

جامعة ابن خلدون - تيارت -

كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير

قسم: علوم التسيير

محددات الاستدانة في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

مذكرة تخرج تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر

تخصص: علوم مالية

الأستاذ المشرف:

روابة محمد

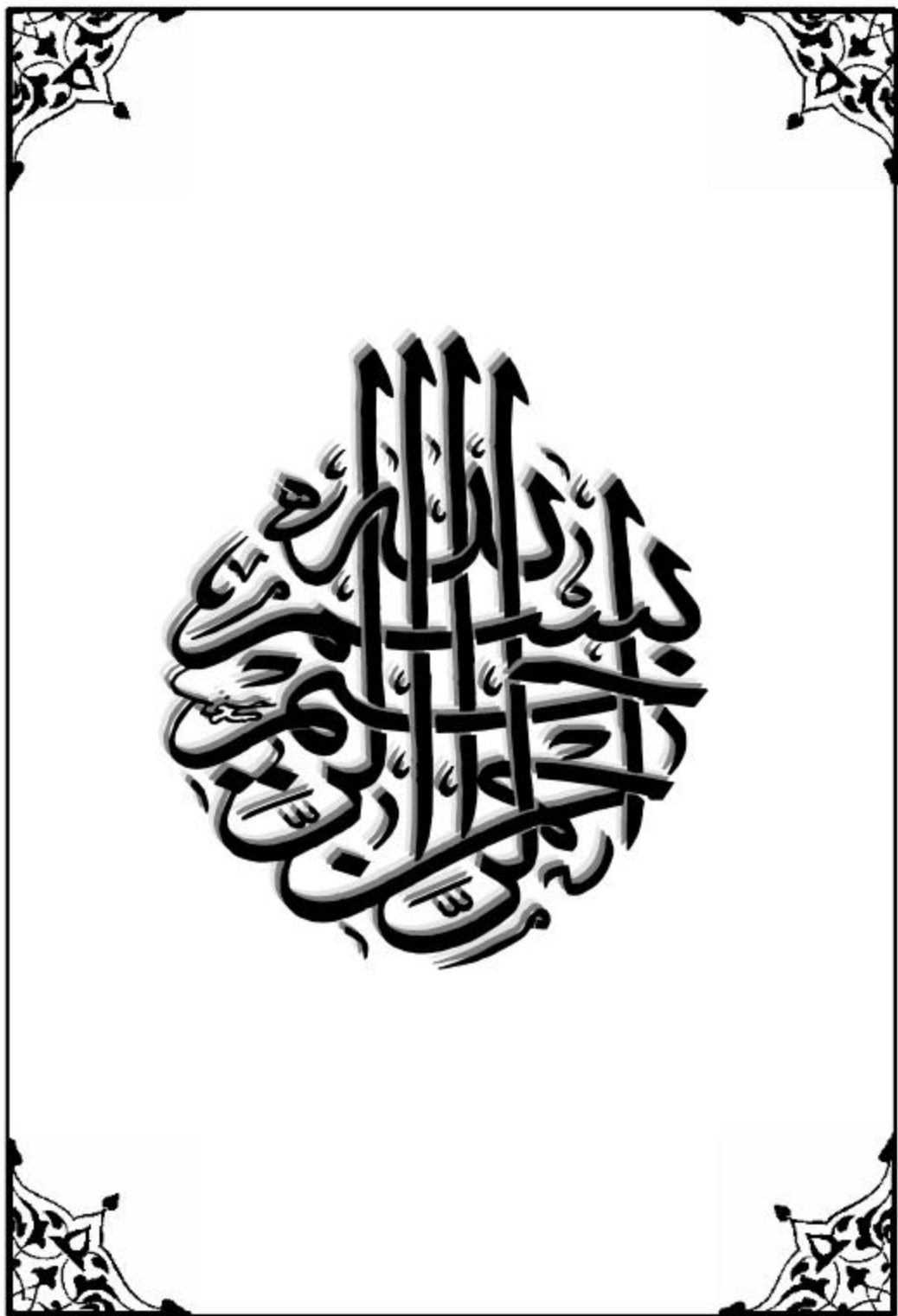
من إعداد الطالب:

منصوري مصطفى

نوقشت وأجيزت بتاريخ:

السنة الجامعية: 2014-2015

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ



بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

... رَبَّنَا لَا تَوَاخِذْنَا
إِنْ نَسِينَا أَوْ أَخْطَأْنَا ...

آية: 286 من سورة البقرة

شكر وتقدير

الحمد لله رب العالمين والصلاة والسلام على المبعوث رحمة للعالمين سيدنا محمد وعلى آله وصحبه أجمعين.

عملا بقوله تعالى "وإذا تآذن ريك لئن شكرتم لأزيدنكم....."، سورة إبراهيم الآية 07.

أولا الشكر لله رب العالمين الذي نور دربنا ويسر أمرنا وأعاننا لإكمال هذه الرسالة فالحمد لله رب العالمين حتى يرضى، والصلاة والسلام على أشرف الخلق وخاتم المرسلين سيدنا محمد عليه أفضل الصلوات والتسليم.

وفي نهاية الطريق لبدء طريق جديد لا يسعنا إلا أن أتقدم بجزيل الشكر والعرفان لأستاذي الفاضل المشرف على هذه الرسالة الأستاذ "روابة محمد" الذي كان في جميع الأوقات المصباح المضيء لطريقي لإكمال هذه الرسالة والتوصل معا إلى هذه النتائج.

كما أتقدم بجزيل الشكر لجهود الأساتذة الأفاضل رئيس وأعضاء لجنة المناقشة لما تحملوه من جهد في قراءة هذه الرسالة وتقويمها، معترزين بتوجيهاتهم ونصحهم وأرائهم لإثراء الرسالة بلمساتهم العلمية المنورة.

لكم مني كل الاحترام والشكر والتقدير.

وقبل وبعد فالشكر والحمد لله له الحمد في الأولى والآخرة.

المحتويات

كلمة شكر

فهرس المحتويات

قائمة الجداول

قائمة الأشكال

01.....	مقدمة.....
07.....	الفصل الأول: المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والهيكل المالي.....
08	المبحث الأول: مدخل إلى المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.....
08	المطلب الأول: مفهوم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.....
13.....	المطلب الثاني: مميزات وخصائص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.....
16.....	المطلب الثالث: دور المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في التنمية الاقتصادية.....
20.....	المبحث الثاني: الهيكل المالي للمؤسسة.....
20.....	المطلب الأول: مفهوم الهيكل المالي ومنهاجه.....
22.....	المطلب الثاني: مكونات الهيكل المالي.....
29.....	المطلب الثالث: تكلفة مصادر التمويل.....
35.....	المبحث الثالث: المحددات المؤثرة في بناء الهيكل المالي.....
35.....	المطلب الأول: المحددات الداخلية المؤثرة في الهيكل المالي.....
39.....	المطلب الثاني: المحددات الخارجية المؤثرة في الهيكل المالي.....
42.....	المطلب الثالث: الهيكل المالي الأمثل.....
43.....	خلاصة الفصل الأول.....
44.....	الفصل الثاني: النظريات المفسرة للهيكل المالي.....
45	المبحث الأول: تأثير الاستدانة على قيمة المؤسسة في ظل كمال الأسواق.....
45.....	المطلب الأول: نظرية صافي الربح وصافي ربح العمليات
50.....	المطلب الثاني: النظرية التقليدية.....
53	المطلب الثالث: نظرية مودكلياني وميلر في ظل غياب الضرائب، تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة
59.....	المبحث الثاني: تأثير الاستدانة على قيمة المؤسسة في ظل عدم كمال الأسواق.....

المطلب الأول: الهيكل المالي في ظل وجود الضريبة على أرباح المؤسسات والدخل الشخصي...	59
المطلب الثاني: تأثير الاستدانة في ظل وجود تكاليف الإفلاس.....	63
الطلب الثالث: نظرية التوازن في صياغة هيكل التمويل	67
المبحث الثالث: الهيكل المالي في ظل التيارات المالية الحديثة ونماذج الهياكل المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.....	70
المطلب الأول: نظرية الوكالة	70
المطلب الثاني: نظرية الإشارة	74
المطلب الثالث: نظرية الالتقاط التدريجي للتمويل	77
المطلب الرابع: نماذج الهياكل المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.....	79
خلاصة الفصل الثاني.....	83
الفصل الثالث: محددات الاستدانة في الهيكلة المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة . .	84
المبحث الأول: منهجية الدراسات الاحصائية.....	85
المطلب الأول: محددات الاستدانة في الدراسات التجريبية السابقة.	85
المطلب الثاني: تقديم عينة الدراسة.	89
المطلب الثالث: تحديد متغيرات الدراسة والأداة الإحصائية المستخدمة.....	91
المبحث الثاني: أثر الشكل القانوني على مستوى المديونية	94
المطلب الأول: أثر الشكل القانوني على مستوى الاستدانة الكلية.	94
المطلب الثاني: أثر الشكل القانوني على مستوى الاستدانة المتوسطة والطويلة الأجل.....	98
المطلب الثالث: أثر الشكل القانوني على مستوى الاستدانة قصيرة الأجل.....	100
المبحث الثالث: أثر قطاع النشاط على مستوى المديونية.....	103
المطلب الأول: أثر قطاع النشاط على مستوى المديونية الكلية.....	103
المطلب الثاني: أثر قطاع النشاط على مستوى الديون المتوسطة والطويلة الأجل.....	106
المطلب الثالث: أثر قطاع النشاط على مستوى الاستدانة قصيرة الأجل.....	108
المبحث الرابع: محددات الاستدانة في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية.....	111
المطلب الأول: تحديد نموذج الانحدار الخطي للاستدانة الكلية.....	111

المطلب الثاني: عرض وتحليل نتائج الدراسة التجريبية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية.....	114
خلاصة الفصل الثالث.....	118
الخاتمة.....	119
المراجع.....	124
الملاحق.....	131

قائمة الجداول:

الصفحات	عنوان الجدول	رقم الجدول
90	يبيّن توزيع المؤسسات حسب قطاع النشاط	3-1
90	توزيع المؤسسات حسب الشكل القانوني	3-2
95	نسبة الاستدانة الكلية في المؤسسات حسب الشكل القانوني	3-3
96	اختبار فرق التجانس.	3-4
96	تأثير الشكل القانوني على مستوى الاستدانة الكلية باستعمال نموذج تحليل التباين	3-5
97	مقارنة متوسطات نسب الاستدانة الكلية حسب الشكل القانوني	3-6
98	نسبة الاستدانة الطويلة والمتوسطة الأجل في المؤسسات حسب الشكل القانوني.	3-7
99	تأثير الشكل القانوني على مستوى الاستدانة الطويلة والمتوسطة الأجل باستعمال نموذج التحليل التباين ANOVA	3-8
99	مقارنة متوسطات نسب الاستدانة الطويلة والمتوسطة الأجل حسب الشكل القانوني	3-9
100	نسبة الاستدانة قصيرة الأجل في المؤسسات حسب الشكل القانوني	3-10
101	تأثير الشكل القانوني على مستوى الاستدانة قصيرة الأجل باستعمال نموذج تحليل التباين (ANOVA)	3-11

101	مقارنة متوسطات نسب الاستدانة قصيرة الأجل حسب الشكل القانوني	3-12
104	متوسط نسبة الديون الاجمالية في المؤسسات حسب قطاع النشاط	3-13
105	تأثير قطاع النشاط على مستوى المديونية الكلية باستعمال نموذج تحليل التباين	3-14
105	مقارنة متوسطات نسب الاستدانة الكلية حسب قطاع النشاط	3-15
106	متوسط نسب الديون المتوسطة والطويلة الأجل حسب قطاع النشاط	3-16
107	تأثير قطاع النشاط على نسبة الاستدانة المتوسطة والطويلة الأجل حسب قطاع النشاط باستعمال نموذج تحليل التباين	3-17
107	مقارنة متوسطات نسب الاستدانة المتوسطة والطويلة الأجل في المؤسسات حسب قطاع النشاط	3-18
108	متوسط نسبة الاستدانة قصيرة الأجل حسب قطاع النشاط	3-19
109	أثر قطاع النشاط على مستوى الاستدانة القصيرة الأجل باستعمال نموذج تحليل التباين	3-20
109	مقارنة متوسطات نسبة الاستدانة قصيرة الأجل في هيكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية حسب قطاع النشاط	3-21
111	تقدير نموذج الانحدار الخطي المتعدد	3-22
112	معاملات نموذج الانحدار الخطي للاستدانة الكلية	3-23
113	تحليل التباين للنموذج الانحدار الخطي للاستدانة الكلية	3-24

113	معامل التحديد	3-25
------------	---------------	-------------

قائمة الأشكال:

الصفحات	عنوان الشكل	رقم الشكل
44	العلاقة بين تكلفة الأموال ونسبة الاستدانة وفق مدخل صافي الربح	2-1
49	العلاقة بين تكلفة الأموال ونسبة الاستدانة وفق مدخل صافي ربح العمليات	2-2
52	تطور التكلفة الاجمالية للتمويل وفق المدخل التقليدي	2-3
62	العلاقة بين رأس المال ونسبة الاستدانة وفق لنظرية (M&M) المعدلة ضريبيا	2-4
66	العلاقة بين نسبة الاستدانة إلى حقوق الملكية ومعدل العائد الذي يطلبه الملاك	2-5
68	نظرية التوازن والقيمة السوقية للمؤسسة	2-6
74	قيمة المؤسسة في ظل خضوع المؤسسة للضريبة ووجود تكلفة الإفلاس والوكالة	2-7
95	نسبة الاستدانة الكلية في المؤسسات حسب الشكل القانوني	3-8
98	نسبة الاستدانة الطويلة والمتوسطة الأجل في المؤسسات حسب الشكل القانوني	3-9
100	نسبة الاستدانة قصيرة الأجل في المؤسسات حسب الشكل القانوني	3-10
104	متوسط نسبة الديون الاجمالية في المؤسسات حسب قطاع النشاط	3-11
106	متوسط نسب الديون المتوسطة والطويلة الأجل في المؤسسات حسب قطاع النشاط	3-12
109	متوسط نسبة الاستدانة قصيرة الأجل في المؤسسات حسب قطاع النشاط	3-13

الملخص:

تحاول هذه الدراسة معرفة محددات الاستدانة في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وبالأخص المؤسسات الجزائرية، حيث تعتبر هذه المؤسسات عصب حيويًا لتحقيق التنمية الاقتصادية، كما يعتبر الهيكل المالي وتحقيق المزيج الأمثل من ديون وحقوق الملكية من أهم القرارات المالية الحاسمة لها لأن لكل مصدر من مصادر التمويل تكلفته الخاصة به، وتتجلى تكلفة الديون فيما يطلبه المستدينون، وتكلفة حقوق الملكية فيما يطلبه المساهمون، وعلى هذا الأساس برزت عدة نظريات لتفسير الهيكل المالي وخصوصًا تأثير الديون على قيمة المؤسسة، فمنها من يؤكد على وجود نسبة مثلى للاستدانة تعظم قيمة المؤسسة ومنها تعارض هذا الطرح، ومن أجل تحقيق هدف الدراسة قمنا بإجراء دراسة تجريبية على عينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لمعرفة محددات الاستدانة في هذه المؤسسات.

وقد خلصت الدراسة إلى أن كل من المردودية والشكل القانوني يمثلان في مؤسسات المساهمة من بين محددات الاستدانة في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية في حين تم استبعاد كل من الحجم، الضمانات وقطاع النشاط والشكل القانوني عدا مؤسسات المساهمة.

Summary

This study tries to find out the determinants of debt in small and medium-sized enterprises in particular Algerian institutions, where such institutions a vital nerve center for economic development, and the financial structure and optimal mix of debt and equity is one of the most crucial financial decisions for each source of funding costs and the cost of debt is required by the borrower, and the cost of property rights as requested by shareholders, and on this basis several theories have emerged to explain the financial architecture and in particular the impact of debt on the value of the institution, which confirms the presence of Optimal ratio of enterprise value and maximising debt which opposed this proposition, and in order to achieve the objective of the study we conducted a pilot study on a sample of small and medium-sized enterprises to find out the determinants of debt in these institutions.

The study concluded that both profitability and legal representatives in institutions contribute to the determinants of debt in small and medium-sized enterprises of Algeria while excluding all of the size, and the sector of activity and legal form other than contributing institutions.

تحتل مسألة تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مكانة كبيرة في الأدبيات المهمة بشأن هذا الصنف من المؤسسات خاصة مع تزايد أهمية ودور المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في خطط التنمية الاقتصادية للدول المتقدمة والدول النامية على حد سواء، فمع تزايد حدة المنافسة العالمية وانتشار آثار العولمة الاقتصادية أصبحت تمثل البديل الأقوى أمام العديد من الاقتصاديات للتغلب على العديد من المشاكل الاقتصادية.

وتبقى مشكلة التمويل أو الهيكل التمويلي أهم العقبات التي تواجه نمو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وذلك لمحدودية قدرتها على تعبئة الأموال الخاصة، بحيث تكون دوماً في حاجة مستمرة إلى التمويل عن طريق الديون، لكن إن نسبة كبيرة من طلبات القروض لهذه المؤسسات يتم رفضها من قبل البنوك بسبب قلة الضمانات أو لارتفاع المخاطر المتعلقة بالمشاريع المراد تمويلها وتفاذي الأخطاء التي وقعت فيها سابقاً.

وحتى تتمكن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من تنفيذ مشاريعها، يجب أن تتسم هياكلها المالية بتنوع مصادر التمويل من أموال الملكية والديون، وبما أن لكل مصدر من هذه المصادر التمويلية تكلفته الخاصة به، فإن اختيار الهيكل المالي له محددات يستوجب على المؤسسة مراعاتها، ومعرفة محددات الاستدانة في الهيكل المالية للمؤسسات شكل حدثاً مهماً في الأدبيات المالية منذ 1958 بفضل نظرية " **MODIGLIANI** & **MILIER** " التي حاولت إعطاء شرح نظري للهيكل المالي، فالهيكل المالي يعبر عن نظام التفضيل العقلاني لمسيريه في محيط يتسم بتضارب المصالح وعدم التناظر في المعلومات بين الأعوان الاقتصاديين (المسيرين، المساهمين والدائنين)، والحصول على التمويل عن طريق الديون ليس محدود ولكن المؤسسة هي من تضع حد لهذا المصدر، وفي هذا الإطار فإن المؤسسة تسعى للوصول إلى نسبة الاستدانة المثلى في الهيكل المالي والتي ينتج عنها انخفاض تكلفة رأس المال بفضل المزج بين حقوق الملكية والديون وبالتالي تحقيق الهدف الأساسي للمساهمين والمتمثلة في تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة.

إشكالية الدراسة:

على ضوء ما سبق تتجلى إشكالية البحث في السؤال الجوهرى التالي:

ما هي محددات الاستدانة في الهيكلة المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية خاصة في ظل عدم فاعلية السوق المالية؟

وبناءً على هذه الإشكالية لابد من طرح بعض الأسئلة الفرعية التالية:

- ما هو مفهوم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة؟ وما دورها في التنمية الاقتصادية؟

- ماهي المصادر التي تعتمد عليها المؤسسة في تمويل احتياجاتها وماهي تكلفتها؟

- هل تؤثر طريقة التمويل بالديون على القيمة السوقية للمؤسسة؟

- هل هناك فرق جوهري في مستويات الاستدانة في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية حسب الشكل القانوني وقطاع النشاط؟

- ماهي النتائج المتحصل عليها من خلال دراسة لعينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية؟

1-فرضيات الدراسة:

للإجابة على الإشكالية الرئيسية ومختلف الأسئلة الفرعية تم صياغة عدد من الفرضيات والتي تعتبر أجوبة مؤقتة إلى غاية اختبار مدى صحتها، وتتمثل في:

- لا يوجد تعريف ثابت للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، بل يختلف من دولة إلى أخرى حسب خصائصها ودرجة تطورها الاقتصادي.
- اعتماد المؤسسة على الهيكل المالي يكون وفقا لتكلفة مصادر التمويل المتاحة والتي تحقق أكبر عائد وأقل درجة مخاطرة.
- تؤثر طريق التمويل بالديون على القيمة السوقية للمؤسسة.
- قد يكون للشكل القانوني وقطاع النشاط أثر على مستوى المديونية في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية

- تعد كل من الضمانات، المردودية، حجم المؤسسة، قطاع النشاط والشكل القانوني محددات للاستدانة في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية خاصة في ظل اقتصاد يسوده النظام البنكي.

2-أهداف الدراسة

تسعى هذه الدراسة إلى تحقيق جملة الأهداف والتي يمكن إبرازها في النقاط التالية:

❖ إعطاء مفهوم للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وإبراز أهميتها الاقتصادية من خلال الخصائص التي تجعلها قطاع مستقلا بذاته؛

❖ التعرف على أهم المصادر التمويلية للمؤسسة وتحديد تكلفة كل مصدر؛

❖ تحديد العوامل المؤثرة في اختيار الهياكل المالية؛

❖ تسليط الضوء على أهم ما توصلت إليه النظريات المفسرة للهيكل المالي بشأن تأثير الاستدانة على القيمة السوقية للمؤسسة؛

❖ معرفة أهم محددات الاستدانة في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية في القطاع الخاص ومقارنتها بنتائج الدراسات السابقة؛

3-أهمية الدراسة:

إن أهمية البحث تنبع من أهمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والدور الذي تؤديه في مختلف اقتصاديات دول العالم، وكذا التحول الذي تشهده هذه المؤسسات في ظل اقتصاد يتسم بالتغيرات، الأمر الذي يستدعي ضرورة التحكم في هيكلها التمويلي، وكذا حسن اتخاذ القرارات بصفة عامة والقرارات المالية بصفة خاصة.

4-دوافع اختيار الموضوع:

إن الدوافع والأسباب التي أدت إلى معالجة هذا الموضوع دون غيره نجملها فيما يلي:

- إن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية لازالت تفتقر المكانيزات اختيار مصادر التمويل، وكذا لأن الهيكل المالي وبالأخص تكلفة رأس المال مهمة لإعطاء الصورة الحقيقية عن وضعية المؤسسة في ظل التغيرات الاقتصادية.
- اندراج موضوع محددات الاستدانة في المؤسسة ضمن المواضيع المتحددة والتي تدور حولها النقاشات باستمرار.
- توافق الموضوع مع التخصص العلمي والرغبة في القيام بدراسات تجريبية.

5-حدود الدراسة:

نظرا لتشعب الموضوع وكثرة العناصر ذات الصلة به من قريب أو من بعيد، ارتأينا ضبطه وتحديد بعض بهدف معالجته بأكثر تحليل ودقة، حيث يقتصر هذا البحث على دراسة محددات الاستدانة في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، وبشكل محدود على المحددات التي يمكن دراستها من خلال المعطيات المتوفرة، بدلا من القيام بدراسة شاملة لكل المتغيرات التي تؤثر على نسبة الاستدانة في المؤسسة، ذلك لأن إجراء دراسة شاملة لهذا الموضوع تتطلب معلومات أكثر لم يتم الحصول عليها نظرا لضيق الوقت، كما أن حدود الدراسة المكانية شملت عينة عشوائية من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، أما الحدود الزمنية فقد شملت الفترة 2007، بالاعتداد على ميزانيات وجداول حسابات النتائج لنفس السنة المالية.

6-المنهج المستخدم

من أجل الإجابة على مختلف التساؤلات المطروحة والتي تعكس إشكالية الدراسة، ومن أجل اختبار صحة الفرضيات فقد تم الاعتماد على عدة مناهج للقيام بإنجاز الدراسة، حيث تمثلت في المنهج الوصفي والمنهج التحليلي للمعطيات التي يتم بواسطتها إيجاد وتحليل المتغيرات المؤثرة بصفة مباشرة وغير مباشرة في استدانة المؤسسات وتطبيقها ميدانيا، واستقراء أهم محددات الاستدانة في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية من خلال الدراسة التجريبية على عينة من هذه المؤسسات.

7-الأدوات المستخدمة

إن القيام بأي دراسة تستلزم الاستعانة بعدد من الأدوات التي تساعد على إنجازها، وهنا تجدر الإشارة إلى أهم الأدوات المستخدمة في هذه الدراسة، وهي:

المراجع والمصادر المختلفة والمتعلقة بموضوع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، التمويل والإدارة المالية والتسيير المالي، فضلا عن الاعتماد على الدراسات السابقة التي تناولت بعض من محاور موضوعنا، بالإضافة إلى استخدام المواقع الإلكترونية، والمعطيات المتوفرة عن عينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية.

8-الدراسات السابقة:

تعتبر هذه الدراسة تكملة لسلسلة البحوث السابقة، ومحطة جديدة تستند إليها الدراسات اللاحقة، ومن بين الدراسات التي تناولت بعض جوانب الموضوع نذكر على سبيل المثال:

- أطروحة الدكتوراه التي قام بها يوسف قريشي سنة 2005 بعنوان: "سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر: دراسة ميدانية"، حيث قام الباحث بدراسة لعينة تتكون من 128 مؤسسة صغيرة ومتوسطة جزائرية بهدف التعرف على أهم محددات التمويل في هذه المؤسسات، حيث توصل إلى أن كل من معدل المردودية، النمو، قطاع البناء والأشغال العمومية وقطاع النقل تؤثر على نسبة الاستدانة الإجمالية.
- دراسة عبد الوهاب دادن 2008، وهي أطروحة دكتوراه بعنوان: "دراسة تحليلية للمنطق المالي لنمو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية - نحو بناء نموذج لترشيد القرارات المالية-"، وقد طرح الباحث الإشكالية التالية: كيف يمكن اعتماد طريقة عملية لتحليل المنطق المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية وتسمح بترشيد القرارات المالية ذات التأثير على النمو الداخلي لهذه المؤسسات؟ فقد خلصت الدراسة الميدانية لهذه الأطروحة إلى أن العوامل المفسرة لسلوك المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في تمويل نموها هي: المردودية، السياسة التجارية، الهيكل المالي، حجم المؤسسة، سياسة التمويل، وكذا طبيعة النشاط.

- دراسة زغود تبر 2009، وهي مذكرة ماجستير بعنوان: "محددات سياسة تمويل المؤسسة الاقتصادية الجزائرية دراسة ميدانية لعينة من المؤسسات الاقتصادية بالقطاعات العام والخاص في الجزائر" وقد طرحت الباحثة الإشكالية التالية: ماهي العوامل المحددة لسياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية بالقطاعات العام والخاص في الجزائر؟ وقد خلصت الدراسة أن كل من المتغيرات: معدل المردودية الاقتصادية، معدل النمو، حجم المؤسسة، مستوى الضمانات، تكلفة الاستدانة، مستوى المخاطر التشغيلية وطبيعة القطاع تلعب دورا جوهريا في تفسير سياسة تمويل المؤسسة الاقتصادية الجزائرية.

9-هيكل البحث

بغية الإجابة على الإشكالية الرئيسية تم تقسيم البحث إلى فصلين نظريين وفصل تطبيقي يشمل دراسة تجريبية على عينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية:

-تم التطرق في الفصل الأول إلى المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والهيكل المالي، إذ حاولنا التعرض إلى مدخل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال مفهومها، خصائصها ودورها في التنمية الاقتصادية ثم انتقلنا في الجزء الموالي لدراسة الهيكل المالي للمؤسسة من خلال مفهومه، مكوناته والمتمثلة في مختلف مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة وتكلفة كل مصدر من تلك المصادر، أما الجزء الأخير فتم فيه عرض المحددات المؤثرة في الهيكل المالية.

-وخصص الفصل الثاني لدراسة وتحليل أهم النظريات المفسرة للهيكل المالي للمؤسسة، ضمن ثلاث أصناف رئيسية، فتناولنا تأثير الاستدانة على قيمة المؤسسة في ظل كمال الأسواق مرور إلى تأثير الاستدانة على قيمة المؤسسة في ظل عدم كمال الأسواق، لينتهي بنا المطاف إلى دراسة نظريات الهيكل المالي في ظل التيارات المالية الحديثة وأهم نماذج الهياكل المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

- أما في الفصل الثالث، فهو عبارة عن دراسة تجريبية لعينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، وذلك لتحديد محددات الاستدانة في هذه المؤسسات، ومقارنتها مع أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسات التجريبية السابقة.

الفصل الأول: المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والهيكل المالي.

تولي الكثير من الدول سواء المتطورة أو النامية منها اهتماما كبيرا للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة باعتبارها أحد الركائز الأساسية للنهوض بالاقتصاد، نظرا لما تتميز به هذه المؤسسات من خصائص ومميزات تجعلها تلعب دورا كبيرا في تحقيق التنمية الاقتصادية، وذلك رغم عدم وجود تعريف موحد وشامل لها في كل الدول واختلاف معايير التعريف.

وحتى تتمكن المؤسسة من القيام بمختلف نشاطاتها على أحسن وجه، يجب أن تتوفر فيها بعض الشروط وتعتبر الهيكلة المالية من أهم الشروط المؤثرة على المؤسسة ونشاطها، وبما أن مصادر تمويل المؤسسة مشكلة من عنصرين، الأول متعلق بتمويلها الذاتي الناتج عن نشاطها من خلال الأرباح المحتجزة، والثاني يتمثل في الاستدانة التي تكون في شكل قروض سواء كانت قصيرة أو طويلة الأجل، بالإضافة إلى الأموال الذاتية الأخرى المتمثلة في الأسهم بأنواعها، ولعل أهم ميزة للهيكل التمويلي أنه لكل مكون من مكوناته تكلفته الخاصة به، فإنه يستوجب على المؤسسة تحديد تكلفة كل مصدر بدقة حتى يتسنى لها اتخاذ القرارات المالية كقرار التمويل والاستثمار، كما أنه لكل مصدر أدواته ولكل أداة مزاياها وقيودها التي تؤدي إلى وجود محددات الهيكل المالي، ومن خلال هذا الفصل سيتم التعرف على المباحث التالية:

المبحث الأول: مدخل إلى المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

المبحث الثاني: الهيكل المالي للمؤسسة.

المبحث الثالث: المحددات المؤثرة في بناء الهيكل المالي.

المبحث الأول: مدخل إلى المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

سنتناول في هذا المبحث المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من حيث المفهوم، السمات التي تميزها عن غيرها من المؤسسات وتجعلها قطاعا مستقلا بذاته، والدور الذي تلعبه هذه المؤسسات في تنمية الاقتصاد.

المطلب الأول: مفهوم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

على الرغم من الأهمية التي تكتسبها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلا أن مفهومها مازال إلى حد الآن يكتنفه الغموض بسبب عدة عوامل، وفي هذا السياق سنحاول التطرق إلى:

1- صعوبة تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

يمكن إرجاع صعوبة إيجاد تعريف موحد إلى ثلاث عوامل أساسية هي:

1-1- العوامل الاقتصادية: وتضم ثلاثة عوامل هي:

1-1-1- اختلاف مستويات النمو: ويتمثل في التطور اللامتكافئ بين مختلف الدول واختلاف مستويات النمو، فالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الولايات المتحدة أو ألمانيا أو أي بلد صناعي آخر تعتبر كبيرة في بلد نامي، كما أن شروط النمو الاقتصادي والاجتماعي قد تتغير من مرحلة لأخرى، مما يؤدي إلى تغير في حجم المؤسسات، فإذا كانت المؤسسة التي توظف 250 عاملا، تعتبر كبيرة في فترة معينة قد تصبح صغيرة أو متوسطة في فترة لاحقة.

1-1-2- اختلاف فروع النشاط الاقتصادي: ينقسم النشاط الاقتصادي إلى نشاط تجاري وصناعي، والنشاط التجاري بدوره ينقسم إلى تجارة داخلية وخارجية وتجارة بالتجزئة وبالجملة، والنشاط الصناعي ينقسم بدوره إلى صناعات تحويلية، كيميائية، تعدينية... الخ، وتختلف كل مؤسسة حسب النشاط المتمية إليه، فالمؤسسات المتوسطة في مجال الصناعة التعدينية قد تكون كبيرة في مجال الصناعة الغذائية¹.

¹-دراجي كرمو، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الواقع التجارب، المستقبل، في ظل التحولات الاقتصادية العالمية، دراسة حالة الجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص: تحليل اقتصادي، جامعة الجزائر 03، 2011-2012، ص: 02.

1-1-3-تنوع الأنشطة الاقتصادية: المؤسسات التي تعمل في الصناعة غير المؤسسات التي تعمل في التجارة وتختلف بدورها عن المؤسسات التي تقدم خدمات، ويمكن تصنيفها حسب القطاعات الاقتصادية، ويختلف تصنيفها من قطاع إلى آخر لاختلاف حاجة العمالة ورأس المال¹.

1-2-العوامل التقنية: يتلخص العامل التقني في مستوى الاندماج بين مراحل العملية الإنتاجية، فحينما تكون هذه الأخيرة أكثر اندماجا يؤدي هذا إلى توحيد عملية الإنتاج وتمركزها في مصنع واحد، وبالتالي يتجه حجم المؤسسات إلى الكبير، بينما تكون المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عند تجزئة هذه العملية، كما أن المستوى العالي للتكنولوجيا يقلص من حجم المؤسسة حتى ولو كانت عاملية، بينما تدني هذا المستوى يجعل المؤسسة كبيرة حتى ولو كانت تنشط محليا.

1-3-العوامل السياسية: تعكس مدى اهتمام سلطات البلد بقطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، والدور الذي ينتظر أن تقوم به في إطار برامجها التنموية والذي يحدده واضعو السياسات والاستراتيجيات التنموية وكل المهتمين بالقطاع، وعلى أساس هذا الدور والاهتمام السياسي يتم وضع وتحديد تعريف للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة والحدود التي تميزها عن المؤسسات الكبيرة².

2-معايير تحديد التعريف للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

لقد تم وضع العديد من المعايير منها ما هو كمي ومنها ما هو نوعي للوصول إلى تعريف شامل لهذا النوع من المؤسسات وفيما يلي عرض لهذه المعايير.

1-2-1-المعايير الكمية:

1-2-1-1-معايير رأس المال: يعتبر رأس المال المستخدم بالمؤسسة أحد المعايير الكمية للتمييز بين مؤسسات الكبيرة والصغيرة، وباستخدام هذا المعيار يعرف البعض المؤسسات الصغيرة على أنها تلك

¹- دراجي كريم، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الواقع التجارب، المستقبل، في ظل التحولات الاقتصادية العالمية، مرجع سبق ذكره، ص: 03.

²- خوني رابح، حساني رقية، آفاق تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، ملتقى دولي حول: تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة ودورها في الاقتصاديات المغاربية، جامعة فرحات عباس، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، سطيف، الجزائر، المنعقد خلال 25-28 ماي، 2003، ص: 895.

المؤسسات التي لا يتجاوز فيها رأس المال المستثمر فيها حد أقصى معين يختلف باختلاف الدولة ودرجة النمو الاقتصادي وغيرها.¹

2-1-2- معيار العمالة: من أكثر المعايير استعمالاً وذلك، لبساطة الاستخدام والتطبيق، سهولة الحصول على المعلومة والثبات النسبي، غير أنه هو الآخر يبقى مختلف من دولة إلى أخرى، فمثلاً في الدول الصناعية، فإن المؤسسة الصغيرة تضم 500 عامل على الأقل وفي الدول النامية هي المؤسسات التي تضم 20 إلى 100 عامل أو حتى أقل.

2-1-3- قيمة الموجودات: أي ما تمتلكه المؤسسة من أصول ثابتة.²

2-1-4- معيار قيمة المبيعات: يمثل حجم مبيعات المؤسسة وتطوره على مدى مراحل حياتها مقياساً صادقاً لمستوى نشاط المؤسسة ومركزها التنافسي الذي بلغه في السوق، وذلك لأن المبيعات تتوقف على الطاقة الإنتاجية للمؤسسة وعلى قدرتها على امتلاك حصتها في السوق الملائمة لهذه الطاقة.³

فقد تكون المؤسسة كبيرة في حجم مبيعاتها ولكنها صغيرة من حيث عدد الافراد العاملين فيها أو تكون صغيرة من حيث قيمة موجوداتها رغم امتلاكها لعدد كبير من القوى العاملة.⁴

2-1-5- معيار معامل رأس المال: يمزج بين المعيارين العمالة ورأس المال، ويمثل حجم رأس المال المستخدم بالنسبة للوحدة الواحدة من العمل، ويجسب بقسمة رأس المال الثابت على عدد العمال والنتائج

¹ -برودي نعيمة، التحديات التي تواجه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية ومتطلبات التكيف مع المستجدات العالمية، الملتقى الدولي: متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، تحت اشراف مخبر العولمة واقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة حسينة بن بوعلوي، الشلف، الجزائر، يومي 17-18 أبريل، 2006، ص: 116.

² -حباية عبد الله، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة آلية لتحقيق التنمية المستدامة، الدار الجامعية الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2013، ص: 14.

³ -محمد الصيرفي، البرنامج التأهيلي لأصحاب المشروعات الصغيرة، مؤسسة حورس الدولية، الإسكندرية، مصر، 2009، ص: 19.

⁴ -جهاد عبدالله عفانة، قاسم موسى أبو عيد، إدارة المشاريع الصغيرة، دار اليازوري، عمان، الأردن، 2004، ص: 12.

يعني كمية الاستثمار اللازم لتوظيف عامل واحد في المؤسسة، وغالبا ما يكون هذا المعيار منخفضا في القطاعات التي تتميز بقلّة رأس المال ومرتفعا في القطاعات الصناعية للمؤسسات الكبرى والعلاقة¹.

2-2-المعايير النوعية:

حسب البروفسور "Bolton" أن المؤسسة الصغيرة والمتوسطة تسير من طرف أصحابها أي مالكيها بطريقة مباشرة، كما تتميز هذه المؤسسات بهيكل تنظيمي أفقي أي عدم وجود تفويض للمسؤوليات من طرف مالك المؤسسة، كما يركز البروفسور "Bolton" على أن حصة المؤسسة الصغيرة والمتوسطة في السوق تكون محدودة، فغالبا ما تكون حصتها في السوق ضعيفة بحيث لا تستطيع التأثير بصورة فعالة في أسعار البيع عن طريق تغيير كمية السلع التي تنتجها.

أما المعيار الثالث الذي اعتمده البروفسور والمتمثل في الاستقلالية، أي أن المؤسسة الصغيرة والمتوسطة التي تنتمي إلى مؤسسة كبيرة لا تصنف ضمن قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ففروع الشركات الكبرى لا يمكن اعتبارها مؤسسات صغيرة ومتوسطة حتى ولو توفر فيها الشرطان السابقان².

3- تعاريف مدارس مختلفة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

مما سبق تبين أن إعطاء تعريف لهذه المؤسسات أمر صعب إلا أنه توجد بعض التعاريف نذكر منها:

تعريف البنك الدولي: هي المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي يتراوح عدد العمال فيها بين أقل من 50 عاملا في الدول النامية، وأقل من 500 عامل في الدول المتقدمة، وهذا التعريف يوازن ما بين حالة الدول النامية وما يتوافر لها، والدول المتقدمة وما يتوافر لها.

¹- بريش السعيد، بلغرة عبد اللطيف، إشكالية تمويل البنوك للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر بين معوقات المعمول ومتطلبات المأمول، الملتقى الدولي: متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، إشراف مخبر العولمة واقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة حسينية بن بوعلي، الشلف، الجزائر، يومي 17-18 أبريل، 2006، ص: 320.

²- كتوش عاشور، طرشي محمد، تنمية وتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، الملتقى الدولي: متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، إشراف مخبر العولمة واقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة حسينية بن بوعلي، الشلف، الجزائر، يومي 17-18 أبريل، 2006، ص: 1033-1034.

تعريف لجنة الأمم المتحدة للتنمية الصناعية: وهو أن المؤسسات الصغيرة هي التي يعمل بها من 15-19 عاملاً، والمؤسسات المتوسطة هي التي يعمل بها من 20-99 عاملاً، والمؤسسات الكبيرة هي التي يعمل بها أكثر من 100 عاملاً¹.

تعريف الاتحاد الأوروبي: قد عرف الاتحاد الأوروبي وميز بين المؤسسة المصغرة، الصغيرة والمتوسطة والكبيرة في قانون 1996/04/20.

المؤسسة المتوسطة هي التي تشغل أقل من 250 شخص أو يكون رقم أعمال السنوي لا يتجاوز 10 مليون أورو، أو مجموع الميزانية السنوية لا يتجاوز 27 مليون أورو.

المؤسسة الصغيرة توظف أقل من 50 شخص أو رقم أعمالها السنوي لا يتجاوز 7 مليون أورو أو إجمالي الميزانية السنوية لا يتجاوز 5 مليون أورو.

المؤسسة المصغرة فهي التي توظف أقل من 10 أشخاص².

التعريف البريطاني: عرف قانون الشركات البريطاني المشروع الصغير بذلك المشروع الذي يفى شرطين أو أكثر من الشروط الثلاثة التالية، حجم تداول سنوي لا يزيد عن 08 مليون جنيه إسترليني وحجم رأس مال لا يزيد عن 3.8 مليون جنيه، وعدد عمال لا يزيد عن 250 عامل³.

تعريف الولايات المتحدة الأمريكية: حسب قانون المؤسسة الصغيرة لسنة 1953 عرفت المؤسسة الصغيرة على أنها ذات ملكية وإدارة مستقلة ولا تسيطر على مجال نشاطها مؤسسة كبرى، وتعتبر مؤسسة صغيرة أو متوسطة كل مؤسسة تشغل أقل من 500 عامل⁴.

تعريف اتحاد بلاد جنوب شرق آسيا: تعرف هذه المنظمة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة كالتالي:

¹- زياد جلال دماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012، ص: 183.

²- حباية عبد الله، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة آلية لتحقيق التنمية المستدامة، مرجع سبق ذكره، ص: 17.

³- ليث عبد الله القهوي، بلال محمود الوادي، المشاريع الريادية الصغيرة والمتوسطة ودورها في عملية التنمية، دارا حامد، الأردن، 2012، ص: 18.

⁴- إلياس بن سامي، يوسف قريشي، التسيير المالي: الإدارة المالية دروس وتطبيقات، دار وائل، الأردن، 2006، ص: 398.

المؤسسة المصغرة هي التي توظف ما بين 1 و9 فردا، المؤسسة الصغيرة هي التي توظف ما بين 10 و49 والمؤسسة المتوسطة هي التي توظف ما بين 50 و99 فردا والمؤسسة الكبيرة توظف أكثر من 99 فردا¹.

