3- تحليل انحدار نسبة الملاءة المالية على الائتمان التجاري

يمثل الجدول الموالي تحليل نسبة الملاءة المالية على الائتمان التجاري باستخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط

الجدول رقم (21): تحليل انحدار نسبة الملاءة المالية على الائتمان التجاري

القيم	الإحصاءات
-0,756	قيمة اختبار t
0,099	معامل الارتباط R
0,010	معامل التحديد R^2
0,453	القيمة الاحتمالية Sig

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS.

يبين الجدول رقم (21) أن معامل الارتباط الخطي بين نسبة الملاءة المالية والائتمان التجاري (R) يقدر ب 0,099، وأن معامل التحديد (R²) يقدر ب 0,010 والذي يمثل مدى الدقة في تقدير المتغير التابع (نسبة الملاءة المالية)، أما بالنسبة لمستوى المعنوية فقد قدرت ب 0,453 وبالتالي فالعلاقة غير دالة معنويًا.

4- تحليل انحدار نسبة الملاءة المالية على الضمانات

يمثل الجدول الموالي تحليل نسبة الملاءة المالية على الضمانات باستخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط

الجدول رقم (22): تحليل انحدار نسبة الملاءة المالية على الضمانات

الإحصاءات	القيم
قيمة اختبار t	0,199
معامل الارتباط R	0,026
معامل التحديد R ²	0,001
القيمة الاحتمالية Sig	0,843

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS.

من إحصائيات الجدول رقم (22) يظهر أن الارتباط بين نسبة الملاءة المالية وحجم الضمانات (R) قدرت ب 0,026، مما يعني بأن حجم الضمانات لا يفسر إلا 2,6% من تغيرات الملاءة المالية، وهي نسبة ضعيفة جدا كما قدر معامل التحديد (R²) ب 0,1%، أما بالنسبة لمستوى المعنوية فقد قدرت ب 0,843 مما يدل على أن العلاقة غير معنوية.

5- تحليل انحدار نسبة الملاءة المالية على الهامش على التمويل الذاتي

يمثل الجدول الموالي تحليل نسبة الملاءة المالية على الهامش على التمويل الذاتي باستخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط

الجدول رقم (23): تحليل انحدار نسبة الملاءة المالية على الهامش على التمويل الذاتي

الإحصاءات	القيم
قيمة اختبار t	-0,962
معامل الارتباط R	0,125
معامل التحديد R ²	0,016
القيمة الاحتمالية Sig	0,340

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS.

يبين الجدول رقم (23) أعلاه أن الارتباط بين نسبة الملاءة المالية والهامش على التمويل الذاتي (R) قدر ب 0,125، ويقدر معامل التحديد الذي يمثل القوة التفسيرية للنموذج 0,016، ومستوى المعنوية قدرت ب 0,340.

6- تحليل انحدار نسبة الملاءة المالية على معدل النمو

يمثل الجدول الموالي تحليل نسبة الملاءة المالية على الهامش على معدل النمو باستخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط

الجدول رقم (24): تحليل انحدار نسبة الملاءة المالية على معدل النمو.

الإحصاءات	القيم
قيمة اختبار t	1,243
معامل الارتباط R	0,161
معامل التحديد R ²	0,026
القيمة الاحتمالية Sig	0,219

المصدر: من اعداد الطلبة بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS.

يوضح الجدول رقم (24) أن معامل الارتباط الخطي بين نسبة الملاءة المالية ومعدل النمو (R) قدر ب 0,161 وأن معامل التحديد (R²) قدر ب 0,026 أي أن معدل النمو يفسر 2,6% من تغيرات الملاءة المالية، أما بالنسبة لمستوى دلالة المعنوية Sig فقدرت ب 0,219.

المطلب الثاني: تحليل الانحدار الخطي المتعدد

الفرع الأول: تقدير نموذج الانحدار

على أساس نتائج مصفوفة معاملات الارتباط للمتغيرات المستقلة واختبار VIF، يتضح لنا بأنه لا يمكن إدراج جميع المتغيرات المستقلة في نموذج واحد لوجود ارتباطات متعددة بين بعض المتغيرات المستقلة وعليه سنقوم بالانحدار الخطي بالنموذجين التاليين:

1. المتغيرات المستقلة للنموذج الأول: حجم المؤسسة، الائتمان التجاري، النمو؛

2. المتغيرات المستقلة للنموذج الثاني: معدل العائد على الاستثمار، ضمانات، الهامش على التمويل الذاتي.

مع التذكير بأن المتغير التابع يبقى دائما نفسه وهو الملاءة المالية في كلا النموذجين.

يلخص الجدول رقم (25) نتائج تقدير نموذجي الانحدار المتعدد والمتعلق بالعوامل المؤثرة على الملاءة المالية لعينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر:

جدول رقم (25): تحليل الانحدار المتعدد للنموذج الأول.

نتائج النموذج الأول			
المتغيرات المستقلة	قيمة B	اختبار t	Sig. Test
حجم المؤسسة (Taille)	0,017	0,391	0,697
الائتمان التجاري (AC)	0,006-	0,781-	0,438
النمو (Crois)	0,022	1,248	0,217
R ²	0,039		
F	0,767		
DW	2,291		
Sig	0,517		
R	0,20		
نتائج النموذج الثاني			
المتغيرات المستقلة	قيمة B	اختبار t	Sig. Test
معدل العائد على الاستثمار (ROI)	1,294	3,456	0,001
ضمانات (Gar)	0,005	0,217	0,829
الهامش على التمويل الذاتي (MAF)	0,002-	0,225-	0,823
R ²	0,19		
F	4,375		
DW	2,211		
Sig	0,008		
R	0,436		

المصدر: من إعداد الطلبة اعتمادا على مخرجات برنامج SPSS.

بالنظر إلى الجدول رقم (25) أعلاه، ومن خلال النموذج الأول، نجد أن قيمة F المحسوبة تساوي إلى (0,767) وهي أقل من F الجدولية، كما أن قيمة Sig (0,517) وبالتالي يمكن القول بأنه لا يوجد انحدار متعدد معنوي للمتغيرات المستقلة

للمنموذج الأول وهي كل من حجم المؤسسة (Taille)، الائتمان التجاري (AC) والنمو (Crois) على المتغير التابع وهو الملاءة المالية (TD).

عند النظر إلى قيمة R^2 يلاحظ أن القوة التفسيرية لمعامل التحديد المعدل بلغت 0,039 وهي ضعيفة جدا مما يعني أن 3,9% من التغير في الملاءة المالية يمكن تفسيره من خلال المتغيرات المستقلة مجتمعة التي تضمنها النموذج الأول.

أخيرا، تشير قيم اختبار (Durbin-Watson (DW) والبالغة 2,291 والتي هي أكبر من القيم الجدولية البالغة 1.449 مما يؤكد بأن نموذج الانحدار لا يعاني من مشكلة الارتباط الذاتي للأخطاء (البواقي).