تعريف المشرع الجزائري: في 12 ديسمبر 2001 تاريخ إصدار القانون التوجيهي لترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة سمح هذا القانون بمنح ثلاث تعاريف لهذه المؤسسات بحيث أن المعيار المشترك هو الاستقلالية

المؤسسة المتوسطة هي مؤسسة تشغل ما بين 50 إلى 500 يد عاملة، يكون رقم أعمالها ما بين 200 مليون و02 مليار دينار ومجموع حصيلتها السنوية ما بين 100 و500 مليون دينار، وتعرف المؤسسة صغيرة بأنها تشغل ما بين 10 إلى 49 يد عاملة، بحيث لا يتجاوز رقم أعمالها السنوي 200 مليون دينار، وتعرف المؤسسات المصغرة بأنها مؤسسة تشغل من يد عاملة واحدة إلى غاية 09 أشخاص، ويكون رقم أعمالها أقل من 20 مليون دينار، ولا تتجاوز حصيلتها السنوية 10 ملايين دينار².

المطلب الثاني: مميزات وخصائص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

تتميز المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بمجموعة من المزايا والخصائص التي تميزها عن غيرها من المؤسسات يمكن ذكرها فيما يلي:

1-سهولة التأسيس:

تتميز هذه المؤسسات بانخفاض قيمة رأس المال المطلوب لتأسيسها وتشغيلها، وبالتالي محدودية الديون اللازمة والمخاطر المنطوية عليها، مما يؤدي إلى سهولة تأسيس وتشغيل مثل تلك المؤسسات ومن ثم أداة

¹- طيب لخليج، دور المؤسسات الصغرى والصغيرة والمتوسطة في تنمية أقطار المغرب العربي، الملتقى الدولي، متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، اشراف مخبر العولمة واقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، يومي 17-18 أبريل، 2006، ص: 162.

²- ضحاك نجية، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بين الأمل واليوم أفاق تجربة الجزائر، الملتقى الدولي، متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، اشراف مخبر العولمة واقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، يومي 17-18 أبريل، 2006، ص: 137-138.

لجذب مدخرات الأفراد وتوظيفها في المجال الإنتاجي، كما تتميز بسهولة إجراءات تكوينها نظرا لبساطة وسهولة هيكلها الإداري والتنظيمي وجمعها في أغلب الأحيان بين الإدارة والتشغيل¹.

2- التخصص الناجح:

تعتمد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على التخصص الناجح في العمل الذي تقوم به، كما تعتمد على التخصص في المستهلك حيث عادة ما تبحث عن سوق مستهدف معين تستطيع أن تتميز في خدمته.

3- مؤسسات تابعة:

لقد انتشرت هذه الخاصية حديثا بين بين المؤسسات الصغيرة خاصة بعد سيادة العولمة، والمؤسسات عابرة القارات، حيث تتميز المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بمسندتها للمؤسسات الكبيرة، وبقدرتها على التكيف مع الأوضاع والظروف الطارئة، لذلك ارتبطت المؤسسات الصغيرة مع المؤسسات العالمية كوكلاء مبيعات في منطقتها وموزعين مقابل عمولة أو نسبة تعتمد على نوع الزبون².

4- سهولة وبساطة التنظيم:

تظهر هذه الخاصية أكثر في المؤسسات المتوسطة أين تكون أمام عدد أكبر من العمال مقارنة بالمؤسسة الصغيرة والمصغرة، وذلك من خلال توزيع الاختصاصات بين أقسام المؤسسة³.

5- مركز للتدريب الذاتي:

تبر هذه المؤسسات مراكز تدريب ذاتية لأصحابها والعاملين فيها نظرا لممارستهم أعمالهم باستمرار . عمليات الإنتاج وتحملهم المسؤوليات التقنية والتسويقية والمالية، مما يحقق اكتسابهم المزيد من المعلومات والمعرفة والخبرات، الأمر الذي يؤهلهم لقيادة عمليات استثمارية في المستقبل تفوق حجم

¹- ليث عبد الله القهوي، بلال محمود الوادي، المشاريع الريادية الصغيرة والمتوسطة ودورها في عملية التنمية، مرجع سبق ذكره، ص:19.

²- فايز جمعة صالح النجار، عبد الستار محمد علي، الريادة وإدارة الأعمال الصغيرة، دار الحامد، الأردن، 2006، ص:69.

³- خبابة عبد الله، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة آلية لتحقيق التنمية المستدامة، مرجع سبق ذكره، ص:37.

مؤسستهم الحالية، ومن ثم فهي تعتبر مجالاً خصباً لخلق وتنمية فئة المنظمين التي هي الأساس في زيادة الاستثمارات الناجحة وتوسيع فرص التنوع في المقدرة الإنتاجية¹.

6- قصر فترة الاسترداد:

وهي عبارة عن الفترة المطلوبة لاسترداد تكاليف استثمار مشروع من واقع تدفقاته النقدية، لذا فالمؤسسة الصغيرة والمتوسطة تتمكن من استرداد رأس المال المستثمر فيها في فترة زمنية قصيرة من غيرها من الشركات نتيجة لصغر حجم رأس المال المستثمر، سهولة التسويق، زيادة دورات البيع وقصر دورة الإنتاج².

7- مالك المؤسسة هو مديرها:

إذ يتولى العمليات الإدارية والفنية، وهذه الصفة غالبية على هذه المؤسسات كونها ذات طابع أسري في أغلب الأحيان.

8- ملاءمة أنماط الملكية من حيث حجم رأس المال وملاءمته لأصحاب هذه المؤسسات:

حيث أن تدني رأس المال يزيد من اقبال من يتصفون بتدني مدخراتهم على مثل هذه المشروعات نظراً لانخفاض كلفتها مقارنة مع المشروعات الكبيرة³.

10- المستوى التكنولوجي:

تعتمد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على تكنولوجيا غير معقدة وتستخدم تقنيات بسيطة لقلّة رأس المال وضعف الإمكانيات المالية، لذا فهي تركز على تكنولوجيا كثيفة العمل.

¹- ليث عبد الله القهوي، بلال محمود الوادي، المشاريع الريادية الصغيرة والمتوسطة ودورها في عملية التنمية، ص: 21.

²- حباية عبد الله، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، آلية لتحقيق التنمية المستدامة، مرجع سبق ذكره، ص: 39.

³- ماهر حسن محروق، إيهاب مقابلة، المشروعات الصغيرة والمتوسطة أهميتها ومعوقاتهما، مركز المنشآت الصغيرة والمتوسطة، عمان، الأردن، 2006، ص: 3.

11-المديونية:

المؤسسات الصغيرة والمتوسطة هي أقل مديونية في المدى الطويل بالمقارنة مع المؤسسات الكبرى، حيث أن نسبة المديونية ترتفع تبعاً لحجم المؤسسة، كما أنها تختلف باختلاف النشاط والقطاع الاقتصادي.¹

12-المحلية:

تكون أغلب العمليات في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في منطقة جغرافية واحدة عدا العمليات التسويقية، لذا يعتبر الموقع خاصية من خصائص هذه المؤسسات، هذا وتستطيع الانتشار في الأقاليم والقرى المختلفة، مما يساعد على استغلال الموارد والامكانيات المحلية المتاحة.² ومن خلال الخصائص السابقة الذكر نجد منها ما هو إيجابي ومنها ما هو سلبي.

المطلب الثالث: دور المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في التنمية الاقتصادية

تعتبر المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من أهم العناصر المساهمة في التنمية الاقتصادية لجميع بلدان العالم وإن كانت بنسب متفاوتة، ويمكن تلخيص دور وأهمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في النقاط التالية:

1-توفير مناصب عمل:

تساهم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في إتاحة فرص عمل كبيرة في الوقت الذي تعاني معظم دول العالم ولا سيما النامية منها من مشكلة البطالة، وتمثل أهم الأسباب التي جعلت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة أكثر استقطاباً لليد العاملة في أنها مؤسسات كثيفة العمالة، حيث تتميز بصغر رأس المال المتاح مما يجعلها تعتمد على استخدام فنون إنتاجية كثيفة العمل، كما أنها تقبل توظيف الأشخاص الذين لم يتلقوا التكوين والتدريب الذي لم يؤهلهم للعمل في المؤسسات الكبيرة.

¹- شاوي صباح، أثر التنظيم الإداري على أداء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة دراسة تطبيقية لبعض المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بولاية سطيف، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: اقتصاد وتسيير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2009-2010، ص: 153-154.

²- فايز جمعة صالح النجار، عبد الستار محمد علي، الريادة وإدارة الأعمال الصغيرة، مرجع سبق ذكره، ص: 68.

2- تنمية الصادرات:

تلعب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة دورا هاما في تنمية الصادرات وتخفيف العجز في ميزان المدفوعات، ذلك لقدرتها على الدخول إلى الأسواق الخارجية بسبب تنوع منتجاتها وانخفاض تكلفتها، بالإضافة إلى اعتمادها على المواد الأولية المحلية وهو ما يعني محدودية وارداتها¹.

3- المساهمة في الاستثمار:

تتميز المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بارتفاع معدل دوران رأس المال مما يجعل هذه المؤسسات نواة المؤسسات الكبيرة خاصة في مجال الصناعة بما يؤدي إلى زيادة حجم الاستثمار الكلي في الاقتصاد الوطني وهذا ما يضمن ارتفاع معدلات النمو الاقتصادي من خلال عمل مضاعف الاستثمار والعمل.

4- المساهمة في الاستهلاك:

من المعروف أن العاملين في مثل هذه المؤسسات يحصلون على أجور منخفضة مقارنة بالأجور التي يحصل عليها العاملون بالمؤسسات الكبيرة، وحيث أن الميل الحدي للاستهلاك يكون مرتفعا عند أصحاب الدخل المنخفضة فإنه ترتب عليه توسيع دورة الانفاق والإنتاج والاستثمار، وبالتالي توسع في دورة النشاط الاقتصادي في المجتمع ورفع معدل النمو كمحصلة نهائية².

¹ - جمال بلخياط، متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية في ظل التحولات الاقتصادية الراهنة، الملتقى الولي: متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، اشراف مخبر العولمة واقتصاديات شمال افريقيا، جامعة الشلف، الجزائر، يومي، 17-18 أبريل، 2006، ص: 634-635.

² - دراجي كرمو، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الواقع التجارب، المستقبل، في ظل التحولات الاقتصادية العالمية، دراسة حالة الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص: 30.

5-المساهمة في الناتج المحلي الخام وخلق قيمة مضافة:

حيث تؤثر هذه المؤسسات في ثلاث اتجاهات¹:

*تعمل على توفير السلع والخدمات سواء للمستهلك النهائي أو الوسيط مما يزيد من الدخل الوطني للدولة؛

*تحقق ارتفاعا في المعدلات الإنتاجية لعوامل الإنتاج التي تستخدمها مقارنة مع العمل الوظيفي الحكومي؛

*تساهم في التخفيف من الاسراف على المستوى الوطني.

6-دمج المدخرات في العملية الإنتاجية:

بسبب صغر حجم رأس المال المطلوب للاستثمار في المؤسسات الصغيرة، فإن الأفراد الذين يمتلكون ت ويملكون مدخرات يستطيعون تشغيل مدخراتهم من خلال تأسيس مؤسسات صغيرة خاصة، هذه الميزة تعمل على جلب مدخرات الأفراد إلى العملية الإنتاجية بدلاً من أن تظل جامدة وبدون استغلال، مما يؤدي إلى تأكلها مع الزمن بسبب مجريات الدورات الاقتصادية المختلفة والتي أبرزها التضخم وانخفاض القوة الشرائية².

7-القدرة على مقاومة الاضطرابات الاقتصادية:

مرونة المؤسسات الصغيرة أكبر من المؤسسات الكبيرة في مواجهة عمليات التقلبات أو التغيرات في الظروف الاقتصادية³، ففي حالة زيادة الطلب تزيد في حجم الاستثمار وفي حالة الركود الاقتصادي تخفض من حجم الإنتاج وهو ما يجعلها أكثر مقاومة لفترات الاضطرابات الاقتصادية من المؤسسات الكبيرة.

¹ -حياة عبد الله، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة آلية لتحقيق التنمية المستدامة، مرجع سبق ذكره، ص:220.

² -هايل عبد المولى إبراهيم طشطوش، دور المشروعات الصغيرة في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية رؤية اقتصادية إسلامية، ص: 10 univ-ouargla.dz-

³ -عبد الرحمان يسري أحمد، السيد محمد أحمد السريتي، قضايا اقتصادية معاصرة، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2007، ص: 181.

8- تكوين قوة العمل الماهرة:

بار المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تستخدم عمالا ذوي مهارات منخفضة نسبيا، فإنها تساعد على إكساب هؤلاء العمال المهارات الإدارية والإنتاجية والتسويقية والمالية لإدارة أعمال هذه المؤسسات، وفي الوقت ذاته فهي تجنب الدولة التكاليف الإضافية التي يتطلبها التدريب¹.

9- توفير احتياجات المؤسسات الكبيرة:

تعتبر هذه المؤسسات سندا أساسيا للمؤسسات الكبيرة، فمن خلال التعاقد من الباطن أو المناولة تقيم ارتباطات وثيقة بالمؤسسات الكبيرة سواء المحلية والخارجية²، فهي تساعد المؤسسات الكبيرة في بعض الأنشطة التسويقية، التوزيع، الصيانة وصناعة قطع الغيار الأمر الذي يمكن المؤسسات الكبيرة من التركيز على الأنشطة الرئيسية، وذلك يؤدي إلى تخفيض تكلفة التسويق³.

10- التوزيع العادل للمداخيل:

في ظل وجود أعداد كبيرة من المؤسسات الصغيرة المتقاربة في الحجم والتي تعمل في ظل ظروف تنافسية وتعمل بها أعداد كبيرة من العمال⁴، وذلك بالمقارنة بنمط التوزيع الذي يسود في ظل أعداد محدودة من المؤسسات الكبيرة تعمل في ظروف غير تنافسية⁵.

11- تنمية المناطق الريفية:

تساهم في توطين المشروعات في المناطق الريفية وما يتبعه من تطوير المستوى الثقافي وهذا يؤدي كله إلى تحقيق الاستقرار من خلال التوزيع الجغرافي للسكان⁶.

¹- جمال بلخياط، متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية في ظل التحولات الاقتصادية الراهنة، مرجع سبق ذكره، ص: 635.

²- حيازة عبد الله، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، آلية لتحقيق التنمية المستدامة، مرجع سبق ذكره، ص: 224.

³- ليث عبد الله القهوي، جلال محمود الوادي، المشاريع الريادية الصغيرة والمتوسطة ودورها في عملية التنمية، مرجع سبق ذكره، ص: 29.

⁴- عبد الرحمان يسري أحمد، السيد محمد أحمد السريتي، قضايا اقتصادية معاصرة، مرجع سبق ذكره، ص: 182.

⁵- عبد الرحمان يسري أحمد، تنمية الصناعات الصغيرة ومشكلات تمويلها، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 1996.

⁶- زياد جلال دماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، مرجع سبق ذكره، ص: 184.

المبحث الثاني: للهيكل المالي للمؤسسة.

المؤسسات هي بحاجة إلى التمويل لتغطية نشاطاتها المختلفة، كما أن هذه الأخيرة قد تعتمد على مصادر تمويل قصيرة الأجل أو مصادر طويلة الأجل، وعلى المدير المالي المفاضلة بين مصادر التمويل على أساس التكلفة من أجل اختيار الهيكل المالي الذي يعظم قيمة المؤسسة.

المطلب الأول: مفهوم الهيكل المالي ومنهاجه

يعد الهيكل المالي من أبرز الجوانب التي يولي لها أصحاب المصالح الاهتمام، لما لها من تأثير على استقرار المؤسسة من الجانب المالي، وعدم تعرضها للإفلاس، وعليه في هذا المطلب سنتعرف على مفهوم ومناهج الهيكل المالي.

1- مفهوم الهيكل المالي

إن المؤسسة تتخذ بشكل دائم ثلاثة أنواع من القرارات تسهم بشكل كبير في صياغة الاستراتيجية التي يجسدها كشف المركز المالي، يرتبط النوع الأول من تلك القرارات بتشكيلة الأصول أي قرار الاستثمار، أما القرار الثاني فيتعلق بتشكيلة الخصوم وحقوق الملكية أي قرار التمويل، المزيج المستخدم في تمويل الاستثمارات يطلق عليه الهيكل المالي¹.

أما القرار الثالث فهو قرار توزيع الأرباح الذي يحدد ما يساهم به التمويل ويمكن تعريف الهيكل المالي للمؤسسة على أنه:

تعريف الأول: هو هيكل مصادر التمويل أو جانب الخصوم وحقوق الملكية في كشف المركز المالي².

تعريف الثاني: هو الأسلوب الذي يتم عن طريقه تمويل أصول المؤسسة، ويتمثل في فقرات جانب الخصوم وحقوق الملكية من الميزانية العمومية والذي يتضمن المديونية قصيرة الأجل وطويلة الأجل، حقوق الملكية³.

¹ -عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب خرشة، أساسيات في الإدارة المالية، دار المسيرة، الأردن، 2007، ص: 138.

² -عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري، الأردن، 2009، ص: 349.

³ -عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب خرشة، مرجع أعلاه، ص: 138.

التعريف الثالث: تشكيلة المصادر التي حصلت المؤسسة منها على الأموال لغرض تمويل استثماراتها وهو يتضمن جميع العناصر المكونة لجانب الخصوم.

ولابد أن نفرق بين الهيكل المالي الذي يظهر كيفية قيام المؤسسة بتمويل أصولها المختلفة، والثاني هيكل رأس المال والذي يقصد به التمويل الدائم للمؤسسة، والذي يتكون عادة من الديون طويلة الأجل، الأسهم الممتازة وحقوق الملكية، ويستبعد جميع أنواع الائتمان قصير الأجل وعلى هذا الأساس فإن هيكل رأس المال للمؤسسة يعتبر جزءاً من هيكلها المالي، ويتكون حق الملكية من الأسهم العادية والأرباح المحتجزة¹.

2- منهج اختيار الهيكل المالي

هناك ثلاثة مناهج تستخدم في تحديد هيكل التمويل المناسب وهي:

1-2- منهج التوازن: يفترض هذا النهج وجود حالة توازن ومرونة مالية للهيكل المالي، وهذا يتطلب حساب تكلفة رأس المال في ضوء البدائل التمويلية المتاحة من مصادر التمويل المختلفة، في ظل افتراضات محددة وهي أن هناك عائد متوقع وحالة معينة للطلب والعرض على الأموال في السوق المالي، تتحدد على أساس اتجاهات أسعار الفائدة، ثم القيام باختيار المزيج التمويلي، والذي يصاحبه أقل تكلفة تمويل.

2-2- منهج التوازن المقارن: يفترض وجود معدل عائد إضافي يجب تحقيقه بالإضافة لتكلفة الأموال، ولذلك يتم وضع العديد من الخطط المالية التي تحتوي على مزيج تمويلي مختلف وتقوم بتحديد أثر كل خطة على تكلفة الأموال، وبمقارنة هذه الخطط يمكن اختيار المزيج التمويلي المناسب للمؤسسة.

2-3- منهج التوازن الحركي الديناميكي: يفترض وجود متغيران يؤثران في اختيار المزيج التمويلي، وهما المخاطر المالية ومخاطر الأعمال، حيث يتأثران بقيود البيئة الداخلية والبيئة الخارجية المحيطة بالمؤسسة، وعليه يجمع هذا المنهج بين المناهج السابقة الذكر عند اختيار المزيج التمويلي المناسب ما يجعله منهج متكامل².

¹ محمد صالح الحناوي، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية، مصر، 2000، ص: 318.

² جمال الدين محمد المرسي، أحمد عبد الله اللحج، الإدارة المالية، الدار الجامعية، مصر، 2010، ص: 248-249.

المطلب الثاني: مكونات الهيكل المالي

نقصد بمكونات الهيكل المالي مصادر التمويل المختلفة المتاحة أمام المؤسسة، ويمكن تقسيمها إلى:

1- مصادر التمويل قصيرة الأجل

يعرف التمويل قصير الأجل بأنه ذلك النوع من الديون الذي يستخدم غالباً لتمويل العمليات التشغيلية (أرية) التي تقوم بها المؤسسات، أي أن هذا التمويل لا تزيد مدته عن سنة واحدة، ويدخل ضمن مفاهيم رأس المال العامل¹.

1-1- الائتمان التجاري:

يمكن تعريفه بأنه نوع من أنواع التمويل قصيرة الأجل تحصل عليه المؤسسة من الموردين ويتمثل في قيمة المشتريات الآجلة للسلع التي تتاجر بها أو تستخدمها في العملية الصناعية، ويعد الائتمان التجاري من أهم مصادر التمويل قصيرة الأجل، وتعتمد المؤسسة على هذا المصدر في التمويل بدرجة أكبر من اعتمادها على الائتمان المصرفي، وقد يعتبر المصدر الوحيد -قصير الأجل- المتاح لبعض المؤسسات هذا ويطلق على الائتمان التجاري الائتمان التلقائي نظراً لأنه عادة ما يزيد وينقص مع التقلبات في حجم النشاط².

وهناك نوعين أساسيين من الائتمان التجاري:

1-1-1- الائتمان التجاري المجاني:

وهو ذلك الائتمان الذي يتم سداده في موعد استحقاقه حسب ما هو متفق عليه، ويكون بين (30-60) يوم حيث يحصل المشتري (المدين) على خصم مسموح به عند السداد في التاريخ المحدد.

1-1-2- الائتمان التجاري المكلف:

وهو الذي يعتمد فيه المشتري على تأجيل الدفع في فترة تزيد على تاريخ الاستحقاق ويمكن استخدام هذا النوع من الائتمان التجاري بعد تحليل التكلفة للتأكد من أن تكلفة تأجيل الدفع أقل من تكلفة الأموال التي يمكن الحصول عليها من مصادر أخرى.

¹ علي عباس، الإدارة المالية، دار إثراء، عمان، الأردن، 2008، ص: 257.

² أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر والتوزيع، عنابة، الجزائر، 2008، ص: 36-37.

وعلى الرغم من أن كلا النوعين يخفضان من تكلفة التمويل، إلا أنه يفضل استخدام النوع الأول (الائتمان لتجاري مجاني)¹.

1-2- الأوراق التجارية:

هي عبارة عن أوراق وعد بالدفع غير مضمونة، تصدرها المؤسسات الكبيرة والمعروفة ذات المركز المالي، أي أن الأوراق المطروحة في الأسواق هي في معظمها صادرة من مؤسسات من الدرجة الأولى وتتمتع بتصنيف عالي. وتتمتع الأوراق التجارية بالعديد من المزايا أهمها²:

* انخفاض تكلفتها بالمقارنة مع ديون البنك؛

* القدرة على إصدار الأوراق التجارية يحسن من الموقف التفاوضي للمؤسسات في مواجهة البنوك؛

* سهولة وبساطة إجراءات الإصدار والتوثيق؛

* قصر المدة الممكن الحصول فيها على الأموال بواسطة الأوراق التجارية حيث لا تتجاوز اليومين، مقابل البنوك التي يحتاج الاتفاق معها إلى مدة أطول.

وفي المقابل هناك مجموعة من الجوانب السلبية المتعلقة بها يمكن إجمالها كالتالي:

* سوق الأوراق المالية حساس وعرضة للتأثر السريع بالظروف الاقتصادية؛

* اقتصر استعمالها على المؤسسات الكبيرة ذات المركز المالي؛

* ضرورة دفع هذه الأوراق بتواريخ استحقاقها، حيث لا يتفهم حاملوها عادة أوضاع المقترض الذي لا يستطيع الوفاء كما قد تفهمها البنوك المعتادة على مثل هذه الأمور من المقترضين.

¹ - قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق، دار الثقافة، الأردن، ط3، 2012، ص: 298.

² - مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، دار أجنادين، السعودية، 2006، ص: 102-103.

1-3- الائتمان المصرفي:

القروض المصرفية قصيرة الأجل هي من مصادر التمويل المهمة التي قد يلجأ إليها العديد من المؤسسات، وهذه القروض لا تتم بشكل تلقائي وإنما تخضع للتفاوض بين المؤسسة والمصرف، فعندما تحتاج المؤسسة إلى الأموال لفترات قصيرة ولا يمكن توفيرها عن طريق الائتمان التجاري أو عن طريق الأرباح المحتجزة، فإنها تلجأ إلى استخدام الائتمان المصرفي¹، ويمكن للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الحصول عليه بعد تفحص البنك لمركزها المالي، وتحتل البنوك التجارية مركزاً مهماً في أسواق النقد قصير الأجل لأنها توفر الأموال لهذه المؤسسات².

تحصل المؤسسة على نوعين رئيسيين من أنواع الائتمان المصرفي هما:

1-3-1- القروض قصيرة الأجل: تعتبر القروض البنكية نوعاً من أنواع الائتمان المغلق حيث أن المؤسسة تحصل على هذا النوع من الائتمان بموجب اتفاق بينها وبين البنوك المقرضة، وتحدد بموجب الاتفاق وشروط القرض من حيث قيمة مبلغ القرض وسعر الفائدة وكيفية التسديد ومدته، لذلك فإن لهذه الديون بداية ونهاية، حيث أنها تنتهي بنهاية المدة المحددة لها ولا تتجدد كما يحدث في حالة السحب على المكشوف³.

1-3-2- السحب على المكشوف: ويعتبر من أنواع الائتمان المفتوح وبموجبه يتم الاتفاق بين البنك والمؤسسة على تحديد سقف لحجم التسهيلات، ويمثل هذا السقف الحد الأقصى لحجم التسهيلات التي يمكن أن تحصل عليها المؤسسة خلال فترة زمنية معينة تكون في العادة سنة واحدة قابلة للتجديد، ويمكن للمؤسسة بموجب الاتفاق سحب المبلغ دفعة واحدة أو على دفعات حسب احتياجاتها وباتفاق مسبق مع البنك ونظراً لهذه المرونة فإن معدل الفائدة على الديون تكون أكثر من معدل الفائدة على ديون قصيرة الأجل، كما أن معدل الفائدة يمكن أن يكون متغيراً، ويتطلب هذا النوع عادة تأمينات بنكية تسمى

¹-عدنان تايه النعيمي، وآخرون، الإدارة المالية، دار المسيرة، الأردن، 2011، ص: 353.

²-خليل عبد القادر، بوقاسة سليمان، دور الوساطة المالية في التمويل غير المباشر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الملتقى الدولي: متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، اشراف مخبر العولمة واقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة حسيبة بن بوعبي، الشلف، الجزائر، يومي، 17-18 أبريل، 2006، ص: 401.

³-فايز تيم، مبادئ الإدارة المالية، الطبعة الثالثة، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2011، ص: 198.

بالرصيد التعويضي وهو عبارة عن مبلغ معين يتم تحديده على شكل نسبة مئوية معينة من حجم الديون أو من سقف التسهيلات، تودعه المؤسسة في الحساب الجاري لدى البنك ولا يجوز لها سحب المبلغ إلا بعد تسديد المبالغ المستحقة عليها بالكامل.

ولا يتطلب السحب على المكشوف عادة ضمانات مادية وذلك بسبب ثقة البنك في المركز المالي للمؤسسة نتيجة التعامل معها لفترة طويلة نسبياً¹.

2- مصادر التمويل طويل الأجل

تحصل المؤسسة على التمويل طويل الأجل من أجل تغطية الإنفاق اللازم لشراء الأصول الثابتة وتمويل الجزء الدائم من الأصول المتداولة، حيث تعتمد على عدة مصادر تمويلية، أهمها إصدار أسهم عادية أو أسهم ممتازة، أو من خلال الديون طويلة الأجل، وتلعب الأسواق المالية دوراً مهماً في تمكين المؤسسة الحصول على احتياجاتها التمويلية المختلفة.

2-1- مصادر التمويل المقرضة طويلة الأجل

2-1-1- الديون طويلة الأجل: وهي تمثل نوعاً من الديون التي تلزم المؤسسة عند الحصول عليها بسداد كل من أصل الدين والفائدة المستحقة في تاريخ معين، وتخضع عملية الاستدانة في هذه الحالة لشروط الاتفاق ما بين المؤسسة والمقرض وذلك فيما يتعلق بمعدل الفائدة، تاريخ الاستحقاق وأسلوب السداد، وتتراوح فترة الاقتراض عادة ما بين ثلاثة إلى خمسة عشر عاماً، وتحصل المؤسسات على هذا النوع من الديون من المؤسسات المالية المختلفة كالبنوك، شركات التأمين أو بعض الهيئات العامة².

2-1-2- السندات: تعد السندات بمثابة عقد أو اتفاق بين الجهة المصدرة والمستثمر، ويقضي هذا الاتفاق بأن يقرض المستثمر الجهة المصدرة مبلغاً لمدة محددة وسعر فائدة معين، السند يختلف عن القرض بأنه قابل للتداول، حيث يمكن بيعه وهو بذلك يحتفظ بسيولة عالية لحامله، وقد يتضمن العقد شروطاً

¹- فايز تيم، مبادئ الإدارة المالية، مرجع السابق ذكره، ص: 201.

²- محمد صالح الحناوي، وآخرون، أساسيات ومبادئ الإدارة المالية، المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2007، ص: 240-241.

أخرى لصالح المقرض مثل رهن بعض الأصول الثابتة، كما قد يتضمن شروطا لصالح المقرض مثل حق استدعاء السندات قبل تاريخ الاستحقاق¹.

أ-مزايا وعيوب السندات

-مميزات السند

*يعتبر السند أقل مخاطرة من الاستثمارات الأخرى، وذلك لتمتع حامله باسترجاع أمواله عند التصفية؛

*لحامل السند دخل ثابت وفي أوقات محددة؛

-عيوب السند

*لا يجوز لحامله التصويت أو التدخل في الشؤون الإدارية؛

*الدخل الثابت قد يتأثر بالتضخم بمرور الزمن².

ب-مقياس تقييم السندات:

إن قيمة أية أصول مالية مثل الأسهم والسندات هي ببساطة القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة من هذا الأصل، ويتم تقييم السندات من خلال خصم التدفقات النقدية التي يحصل عليها المستثمر من السند، ويعتبر سعر الفائدة السوقي أساسا للخصم، وبالتالي فإن قيمة السند هو القيمة الحالية للتدفقات النقدية ويتم احتسابها على النحو التالي³:

$$\text{BOND VALUE} = INT \times \left[1 - \frac{1}{(1+Kj)^N} \right] + \frac{M}{(1+Kj)^N}$$

حيث: **BONDVALUE**: قيمة السند، **INT**: الفائدة المدفوعة سنويا، **M**: القيمة الاسمية للسند،

¹ محمد سعيد عبد الهادي، الإدارة المالية، دار حامد، الأردن، 2008، ص: 224.

² عبد الوهاب يوسف أحمد، التمويل وإدارة المؤسسات المالية، دار حامد، الأردن، 2008، ص: 86.

³ محمد قاسم خصاونة، أساسيات الإدارة المالية، دار الفكر، الأردن، 2011، ص: 146.

N: مدة الاستحقاق، Y: سعر الفائدة السوقية.

ج-أنواع السندات

-السندات القابلة للاستدعاء: تتيح للمؤسسة المقترضة إمكانية استدعائها، ويحدث هذا عندما تنخفض أسعار الفائدة السائدة في السوق عن سعر الفائدة على السند بعد بيع السندات المصدرة¹.

-السندات القابلة للتحويل لأسهم: تعطي لحاملها الحق في مبادلتها بعدد محدد من الأسهم في أي وقت.

-السندات غير المضمونة: وهي سندات طويلة الأجل غير مكفولة برهن موجودات معينة².

-السندات المضمونة: وتسمى سندات الرهن، فهي تصدر شرط رهن بعض الموجودات في المؤسسة³.

2-2-مصادر التمويل المملوكة

2-2-1- الأسهم العادية: يتكون رأس مال مؤسسات المساهمة من عدد من الأسهم، والسهم هو عبارة عن صك يؤكد لحامله ملكية حصة معينة في رأسمال المؤسسة تعادل المبلغ الذي دفعه، وتعتبر الأسهم العادية وسيلة من وسائل التمويل طويل الأجل التي يمكن اللجوء إليها خلال حياة المؤسسة، وذلك بطرح أسهم عادية جديدة للاكتتاب وعند تداول هذه الأسهم في البورصة قد تباع وتشتري بقيمة مخالفة عن القيمة الاسمية أو الدفترية⁴.

أ-تقييم السهم العادي:

-القيمة الاسمية: وهي القيمة التي يصدر فيها السهم عند تأسيس المؤسسة، ويحدد هذه القيمة قانون المؤسسة في الدولة ويجب أن تكون قيم جميع الأسهم متساوية⁵.

¹عاطف وليم اندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، مصر، 2008، ص:382.

²علي عباس، الإدارة المالية، دار إثراء، الأردن، 2008، ص:372-373.

³دريد كمال آل شبيب، الإدارة المالية المعاصرة، دار المسيرة، الأردن، 2009، ص: 213.

⁴محمد سعيد عبد الهادي، الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 218.

⁵طارق الحاج، مبادئ التمويل، دار صفاء، الأردن، 2010، ص: 128.

-**القيمة الدفترية:** هي التي تعكسها سجلات المؤسسة المحاسبية، وتمثل مجموع رأس المال المساهم به احتياجات والارباح غير موزعة ويتم احتسابها بقسمة حقوق المساهمين على عدد الأسهم المصدرة وتعكس قيمة ما قدمه المساهم لتمويل استثمارات المشروع مقابل كل سهم من أسهم المشروع، وتحسب كما يلي:

القيمة الدفترية للسهم = حقوق الملكية - الأسهم الممتازة / عدد الأسهم المصدرة

أو: القيمة الدفترية للسهم = (قيمة الموجودات - الالتزامات) / عدد الأسهم

-**القيمة السوقية للسهم:** هي تلك القيمة التي تتحدد نتيجة التعامل في سوق الأوراق المالية وتتميز هذه ، بأنها تتحدد من خلال مشاركة عدة أطراف تختلف في أهدافها أي من خلال العرض والطلب، ولذلك، فإنه يمثل القيمة الحقيقية للمؤسسة، وتعتبر هذه القيمة عن سعر تداول السهم في السوق.

-**قيمة السهم عند التصفية:** وهي تلك القيمة التي يتوقع المساهم الحصول عليها عند تصفية المشروع، أي رة عن نصيب السهم من قيمة الموجودات بعد التصفية وتسديد كافة حقوق الدائنين وحملة السندات والأسهم الممتازة¹.

قيمة السهم عند التصفية = (المحصل من البيع - المدفوعات من

الالتزامات) / عدد الأسهم المصدرة

2-2-2- الأسهم الممتازة: يوصف السهم الممتاز بأنه أداة هجينة تجمع بين صفات السند والسهم العادي ذلك كونه يحصل على عائد ثابت سنويا يسمى مقصوم أرباح السهم الممتاز الذي يستقطع من صافي الربح بعد الضريبة، ولذلك فهو يمثل التزاما ثابتا، كما أنه يمثل حق من حقوق الملكية لأنه يمثل جزء من المشاركة برأس المال.

اكتسبت هذه الأسهم الصفة الممتازة كون لها حق الأولوية قبل السهم العادي على دخل المؤسسة وأصولها ويتم تقييم هذه الأسهم على أساس ثابت العائد الذي يحصل عليه حاملتها والذي يمثل في الغالب

¹-دريد كمال آل شبيب، الإدارة المالية المعاصرة، مرجع سبق ذكره، ص: 204.

نسبة مئوية من قيمته الاسمية، وبالتالي لا يجد المحلل المالي صعوبة في تحديد قيمة السهم الممتاز نظرا لوضوح تدفقاته النقدية وثباتها¹.

أ-مقاييس القيمة للأسهم الممتازة: يخول السهم الممتاز لحامله الحصول على حصة نقدية ثابتة وبشكل منتظم ودوري، وإذا فرضنا أن السهم الممتاز دائم فإننا يمكننا إيجاد قيمته باستخدام المعادلة التالية²:

$$\text{قيمة السهم الممتاز} = \frac{\text{الأرباح الموزعة على السهم الممتاز}}{\text{العائد المطلوب}}$$

2-2-3- الأرباح المحتجزة: تمثل الأرباح المحتجزة مصدرا داخليا هاما لتمويل احتياجات المؤسسة، خاصة الاحتياجات طويلة الأجل، وتمثل جزء من الأرباح الذي يتم الاحتفاظ به لغرض إعادة استثماره، كما تستخدم الأرباح المحتجزة في حالة المؤسسة التي تعاني من مشاكل مالية، كذلك التي ترغب في تخفيض يونها أو تلك التي تواجه ظروفًا اقتصادية متقلبة، كما يتم الاعتماد عليها لتجنب زيادة حقوق التصويت والمشاركة في السيطرة في حالة إصدار أسهم أو تجنب الأعباء الثابتة التي تترتب على بيع الأوراق المالية³.

المطلب الثالث: تكلفة مصادر التمويل

إن لكل مصدر من مصادر التمويل التي تعتمد عليها المؤسسة تكلفة خاصة به، وسوف نتطرق إلى هذه التكاليف كما يلي:

1- تكاليف مصادر التمويل قصيرة الأجل

1-1- تكلفة الائتمان التجاري:

بالنسبة لتكلفة هذا النوع فإنها تعتمد على شروط الموردين، ففي غياب الخصم النقدي يعتبر الائتمان تجاري في حكم التمويل المجاني، غير أنه قد ينقلب إلى تمويل مكلف للغاية إذا لم تحسن المؤسسة

¹- أرشد فؤاد النعيمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات المالية، دار اليازوري، الأردن، 2010، ص: 179-180.

²- محمد قاسم خصاونة، أساسيات الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 162.

³- محمد صالح الحناوي وآخرون، أساسيات ومبادئ الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 256.

استخدامه، فعدم قيام المؤسسة بسداد مستحقات الموردين في الوقت المناسب قد يترتب عليه الإساءة إلى سمعتها في السوق بشكل يصعب معه الحصول على احتياجاتها بشروط معقولة.

أما إذا كان الموردون يقدمون خصما نقديا لعملائهم، فإن تكلفة الائتمان التجاري سوف تتوقف على ما إذا كانت المؤسسة تستفيد من هذا الخصم أم لا¹.

تكلفة الائتمان التجاري = معدل الخصم النقدي (360 يوم) / (فترة الائتمان - فترة الخصم)

1-2-2- تكلفة الائتمان المصرفي:

يمكن تعريفه بأنه عبارة عن الفائدة التي تدفعها المؤسسة إلى المصرف والتي عادة ما تكون في صورة نسبة مئوية من قيمة الدين وتتوقف تكلفة الدين المصرفي على أسلوب حساب المصرف للفائدة هل تحسب الفوائد على محسوب الدين أو يوجد ما يسمى بالرصيد المعوض، وعلى سمعة المقرض وعلى الغرض من الائتمان عند طلب الدين، إن الغرض منه معرفة معدل الفائدة الفعلي أو الحقيقي حتى يمكن المقارنة بين البدائل المختارة من مصادر التمويل الأخرى²، وعليه كلفة القروض المصرفية قصيرة الأجل هي³:

1-2-2-1- القرض العادي: وهو مبلغ تقترضه المؤسسة من البنك لمدة محددة وسعر فائدة متفق عليه، ويتم دفع الاثنتين نهاية المدة ويسمى سعر الفائدة على القرض بسعر الفائدة الفعلي، وتحسب كما يلي:

سعر الفائدة الفعلي = (فوائد القرض / أصل القرض) (360 يوم / مدة القرض)

1-2-2-2- قرض الرصيد المكافئ: اشترط البنك للمؤسسة المقرضة رصيدا دائما لديه، وذلك حتى يتسنى له تقديم خدماته للزبون ويضمن دينه، ويكون فيه سعر الفائدة الفعال أكبر من الاسمي كذلك.

¹ - منير إبراهيم هندی، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، مصر، ط6، 2011، ص: 529.

² - قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق، مرجع سبق ذكره، ص: 306.

³ - خليل عبد القادر، بوقاسة سليمان، دور الوساطة المالية في التمويل غير المباشر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مرجع سبق ذكره، ص:

سعر الفائدة الفعال = (الفوائد / أصل القرض - الفوائد) ((360 يوم / مدة القرض)

1-2-3- طريقة الفائدة المخصومة: وهي الفائدة التي يتم خصمها من قيمة القرض عند توقيع العقد مع البنك، ولذلك يسمى بالقرض المخصوم وبموجب هذا الشرط سوف يحصل المقرض على كامل قيمة القرض، وهنا سيختلف معدل الفائدة الحقيقي إذ سيكون أكبر من معدل الفائدة الاسمي، ولمعرفة كلفة القرض الحقيقي يتم احتساب معدل الفائدة الحقيقي بالطريقة التالية¹:

معدل الفائدة الحقيقي = مبلغ الفائدة / (أصل قيمة القرض - الفائدة المدفوعة)

2- تكلفة مصادر التمويل طويل الأجل

2-1- تكلفة التمويل المقترض طويلة الأجل

2-1-1- تكلفة الديون طويلة الأجل

إن تكلفة المديونية بعد الضريبة هو معدل الفائدة عن المديونية مطروحا منها التوفير الضريبي الناجم عن نفس النتيجة عند ضرب معدل الفائدة قبل الضريبة في معدل الضريبة الحدية للمؤسسة، كما يظهر في المعادلة أدناه:

تكلفة المديونية بعد الضريبة = العائد المطلوب من قبل حملة المديونية - الوفر الضريبي

ومن المعادلة أعلاه يمكن القول بأن الدولة تتحمل جزء من كلفة المديونية، كون الفوائد تعد من التكاليف التي تظهر في قائمة الدخل وتؤدي إلى تخفيض الدخل الخاضع للضريبة².

¹- دريد كمال آل شبيب، الإدارة المالية المعاصرة، مرجع سبق ذكره، ص: 233.

²- عدنان تايه النعيمي، ارشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص: 368.

2-1-2- تكلفة السندات: تتمثل في الحد الأدنى للعائد الذي يجب تحقيقه نتيجة التمويل الذي تم الحصول عليه من خلال إصدار السندات والذي يحافظ على حقوق حملة الأسهم دون تغيير، إن هذا النوع من التمويل يتم إصداره بأسعار مختلفة.

ويمكن حساب تكلفة السند وفقا للمعادلة التالية¹:

$$\text{تكلفة السند قبل الضريبة} = \text{الفوائد المدفوعة سنويا} / \text{سعر بيع السند}$$

$$\text{تكلفة السند بعد الضريبة} = (\text{الفوائد المدفوعة سنويا} / \text{سعر بيع السند}) \times (1 - \text{نسبة الضريبة})$$

2-2- تكلفة مصادر التمويل الممتمك

هي تكلفة معدل المردودية المطلوب أو المتوقع من طرف المساهمين في المؤسسة فحملة الأسهم يسعون للحصول على عائد ينبغي أن يساوي أو يفوق معدل العائد الذي يمكن أن يحصلوا عليه من استثمارات أخرى، لها نفس درجة المخاطرة وهو ما يطلق عليه تكلفة الفرصة البديلة².

2-2-1- تكلفة الأسهم العادية

هناك اختلاف كبير في قيم الأسهم، حيث أن للسهم قيمة اسمية أصدر بها، وهناك العديد من القيم التي تكون نتيجة الظروف الاقتصادية والتاريخية والقانونية والمحاسبية، فللسهم قيمة سوقية، قيمة دفترية... الخ، هذا ما يؤدي إلى اختلاف كلفة التمويل بالأسهم العادية من مؤسسة إلى أخرى، ويكون الاختلاف بين كلفة التمويل بالأسهم مقارنة بمصادر التمويل المتاحة³، ويمكن حساب كلفة الأسهم العادية باستخدام إحدى الطريقتين:

* طريقة الأرباح الموزعة على حملة الأسهم العادية؛

* طريقة الأرباح المنسوبة إلى سعر السهم.

¹ - عبد الستار الصباح، سعود العامري، الإدارة المالية أطر نظرية وحالات عملية، دار وائل، الأردن، 2007، ص: 223.

² - عدنان تايه النعيمي، وآخرون، الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 415.

³ - دريد كمال آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، دار المسيرة، الأردن، 2007، ص: 315-316.

ونظرا لأن الطريقة الثانية غير دقيقة وغير واقعية لذا يفضل استخدام الطريقة الأولى وبموجب هذه الطريقة (طريقة الأرباح الموزعة) يتم حساب كلفة التمويل بالأسهم العادية وفقا للمعادلة التالية¹:

$$\text{كلفة الأسهم العادية} = \frac{\text{(القيمة السوقية - كلفة إصدار السهم)}}{\text{الأرباح المتوقعة لكل سهم}} + \text{الزيادة المتوقعة في الأرباح الموزعة للسهم}.$$

2-2-2 تكلفة إصدار الأسهم الممتازة

يمكن تحديد تكلفة إصدار الأسهم الممتازة وفق المعادلة التالية²:

$$\text{تكلفة التمويل بإصدار الأسهم الممتازة} = \frac{\text{معدل العائد السنوي على الأسهم الممتازة}}{\text{(السعر الحالي للسهم - تكلفة إصدار السهم)}}$$

نلاحظ أن عملية حساب تكلفة الأسهم الممتازة تمت بدون أي تعديلات ضريبية، لأن أرباح الأسهم الممتازة على العكس من نفقات الفائدة على الدين غير قابلة للخصم، وبالتالي لا يوجد وفورات ضريبية مرتبطة باستخدام السهم الممتاز، والسبب في ذلك يعود إلى أن الفوائد على الدين تعامل كتكلفة يتم طرحها من المبالغ التي تخضع للضريبة بينما الأرباح الموزعة على حملة الأسهم الممتازة ويتم صرفها من الأرباح ولا تعتبر تكاليف.

2-2-3 تكلفة الأرباح المحتجزة³

إن احتجاز المؤسسة للأرباح يضيع على المساهمين العاديين فرصة الحصول عليها وإعادة استثمارها في مشروعات أخرى تدر عليها عائد، ولذلك فعلى المؤسسة في حالة احتجازها للأرباح أن تعيد استثمارها لتحقيق عائد للمساهمين على الأقل مساويا لما كان من الممكن أن يحققه في المشروعات البديلة في حالة حصولهم على كل الأرباح وعدم احتجازها، وأيضا فإن الأرباح المحتجزة تعتبر استثمارا لحملة الأسهم العادية

¹ - عبد الستار الصباح، سعود العامري، الإدارة المالية: أطر نظرية وحالات عملية، مرجع سبق ذكره، ص: 227.

² - منير شاكر محمد، وآخرون، التحليل المالي مدخل صياغة القرار، دار وائل، الأردن، 2008، ص: 294.

³ - عاطف جابر طه عبد الرحيم، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، مصر، 2010، ص: 276.

وتكلفتها يجب أن تكون مساوية لمعدل العائد الذي يطلبه حملة هذه الأسهم والذي يتوقف على توقعاتهم فيما يختص بالتوزيعات المتوقعة في علاقتها بسعر السهم، والذي يمكن تقديره بالمعادلة التالية:

فكل عائد يكون في صورة أرباح موزعة ويصبح العائد على الاستثمار الواقعي مساوي للعائد على الاستثمار المطلوب.

تكلفة الأرباح المحتجزة = معدل العائد المطلوب

معدل العائد على الاستثمار = التوزيعات المتوقعة للسهم / (سعر بيع السهم + معدل النمو الفعلي)

تكلفة الأرباح المحتجزة = (التوزيعات المتوقعة للسهم / سعر بيع السهم في السوق) + معدل النمو

3- التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال

تمثل مجموع تكاليف مصادر التمويل مرجحة بالأهمية النسبية لكل مصدر في مساهمته في تشكيل رأس المال، وتحسب التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال بموجب المعادلة التالية¹:

تكلفة رأس المال = (نسبة المديونية) (تكلفة المديونية) + (نسبة الأسهم الممتازة) (تكلفة الأسهم الممتازة) + (حقوق الملكية) (تكلفة حقوق الملكية)

¹ - عدنان تايه النعيمي، ارشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص: 377.

المبحث الثالث: المحددات المؤثرة في بناء الهيكل المالي

تتميز الهياكل المالية باختلاف كونها أي مصادر التمويل من مؤسسة إلى أخرى، فبعضها يعتمد على أموال الملكية لتلبية الاحتياجات المالية، وبعضها الآخر يتوسع بشكل كبير في استخدام الديون وبعضها الآخر يختار الاحلال بينهما، وإن هذه الاختلافات تكون نتيجة للعديد من العوامل التي يجب أخذها بعين الاعتبار عند تحديد أنواع الأموال التي تستخدمها المؤسسة، ويمكن تقسيمها إلى مجموعتين.

المطلب الأول: المحددات الداخلية المؤثرة في الهيكل المالي

وهي تلك العوامل التي تكون مرتبطة بالبيئة الداخلية للمؤسسة، والتي تكون أيضا خاضعة لسيطرة المؤسسة، ويمكن ذكرها على النحو التالي:

1- مستوى المبيعات:

متطيع المؤسسة التي تتميز بمبيعاتها بالاستقرار النسبي أن تعتمد على التمويل عن طريق الديون دون أن تتحمل تكاليف ثابتة أخرى عكس المؤسسات التي تتسم بعدم استقرار مبيعاتها، وتأسيسا على ذلك فإن سيات الخدمات العامة التي تتميز باستقرار الطلب على منتجاتها يمكنها في غالبية الأحوال استخدام نسب عالية من الاستدانة مقارنة بالمؤسسات الصناعية

أما فيما يخص نمو المبيعات فإن زيادة معدل المبيعات بنسبة معينة يزيد ربحية السهم، إذ يمكن للمؤسسة التي تتميز بنمو مبيعاتها أن تعتمد على الديون، لأنه عادة تكون تكلفتها أقل من إصدار أسهم جديدة، في حين يرى البعض أن في حالة زيادة صافي الربح فإن الاعتماد على الديون سيكون محدودا أو ثابتا عند نسبة محددة من إجمالي الأصول أو من قيمة حقوق الملكية، لزيادة فعاليتها كمصدر مالي ذاتي عن طريق الأرباح المحتجزة¹.

¹ - السعيد فرحات جمعة، جاد الرب عبد السميع، الإدارة المالية المعاصرة، المكتبة العصرية، مصر، 2001، ص: 253-254.

2-التحكم والسيطرة:

غبة الملاك في الاحتفاظ بسيطرتهم على المؤسسة، من العوامل التي تلعب دورا في تخطيط أنواع الأموال المستخدمة، وفي العادة أن الدائنين لا يتدخلون في إدارة المؤسسة عندما تكون الأمور طبيعية، فإنه حصلت المؤسسة على احتياجاتها المالية عن طريق الدائنين أو الملاك الممتازين، فإن سيطرة الباقيين على الإدارة ستبقى كما هي، وإذا كان هدفهم الرئيسي المحافظة على السيطرة، فإنه من الأفضل الحصول على الأموال من هذا المصدر، ولكن هذا لا يحدث دائما، فلو توسعت المؤسسة في الاستدانة إلى حد عجزها عن دفع الفائدة، أو سداد الأصل فإن الدائنين قد يضعون أيديهم على أصول المؤسسة للحصول على حقوقهم، وفي هذه الحالة يفقد جميع الأطراف السيطرة على المؤسسة. وبالتالي سيكون من الأفضل التضحية بجزء من السيطرة عن طريق زيادة أموال الملكية، ودخول بعض الملاك الباقيين الجدد، بدلا من فقد المشروع كله، ذلك لو حدث التمويل عن طريق التوسع الزائد عن الحد في الاستدانة¹.

3-المخاطر المالية:

ينظر للخطر في مجال العوامل المحددة من منظورين: خطر التشغيل، وخطر التمويل، ويرتبط الخطر الأول بطبيعة النشاط الذي تمارسه المؤسسة والظروف الاقتصادية التي تعمل فيها ويتوجب على المؤسسة أن تعتمد على المزيد من رأس المال في الحالات التي تكون فيها مخاطر التشغيل مرتفعة بدلا من الاعتماد على الاستدانة، لأن عدم انتظام حجم النشاط سيؤثر في قدرة المؤسسة على خدمة دينها، وقد تتعرض للإفلاس إذا ما كانت أعباء خدمة الدين أكبر من قدرتها.

أما خطر التمويل، فينتج عن زيادة الاعتماد على الاستدانة في تمويل عمليات المؤسسة، ويؤدي مثل هذا الاعتماد المتزايد إلى زيادة أعباء خدمة الدين، وقد يعرض المؤسسة للفشل في حالة عجزها عن خدمة دينها وعندما تواجه المؤسسة الفشل تتهدد مصالح المالكين أكثر من غيرهم، لأنهم آخر من يستوف حقهم عند تصفية المؤسسة².

¹- محمد الفاتح محمود بشير المغربي، تمويل ومؤسسات مالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2011، ص: 211.

²- مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، مرجع سبق ذكره، ص: 156-157.

4-المرونة التمويلية:

وهي قدرة المؤسسة على تعديل مصادر الأموال بالزيادة أو النقص، تبعاً للتغيرات في الحاجة إلى هذه الأموال، وعليه نجد أن الديون قصيرة الأجل تسمح بالتعديلات في مصادر الأموال والتقلبات الموسمية في الأصول المتداولة.

وتفقد المؤسسة مرونتها في الحالات التالية:

عند زيادة الالتزامات المترتبة عليها، وعند حاجتها لبعض الأموال الإضافية، فإنها قد لا تكون قادرة على الحصول على أية أموال مقترضة رغم توفر أموال الاستدانة في السوق وبفائدة أقل؛

*عدم القدرة على توفير ضمانات لأية ديون إضافية بنفس الضمانات للديون السابقة؛

*قد تؤدي بعض الشروط المعينة والعقود الماضية مع الدائنين إلى تقييد مقدرة المؤسسة الحالية في الحصول على الأموال الإضافية.

إن عامل المرونة لا تحتاج إليه المؤسسة عند التوسع فقط، بل تحتاج إليه في حالة الانكماش، فإذا أرادت التخلص من بعض الأصول واستعمال ثمنها في تخفيض الالتزامات عليها فإن الأموال المقترضة تحقق هذه المرونة، وخاصة عند وجود شرط للدفع المسبق أو استدعاء الاسناد قبل موعدها في العقد المتفق عليه، وقبول الدائن أو عدم قبوله يتوقف على قوة المؤسسة في المساومة وقت إجراء العقد¹.

5-توجهات الإدارة:

إذ يتميز بعض المديرين بدرجة أعلى من المغامرة مقارنة بغيرهم، حيث يعتمدون إلى استخدام الاستدانة بشكل كبير في محاولة منهم لرفع أرباح المؤسسة، على عكس بعض المدراء الذين يتميزون بالتحفظ ويعتمدون على الديون بشكل حذر².

¹ - محمد الفاتح محمود بشير المغربي، تمويل ومؤسسات مالية، مرجع سبق ذكره، ص: 212.

² - عاطف وليم اندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، مصر، 2008، ص: 403.

إن ملاك المؤسسات الصغيرة يفضلون تجنب إصدار الأسهم العادية حتى يتسنى لهم السيطرة الكاملة على إدارة المؤسسة، ولهذا فإنهم دائماً على استعداد لزيادة نسب الاستدانة، وعلى كل، فلا يمكن اعتبار ذلك قاعدة عامة تنطبق على جميع ملاك المؤسسات الصغيرة¹.

6- هيكل الأصول:

تؤثر تركيبة الأصول أي حجم الأصول الثابتة إلى الأصول المتداولة على قدرة المؤسسة على التمويل بالدين، إن زيادة الأصول الثابتة مقارنة بالأصول المتداولة، يعني زيادة التكاليف الثابتة في هيكل التكاليف، وبالتالي زيادة درجة الرفع التشغيلي، كما أن زيادة درجة الرفع التشغيلي تعني زيادة حساسية الأرباح للتغير في مبيعات المؤسسة أي ارتفاع المخاطرة، وانخفاض قدرتها على الاستدانة².

7- التدفقات النقدية:

المقصود بها هو أن الفترة الزمنية التي تنقضي على الاستثمار حتى يبدأ بتحقيق النقد من عملياته، فالفترة الطويلة التي تنقضي حتى تبدأ المؤسسة بتحقيق النقد لها آثار سلبية على السيولة، ولكن يمكن تفادي هذا الأثر السلبي باختيار مصادر تمويل يتزامن وقت سدادها ومواعيد دخول النقد إلى المؤسسة³.

8- الملاءمة:

المقصود بهذا العامل الملاءمة بين الأموال المستخدمة لطبيعة الأصول التي ستقوم هذه الأموال بتمويلها أي أن الأموال التي ستحصل عليها المؤسسة، يجب أن تكون مناسبة لأنواع الأصول المستخدمة، ومتماشية مع طبيعتها، فالأموال طويلة الأجل للاحتياجات طويلة الأجل ك شراء الأصول الثابتة مثلاً، والأموال قصيرة الأجل لتمويل الاحتياجات قصيرة الأجل مثل الاحتياجات الموسمية⁴.

¹ - محمد صالح الحناوي، الإدارة المالية والتمويل، مرجع سبق ذكره، ص: 343.

² - فايز تيم، مبادئ الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 345.

³ - مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 159.

⁴ - محمد الفاتح محمود بشير المغربي، تمويل ومؤسسات مالية، مرجع سبق ذكره، ص: 208.

9- التوقيت:

يرتبط عامل التوقيت بشكل أساسي بعمل المرونة، فالتوقيت الملائم هو الذي يسمح للمؤسسة بالحصول على الأموال من مصادر تتصف بالمرونة وهذا يعطي للمؤسسة حرية أكبر من تحديد مبلغ الأموال وفترة الحاجة إليه، وشروط الحصول عليه، كما أن التعرف على الحاجة للأموال في توقيت سليم يسمح للمؤسسة بالحديث عن المصادر البديلة والمفاضلة بينها لاختيار أفضلها¹.

10- معيار التكلفة:

تتحمل المؤسسة في سعيها نحو تمويل احتياجاتها المالية تكاليف مصادر هذه الاحتياجات، حيث تؤثر هذه التكاليف على الناتج والمردودية الاجمالية، ومنه استوجب الأمر قياس تكلفة كل مصدر على حدى والمتمثلة في تكلفة الأموال الخاصة وتكلفة الديون وتكلفة التمويل الذاتي... إلخ².

المطلب الثاني: المحددات الخارجية المؤثرة في الهيكل المالي.

يقصد بالمحددات الخارجية تلك العوامل المرتبطة بالبيئة الخارجية للمؤسسة والتي لا يمكن التحكم فيها عادة، وبالتالي ما يجعلها مجبرة على التكيف معها، ويمكن ذكر هذه العوامل فيما يلي:

1- الحالة الاقتصادية:

وهي التي قد تم ربطها بالالتزامات وأموال الملكية أي في حالة ما إذا كانت هذه الأخيرة أقل من الالتزامات فإن المؤسسة تتعرض إلى مخاطر أكبر في حالة حدوث انكماش، وبالتالي يتعين على الإدارة الموازنة بين العائد والمخاطر الاستثمارية عند دراستها وتقديرها للهيكل المالي³، وعموماً فإن الحالة الاقتصادية تتضمن ما يلي:

1-1- الدورات التجارية: تتسم الدورات التجارية بوجود فترتين فترة كساد وفترة رواج، ففي ظل فترة

الكساد يجب تخفيض نسبة الاستدانة في الهيكل المالي نظراً لانخفاض الربحية بسبب انخفاض معدل العائد

¹ - السعيد فرحات جمعة، جاد الرب عبد السميع، الإدارة المالية المعاصرة، مرجع سبق ذكره، ص: 257.

² - إلياس بن سامي، يوسف قريشي، التسيير المالي: الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 306.

³ - السعيد فرحات جمعة، جاد الرب عبد السميع، مرجع السابق ذكره، ص: 248.

على الأصول من معدل الفائدة على الديون، أما أوقات الرواج حيث يحدث العكس، فإنه من الأفضل زيادة الاعتماد على الديون إلى الحد المناسب، على أن يكون هنالك تخطيط يستوعب حدوث أي تقلبات.

1-2- الوفر الضريبي: من الأمور التي تشجع المؤسسة على الاستدانة هو ما تحققه من مزايا ضريبية ناتجة عن ظهور العوائد في قائمة الدخل الثابت حيث أن التكلفة الحقيقية للدين تكون أقل عندما تكون معدلات الضريبة مرتفعة، وعليه كلما زادت إمكانية المؤسسة في الحصول على وفر ضريبي زادت رغبتها في تهاد على المديونية في التمويل لكن في بعض الحالات لا تحقق المؤسسة أي وفر ضريبي لكونها غير مطالبة بدفع ضريبة لتمتعها بالإعفاء الضريبي ففي هذه الحالة فإن المركز الضريبي لا يشجع المؤسسة على الاستدانة¹.

2- خصائص الصناعة:

1-2- التقلبات الموسمية: إذا كانت الصناعة من النوع الذي تتسم مبيعاتها بالموسمية، فإن المؤسسة يجب أن تهتم بعنصر المرونة في تخطيطها المالي يجب أن يزيد اعتمادها على الديون قصيرة الأجل، لأنه يتوجب على المؤسسة الملاءمة بين التمويل وطبيعة استخدامها.

2-2- درجة حساسية المبيعات للدخل القومي: إذا كانت الصناعة من النوع الذي تتسم مبيعاتها بالحساسية لتغيرات الدخل القومي، فإنه يتعين عدم الإفراط في الاستدانة طويلة الأجل، لأنه يرجع بنتائج عكسية على دخل الملاك، ومن ثم يكون التمويل الذاتي والاستدانة قصيرة الأجل أكثر قبولاً لمواجهة التوسع والانكماش².

3- خصائص المؤسسة:

1-3- الطبيعة القانونية للمؤسسة: يتأثر الهيكل المالي بالطبيعة القانونية للمؤسسة، لذا تميل المؤسسة الفردية وشركات الأشخاص إلى عدم اعتمادها على الديون خوفاً من مخاطر عدم السداد التي قد تصل إلى ممتلكات الخاصة للملاك وفقاً لمبدأ المسؤولية غير المحدودة، أما شركات المساهمة فإنها تكون أكثر قدرة

¹ -عدنان تايه النعيمي، ارشدي فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص: 405.

² -السعيد فرحات جمعة، جاد الرب عبد السميع، الإدارة المالية المعاصرة، مرجع سبق ذكره، ص: 250-251.

على الاعتماد على الديون طويلة الأجل من غيرها من الأشكال القانونية الأخرى، وذلك بسبب استمرارها وعدم ارتباط بقاءها ببقاء الملاك.

3-2- حجم المؤسسة: حجم المؤسسة عامل في رتبتها على التوسع في الاستدانة، فالمؤسسات ذات مصادر المالية الكبيرة وذات الحجم الواسع غالباً ما تتمتع بثقة مصادر التمويل أكثر من الثقة التي تتمتع بها المؤسسات الصغيرة.

3-3- التصنيف الائتماني للمؤسسة: التصنيف الائتماني هو عبارة عن رأي فني في ملاءة المؤسسات المصنفة، فكلما كان هذا الرأي إيجابياً زادت قدرة المؤسسة على زيادة مصادر تمويلها سواء عن طريق الاستدانة أو زيادة رأس المال¹.

فبالنسبة للجهات التمويلية بنسب الاستدانة ودرجة السيولة، فإن الجدارة الائتمانية تمثل نقطة هامة لدى تلك الجهات، وذلك لما لها دلالة على مدى مقدرة المؤسسة على مواجهة التزاماتها المالية، ومن أهم هذه النسب:

3-3-1- نسبة السيولة الجارية: وهي تقيس مدى قدرة المؤسسة على الوفاء بالديون قصيرة الأجل.

3-3-2- نسبة خدمة الدين: وهي تقاس بنسبة صافي العائد قبل الفائدة إلى مجموع متطلبات خدمة الدين، فكلما زاد العائد قبل الفائدة وبعد الضريبة، زادت مقدرة المؤسسة على مقابلة التزاماتها.

3-3-3- الأهمية النسبية للديون طويلة الأجل: وهي تقاس بنسبة الديون طويلة الأجل إلى مجموع أصول المؤسسة، وهي تستخدم في التعرف على إمكانية تسديد المؤسسة لجميع الديون بالأقساط السنوية المتفق عليها وبدون حرمان المؤسسة من الأموال التي تحتاج إليها².

¹ - مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، مرجع سبق ذكره، ص: 158-159.

² - يحيى عبد الغني أبو الفتوح، دراسات جدوى المشروعات، دار الانتصار، مصر، 1999، ص: 288-289.

المطلب الثالث: الهيكل المالي الأمثل.

تؤثر طريقة التمويل في المؤسسة على ربحيتها، وبالتالي لا بد من اختيار هيكل التمويل المناسب أي الخليط المتجانس من مصادر التمويل والذي من خلاله تتمكن إدارة المؤسسة من تعظيم مستوى ربحيتها، وبالتالي تحقق هدفها المتمثل في تعظيم ثروة الملاك أو تعظيم القيمة السوقية للسهم الواحد ولا بد من الإشارة إلى أن الاعتماد على مصادر التمويل الخارجية يحمل المؤسسة كلفة المخاطر المالية وترتبط هذه المخاطر بنمط التمويل الذي تختاره المؤسسة، فزيادة نسبة الاستدانة إلى مجموع الأموال، يعني أن الإدارة المالية ستتحمل مخاطرة دفع كلفة نقدية ثابتة ممثلة بالفائدة بغض النظر عن مستوى الربحية المحققة، لذلك يتطلب من الإدارة المالية أن تتخذ قرار التمويل بشأن هيكل التمويل الأمثل الذي يضمن هيكل التوازن بين الربحية المتوقعة وبين كلفة المخاطرة المالية، ومن ذلك نلاحظ بأن هيكل التمويل الأمثل لا تحكمه قرارات عشوائية، وإنما قرارات مستهدفة من سعي الإدارة المالية لتحقيق أهدافها بأحسن كفاءة وبأقل تكلفة اقتصادية¹.

ولتحقيق هذا الهدف يجب المفاضلة بين هياكل التمويل البديلة المتاحة والاختيار بينها، وهذا يقتضي قياس العائد المتوقع والمخاطرة في ظل كل هيكل والعمل على تحقيق التوازن بينهما، كل هذا يؤدي بالمؤسسية إذا كان اختيارها مناسب إلى تعظيم قيمتها في السوق.

وبصفة عامة تنطوي سياسة أي مؤسسة بخصوص الهيكل المالي على تحقيق ملاءمة بين الخطر والعائد، فزيادة الاعتماد على الاستدانة في تمويل أنشطة المؤسسة يرفع من مستوى المخاطر التي تتعرض لها المؤسسة ومن ثم حملة الأسهم، فيما يؤدي من ناحية أخرى إلى ارتفاع معدلات العائد المتوقعة، وتؤدي مستويات الخطر الأعلى إلى انخفاض أسعار أسهم المؤسسة غير أن معدل العائد المتوقع الأعلى قد يرفع السعر، ومما سبق فإن الهيكل المالي الأمثل يجب أن يحقق الموازنة بين العائد والخطر بشكل يعظم قيمة سهم المؤسسة².

¹ - حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق، الأردن، 2008، ص: 282-283.

² - عاطف وليم اندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، مرجع سبق ذكره، ص: 402.

خلاصة الفصل الأول:

يعتبر إعطاء تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مهمة معقدة، حيث أن معايير تعريف هذه المؤسسات يختلف من دولة إلى أخرى، منها من يعرفها على أساس معيار عدد العمال، ومنها من يعرفها على أساس معيارين أو أكثر، ويرجع هذا الاختلاف أساساً إلى تفاوت في درجة النمو بين الدول واختلاف النشاط الاقتصادي، كما أن لها خصائص تميزها عن غيرها من المؤسسات وتجعلها تلعب دوراً مهماً في عملية التنمية الاقتصادية.

كما أن المؤسسة تلجأ عادة لتمويل نشاطاتها إلى مصادر مختلفة، والتي تتجلى في مكونات الهيكل المالي، حيث تتضمن تلك المصادر كافة العناصر التي تكون جانب الخصوم من الميزانية، سواء كانت تلك المصادر قصيرة أو طويلة الأجل، وهو ما يطلق عليها بالهيكل المالي، ولكل مصدر من تلك المصادر تكلفة خاصة به، وأن هذه الهياكل تكون خاضعة لمحددات داخلية وخارجية تتحكم في تكوينها، وهدف المؤسسة يتجلى من خلال ما سبق الوصول إلى الهيكل المالية المثلى التي تعظم من القيمة السوقية المؤسسة.

ولقد تباينت الآراء والمداخل حول وجود نسبة استنادة مثلى من عدمها وتأثيرها على القيمة السوقية للمؤسسة، وفي الواقع تمثل قضية الهيكل المالي أحد القضايا الهامة في نظريات التمويل والتي نالت اهتمام الباحثين في مجال الإدارة المالية، وفي الفصل الموالي سيتم عرض النظريات المفسرة للهيكل المالي.

الفصل الثاني: النظريات المفسرة للهيكل المالي.

يعد موضوع الهيكل المالية المناسبة ومدى ارتباطها وتأثيرها على القيمة السوقية للمؤسسة وتكلفة رأس المال موضوعا جدليا ومعقدا لدى الباحثين في مجال الإدارة المالية، فالموضوع يتسم بعدم الوضوح وهو محل اختلاف بين المهتمين بالفكر المالي، حيث توجد العديد من النظريات التي حاولت أن تجسد العلاقة بين الهيكل المالي والقيمة السوقية للمؤسسة وتكلفة الأموال. حيث تباينت الآراء والمدخل حول تأثير هيكل رأس المال على القيمة السوقية للمؤسسة أو بعبارة أخرى تأثير الاستدانة على قيمة المؤسسة، فمنها من تؤيد وجود تأثير هيكل رأس المال على القيمة السوقية للمؤسسة ومن ثم القبول بفكرة وجود هيكل مالي أمثل للمؤسسة الذي تنخفض عنده تكلفة الأموال والتي ترتفع عنده القيمة السوقية للمؤسسة إلى أعلى قيمة لها، ومنها من يرفض وجود هذا التأثير وبالتالي رفض وجود هيكل مالي أمثل، ويعتبر هذا الجدل المدخل الطبيعي لتفسير السلوك التمويلي للمؤسسات.

ولذلك خصص هذا الفصل لتحليل المقاربات النظرية الأساسية التي درست الهيكل المالية للمؤسسة وتم تقسيم الفصل إلى ثلاث مباحث كالآتي:

المبحث الأول: تأثير الاستدانة على قيمة المؤسسة في ظل كمال الأسواق.

المبحث الثاني: تأثير الاستدانة على قيمة المؤسسة في ظل عدم كمال الأسواق.

المبحث الثالث: الهيكل المالي في ظل التيارات المالية الحديثة ونماذج الهياكل المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

المبحث الأول: تأثير الاستدانة على قيمة المؤسسة في ظل كمال الأسواق

إن مختلف نظريات الهيكل المالية تسعى إلى الربط بين الاستدانة، القيمة السوقية للمؤسسة وتكلفة الأموال، ومن خلال هذا المبحث سنستعرض مختلف المقاربات ووجهات النظر التي قامت بدراسة الهيكل المالي في ظل كمال الأسواق المالية، وذلك بين مؤيد لوجود نسبة استدانة مثلى والمتمثلة في مدخل صافي الربح والمدخل التقليدي، والمعارضة لوجود هيكل مالي أمثل (استدانة) والمتمثلة في مدخل صافي ربح العمليات ومدخل "مودكلياني وميلر" في ظل غياب الضرائب وتكلفة الإفلاس وفيما يلي عرض لمختلف هذه النظريات.

المطلب الأول: نظرية صافي الربح وصافي ربح العمليات

بعد عام "1952" حين قام أحد المفكرين في مجال الإدارة المالية وهو "David Durand" بعرض أسلوبين لتقييم قيمة المؤسسة من خلال مدى اعتمادها على الديون في تكوين هيكل رأس المال وهما أسلوب صافي الربح وأسلوب ربح العمليات، وقد أثار الأسلوبان جدلا شديدا ترتب عليه ظهور اتجاهين من الفكر على طريقي نقیض فيما يتعلق بوجود أو عدم وجود هيكل مثالي لرأس المال يترتب عليه تدنية التكلفة وتعظيم قيمة المؤسسة¹، وفيما يلي عرض للاتجاهين السابق ذكرهما:

1- نظرية صافي الربح:

يرى مؤيد مدخل صافي الربح أنه يمكن زيادة القيمة السوقية للمؤسسة، وتدنية تكلفة الأموال، عن طريق زيادة نسبة الاستدانة في هيكل رأس المال².

يفترض مدخل صافي الربح أن تكلفة كل من الاستدانة وحقوق الملكية ثابت لا يتغير بتغير نسبة الاستدانة، وهذا يعني أن ارتفاع أو انخفاض نسبة الرفع المالي (نسبة الاستدانة) في هيكل رأس المال لا يترتب عليه ارتفاع أو انخفاض في تكلفة الأموال المستخدمة عن طريق الديون أو الملكية، وطالما أن تكلفة الاستدانة أقل من

¹ عبد الغفار حنفي، رسمية زكي فراقص، مدخل معاصر في الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002، ص186.

² محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية: مدخل القيمة واتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2010، ص216.

تكلفة إصدار أسهم جديد فإن الاعتماد على الاستدانة في التمويل بنسبة أكبر من أموال الملكية يؤدي إلى انخفاض التكلفة الكلية للأموال وبالتالي ارتفاع قيمة المؤسسة¹.

1-1- الفرضيات: تقوم هذه النظرية على الفروض الآتية²:

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

* نظراً لأن الملاك يجمعون باقي فائض النشاط (أي صافي الربح بعد الفائدة) فمن المتوقع أن تزداد درجة المخاطر التي يتعرضون لها أكثر من تلك التي يتعرض لها الدائنين، ونتيجة لذلك، فإن معدل العائد الذي يطلبه الملاك يكون أكبر من معدل الفائدة على الاستدانة (الفائدة على السندات) وذلك لتعويض الزيادة في درجة المخاطر التي يتعرض لها المساهمين؛

* حجم الاستثمار ثابت لا يتغير وهذا يعني ضمناً أن القيمة الكلية للعناصر التي يتضمنها هيكل رأس المال ثابتة، غير أنه ليس هناك من يمنع المؤسسة من تغيير الخليط الذي يتكون منه هيكل الأموال.

1-2- تحليل الفرضيات: يتضمن الافتراض الأول ثبات كل من تكلفة أموال الملكية وتكلفة الاستدانة، وطالما أن تكلفة الاستدانة أقل من تكلفة أموال الملكية، كما يشير إلى ذلك الافتراض الثاني، فإن الزيادة في الاعتماد على الاستدانة يعني في الواقع الاعتماد على مصادر أموال رخيصة نسبياً مقارنة بأموال الملاك، الأمر الذي سوف يترتب عليه انخفاض التكلفة الكلية للأموال، ومع ثبات ربح العمليات فمعنى ذلك بالتالي زيادة صافي الربح المتاح للمساهمين، الأمر الذي يحمل في طياته زيادة القيمة السوقية للمؤسسة.

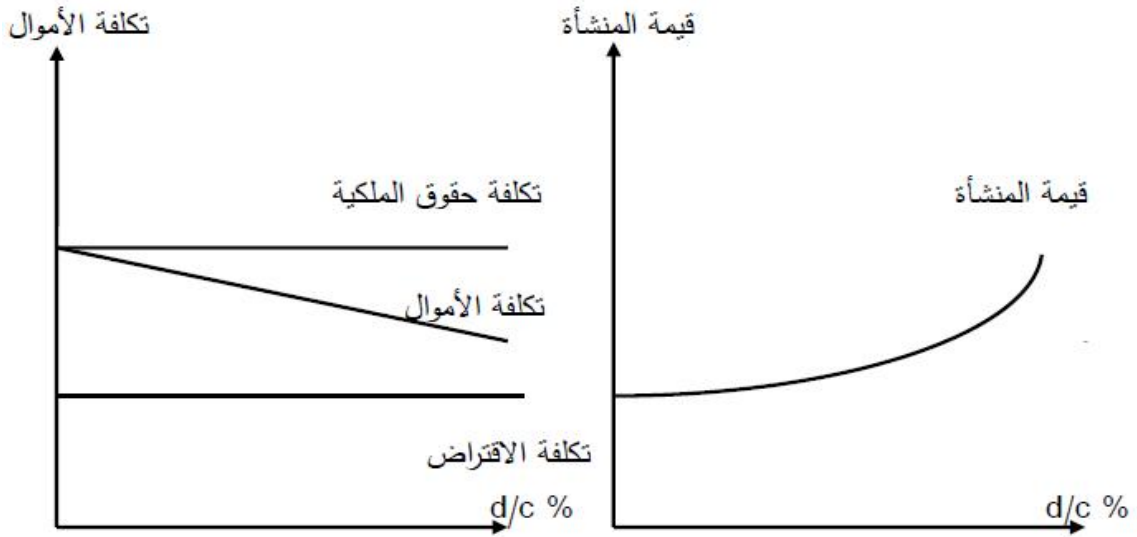
ونتيجة لذلك يرى أصحاب مدخل صافي الربح أن هيكل رأس المال المثالي هو ذلك الهيكل الذي يتضمن الديون فقط³.

¹ عبد الغفار حنفي، رسمية قريبا قص، أساسيات الاستثمار والتمويل، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2000، ص: 463.

² حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص: 534.

³ محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية: مدخل القية واتخاذ القرارات، مرجع سبق ذكره، ص: 317.

الشكل رقم (1): العلاقة بين تكلفة الأموال ونسبة الاستدانة وفق مدخل صافي الربح:



المصدر: منير إبراهيم هندی، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منسأة المعارف، الإسكندرية، مصر 1998، ص: 180.

يوضح الشكل رقم (1) أن تكلفة الأموال الكلية تنخفض كلما زادت نسبة الاستدانة إلى الملكية، وتظل هذه التكلفة في الانخفاض إلى أن تصل إلى أدناها حتى تتقارب مع تكلفة أموال الاستدانة وحيث أن انخفاض تكلفة الأموال يعني ارتفاع قيمة المؤسسة، فإن الهيكل المثالي لرأس مال الشركة طبقاً لهذا المدخل هو ذلك الذي يتضمن أكبر نسبة ممكنة من الأموال المقترضة، ويمكن القول أن المؤسسة يمكن أن تصل إلى أقصى قيمة لها إذا اعتمدت في تمويلها على الاستدانة بنسبة 100%.

غير أن هذا المدخل يعاني من نقطة ضعف أساسية هو افتراض ثبات كل من تكلفة الاستدانة وتكلفة الملكية بغض النظر عن التغير في نسبة الاستدانة إلى الملكية، وهذا الافتراض بعيد كل البعد عن الواقع العملي.

فافتراض ثبات تكلفة الاقتراض يعني أن المؤسسة يمكنها أن تعتمد على الديون إلى مالا نهاية دون أن يترتب على ذلك زيادة المخاطر التي تتعرض لها المؤسسة، وأيضاً دون أن يطالب الدائنين زيادة في سعر الفائدة نتيجة لأي مخاطر موقعة، أيضاً افتراض ثبات معدل العائد المطلوب للملاك يعني أن المساهمون لا يبالون بالمخاطر

المالي الذي تتعرض له المؤسسة نتيجة التوسع في الاستدانة وهذا التصرف لكل من المساهمين والمقرضين نجده بعيدا عن الواقع¹.

وفيما يلي سنتطرق إلى مدخل معارض لوجود هيكل أمثل للتمويل والمتمثل في مدخل صافي ربح العمليات.

2- نظرية صافي ربح العمليات:

يرى أنصار هذا المدخل أن تكلفة الأموال للمؤسسة والقيمة السوقية للديون وحقوق الملكية كل منهما لا يتأثر بالرافعة المالية والتي تقاس بدلالة "المديونية-حق الملكية" أي أن هذا المدخل يركز على أن التكلفة الكلية للأموال ثابتة بصرف النظر عن درجة الرافعة أي أن تكلفة الأموال لا تتأثر بالرافعة أي أن هذا المدخل يستند على عدم وجود هيكل أمثل لرأس المال².

2-1- الفرضيات: تقوم هذه النظرية على الفرضيات التالية:

* التكلفة الكلية للأموال تكون ثابتة أيا كانت نسبة المديونية في المؤسسة؛

* تكلفة الاستدانة ثابتة لا تتغير مع تغير نسبة الاستدانة بينما تكلفة الملكية (أي العائد الذي يطلبه الملاك) سترتفع مع كل زيادة في نسبة الاستدانة؛

* زيادة الاستدانة وما يصاحبها من زيادة المخاطر يؤدي مطالبة أصحاب الأسهم بزيادة معدل العائد المطلوب مما يؤدي إلى زيادة تكلفة الملكية، ومن ناحية أخرى فإن زيادة تكلفة الملكية يعوضها انخفاض بنفس القيمة في تكلفة الاستدانة ناتج من زيادة الاعتماد على هذا المصدر ذو التكلفة المنخفضة نسبيا، ولهذا فمن المتوقع أن تظل تكلفة الأموال ثابتة³؛

* تتحقق القيمة السوقية للمؤسسة ككل بخصم صافي ربح العمليات بمعدل خصم يساوي تكلفة الأموال المرجحة، لذلك ليس من الأهمية تقييم تلك القيمة بين استدانة وملكية⁴؛

¹ عبد الغفار حنفي، رسمية قريبا قص، أساسيات الاستثمار والتمويل، مرجع سبق ذكره، ص: 466-467.

² عبد الغفار حنفي، أساسيات الإدارة المالية: دراسة الجدوى، الدار الجامعية الجديدة، مصر، 2003، ص: 166.

³ عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قريبا قص، مدخل معاصر في الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 198-199.

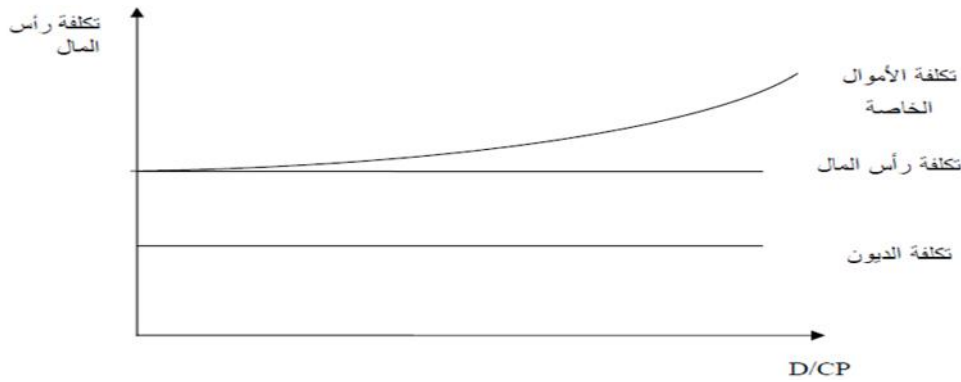
⁴ حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص: 540.

*لا وجود للضرائب على دخل المؤسسة¹.

2-2-المضمون العام للنظرية: إن المضمون العام للنظرية يشير إلى أن زيادة الرفع المالي أي زيادة حصة التمويل بالديون في هيكل الأموال سوف يؤدي إلى ارتفاع المخاطر المالية التي يتعرض لها حملة الأسهم العادية (الملاك)، وبسبب هذه الزيادة في المخاطر فإن الملاك لا بد وأن يطلبوا معدل عائد على استثماراتهم أكبر تعويضاً عن هذه المخاطرة الإضافية، وبما أن معدل العائد المطلوب من الملاك يمثل تكلفة التمويل الممتلك، فإن تكلفة التمويل الممتلك، سوف تزداد مع كل زيادة في الرفع المالي، إن هذا الارتفاع في تكلفة التمويل الممتلك يعوضه الانخفاض في كلفة التمويل بالديون الأمر الذي يجعل كلفة الأموال المرجحة ثابتة لا تتغير والقيمة السوقية للمؤسسة لا تتغير أيضاً².

الشكل التالي يوضح العلاقة بين تكلفة رأس المال ونسبة الاستدانة إلى الأموال الخاصة حسب نظرية صافي ربح العمليات.

الشكل رقم (2): العلاقة بين تكلفة الأموال ونسبة الاستدانة وفق مدخل صافي ربح العمليات.



المصدر: منير إبراهيم هندی، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحيث، الإسكندرية، مصر، ط6،

2011، ص631.

يشير الشكل إلى ثبات التمويل بالسندات، كما يشير إلى العلاقة الطردية بين نسبة الاستدانة إلى حقوق الملكية وبين تكلفة التمويل بالأسهم العادية.

¹ - سمير محمد عبد العزيز، التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية، مكتبة الأشعاع، مصر، 1997، ص:220.

² - حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص540.

وحسب هذا المدخل فإن الزيادة في تكلفة الأموال التي تنجم عن ارتفاع تكلفة الأسهم العادية - بسبب زيادة نسبة الاستدانة - سوف يعوضها انخفاض مماثل في هذه التكلفة نتيجة لزيادة الاعتماد على مصادر تمويل رخيصة (الديون).

فيصبح من المتوقع أن تظل تكلفة الأموال ثابتة مهما تغيرت نسبة الاستدانة، هذا يعني أنه لا يوجد هيكل رأس مال مثالي، فسواء استدانة المؤسسة أم لم تستدن وسواء زادت أو نقصت نسبة الاستدانة، فإن تكلفة الأموال تظل ثابتة مما يترتب عليه بالتبعية ثبات قيمة المؤسسة كما هو موضح في الشكل (2-2)، وهذا هو جوهر نظرية صافي ربح العمليات¹.