بالنسبة للنموذج الثاني نلاحظ أيضا بأن قيمة F المحسوبة تساوي (4,375) وهي أكبر من F الجدولية، كما أن قيمة الاحتمالية Sig تساوي (0,008) وهي أقل من مستوى الدلالة 0,05 وبالتالي يمكن القول بأنه يوجد انحدار متعدد معنوي للمتغيرات المستقلة للنموذج الثاني وهي كل من العائد على الاستثمار (ROI)، الائتمان التجاري (Gar) والهامش على التمويل (MAF) على المتغير التابع وهو الملاءة المالية (TD).

عند النظر إلى قيمة R^2 يلاحظ أن القوة التفسيرية لمعامل التحديد المعدل بلغت 0,19 مما يعني أن 19% من التغير في الملاءة المالية يمكن تفسيره من خلال المتغيرات المستقلة مجتمعة التي تضمنها النموذج الثاني.

أيضا، تشير قيم اختبار (Durbin-Watson (DW) والبالغة 2,221 والتي هي أكبر من القيم الجدولية البالغة 1.449 مما يؤكد بأن نموذج الانحدار لا يعاني من مشكلة الارتباط الذاتي للأخطاء (البواقي).

من خلال نتائج النموذج الثاني نتوصل إلى أن نموذج الانحدار يصبح انحدار بسيطاً باعتبار أنه لدينا متغير واحد مستقل يؤثر في التغير الحاصل في المتغير التابع للدراسة وبالتالي يأخذ النموذج الشكل الموالي:
نموذج الدراسة:

$$TD = 0,234 + 1,294(ROI) + \varepsilon_t$$

المطلب الثالث: مناقشة نتائج الدراسة ومقارنتها مع الدراسات السابقة

سنتطرق في هذا المطلب إلى اختبار فرضيات الدراسة ثم مناقشتها ومقارنتها مع الدراسات السابقة.

الفرع الأول: مناقشة نتائج الدراسة

سنعرض في هذا الفرع اختبار فرضيات الدراسة مع مقارنتها بالمرجعية النظرية التي استمدت منها.

أولاً: حسب نظرية المراجعة (التبادل)

1- اختبار الفرضية الأولى

أظهرت نتائج الانحدار المتعدد المبينة في الجدول رقم (25)، ومن خلال النموذج الأول، أن هناك تأثيراً إيجابياً لحجم المؤسسة على الملاءة المالية حيث بلغت قيمة المعامل ($B=0,017$)، فعندما يزداد حجم المؤسسة (Taille) بوحدة واحدة فإن مستوى الملاءة المالية (TD) يزداد بمعدل (0,017) إلا أنه لم يكن له دلالة إحصائية حيث بالنظر إلى القيمة الاحتمالية Sig لهذا المتغير نجدها (0,697) وبناء على ذلك فإنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم المؤسسة ومستوى الملاءة المالية.

كما أظهرت نتائج الانحدار المتعدد للنموذج الثاني الظاهرة في الجدول رقم (25) أن هناك تأثيراً إيجابياً لمستوى الأصول الاقتصادية (ضمانات) (Gar) على الملاءة المالية (TD) حيث بلغت قيمة المعامل ($B=0,005$)، فعندما يزداد معدل الأصول الاقتصادية (ضمانات) بوحدة واحدة فإن مستوى الملاءة المالية ينقص بمعدل (0,005) وهو ذو دلالة إحصائية حيث بالنظر إلى القيمة الإحصائية Sig لهذا المتغير نجدها (0,829) وبالتالي يتم رفض الفرضية التي تنص على وجود علاقة طردية بين مستوى الأصول الاقتصادية (ضمانات) ومستوى الملاءة المالية.

2- اختبار الفرضية الثانية

أظهرت نتائج الانحدار المتعدد للنموذج الأول من خلال الجدول رقم (25) أن هناك تأثيراً إيجابياً لمعدل النمو (Crois) على الملاءة المالية (TD) حيث بلغت قيمة المعامل ($B=0,022$)، فعندما يزداد معدل النمو بوحدة واحدة فإن مستوى الملاءة المالية يزداد بمعدل (0,022)، وبالنظر إلى القيمة الاحتمالية Sig لهذا المتغير نجدها (0,217) أي أن المتغير بدون معنوية إحصائية وبالتالي يتم عدم تحقق الفرضية الثانية للدراسة والتي تنص على وجود علاقة طردية بين معدل النمو ومستوى الملاءة المالية.

ثانياً: حسب نظرية التمويل التدريجي (الهرمي)

1- اختبار الفرضية الثالثة

أظهرت نتائج الانحدار المتعدد المدرجة في الجدول رقم (25) للنموذج الثاني أن هناك تأثيراً إيجابياً لمعدل العائد على الاستثمار (ROI) على الملاءة المالية (TD) حيث بلغت قيمة المعامل ($B=1,294$)، فعندما يزداد معدل العائد على الاستثمار بوحدة واحدة فإن مستوى الملاءة المالية يزداد بمعدل (1,294)، وبالنظر إلى القيمة الاحتمالية Sig لهذا المتغير نجدها (0,001) أي أن المتغير ذو معنوية إحصائية وبالتالي يتم قبول الفرضية والتي تنص على وجود علاقة طردية بين معدل العائد على الاستثمار ومستوى الملاءة المالية.

2- اختبار الفرضية الرابعة

أظهرت نتائج الانحدار المبينة في الجدول رقم (25) والخاصة بالنموذج الأول أن هناك تأثيراً سلبياً للائتمان التجاري (AC) على الملاءة المالية (TD) حيث بلغت قيمة المعامل (B=-0,006)، فعندما يزداد معدل الائتمان التجاري بوحدة واحدة فإن مستوى الملاءة المالية ينخفض بمعدل (-0,006)، وعند مقارنة القيمة الاحتمالية والمقدرة ب 0,438 نجد أنها أكبر من مستوى الدلالة 0.05 وبالتالي يتم رفض الفرضية والتي تنص على وجود علاقة عكسية بين الائتمان التجاري ومستوى الملاءة المالية.

3- اختبار الفرضية الخامسة

أظهرت نتائج الانحدار المتعدد الخاصة بالنموذج الثاني المبينة في الجدول رقم (25) أن هناك تأثيراً سلبياً للهامش على التمويل الذاتي (MAF) على الملاءة المالية (TD) حيث بلغت قيمة المعامل (B=-0,002)، فعندما يزداد معدل الهامش على التمويل الذاتي بوحدة واحدة فإن مستوى الملاءة المالية ينخفض بمعدل (-0,002)، وبالنظر إلى القيمة الاحتمالية Sig لهذا المتغير نجد أنها (0,823) أي أن المتغير دون معنوية إحصائية وبالتالي لا يتم قبول الفرضية والتي تنص على وجود علاقة عكسية بين معدل الهامش على التمويل الذاتي ومستوى الملاءة المالية.

من خلال نتائج اختبائي الانحدار الخطي البسيط والمتعدد التي قمنا بها، يمكن تلخيص النتائج التي توصلت لها

دراستنا كآتي:

- حسب نظرية المراجعة (التبادل)

- الفرضية الأولى: غير محققة باعتبار عدم وجود تأثير إيجابي لحجم المؤسسة على الملاءة المالية، كما أن هناك وجود تأثير سلبى ذو دلالة إحصائية للأصول الاقتصادية (ضمانات) على الملاءة المالية وعدم وجود تأثير إيجابي للأصول الاقتصادية على الملاءة المالية كما تم افتراضه من خلال دراستنا؛

- الفرضية الثانية: غير محققة باعتبار عدم وجود تأثير إيجابي لمعدل النمو على الملاءة المالية.