المطلب الثاني: النظرية التقليدية

يطلق مؤيد هذه النظرية الصفة التقليدية عليها ليس لكونها قديمة من الناحية التاريخية، وإنما بسبب كون أفكار التي جاءت بها مسلم بها من الناحية التحليلية والاستنتاجية، ويعتقد كتاب الإدارة المالية². ويعتبر المدخل التقليدي مفهوما وسطا بين مدخل صافي الربح ومدخل الربح التشغيلي³.

1- الفرضيات:

على عكس مدخل صافي ربح العمليات، يفترض المدخل التقليدي وجود هيكل رأسمالي مثالي أي وجود نسبة استدانة مثالية تنخفض عندها تكلفة الأموال الى حدها الأدنى، وبالتالي تصل عندها قيمة المؤسسة إلى حدها الأقصى.

كذلك يفترض هذا المدخل أن معدل العائد الذي يطلبه المستثمرون (ملاك دائنون) يزداد مع زيادة نسبة الاستدانة، وذلك بسبب ازدياد المخاطر التي يتعرض لها العائد الذي يتوقعون الحصول عليه.

وإذا كانت نسبة الاستدانة ترتبط بعلاقة طردية مع كل من تكلفة الديون وتكلفة حقوق الملكية، فكيف تتحدد نسبة الاستدانة المثالية؟ إن الفكرة التي يقوم عليها المدخل تشير ضمنا إلى أن تكاليف الأموال

¹- منير إبراهيم هندی، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، مرجع سبق ذكره، ص 630.

²- حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص: 545.

³- سمير محمد عبد العزيز، مرجع سبق ذكره، ص: 223.

تنخفض تدريجياً مع زيادة الأموال المقترضة، إلى أن تصل نسبة الاستدانة إلى حد معين، بعده تأخذ تكلفة الأموال في الارتفاع. ويطلق على نسبة الاستدانة التي يتحول عندها اتجاه تكلفة الأموال بنسبة الاستدانة المثالية¹.

2- أثر تغيرات هيكل راس المال على التكلفة:

وطبقاً للمدخل التقليدي فإن الكيفية التي يتأثر بها الهيكل المالي تبعاً للتغيرات في التكلفة الكلية للأموال يمكن تقسيمها إلى ثلاث مراحل:

2-1- المرحلة الأولى: تتصف هذه المرحلة بظهور تغيرات بطيئة في كلفة الأموال المملوكة مع كل زيادة في الديون، إلا أن الزيادة في كلفة الأموال المملوكة ضمن هذه المرحلة تكون أقل من المزايا الناتجة عن زيادة الاستدانة، يضاف إلى ذلك أن كلفة الاستدانة ضمن هذه المرحلة تظل ثابتة وبسبب، ذلك فإن القيمة السوقية للمؤسسة سوف تبدأ بالزيادة الطفيفة كلما زاد الرفع المالي في هيكل التمويل بسبب التغيرات التي تحصل في كلفة الأموال المرجحة واتجاهها نحو الانخفاض².

2-2- المرحلة الثانية: تتصف هذه المرحلة بأن المؤسسة تكون قد استخدمت نسبة من الاستدانة (الرفع المالي) بحيث لا تؤثر الديون على قيمة المؤسسة، نظراً لأن المزايا الناتجة عن الاعتماد على الاستدانة في هذه الحالة والمتمثلة في انخفاض تكلفة الاستدانة سيقابلها ارتفاع بنفس المقدار في تكلفة أموال الملاك، ويرى بعض الباحثين أن هذه المرحلة تتمثل في مدى معين من نسب الاستدانة، ويرى البعض الآخر أن هذه المرحلة في نقطة أو نسبة استدانة معينة³.

2-3- المرحلة الثالثة: بعد الحد المعقول تتجه قيمة المؤسسة في التناقص مع زيادة درجة هذا الرفع، كما ترتفع التكلفة الكلية للأموال، ويحدث هذا بسبب أن المستثمرون أصبحوا يشعرون بالدرجة العالية من الخطر المالي من ميوزة الاستدانة ذو التكلفة المنخفضة⁴.

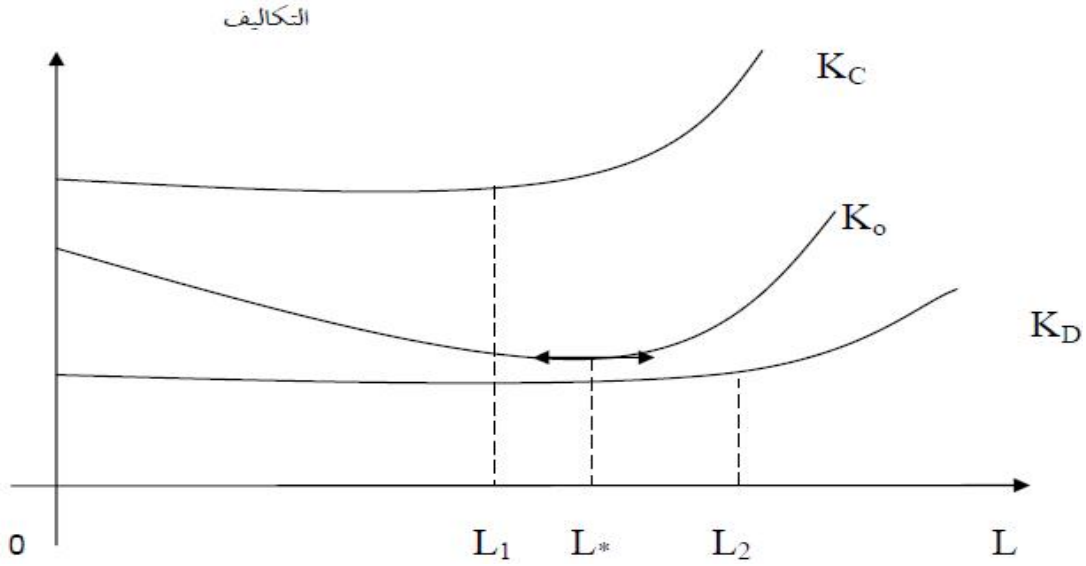
¹ - منير إبراهيم هندی، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، مرجع سبق ذكره، ص: 631

² - حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص: 548-549.

³ - محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية: مدخل القيمة واتخاذ القرارات، مرجع سبق ذكره، ص: 332.

⁴ - سمير محمد عبد العزيز، مرجع سبق ذكره، ص: 225.

الشكل رقم (3): تطور التكلفة الاجمالية للتمويل وفق المدخل التقليدي.



المصدر: إلیاس بن سامي، يوسف قريشي، التسيير المالي: الإدارة المالية، دروس وتطبيقات، دار وائل الاردن 2006، ص 353.

يشير الشكل السابق إلى أن تكلفة الأموال تنخفض مع أي زيادة في نسبة الاستدانة، إلى أن تصل إلى النقطة (L^*) أين تأخذ تكلفة الأموال في الارتفاع، وتفسير ذلك هو أن الاعتماد على الاستدانة يخفض من تكلفة الأموال، لأن هذا المصدر يعتبر مصدراً منخفض التكلفة، وعلى الرغم من أن تكلفة الأموال الخاصة ترتفع بالموازاة مع زيادة الديون، إلا أن الاستدانة لا تزال تساهم في تخفيض التكلفة الكلية للأموال.

وعند الوصول إلى النقطة (L^*) تكون تكلفة الأموال في أدنى حد لها وبالطبع قيمة المؤسسة في أقصى حد لها، ولكن بعد هذه النقطة تبدأ تكلفة الأموال الكلية في الارتفاع، هذا لأن المكافأة المطلوبة من المساهمين أصبحت تفوق التكلفة المنخفضة للاستدانة، وهذا بسبب زيادة المخاطر، بحيث تبدأ تكلفة الأموال الخاصة ترتفع بمعدلات كبيرة، ومن هنا خلصت النظرية التقليدية إلى أن المغالاة في الاعتماد على الاستدانة، يؤدي إلى الزيادة في تكلفة الأموال الخاصة بمقدار يفوق الوفورات المتأتية من زيادة الاعتماد على الاستدانة ذات التكلفة المنخفضة، وهذا ما يجعل تكلفة رأس المال ترتفع¹.

وما يمكن استخلاصه من هذه النظرية أن الهيكل المالي الأمثل هو الذي تكون فيه نسبة الاستدانة في النقطة (L^*)، وهي التي تصل عندها قيمة المؤسسة إلى أقصاها وتصل تكلفة الأموال إلى حدها الأدنى.

¹ منير إبراهيم هندی، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1998، ص 186-187.

المطلب الثالث: نظرية مودكلياني وميلر في ظل غياب الضريبة، كلفة الإفلاس وكلفة الوكالة

إن المضمون النظري لنظرية "مودكلياني وميلر" بشأن صياغة هيكل التمويل وفي ظل عدم وجود الضريبة تتفق ونظرية ربح العمليات السابقة، إذ أكد "مودكلياني وميلر" أنه في ظل غياب الضريبة فإن القيمة السوقية للمؤسسة لا تتأثر بصياغة هيكل التمويل أي بتغيرات نسبة الاستدانة، ولذلك أكد على عدم وجود نسبة مثلى للاستدانة.

1 - الفرضيات:

استند "مودكلياني وميلر" على مجموعة من الفروض أساس لنظريتهم الشاملة، وهي:

- * وجود سوق لرأس المال كامل، وهذا يعني أن المستثمر يمكنه بيع وشراء ما يحتاجه من أوراق مالية مهما صغرت الكمية التي يرغب في شرائها، وكما يمكنه أيضا أن يقتصر بنفس الشروط التي تقتض بها المؤسسة، وأن هذا المستثمر رشيد، بمعنى إمكانية حصوله على كل البيانات والمعلومات التي يحتاجها دون أي تكلفة؛
- * إن المؤسسة يمكن وضعها في مجموعات على أساس درجة المخاطرة التي ينطوي عليها وهو ما يعني وجود شرائح خطر متجانسة، فكل مؤسسة داخل المجموعة تتعرض لنفس درجة المخاطر¹؛
- * تقوم المؤسسات بتوزيع كل الأرباح الصافية على حملة أسهمها؛
- * عدم وجود ضرائب على أرباح المؤسسات؛
- * عدم وجود مصروفات خاصة ببيع أو شراء سندات أو ما شابه ذلك من تكاليف².

وجوهر هذا المدخل يقوم على أساس أن قيمة المؤسسة تتمثل في قيمة استثماراتها، وهذه بدورها تتوقف على العائد المتوقع من ورائها والتي تتأثر بالمخاطر التي قد يتعرض لها هذا العائد، ومن ثم فمهما كانت التشكيلة التي تكون هيكل رأس المال، فالقيمة السوقية للمؤسسة لا بد وأن تتساوى القيمة الكلية للاستثمارات

¹ - عبد الغفار حنفي، رسمية قريبا قص، أساسيات الاستثمار والتمويل، مرجع سبق ذكره، ص: 376.

² - سمير محمد عبد العزيز، مرجع سبق ذكره، ص: 229.

المكونة لها سواء تم التمويل من الديون أو من أموال الملكية، وهذا يعني أن قيمة المؤسسة تتوقف على قرار الاستثمار وليس قرار التمويل¹.

2 - الاقتراحات:

يقسم "مودكلياني وميلر" نظريتهما إلى عدد من الاقتراحات وهي كما يلي:

1-2- الاقتراح الأول: استقلالية قيمة المؤسسة عن هيكلها المالي: يسمي بعض الكتاب الاقتراح الأول "لمودكلياني وميلر" بنموذج الدائرة وذلك لأن اقتراحهم يصور مؤسستين متماثلتين في كل شيء عدا صياغة هيكل التمويل، ولذلك فهم ينظرون إلى هيكل التمويل كنموذج دائرة.

يشير "مودكلياني وميلر" في اقتراحهم الأول على أن: القيمة السوقية لأي مؤسسة (مستدينة أو غير مستدينة) مستقلة تماما عن هيكل الأموال فيها، وإن القية السوقية للمؤسسة تتحدد من خلال خصم صافي ربح العمليات الذي تحققه المؤسسة بمعدل خصم يتمثل بمعدل العائد المطلوب على الاستثمار يناسب خصائص الخطر للشريحة التي تنتمي إليها المؤسسة.

ويمكن صياغة الاقتراح الأول في المعادلة التالية:

القيمة السوقية للمؤسسة = القيمة السوقية لحق الملكية + القيمة السوقية للديون

أو: القيمة السوقية للمؤسسة = صافي الربح العمليات / معدل الخصم

وكما يلاحظ من تركيب المعادلة أعلاه أن القيمة السوقية للمؤسسة إنما يتوقف على مقدار صافي ربح العمليات ومعدل الخصم المستخدم الذي يمثل معدل العائد المطلوب على الاستثمار المناسب لشريحة الخطر الذي تنتمي إليه المؤسسة المعنية وليس على تشكيلة هيكل التمويل في المؤسسة أي أنها مستقلة عن مستويات الرفع المالي².

¹- عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، مدخل معاصر في الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 204-205.

²- حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص: 555-556.

ولكي يثبت "مودكلياني وميلر" صحة الاقتراح الأول، والذي يشير إلى أن القيمة السوقية لمؤسسة مستدينة تساوي القيمة السوقية لمؤسسة غير مستدينة إلا أنها تنتمي لنفس شريحة الخطر، إذ أكد على أنه إذا لم يتحقق التساوي بين القيمتين، فسوف يظهر المراجحون لإتمام العلاقة التوازنية بين القيمتين، وقد أطلق "مودكلياني وميلر" على هذه العملية اسم عملية المراجعة¹.

2-1-1-1-تعريف عملية المراجعة: تشير عملية المراجعة إلى أنه إذا اختلفت قيمة مؤسستين متماثلتين في كل شيء فيما عدا أن لكل منهما هيكل رأس مال مختلف عن الأخرى، بمعنى أن أحد المؤسستين تعتمد على الاستدانة في حين لا تعتمد الأخرى عليها مثلا، فإن الاختلاف في القيمة السوقية للمؤسستين سيكون اختلافا مؤقتا، وإن عملية المراجعة سوف تكون كفيلة بإعادة التوازن للمؤسستين أو بمعنى آخر سوف تكون عملية المراجعة كفيلة بأن تجعل القيمة السوقية للمؤسستين متساوية.

2-1-2-تطبيق عملية المراجعة: يقدم "مودكلياني وميلر" فكرة الرفع الداخلي أو الشخصي وهي التي سوف يعتمد عليها المستثمرون (المراجحون) عند القيام بعملية المراجعة، وتشير فكرة الرفع المالي الشخصي إلى قدرة المستثمرين على الاستدانة بنفس معدلات الفائدة التي تستطيع بها المؤسسات الاستدانة²، وعلى ضوء هذا المضمون فإن عملية المراجعة سوف تتحقق كما يلي³:

أ-عندما تكون القيمة السوقية للمؤسسة المستدينة عالية:

*يقوم المستثمر ببيع كل استثماراته في المؤسسة المقترضة؛

*يقترض المستثمر أموالا تناسب واستثماراته في المؤسسة المقترضة؛

*يقوم المستثمر بشراء أوراق مالية (استثمارات) في المؤسسة غير المستدينة بما يساوي حصته من حقوق الملكية في المؤسسة المقترضة؛

¹-مزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص:557.

²-محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية: مدخل القيمة واتخاذ القرارات، مرجع سبق ذكره، ص:339.

³-حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص:558.

*إذا ما تمت عملية الترحيح، فإن المستثمر سوف يحقق عائد على استثماراته في المؤسسة غير المقترضة يساوي ذات العائد الذي يتحقق له في المؤسسة المقترضة ولكن باستثمار أقل عما كان يستثمر سابقا.

ب-عندما تكون القيمة السوقية للمؤسسة غير المستدبنة عالية:

*يسعى المستثمر إلى بيع كل استثماراته في المؤسسة غير المقترضة؛

*يقوم المستثمر بشراء استثمارات في المؤسسة المقترضة وبما يساوي حصته في المؤسسة غير المقترضة (غير المرفوعة)؛

*إذا ما تمت العملية، فإن المستثمر سوف يحقق ذات العائد في المؤسسة المقترضة ولكن بمقدار من الاستثمارات أقل، أو أنه يحقق عائد أكبر على ذات استثماراته السابقة.

من التحليل أعلاه، نستطيع أن نصور عملية المراجعة من خلال قيام المستثمر في المؤسسة ذات القيمة السوقية الأعلى إلى بيع حصته الاستثمارية في هذه المؤسسة ذات القيمة السوقية الأقل، وسوف يزيد من استثماراته، وإذا ما تمت هذه العملية فإن المستثمر سوف يحقق ذات العائد الذي كان يحققه في المؤسسة ذات القيمة السوقية الأعلى، ولكن باستثمار أقل مما كان يستثمره سابقا أو أن يحقق عائد أكبر على ذات الاستثمار، ويعتقد "مودكلياني وميلر" أن عموم المستثمرين، سوف يستثمرون بهذه العملية حتى تحصل عملية المراجعة وتتعادل القيمة السوقية للمؤسسة الأعلى مع المؤسسة الأدنى.

خلاصة القول أنه إذا كانت هناك مؤسستين متماثلتين من كافة الوجوه عند هيكل رأس المال، وكانت القيمة السوقية لإحدهما تفوق القيمة السوقية الأخرى، فإن عملية المراجعة كفيلة بأن تحقق التوازن بين القيمة السوقية للمؤسستين، ونضيف أنه إذا كان المستثمر يستطيع بفكرة المراجعة، أن يحول استثماراته من مؤسسة مد على الاستدانة في تمويل جزء من أصولها، إلى مؤسسة أخرى مشابها ولكنها تعتمد بالكامل على حقوق الملكية في التمويل، وأن يحقق العائد الذي كان يحققه من قبل باستثمار أقل ودون زيادة في المخاطر، فلن يصبح هناك مبرر لقيام المؤسسات التي يتكون هيكل رأسمالها من حقوق ملكية فقط، بالحصول على ديون، من أجل الاستفادة من مزايا الاستدانة، لأن هذا لا يقدم خدمة خاصة للملاك، إذ أنهم قادرون على تحقيق تلك المزايا بأنفسهم ودون مساعدة من المؤسسة، وذلك عن طريق عملية المراجعة، هذا إلى جانب

قيام أن الملاك بعملية المراجعة سوف يؤدي في النهاية إلى تساوي القيمة السوقية للمؤسسات التي تنتمي لنفس فئة المخاطر، مهما اختلفت هياكل رأسمالها.¹

2-2- الإقتراح الثاني: المردودية والهيكل المالي: يبنثق الإقتراح الثاني الذي قدمه "مودكلياني وميلر" من اقتراحهما الأول ويشير إلى أن معدل العائد المطلوب لمؤسسة تعتمد على الاستدانة يعادل معدل العائد المطلوب لمؤسسة أخرى مماثلة وتنتمي لنفس شريحة الخطر لكنها لا تعتمد على الاستدانة في هيكل رأسمالها، بالإضافة إلى عائد إضافي لتعويض المخاطرة المالية الناجمة عن الاستدانة².

رغم أن التغير في هيكل التمويل سوف لن يغير من القيمة الكلية للمؤسسة، كما ورد في الإقتراح الأول، إلا أن ذلك سوف يحدث تغيرا مهما في ديون المؤسسة وحق ملكيتها، وعليه سوف نختبر ماذا يحصل لمؤسسة ما يتم تمويلها بالديون وحقوق الملكية عندما تتغير نسبة الاستدانة إلى حق الملكية فيها، أي عندما تتغير نسبة الرافعة المالية.

إن معدل المطلوب لمؤسسة ما والذي يتمثل بكلفة التمويل المرجحة كما تم عرضها مسبقا تساوي:

$$Wacc = \text{كلفة التمويل الممتلك (القيمة السوقية لحق الملكية/القيمة السوقية للمؤسسة)} + \text{كلفة القروض (القيمة السوقية للقروض/القيمة السوقية للمؤسسة)}$$

ومنه نصيغ المعادلة التالية:

$$\text{كلفة التمويل الممتلك} = \text{كلفة التمويل المرجحة} + (\text{تكلفة التمويل المرجحة} - \text{تكلفة المقترض (الديون/حق الملكية)})$$

نستنتج أن معدل العائد المطلوب من قبل الملاك في مؤسسة ما يعتمد على ثلاث متغيرات هي:

*معدل العائد المطلوب من قبل مؤسسة (ممثلة بكلفة التمويل المرجحة)؛

*كلفة التمويل المقترض؛

¹-منير إبراهيم هندی، الفكرة الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص: 201-202

²محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية: مدخل القيمة واتخاذ القرارات، مرجع سبق ذكره، ص: 343.

*كذلك نسبة الاستدانة إلى حق الملكية¹.

النقطة الهامة من الاقتراح الثاني هي أن تكلفة الأموال تظل ثابتة لا تتغير ولا تتأثر بمكونات هيكل رأس المال وتساوي في نفس الوقت معدل العائد على أموال الملاك في مؤسسة مماثلة تنتمي لنفس شريحة الخطر ولا تعتمد على الاستدانة في هيكل رأسمالها، ويبرر ثبات تكلفة الأموال إلى أن زيادة نسبة الاستدانة في هيكل رأس مال المؤسسة، سوف يترتب عليها ارتفاع في تكلفة أموال الملاك، وهو ما يعني ضمناً ارتفاع تكلفة الأموال، غير أن الاعتماد على الاستدانة -مصدر أموال رخيصة- سوف يعوض الارتفاع في تكلفة الأموال تماماً ولذلك ستظل تكلفة الأموال ثابتة².

¹-حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص564.

²-محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية: مدخل القيمة واتخاذ القرارات، مرجع سبق ذكره، ص345.

المبحث الثاني: تأثير الاستدانة على قيمة المؤسسة في ظل كمال الأسواق

نظرا لعدم واقعية النظريات السابقة والانتقادات التي تعرضت لها لعدم أخذها بعين الاعتبار الضريبة وتكلفة الإفلاس، سيتم من خلال هذا المبحث التعرف على تأثير الاستدانة على قيمة المؤسسة في ظل كمال الأسواق، وهذا بعرض مختلف النظريات التي عالجت الهيكل المالي في هذا الإطار.

المطلب الأول: الهيكل المالي في ظل وجود الضريبة على أرباح المؤسسات والدخل الشخصي

من خلال هذا المطلب سنعرض وجهة نظر لكل من "مودكلياني وميلر" (1963)، والتي تقوم على افتراض وجود ضرائب على أرباح المؤسسات هذا من جهة ومن جهة أخرى نظرت "ميلر" (1977) المتعلقة بخضوع المستثمر للضريبة على دخله الشخصي.

1-1- افتراض وجود ضرائب على أرباح المؤسسات:

فمن المعروف أن فوائد الديون تعتبر من الأعباء أو المصروفات التي تدخل ضمن قائمة الدخل، ومن ثم فإن قبول افتراض خضوع المؤسسة للضريبة على الأرباح، يعني أنه يمكن للمؤسسات التي يتكون هيكل رأسمالها على ديون أن تحقق وفورات ضريبية، ومن هنا فقط أدركا أن قيمة المؤسسة التي يتكون هيكل رأسمالها من ديون وملكية سوف تفوق القيمة السوقية لمؤسسة مماثلة غير أنها تعتمد فقط على أموال الملكية في هيكل رأسمالها، وهذا الفرق يتمثل أساسا في قيمة الوفورات الضريبية المحققة¹.

1-1- الوفر الضريبي: يتحقق الوفر الضريبي نتيجة اعتماد المؤسسة على الاستدانة، فزيادة التمويل بالديون في تشكيلة الأموال يترتب عليه انخفاض مضطرد في كلفة الأموال المرجحة، مما يسبب ارتفاع في القيمة السوقية لمؤسسة، وينشأ هذا التأثير نظرا لاعتبار فوائد الديون أعباء تتحمل بها أرباح المؤسسة قبل أن يخضع للضريبة،

¹ - عبد الغفار حنفي، رسمية قريا قص، اساسيات الاستثمار والتمويل، مرجع سبق ذكره، ص: 484.

ولهذا يسبب الوفرة الضريبية تأثير إيجابي على القيمة السوقية للمؤسسة بسبب ما يخلقه من تخفيض مباشر في كلفة الأموال المرجحة والنتائج عن كون الديون مصادر تمويل منخفضة التكلفة¹.

1-2-1- الاقتراحات:

1-2-1- الاقتراح الأول: من بين الميزات التي تتيحها الاستدانة، إنَّها من بين التكاليف التي يمكن تخفيضها عند حساب الضريبة على الربح، ومن ثمَّ فإنَّ خضوع ربح المؤسسة للضريبة يعني أنَّ المؤسسة التي يتكون هيكلها المالي من الديون إلى جانب الأموال الخاصة تستطيع تحقيق وفورات ضريبية، ومن هذا المنطلق يرفض "مودكلياني وميلر" الادعاء أنه في حالة وجود الضريبة على أرباح المؤسسات، فإنَّ القيمة السوقية للمؤسسة الذي يتكون هيكلها التمويلي من ديون وأموال خاصة، فسوف تفوق القيمة السوقية لمؤسسة مماثلة غير أنَّ هيكل تمويلها يتكون من أموال خاصة فقط.

أهمُّها يؤكِّدان على هذا الفرق بين القيمة السوقية للمؤسستين لا ينبغي أن يزيد أو يقل عن القيمة الحالية للوفورات الضريبية المحققة، أما إذا زاد أو نقص الفرق عن ذلك، فإنَّ عملية المراجعة كفيلة بإعادة التوازن بين قيمة المؤسستين على الأساس المذكور، وقيمة المؤسسة المستدينة إذا هي²:

$$VE = X(1-T)/R' + Rtd/r = VE + TD$$

قيمة الوفورات الضريبية = قيمة الديون × معدل الفائدة × معدل الضريبة / تكلفة الأموال الخاصة

كما يلاحظ أنَّ معدل الخصم الذي أستخدم للوصول إلى القيمة الحالية ما هو إلاَّ سعر الفائدة على الديون والسبب في هذا الاعتماد يعود إلى أنَّ مخاطر الوفورات الضريبية لا بد أن تساوي المخاطر التي تتعرض لها فوائد الديون ذاتها وعليه لا بد من خصمها بمعدل خصم يساوي معدل العائد³.

¹- حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص: 568.

²- إلياس بن سامي، يوسف قريشي، التسيير المالي: الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 369-370.

³- حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص: 570.

1-2-2-2-الاقترح الثاني: يقتضي هذا بأن تكلفة حقوق الملكية الخاصة لمؤسسة مستدينة، ينبغي أن تتساوى مع تكلفة حقوق الملكية لمؤسسة غير مستدينة وتكلفة الاستدانة التي يفترض " مودكلياني وميلر" أنها ثابتة لكافة المؤسسات، كما تتحدد على أساس معدل الضريبة على أرباح المؤسسات، ونسبة الأموال المقترضة إلى حقوق الملكية في هيكل رأس مال المؤسسة¹، ويمكن تلخيص مضمون هذا الاقتراح في المعادلة الرياضية التالية:

$$K_{cp} = K_{cp}^* + (K_{cp}^* - i)D/CP(1-t).$$

حيث:

K_{cp}: معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين لمؤسسة مقترضة.

K_{cp}*: معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين لمؤسسة غير مقترضة.

i: معدل الفائدة على الديون. **t**: معدل الضريبة على أرباح المؤسسات.

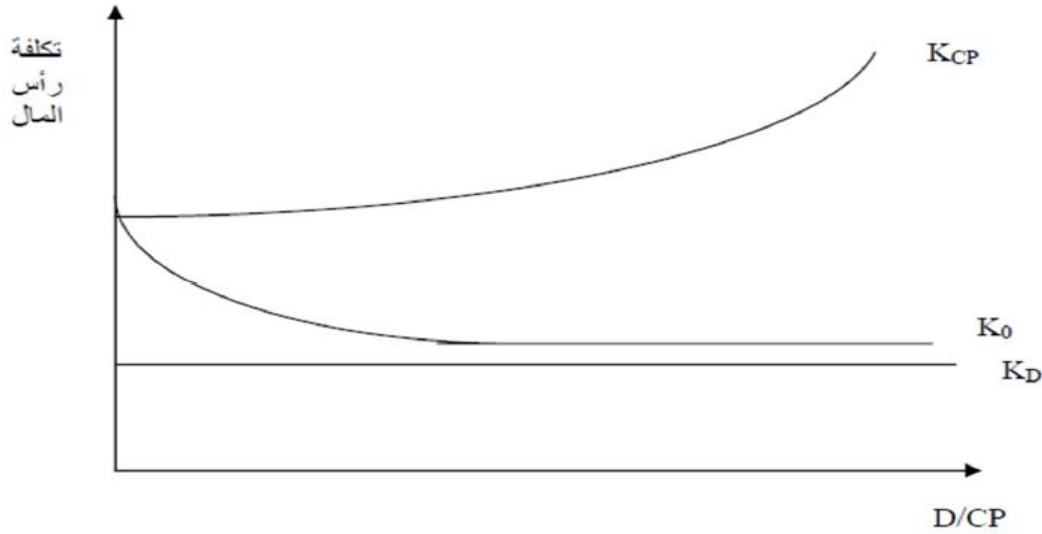
D: الديون. **CP**: الأموال الخاصة.

وبالتالي حسب هذه العلاقة فإن تكلفة الأموال الخاصة تزداد بارتفاع نسبة الاستدانة في الهيكل المالي للمؤسسة، ولكن بمعدل أكثر بطئا مما هو عليه في حالة غياب الضرائب وهذا هو السبب في نتيجة الاقتراح الأول وعليه في حالة خضوع المؤسسة للضريبة على أرباح المؤسسات فإن ارتفاع نسبة الاستدانة في الهيكل المالي سوف يؤدي إلى انخفاض تكلفة رأس المال، وبالتالي ارتفاع قيمة المؤسسة المستخدمة للديون².

¹- منير إبراهيم هندی، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص: 237.

²- زغودتير، محددات سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير، جامعة ورقلة، 2009، ص: 75.

الشل رقم(4): العلاقة بين رأس المال ونسبة الاستدانة وفق لنظرية (M&M) المعدلة ضريبيا.



المصدر: منير إبراهيم هندی، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، مرجع سبق ذكره، ص 242.

حيث:

Kcp: تكلفة الأموال الخاصة. **Kd**: تكلفة الديون.

Ko: التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال. **D/Cp**: الديون/الأموال الخاصة.

2- افتراض وجود الضريبة الشخصية "ميلر" (1977):

في سنة 1977 يعود "ميلر" لوحده من جديد معتبرا عاملا آخر وهو الضريبة بالنسبة لعوائد المساهمين إضافة إلى وجود الضريبة على المؤسسات، فبالنسبة إلى "ميلر" فإن إضافة عنصر الضريبة على أرباح المساهمين يلغي أهمية الاقتصاد الضريبي، وبالتالي لا فائدة من زيادة الديون في الهيكل المالي، وبعبارة أخرى فإن "ميلر" يعود إلى استنتاجاته السابقة مع "مودكلياني" (1958) ليؤكد من جديد أن اختلاف نسب هيكل التمويل أو رفع الديون لا يغير من قيمة المؤسسة.

فإعلان "ميلر" رجوعه إلى استنتاجاته الأولى (1958) بأن صيغة هيكل التمويل مستقلة تماما عن قيمة المؤسسة ولا تؤثر عليها، كان قد فاجأ حتى زميله "مودكلياني" الذي كان قد توصل معه -في ظل وجود ضرائب على أرباح المؤسسات- إلى أن زيادة الديون ترفع من قيمة المؤسسة بسبب الوفورات الضريبية المحصلة (1963)، وبهذا تكون استنتاجات (1958) هي نفسها ما خلص إليها "ميلر" لوحده مجددا (1977)

غير أنه أخذ بعين الاعتبار وجود أرباح المؤسسة من جهة وضريبة أخرى على دخل المساهمين، فهو يرى بأن وجود ضريبة على دخل المساهم تلغي أثر الرفع المالي (الاقتصاد الضريبي)، فلا وجود لهيكل مثالي في المحصلة. إذا كان معدل الضريبة على الدخل الشخصي لحملة الأسهم أقل من معدل الضريبة على الدخل الشخصي لحملة السندات، بسبب انخفاض الضريبة على الأرباح الرأسمالية للأسهم، فإن صافي دخل حملة السندات لا بد أن يكون كبيراً لتعويض ارتفاع الضريبة على دخلهم وإلا لن يقدم أحد على شراء السندات، بعبارة أخرى إذا كانت ميزة الاستدانة أن فوائد الديون تحقق وفورات ضريبية (اقتصاد ضريبي)، فإن الفوائد ذاتها ينبغي أن تكون مرتفعة لتعويض المستثمرين في السندات عن ارتفاع معدل الضريبة على دخولهم منها، وإلا لن يقبلوا على شرائها، وهذا يعني أن ما تحققه المؤسسة من وفورات من ناحية يضيع ولو جزئياً من ناحية أخرى¹.

المطلب الثاني: تأثير الاستدانة في وجود تكاليف الإفلاس

تعرض المؤسسة التي يتكون هيكل رأسمالها من حقوق ملكية وديون لمخاطر الإفلاس، وهي مخاطر لا تعرض لها المؤسسات التي يتكون هيكل رأسمالها من حقوق ملكية فقط، ويرجع هذا إلى أن فشل المؤسسة في سداد قيمة الديون والفوائد في تواريخ الاستحقاق²، هذا الاحتمال يعطي الحق للدائنين في اتخاذ إجراءات قانونية قد تنتهي بإعلان إفلاس المؤسسة³، أما بالنسبة للمؤسسة التي يتكون هيكل رأسمالها من حقوق ملكية فقط، فإنها لا تلتزم اتجاه الملاك برد قيمة الأسهم التي يمتلكونها، كما لا تلتزم بإجراء توزيعات حتى ولو تحققت أرباح، ومن ثم لا تكون عرضة لمثل هذه الإجراءات القانونية.

1- علاقة الاستدانة بتعرض المؤسسة لمخاطر الإفلاس:

عندما تكون نسبة الاستدانة عند مستوياتها الدنيا، فإن مخاطر الإفلاس تزداد مع الزيادة في نسبة الاستدانة وذلك في علاقة خطية، وتستمر العلاقة على هذا النحو إلى أن تصل نسبة الاستدانة إلى نقطة معينة، بعدها تبدأ مخاطر الإفلاس في الزيادة بمعدل أكبر من معدل الزيادة في نسبة الاستدانة، وكقاعدة عامة كلما زادت

¹ - أحمد أمين سعد الله، سياسة التمويل داخل المؤسسة في ظل اقتصاد السوق: مع دراسة حالة شركات الاستثمار ورأس المال المخاطر، أطروحة مقدمة من ضمن متطلبات شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص: تحليل اقتصادي، جامعة الجزائر 3، 2010، ص: 75-76.

² - منير إبراهيم هندی، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص: 246.

³ - حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص: 572.

مخاطر الإفلاس، زادت أثارها العكسية على تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة، فزيادة مخاطر الإفلاس يترتب عليها زيادة في معدل العائد المطلوب على الاستثمار في أسهم وسندات المؤسسة، الأمر الذي يعني ارتفاع تكلفة الأموال وانخفاض القيمة السوقية للمؤسسة بالتبعية.

يترتب على الإفلاس تحمل المؤسسة لبعض التكاليف التي يطلق عليها تكاليف الإفلاس، ولا يقتصر مفهوم هذه التكاليف على المصروفات الإدارية والقانونية التي تصاحب عملية الإفلاس، بل يمتد ليشمل الانخفاض في قيمة الأصول، إذ من المتوقع أن تكون متحصلات بيع أصول المؤسسة أقل من القيمة الدفترية لها، ليس هذا فقط بل مفهوم تكلفة الإفلاس يتضمن أيضا الخسائر أو الهبوط المحتمل في الأرباح نتيجة لانخفاض كفاءة عمليات المؤسسة قبل وقوع الإفلاس¹.

تظهر المشاكل الخاصة بالإفلاس عندما تكون المؤسسة مفرطة عادة في استخدام الديون في التمويل، مما يعني أن التكاليف المترتبة على الإفلاس لا تحفز المؤسسات على التوسع في استخدام الديون².

2- مكونات تكاليف الإفلاس:

ينطوي الإفلاس الذي تتعرض له المؤسسات على تكاليف بعضها مباشر وبعض غير مباشر، وتتمثل التكاليف المباشرة في المصروفات الإدارية والقانونية، كما قد تتضمن التكاليف المباشرة أيضا الخسائر الناجمة عن بيع الأصول بقيمة أقل من قيمتها الدفترية، أما التكاليف غير المباشرة فتتمثل في انخفاض أرباح المؤسسة، إما بسبب انخفاض كفاءة التشغيل التي عادة ما تحدث قبيل حدوث الإفلاس أو بسبب ارتفاع حجم الفوائد نتيجة للزيادة في الأموال المقترضة، أو نتيجة لارتفاع معدلات الفائدة التي يطلبها الدائنين، و يضيف "بريجهام و جابنسكي" و "بيرنو" إن مخاطر الإفلاس تزداد، وتزداد معها التكاليف المصاحبة لها، كلما زادت نسبة الاستدانة³.

¹ - منير إبراهيم هندی، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، مرجع سبق ذكره، ص: 647.

² - عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، مصر، 2004، ص: 391.

³ - منير إبراهيم هندی، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص: 246-247.

3- تأثير تكلفة الإفلاس على الدائنين والمالكين:

يدرك الدائنين جيدا أنهم عرضة لتحمل جزء من تكلفة الإفلاس وفي حالة حدوثه، إذ قد لا تكفي أموال التصفية لسداد مستحقاتهم بالكامل، ولكي يتجنب الدائنون مثل هذه المخاطر إذا ما وقعت، فإنهم يقومون من البداية بنقل هذه التكاليف إلى الملاك تحسبا لوقوع الإفلاس.

ويأخذ ذلك شكل ارتفاع معدل المردودية الذي يطلبونه للاستثمار في سندات المؤسسة أو ارتفاع معدل الفائدة على الديون التي يقدمونها لها، وبالطبع تزداد هذه التكاليف مع زيادة احتمال حدوث الإفلاس، ولكن ما هو رد فعل الملاك؟

قيام الدائنين بنقل تكلفة الإفلاس إلى ملاك المؤسسة يعني أنهم أصبح يتحملون وحدهم مخاطر الإفلاس، غير أنهم لن يستطيعوا التخلص منها، لأن مخاطر الإفلاس - التي تزداد مع زيادة نسبة الاستدانة إلى الأموال الخاصة - يمكن التخلص منها بالتنوع أي تنوع محفظة الأوراق المالية الخاصة بهم رغم أن الإفلاس يعتبر أساسا من بين المخاطر ذات الصيغة الخاصة أي المخاطر غير المنتظمة، ونتيجة لعدم القدرة على التخلص من هذه المخاطر فإن السبيل الوحيد لإقناع المستثمر بتحملها هو الحصول على معدل مردودية مرتفع لتعويضه عنها، يعني وجود علاقة مباشرة بين نسبة الاستدانة إلى الأموال الخاصة وبين معدل المردودية الذي يطلبه الملاك على الاستثمار¹.

في سوق غير كامل الأثرين يحدثان في وقت واحد لتحديد قيمة المؤسسة المقترضة من خلال مؤسسة متشابهة معها في كل النشاط غير أنها غير مقترضة وتحسب العلاقة التالية²:

$$\text{قيمة المؤسسة المقترضة} = \text{قيمة المؤسسة غير المقترضة} + \text{القيمة الحالية للوفرات الضريبية} - \text{القيمة}$$

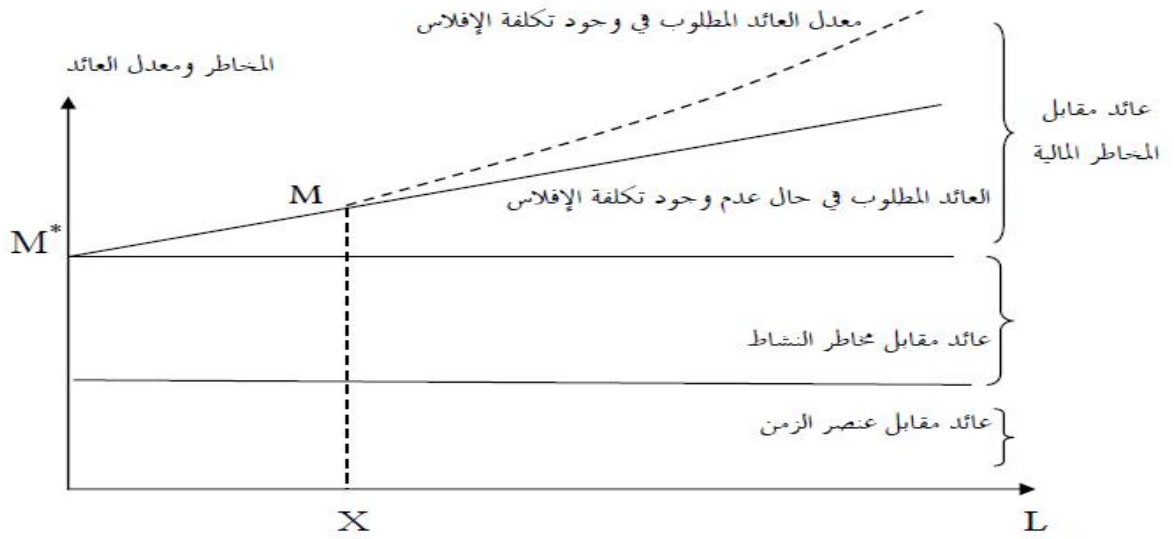
والقيمة الحالية لتكلفة الإفلاس تحسب كالتالي:

$$\text{القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس} = \text{تكلفة الإفلاس} / \text{سعر الفائدة.}$$

¹- إلياس بن سامي، يوسف قريشي، التسيير المالي: الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 377.

²- بوريعة غنية، محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص: مالية المؤسسات، جامعة الجزائر3، 2011-2012، ص: 120-121.

الشكل رقم (5): العلاقة بين نسبة الاستدانة إلى حقوق الملكية ومعدل العائد الذي يطلبه الملاك.



المصدر: منير إبراهيم هندی، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، مرجع سبق ذكره، ص 648.

يشير الشكل إلى أنه في حالة اعتماد المؤسسة بالكامل على حقوق الملكية في تمويل استثماراتها، فإن معدل العائد الذي يطلبه الملاك سوف يساوي "M*", وهذا العائد يكفي لتعويض عن عنصر الزمن، أي تعويضهم عن تأجيل استغلال أموالهم في اشباع حاجات حاضرة وذلك بسبب توجه تلك الأموال إلى الاستثمار، أما إذا بدأت المؤسسة في الاستدانة، فإن معدل العائد الذي يطلبه الملاك سوف يرتفع، وذلك لتعويضهم عن المخاطر المالية التي يتعرضون لها.

كما يشير الشكل إلى أن معدل العائد الذي يطلبه الملاك سوف يتساوى في الحالتين إلى أن تصل نسبة الاستدانة إلى النقطة "X" وحينئذ يكون معدل العائد المطلوب على الاستثمار هو "M*", أما إذا تجاوزت نسبة الاستدانة النقطة "X" فسوف يصبح احتمال حدوث الإفلاس ملموساً، ومن ثم سوف يرفع المقرضون معدل العائد الذي يطلبونه على الاستثمار في السندات، بغرض التخلص من تكاليف الإفلاس بعبارة أخرى نقل مخاطر الإفلاس إلى الملاك، والنتيجة الزيادة في معدل العائد الذي يطلبونه، مقارنة مما كان يمكن أن تكون عليه هذه الزيادة إذا لم يكن هناك وجود لتكلفة الإفلاس¹.

¹ - منير إبراهيم هندی، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص: 252.

المطلب الثالث: نظرية التوازن في صياغة هيكل التمويل

ترك زيادة نسبة الاستدانة إلى حقوق الملكية أثرين متضادين على تكلفة الأموال، فمن ناحية تسهم زيادة نسبة الاستدانة في تخفيض تكلفة الأموال بسبب الوفورات الضريبية لفوائد الديون، ومن ناحية أخرى يترتب على زيادة نسبة الاستدانة - بعد نقطة معينة- ظهور تكلفة الإفلاس، مما يؤدي إلى زيادة تكلفة الأموال، وبالطبع تتوقف تكلفة الأموال في النهاية على حجم كل من الوفورات الضريبية وتكلفة الإفلاس¹.

1- الأثر الجبائي للاستدانة:

اعتبر سنة (1988) "Masulis" الأثر الجبائي للاستدانة المحدد الأول للهيكل المالي، لخاصية الاقتصاد في الضريبة بسبب الفوائد المالية الناجمة عن الاستدانة ومقابل هذا الامتياز الجبائي الذي يخفض من تكلفة الاستدانة مقارنة بتكلفة الأموال الخاصة بالأثر السلبي لارتفاع احتمال إفلاس المؤسسة موضوع التمويل، استنادا إلى الفرضية القائلة بأن المؤسسة المحققة لمردودية لا بد لها من تفضيل الاستدانة للتخفيف من العبء الضريبي، فإن فئة من الباحثين بالمقابل، نوهوا إلى أن ارتفاع تكاليف إفلاس للمؤسسات الصغيرة يكبح لجوءها إلى التمويل بالاستدانة، وهذا ما يبين أن حجم المؤسسة يعد عاملا هاما في تحديد درجة استعمالها لهذا النمط من التمويل².

2- تكاليف الإفلاس:

: هذه التكاليف إلى التكاليف التي تتحملها المؤسسة التي تواجه صعوبات في قدرتها على الوفاء بالتزاماتها تجاه الغير، ويمكن إسناد هذه التكاليف فقط إلى التمويل بالاستدانة، وهي التكاليف المقابلة للامتياز الجبائي³.

¹ - منير إبراهيم هندی، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، مرجع سبق ذكره، ص: 650.

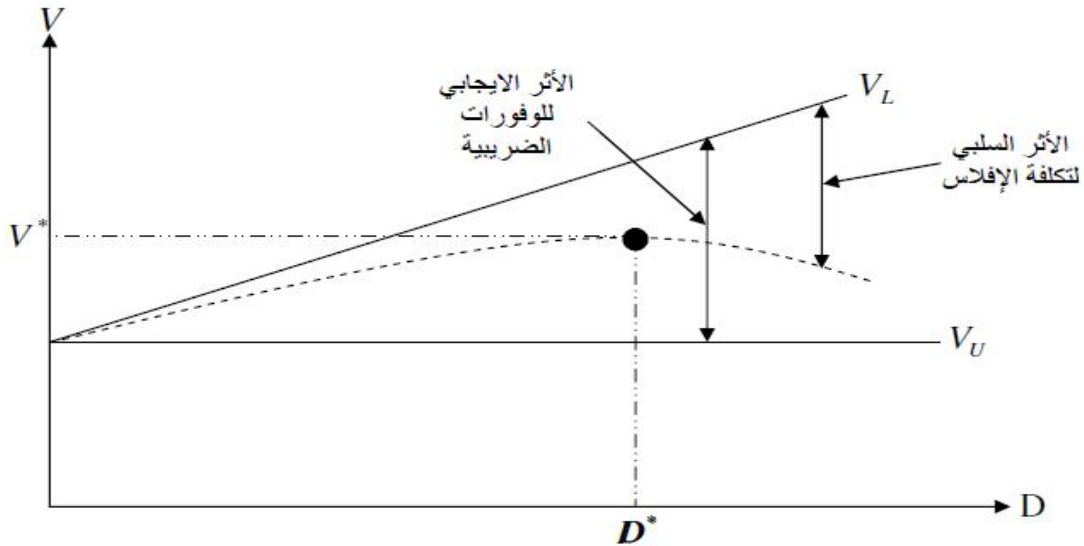
² - دادن عبد الوهاب، الجدل القائم حول هيكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة الباحث، العدد 07. 2009-2010. ص: 317.

³ - دادن عبد الوهاب، دراسة تحليلية للمنطق المالي لنمو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية: نحو إرساء نموذج لترشيد القرارات المالية، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2008، ص: 126-127.

3-مضمون نظرية التوازن:

تقتضي نظرية التوازن لهيكل التمويل التأكيد إلى أن القرار الأمثل للاستدانة يجعل المؤسسة تستمر بالاستدانة إلى النقطة التي تتساوى فيها التأثيرات الإيجابية للوفورات الضريبية مع التأثير السلبي لكلفة الإفلاس، والذي تنشأ عن زيادة الاستدانة، بمعنى آخر فإن القرار الأمثل للاستدانة والذي يضمن أعلى قيمة سوقية للمؤسسة ما هو إلا محصلة التوازن بين الأثر الإيجابي الذي تحدثه القيمة الحالية للوفورات الضريبية والأثر السلبي الذي تسببه كلفة الإفلاس¹، ويعرض الشكل الآتي صورة نظرية للتوازن في صياغة هيكل التمويل.

الشكل رقم(6): نظرية التوازن والقيمة السوقية للمؤسسة.



المصدر: حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص:574.

إن ملخص نظرية التوازن أعلاه، تشير إلى أنه وبسبب رخص كلفة الأموال المقترضة كمصدر للتمويل، فإن ذلك يشجع إدارة المؤسسة على زيادة مقدار الديون في أموال المؤسسة حتى النقطة (D^*)، والتي تضمن فيها المؤسسة تساوي بين كلفة الإفلاس (كمتغير سلبي) وبين القيمة الحالية للوفر الضريبي (كمتغير إيجابي)، وفي هذا المقدار من الاستدانة تصل الكلفة المرجحة للأموال ($Wacc$) إلى حدها الأدنى لتكن القيمة السوقية للمؤسسة في حدها الأعلى.

¹حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص: 573.

إن النقطة (D^*) هي معيار التوازن بين تمويل الديون والتمويل الممتلك في صياغة هيكل الأموال في المؤسسة، وإذا ما ذهبت المؤسسة في قرارها بالاستدانة إلى أبعد من النقطة (D^*) ففي هذا المستوى من الاستدانة ترتفع كلفة الإفلاس إلى مستويات تفوق فيها مقدار القيمة الحالية للوفر الضريبي، الأمر الذي يسبب ارتفاع في كلفة الأموال المرجحة مما سبب انخفاض في القيمة السوقية للمؤسسة¹.

¹ - حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص: 575-576.

المبحث الثالث: الهيكل المالي في ظل التيارات المالية الحديثة ونماذج الهياكل المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

تواصل الاهتمام بدراسة إشكالية الهياكل المالية، مما ساهم في بروز النظريات المالية الحديثة، نتيجة الانتقادات التي وجهت لفكرة توافر السوق المالية الكاملة، وانعدام الضرائب ومتغيرات أساسية أخرى، وأصبحت تعرف هذه النظريات الحديثة باسم النظرية الحديثة للمشروع التي ظهرت في منتصف السبعينات، كما تزايدت الأبحاث حول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وهذا لما تتميز به من خصوصية عن المؤسسات الكبيرة، ومن خلال هذا المبحث سنتطرق إلى نظرية الوكالة، نظرية الإشارة، نظرية الالتقاط التدريجي للتمويل ونماذج الهياكل المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

المطلب الأول: نظرية الوكالة

علاقة الوكالة هي عقد يقوم شخص يدعى الموكل باللجوء إلى شخص آخر يسمى الوكيل من أجل القيام بمهمة معينة نيابة عنه وباسمه، فيما يتعلق بالمؤسسة، هذه العلاقة توجد بين الملاك أو المسيرين، حيث يتم التنازل عن جزء من سلطاتهم، إلا أن علاقة الموكل والوكيل تتميز بالتعارض، حيث يحاول كل منهما تعظيم منفعته على حساب الآخر مما يجعل من علاقتهما، مصدرا للتناقض، فإن إبعاد فرضية غياب التضارب بين مصالح مختلف الأعوان الذين لهم علاقة بحياة المؤسسة خاصة بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، يعود إلى النظرية التي تسمى بنظرية الوكالة¹.

قد ينص في عقد الاستدانة على ضرورة الرجوع إلى الدائنين، قبل اتخاذ إدارة المؤسسة لبعض القرارات التي قد يكون لها تأثير على مصالحهم ومن بين القرارات التي تخضع لمراجعة من الدائنين قرارات شراء أصول جديدة والقرارات الخاصة بإجراء توزيعات جديدة وما شابه ذلك.

وعادة ما ينص العقد على إعطاء الحق للدائنين في المطالبة فوراً بقيمة الدين، إذا ما تجاهلت الإدارة الشرط المنصوص عليه في عقد الدين والذي يقتضي بضرورة الرجوع إلى الدائنين قبل اتخاذ القرارات².

¹-إلياس بن سامي، يوسف قريشي، التسيير المالي: الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 381.

²-منير إبراهيم هندی، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص: 256.

فنظرية الوكالة نظرية تحاول البحث عن تصور العقود المثلى بين الأطراف وتفسير سلوك هؤلاء وأولئك بمجرد أن تكون هناك علاقة وكالة، فعلاقة الوكالة ينجم عنها نوعان من تضارب المصالح، فهي تؤدي إلى بروز تناقض في المصالح بين المسير والمساهمين من جهة وبين المساهمين والدائنين من جهة ثانية.

1-التضارب بين مصالح 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 مصدرا لتكاليف الوكالة، أسباب التضارب في المصالح يمكن أن تكون على شكل محاولة الوكيل تحويل ثروة غير مالية لصالحه باعتباره أنه لا يستفيد من العوائد الكلية لنشاطه، مع تحمله شخصيا المسؤولية، 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، ومن المفترض أن يقوم المدراء بالعمل وفق مصالح موكلهم، لكن في الواقع عادة ما يلجؤون إلى محاولة تعظيم ثروتهم الشخصية هذه الوضعية تولد تكاليف تسمى بتكاليف الوكالة.

فالاستدانة في المؤسسة يمكن النظر إليها كأداة فعالة في فض تكاليف وكالة الأموال الخاصة لأن هذه الأخيرة تولد تقارب في المصالح بين المساهمين والمسير، ففي إطار الاستدانة ذات الطبيعة البنكية، ينجم عن الزيادة في حصة الاستدانة زيادة المراقبة من قبل البنك لنشاط تسيير الوكيل¹.

كذلك يؤدي دفع العوائد في أجل محدد 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 لمطلب البنك.

¹-إلياس بن سامي يوسف قريشي، التسيير المالي: الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 382.

في نفس الوقت إذا كانت الاستدانة تؤدي إلى التقليل وبشكل فعال من تكاليف وكالة الأموال الخاصة المرتبطة بتضارب المصالح بين المسير والمساهمين، فإن هذه الاستدانة تمثل من جانب آخر مصدرا للخلاف بين المساهمين والمدنيين وبالتالي مصدرا لتكاليف وكالة من صنف آخر¹.

2- النزاع بين المساهمين والدائنين:

2-1- تكاليف الوكالة المتعلقة بالاستدانة²: يبين "Jensen et Meckling" (1976) إن أموال الاستدانة تسهم في تحفيز المساهمين على الاستثمار دون المستوى الأمثل، لأن الأرباح المنبثقة عن الاستثمارات تعود بالضرورة للمساهمين، في حين لو فشل المشروع فإن الدائنين يصبحون في خطر عدم استرجاع أموالهم، لذلك يكون المساهمين محفزين للاستثمار في مشاريع أكثر مخاطرة حتى بقيم حالية صافية سالبة، لأن ازدياد خطر الاستغلال يكون في صالحهم دون تحمل مخاطر كبيرة، وعليه، يخلصان هذين الباحثين إلى أن البنية المثلى لرأس المال ستكون نتيجة تحكيم رشيد بين فوائد وتكاليف الوكالة الناتجين عن اللجوء إلى الاستدانة.

ويرى "Myers" (1976) أن المستوى العالي من الاستدانة يولد رفضا حتى للمشاريع المربحة، حيث أن المؤسسة التي تعتمد قيمتها على فرص الاستثمار المستقبلية، ولكن خصومها تشتمل على جزء هام من أموال الاستدانة الشيء الذي يرفع من مخاطر إفلاسها، ستضطر إلى رفض المشاريع الاستثمارية ولو بقيمة حالية صافية إيجابية، وأمام هذه الوضعية ينبغي كل استثمار إضافي بواسطة أموال ملكية، بسبب تشبع القدرة الافتراضية للمؤسسة.

حسب "Jensen et Meckling" فإن البنية المثلى لرأس المال هي التي تقلل من تكاليف الوكالة، عن طريق الموازنة بين مزايا اللجوء إلى الاستدانة المتمثلة في الحد من تبديد المسير لموارد المؤسسة وفي جعله يعمل لصالح المساهمين، الشيء الذي يخفض من تكاليف الوكالة، ومن بين عيوب الاستدانة المتمثلة في مشكلة استبدال الأصول، والتي تؤدي بدورها إلى الرفع من تكاليف الوكالة.

¹-إلباس بن سامي، يوسف فريشي، مرجع السابق ذكره، ص: 382.

²-شعبان محمد، نحو اختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الاقتصادية: دراسة حالة المجمع الصناعي صيدال، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص: مالية المؤسسة، جامعة أحمد بوقرة، بومرداس، 2009-2010، ص: 68-69.

يؤكد "Kalay" (1982) على أن قيام المؤسسة بالرفع من توزيعات الأرباح على مساهميها، يؤثر سلباً على علاقة المؤسسة بدائنها القدامى، وذلك مرده إلى زيادة توزيعات الأرباح على المساهمين تنقص من قدرة المؤسسة على تمويل نفسها ذاتياً، ما يضطرها إلى اللجوء إلى طلب ديون جديدة من أجل مواجهة احتياجاتها المالية المستقبلية، وهذا ما يضعف من قدرة المؤسسة على سداد ما عليها من ديون، ومنه ارتفاع المخاطر التي يتحملها الدائنين القدامى.

2-2- تخفيض تكاليف الوكالة الخاصة بالاستدانة¹:

يمكن التخفيض من تكاليف الوكالة الخاصة بالاستدانة كما يلي:

* "Smith et Warner" (1979) التخفيف من هذه التكاليف، قد تشمل عقود الدين على قيود في مجال سياسات الاستثمار وسياسة الإنتاج وسياسة ربح السهم وسياسة الاستدانة.

* "Stulz et Johnson" (1985) يبين هذين الباحثين أن وجود ضمان في عقد الاقتراض بين المدين والدائن، يعد حلاً لمشكلات استبدال الأصول ولقصور الاستثمار.

* "Myers" (1977) تشكل الديون قصيرة الأجل القابلة للتجديد كبها فعالاً للحواجز السلبية للمساهمين في حالة ما إذا تمكن الدائنون من الاشراف أكثر على استخدام الأموال المقترضة.

* "Diamond, Hirshleifer et Thakor" 1989 بين هؤلاء الباحثون أن المسير المكترب بسمعته يختار المشاريع الحذرة التي تتميز بمخاطرة منخفضة، الشيء الذي يجد من أثر استبدال الأصول، وهذا ما يترتب عليه انخفاض تكلفة الوكالة في مثل هذه المؤسسات، هذا ما يجعل هذه المؤسسات أكثر استدانة من تلك التي لا تكون فيها سمعة المسير مهمة كثيراً.

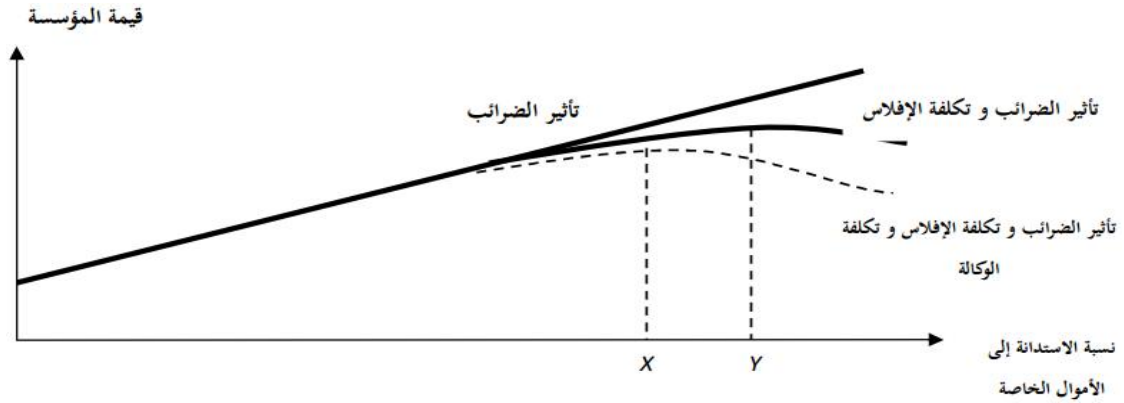
وسواء تمثلت تكلفة الوكالة في خسائر ناجمة عن انفصال الإدارة عن الملكية، أو في القيود التي يفرضها الدائنون والتي تسفر عن انخفاض كفاءة التشغيل أو تمثلت في ارتفاع تكلفة الاستدانة، فإن العديد من الدراسات قد

¹-شعبان محمد، مرجع سبق ذكره، ص: 69-70.

أوضحت أن تكلفة الوكالة تزداد بنسبة الأموال المستدانة ويزداد معها التأثير السلبي على القيمة السوقية للمؤسسة، أي أن هذه القيمة تنخفض بمقدار القيمة الحالية لتكلفة الوكالة.

وبظهور تكلفة الوكالة أصبح الهيكل المالي الأمثل يتحدد بتوازن الوفر الضريبي للفوائد مع كل من تكلفة الوكالة وتكلفة الإفلاس معاً¹، وهذا ما يوضحه الشكل الموالي.

الشكل رقم (7): قيمة المؤسسة في ظل خضوع المؤسسة للضريبة ووجود تكلفة الإفلاس والوكالة



المصدر: إلياس بن سامي، يوسف قريشي، التسيير المالي: الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 387.

حسب الشكل فإن نسبة الاستدانة المثلى تكون عند النقطة (X) أين تكون قيمة المؤسسة في حدها الأقصى وتكلفة الأموال في حدها الأدنى.

المطلب الثاني: نظرية الإشارة

يعود الفضل في ظهور هذه النظرية إلى الكاتب "Ross" سنة 1977. تقوم هذه النظرية على قاعدة أساسية وهي عدم التماثل/التناظر المعلوماتي، الذي تتصف به الأسواق، الواقع أن المعلومات التي تبثها المؤسسات ليست بالضرورة حقيقية وصادقة، ومن ثم فإن هذه النظرية تنطلق من أنه بإمكان المديرين في

¹ -مليكة زغيب، سفيان دلفوف، تأثير الاقتراض على قيمة المنشأة، دراسة حالة مجمع صيدال، أبحاث إقتصادية وإدارية، جامعة قسنطينة، العدد الثاني عشر ديسمبر، 2012، ص: 300

المؤسسات الأحسن أداءً إصدار إشارات خاصة وفعالة، تميزها عن مؤسسات أخرى ذات مستوى أقل من الأداء، وخاصية هذه الإشارات أنه سيكون من الصعب تقليدها من طرف مؤسسات ضعيفة¹.

1- نموذج "Ross":

حسب هذه النظرية يستخدم المسيرون الديون من أجل إرسال إشارة إلى السوق المالي تخص نوعية المؤسسة، حيث ينظر المستثمرون للمستويات المرتفعة للديون كإشارة لارتفاع أداء المؤسسة.

وخلص "Ross" إلى وجود علاقة ارتباط إيجابية بين كل من قيمة المؤسسة ونسبة الاستدانة في الهيكل المالي المثالي، كذلك وجود علاقة ارتباط إيجابية بين كل من قيمة المؤسسة ومستوى الديون واحتمال تعرض المؤسسة للإفلاس، وأن أهمية تكاليف الإفلاس من شأنها تخفيض مستوى الديون.

2- نموذج "Leland" 1977

حسب هذا النموذج فإن اللجوء إلى الاستدانة والاحتفاظ بنسبة ملكية عالية من الأسهم (عدم الإصدار المزيد من الأسهم) يكون كدليل على أن المؤسسة ذات مردودية عالية، أي أن هناك علاقة ارتباط إيجابية بين مردودية المؤسسة ومستوى الديون بالهيكل المالي².

تقترح هذه النظرية نمودجا لمحاولة التعبير عن جودة المؤسسة من خلال هيكلها المالي، فيميز المستثمرون بين كل من المؤسسات المتواجدة في السوق ويصنفونها إلى نوعين: (A) و (B)، المؤسسات من النوع (A) أحسن من المؤسسات من النوع (B) ومن أجل تصنيف مؤسسة ما في أحد الصنفين، يحدد المستثمرون في السوق مستوى حرجا للاستدانة (D*)، فترى النظرية أن المؤسسات من النوع الجيد لها القدرة على الاستدانة يصل إلى (D*) والعكس بالعكس³.

والواقع أن المستثمر بطبيعته أبعد من أن يكون ساذجا في تصديقه لأي معلومة أو إشارة، فهو يستقبل كل إشارة بدرجة معينة من الشك.

¹- دادن عبد الوهاب، الجدل القائم حول تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مرجع سبق ذكره، ص: 319.

²- زخود تبر، مرجع سبق ذكره، ص: 122.

³- إلياس بن سامي، يوسف قريشي، التسيير المالي: الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره ص: 392.

ولتوضيح هذه النظرية حول أمثلية الهيكل المالي؛ نفترض أننا أمام وضعيتين: الأولى أن مسيري المؤسسة على ثقة بأن مستقبل مؤسسة (ج) يشير بنتائج جيدة والوضع الثاني، أن المسيرين على ثقة بأن مستقبل المؤسسة (ب) يبدو سيئا، وأن المؤسسة (ج) اكتشفت منتجا جديدا وحصلت على براءة اختراع وأرادت الاحتفاظ بهذا المنتج الجديد سرا لأطول فترة ممكنة، بهدف تأخير دخول منافسين إلى السوق، حتى يتم بناء مصنع جديد لإنتاج المنتج، الأمر الذي يتطلب زيادة رأس مال إضافي، فكيف يمكن لإدارة المؤسسة زيادة رأس المال¹؟

إذ ما لجأت هذه المؤسسة إلى رأس المال عن طريق إصدار وبيع أسهم، حيث يترتب على إنتاج المنتج تدفق نقدي مناسب، مما يؤدي إلى زيادة حادة في سعر السهم ويؤدي إلى زيادة الطلب عليه، ويرى المساهمون الحاليون وكذلك الإدارة أنه بالرغم من هذا المستوى من الأداء إلا أنه لا يتساوى مع النتائج السابقة لزيادة عدد الأسهم مما يقود إلى نتيجة معينة مفادها أنه في حالة المؤسسة التي يبشر مستقبلها بنتائج جيدة فإنه يجب تجنب بيع أسهم جديدة، والبحث عن وسيلة لزيادة رأس المال من خلال القروض، بحيث يتم هذا بالقرب من هيكل رأس المال الأمثل، مما يؤدي إلى تعظيم قيمة المؤسسة من ناحية وتدنية التكلفة المرجحة المتوسطة للأموال من ناحية أخرى، تأتي بعد ذلك المؤسسة (ب) حيث وجد المسكرون حدوث انخفاض حاد في الطلب على منتجاتها، لأن المؤسسة المنافسة استخدمت معدات تكنولوجية جديدة مما أدى إلى تطوير وتحسين مستوى الجودة، مما يتطلب من المؤسسة (ب) تطوير التسهيلات الإنتاجية بتكلفة عالية به المحافظة على مستوى المبيعات الحالي، حيث يترتب على ذلك انخفاض العائد على الاستثمار ولكنه أفضل مقارنة بحالة عدم التطوير، فكيف توفر المؤسسة الأموال

() () استخدام القروض في ظل هذه الـ

يؤدي بها إلى الإفلاس².

لذلك، يمكن القول بأنه على المؤسسات المتوقع لها مستقبل غير مناسب اللجوء إلى زيادة رأس المال عن طريق إصدار بيع أسهم جديدة لتجنب حدوث إفلاس ومشاركة المستثمرين الجدد في أي خسائر متوقعة،

٥، ص: 121.

1- دراسة تحليلية للمنطق المالي لنمو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية

2- أساسيات التمويل والإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، 400.

المؤسسات المتوقع أن يكون لها مستقبلا جيدا التمويل عن طريق الديون، في حين أن المؤسسات المتوقع أن يكون لها مستقبلا سيئا تفضل التمويل عن طريق الرفع في الأموال الخاصة.

تشير هذه النظرية العديد من المشاكل حول التكلفة الحدية للأموال، حيث يتضح أن التكلفة الحدية المرجحة تزداد عندما تلجأ المؤسسة إلى التمويل الخارجي وإصدار وبيع أسهم جديدة، بدلا من اللجوء إلى استخدام الأرباح في التمويل، ويرجع الاختلاف بين تكلفة التمويل للمصدرين إلى تكلفة الإصدار¹. وبالتالي فخلاصة هذه النظرية أن تركيبة رأس المال مرتبطة بالإشارات الصادرة عن المؤسسة، التي توقعات حول إدارة المؤسسة في المستقبل².

المطلب الثالث: نظرية الالتقاط التدريجي للتمويل

تقوم نظرية الترتيب السلمي (الالتقاط التدريجي للتمويل) بترتيب مصادر التمويل للمؤسسة، حيث أن لتمويل الخارجي، وإذا كانت بحاجة إلى تمويل خارجي، فإنها تفضل التمويل بالديون أولا، ثم التمويل بإصدار الأصول الهجينة وأخيرا التمويل بإصدار الأسهم.

تشرح نظرية الترتيب السلمي أيضا العلاقة العكسية الموجودة بين المردودية ونسب المديونية في المؤسسات، لتي لها مردودية أقل لها أموال داخلية أقل وينتهي بها إلى الاستدانة ويكون معد ضعيفا في المؤسسات ذات المردودية العالية، ليس لكون نسب المديونية في الهيكلة المالية المثلى صغيرة ولكن لأنها تحتاج إلى التمويل الخارجي، بل تبدأ بالتمويل الداخلي، وهذا و³.

ويمتد اهتمام النظرية إلى السبب وراء قرار التمويل دون أن تدخل في تحديد الخليط المستهدف من الديون وحقوق الملكية داخل هيكل رأس المال، لأن حقوق الملكية لها أكثر من موقع في سلم الأولويات، ففي قمة السلم نجد الأرباح المحتجزة وفي النهاية نجد إصدار الأسهم العادية ثم تأتي الأموال المقترضة في موقع إن سبب وقوع التمويل الداخلي في قمة سلم التفضيل هو :

1- أساسيات التمويل والإدارة المالية، بق ذكره، : 401-402.

2- الإدارة المالية المتقدمة مرجع سبق ذكره، ص: 451.

3- حمزة غري محددات الهيكلة المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة: دراسة حالة الجزائر، مذكرة تخرج مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية والمالية، تخصص مالية، المدرسة العليا للتجارة، 2010-2009 : 49.

*مصدرا عادة لا يواجه بالمعارضة، إضافة إلى أنه يعني المديرين الماليين من السعي للاتصال بالمستثمرين المحليين

* لوقع تحت تأثير منطق سوق رأس المال في حالة إصدار المزيد من الأسهم فإصدار كمية كبيرة من الأسهم قد يترك أثرا عكسيا على القيمة السوقية للسهم كما يحتمل أن يحدث تغيير في مراكز الملاك

في حالة الاعتماد على مصادر تمويل خارجية.

وبعدها تأتي الأموال المقترضة في الدرجة التالية، فإصدار السندات ينطوي على معارضة أقل كما أن تكلفة الإصدار المصاحبة لهذا عادة ما تكون أيضا أقل، وذلك مقارنة بإصدار الأسهم الـ من الأفضل للمؤسسة أن تعطي الأولوية في التمويل بالأرباح تأتي الأموال المقترضة بينهما، وقد قدمت نظرية الإشارات خدمة، فقد أعطت تأييدا لنظرية ترتيب أفضلية
1.

ويمكن تمثيل نظرية الترتيب السلمي في النقاط الموالية²:

*

*إذا كانت المؤسسة بحاجة إلى تمويل خارجي فسوف تعمل وفق ترتيب سلمي ابتداء من الديون الأقل مخاطرة إلى الديون الأكثر مخاطرة، ثم الأصول القابلة للتحويل إلى الأسهم الممتازة، وأخيرا في نهاية الترتيب الأسهم

*لكل مؤسسة نسبة من الديون تعكس احتياجاتها المتراكمة للتمويل الخارجي، أي أنه لا توجد نسبة استنادة معرفة بدقة ومحددة كهدف يجب الوصول إليه.

¹- منير إبراهيم ، في مجال مصادر التمويل ذكره : 302.

²- حمزة غربي، مرجع سبق ذكره : 50.

المطلب الرابع: نماذج الهياكل المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

" Modigliani et miller " (1958)

للمنموذج، هو وجود السوق المالي في حالة منافسة تامة، وهو الأمر الذي يبدوا غير منسجم مع حالات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، فهذه النظرية لا تأخذ في الحسبان أثر الحجم أو درجة التطور على الهيكل المالي للمؤسسة.

" Colot et Michel " (1996) في تحليلهما مدى صلاحية نظرية الوكالة للمؤسسات الصغيرة

المتوسطة خلاصا إلى أنها تمثل الأداء الأحسن التي تسمح بتفسير الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، بالرغم من حيازة هذه النظرية على القدرة التفسيرية الهائلة في معالجة إشكاليات المؤسسات الصغيرة

" Ang "(1991-1992)

"Charreaux" (1984) بالرغم من أن بعض الدراسات الميدانية ترفض المنطلقات التي تقوم عليها هذه النظريات، فنظرية الوكالة تقبل فرضيتين سلوكيتين وهما:

*

قدين على استطلاع بشكل عقلاي ودون مجاز

*

1.

وذلك باعتبار وكما أسلفنا فإن علاقة الوكالة هي عقد يقوم بموجبه شخص أو أكثر باللجوء إلى خدمات شخص آخر من أجل القيام بدلا منه وباسمه بمهمة معينة، وهذا ما يعني توكيلا عن العون من جانب اتخاذ ي إلى نشوب مشاكل عندما يقوم العون بخدمة مصالحه بدل مصالح موكله، وتخفيض مخاطر هذا النزاع الذي قد يبرز نتيجة سلوك تفضيلي من قبل المسير، قد يولد تكاليف تسمى تكاليف الوكالة، ومنه فإن مستوى الأمل للاستدانة يتم الوصول إليه عندما تكون تكاليف الوكالة في حدودها ال .

1- خصائص ومحددات الهياكل التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية ولي: متطلبات

تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، يومي 17-18 2006 :431، إشراف منخر العولمة واقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة

في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، فإن مشاكل انعدام التناظر في المعلومة والمخاطر المعنوية تكون بحجم أكبر مقارنة بالمؤسسات الكبيرة، ويفسر هذا بانعدام الشفافية المالية وبهيكل الملكية، وهذا ما يولد تردد وهذا مع وجود مخاطر عالية فيما يتعلق بإحلال الأصول.

أن المؤسسات الصغيرة جدا تلجأ أكثر إلى القروض قصيرة الأجل بدل استعمال السيولة التي تتوفر عليها، ومشاكل الوكالة يتم التقليل منها بتقديم الضمانات على هذا الأساس فإن المؤسسات التي تمتلك

أنماط التمويل، فنجد أن النماذج الأولى التي انطلقت منها هذه النظريات تقوم على فرضية انعدام التناظر في المعلومة، بحيث أن الشروحات التي قدمتها هذه النماذج تقوم على مبدأ أن المسيرين يعملون لمصلحة الملاك وجدين على حساب المساهمين المستقبليين، بعد ذلك نلاحظ أن مبدأ انعدام التناظر في المعلومة قد تم

وعلى العكس من ذلك، فإن النماذج التي هدفها تدنية تكاليف التعاقد في وضعية عدم التأكد تصل إلى ترتيب التمويل يختلف عن تلك التي تم الوصول إليها في النماذج السابقة¹.

"Myers et Majluf" (1984) فإن المساهمون الجدد يفسرون اللجوء إلى الرفع من رأس المال

كمؤشر على حالة عدم الملاءمة مما يولد التخفيف من قيمة المؤسسة، في هذه الأثناء فإن المساهمين القدماء يرفعون من ثروتهم، ومن أجل تفادي انخفاض سعر السهم من مصلحة المسيرين استعمال تمويل آخر وذلك مهما كان الحال.

وبالتالي التسلسل المختار يكون كالتالي: التمويل الذاتي، الديون الخطرة، الديون غير الخطرة، والرفع من رأس المال، هذا التسلسل يسمح بالحد من المخاطر التي تصادف في وضع قلة الاستثمارات، والذي قد يحد إصدار أسهم بأسعار منخفضة جدا والحد من توزيع مكافأة رأس المال وتخفيض تكلفة رأس المال عن طريق

2.

¹ ، التسيير المالي: الإدارة المالية ذكره : 402-403.

² ، خصائص ومحددات الهياكل التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، كره،

أما في نموذج (Cornell et Shapiro) (1987) فإن هدف المسير هو تعظيم قيمة المؤسسة أما بسبب (المقرضون، العملاء..) فإن الهدف هو تدنية المخاطر المرتبطة بشراء أو تمويل الاستثمارات الخاصة، تحقيق هذين الهدفين يفترض حسب الباحثان تدنية تكاليف التعاقد الضمنية، من أجل تدنية تكاليف قد من مصلحة المؤسسة أن لا تستنفذ قدراتها على التمويل الذاتي والاستدانة قبل التاريخ الذي عليها فيه الإبقاء على تعاقدتها الضمني، ففي هذا التاريخ إصدار أي سهم سيكلف كثيرا، ومنه فالتسلسل الذي يجب اعتماده يكون إذا: الرفع من رأس المال والاستدانة كملاذ أخير.

تعلق بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، فإن التسلسل الذي أوجده (1984) "Myerset Majluf" يبدو أنه أكثر ملاءمة لاختياراتها التمويلية، ففي واقع الأمر ليس فقط تفضيلات المسير التي تقرر الترتيب الذي يجب اعتماده، ولكن أيضا إمكانيات الوصول إلى الأسواق المالية، إضافة إلى كوك التي تعترض البنوك في الإقراض نتيجة تعاظم مخاطر الإفلاس، أما الفرضية التي يمكن صياغتها انطلاقا من هذا النموذج هي أن المؤسسات التي تولد أرباحا أكثر تلجأ إلى الاستدانة بشكل أقل، مهما كانت العوامل¹.

نموذج دورة الحياة : فإن النمو والوصول إلى السوق المالي له تأثير على الهيكل المالي للمؤسسات النشط تكون في حاجة إلى التمويل الخارجي من أجل تمويل نموها في حين أنه في فترة الانطلاق يكون مصدر التمويل الوحيد المتاح هو الأموال الخاصة في شكل رأس المال الذي يقدمه الملاك، في نفس الوقت تتميز هذه لمرور السريع إلى مرحلة النمو هذه المرحلة تمول عادة بواسطة الديون التجارية أو القروض البنكية قصيرة الأجل.

100 مسير مؤسسات صغيرة ومتوسطة في مرحلة "Norton" (1991)

نمو في الولايات المتحدة الأمريكية وخلص إلى أن العناصر المرتبطة بتكا

المعلومة لا تفسر الهيكل المالي للمؤسسات الغير والمتوسطة في حين أن معظم قرارات المسؤولين الماليين تبدو
1 .

خلاصة الفصل الثاني:

تم التطرق في هذا الفصل إلى أهم النظريات المفسرة للهيكل المالية للمؤسسة، ففي ظل وجود كاملة، بمعنى غياب الضرائب، تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة، فيوجد اتجاهين متناقضين لصياغة هذه الهيكلية، فالإتجاه الأول يؤكد على أن هناك هيكل مالي أمثل، مثل نظرية صافي الربح والتي تبين أن الهيكل المالي الأمثل يكون عند أكبر معدل استنادة وهو 100%

المال، والنظرية التقليدية التي تؤكد على وجود هيكلية مالية مثلى عند مستوى معين من الاستنادة، أما في الإتجاه الثاني لجود هيكل مالي أمثل توجد نظرية صافي ربح العمليات التي تؤكد الاستقلالية بين تكلفة رأس هيكلية المالية للمؤسسة، فالتغير في الهيكل المالي لا يؤثر على تكلفة رأس المال، وفي نفس الإتجاه يؤكد

"مودكلياني وميلر" في عام 1958

القيمة السوقية لمؤسسة مموله بالأموال الخاصة وتنتمي لنفس شريحة .

ثم ظهرت عدة نظريات واقعية في بعض فرضياتها، وكلها تؤكد على وجود هيكلية مالية مثلى، حيث أكد "مودكلياني وميلر" في 1963 وبإدخال الضريبة على أرباح المؤسسات على وجود هيكل مالي أمثل عند أكبر مستوى استنادة أي 100% " " 1977

الإفلاس، وتضارب المصالح تؤكد على وجود نسبة محددة للاستنادة في الهيكل المالي.

وحسب نظرية الإشارة فإن اللجوء إلى الاستنادة يعتبر إشارة على أن المؤسسة في وضعية جيدة، ثم ظهرت نظرية الالتقاط التدريجي والتي تفترض أن المؤسسة تتبع تسلسل وترتيب معين في مصادر ، بحيث تعطى الأولوية للتمويل الداخلي ثم التمويل الخارجي.

وفي الأخير تم إسقاط هذه النظريات على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال دراسات تجريبية تحاول التأكد من صحة هذه النظريات في الواقع ومدى تأثير المؤسسة الصغيرة والمتوسطة بهذه النظريات.

الفصل الثالث: محددات الاستدانة في الهيكلة المالية للمؤسسات

الصغيرة والمتوسطة الجزائرية.

تعتبر النظريات المفسرة للهيكل المالي كأداة لا يمكن الاعتماد عليها في معرفة محددات الاستدانة في للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، لكونها تنطلق من فرضيات غير واقعية في مجملها أو في بعضها، ونظرا لهذه الخصوصية التي تميز هذا النوع من المؤسسات عن غيرها، فقد ظهرت العديد من الدراسات الميدانية لمحاولة تفسير الهيكل المالي لهذه المؤسسات.

ومن خلال ما سبق فإن الهدف من هذا الفصل هو معرفة محددات الاستدانة في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية انطلاقا من دراسة تجريبية على عينة مكونة من 427 مؤسسة، حيث يتم التطرق في هذه الدراسة إلى بعض العوامل التي قد تؤثر على مستوى الاستدانة في هذه المؤسسات، بناء على النظريات المفسرة للهيكل المالي والدراسات التجريبية السابقة التي تناولت هذه المحددات، كما يتم مقارنة النتائج المتوصل إليها مع ما تم التوصل إليه في دراسة تجريبية سابقة في الدول الصناعية المتطورة.

ولذلك خصص هذا الفصل لدراسة تجريبية على عينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية بهدف معرفة محددات الاستدانة في هذه المؤسسات وقد تم تقسيمه إلى أربعة مباحث كالاتي:

المبحث الأول: منهجية الدراسة الإحصائية.

المبحث الثاني: أثر الشكل القانوني على مستوى الاستدانة.

المبحث الثالث: أثر قطاع النشاط على مستوى الاستدانة.

المبحث الرابع: محددات الاستدانة في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية.

المبحث الأول: منهجية الدراسة الإحصائية.

من خلال هذا المبحث سيتم عرض مختلف النتائج التي توصلت إليها الدراسات التجريبية السابقة فيما يتعلق بمحددات الاستدانة التي سيتم أخذها بعين الاعتبار في الدراسة الحالية، وكذلك تحديد منهجية الدراسة من خلال تقديم عينة الدراسة وأهم المعلومات المتوفرة حولها، ثم ذكر المتغيرات الواجب دراستها والادوات الإحصائية المستعملة.

المطلب الأول: محددات الاستدانة في الدراسات التجريبية السابقة.

في ضوء الدراسات التجريبية التي أجريت في مجال الهيكلة المالية، خلصت كل دراسة إلى عدة محددات تؤثر على الاستدانة من بين المحددات يوجد الحجم، المردودية، الضمانات وقطاع النشاط.

1-حجم المؤسسة

أشارت الدراسات إلى أن حجم المؤسسة له تأثير على نسبة الاستدانة داخل الهيكل المالي، وقد قدمت هذه الدراسات عدة أسباب لوجود علاقة إيجابية بين حجم المؤسسة والاستدانة، أولها أن احتمالات الإفلاس تنخفض في المؤسسات ذات الحجم الكبير، كما أن المؤسسات الكبيرة تملك الإمكانيات أكثر في اللجوء إلى الأسواق المالية وتستطيع الاستدانة بشروط أيسر.

كشفت دراسة "Gordon" عن وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين نسبة الاستدانة وحجم المؤسسة، كذلك كشفت دراسة "Martin & scott" عن وجود علاقة بين حجم المؤسسة ونسبة الاستدانة، حيث تقل نسبة الاستدانة في المؤسسات صغيرة الحجم عن نسبة الاستدانة في المؤسسات كبيرة الحجم، وهي نفس النتائج التي توصلت إليها دراسة "Philippe Gaud & Elion Jani" وتؤيد نتائج "Baxter & Cragg"، ما توصلت إليه الدراسات السابقة¹، بينما كشفت دراسة "Marsh" عن ميل المؤسسات كبيرة الحجم إلى زيادة الاستدانة قصيرة الأجل.