- حسب نظرية التمويل التدريجي:

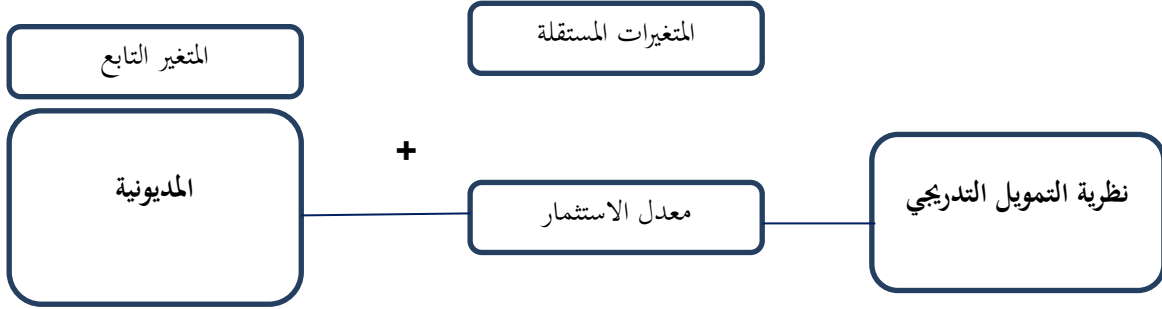
- الفرضية الثالثة: محققة باعتبار وجود تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية لمعدل العائد على الاستثمار على الملاءة المالية؛

- الفرضية الرابعة: غير محققة باعتبار وجود تأثير سلبى ذو دلالة إحصائية للائتمان التجاري على الملاءة المالية؛

- الفرضية الخامسة: غير محققة باعتبار عدم وجود تأثير سلبى للهامش على التمويل الذاتي على الملاءة المالية.

من خلال الشكل رقم (14) يمكننا تلخيص نتائج الدراسة:

الشكل رقم (14): ملخص نتائج الدراسة (تأثير المتغيرات المستقلة على المتغير التابع).



المصدر: من إعداد الطلبة اعتمادا على نتائج الدراسة.

الفرع الثاني: مقارنة نتائج الدراسة مع الدراسات السابقة

سنعرض في هذا الفرع ملخص لأهم نتائج الدراسات السابقة مع تبيان شكل الأثر للمتغيرات المستقلة وأسماء الباحثين

وسنة البحث. يوضح الجدول رقم (24) أهم نتائج الدراسات السابقة.

الجدول رقم (27): ملخص نتائج الدراسات السابقة

الدراسات السابقة	الأثر	المتغيرات المستقلة
Gordon (1962) Martin et Scott (1974) Gaud et Jani (2002) Titman et Wessels (1988)	+	حجم المؤسسة (Taille)
Pompfer et Shapiro (1987) Boquist et Moor (1984) .	-	
Marsh (1982) Harris et Raviv (1990) Rajan et Zingales (1995) Ziane (2001) Najet (1966) Adair et Adaskou (2015)	-	معدل العائد على الاستثمار (ROI)
Najet (1996) Ziane (2001)	-	الضمانات (Gar)
Adair et Adaskou (2015)	+	
Myers (1977) Rajan et Zingales (1995) Gaud et Jani (2002)	-	معدل النمو (Croiss)
Adair et Adaskou (2015)	+	
Adair et Adaskou (2015)	-	الائتمان التجاري (AC)
Adair et Adaskou (2015)	-	الهامش على التمويل الذاتي (MAF)

المصدر: من إعداد الطلبة من خلال تحليل نتائج الدراسات السابقة..

(+): كلما زاد المتغير المستقل الموافق كلما زادت نسبة الملاءة المالية (علاقة طردية).

(-): كلما زاد المتغير المستقل الموافق كلما انخفضت نسبة الملاءة المالية (علاقة عكسية).

بالنظر إلى الجدول رقم (24) ومقارنة نتائج الدراسات السابقة مع نتائج دراستنا توصلنا إلى:

- حجم المؤسسة (Taille)

توصلت دراستنا إلى عدم وجود علاقة طردية بين حجم المؤسسة ونسبة الملاءة المالية وهي نفس النتائج التي توصل إليها كل من (Pompfer et Shapiro (1987), Boquist et Moor (1984). بالمقابل، توصلت الدراسات Gordon (1988), Titman et Wessels (1988), Gaud et Jani (2002), Martin et Scott (1974) إلى نتائج عكسية حيث بينت أن وجود علاقة طردية بين حجم المؤسسة ونسبة الملاءة المالية.

- معدل العائد على الاستثمار (ROI)

توصلت دراستنا إلى وجود علاقة طردية بين معدل العائد على الاستثمار ونسبة الملاءة المالية وهي على خلاف النتائج التي توصلت إليها الدراسات التالية: (Marsh (1982), Harris et Raviv (1990), Rajan et Zingales (1995), Ziane (2001), Najet (1966), Adair et Adaskou (2015).

- الضمانات (Gar)

توصلنا في دراستنا إلى عدم وجود علاقة طردية بين حجم الضمانات ونسبة الملاءة المالية وهي نفس النتائج التي توصلت إليها من (Najet (1966), Zaine (2001) حيث توصل هؤلاء الباحثين إلى وجود علاقة عكسية بين حجم الضمانات ونسبة الملاءة المالية.

- معدل النمو (Croiss)

أظهرت نتائج دراستنا على عدم وجود علاقة طردية بين معدل النمو ونسبة الملاءة المالية حي توافقنا مع نتائج (Myers (1977), Rajan et Zingales (1995), Gaud et Jani (2002) حيث توصل الباحثون إلى وجود علاقة عكسية بين حجم الضمانات ونسبة الملاءة المالية وذلك عكس نتائج الدراسات التالية: (Adair et Adaskou (2015).

- الائتمان التجاري (AC)

تشير دراستنا إلى عدم وجود أي أثر سلبي للائتمان التجاري على نسبة الملاءة المالية وهي نفس النتائج التي توصلت إليها الباحثان (Adair et Adaskou (2015).

- الهامش على التمويل الذاتي (MAF)

أظهرت دراستنا عدم وجود أثر سلبي لهامش على التمويل الذاتي على نسبة الملاءة المالية وهي نفس النتائج التي توصلت إليها الباحثان (Adair et Adaskou (2015).

خلاصة الفصل:

حاولنا في هذا الفصل الإجابة على فرضيات الدراسة وكان ذلك بعد التطرق إلى الجوانب الأساسية للدراسة والمتمثلة في كل من الطريقة وأدوات جمع المعلومات وكذا الإشارة إلى أهم متغيرات الدراسة مع تحديد نموذجها والأسلوب الإحصائي المعتمد في تحليلها.