¹-قريشي يوسف، سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية: دراسة ميدانية، المؤتمر العلمي الدولي حول الأداء المتميز للمنظمات والحكومات، جامعة ورقلة، الجزائر، 08-09 مارس 2005، ص: 62-63.

بينما لوحظ وجود علاقة عكسية بين حجم المؤسسة والاستدانة في البيئة الألمانية، حيث لوحظ أهمية التمويل البنكي للمؤسسات صغيرة الحجم في ألمانيا، ويرجع ذلك إلى خصوصية قانون الإفلاس ونظام البنك المركزي الألماني، وعلى النقيض من ذلك كشفت دراسة "Pompfer & Shapiro" عن وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم المؤسسة ونسبة الاستدانة، كما أشارت نتائج دراسة "Boquist & Moor" إلى أن حجم المؤسسة لا يمثل محددًا جوهريًا للاستدانة داخل الهيكل المالي¹.

2- مردودية المؤسسة

يشير **Brigham** " إلى متغير يعتمد في تأثيره على الهيكل المالي وهو مردودية المؤسسة، فارتفاع مستوى المردودية يعطي المؤسسة قدرًا أكبر من المرونة في تغطية التزاماتها المالية، ولقد كشفت دراسة "Titman & wessels" أنه بسبب ارتفاع تكلفة الوكالة المصاحبة لإصدار أسهم جديدة، فإن الأرباح المحتجزة تأتي في مقدمة مصادر التمويل من حيث الجاذبية تتبعها الديون والتي لها تكلفة وكالة، ولكن يتولد عنها وفورات ضريبية، ثم يأتي التمويل بإصدار أسهم جديدة والذي ينطوي على تكلفة وكالة دون أن يترتب على ذلك وفورات ضريبية².

فقد كشفت نتائج دراسة "Marsh" عن وجود علاقة عكسية بين مردودية المؤسسة ونسبة الاستدانة، ويبرر ذلك بأن زيادة مستوى المردودية عادة ما يرتبط به زيادة المخاطر العملية، وهو ما يجعل المؤسسة تتجنب الاعتماد على الديون، أو أن زيادة مستوى المردودية قد يرتبط به زيادة نسبة الأرباح المحتجزة، وبالتالي اعتماد المؤسسة بدرجة أقل على الأموال المقترضة.

حيث تدعم نتائج هذه الدراسات نظرية الالتقاط التدريجي للتمويل، حيث توجد علاقة عكسية بين المردودية والاستدانة.

¹-إلياس بن سامي، يوسف قريشي، التسيير المالي: الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 408.

²-يوسف قريشي، سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية: دراسة ميدانية، مرجع سبق ذكره، ص: 63.

بينما نجد ضمن نظرية معدل التمويل الأمثل العلاقة بين الاستدانة والمردودية هي علاقة طردية، فالمؤسسات ذات المردودية تميل إلى الاستدانة باعتبار أن الفوائد تخفض من نتيجتها الجبائية، فإذا كانت مردوديتها السابقة تُؤشر إلى مردوديتها المستقبلية، فالمؤسسة ذات المردودية الجيدة تكون قادرة على تسديد ديونها.

بينما في الدراسات التي أجريت على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، فإننا نجد أن نتائج دراسة " ydriss ZIANE" التي أجريت على عينة من 781861 مؤسسة صغيرة ومتوسطة فرنسية، قد وجد علاقة سالبة ذات دلالة إحصائية معدل ارتباط مساويا إلى (-0.219) بين المردودية والاستدانة¹، وهي نفس النتيجة التي توصلت إليها " Najet" التي أجرتها على عينة من 300.000 مؤسسة صغيرة ومتوسطة فرنسية، حيث وجدت أن هناك علاقة عكسية بين المردودية والاستدانة.

غير أن اختلاف النتائج السابقة قد يرجع إلى اختلاف عينة الدراسة أو الفترة الزمنية التي تمت فيها تلك الدراسات، وقد يرجع سبب الاختلاف إلى استخدام مؤشرات مختلفة لقياس مردودية المؤسسة ونسبة الاستدانة.

3- الضمانات

ببر عن هذه المتغيرة بهيكل الأصول، وقد لمسنا اختلاف بين العديد من الدراسات السابقة في قياس مستوى الضمانات لدى المؤسسة، ففي قسم من هذه الدراسات يعبر عن حجم الضمانات بنسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول، بينما اعتمدت دراسات أخرى إلى إضافة المخزونات إلى الأصول الثابتة، حيث تم الوصول إلى الكشف عن تأثير هذ المتغيرة على نسبة الاستدانة في المؤسسة.

فمنها من خلص إلى أن هناك علاقة عكسية بين نسبة الأصول الثابتة إلى مجموع الأصول ونسبة الاستدانة، فكلما زادت نسبة الأصول الثابتة إلى مجموع الأصول زاد اعتماد المؤسسة على الأموال الخاصة وقل اعتمادها على الديون، وتشير دراسات أخرى إلى أن المؤسسة التي يتضمن هيكل أصولها نسبة مرتفعة من الأصول الثابتة تميل إلى استخدام قدر كبير من الديون الطويلة الأجل في هيكلها المالي².

¹-يوسف قريشي، إلياس بن سامي، خصائص ومحددات الهياكل التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، مرجع سبق ذكره، ص: 433.

²-إلياس بن سامي، يوسف قريشي، التسيير المالي: الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 411-412.

وخلصت دراسة "Rajan & Zingales" 1995 ودراسة "krep & al" 1999 وكذلك دراسة "Hovakimian & al" 2001، حيث وجدت هذه الدراسات أن هناك علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين مستوى الضمانات ومستوى الاستدانة. ودعمت هذه النتائج دراسة "Philippe Gaud & Elion Jeni" 2002 التي كشفت عن وجود علاقة موجبة بين حجم الضمانات ومستوى الاستدانة بمختلف صور قياسها، وعكس هذه النتيجة توصل إليه "Titman & wessels" 1988.

في حين أن الدراسات التي أجريت على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، فخلصت إلى نتائج متباينة، فقد وجدت "Najet" علاقة عكسية مع معدل الاستدانة، علاقة عكسية مع معدل الاستدانة القصيرة الأجل وعلاقة طردية مع معدل الاستدانة الطويلة الأجل.

بينما كشفت دراسة "ydriss ZIANE" على وجود علاقة طردية بين مستوى الضمانات التي تملكها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومستوى المديونية بمعامل (0.501)، بينما "يوسف قريشي" توقع في الواقع الجزائري وجود علاقة طردية بين مستوى الضمانات ومستوى المديونية بمختلف أشكالها¹.

4- طبيعة القطاع

تشير العديد من الدراسات إلى احتمال تأثير نوعية القطاع على نسبة الاستدانة في الهيكل المالي، حيث كشفت دراسة "Shwartz & Aronson" عن عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية للتباين في الهياكل المالية للمؤسسات التي تنتمي لنفس القطاع، بينما كشفت في نفس الوقت عن تباين في الهياكل المالية للمؤسسات التي تنتمي لقطاعات مختلفة²، وهو ما أكدته دراسة لاحقة "Ferri & Jones" والتي أوضحت أن طبيعة القطاع تعد محدد جوهرية لهياكل الأصول وبالتالي الهيكل المالي، إذ كشفت نتائج الدراسة عن أن نسبة الأموال الخاصة في الصناعات الثقيلة كانت أكبر من مثيلاتها في الصناعات الخفيفة.

بينما كشفت دراسة "Najet" عن نتائج متباينة في هذا الصدد، فقد أوضحت دراستها عن وجود علاقة طردية بين متغير نوعية كل القطاعات المدروسة ومعدل المديونية الإجمالية، في حين وجدت علاقة عكسية

¹-إلياس بن سامي، يوسف قريشي، التسيير المالي: الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 411.

²-قريشي يوسف، سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية: دراسة ميدانية، مرجع سبق ذكره، ص: 64.

بين قطاعات الصناعات الغذائية والطاقة وقطاعات السلع الوسيطة وقطاعات السلع التجهيز من جهة ونسبة الاستدانة القصيرة الأجل من جهة أخرى، وعلاقة طردية بين متغير قطاعات البناء والأشغال العمومية وقطاعات التجارة، وقطاعات الخدمات من جهة ونسبة الاستدانة القصيرة الأجل من جهة أخرى، في نفس الوقت كشفت ذات الدراسة عن وجود علاقة عكسية بين متغير جميع القطاعات التي تنتمي إليها مؤسسات العينة ومعدل المديونية طويلة الأجل¹.

المطلب الثاني: تقديم عينة الدراسة.

يصدر المركز الوطني للسجل التجاري المتواجد بالمحمدية بالجزائر العاصمة، نشرات رسمية دورية، تسمى بالنشرات الرسمية للإعلانات القانونية، حيث يلزم القانون المؤسسات ذات المسؤولية المحدودة، مؤسسات المساهمة، مؤسسات التضامن، مؤسسات ذات الشخص الوحيد وذات المسؤولية المحدودة على إيداع ملف يتكون من:

* تقرير الجمعية العامة المتضمن المصادقة على الحسابات الاجتماعية باللغة الوطنية، وترجمتها باللغة الفرنسية؛
* جدول حسابات النتائج والميزانية السنوية باللغة الوطنية وترجمتها باللغة الفرنسية.

وباعتبار أن هذه النشرات متوفرة ومتاحة، فقد تم الحصول على مجموعة منها تخص السنة الرابعة والأربعين، وهي:

* النشرة الرسمية رقم 3 مكرر، الصادرة في 24 جوان 2008؛

* النشرة الرسمية رقم 5 مكرر، الصادرة في 27 جويلية 2008؛

* النشرة الرسمية رقم 18 مكرر 1، الصادرة في 25 جانفي 2009؛

* النشرة الرسمية رقم 18 مكرر 2، الصادرة في 25 جانفي 2009؛

* النشرة الرسمية رقم 18 مكرر 3، الصادرة في 25 جانفي 2009؛

¹-يوسف قريشي، إلياس بن سامي، خصائص ومحددات الهياكل التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، مرجع سبق ذكره، ص:

*النشرة الرسمية رقم 18 مكرر 4، الصادرة في 25 جانفي 2009؛

*النشرة الرسمية رقم 18 مكرر 5، الصادرة في 25 جانفي 2009؛

*النشرة الرسمية رقم 18 مكرر 6، الصادرة في 25 جانفي 2009.

من خلال هذه النشرات الرسمية تم الحصول على عينة تتكون من 427 مؤسسة صغيرة ومتوسطة تتوفر كل مؤسسات العينة على الشكل القانوني، ميزانية السنة المالية 2007، جدول حسابات النتائج لنفس السنة المالية.

يمكن انطلاقا من جدول حسابات النتائج لكل مؤسسة معرفة قطاع النشاط، فالمؤسسات التي لها نسبة كبيرة من مبيعات البضاعة يمكن اعتبارها تجارية، أما المؤسسات التي لها نسبة كبيرة من مبيعات المنتجات يمكن أن نعتبرها مؤسسات صناعية، أما المؤسسات الخدمية فهي التي لها نسب كبيرة من أداء الخدمات.

انطلاقا من الشكل القانوني وقطاع النشاط، يمكن وضع الجدول رقم (1) ووقم (2) الذي يوضح توزيع المؤسسات حسب كل قطاع وشكل قانوني.

الجدول (1): يبين توزيع المؤسسات حسب قطاع النشاط.

المجموع	خدمانية	صناعية	تجارية	قطاع النشاط
427	105	212	110	عدد المؤسسات

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الملحق رقم 1.

الجدول (2): يبين توزيع المؤسسات حسب الشكل القانوني.

المجموع	SNC	SPA	EUR1	SAR1	الشكل القانوني
427	64	43	132	188	عدد المؤسسات

المصدر: من إعداد الطالب بناء على الملحق رقم 1.

كما تجدر الإشارة إلى أن 220 مؤسسة من أصل 427 مؤسسة لا تتوفر هيكلها المالي على الديون المتوسطة والطويلة الأجل، أي بنسبة 51.52% من مجموع المؤسسات المكونة للعينة.

المطلب الثالث: تحديد متغيرات الدراسة والاداة الإحصائية المستخدمة.

سيتم معرفة متغيرات الدراسة والاداة الإحصائية التي سيتم عن طريقها تحليل المعطيات.

1-تحديد متغيرات الدراسة

يتطلب القيام بالدراسة التطبيقية ضرورة تحديد كيفية قياس المتغيرات المستقلة والتابعة.

1-1-المتغيرات التابعة:

تمحور هذه الدراسة حول محددات الاستدانة في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية في القطاع الخاص، ومنه فالمتغيرات التابعة ستكون الاستدانة الاجمالية والتي تشمل الديون الطويلة والمتوسطة الأجل والديون قصيرة الأجل، وبناءا على ذلك سيتم قياس المتغير التابع للدراسة الحالية بالمقياس التالي:

أ-معدل الاستدانة الاجمالية: والذي نعبر عليه بالصيغة التالية: $TDT = DT/AT$

حيث: **TDT:** معدل الاستدانة الاجمالية. **DT:** إجمالي الديون. **AT:** إجمالي الأصول.

ب-معدل الاستدانة الطويلة والمتوسطة الأجل: ونعبر عنها بالصيغة التالية:

$$TDLMT = DLMT / AT$$

حيث: **TDLMT** معدل الديون الطويلة والمتوسطة الأجل. **AT:** إجمالي الأصول.

DLMT: الديون الطويلة والمتوسطة الأجل.

ج-معدل الديون القصيرة الأجل: والذي يمكن التعبير عنه بالصيغة التالية:

$$TDCT = DCT / AT$$

حيث: **TDC** معدل الديون القصيرة الأجل. **DCT:** الديون القصيرة الأجل.

1-2-المتغيرات المستقلة: وهي التي تعرف بالمحددات، وتشمل المتغيرات التي سنستعملها والمتوفرة لدينا

كما أنها اقترحت من طرف النظريات المفسرة للهيكل المالي أو التي وجدت لها دلالة إحصائية في مختلف

الدراسات التجريبية على عينات من المؤسسات خاصة في الدول الصناعية.

1-2-1- المتغيرات الكمية: تشمل المتغيرات الكمية العناصر التالية:

أ- **حجم المؤسسة:** استخدمت عدة مؤشرات لقياس حجم المؤسسة، منها صافي الأصول وصافي المبيعات، وقد استخدم البعض متوسط صافي الأصول ومتوسط المبيعات، ولقد استخدمت بعض الدراسات اللوغاريتم الطبيعي للمبيعات كمقياس للحجم، بينما استخدمت "Najet" في دراستها للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في البيئة الفرنسية متوسط عدد العمال لقياس الحجم¹.

في هذه الدراسة، سيتم اعتبار لوغاريتم رقم الأعمال كمقياس لحجم المؤسسة، وهذا راجع إلى عدم توفر TA العينة على عدد العمال، ويرمز للحجم بالرمز

ب- **المردودية:** لقد استعملت بعض الدراسات لقياس المردودية، هذا ما يعرف بالمردودية الاقتصادية أو معدل مردود الأموال المستثمرة التي تحسب بالعلاقة بين النتيجة قبل الفائدة والضريبة إلى صافي الأصول، غير أن دراسة "Ydriss ZIANE" قد اعتمدت في قياس مردودية الأموال المستثمرة على نسبة النتيجة الصافية إلى إجمالي الأصول، بينما اعتمدت "Najet" في دراستها في حساب المردودية على نسبة النتيجة الجارية قبل الضريبة على رقم الاعمال².

من خلال هذه الدراسة، سيتم التعبير عن المردودية بواسطة قسمة النتيجة الصافية على مجموع الميزانية وهو ما استعمله يوسف قريشي 2005 ونرمز لها بالرمز RE.

ج- **الضمانات:** فقد استخدمت معظم الدراسات نسبة صافي الأصول الثابتة إلى صافي الأصول، بينما استخدمت دراسة "Philippe Gaud & Elion jani" صافي الأصول المادية زائد المخزونات على صافي الأصول، بينما في الدراسات التي اهتمت بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، فنجد "Najet" التي استخدمت كمقياس لهيكل الأصول، معدل الأصول الثابتة على إجمالي الميزانية، بينما اعتمدت دراسة "

¹-إلياس بن سامي، يوسف قريشي، التسيير المالي: الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 418.

²-إلياس بن سامي، يوسف قريشي، نفس المرجع، ص: 419-420.

Ydriss ZIANE " استخدام معدل مجموع الاستثمارات المادية الصافية مضافا إليها المخزونات على مجموع الأصول¹.

ونستعمل لقياس الضمانات المقياس المحسوب بقسمة الاستثمارات الصافية على مجموع الميزانية للتعبير عن الضمانات، ويرمز لها بالرمز **GAR**.

1-2-2-2-المتغيرات الكيفية: تشمل المتغيرات الكيفية على محددتين أساسيين وهما الشكل القانوني للمؤسسة وقطاع النشاط الذي تنتمي إليه.

أ-الشكل القانوني: إن العينة المدروسة تتوفر على أربعة أشكال قانونية، وهي: مؤسسات التضامن **FSNC**، مؤسسات المساهمة **FSPA**، المؤسسات ذات المسؤولية المحدودة **FSARI**، المؤسسات ذات الشخص الوحيد وذات المسؤولية المحدودة **FEURI**.

ب-قطاع النشاط: انطلاقا من جدول حسابات النتائج تم استنتاج قطاع النشاط الذي تنتمي إليه المؤسسة، ويمكن تقسيم القطاعات إلى القطاع الصناعي **SIND**، القطاع التجاري **SCOM**، القطاع الخدماتي **SSER**.

2-الأداة الإحصائية المستخدمة:

إن الأدوات المستعملة في هذه الدراسة التجريبية نموذج تحليل التباين (**ANOVA**)، وذلك بهدف معرفة تأثير المتغيرات الكيفية على مستويات الاستدانة بمختلف صورها، كما أننا سنستعمل نموذج الانحدار الخطي المتعدد كنموذج يفسر تغيرات مستوى الاستدانة.

فإن النتائج يتم حسابها باستعمال البرنامج الإحصائي **spss (statistical package for the social sciences**، أي الحزم الإحصائية للعلوم الاجتماعية).

¹-يوسف قريشي، إلياس بن سامي، خصائص ومحددات الهياكل التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، مرجع سبق ذكره، ص:

المبحث الثاني: أثر الشكل القانوني على مستوى المديونية

سيتم التطرق في هذا المبحث إلى تأثير الشكل القانوني على مستوى المديونية بمختلف صورها، الاستدانة الاجمالية، الاستدانة المتوسطة والطويلة الأجل والاستدانة القصيرة الأجل، فباستعمال نموذج ANOVA، يمكننا أن نختار بين إحدى الفرضيتين التاليتين:

$$H_0: \mu_1 = \mu_2 = \mu_3 = \mu_4$$

$$H_1: S_i \text{ non}$$

حيث أن الفرضية الأولى H_0 تقضي بأنه لا يوجد اختلاف في مستوى المديونية حسب الشكل القانوني، أي أن متوسط نسبة الديون في المؤسسات حسب الشكل القانوني متساوي بمعنى أن:

$$\mu_i / i \in \{Sarl, eurl, spa, snc\}$$

أما الفرضية البديلة H_1 فهي توضح أنه يوجد اختلاف جوهري في مستوى المديونية للمؤسسات حسب الشكل القانوني.

فإذا كان مستوى الدلالة أقل أو يساوي 0.1 فإن الفرضية H_1 محققة، والعكس في حالة ما إذا كان مستوى الدلالة أكبر من 0.1، فإن الفرضية H_1 مرفوضة، وبالتالي قبول الفرضية H_0 .

المطلب الأول: أثر الشكل القانوني على مستوى الاستدانة الكلية

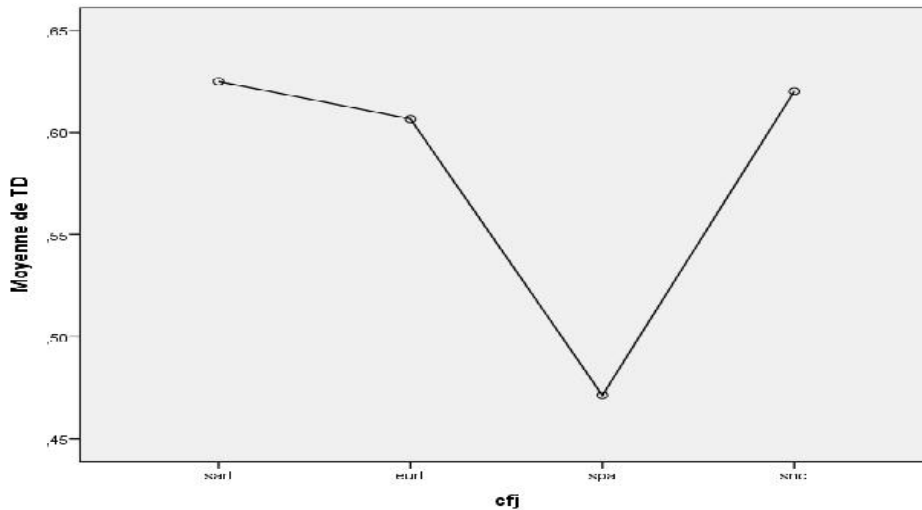
تجدر الإشارة إلى أن الاستدانة الكلية تتضمن نوعين من الديون، الديون المتوسطة والطويلة الأجل والديون قصيرة الأجل، وفيما يلي عرض لتأثير الشكل القانوني على هذا النوع من الديون.

الجدول (3): نسبة الاستدانة الكلية في المؤسسات حسب الشكل القانوني

	N	Moyenne	Ecart-type	Erreur standard
sarl	188	0,62490	0,292210	0,021310
eurl	132	0,60660	0,314260	0,027350
Spa	43	0,47120	0,258110	0,039360
Snc	64	0,62010	0,325290	0,040660
Total	427	0,60310	0,303450	0,014690

المصدر: من إعداد الطالب بناء على نتائج المعالجة الإحصائية لبرنامج spss .

الشكل (8): نسبة الاستدانة الكلية في المؤسسات حسب الشكل القانوني.



المصدر: من إعداد الطالب بناء على نتائج المعالجة الإحصائية لبرنامج spss .

ما يمكن ملاحظته من الجدول (3) والشكل (8) أن كل من **sarl** و **snc** لديها نسب مديونية إجمالية عالية والمقدرة بنسبة 62.49% و 62.01% على التوالي، كما أن أقل مديونية تعود إلى **spa** بنسبة 47.12% من هيكلتها المالية، أما **eurl** فلها نسبة مديونية إجمالية تساوي 60.66% وهي نسبة كبيرة نسبيا.

يمكن القول مبدئيا أن الشكل القانوني له أثر على نسبة الاستدانة الاجمالية في المؤسسات خاصة فيما يتعلق

بين (**snc & spa**)، (**sarl & spa**) و (**eurl & spa**) .

من أهم شروط تطبيق تحليل اختبار التباين هو تجانس العينات (أن يكون تباين العينات متساوي احصائيا)¹.

جدول (4): اختبار فرق التجانس.

TD			
Statistique de Levene	ddl1	ddl2	Signification
2,250	3	423	0,082

المصدر: من اعداد الطلب بناء على نتائج معالجات برنامج spss

يبين الجدول (04) أن قيمة اختبار ليفيني للتجانس وهي 2.250 بواقع دلالة 0.082 وهي أكبر من مستوى دلالة الفرضية الصفرية $\alpha = 0.05$ وبالتالي لا نستطيع رفض الفرضية الصفرية أي أن تباين العينات متساوي (العينة متجانسة).

الجدول (5): تأثير الشكل القانوني على مستوى الاستدانة الكلية باستعمال نموذج تحليل التباين

	Somme des carrés	درجة الحرية Ddl	Moyenne des carrés	F	Signification
Inter-groupes	0,857	3	0,286	3,151	0,025
Intra-groupes	38,370	423	0,091		
Total	39,227	426			

المصدر: من إعداد الطالب بناء على نتائج المعالجة الإحصائية لبرنامج spss .

من الجدول (5) نستنتج أن الشكل القانوني له أثر على مستوى الاستدانة الاجمالية في المؤسسات المتوسطة الجزائرية بمستوى دلالة معنوية أقل من 0.05 وتعبّر عن ذلك الدلالة الإحصائية 0.025، وبالتالي يمكن القول بصفة عامة أن الشكل القانوني له أثر على المديونية الاجمالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية. ولكن من أجل التحديد أكثر، فلا بد من دراسة أثر الشكل القانوني على الاستدانة الاجمالية بشكل ثنائيات، حيث يمكن توضيح ذلك في جدول مقارنة المتوسطات.

¹ - عماد نشوان، الدليل العلمي لمقرر الاحصاء التطبيقي، جامعة القدس المفتوحة، ط2005، 95.

الجدول (6): مقارنة متوسطات نسب الاستدانة الكلية حسب الشكل القانوني.

(I) cfj	(J) cfj	Différence de moyennes (I-J)	Erreur standard	Signification	Intervalle de confiance à 95%	
					Borne inférieure	Borne supérieure
	eurl	0,01834	0,03420	0,592	-0,0489	0,0856
sarl	spa	0,15369*	0,05091	0,003	0,0536	0,2538
	snc	0,00480	0,04359	0,912	-0,0809	0,0905
	sarl	-0,01834	0,03420	0,592	-0,0856	0,0489
eurl	spa	0,13535*	0,05288	0,011	0,0314	0,2393
	snc	-0,01355	0,04587	0,768	-0,1037	0,0766
	sarl	-0,15369*	0,05091	0,003	-0,2538	-0,0536
spa	eurl	-0,13535*	0,05288	0,011	-0,2393	-0,0314
	snc	-0,14889*	0,05939	0,013	-0,2656	-0,0322
	sarl	-0,00480	0,04359	0,912	-0,0905	0,0809
snc	eurl	0,01355	0,04587	0,768	-0,0766	0,1037
	spa	0,14889*	0,05939	0,013	0,0322	0,2656

*. La différence moyenne est significative au niveau 0.05.

المصدر: من إعداد الطالب بناء على نتائج المعالجة الإحصائية لبرنامج spss .

من خلال النتائج المتحصل عليها من الجدول (6) يمكن أن نستنتج ما يلي:

*يوجد اختلاف جوهري لمستوى المديونية الاجمالية بين **sarl & spa** وهو ما أظهرته الدلالة الإحصائية 0.003 الشبه المنعدمة والأقل من الدلالة المعنوية 0.05.

*هناك اختلاف جوهري ذو دلالة إحصائية قوية نوعا ما في نسبة الاستدانة الاجمالية بين **eurl & spa** وتبلغ هذه الدلالة 0.011 بمستوى دلالة معنوية 0.05.

*وجود اختلاف في نسب المديونية الكلية في الهيكلة المالية بين **snc & spa** بدلالة 0.013 وبمستوى دلالة معنوية 0.05

*ليس هناك اختلاف في نسب الديون الاجمالية بين **sarl, snc & eurl**.

المطلب الثاني: أثر الشكل القانوني على مستوى الاستدانة المتوسطة والطويلة الأجل.

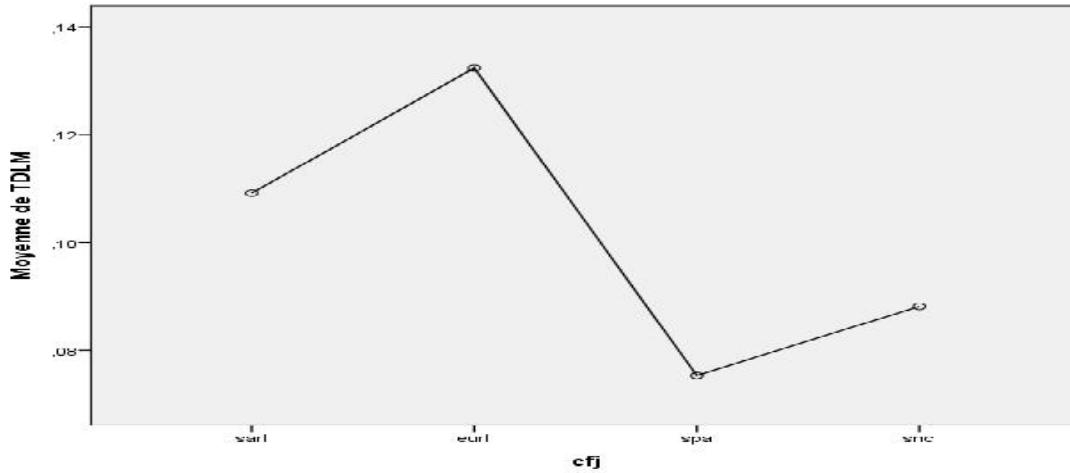
إن لهذا النوع من الديون خصائص تميزها، فهي تستعمل لتمويل الأصول الثابتة والمتعلقة بالمشاريع الاقتصادية الكبيرة والمتوسطة الحجم التي تستغرق مدة طويلة لإنجازها، وفيما يلي عرض لتأثير الشكل القانوني على هذا النوع من المديونية.

الجدول (7): نسبة الاستدانة الطويلة والمتوسطة الأجل في المؤسسات حسب الشكل القانوني.

	N	Moyenne	Ecart-type	Erreur standard
sarl	188	0,1092	0,19954	0,01455
eurl	132	0,1324	0,22611	0,01968
spa	43	0,0753	0,11909	0,01816
snc	64	0,0882	0,18891	0,02361
Total	427	0,1098	0,20056	0,00971

المصدر: من إعداد الطالب بناء على نتائج المعالجة الإحصائية لبرنامج spss .

الشكل (9): نسبة الاستدانة الطويلة والمتوسطة الأجل في المؤسسات حسب الشكل القانوني.



المصدر: من إعداد الطالب بناء على نتائج المعالجة الإحصائية لبرنامج spss .

الملاحظ من الجدول (7) أن نسبة الاستدانة المتوسطة والطويلة الأجل في المؤسسات حسب الشكل القانوني هي متقاربة فيما بينها، حيث أن **eurl** لها أكبر نسبة استدانة 13.24% عكسها **spa** بنسبة 7.53% وتبقى **sarl** بنسبة 10.92% و**snc** بنسبة 8.82%.

ويمكن معرفة أثر الشكل القانوني على نسبة الاستدانة في هيكل رأس مال المؤسسات الجزائرية انطلاقاً من جدول تأثير الشكل القانوني على الاستدانة باستعمال نموذج تحليل التباين.

الجدول (8): تأثير الشكل القانوني على مستوى الاستدانة الطويلة والمتوسطة الأجل باستعمال نموذج التحليل التباين ANOVA.

	Somme des carrés	Ddl	Moyenne des carrés	F	Signification
Inter-groupes	0,149	3	0,050	1,234	0,297
Intra-groupes	16,987	423	0,040		
Total	17,135	426			

المصدر: من إعداد الطالب بناء على نتائج المعالجة الإحصائية لبرنامج spss .

من الجدول (8) نستنتج أنه ليس هناك تأثير للشكل القانوني لأن قيمة الدلالة المشاهدة 0.297 التي ليست بمستوى الدلالة المعنوية 0.05، وبالتالي هناك تجانس في نسب الاعتماد على الاستدانة المتوسطة والطويلة بين المؤسسات حسب الشكل القانوني، مما يعني قبول فرضية أن الشكل القانوني لا يؤثر على نسب المديونية. الجدول (9): مقارنة متوسطات نسب الاستدانة الطويلة والمتوسطة الأجل حسب الشكل القانوني.

(I) cfj	(J) cfj	Différence de moyennes (I-J)	Erreur standard	Signification	Intervalle de confiance à 95%	
					Borne inférieure	Borne supérieure
	eurl	-0,02325	0,02276	0,307	-0,0680	0,0215
sarl	spa	0,03386	0,03387	0,318	-0,0327	0,1004
	snc	0,02100	0,02900	0,469	-0,0360	0,0780
	sarl	0,02325	0,02276	0,307	-0,0215	0,0680
eurl	spa	0,05711	0,03519	0,105	-0,0121	0,1263
	snc	0,04425	0,03052	0,148	-0,0157	0,1042
	sarl	-0,03386	0,03387	0,318	-0,1004	0,0327
spa	eurl	-0,05711	0,03519	0,105	-0,1263	0,0121
	snc	-0,01286	0,03951	0,745	-0,0905	0,0648
	sarl	-0,02100	0,02900	0,469	-0,0780	0,0360
snc	eurl	-0,04425	0,03052	0,148	-0,1042	0,0157
	spa	0,01286	0,03951	0,745	-0,0648	0,0905

المصدر: من إعداد الطالب بناء على نتائج المعالجة الإحصائية لبرنامج spss .

الجدول (9) يؤكد ما تم ذكره سابقا حول عدم تأثير الشكل القانوني على مستوى الاستدانة المتوسطة والطويلة الأجل في الهيكلة المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية وبالتالي تحقق الفرضية الصفرية H_0 التي تقضي بأن الشكل القانوني ليس له أثر على المديونية.

المطلب الثالث: أثر الشكل القانوني على مستوى الاستدانة قصيرة الأجل.

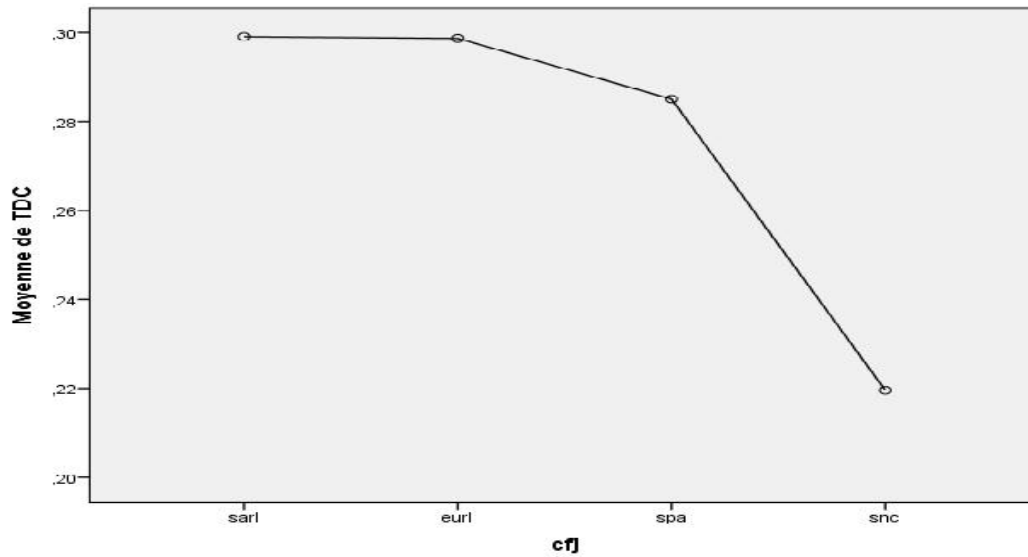
تستعمل الديون قصيرة الأجل خاصة في تمويل رأس المال العامل والخاص بالدورة التجارية أو دورة الاستغلال، وسنعرض تأثير الشكل القانوني على الديون قصيرة الأجل.

الجدول (10): نسبة الاستدانة قصيرة الأجل في المؤسسات حسب الشكل القانوني.

	N	Moyenne	Ecart-type	Erreur standard
sarl	188	0,2991	0,27557	0,02010
eurl	132	0,2987	0,26745	0,02328
spa	43	0,2851	0,21664	0,03304
snc	64	0,2196	0,27098	0,03387
Total	427	0,2856	0,26760	0,01295

المصدر: من إعداد الطالب بناء على نتائج المعالجة الإحصائية لبرنامج spss .

الشكل (10): نسبة الاستدانة قصيرة الأجل في المؤسسات حسب الشكل القانوني.



المصدر: من إعداد الطالب بناء على نتائج المعالجة الإحصائية لبرنامج spss .

من الجدول (10) نلاحظ أن sarl لها أكبر نسبة استدانة قصيرة الأجل والتي تساوي 29.91% عكسها snc بنسبة 21.96% في حين أن eurl و spa لها نسب متقاربة مع sarl وهي على التوالي 28.87% و 28.51%، بينما متوسط نسبة الاستدانة قصيرة الأجل في عينة الدراسة ككل هي 28.56%.

من هذه الملاحظة يمكن افتراض أن الشكل القانوني ليس له أثر على نسبة الاستدانة القصيرة الأجل ومن أجل ذلك نستعمل نموذج تحليل التباين.

الجدول (11): تأثير الشكل القانوني على مستوى الاستدانة قصيرة الأجل باستعمال نموذج تحليل التباين (ANOVA).

	Somme des carrés	ddl	Moyenne des carrés	F	Signification
Inter-groupes	0,336	3	0,112	1,570	0,196
Intra-groupes	30,169	423	0,071		
Total	30,505	426			

المصدر: من إعداد الطالب بناء على نتائج المعالجة الإحصائية لبرنامج spss .

من الجدول (11) نلاحظ أن الشكل القانوني ليس له تأثير على نسبة الديون القصيرة الأجل وهذا ما تظهره الدلالة الإحصائية 0.196 والتي ليست بمستوى الدلالة المعنوية 0.05، وبالتالي نسب الديون القصيرة الأجل بين المؤسسات هي متجانسة حسب الشكل القانوني.

الجدول (12): مقارنة متوسطات نسب الاستدانة قصيرة الأجل حسب الشكل القانوني.

(I) cfj	(J) cfj	Différence de moyennes (I-J)	Erreur standard	Signification	Intervalle de confiance à 95%	
					Borne inférieure	Borne supérieure
sarl	eurl	0,00038	0,03033	0,990	-0,0592	0,0600
	spa	0,01402	0,04514	0,756	-0,0747	0,1028
	snc	0,07951*	0,03865	0,040	0,0035	0,1555
eurl	sarl	-0,00038	0,03033	0,990	-0,0600	0,0592
	spa	0,01364	0,04689	0,771	-0,0785	0,1058
	snc	0,07913	0,04068	0,052	-0,0008	0,1591
spa	sarl	-0,01402	0,04514	0,756	-0,1028	0,0747
	eurl	-0,01364	0,04689	0,771	-0,1058	0,0785
	snc	0,06549	0,05266	0,214	-0,0380	0,1690
snc	sarl	-0,07951*	0,03865	0,040	-0,1555	-0,0035
	eurl	-0,07913	0,04068	0,052	-0,1591	0,0008
	spa	-0,06549	0,05266	0,214	-0,1690	0,0380

*. La différence moyenne est significative au niveau 0.05.

المصدر: من إعداد الطالب بناء على نتائج المعالجة الإحصائية لبرنامج spss

من جدول مقارنة متوسطات نسب الاستدانة نستنتج النقاط التالية:

*أن الشكل القانوني له أثر على تحديد مستوى الاستدانة قصيرة الأجل، وهذا من خلال الفرق الجوهرية الذي ظهر بين **sarl & snc** ذو الدلالة الإحصائية 0.040، أي مقبولة بمستوى دلالة معنوية 0.05؛
 *عدم وجود تجانس في نسب الاعتماد على المديونية قصيرة الأجل بين **eurl & snc**، ولكن بدلالة 0.052 وهي مقبولة بمستوى دلالة معنوية 0.1، وبالتالي هناك تأثير للشكل القانوني على تحديد نسب الاستدانة قصيرة الأجل في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية؛

*هناك تجانس في الاعتماد على نسب المديونية قصيرة الأجل حسب الشكل القانوني بين كل من **sarl & eurl** وبين **sarl & spa**، كذلك بين **eurl & spa, snc & spa**.

يقول "page" وآخرون أنه: عندما يكون التفاعل بين متغيرين معنوي فليس من الضروري تقديم تقرير عن معنوية التأثيرات الرئيسية لكل متغير، وذلك لأن تأثيرات كل متغير تختلف حسب وضع مستوى المتغير الآخر¹.

¹-محفوظ جودة، التحليل الإحصائي المتقدم باستخدام **spss**، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط1، 2008، ص: 26.

المبحث الثالث: أثر قطاع النشاط على مستوى المديونية

سيتم التطرق في هذا المبحث إلى تأثير قطاع النشاط على مستوى المديونية بمختلف صورها، الاستدانة الاجمالية، الاستدانة المتوسطة والطويلة الأجل والاستدانة القصيرة الأجل، فباستعمال نموذج ANOVA، يمكننا أن نختار بين إحدى الفرضيتين التاليتين:

$$H_0: \mu_1 = \mu_2 = \mu_3$$

$$H_1: \text{Si non}$$

حيث أن الفرضية الأولى H_0 تقضي بأنه لا يوجد اختلاف في مستوى المديونية حسب القطاع، أي أن متوسط نسبة الديون في المؤسسات حسب قطاع النشاط متساوي بمعنى أن:

$$\mu_i / i \in \{Scom, Sind, Sser.\}$$

أما الفرضية البديلة H_1 فهي توضح أنه يوجد اختلاف جوهري في مستوى المديونية للمؤسسات حسب قطاع النشاط.

فإذا كان مستوى الدلالة أقل أو يساوي 0.1 فإن الفرضية H_1 محققة، والعكس في حالة ما إذا كان مستوى الدلالة أكبر من 0.1، فإن الفرضية H_1 مرفوضة، وبالتالي قبول الفرضية H_0 .

المطلب الأول: أثر قطاع النشاط على مستوى المديونية الكلية.

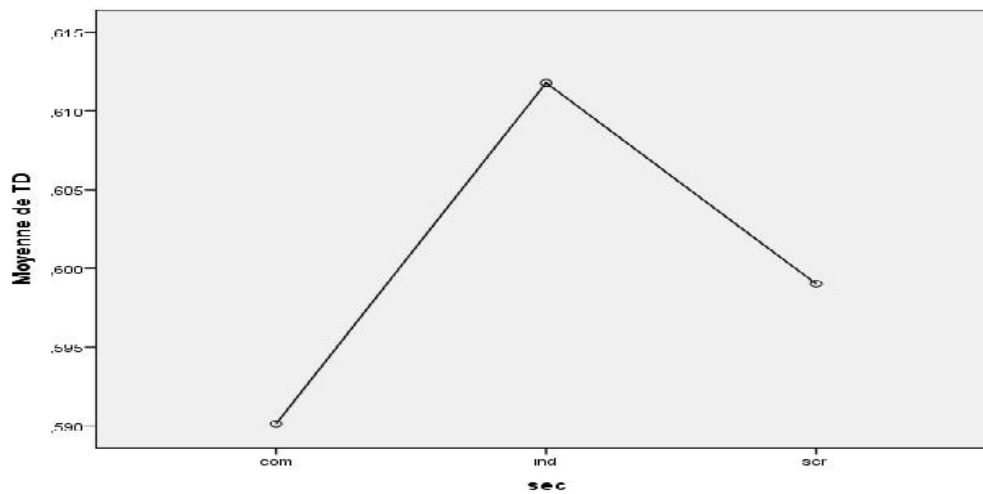
من خلال هذا المطلب سيتم إبراز إن كان لقطاع النشاط تأثير على نسبة الاستدانة الكلية في الهياكل المالية للمؤسسات الصغير والمتوسطة الجزائرية.

الجدول (13): متوسط نسبة الديون الاجمالية في المؤسسات حسب قطاع النشاط.

	N	Moyenne	Ecart-type	Erreur standard
com	110	0,5901	0,31147	0,02970
ind	212	0,6118	0,28933	0,01987
ser	105	0,5990	0,32453	0,03167
Total	427	0,6031	0,30345	0,01469

المصدر: من إعداد الطالب بناء على نتائج المعالجة الإحصائية لبرنامج spss .

الشكل (11): متوسط نسبة الديون الاجمالية في المؤسسات حسب قطاع النشاط.



المصدر: من إعداد الطالب بناء على نتائج المعالجة الإحصائية لبرنامج spss .

من الجدول (13) نلاحظ أن متوسط نسبة الاستدانة الكلية تبلغ في مؤسسات القطاع التجاري 59.01% وتبلغ في مؤسسات القطاع الصناعي 61.18%، أما في مؤسسات القطاع الخدماتي فهي تبلغ 59.90% وكل هذه النسب متقاربة فيما بينها.

إذا يمكن القول مسبقا أن نسبة الاعتماد على الاستدانة الكلية لا تختلف بين مؤسسات القطاعات الثلاث، وبالتالي ليس لقطاع النشاط تأثير على مستويات المديونية الكلية.

ومن أجل التمييز بين ما إذا كان لقطاع النشاط أثر على نسبة الاستدانة الكلية أم لا، نعتمد على جدول نموذج تحليل التباين.

الجدول(14): تأثير قطاع النشاط على مستوى المديونية الكلية باستعمال نموذج تحليل التباين.

	Somme des carrés	ddl	Moyenne des carrés	F	Signification
Inter-groupes	0,036	2	0,018	0,196	0,822
Intra-groupes	39,191	424	0,092		
Total	39,227	426			

المصدر: من إعداد الطالب بناء على نتائج المعالجة الإحصائية لبرنامج spss .

الملاحظ أن النتيجة المتوصل إليها غير دالة إحصائيا، حيث كان مستوى الدلالة لمصدر التفاعل 0.822 (ليست بمستوى الدلالة المعنوية 0.05)، وهذا ما يعني قبول فرضية أن قطاع النشاط ليس له أثر على مستوى الاستدانة الإجمالية في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية. ومن أجل التأكيد على أن هناك تجانس في نسب الاعتماد على الاستدانة الإجمالية نعتمد على جدول مقارنة المتوسطات.

الجدول (15): مقارنة متوسطات نسب الاستدانة الكلية حسب قطاع النشاط.

(I) sec	(J) sec	Différence de moyennes (I-J)	Erreur standard	Signification	Intervalle de confiance à 95%	
					Borne inférieure	Borne supérieure
com	ind	-0,02166	0,03573	0,545	-0,0919	0,0486
	ser	-0,00890	0,04148	0,830	-0,0904	0,0726
ind	com	0,02166	0,03573	0,545	-0,0486	0,0919
	ser	0,01276	0,03628	0,725	-0,0585	0,0841
ser	com	0,00890	0,04148	0,830	-0,0726	0,0904
	ind	-0,01276	0,03628	0,725	-0,0841	0,0585

المصدر: من إعداد الطالب بناء على نتائج المعالجة الإحصائية لبرنامج spss .

من الجدول (15) نلاحظ عدم وجود فرق ذات دلالة إحصائية بين قطاعات النشاط المختلفة (أي لا بمستوى 0.05، ولا حتى بمستوى 0.1)، وبالتالي يمكن القول أن قطاع النشاط ليس له أثر على نسبة الاستدانة الكلية في الهياكل المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، فكل القطاعات إذا تعمد هذا المصدر التمويلي وبنسب متقاربة جدا، هذا ما يعني قبول الفرضية H_0 التي تبين أن قطاع النشاط ليس له تأثير على نسبة الاستدانة الإجمالية.

المطلب الثاني: أثر قطاع النشاط على مستوى الديون المتوسطة والطويلة الأجل.

إن الهدف من هذا المطلب هو محاولة التعرف إن كان لقطاع النشاط أثر على نسبة الديون المتوسطة والطويلة الأجل بين مختلف القطاعات.

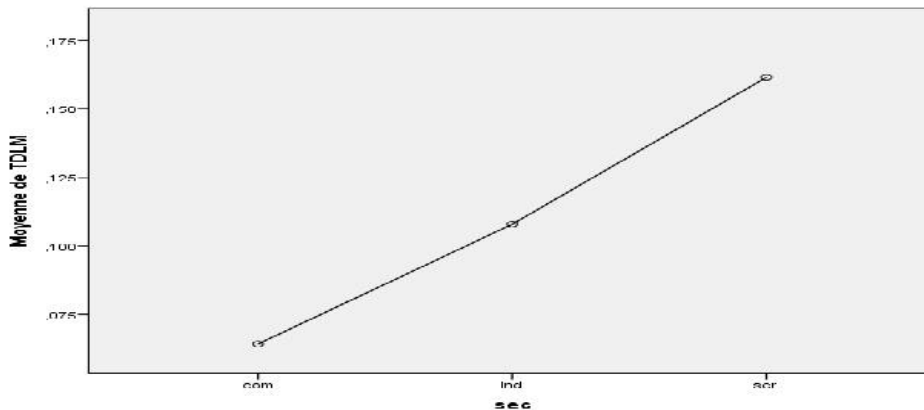
الجدول (16): متوسط نسب الديون المتوسطة والطويلة الأجل حسب قطاع النشاط.

	N	Moyenne	Ecart-type	Erreur standard
com	110	0,0641	0,15168	0,01446
ind	212	0,1079	0,18930	0,01300
ser	105	0,1615	0,25105	0,02450
Total	427	0,1098	0,20056	0,00971

المصدر: من إعداد الطالب بناء على نتائج المعالجة الإحصائية لبرنامج spss .

الشكل (12): متوسط نسب الديون المتوسطة والطويلة الأجل في المؤسسات حسب قطاع

النشاط.



المصدر: من إعداد الطالب بناء على نتائج المعالجة الإحصائية لبرنامج spss .

من الجدول (16) والشكل (12) نلاحظ أن هناك تباين في نسبة الاستدانة المتوسطة والطويلة الأجل بين القطاع الخدماتي الذي تبلغ فيه النسبة 16.15%، وباقي القطاعين التجاري والصناعي والتي تبلغ فيهما النسبة على التوالي 6.41% و 10.79%، كما بلغ متوسط نسبة الديون على مستوى العينة ككل 10.98% من مجموع الميزانية.

ومن أجل التأكيد على هذا الاختلاف نعتمد على الجدول (16) الذي يبين ما إذا كان لقطاع النشاط أثر على نسبة الديون المتوسطة والطويلة الأجل، أم لا.

الجدول (17): تأثير قطاع النشاط على نسبة الاستدانة المتوسطة والطويلة الأجل حسب قطاع النشاط باستعمال نموذج تحليل التباين.

	Somme des carrés	ddl	Moyenne des carrés	F	Signification
Inter-groupes	0,511	2	0,256	6,522	0,002
Intra-groupes	16,624	424	0,039		
Total	17,135	426			

المصدر: من إعداد الطالب بناء على نتائج المعالجة الإحصائية لبرنامج spss .

يتضح من الجدول (17) على أن هناك علاقة جوهريّة ذات دلالة إحصائية 0.002 الشبه المنعدمة (أقل من مستوى الدلالة المعنوية 0.05) بين نسبة الاستدانة وقطاع النشاط، وبالتالي فإن قطاع النشاط له تأثير على نسبة المديونية المتوسطة والطويلة الأجل.

الجدول (18): مقارنة متوسطات نسب الاستدانة المتوسطة والطويلة الأجل في المؤسسات حسب قطاع النشاط.

(I) sec	(J) sec	Différence de moyennes (I-J)	Erreur standard	Signification	Intervalle de confiance à 95%	
					Borne inférieure	Borne supérieure
com	ind	-0,04376	0,02327	0,061	-0,0895	0,0020
	ser	-0,09742*	0,02702	0,000	-0,1505	-0,0443
ind	com	0,04376	0,02327	0,061	-0,0020	0,0895
	ser	-0,05366*	0,02363	0,024	-0,1001	-0,0072
ser	com	0,09742*	0,02702	0,000	0,0443	0,1505
	ind	0,05366*	0,02363	0,024	0,0072	0,1001

*. La différence moyenne est significative au niveau 0.05.

المصدر: من إعداد الطالب بناء على نتائج المعالجة الإحصائية لبرنامج spss .

نستنتج من جدول مقارنة المتوسطات النقاط التالية:

*اختلاف جوهري ذو دلالة إحصائية منعدمة 0.00 (بمستوى دلالة معنوية 0.01) بين القطاع التجاري

والقطاع الخدماتي في نسبة الاعتماد على الديون المتوسطة والطويلة الأجل؛

*وجود فرق بين القطاع الصناعي والخدمي بدلالة إحصائية 0.024 (بمستوى دلالة معنوية 0.05) في

الاعتماد على هذا المصدر في التمويل؛

*هناك اختلاف بدلالة 0.061 (مقبولة بمستوى 0.1) بين القطاع التجاري والقطاع الصناعي في نسبة المديونية المتوسطة والطويلة الأجل في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية.

المطلب الثالث: أثر قطاع النشاط على مستوى الاستدانة قصيرة الأجل.

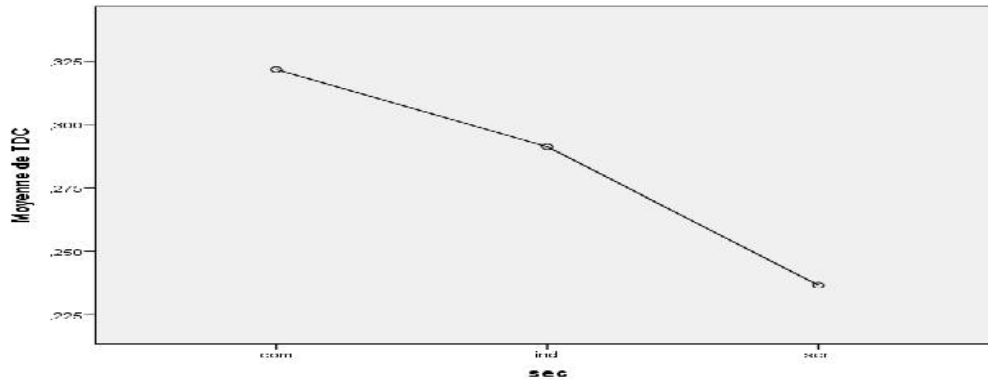
نسعى من خلال هذا المطلب إلى التعرف إن كان لقطاع النشاط تأثير على مستوى المديونية قصيرة الأجل في القطاعات التالية: (com, ind, ser).

الجدول (19): متوسط نسبة الاستدانة قصيرة الأجل حسب قطاع النشاط.

	N	Moyenne	Ecart-type	Erreur standard
com	110	0,3217	0,27670	0,02638
ind	212	0,2912	0,25744	0,01768
ser	105	0,2366	0,27340	0,02668
Total	427	0,2856	0,26760	0,01295

المصدر: من إعداد الطالب بناء على نتائج المعالجة الإحصائية لبرنامج spss .

الشكل (13): متوسط نسبة الاستدانة قصيرة الأجل في المؤسسات حسب قطاع النشاط.



المصدر: من إعداد الطالب بناء على نتائج المعالجة الإحصائية لبرنامج spss .

الملاحظ أن نسبة الاستدانة في القطاع التجاري أكبر مقارنة بالقطاعات الأخرى ونسبة 32.17%، ثم القطاع الصناعي بنسبة 29.12%، ويبقى القطاع الخدماتي بأقل نسبة التي تساوي 23.66%، بينما بلغ متوسط نسبة الاستدانة في العينة ككل 28.56%.

ولمعرفة أثر قطاع النشاط على نسبة الاستدانة قصيرة الأجل في الهيكلة المالية للمؤسسات العينة يمكن الاعتماد على الجدول التالي:

الجدول (20) أثر قطاع النشاط على مستوى الاستدانة القصيرة الأجل باستعمال نموذج تحليل

التباين.

	Somme des carrés	ddl	Moyenne des carrés	F	Signification
Inter-groupes	0,402	2	0,201	2,832	0,060
Intra-groupes	30,103	424	0,071		
Total	30,505	426			

المصدر: من إعداد الطالب بناء على نتائج المعالجة الإحصائية لبرنامج spss .

إن الجدول (20) يبين أن قطاع النشاط له تأثير على المديونية فقط بدلالة 0.060 وهي مقبولة بمستوى دلالة 0.1.

الجدول (21) مقارنة متوسطات نسبة الاستدانة قصيرة الأجل في هيكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية حسب قطاع النشاط.

(I) sec	(J) sec	Différence de moyennes (I-J)	Erreur standard	Signification	Intervalle de confiance à 95%	
					Borne inférieure	Borne supérieure
Com	ind	0,03049	0,03131	0,331	-0,0311	0,0920
	ser	0,08510*	0,03635	0,020	0,0136	0,1566
Ind	com	-0,03049	0,03131	0,331	-0,0920	0,0311
	ser	0,05461	0,03180	0,087	-0,0079	0,1171
Ser	com	-0,08510*	0,03635	0,020	-0,1566	-0,0136
	ind	-0,05461	0,03180	0,087	-0,1171	0,0079

*. La différence moyenne est significative au niveau 0.05.

المصدر: من إعداد الطالب بناء على نتائج المعالجة الإحصائية لبرنامج spss .

ما يمكن استنتاجه من خلال الجدول أعلاه ما يلي:

* إن قطاع النشاط له أثر كبير على مستوى الاستدانة قصيرة الأجل من خلال الفرق الجوهرية الذي ظهر بين القطاع التجاري والقطاع الخدماتي، وذلك من خلال الدلالة 0.020 (بمستوى دلالة معنوية 0.05).
* يوجد اختلاف في الاعتماد على الديون قصيرة الأجل بين القطاع الصناعي والخدمي ولكن بدلالة 0.087 (مقبولة بمستوى 0.1).

* كذلك لا يوجد فرق ذو دلالة إحصائية بين القطاع التجاري والصناعي فيما يخص الاعتماد على المديونية قصيرة الأجل.

بصفة عامة يمكن القول إن نسبة الاستدانة قصيرة الأجل تختلف من القطاع التجاري إلى باقي القطاعين الصناعي والخدمي.

المبحث الرابع: محددات الاستدانة في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية

سنحاول في هذا المبحث إيجاد معادلة الانحدار الخطي لمعرفة المتغيرات المستقلة المؤثرة على مستوى الاستدانة، ثم نقوم بعرض وتحليل النتائج ومقارنتها مع بعض الدراسات التجريبية.

المطلب الأول: تحديد نموذج الانحدار الخطي للاستدانة الكلية.

يشمل تحديد نموذج الانحدار الخطي للاستدانة الكلية معرفة المتغيرات المفسرة للنموذج باستعمال اختبار "ستيودنت"، ومعرفة مستوى دلالة النموذج باستعمال اختبار "فيشر" ونستعمل معامل التحديد لمعرفة إلى أي مدى تفسر المتغيرات التي يتضمنها النموذج تغيرات مستوى الاستدانة الكلية.

نقوم في البداية بتقدير نموذج الانحدار الخطي التالي:

$$TD = b_0 + b_1FSARL + b_2FEURL + b_3FSPA + b_4FSNC + b_5SCOM + b_6SIND + b_7SSER + b_8RE + b_9GA + b_{10}TA$$

باستعمال طريقة المربعات الصغرى كانت النتائج المتحصل عليها كما يلي:

جدول (22): تقدير نموذج الانحدار الخطي المتعدد

Modèle	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.
	A	Erreur standard	Bêta		
(Constante)	0,508	0,117		4,354	0,000
GAR	0,031	0,050	0,030	0,618	0,537
RE	-0,682	0,097	-0,341	-6,999	0,000
TA	0,009	0,007	0,074	1,421	0,156
eurl	-0,010	0,033	-0,016	-0,315	0,753
spa	-0,208	0,051	-0,207	-4,095	0,000
snc	0,074	0,043	0,088	1,725	0,085
com	-0,039	0,035	-0,056	-1,094	0,275
ser	-0,005	0,036	-0,007	-0,138	0,891

a. Variable dépendante : TD

المصدر: من إعداد الطالب بناء على نتائج المعالجة الإحصائية لبرنامج spss

بعد الغاء المتغيرات الاحصائية التي لها دلالة احصائية أكبر من 0.05 والمتمثلة في الضمانات، الحجم، قطاع النشاط والشكل القانوني عدا المؤسسات المساهمة نجد النموذج التالي:

الجدول (23): معاملات نموذج الانحدار الخطي للاستدانة الكلية

Modèle	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.
	A	Erreur standard	Bêta		
(Constante)	0,663	0,016		41,466	0,000
RE	-0,630	0,092	-0,315	-6,865	0,000
spa	-0,183	0,046	-0,182	-3,958	0,000

a. Variable dépendante : TD

المصدر: من إعداد الطالب بناء على نتائج المعالجة الإحصائية لبرنامج spss

نلاحظ من خلال جدول الانحدار الخطي أن القيمة الثابتة لها دلالة إحصائية منعدمة، وبالتالي نعبر عنها بالقيمة 0.663.

$H_0: B_1=0$ ميل خط الانحدار يساوي الصفر

$H_a: B_1 \neq 0$ ميل خط الانحدار يختلف الصفر

يتبين أن قيمة اختبار t هي -6.865 ومستوى دلالة الاختبار 0.000 وهي أقل من قيمة مستوى الدلالة 0.005 وبالتالي نرفض الفرضية الصفرية ومعامل المردودية هو -0.630.

كذلك نلاحظ أن المردودية لها تأثير عكسي على مستوى الاستدانة، فالإشارة السالبة لمعامل المردودية تبين ذلك، كما أنه كلما ارتفعت المردودية بوحدة واحدة يؤدي إلى انخفاض مستوى الاستدانة الكلية بمقدار 0.630.

$H_0: B_2=0$ ميل خط الانحدار يساوي الصفر

$H_a: B_2 \neq 0$ ميل خط الانحدار يختلف الصفر

يتبين أن قيمة اختبار t هي -3.958 ومستوى دلالة الاختبار 0.000 وهي أقل من قيمة مستوى الدلالة 0.005 وبالتالي نرفض الفرضية الصفرية ومعامل الشكل القانوني مؤسسات المساهمة في معادلة الانحدار الخطي للاستدانة الكلية هو -0.183.

أما المتغيرة الكيفية المؤثرة على مستوى الاستدانة الكلية هي الشكل القانوني **spa**، حيث إذا كانت المؤسسة من النوع **spa** فإن مستوى الاستدانة تكون أقل بنسبة 18.3% عن باقي الأشكال القانونية الأخرى (**sarl, eurl&snc**).

جدول (24) تحليل التباين للنموذج الانحدار الخطي للاستدانة الكلية

Modèle	Somme des carrés	ddl	Moyenne des carrés	D	Sig.
Régression	4,672	2	2,336	28,662	0,000 ^b
Résidu	34,555	424	0,081		
Total	39,227	426			

a. Variable dépendante : TD

b. Valeurs prédites : (constantes), spa, RE

المصدر: من إعداد الطالب بناء على نتائج المعالجة الإحصائية لبرنامج **spss**

ومنه نستنتج أن النموذج معنوي.

يمكن صياغة نموذج الانحدار الخطي مع افتراض صحة الفرضيات المتعلقة بطريقة المربعات الصغرى كما يلي:

$$TD = 0,663 - 0,630RE - 0,183FSPA$$

ومنه فإن كل من المردودية والشكل القانوني مؤسسات ذات أسهم تؤثر على الاستدانة، وأثرهما عكسي، أي أنه كلما ترتفع المردودية أو أن تكون مؤسسة ذات مساهمة فإن مستوى الاستدانة الإجمالية ينقص. بينما كل من قطاع النشاط، الحجم، الضمانات والأشكال القانونية (**sarl, eurl&snc**) ليست لهم أثر على مستوى الاستدانة الكلية في الهيكلة المالية للمؤسسات.

جدول (25) معامل التحديد

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation	Durbin-Watson
1	0,345 ^a	0,119	0,115	0,28548	1,968

a. Valeurs prédites : (constantes), spa, RE

b. Variable dépendante : TD

المصدر: من إعداد الطالب بناء على نتائج المعالجة الإحصائية لبرنامج **spss**.

تشير النتائج أن المتغيرات المستقلة التي يتضمنها نموذج الدراسة تفسر 11.9% من التغيرات التي تطرأ

على المتغير التابع (الاستدانة الإجمالية) وهو ما يكشف عنه معامل التحديد $R^2 = 11,9\%$.

المطلب الثاني: عرض وتحليل نتائج الدراسة التجريبية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية.

سنقوم بعرض نتائج الدراسة التجريبية وتحليلها، وهذا من خلال مقارنتها مع مجموعة من الدراسات التجريبية واستنتاج أهم نظريات الهيكل المالي المتوافقة مع تمويل المؤسسات الجزائرية.

1- عرض النتائج:

بعد القيام بتقدير النموذج واختبار مختلف الفرضيات المتعلقة بطريقة المبيعات الصغرى، فقد تم استبعاد كل من المتغيرات التالية، قطاع النشاط والممثل في القطاع الخدماتي، القطاع التجاري والقطاع الصناعي، كما تم إلغاء ثلاث أشكال قانونية والمتمثلة في مؤسسات التضامن، مؤسسات ذات المسؤولية المحدودة والمؤسسات ذات الشريك الوحيد وذات المسؤولية المحدودة، هذا فيما يتعلق بالمتغيرات الكيفية، أما بالنسبة للمتغيرات الكمية، فتم إلغاء الضمانات والحجم.

أما المتغيرات المقبولة والتي تؤثر على الاستدانة الإجمالية في الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، فهي كل من المردودية ومؤسسات المساهمة، وذلك بمستوى دلالة 1%، في حين كان الارتباط عكسي بين المردودية ومستوى الاستدانة الإجمالية، كما أن أقل مستوى للاستدانة يوجد في مؤسسات المساهمة عن بقية الأشكال القانونية الأخرى.

2- تحليل النتائج:

سيتم تحليل النتائج المتعلقة بمستوى الاستدانة المؤثرة وغير المؤثرة في النموذج.

2-1- تحليل المتغيرات المؤثرة في النموذج:

إن العلاقة العكسية بين المردودية ومستوى الاستدانة الكلية تتوافق مع عدة دراسات تجريبية سواء تعلق الأمر بالمؤسسات الكبيرة أو المؤسسات الصغيرة.

يتوافق الارتباط العكسي بين المردودية ونسبة المديونية الكلية في الهيكل المالي للمؤسسات مع نتيجة كل

من تيتمان وويسالس (1988) Titman & Wessels، راجان وزينغالاس Rajan & Zingales

(1995)، مارش Marsh بوث وآخرون (2001) Booth & al.

أما فيما يتعلق بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة. فإن النتيجة العكسية تتوافق مع ما توصل إليه كل من **Ydriss Ziane** وكذلك **Bousa Najet** وخلاف هذه النتيجة ما توصل إليه (يوسف قريشي) الذي وجد علاقة طردية بين المردودية ومستوى الاستدانة.

إن نظرية الالتقاط التدريجي توضح العلاقة العكسية الموجودة بين المردودية ونسب الاستدانة في المؤسسات، فالمؤسسات التي تتمتع بمردودية كبيرة تكون لها موارد مالية داخلية أكبر، وبالتالي فإن تمويلها يكون داخليا بنسب عالية، ويقل التمويل بالديون، أما المؤسسات التي لها مردودية منخفضة فترتفع فيها نسب المديونية.

ويمكن القول أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تمول نفسها وفق ترتيب سلمي، حيث أنها تبدأ بالتمويل من المصادر الداخلية، ثم المصادر الخارجية، ولكن إذا احتاجت المؤسسة إلى التمويل الخارجي، فإنها تمول نفسها وفق ترتيب سلمي، من الديون الأقل مخاطرة إلى الديون الأكثر مخاطرة، ثم الأصول القابلة للتحويل إلى أسهم وأخيرا التمويل بالأسهم، والملاحظ أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية تواجه صعوبات في الحصول على التمويل خاصة في ظل غياب البورصة، حيث لا يمكنها إصدار سندات أو أسهم، فتمويلها الخارجي محصور جدا.

وما يمكن قوله أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية تتوافق مع نظرية الترتيب السلمي في كون أن هذه الأخيرة تبرر تمويل المؤسسة لنفسها داخليا قبل التمويل الخارجي فقط، وليس في تحديد ترتيب مصادر التمويل الخارجية.

المتغيرة الثانية التي ثبت أنها تؤثر في النموذج هي الشكل القانوني والمتمثلة في مؤسسات المساهمة، فهذا النوع من المؤسسات لها نسب استدانة إجمالية أقل من الأشكال القانونية الأخرى.

ليس هنالك الكثير من الدراسات التجريبية التي تناولت أثر الشكل القانوني على مستوى الاستدانة في الهيكلة المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، فمعظمها ركز على أثر قطاع النشاط على مستوى الاستدانة، حيث وجد (Rajan&Zingales(1995)، بأن الشكل القانوني وقطاع النشاط يؤثران على مستوى الاستدانة.

لمشكلة التمويل التي تعاني منها هذه المؤسسات دور في هذه النتيجة، فهشاشة العلاقة بين البنك والمؤسسة، وكذا الضمانات المطلوبة في القروض وغياب البورصة تجعل المؤسسة تعتمد على التمويل الذاتي بدلا من التمويل الخارجي، ومسؤولية المساهمين بقدر حصصهم من رأس المال فقط.

2-2- تحليل المتغيرات غير المؤثرة:

جد عدة متغيرات ثبت أنها لا تؤثر على مستوى الاستدانة الكلية هذه المتغيرات تتمثل في الضمانات، الحجم، قطاع النشاط الأشكال القانونية عدا مؤسسات المساهمة.

حيث تبين أن الحجم لا يؤثر على مستوى المديونية الإجمالية في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، هذه النتيجة تتوافق مع نتيجة الدراسة التجريبية لكل من **Remmers&al**، وكذلك **Pompfer&Shapiro**. كما جاءت دراسات مخالفة لهذه النتيجة، نذكر منها، دراسة **Rajan&Zingales(1995)**، ودراسة **Martin&Scott(1974)**.

توضح هذه النتيجة أن مستوى الاستدانة الإجمالية في الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية لا يتأثر بحجمها، أي أن رقم الأعمال ليس له دور في تحديد الهيكل المالي للمؤسسات.

المتغيرة الثانية الضمانات التي ثبت أن ليس لها أثر على مستوى الاستدانة الكلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، هذه النتيجة معاكسة لمعظم الدراسات التجريبية حول المؤسسات الصغيرة أو المؤسسات الكبيرة، ومنها دراسة **Boussa Najat**، ودراسة كرمب وآخرون **Kremp&al (1999)** وكذلك دراسة **Rajan&Zingales(1995)**، بينما توافقت هذه النتيجة مع دراسة (يوسف قريشي) لسنة 2005 عند دراسته لعينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية.

أما بالنسبة لقطاع النشاط فهو لا يؤثر على مستوى الاستدانة الكلية، سواء كان القطاع صناعي، تجاري وخدمي.

توافقت هذه النتيجة مع بعض نتائج الدراسات التجريبية التي قام بها كل من (Scott,1972)، (Rush&Winn,1976) ودراسة (Remmers&al,1974)، بينما خالفت نتائج دراسة (Erruza,1979)، ودراسة (Titman,1984).

وعليه فإن الاستدانة الإجمالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية لا تتأثر بالقطاع الذي تنتمي إليه هذه المؤسسات.

خلاصة الفصل الثالث:

أكدت العديد من الدراسات التجريبية على أن لكل من الحجم، المردودية، الضمانات، قطاع النشاط والشكل القانوني أثر على مستوى الاستدانة الإجمالية في المؤسسات، حتى وإن تباين هذه الدراسات، وبعد إجراء دراسة على عينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية ومن خلال استخدام برنامج SPSS في معالجة المعطيات تم الحصول على عدة نتائج، فمن خلال دراسة أثر الشكل القانوني على مستوى الاستدانة، تبين أنه يؤثر على نسبة الاستدانة الإجمالية دون أن يؤثر على مستوى الاستدانة المتوسطة والطويلة، والاستدانة القصيرة الأجل.

بينما فيما يتعلق بأثر قطاع النشاط على مستوى المديونية، تم التوصل إلى أن هذا الأخير لا يؤثر على نسب الديون الكلية، بينما وجد له تأثير على نسبة الاستدانة المتوسطة والطويلة الأجل، والاستدانة القصيرة الأجل، ومن خلال تقدير نموذج الانحدار الخطي تبين أن المتغيرة الكيفية المؤثرة هي الشكل القانوني ممثلاً في مؤسسات المساهمة، بحيث تقل نسب الديون الإجمالية في هذا النوع من المؤسسات، أما فيما يتعلق بتأثير المتغيرات الكمية، فقد أوضحت الدراسة التجريبية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية أن كل من الحجم والضمانات ليس لهما أثر على مستوى الاستدانة الكلية وهذا ما يتنافى مع بعض الدراسات التجريبية من جهة، وتتوافق مع بعضها من جهة أخرى، أما بالنسبة للمردودية فقد أثبتت الدراسة أن لها أثر على مستوى الاستدانة الكلية، فالعلاقة عكسية بينهما، وهو ما يشير إلى أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية تمول نفسها وفقاً لترتيب سلمي وهذا ما يتوافق مع الكثير من الدراسات التي تطرقت إلى هذا المحدد، وعليه فنتظرية الترتيب السلمي تتلأم مع خصوصية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية في هذه الدراسة.

من خلال الدراسة السابقة تمثل هدف البحث في معرفة محددات الاستدانة في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وبالأخص المؤسسات الجزائرية منها، حيث تم التطرق في الجانب النظري إلى محاولة إعطاء تعريف للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة والذي يعد مهمة معقدة، لأن معايير تعريف هذه المؤسسات تختلف من دولة إلى أخرى، فمنها من يعرفها على أساس معيار عدد العمال، ومنها من يعرفها على أساس معيارين أو أكثر، ويرجع هذا الاختلاف أساسا إلى التفاوت في درجة النمو بين الدول واختلاف النشاط الاقتصادي، كما أن لها خصائص تميزها عن غيرها من المؤسسات وتجعلها تلعب دورا بارزا في عملية التنمية الاقتصادية.

كما أن المؤسسة تلجأ عادة لتمويل نشاطاتها إلى مصادر مختلفة، والتي تتجلى في مكونات الهيكل المالي، حيث تتضمن تلك المصادر كافة العناصر التي تكون جانب الخصوم من الميزانية، سواء كانت تلك المصادر قصيرة أو طويلة الأجل، وهو ما يطلق عليها بالهيكل المالي، ولكل مصدر من تلك المصادر تكلفة خاصة به، وأن هذه الهياكل تكون خاضعة لمحددات داخلية وخارجية تتحكم في تكوينها، وهدف المؤسسة يتجلى من خلال ما سبق الوصول إلى الهيكل المالية المثلى التي تعظم من القيمة السوقية المؤسسة.

وإن الهيكل المالي كان ولا يزال من أهم المواضيع المدروسة في التسيير المالي، فقد تباينت الآراء والمداخل المفسرة للهيكل المالي حول تأثير الاستدانة على القيمة السوقية للمؤسسة، بين مؤيد ومعارض لوجود نسب مثلى للاستدانة في الهيكل المالي وفي الواقع تبقى قضية تأثير الاستدانة على القيمة السوقية أحد القضايا الهامة في مجال الإدارة المالية ونظرية التمويل والتي نالت اهتماما نظريا وتجريبيا وخاصة فيما يتعلق بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في العقود الأخيرة.

وتم التطرق في الجانب التطبيقي إلى محاولة دراسة محددات الاستدانة في الهيكل المالية لعينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، وهذه المحددات قد تم اقتراحها من نظريات الهيكل المالي والدراسات التجريبية السابقة، وقد تمثلت هذه المتغيرات في الحجم، المردودية، الضمانات، قطاع النشاط والشكل القانوني. ومن خلال معالجة إشكالية الدراسة تبلور مجموعة من النتائج المتعلقة بمختلف جوانب الموضوع ونقدم التوصيات الاقتراحات التي قد تساهم في التخفيف من مشاكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

النتائج:

من خلال القيام بهذه الدراسة تم التوصل إلى مجموعة من النتائج النظرية والنتائج التطبيقية أهمها:

النتائج النظرية:

- 1- لا يوجد تعريف موحد وشامل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، حيث يختلف من دولة إلى أخرى، وهذا راجع إلى التفاوت في درجة النمو، اختلاف النشاط الاقتصادي وتعدد المعايير المستخدمة في كل تعريف.
- 2- للمؤسسة عدة مصادر للتمويل منقسمة بين ديون وحقوق ملكية، ولكل مصدر منها تكلفته الخاصة به، والتي تساعد المؤسسة على انتقاء أهمها بما يتلاءم ونشاط المؤسسة.
- 3- تخضع عملية تحديد مصادر التمويل إلى مجموعة من العوامل المرتبطة بالبيئة الداخلية والخارجية للمؤسسة.
- 4- لا تتوافق النظريات المسفرة للهيكل المالي فيما بينها، حول تأثير الاستدانة على قيمة المؤسسة، حيث أن لكل نظرية نتائجها، وتباين هذه النتائج بسبب الفرضيات التي تنطلق منها كل نظرية.
- 5- أكدت الدراسات التجريبية السابقة أن كل من الحجم، المردودية، الضمانات وقطاع النشاط تعتبر محددات للاستدانة في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

النتائج التطبيقية:

- 1- إن للشكل القانوني تأثير على مستوى المديونية الكلية، بينما لم يلاحظ له أي أثر على مستوى المديونية المتوسطة والطويلة الأجل والاستدانة قصيرة الأجل.
- 2- ليس لقطاع النشاط أثر على نسبة الاستدانة الكلية، في حين يتضح أن له تأثير على مستوى الاستدانة المتوسطة والطويلة الأجل وعلى مستوى الديون قصيرة الأجل.
- 3- من خلال الدراسة التجريبية التي أجريت على عينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية والتي تتعلق بمحددات الاستدانة تبين وجود اختلاف بينها وبين محددات الاستدانة في الدراسات التجريبية السابقة بالنسبة لكل من الحجم، الضمانات وقطاع النشاط، بينما تتوافق في المردودية، حيث وجدت علاقة عكسية بين

مستوى الاستدانة والمردودية، كما يعتبر الشكل القانوني المتمثل في مؤسسات المساهمة من بين محددات الاستدانة.

4- إن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تتوافق في تمويلها مع نظرية الالتقاط التدريجي للتمويل من خلال العلاقة العكسية بين المردودية والاستدانة، حيث تبدأ بالتمويل الداخلي ثم التمويل الخارجي.

إثبات صحة الفرضيات:

-الفرضية الأولى: عدم وجود تعريف موحد وشامل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وهذا راجع إلى اختلاف درجة النمو بين الدول، اختلاف النشاط الاقتصادي وتعدد المعايير المستخدمة، وبالتالي تحقق صحة الفرضية الأولى.

-الفرضية الثانية: فيما يتعلق بالفرضية الثانية والتي مفادها أن المؤسسة تعتمد على الهيكل المالي وفقا لتكلفة مصادر التمويل التي تحقق أكبر عائد وأقل درجة مخاطرة، فقد تحققت صحة هذه الفرضية، حيث أن المؤسسة تختار مصادر التمويل التي تحقق لها أكبر عائد بأقل التكاليف والمخاطر.

-الفرضية الثالثة: هناك نظريات تؤكد على أن التمويل عن طريق الديون لن يؤثر على قيمة المؤسسة لأن الهيكل المالي مستقل عن قيمة المؤسسة، وهناك نظريات تؤكد على وجود نسب مثلى للاستدانة ترتفع عندها القيمة السوقية للمؤسسة، وعليه يمكن القول أن الفرضية الثالثة صحيحة في بعض الحالات وخاطئة في البعض الآخر.

-الفرضية الرابعة: إن الشكل القانوني يؤثر على مستوى المديونية الكلية فقط، بينما لقطاع النشاط أثر على مستوى الاستدانة المتوسطة والطويلة الأجل من جهة والاستدانة قصيرة الأجل من جهة أخرى، وبالتالي فإن الفرضية الرابعة صحيحة في بعض الحالات وخاطئة في البعض الآخر.

-الفرضية الخامسة: إن كل من المردودية، الحجم، الضمانات وقطاع النشاط من بين محددات الاستدانة للمؤسسات، أما في الجزائر ونظرا لإشكالية التمويل فإنها تختلف عن النتائج بالنسبة للاستدانة الكلية، حيث تم استبعاد أثر كل من الضمانات، الحجم وقطاع النشاط، بينما تعد المردودية ومؤسسات المساهمة من محددات

الاستدانة الكلية في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، وبالتالي فإن الفرضية الخامسة صحيحة في بعض الجوانب وخاطئة في البعض الآخر.

التوصيات:

من خلال النتائج التي تم التوصل إليها نقترح مجموعة من التوصيات:

- 1- دفع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بكل السبل إلى الدخول في البورصة، باعتبار أن الأسواق المالية لا يمكن تنشيطها إلا بالمؤسسات الخاصة.
- 2- إجراء المزيد من الإصلاحات في النظام الجبائي، لأن السياسة الضريبية تؤثر على الاستثمار من خلال التأثير على تكلفة رأس المال، ومن ثم معدل العائد على الاستثمار، كما أن لتكلفة رأس المال أثر على القرارات التمويلية للمؤسسات.
- 3- إضفاء الشفافية في منح القروض من طرف البنوك، ووضع آليات واضحة للإقراض، مع وضع التسهيلات اللازمة لذلك، بشكل يساير واقع النشاط الاقتصادي وواقع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية.
- 4- إعادة تنظيم القانون التجاري بشكل يصب في إمكانية قيام بعض المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالتوجه إلى الجمهور قصد الحصول على قروض عن طريق اشراف مؤسسات مالية متخصصة وإجراءات أكثر تبسيط وتحفيز لكل الأطراف.
- 5- إيجاد بعض صيغ التمويل المتلائمة مع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مثل رأس المال المخاطر الذي يشهد اتساع في الآونة الأخيرة.
- 6- القيام ببعض الدراسات الميدانية حول العوامل المحددة لقرار الاستدانة لدى أصحاب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، وذلك بهدف التأكد من وجود العامل الديني والثقافي كمحدد لقرار الاستدانة، وفي هذه الحالة يتطلب الأمر تحفيز هيئات الإقراض التي تتلاءم أكثر مع هذه الخصوصية.

أفاق البحث:

إن البحث في مجال الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة لايزال واسعاً إذ تتعدد المواضيع المتعلقة به، حيث أن بعض النقاط لا تزال مجهولة والتي يمكن أن تكون مواضيع لدراسات أخرى والتي نذكر منها:
-دراسة محددات أخرى تؤثر على الاستدانة لم تتوفر في هذه الدراسة، مثل معدل النمو، تكلفة الاستدانة، المخاطر التشغيلية وغيرها.

-تأثير الهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة الصغيرة والمتوسطة الجزائرية.

-دراسة تأثير التمويل بالديون والتمويل بالمشاركة على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

قائمة المراجع:

الكتب:

- 1- السعيد فرحات جمعة، جاد الرب عبد السميع، الإدارة المالية المعاصرة، المكتبة العصرية، مصر، 2001.
- 2- إلياس بن سامي، يوسف قريشي، التسيير المالي: الإدارة المالية دروس وتطبيقات، دار وائل، الأردن، 2006.
- 3- أرشد فؤاد النعيمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات المالية، دار اليازوري، الأردن، 2010.
- 4- أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر والتوزيع، عنابة، الجزائر، 2008.
- 5- جهاد عبدالله عفانة، قاسم موسى أبو عيد، إدارة المشاريع الصغيرة، دار اليازوري، عمان، الأردن، 2004.
- 6- جمال الدين محمد المرسي، أحمد عبد الله اللحج، الإدارة المالية، الدار الجامعية، مصر، 2010.
- 7- دريد كمال آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، دار المسيرة، الأردن، 2007.
- 8- دريد كمال آل شبيب، الإدارة المالية المعاصرة، دار المسيرة، الأردن، 2009.
- 9- زياد جلال دماغ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012.
- 10- حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق، الأردن، 2008.
- 11- طارق الحاج، مبادئ التمويل، دار صفاء، الأردن، 2010.
- 12- يحيى عبد الغني أبو الفتوح، دراسات جدوى المشروعات، دار الانتصار، مصر، 1999.

- 13- ليث عبد الله القهيوي، بلال محمود الوادي، المشاريع الريادية الصغيرة والمتوسطة ودورها في عملية التنمية، دارا حامد، الأردن، 2012.
- 14- محمد الفاتح محمود بشير المغربي، تمويل ومؤسسات مالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2011.
- 15- محمد الصيرفي، البرنامج التأهيلي لأصحاب المشروعات الصغيرة، مؤسسة حورس الدولية، الإسكندرية، مصر، 2009.
- 16- مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، دار أجنادين، السعودية.
- 17- محمد صالح الحناوي، وآخرون، أساسيات ومبادئ الإدارة المالية، المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2007.
- 18- محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية: مدخل القيمة واتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2010.
- 19- محمد صالح الحناوي، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية، مصر، 2000.
- 20- محمد سعيد عبد الهادي، الإدارة المالية، دار حامد، الأردن، 2008.
- 21- محمد قاسم خصاونة، أساسيات الإدارة المالية، دار الفكر، الأردن، 2011.
- 22- محفوظ جودة، التحليل الإحصائي المتقدم باستخدام spss، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط1، 2008.
- 23- منير إبراهيم هندی، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، مصر، ط6، 2011.
- 24- منير إبراهيم هندی، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1998.
- 25- منير شاكر محمد، وآخرون، التحليل المالي مدخل صياغة القرار، دار وائل، الأردن، 2008.