في الأخير، تم اختبار الفرضيات واستخلاص النتائج التالية:

- حسب نظرية المراجعة (التبادل)

- الفرضية الأولى: غير محققة باعتبار عدم وجود تأثير إيجابي لحجم المؤسسة على الملاءة المالية، كما أن هناك وجود تأثير سلبي ذو دلالة إحصائية للأصول الاقتصادية (ضمانات) على الملاءة المالية وعدم وجود تأثير إيجابي للأصول الاقتصادية على الملاءة المالية كما تم افتراضه من خلال دراستنا؛
- الفرضية الثانية: غير محققة باعتبار عدم وجود تأثير إيجابي لمعدل النمو على الملاءة المالية.

- حسب نظرية التمويل التدريجي

- الفرضية الثالثة: محققة باعتبار وجود تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية لمعدل العائد على الاستثمار على الملاءة المالية؛
- الفرضية الرابعة: غير محققة باعتبار عدم وجود تأثير سلبي ذو دلالة إحصائية للائتمان التجاري على الملاءة المالية؛
- الفرضية الخامسة: غير محققة باعتبار عدم وجود تأثير سلبي للهامش على التمويل الذاتي على الملاءة المالية.

خاتمة

تسعى المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى النمو وازدهار نشاطاتها وهذا يمر حتما بتطوير أدائها واستخدامها الأمثل للموارد المالية المتاحة، من أموال خاصة وقروض طويلة ومتوسطة الأجل. وباعتبار الاستدانة هي الملجأ الوحيد الذي يمكن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الاستمرارية لصغر حجمها ولعدم قدرتها على التمويل الذاتي، ومن خلال بحثنا هذا أردنا التطرق إلى أهم الجوانب التي تؤثر على مستوى الاستدانة والهيكل المالي وذلك بمقارنة النتائج التطبيقية مع النظريات المالية الحديثة من خلال الإجابة على التساؤل الرئيسي الموالي:

"ما مدى تطابق نتائج النظرية المالية الخاصة بالتمويل مع السياسات التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر؟"

ومن خلال التساؤل الرئيسي يمكننا ذكر الفرضيات، نتائج البحث، الاقتراحات وأخيرا آفاق البحث كما يلي:

أولاً: نتائج البحث

1- النتائج النظرية

- أ- يعبر الهيكل المالي عن التوليفة أو تشكيلة الأموال التي تستثمر من أجل تحقيق عوائد؛
- ب- تنوع النظريات المالية التي تخدم موضوع الهيكل المالي، فهناك من يؤيد وجود هيكل مالي أمثل مثل المدخل التقليدي ومدخل صافي الربح، وأخرى عكس ذلك مثل نظريتي موديجلياني وميلر كما يوجد العديد من النظريات المالية الحديثة مثل (نظرية التمويل التدريجي، نظرية المراجعة، نظرية الوكالة، نظرية الإشارة..)
- ت- أشارت العديد من الدراسات إلى وجود عوامل مؤثرة على الهيكل المالي للمؤسسات الاقتصادية مثل (حجم المؤسسة، العمر، حجم الضمانات، طبيعة القطاع، معدل النمو...)
- ث- تعتبر المؤسسات الاقتصادية الأكثر عددا وهيمنة في النسيج الاقتصادي الجزائري؛
- ج- تعاني المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من مشكل التمويل عن طريق مؤسسات القرض.

2- اختبار الفرضيات

توصلت نتائج دراستنا إلى ما يلي :

حسب نظرية المراجعة (التبادل):

- أ- الفرضية الأولى: غير محققة باعتبار عدم وجود تأثير إيجابي لحجم المؤسسة على الملاءة المالية، كما أن هناك وجود تأثير سلبي ذو دلالة إحصائية للأصول الاقتصادية (ضمانات) على الملاءة المالية وعدم وجود تأثير إيجابي للأصول الاقتصادية على الملاءة المالية؛

- ب- الفرضية الثانية: غير محققة باعتبار عدم وجود تأثير إيجابي لمعدل النمو على الملاءة المالية.

حسب نظرية التمويل التدريجي:

- أ- الفرضية الثالثة: محققة باعتبار وجود تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية لمعدل العائد على الاستثمار على الملاءة المالية؛

- ب- الفرضية الرابعة: غير محققة باعتبار وجود تأثير سلبي ذو دلالة إحصائية للائتمان التجاري على الملاءة المالية؛
 ت- الفرضية الخامسة: غير محققة باعتبار عدم وجود تأثير سلبي للهامش على التمويل الذاتي على الملاءة المالية.

ثانيا: الاقتراحات

من خلال نتائج بحثنا يمكننا تقديم جملة من الاقتراحات كالتالي:

- أ- ضرورة تعزيز الدعم النقدي بالدعم الإداري لأن أغلب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ملاكها تنقصهم الخبرة والكفاءة؛
 ب- فتح المجال للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة للدخول في الأسواق دون أي عراقيل؛
 ت- تسهيل عمليات الاقتراض من المؤسسات المالية مع وجود دراسة دقيقة لكل هيكل مالي قبل الشروع في المنح؛
 ث- الاستعانة بالخبراء والمختصين في مجال الادارة المالية لاختيار التوليفة المناسبة لهيكل المال الخاص بكل مؤسسة؛
 ج- ضرورة استخدام النظريات المالية كونها فعالة في عمليات الاستدانة.

ثالثا: آفاق الدراسة

لموضوع البحث آفاق أخرى يمكن استغلالها من أجل تحسين المعرفة الاكاديمية لإشكالات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في بلادنا نذكر منها:

- 1- تأثير المتغيرات الكيفية على تركيبة الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة؛
- 2- دور السوق الجزائرية في تحسين الهيكل المالي للمؤسسات الجزائرية.
- 3- دراسة عدد مؤسسات أكبر تشمل معظم جهات الوطن من أجل تطبيق نتائجها بشكل أوسع في الجزائر.
- 4- الفصل بين المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حتى تكون نتائج الدراسة أكثر انسجاما.

قائمة المراجع

قائمة المراجع:

أولاً: المراجع باللغة العربية

كتب

1. آجين برغام، الإدارة المالية، القرارات التمويلية الاستراتيجية، ط1، شعاع للنشر والعلوم، سوريا، 2010.
2. الياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي - الادارة المالية-، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، ط2، 2011.
3. أمين السيد أحمد لطفي، دراسة جدوى المشروعات الاستثمارية، الدار الجامعية، مصر، 2005.
4. حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، الوراق للنشر والتوزيع، ط2، 2008.
5. حسين عطا غنيم، دراسات في التمويل والتحليل المالي المكتبة الأكاديمية، الإسكندرية، مصر، 2005.
6. رضوان وليد العمار، أساسيات في الإدارة المالية، دار المسيرة والتوزيع، الأردن، 1997.
7. عاطف وليم أندروس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، شركة الجلال للطباعة، ط1، الاسكندرية، مصر، 2006.
8. عبد الغفار حنفي، تقييم الأداء المالي ودراسة الجدوى، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2009.
9. عبد الغفار حنفي، رسيمة زكي قرياقص، مدخل معاصر في الإدارة المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2002.
10. عبد الكريم أحمد قندوز، المشتقات المالية، الوراق للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، 2014.
11. عدنان تايه النعيمي وياسين كاسب الخرشة، أساسيات الإدارة المالية، دار المسيرة، ط1، عمان، الأردن، 2007.
12. مُجَّد صالح الحناوي، السيد عبد الفتاح عبد السلام، المؤسسات المالية البورصة والبنوك التجارية، الدار الجامعة، 2008.
13. مُجَّد علي ابراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.
14. مُجَّد محمود الزبيري، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق، عمان، 2006.
15. محمود عزت اللخام وآخرون، الإدارة المالية المعاصرة، دار الإعصار العلمي، عمان، الأردن، ط 2، 2016.
16. مليكاوي مولود، استراتيجيات التمويل في المؤسسات الاقتصادية، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2019.
17. مليكاوي مولود، الاستراتيجية والتسيير المالي، دار هومة، الجزائر، ط1، 2018.
18. مليكاوي مولود، مطبوعة محكمة في مقياس استراتيجية مالية.
19. مليكة زغيب، ميلود بوشنيقر، التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد، ديوان المطبوعات الجامعة الجزائر، 2011.
20. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، الاسكندرية، 1998.
21. منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، منشأة المعارف، الاسكندرية، 2005.
22. الياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي الإدارة المالية (دروس وتطبيقات).

المذكرات والأطروحات:

23. سماح طلحي، دور البدائل الحديثة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة العربي بن مهيدي أم البواقي.

24. عدوي هاجر، محددات الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، تخصص ادارة مالية، جامعة منتوري قسنطينة، 2010-2011.
25. علال يوسف، أثر التمويل بالسندات علي هيكل رأس مال المؤسسة، مذكرة ماستر، جامعة قلمة، 2013.
26. لطغان حنان، تحليل المردودية المحاسبية للمؤسسة -دراسة حالة: الشركة الوطنية للبترول كمياء-، مذكرة ماجستير، تخصص اقتصاد وتسيير مؤسسات جامعة 20 أوت 1955 سكيكدة، 2007.
27. مُجد بوشوشة، تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، أطروحة دكتوراه، تخصص علوم اقتصادية، جامعة مُجد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2016.
28. حنفي أمينة، إشكالية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بين النظرية والتطبيق أطروحة دكتوراه، تخصص مالية المؤسسة، جامعة عبد الحميد بن باديس، مستغانم، الجزائر، 2019.

ملتقيات مقالات:

29. أشرف مُجد دوابة، إشكالية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، الملتقى الدولي حول: متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، جامعة حسبية بن بوعلي، الشلف، 17-18 أبريل 2006.
30. مليكة زغيب ونعيمة غلاب، دراسة صعوبات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حالة الجزائر، الملتقى الوطني الرابع حول: المؤسسات الصغيرة والمتوسطة كرهان جديد للتنمية في الجزائر، جامعة 20 أوت 1955، سكيكدة، 13-14 أبريل 2008.
31. يوسف قريشي، الياس بن ساسي، متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الدول العربية ، ملتقى دولي، جامعة ورقلة ، يومي 17 و18 أبريل 2006.

مجلات ومجلدات:

32. بن منصور نجيم، مغراوي محي الدين عبد القادر، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وآليات دعمها مخاض التحول الاقتصادي في الجزائر، المجلة المغربية للاقتصاد والمناجنت، العدد 5، 2018.
33. عبد الباسط هويدي، طيب بودرهم، نحو إبراز استعداد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة كبديل اقتصادي في بحث عملية التنمية والاستدامة، مجلة السراج في التربية وقضايا المجتمع، العدد 05، 2018، الجزائر.
34. عيسى قروش، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة كبديل فعال لتحقيق التنمية الاقتصادية، مجلد الحقوق والعلوم الانسانية، العدد الاقتصادي 34-01، جامعة زيان عاشور، الجلفة، الجزائر.
35. غازي فلاح المومني، علي محمود حسن، محددات اختيار الهيكل المالي بشركات الأعمال، دراسات العلوم الإدارية، مجلد رقم 38، العدد 2، 2011.
36. دراسة بوسلفي نجمة، "العوامل المحددة لهيكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية"، مجلة البحوث والدراسات الإنسانية، العدد 12، 2016.

الجرائد الرسمية:

37. الجريدة الرسمية رقم 77 الصادرة في 15 ديسمبر 2001.

38. الجريدة الرسمية رقم 02 الصادرة في 11 يناير 2017.

المراجع باللغة الأجنبية:

39. Alain Capiez, **Elément de gestion financière**, 4e édition, Masson, Paris, 1995.
40. Elie Cohen, **Gestion financière de l'entreprise et développement financier**, EDICEF, Economica, France, 1991.
41. G. Charreaux, **Théorie financière et stratégie financière**, Revue française de gestion 2006/1 (no 160). 1992.
42. Hisham Gharaibeh, Basil Al-Najjar, Déterminants of Capital Structure (Evidence from Jordanian Data), Jordan, 2007.
43. Marteau et Combasson (2008): **La reprise des PME: Projet**, Concrétisations et Expériences, éd Lavoisier ; Paris.
44. Menna Khaled, **La Problématique de financement des PME en Algérie**, Colloque International: Gouvernance et développement de la PME, Alger, Juin 2003.
45. Ministère de Développement Industriel et Promotion de l'Investissement, **Bulletin d'information statistique de la PME** 2019.
46. Ministère de Développement Industriel et Promotion de l'Investissement, **Bulletin d'information statistique de la PME** 2013.
47. Ministère de Développement Industriel et Promotion de l'Investissement, **Bulletin d'information statistique de la PME** 2011.
48. Ministère de Développement Industriel et Promotion de l'Investissement, **Bulletin d'information statistique de la PME** 2009.
49. Mohamed Yazid Boumghar, **La relation PME- Banque un essai de compréhension**, Colloque International: Gouvernance et Développement de la PME, Alger, Juin, 2003.
50. Mouloud Sadoudi, **La problématique du financement de la PME en Algérie**, Colloque International Sur : les Exigences de la mise à niveau des PME dans les pays arabes, Université Hassiba Benbouali de Chlef, Avril 2006.
51. Philippe Adair, Mohamed Adaskou, **Théories financières et endettement des PME en France**, Université Paris, France, 2011.

المواقع الإلكترونية:

52. www.asjp.com
53. www.dspacuniv.dz
54. www.google scholar.com

الملاحق

الملحق رقم (01): عينة ومتغيرات الدراسة

رقم المؤسسة	رؤوس الأموال الخاصة	اجمالي الأصول	رقم الأعمال	صافي الربح	ديون الموردين	حقوق الزبائن
01	2528087,32	64958718,11	15731900	1326480,45	17940645,45	3809781,65
02	6965136,78	37011362,46	133144422,5	182691,25	17132904,46	8712273,19
03	54055866,28	137578683,8	254110331,4	5980062,64	5684177,8	59591,26
04	3254744,22	138322625,1	2987494,11	-196924,25	21104458,55	506974,18
05	17529288,01	57579835,45	57060834,38	1592851,39	10323384,36	496629,43
06	8658682,49	35263732,32	34355713,77	232815,66	5371867,79	2075540,58
07	27746679,05	132922067,5	20868315	-4727321,51	27912670,15	5218654,08
08	-34799525,5	131898040,2	7645051,13	-61870705,8	38286409,94	10819969,2
09	2899063,07	125471103,2	50072978,82	1264228,39	24977554,57	9704252,1
10	2696016,74	7161859,19	1291500	250680,82	384600	861706,17
11	-6363953,58	93661855,93	13866974,38	-6363953,58	13698083,84	275740,98
12	54625185,68	182627226,8	152363934,3	3785915,47	40158906,95	38302083,27
13	3874284,37	38114515,64	13038272,45	-151688,7	2291016,3	669978,91
14	3874284,4	9847968,13	4539407,95	-447013,51	422281,54	448842,41
15	40678800,36	323830425,6	177480000	9180600,62	172198785,6	76923074,45
16	47727648,39	222928202	12679865,68	-2147408,56	68005405,52	12814603,13
17	98883178,05	258826203,6	155887646,7	8443665,91	78192836,27	66577535,55
18	10527832,67	46852652,99	19313151	1246392,58	5288500	3594525,05
19	24688790,85	39949416,85	19225161,1	746412,93	6634606,02	9216576,51
20	24617797,4	43827024,4	20999837,24	3740000,14	6572893,28	10055045,41
21	40685037,66	154457079	149646383,4	8017663,01	100215861,9	52073556,65
22	13335055,74	45869280,76	38173460,17	2271513,62	17356133,95	158616,46
23	33392221,37	128429017	212019711,6	8789205,3	9123986,29	21917498,01
24	5867174,13	19578432,38	13976331,67	848963,02	119142,9	2058617,56
25	44231501,22	493498014	382310117	4918908,3	81788958,51	72600265,18
26	89060097,13	933301813,8	677891361,9	4489707,04	154864441,4	415605139,8
27	62490738,5	131982418,2	42914916,73	1487708,27	30153595,96	19384181,23
28	110581700,5	539476087	318539230,1	14141700,46	79866497,61	106036712,2
29	144375145,9	741607206,1	290324180,8	16375145,92	32292104,93	80368768,35
30	48852182,59	293074354,5	633490787,8	20406049,22	164425196	119387282,2
31	18210883,81	43345168,51	80774391,25	3115531,81	1189833,2	1000000

2112402,18	96748473,8	52188154,94	1292631093	662912042	86704412,44	32
1201492,6	4631620,61	1897598,62	161673308,7	70508189,62	54575821,07	33
1700542,38	887255,74	-2109335,13	2705285	19093662,46	-1729233,12	34
3277179,78	8492560,72	999189,93	30354475,02	33934938,26	24794941,96	35
50480109,8	21611190,36	5719552,21	62488126,51	125344007,6	22709454,37	36
235505586,6	193578027,9	4258510,47	235595847,6	624687726	22903359,78	37
103469990,1	36973943,08	7407955,48	377145142,8	894480682	87225532,75	38
8181100,34	1041605,6	9232833,27	293260070	309428743	48711782,84	39
5759226,34	987748,27	5112404,43	133181566,2	63111867,84	56587819,19	40
14256739,84	1984101,07	7185029,85	30840064,68	71245907,62	7215029,85	41
2012377	1511890	-1356785	14917190	39375795	-656655	42
14213205,66	38406176,2	77473220,72	396751205	2025433942	39708375,89	43
33501341,23	50841590,77	-111201422	119995318,7	2101237423	589020049,4	44
5179010,66	155082	342779,56	11921182,5	34013149,77	20404100,38	45
41334675,66	14209542,27	10881558,54	353417918,2	285660612,5	228539971,2	46
14323475,22	16470556,8	1581495,66	231125039	214008396,9	33471679,24	47
56902627,65	54620025,37	6211573,72	52204245,55	277873831	36507473,27	48
49689583,44	14689258,7	13239646,83	126068861,4	207816113,6	28239646,92	49
26570121,25	12588582,43	3531718,81	155330531,2	187823453,3	23531718,81	50
32932635,92	16696589,32	6558272,28	162971511,2	180146959,1	26558272,28	51
1670633,43	26526479,1	965582,78	53620814,91	48989331,05	13812732,71	52
3679539,44	5861991,24	-2838195,62	141838691,3	56751296,95	5101035,41	53
20974411,79	1055240,49	601727,37	93183539,06	43097093,87	23359126,09	54
56166756,64	54291850,04	7467380,55	271509349,3	158402238,6	36745231,83	55
2406770,36	191680,22	1197407,17	19479760	14972552,75	3397407,17	56
953596,37	13705914,04	-73013,22	3472192,4	79669192,49	10219609,03	57
9404348,33	50908955,74	-72295,1	33005551,13	53141290,78	551180,56	58
74468780,19	39963096,07	76720102,5	575871243,7	1436735782	519591509,6	59
1000247075	10817023,55	960690,46	86781025,73	59571114,33	20155718,25	60

الملحق رقم (01): عينة ومتغيرات الدراسة (تابع)

رقم الأعمال (ن-1)	رقم الأعمال (ن)	القيمة المضافة للاستغلال	القدرة على التمويل الذاتي	صافي الأصول المادية	رقم المؤسسة
345015858,1	15731900	9990154,21	4475714,99	26215940,47	01
93514359,03	133144422,5	8440036,07	2606420,31	3933335,26	02
263008466,1	254110331,4	24679591,17	12192062,41	38401818,34	03
140164376,9	2987494,11	85247,17	1969249,25	19371975,87	04
39329549,13	57060834,38	4214483,63	159851,39	882478,64	05
13491154,76	34355713,77	2514668,25	352815,66	20000	06
140437574,8	20868315	11870514,72	11336543,51	38402876,84	07
61847657,66	7645051,13	21527259,9	64966781,78	7670603,14	08
20825056,8	50072978,82	10798962,82	6227043,03	90905472,09	09
2118910,26	1291500	1291500	250680,82	1842526,46	10
72427955,67	13866974,38	32077703,33	67306590,52	4386073,78	11
158893010,3	152363934,3	29159190,02	14316201,17	54061706,82	12
16245597,48	13038272,45	7150798,4	894069,1	11077281,95	13
4794650,09	4539407,95	839354,61	927526,33	160170,94	14
45154000	177480000	14751750,77	9180600,62	31796851,98	15
36284257,4	12679865,68	10648766,3	2147408,56	149339502,9	16
224286324,3	155887646,7	30228607,06	9155315,96	8781363,61	17
20107418,6	19313151	8970278,55	17656516,25	20288265,01	18
16549128,9	19225161,1	3090149,49	746412,93	22436194,5	19
1654381,82	20999837,24	8538347,16	4870000,14	2643190,98	20
68451371,05	149646383,4	19583080,23	6988075,45	7466566,28	21
18203632,77	38173460,17	8518363,07	2534846,95	13775590,29	22
57919381,26	213019711,6	16878026,52	8844328,14	8194488,55	23
18810197,19	13976331,67	1718692,33	1222809,02	767692,47	24
404035754	382310117	35721584,07	17462312,15	76158603,86	25
585597512	677891361,9	70153891,82	22246900,9	152673301	26
19640376,22	42914916,73	3418354,91	2046808,27	95686689,08	27
337526333,7	318539230,1	61113902,35	21376401,49	129174221,1	28
312609200,4	290324180,8	68005914,74	53773679,19	318739217,2	29
494321472,2	633490787,8	37487576,44	21301081,13	9300718,37	30
36386037,6	80774391,25	5067115,7	3115531,81	5043000	31

526865009,8	1292631093	86447220,23	71582863,76	204301861,5	32
181118456,3	161673308,7	10615060,16	3530905,4	5024904,63	33
1898950	2705285	488710,38	4290274,51	7259009,77	34
26820191,74	30354475,02	1831096,16	999189,93	3108378,81	35
54024687	62488126,51	9987512,45	5719552,21	11040294,32	36
287948679,5	235595847,6	67324143,13	39579936,43	130181874,8	37
195224023,4	377145142,8	133651018,2	52364877,3	635359973	38
303292803,4	293260070	21132887,51	9731465,75	3012959	39
191784471,3	133181566,2	11632859,59	6401327,59	4405514,35	40
36396017,98	30840064,68	10170226,49	8692603,38	5143387,31	41
21163400	14917190	2954361	1982815	14841220	42
421163999,4	396751205	288412226,1	267958208,4	804933370,2	43
244225676,6	119995318,7	30084128,99	201425216,3	771110711,4	44
12316159,67	11921182,5	854453,43	342779,56	75450,62	45
334662390	353417918,2	27684313,91	12806250,33	6113830,69	46
300583025,8	231125039	23640522,32	7202772,32	8540165,02	47
56170260	52204245,55	12168883,58	7911573,72	14197841,26	48
63762795,57	126068861,4	11216220,09	4562593,43	196078,43	49
86189941,22	155330531,2	10257054,86	3531718,81	5419012,03	50
164760958,7	162971511,2	16748321,4	6719387,66	6078501,37	51
25595770,4	53620814,91	4299446,43	965582,78	15342548,95	52
137067729,4	141838691,3	2493597,49	4923680,5	18791414,63	53
76185726,35	93183539,06	8866230,23	1638981,12	3828858,38	54
261214314	271509349,3	23626843,76	7467380,55	26857158,26	55
51238620	19479760	3684431,82	1197407,17	1163736,37	56
1000000	3472192,4	2877911,97	1735053,12	25061274,12	57
35545991,14	33005551,13	2995230,92	72295,1	2052400	58
547128924	575871243,7	177364175,4	107023617,8	521634476	59
88224658,77	86781025,73	7207052,21	2428353,59	521500333,2	60

الملحق رقم (02): متغيرات النموذج المستخدم

Croiss	MAF	Gar	AC	ROI	Taille	TD	رقم المؤسسة
-0,95	0,45	0,40	0,34	0,02	7,20	0,04	01
0,42	0,31	0,11	0,39	0,00	8,12	0,19	02
-0,03	0,49	0,28	0,08	0,04	8,41	0,39	03
-0,98	23,10	0,14	0,21	0,00	6,48	0,24	04
0,45	0,04	0,02	0,26	0,03	7,76	0,31	05
1,55	0,14	0,00	0,12	0,01	7,54	0,25	06
-0,85	0,96	0,29	0,26	-0,04	7,32	0,21	07
-0,88	3,02	0,06	0,26	-0,47	6,88	-0,26	08
1,40	0,58	0,72	0,14	0,01	7,70	0,02	09
-0,39	0,19	0,26	-0,14	0,04	6,11	0,38	10
-0,81	2,10	0,05	0,29	-0,07	7,14	-0,07	11
-0,04	0,49	0,30	0,02	0,02	8,18	0,30	12
-0,20	0,13	0,29	0,07	0,00	7,12	0,10	13
-0,05	1,11	0,02	0,00	-0,05	6,66	0,39	14
2,93	0,62	0,10	0,34	0,03	8,25	0,13	15
-0,65	0,20	0,67	0,38	-0,01	7,10	0,21	16
-0,30	0,30	0,03	0,08	0,03	8,19	0,38	17
-0,04	1,97	0,43	0,09	0,03	7,29	0,22	18
0,16	0,24	0,56	-0,17	0,02	7,28	0,62	19
11,69	0,57	0,06	-0,22	0,09	7,32	0,56	20
1,19	0,36	0,05	0,44	0,05	8,18	0,26	21
1,10	0,30	0,30	0,53	0,05	7,58	0,29	22
2,68	0,52	0,06	-0,14	0,07	8,33	0,26	23
-0,26	0,71	0,04	-0,15	0,04	7,15	0,30	24
-0,05	0,49	0,15	0,02	0,01	8,58	0,09	25
0,16	0,32	0,16	-0,34	0,00	8,83	0,10	26
1,19	0,60	0,72	0,16	0,01	7,63	0,47	27
-0,06	0,35	0,24	-0,09	0,03	8,50	0,20	28
-0,07	0,79	0,43	-0,13	0,02	8,46	0,19	29
0,28	0,57	0,01	0,19	0,03	8,80	0,17	30
1,22	0,61	0,12	0,01	0,07	7,91	0,42	31
1,45	0,83	0,31	0,17	0,08	9,11	0,13	32

-0,11	0,33	0,07	0,32	0,03	8,21	0,77	33
0,42	8,78	0,38	-0,06	- 0,11	6,43	-0,09	34
0,13	0,55	0,09	0,58	0,03	7,48	0,73	35
0,16	0,57	0,09	-0,30	0,05	7,80	0,18	36
- 0,18	0,59	0,21	-0,08	0,01	8,37	0,04	37
0,93	0,39	0,71	-0,09	0,01	8,58	0,10	38
-0,03	0,46	0,01	-0,03	0,03	8,47	0,16	39
-0,31	0,55	0,07	-2,06	0,08	8,12	0,90	40
-0,15	0,85	0,07	- 0,23	0,10	7,49	0,10	41
-0,30	0,67	0,38	-0,01	-0,03	7,17	-0,02	42
-0,06	0,93	0,40	0,03	0,04	8,60	0,02	43
-0,51	6,70	0,37	0,03	- 0,05	8,08	0,28	44
-0,03	0,40	0,00	-0,37	0,01	7,08	0,60	45
0,06	0,46	0,02	-0,59	0,04	8,55	0,80	46
-0,23	0,30	0,04	0,01	0,01	8,36	0,16	47
-0,07	0,65	0,05	-0,01	0,02	7,72	0,13	48
0,98	0,41	0,00	-0,19	0,06	8,10	0,14	49
0,80	0,34	0,03	-0,09	0,02	8,19	0,13	50
-0,01	0,40	0,03	-0,11	0,04	8,21	0,15	51
1,09	0,22	0,31	0,71	0,02	7,73	0,28	52
0,03	1,97	0,33	0,05	-0,05	8,15	0,09	53
0,22	0,18	0,09	- 1,32	0,01	7,97	0,54	54
0,04	0,32	0,17	-0,02	0,05	8,43	0,23	55
-0,62	0,32	0,08	- 0,22	0,08	7,29	0,23	56
2,47	0,60	0,31	0,19	-0,00	6,54	0,13	57
-0,07	0,02	0,04	0,79	-0,00	7,52	0,01	58
0,05	0,60	0,36	-0,08	0,05	8,76	0,36	59
-0,02	0,34	8,75	- 28,01	0,02	7,94	0,34	60

الملحق رقم (03): الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
TD	60	-,263836560	,896627250	,24947635182	,223197094684
Taille	60	6,1110945	9,1114750	7,807406530	,6750480957
ROI	60	-,4690798000	,1008483200	,012286648528	,0737744696149
AC	60	-28,0128750000	,7892093700	-,461552864795	3,6407702898707
Gar	60	,0005671550	8,7542490000	,347555546964	1,1210822470774
MAF	60	,024136737	23,100464000	1,20632770592	3,199077228461
Croiss	60	-,9786858000	11,6934640000	,432564837858	1,6953991870614
Valid N (listwise)	60				

الملحق رقم (04): اختبار التوزيع الطبيعي للبيانات

Tests of Normality

	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
TD	,134	60	,009	,938	60	,005
Taille	,123	60	,024	,970	60	,149
ROI	,263	60	,000	,564	60	,000
AC	,443	60	,000	,177	60	,000
Gar	,378	60	,000	,228	60	,000
MAF	,398	60	,000	,301	60	,000
Croiss	,246	60	,000	,507	60	,000

a. Lilliefors Significance Correction

الملحق رقم (05): مصفوفة معاملات الارتباط

Correlations

		Taille	ROI	AC	Gar	MAF	Croiss
Taille	Pearson Correlation	1	,333	-,041	,013	-,339	,021
	Sig. (2-tailed)		,009	,754	,922	,008	,872
	N	60	60	60	60	60	60
ROI	Pearson Correlation	,333	1	-,029	-,002	-,226	,242
	Sig. (2-tailed)	,009		,826	,989	,082	,063
	N	60	60	60	60	60	60
AC	Pearson Correlation	-,041	-,029	1	-,975	,043	,035
	Sig. (2-tailed)	,754	,826		,000	,745	,792
	N	60	60	60	60	60	60
Gar	Pearson Correlation	,013	-,002	-,975	1	-,030	-,044
	Sig. (2-tailed)	,922	,989	,000		,820	,738
	N	60	60	60	60	60	60
MAF	Pearson Correlation	-,339	-,226	,043	-,030	1	-,135
	Sig. (2-tailed)	,008	,082	,745	,820		,304
	N	60	60	60	60	60	60
Croiss	Pearson Correlation	,021	,242	,035	-,044	-,135	1
	Sig. (2-tailed)	,872	,063	,792	,738	,304	
	N	60	60	60	60	60	60

الملحق رقم (06): عامل تضخم التباين VIF

Coefficients^a

Model		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	Taille	,803	1,245
	ROI	,818	1,222
	AC	,048	20,850
	Gar	,048	20,818
	MAF	,860	1,163
	Croiss	,924	1,082

الملحق رقم (07): تحليل انحدار نسبة الملاءة المالية على حجم المؤسسة

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	Taille ^a	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: TD

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,059 ^a	,003	-,014	,224721448360

a. Predictors: (Constant), Taille

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,010	1	,010	,202	,655 ^a
	Residual	2,929	58	,050		
	Total	2,939	59			

a. Predictors: (Constant), Taille

b. Dependent Variable: TD

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,097	,340		,286	,776
	Taille	,019	,043	,059	,450	,655

a. Dependent Variable: TD

الملحق رقم (08): تحليل انحدار نسبة الملاءة المالية على معدل العائد على الاستثمار

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	ROI ^a	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: TD

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,434 ^a	,188	,174	,202800171932

a. Predictors: (Constant), ROI

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,554	1	,554	13,465	,001 ^a
	Residual	2,385	58	,041		
	Total	2,939	59			

a. Predictors: (Constant), ROI

b. Dependent Variable: TD

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,233	,027		8,789	,000
	ROI	1,313	,358	,434	3,669	,001

a. Dependent Variable: TD

الملحق رقم (09): تحليل انحدار نسبة الملاءة المالية على الانتماء التجاري

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	AC ^a	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: TD

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,099 ^a	,010	-,007	,224011754414

a. Predictors: (Constant), AC

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,029	1	,029	,572	,453 ^a
	Residual	2,911	58	,050		
	Total	2,939	59			

a. Predictors: (Constant), AC

b. Dependent Variable: TD

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,247	,029		8,461	,000
	AC	-,006	,008	-,099	-,756	,453

a. Dependent Variable: TD

الملحق رقم (10): تحليل انحدار نسبة الملاءة المالية على الضمانات

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	Gar ^a	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: TD

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,026 ^a	,001	-,017	,225035877369

a. Predictors: (Constant), Gar

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,002	1	,002	,040	,843 ^a
	Residual	2,937	58	,051		
	Total	2,939	59			

a. Predictors: (Constant), Gar

b. Dependent Variable: TD

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,248	,030		8,137	,000
	Gar	,005	,026	,026	,199	,843

a. Dependent Variable: TD

الملحق رقم (11): تحليل انحدار نسبة الملاءة المالية على الهامش على التمويل الذاتي

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	MAF ^a	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: TD

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,125 ^a	,016	-,001	,223337343856

a. Predictors: (Constant), MAF

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,046	1	,046	,926	,340 ^a
	Residual	2,893	58	,050		
	Total	2,939	59			

a. Predictors: (Constant), MAF

b. Dependent Variable: TD

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,260	,031		8,430	,000
	MAF	-,009	,009	-,125	-,962	,340

a. Dependent Variable: TD

الملحق رقم (12): تحليل انحدار نسبة الملاءة المالية على معدل النمو

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	Croiss ^a	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: TD

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,161 ^a	,026	,009	,222172463924

a. Predictors: (Constant), Croiss

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,076	1	,076	1,545	,219 ^a
	Residual	2,863	58	,049		
	Total	2,939	59			

a. Predictors: (Constant), Croiss

b. Dependent Variable: TD

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,240	,030		8,114	,000
	Croiss	,021	,017	,161	1,243	,219

a. Dependent Variable: TD

الملحق رقم (13): تحليل الانحدار المتعدد لمجموعة من المتغيرات المستقلة على الملاءة المالية.

النموذج الأول:

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	AC , Croiss, Taille	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: TD

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,199 ^a	,039	-,012	,224529377648

a. Predictors: (Constant), AC , Croiss, Taille

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,116	3	,039	,767	,517 ^a
	Residual	2,823	56	,050		
	Total	2,939	59			

a. Predictors: (Constant), AC , Croiss, Taille

b. Dependent Variable: TD

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,105	,339		,309	,758
	Taille	,017	,043	,051	,391	,697
	Croiss	,022	,017	,164	1,248	,217
	AC	-,006	,008	-,102	-,780	,438

a. Dependent Variable: TD

الملحق رقم (13): تحليل الانحدار المتعدد لمجموعة من المتغيرات المستقلة على الملاءة المالية.

النموذج الثاني:

Variables Entered/Removed^b

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	MAF, Gar, ROI	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: TD

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,436 ^a	,190	,146	,206204240498

a. Predictors: (Constant), MAF, Gar, ROI

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,558	3	,186	4,375	,008 ^a
	Residual	2,381	56	,043		
	Total	2,939	59			

a. Predictors: (Constant), MAF, Gar, ROI

b. Dependent Variable: TD

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,234	,031		7,657	,000
	ROI	1,294	,374	,428	3,465	,001
	Gar	,005	,024	,026	,217	,829
	MAF	-,002	,009	-,028	-,225	,823

a. Dependent Variable: TD