- 26- سمير محمد عبد العزيز، التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية، مكتبة الاشعاع، مصر، 1997
- 27- عاطف جابر طه عبد الرحيم، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، مصر، 2010.
- 28- عاطف وليم اندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، مصر، 2008.
- علي عباس، الإدارة المالية، دار إثراء، الأردن، 2008.
- 29- عبد الوهاب يوسف أحمد، التمويل وإدارة المؤسسات المالية، دار حامد، الأردن، 2008.
- 30- عبد الستار الصباح، سعود العامري، الإدارة المالية أطر نظرية وحالات عملية، دار وائل، الأردن، 2007.
- 31- عبد الرحمان يسري أحمد، السيد محمد أحمد السريتي، قضايا اقتصادية معاصرة، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2007.
- 32- عبد الرحمان يسري أحمد، تنمية الصناعات الصغيرة ومشكلات تمويلها، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 1996.
- 33- عبد الغفار حنفي، رسمية قريبا قص، أساسيات الاستثمار والتمويل، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2000.
- 34- عبد الغفار حنفي، أساسيات الإدارة المالية: دراسة الجدوى، الدار الجامعية الجديدة، مصر، 2003.
- 35- عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، مصر، 2004.
- 36- عبد الغفار حنفي، رسمية زكى فراقص، مدخل معاصر في الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002.
- 37- عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري، الأردن، 2009.
- 38- عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب خرشة، أساسيات في الإدارة المالية، دار المسيرة، الأردن، 2007.

39- عدنان تايه النعيمي، وآخرون، الإدارة المالية، دار المسيرة، الأردن، 2011.

40- علي عباس، الإدارة المالية، دار إثراء، عمان، الأردن، 2008.

41- عماد نشوان، الدليل العلمي لمقرر الاحصاء التطبيقي، جامعة القدس المفتوحة، ط3، 2005.

42- فايز جمعة صالح النجار، عبد الستار محمد علي، الريادة وإدارة الأعمال الصغيرة، دار الحامد، الأردن، 2006.

43- فايز تيم، مبادئ الإدارة المالية، الطبعة الثالثة، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2011.

44- قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق، دار الثقافة، الأردن، ط3، 2012.

45- خبابة عبد الله، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة آلية لتحقيق التنمية المستدامة، الدار الجامعية الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2013.

الرسائل والأطروحات الجامعية:

46- أحمد أمين سعد الله، سياسة التمويل داخل المؤسسة في ظل اقتصاد السوق: مع دراسة حالة شركات الاستثمار ورأس المال المخاطر، أطروحة مقدمة من ضمن متطلبات شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص: تحليل اقتصادي، جامعة الجزائر 3، 2010.

47- دادن عبد الوهاب، دراسة تحليلية للمنطق المالي لنمو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية: نحو إرساء نموذج لترشيد القرارات المالية، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2008.

48- دراجي كريمو، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الواقع التجارب، المستقبل، في ظل التحولات الاقتصادية العالمية، دراسة حالة الجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص: تحليل اقتصادي، جامعة الجزائر 3، 2011-2012.

49- بوريعة غنية، محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص: مالية المؤسسات، جامعة الجزائر3، 2011-2012.

50- زغود تبر، محددات سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير، جامعة ورقلة، 2009.

51- حمزة غربي، محددات الهيكل المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة: دراسة حالة الجزائر، مذكرة تخرج مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية والمالية، تخصص مالية، المدرسة العليا للتجارة، 2009-2010.

52- شاوي صباح، أثر التنظيم الإداري على أداء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة دراسة تطبيقية لبعض المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بولاية سطيف، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: اقتصاد وتسيير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2009-2010.

53- شعبان محمد، نحو اختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الاقتصادية: دراسة حالة المجمع الصناعي صيدال، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص: مالية المؤسسة، جامعة أحمد بوقرة، بومرداس، 2009-2010.

المقالات والبحوث العلمية:

54- دادن عبد الوهاب، الجدل القائم حول هياكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة الباحث، العدد 07. 2009-2010.

55- ماهر حسن محروق، إيهاب مقابلة، المشروعات الصغيرة والمتوسطة أهميتها ومعوقاتهما، مركز المنشآت الصغيرة والمتوسطة، عمان، الأردن، 2006.

56- مليكة زغيب، سفيان دلفوف، تأثير الاقتراض على قيمة المنشأة، دراسة حالة مجمع صيدال، أبحاث اقتصادية وإدارية، جامعة قسنطينة، العدد الثاني عشر ديسمبر، 2012.

المؤتمرات العلمية:

57- برودي نعيمة، التحديات التي تواجه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية ومتطلبات التكيف مع المستجدات العالمية، الملتقى الدولي: متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، تحت اشراف مخبر العولمة واقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، يومي 17-18 أبريل، 2006.

58- بريش السعيد، بلخرسة عبد اللطيف، إشكالية تمويل البنوك للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر بين معوقات المعمول ومتطلبات المأمول، الملتقى الدولي: متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، اشراف مخبر العولمة واقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، يومي 17-18 أبريل، 2006.

59- جمال بلخياط، متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية في ظل التحولات الاقتصادية الراهنة، الملتقى الولي: متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، اشراف مخبر العولمة واقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة الشلف، الجزائر، يومي، 17-18 أبريل، 2006.

60- طيب لحيلح، دور المؤسسات الصغرى والصغيرة والمتوسطة في تنمية أقطار المغرب العربي، الملتقى الدولي، متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، اشراف مخبر العولمة واقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، يومي 17-18 أبريل.

61- كتوش عاشور، طرشي محمد، تنمية وتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، الملتقى الدولي: متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، إشراف مخبر العولمة واقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، يومي 17-18 أبريل، 2006.

62- قريشي يوسف، سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية: دراسة ميدانية، المؤتمر العلمي الدولي حول الأداء المتميز للمنظمات والحكومات، جامعة ورقلة، الجزائر، 08-09 مارس 2005.

63- خوني رابح، حساني رقية، آفاق تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، ملتقى دولي حول: تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة ودورها في الاقتصاديات المغاربية، جامعة فرحات عباس، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، سطيف، الجزائر، المنعقد خلال 25-28 ماي، 2003.

64- خليل عبد القادر، بوقاسة سليمان، دور الوساطة المالية في التمويل غير المباشر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الملتقى الدولي: متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، اشراف مخبر العولمة واقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، يومي، 17-18 أبريل، 2006.

65- ضحاك نجية، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بين الأمس واليوم أفاق تجربة الجزائر، الملتقى الدولي، متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، اشراف مخبر العولمة واقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، يومي 17-18 أبريل، 2006.

66- يوسف قريشي، إلياس بن سامي، خصائص ومحددات الهياكل التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، الملتقى الدولي: متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، يومي 17-18 أبريل 2006، ص:431، إشراف مخبر العولمة واقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر.

الانترنت Web:

67- هايل عبد المولى إبراهيم طشطوش، دور المشروعات الصغيرة في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية رؤية اقتصادية إسلامية، تاريخ الاطلاع، 27 مارس 2015.

univ-ouargla.dz

الملحق: قاعدة بيانات الدراسة التجريبية.

n	sarl	eurl	spa	snc	com	ind	ser	TDLM	TDC	TD	GAR	RE	TA
1	0	1	0	0	0	0	1	0,322809226	0	0,322809226	0,871950342	0,027820039	12,4292162
2	0	1	0	0	0	1	0	0	0,301341478	0,593021138	0,467148533	0,055716433	16,12369992
3	1	0	0	0	0	1	0	0	0,916654916	0,916654916	0,757979832	0,003762796	18,62141705
4	0	1	0	0	1	0	0	0,149051713	0,338507871	0,487559584	0,306562068	0,006269517	13,18063229
5	0	1	0	0	0	0	1	0	0,014584458	0,928042071	0,666513122	0,021892849	12,5420662
6	0	1	0	0	0	1	0	0,033669317	0,401285832	0,743876597	0,023677102	0,026315759	16,31982842
7	1	0	0	0	0	1	0	0	0,023325786	0,619506541	0,681657076	0,005248754	16,08837071
8	1	0	0	0	0	1	0	0,09868949	0,111037256	0,375437944	0,409345618	0,204857274	19,16725879
9	1	0	0	0	0	1	0	0	0,796105091	0,796105091	0,193843352	0,108369072	16,75879097
10	0	0	0	1	0	0	1	0	0,041511262	0,924622984	0	0,069317281	14,76492654
11	0	0	0	1	1	0	0	0	0,769039995	0,769039995	0,173524684	0,190837532	15,63368473
12	1	0	0	0	1	0	0	0	0,020750202	0,798263907	0,809062296	0,00528085	18,0421213
13	0	1	0	0	1	0	0	0	0,810918176	0,810918176	0	0,099469585	13,65781644
14	0	0	1	0	0	0	1	0,54507202	0,059505831	0,660329451	0,743223504	0,07031697	20,01989917
15	1	0	0	0	0	0	1	0,618658305	0,022802542	0,641460847	0,819229142	-0,084235446	13,3327107
16	0	1	0	0	0	0	1	0	0,037522122	0,888069024	0,413203331	0,056733751	14,05472194
17	0	1	0	0	0	1	0	0	0,152341191	0,152341191	0	0,675585502	16,05761821
18	0	0	1	0	0	0	1	0	0,233449416	0,306843534	0,009527794	0,435868136	20,87481667
19	1	0	0	0	0	1	0	0	0,709061198	0,785885397	0,573650972	0,003040977	19,12399532
20	1	0	0	0	0	1	0	0	0,558542171	0,649436722	0,389019058	0,19875399	19,3467905
21	1	0	0	0	0	1	0	0	0,622152573	0,713600755	0,284145204	-0,002086501	20,05718812
22	1	0	0	0	1	0	0	0	0,252467167	0,252467167	0	0,055431955	17,13979711
23	1	0	0	0	0	0	1	0,45457817	0,172663342	0,627241511	0,816932233	0,075767291	19,42790969
24	0	0	1	0	1	0	0	0,1085136	0,041561194	0,273075739	0,425580147	-0,179684282	20,6355667
25	1	0	0	0	0	1	0	0	0,017498617	0,865080886	0,187788399	0,026974502	20,00199575
26	1	0	0	0	1	0	0	0	0,003150517	0,34501935	0,576225579	0,01357571	15,76384633
28	1	0	0	0	0	1	0	0,02100402	0,383625022	0,404629042	0,08026199	0,122201846	17,33675695
29	0	1	0	0	1	0	0	0	0,468656044	0,468656044	0,057032357	0,465119667	17,45655772
30	0	1	0	0	0	1	0	0,633351837	0,366191502	0,99954334	0,840220419	-0,134817734	13,22672339
31	0	1	0	0	0	0	1	0,753462929	0	0,753462929	0,860395298	-0,131003224	11,91839057
32	0	1	0	0	0	0	1	0,646273954	0,242936226	0,889210179	0,782045032	-0,097223607	12,15477935
33	0	1	0	0	0	1	0	0,427041974	0,148056731	0,575098705	0,552990449	0,064294583	13,8072697
34	0	1	0	0	0	0	1	0	0,920509107	0,920509107	0,673085073	0,01568125	13,09552441
35	1	0	0	0	1	0	0	0	0,021304951	0,554339694	0,001184488	0,016449196	16,56489251
36	0	1	0	0	0	1	0	0,264364138	0,191930169	0,703936794	0,77397139	0,082984049	14,45208739
37	0	1	0	0	1	0	0	0	0,28429088	0,29567446	0	0,073537928	14,30255565
38	0	0	1	0	0	0	1	0	0,073115811	0,073115811	0,058999305	0,012554656	15,72878704
39	1	0	0	0	0	1	0	0	0,88805711	0,88805711	0	0,067388195	16,08485429
40	1	0	0	0	0	1	0	0	2,8585E-06	2,8585E-06	0	0,564250122	15,73287307
41	1	0	0	0	0	1	0	0	0,062964449	0,2336948	0,165854145	0,0808262	17,34268059
42	1	0	0	0	0	1	0	0,340744253	0,46387552	0,879022227	0,49090859	-0,057089362	19,95708925
43	1	0	0	0	1	0	0	0,000284615	0,400402882	0,560649782	0,01271614	0,334500977	20,28985368
44	0	0	0	1	1	0	0	0,163039654	0,365626011	0,934924007	0,168918793	0,0433901	15,71535486
45	0	1	0	0	0	1	0	0,381886063	0,252739846	0,781902544	0,736271959	0,042036275	20,16572673
46	0	1	0	0	0	1	0	0,261929508	0,683295528	0,945225037	0,367724513	-0,127409259	17,09421217
47	1	0	0	0	0	1	0	0,749920517	0,078093447	0,998164927	0,534785954	-0,013579558	17,30132895
48	1	0	0	0	0	1	0	0,001430157	0,043209745	0,307821861	0,355172913	0,154893534	19,54382425
49	0	0	0	1	0	1	0	0	0,033017049	0,773975597	0,411183976	0,025063675	15,48886105

الملحق: قاعدة بيانات الدراسة التجريبية.

50	0	0	0	1	0	1	0	0	0,065233884	0,748025308	0,014186332	0,119154231	13,41503299
51	1	0	0	0	1	0	0	0	0,011358682	0,052615488	0,004237511	0,009251196	15,93265131
52	0	1	0	0	0	1	0	0	0,328317662	0,795714008	0,594627006	0,189806993	16,73770931
53	0	0	1	0	0	0	1	0,039752884	0,865080657	0,906447992	0,021953595	0,003640436	14,30412405
54	0	1	0	0	0	0	1	0	0,111815784	0,111815784	0,435838179	0,175891958	16,72715331
55	1	0	0	0	1	0	0	0	0,028763025	0,980715968	0,342173735	0,005802428	15,10646821
56	0	0	1	0	0	1	0	0,067178546	0,139765778	0,420640621	0,780799691	-0,066687283	17,98416552
57	0	1	0	0	0	1	0	0	0,368808398	0,368808398	0,585305074	0,124223028	12,20607265
58	1	0	0	0	1	0	0	0	0,0718084	0,0718084	0	0,001935412	14,58313886
59	1	0	0	0	0	0	1	0	0,686299174	0,686299174	0,236804409	0,032478388	13,81554056
60	1	0	0	0	0	1	0	0,03846458	0,034074808	0,197585853	0,845892146	0,02064275	17,35749326
61	0	1	0	0	0	1	0	0	0,049874158	0,049874158	0,014962864	0,13587757	14,95419231
62	0	0	1	0	0	0	1	0	0,159854046	0,159854046	0,073408088	0,011698125	15,8645426
63	0	1	0	0	0	1	0	0	0,027129441	0,960005129	0,669178225	0,002403169	13,95440256
64	0	0	0	1	0	1	0	0,337177316	0,051332476	0,388509791	0,53213671	0,072517261	13,94973546
66	1	0	0	0	0	1	0	0	0,863641046	0,863641046	0,02328142	0,132207651	15,1439162
67	1	0	0	0	0	1	0	0	0,461461689	0,884199647	0,208768054	0,04881909	14,76450079
68	0	0	0	1	0	0	1	0	0,012253038	0,949217777	0,420477819	0,048679833	15,04223681
69	1	0	0	0	0	1	0	0	0,6269267	0,6269267	0,363017042	0,205823839	20,65255522
70	0	1	0	0	0	1	0	0,037688044	0,467175788	0,961926761	0,618463693	-0,01393719	14,80320937
71	0	1	0	0	0	1	0	0,004987844	0,165016285	0,835086483	0,743978276	-0,024690594	15,74324545
72	0	1	0	0	0	0	1	0,000529116	0,281607625	0,282136741	0,010055695	0,106813431	17,1504172
73	0	1	0	0	0	0	1	0,728148073	0	0,728148073	0,782075965	0,003586848	13,75179836
74	0	0	0	1	0	1	0	0	0,051171193	0,358798363	0,356931575	0,036982364	14,9019455
75	0	1	0	0	0	1	0	0,03867276	0,016404108	0,148936121	0,411298056	0,039112701	17,44127517
76	0	0	0	1	0	0	1	0	0,0448052	0,0448052	0,576738086	0,127560931	16,33364363
77	0	0	1	0	0	1	0	0,351983081	0,42980001	0,810533664	0,423790932	-0,035657954	18,96038334
78	0	0	0	1	0	0	1	0	0,099885132	0,099885132	0	0,280297658	11,87059991
79	1	0	0	0	0	1	0	0,227468497	0,040900784	0,907347744	0,970946261	0,003128319	18,20318748
80	1	0	0	0	0	1	0	0,369342764	0,454028615	0,932934631	0,757430448	0,000319192	17,41918537
81	0	0	0	1	0	0	1	0,716513529	0	0,716513529	0,53949254	0,091376549	13,3534751
82	1	0	0	0	1	0	0	0	0,178220138	0,213346514	0,321314802	0,311631174	18,45324098
83	0	1	0	0	0	1	0	0	0,098579171	0,973606859	0,841664701	0,015206709	14,24427283
84	0	1	0	0	0	1	0	0,138238754	0,332010711	0,624545429	0,2338306	0,105897034	18,10038374
85	0	0	0	1	0	0	1	0	0,014471118	0,014471118	0,723570373	0,239108918	12,83368662
86	1	0	0	0	1	0	0	0	0,146671325	0,227664241	0,226142228	0,081655893	17,84153979
87	1	0	0	0	0	1	0	0	0,354507518	0,924197981	0,141190548	-0,237105767	11,52138954
88	1	0	0	0	0	1	0	0,034490632	0,144878071	0,769998571	0,199188676	0,111851414	16,39671168
89	1	0	0	0	0	0	1	0	0,069146283	0,069146283	0,226787346	0,00836027	16,31630696
90	0	0	1	0	0	0	1	0,037893996	0,045289598	0,343711896	0,702069657	0,110594139	18,37536006
91	0	1	0	0	0	1	0	0	0,192720753	0,906573044	0,494748349	0,029702103	16,03596963
92	0	1	0	0	1	0	0	0	0,297191877	0,297191877	0,021259115	0,38749792	17,7695999
93	0	0	0	1	0	1	0	0	0,033146675	0,033146675	0,032539943	0,239630569	16,85457779
94	1	0	0	0	1	0	0	0,206146692	0,620462116	0,826608808	0,84037257	-0,060235174	13,07123849
95	0	0	0	1	0	0	1	0,432402341	0,005510573	0,437912914	0	0,313504802	11,91170158
96	0	1	0	0	0	0	1	0	0,093237821	0,433273638	0	-0,10740598	11,75665565
97	0	0	1	0	0	1	0	0,04254975	0,309866726	0,354291239	0,369155016	0,162690243	19,19354144
98	1	0	0	0	0	1	0	0	0,151682244	0,676333713	0,478272549	0,032091326	16,77665873
99	0	0	0	1	0	1	0	0	0,065836374	0,177368464	0,719662013	0,801465006	16,46718721

الملحق: قاعدة بيانات الدراسة التجريبية.

100	0	1	0	0	0	0	1	0	0,783848214	0,783848214	1	0,033809524	11,69524702
101	0	1	0	0	0	0	1	0	0,00130868	0,00130868	0,649344811	0,153535083	12,45097769
102	0	0	0	1	0	1	0	0	0,04453948	0,04453948	0	0,165572035	15,81292826
104	1	0	0	0	0	1	0	0	0,074254747	0,982079955	0,032345806	0,010787689	14,35720035
105	0	0	1	0	1	0	0	0,373352274	0,081555439	0,454907713	0,360992162	-0,255626974	17,77112456
106	1	0	0	0	0	1	0	0	0,593648486	0,90659985	0	0,054741452	14,60392837
107	0	1	0	0	1	0	0	0	0,112783833	0,112783833	0,071116598	0,037291995	16,28691327
108	0	0	0	1	1	0	0	0	0,006194174	0,69640568	0,781857266	0,130166287	16,81759584
109	1	0	0	0	0	1	0	0	0,456695101	0,91959043	0,254198423	0,026521167	13,58607593
110	1	0	0	0	0	1	0	0,433115414	0,072790572	0,897507896	0,676894875	0,021133039	12,85999811
111	1	0	0	0	0	1	0	0	0,018094901	0,421420935	0	0,239046498	15,51974806
112	1	0	0	0	0	1	0	0	0,151323085	0,231405215	0,12884836	0,231405215	17,73446192
113	0	0	0	1	0	0	1	0	0,035621516	0,035621516	0,430786641	0,600330193	16,28479667
114	0	0	1	0	0	1	0	0,206762431	0,459037031	0,666075913	0,608591853	0,001314159	21,40472672
115	1	0	0	0	0	0	1	0,527940918	0,076842666	0,604783584	0,944757264	0,03890177	12,16525065
116	1	0	0	0	0	1	0	0,058104848	0,502550518	0,995327879	0,67608034	-0,085722231	16,03135717
117	0	1	0	0	0	1	0	0,351111539	0,008227394	0,359338933	0,623772581	0,146067443	16,3909851
118	1	0	0	0	0	1	0	0,225556031	0,070370082	0,295926113	0,915824214	-0,05013998	18,10512778
119	0	1	0	0	1	0	0	0,001718205	0	0,001718205	0	0,027210519	15,91812989
120	0	0	1	0	0	1	0	0	0,06631994	0,06631994	0,607371756	0,02637286	20,97428792
121	0	1	0	0	0	1	0	0,000305894	0,07996762	0,33258217	0,364531747	0,036253802	19,33435488
122	0	0	0	1	1	0	0	0	0,047794098	0,82048657	0,462359812	0,174697406	18,24788644
123	0	0	0	1	0	0	1	0	0,011290426	0,99662722	0,321947149	-0,347216143	14,9254254
124	1	0	0	0	0	1	0	0	0,718383561	0,718383561	0,528341246	0,006977818	19,88990562
125	0	0	0	1	0	1	0	0	0,473218184	0,865415849	0,383988491	0,097478505	18,54936983
126	0	0	0	1	0	0	1	0	0,045157113	0,045157113	0,626408561	0,078823087	15,6247085
127	1	0	0	0	0	1	0	0,083083223	0,179133174	0,262216397	0,700127959	-0,027066841	16,84203495
128	0	1	0	0	0	1	0	0,172570583	0,761168144	0,967615327	0,165593043	0,02660532	16,69934622
129	0	1	0	0	0	0	1	0,722316637	0,26323703	0,985553667	0,832403471	-0,159880743	11,88172659
130	0	1	0	0	1	0	0	0,043561628	0,00139994	0,044961568	0,022151959	-0,004283763	15,33407474
131	0	1	0	0	0	0	1	0	0,899932565	0,899932565	0,861428651	-0,12902322	11,54480197
132	0	1	0	0	0	1	0	0,841481481	0	0,841481481	0,731851852	0,099259259	14,39268556
133	0	1	0	0	0	1	0	0	0,637268926	0,637268926	0,448046297	0,340778373	17,03834725
134	0	1	0	0	0	0	1	0,125295508	0,035460993	0,160756501	0,964539007	0,011820331	15,07980676
135	0	1	0	0	1	0	0	0	0,562097914	0,705115358	0,084614079	0,072311947	13,12236338
136	0	0	0	1	1	0	0	0,143425748	0,019210338	0,914762619	0,042661301	0,072678978	14,90112339
137	0	1	0	0	0	1	0	0,840689303	0	0,943706468	0,19605142	-0,16178969	11,56171563
138	1	0	0	0	0	1	0	0,064800112	0,519701195	0,698267164	0,242614133	0,139093771	17,60426385
139	0	1	0	0	0	0	1	0	0,145647867	0,408603713	0,034822314	0,001649697	14,89787217
140	0	1	0	0	0	0	1	0,002093651	0,269556115	0,271649767	0,203141443	0,05698864	17,5882298
142	0	1	0	0	0	1	0	0,118980182	0,080445585	0,199425767	0,327432845	0,407478274	16,20276315
143	0	1	0	0	0	1	0	0,050349901	0,255517542	0,305867443	0,146052382	0,192924352	16,60300754
144	0	1	0	0	0	1	0	0,574149247	0,015948504	0,590097751	0,872848336	0,082407249	10,59663473
145	0	1	0	0	1	0	0	0,078581066	0,410088412	0,488669478	0,029122906	-0,120861259	12,87524583
146	1	0	0	0	0	0	1	0,975496986	0,000825903	0,988161444	0,812914154	-0,156230559	12,56625792
147	0	1	0	0	1	0	0	0	0,000887181	0,000887181	0	0,005795555	14,32430041
148	0	1	0	0	0	1	0	0	0,37155907	0,37155907	0	0,484083918	7,358830898
149	0	0	1	0	0	1	0	0,200134077	0,232456402	0,780918308	0,262829448	-0,023331577	19,97179635
150	0	1	0	0	0	0	1	0	0,662186591	0,662186591	0,362108053	0,014029175	15,02881964

الملحق: قاعدة بيانات الدراسة التجريبية.

151	0	0	1	0	0	1	0	0,12226502	0,50215847	0,628905387	0,686831673	0,071860532	18,06532081
152	0	0	0	1	0	0	1	0,416905333	0,164644312	0,646346492	0,637257166	0,082511099	17,35219939
153	0	0	1	0	0	1	0	0,055887114	0,321207283	0,3771288	0,289655096	0,05556899	19,95353768
154	0	1	0	0	1	0	0	0	0,78974664	0,884304763	0,040090558	0,007715661	20,27785581
155	1	0	0	0	1	0	0	0	0,000450059	0,000450059	0,041042944	-0,208313689	12,99508408
156	1	0	0	0	0	1	0	0	0,175737697	0,874072051	0,016116503	0,100026426	15,3552768
157	1	0	0	0	0	1	0	0	0,545260357	0,916954195	0,216301724	0,078430652	19,28321549
158	0	1	0	0	0	0	1	0,002039996	0,437542799	0,439582795	0,165396405	0,14262013	19,35347206
159	1	0	0	0	0	0	1	0,370112501	0,172145349	0,97629205	0,944212707	-0,000571958	17,44243281
160	0	0	0	1	1	0	0	0	0,024476268	0,918279354	0,011358354	0,070329182	14,64559874
161	1	0	0	0	0	1	0	0	0,726014452	0,726014452	0,018243376	0	17,79466811
162	1	0	0	0	0	1	0	0	0,183802037	0,260897866	0,66751471	0,319062275	16,96650147
163	0	1	0	0	1	0	0	0,325356919	0,453129784	0,980153855	0,02564076	0,018823595	19,27749017
164	0	1	0	0	1	0	0	0	0,746871775	0,813120879	0,536367522	0,109456325	16,81401506
165	0	0	1	0	0	1	0	0	0,134609988	0,888610262	0,318815219	0,045860468	20,71099052
166	1	0	0	0	0	1	0	0,009906712	0,643725646	0,687021904	0,143361728	0,119507247	20,1753021
167	0	0	0	1	0	0	1	0	0,117370642	0,241212204	0,240007185	0,216212287	14,76291408
168	1	0	0	0	0	1	0	0	0,200583474	0,200583474	0	0,194792949	13,50762578
169	1	0	0	0	0	1	0	0,323617447	0,003837056	0,327454504	0,876510037	-0,035240166	16,27034009
170	1	0	0	0	0	1	0	0	0,161669415	0,161669415	0,871565958	0,011398173	14,57715949
171	0	1	0	0	0	1	0	0	0,420306927	0,725655831	0,170572513	0,208947312	17,96803619
172	0	0	1	0	0	1	0	0,012837777	0,380479336	0,508584631	0,579986388	0,009095308	18,71285104
173	1	0	0	0	0	1	0	0	0,033670641	0,155795247	0,801198972	0,20484509	16,27390073
174	0	1	0	0	0	1	0	0,33423194	0,224997002	0,559228941	0,563314771	0,105246601	16,67439422
175	0	1	0	0	1	0	0	0	0,681419844	0,738863404	0,122931611	0,154148172	16,35393412
176	1	0	0	0	0	1	0	0	0	0,606842452	0	0,190876731	13,40727237
177	1	0	0	0	1	0	0	0,010150472	0,240149521	0,298628068	0,604214803	0,346188454	16,97506701
178	0	1	0	0	0	1	0	0,039331035	0,657224087	0,839689565	0,236544023	0,108505957	17,33991345
180	1	0	0	0	0	0	1	0	0,360664357	0,985258322	0,753463797	0,010245943	16,49172604
181	1	0	0	0	0	1	0	0	0,056514166	0,69259185	0,208462434	0,253956244	14,83839988
182	1	0	0	0	0	0	1	0	0,078977313	0,86062868	0,348728115	0,079354356	15,48810778
183	1	0	0	0	0	0	1	0,007033033	0,900055768	0,928492914	0,507912993	0,064535244	15,43808185
184	1	0	0	0	0	1	0	0	0,091568532	0,866272391	0	0,060663334	14,76837248
185	0	0	0	1	1	0	0	0,02396051	0,469023459	0,64637257	0,050000291	0,019393123	18,12624069
186	1	0	0	0	0	1	0	0,342479106	0,26291266	0,935050332	0,382820245	0,050405506	16,01310818
187	0	0	0	1	1	0	0	0	0,207079417	0,510757754	0	0,033790761	14,87676706
188	0	1	0	0	1	0	0	0	0,103868196	0,411104212	0,016661364	0,016089185	16,76557131
189	0	1	0	0	0	1	0	0,036859978	0,324818772	0,36167875	0,153788266	0,202239909	15,11011169
190	0	1	0	0	1	0	0	0,050281246	0,238665572	0,34994413	0,099659864	0,001642699	16,21010989
191	0	1	0	0	0	1	0	0	0,094219674	0,110786384	0,722769369	-0,13678974	15,95139151
192	0	0	0	1	1	0	0	0	0,871278158	0,871278158	0	0,097405258	16,48489258
193	1	0	0	0	0	0	1	0	0,0002137	0,9977453	0,850067268	-0,053866081	14,18181895
194	1	0	0	0	1	0	0	0	0,119653468	0,298789232	0,65645998	0,010258538	16,45756117
195	1	0	0	0	0	1	0	0,338989674	0,302310335	0,846364645	0,836399004	0,020270308	19,2073684
196	1	0	0	0	0	0	1	0,809383002	0,002230363	0,899360396	0,546704898	-0,162987366	11,69524702
197	1	0	0	0	0	1	0	0,100559251	0,407274672	0,567097601	0,634611851	0,002262548	20,16609239
198	1	0	0	0	0	1	0	0	0,587663065	0,587663065	0,620865586	0,01559718	15,88182641
199	0	0	1	0	0	1	0	9,03783E-05	0,226159021	0,678905439	0,434824899	0,005497865	20,01686215
200	1	0	0	0	0	0	1	0,174112813	0,658329028	0,832441841	0,119537709	0,119954887	17,88693067

الملحق: قاعدة بيانات الدراسة التجريبية.

201	1	0	0	0	0	0	1	0,053879429	0,556986139	0,888056459	0,174782527	0,03651866	16,69800321
202	1	0	0	0	1	0	0	0	0,378691406	0,378691406	0,00245979	-0,000332662	12,79385931
203	1	0	0	0	1	0	0	0,087707762	0,364027852	0,50406714	0,241946294	0,486637651	18,44527069
204	0	0	0	1	0	0	1	0	0,600024236	0,600024236	0	0,112344118	15,74508994
205	1	0	0	0	0	1	0	0,061769271	0,259397251	0,321166521	0,541563625	0,020515771	17,63854139
206	1	0	0	0	0	1	0	0	0,266098782	0,567257642	0,293993353	0,019548402	17,31077658
207	0	1	0	0	0	0	1	0	0,86848133	0,879956372	0,062087617	0,111561985	16,27668639
208	0	1	0	0	0	0	1	0	0,88588364	0,893526562	0,03999597	0,103775011	16,40414712
209	1	0	0	0	1	0	0	0	0,819215004	0,84294394	0,030416305	0,049620167	14,55994752
210	0	0	1	0	0	1	0	0	0,954825386	0,957701672	0,793792647	-0,060719123	12,09793049
211	0	1	0	0	0	1	0	0,09000319	0,703297328	0,850128458	0,12984184	-0,001115016	15,10853959
212	0	1	0	0	0	0	1	0,807430792	2,28105E-05	0,807453602	0,747786157	-0,005174024	12,25486281
213	0	1	0	0	0	1	0	0	0,369787694	0,369787694	0,389252012	0,12521014	17,03697834
214	0	0	1	0	0	1	0	0,139838541	0,217711372	0,357549913	0,060807748	0,018423603	18,83562812
215	1	0	0	0	0	1	0	0	0,11461163	0,11461163	0,137610912	0,087398607	17,71849201
216	1	0	0	0	0	0	1	0	0,12511174	0,912273754	0,334553738	0,074522628	16,12720385
218	1	0	0	0	0	0	1	0,258824101	0,216660865	0,906306296	0,548804847	0,088879632	16,39129461
219	1	0	0	0	0	1	0	0	0,463144678	0,463144678	0,003616352	0,058857417	16,64244648
220	0	1	0	0	0	1	0	0	0,35735613	0,90110873	0,052229428	0,07866871	14,46313722
221	0	1	0	0	0	1	0	0	0,692302211	0,824926217	0,192247685	0,12995803	15,34405073
222	0	1	0	0	0	1	0	0,093585773	0,640824147	0,909103364	0,275685131	0,035661636	16,24195044
223	0	1	0	0	0	1	0	0	0,340151367	0,441883467	0,014381721	0,041775983	16,3199591
224	0	0	0	1	0	1	0	0	0,857410582	0,870500221	0,168851605	0,043815949	18,06495742
225	1	0	0	0	0	1	0	0,163415569	0,104236452	0,35576489	0,835441979	0,021852878	19,82727031
226	1	0	0	0	1	0	0	0	0,746213334	0,952458985	0,279844351	0,03846939	16,2633395
227	0	0	0	1	0	1	0	0	0,509111337	0,936052433	0,193612658	0,063195237	18,30054514
228	1	0	0	0	0	1	0	0	0,051839319	0,937150341	0,109333526	0,050202358	15,24934287
229	1	0	0	0	1	0	0	0	0,749233646	0,894247288	0,08160991	0,073464243	17,1386416
230	1	0	0	0	1	0	0	0	0,073084523	0,30544727	0,663893561	0,030659169	16,63671562
231	0	1	0	0	0	1	0	0	0,660064621	0,754753902	0,045719419	0,217188372	15,37806316
232	1	0	0	0	0	1	0	0,021360726	0,289102536	0,354603318	0,226916039	0,022095906	17,92545585
233	1	0	0	0	1	0	0	0	0,159248259	0,858598576	0,531352718	0,105908451	17,65658233
234	1	0	0	0	1	0	0	0	0,556394882	0,916393308	0,098407566	0,078317201	16,47322467
235	1	0	0	0	0	1	0	0	0,172441409	0,172441409	0,047112335	0,062552995	15,69334879
236	0	0	0	1	0	0	1	0	0,038397306	0,976905883	0,476946981	-0,318611978	13,63949627
237	0	1	0	0	0	1	0	0	0,805540378	0,865719434	0,018109385	0,038677411	16,71319496
238	0	1	0	0	0	1	0	0	0,834269459	0,936383737	0,085181506	0,051109627	16,01202377
239	1	0	0	0	1	0	0	0	0,49921262	0,877860823	0,106833576	0,095092877	16,30037927
240	0	1	0	0	1	0	0	0	0,202908501	0,347936725	0	0,074031298	18,10043713
241	1	0	0	0	1	0	0	0	0,168474499	0,183828105	0,003857641	0,020370045	15,78316882
242	0	0	0	1	1	0	0	0	0,234029466	0,936746651	0	0,055445381	15,87336249
243	1	0	0	0	0	0	1	0,001345895	0,085687228	0,428555071	0,733685999	0,037354034	15,65094267
244	0	1	0	0	1	0	0	0	0,010698212	0,010698212	0	0,022362882	15,13074737
245	1	0	0	0	1	0	0	0,10772853	0,562023014	0,776389277	0,38346507	0,188218918	18,85297691
246	1	0	0	0	0	1	0	0,001965991	0,31907972	0,991074265	0,758252955	-0,080977876	15,64311968
247	0	1	0	0	0	1	0	0,192458189	0,007881009	0,26827684	0,744307337	0,042081564	19,35335206
248	1	0	0	0	0	1	0	0,054980003	0,40242852	0,457408524	0,180963717	0,056015919	17,88879204
249	1	0	0	0	1	0	0	0	0,782328195	0,963248308	0,061862781	0,030615213	18,12374562
250	0	0	1	0	0	0	1	0	0,139441651	0,139441651	0,756201492	0,03663682	17,52865908

الملحق: قاعدة بيانات الدراسة التجريبية.

251	1	0	0	0	0	1	0	0	0,28034467	0,772984932	0,414623478	0,086260707	16,21634523
252	0	1	0	0	0	0	1	0	0,228943198	0,6412863	0,05015509	0,225708215	14,77829358
253	0	1	0	0	0	1	0	0,10715113	0,225601745	0,875745888	0,798036708	0,002712401	16,25680014
254	0	1	0	0	0	1	0	0	0,005464666	0,005464666	0,862314867	0,016699505	13,39999511
256	0	0	0	1	1	0	0	0	0,171803045	0,752937421	0,229933505	0,055185422	16,55987358
257	0	0	0	1	1	0	0	0,092480301	0,14842556	0,8405048	0,086186239	0,15321975	16,8536092
258	0	1	0	0	0	1	0	0,00531655	0,215619812	0,640988048	0,905549272	0,004762672	16,05960145
259	0	1	0	0	1	0	0	0	0,005949153	0,005949153	0,04066114	0,030926641	15,51817651
260	1	0	0	0	0	1	0	0	0,673149644	0,673149644	0,092990638	-0,003587788	17,7097084
261	1	0	0	0	0	1	0	0,482239114	0,060584372	0,592395606	0,265249906	0,012422355	15,75006625
262	0	1	0	0	0	1	0	0,019216854	0,399054676	0,921391255	0,57774935	-0,140140354	15,05352373
263	0	0	1	0	0	1	0	0,000418239	0,024588886	0,125515015	0,650976751	-0,097259656	18,03672873
264	1	0	0	0	0	1	0	0,353614789	0,216792961	0,57040775	0,410155618	0,01736621	18,5825023
265	0	0	0	1	0	1	0	0	0,386734977	0,862146976	0,412028908	0,074924193	16,34318996
266	1	0	0	0	1	0	0	0	0,663913357	0,687371038	0,13776584	0,127817877	20,73854356
267	0	0	1	0	0	1	0	0	0,343301306	0,343656437	0,071705838	0,1891294	17,25687055
268	1	0	0	0	0	1	0	0	0,94118886	0,983959978	0,009581715	-0,18675511	13,46314204
269	0	0	1	0	0	1	0	3,75638E-05	0,193627275	0,198702562	0,694818515	0,02662882	19,50600803
270	1	0	0	0	0	1	0	0	0,024507928	0,312091936	0,51964591	0,121972199	18,22456207
271	1	0	0	0	0	1	0	0,110908962	0,144781905	0,255690867	0,584322829	0,065719254	20,15013093
272	1	0	0	0	0	1	0	0	0,06791774	0,75673752	0,615784705	0,026409366	14,39088953
273	1	0	0	0	1	0	0	0	0,337202581	0,337202581	0,405385896	0,075708987	19,45835115
274	1	0	0	0	1	0	0	0	0,116774339	0,241698611	0,005064699	0,026105011	16,56542414
275	0	0	0	1	1	0	0	0	0,608720387	0,608720387	0,731409426	0,353521394	15,64361096
276	1	0	0	0	1	0	0	0,235339144	0	0,640502911	0,896879589	0,00826435	13,92526142
277	0	0	1	0	0	0	1	0,017515603	0,162810085	0,488122797	0,259480917	0,108123243	17,5209618
278	1	0	0	0	1	0	0	0,037857413	0,384783978	0,547612788	0,29811287	0,017329827	18,17962946
279	1	0	0	0	1	0	0	0,004620867	0,943158212	0,99020642	0,010389728	0,004584408	15,64833252
280	0	1	0	0	0	1	0	0,088725254	0,537186795	0,711751998	0,21207663	0,152690442	18,68997464
281	1	0	0	0	0	0	1	0	0,462125551	0,462125551	0,233956032	0,386321534	16,4065923
282	0	1	0	0	0	0	1	0,572045259	0,087414499	0,986384349	0,87185555	-0,088677812	13,10499119
283	1	0	0	0	1	0	0	0	0,142413035	0,142413035	0	-0,002686841	10,57939294
284	1	0	0	0	0	1	0	0,079175769	0,140507222	0,928541066	0,843701084	-0,029622995	15,28108877
285	1	0	0	0	0	0	1	0,21405756	0,035114066	0,249171626	0,531540075	0,102984807	15,36848393
286	1	0	0	0	0	0	1	0	0,208557194	0,852448693	0,311512575	0,114838013	10,7831143
287	1	0	0	0	0	1	0	0	0,453086921	0,938948272	0,068724362	0,017508677	16,22446415
288	0	0	1	0	0	0	1	0,003372019	0,091999377	0,095371395	0,054147148	-0,095584231	19,39098933
289	0	1	0	0	0	1	0	0,072811274	0,222392663	0,906386851	0,776945317	-0,048875661	16,0683294
290	1	0	0	0	0	1	0	0,132554618	0,079069046	0,296458619	0,016992123	0,424739237	18,44636775
291	0	1	0	0	1	0	0	0	0,056731093	0,056731093	0	0,127071734	14,49263963
292	1	0	0	0	0	0	1	0	0,463782496	0,463782496	0,017908485	0,086001599	18,51537564
294	1	0	0	0	0	0	1	0,125784853	0,649698836	0,775483689	0,230604779	0,06736873	15,8344056
295	1	0	0	0	0	1	0	0	0,2165699	0,2165699	0,459010066	-0,094096016	12,55137606
296	0	1	0	0	0	1	0	0	0,187035587	0,187035587	0,045032431	0,35259044	16,54271958
297	1	0	0	0	0	1	0	0,722817865	0,025643286	0,840988744	0,40146056	0,008497861	19,10533363
298	1	0	0	0	0	1	0	0,314189257	0,098566603	0,518388584	0,463448377	-0,025476329	19,7563989
299	0	1	0	0	0	1	0	0,415344584	0,549045859	0,98918393	0,021792107	0,003066247	20,405988
300	0	1	0	0	1	0	0	0	0,264503582	0,975497361	0,10567825	0,005427196	16,17222118
301	1	0	0	0	1	0	0	0	0,272489451	0,968911139	7,25713E-05	0,008225171	17,07734859

الملحق: قاعدة بيانات الدراسة التجريبية.

302	1	0	0	0	0	1	0	0	0,231883098	0,231883098	0,321737798	0,065858941	14,00613092
303	1	0	0	0	1	0	0	0,182389588	0,305132162	0,998902466	0,03047159	0,000562984	13,87327723
304	0	1	0	0	0	1	0	0,668198201	0,059943509	0,732101961	0,009286538	-0,000122062	16,38778342
305	1	0	0	0	1	0	0	0,2298803	0,573759336	0,803639636	0,398814547	0,045507222	17,52571617
306	1	0	0	0	0	1	0	0,085128593	0,005536757	0,551650083	0,436210821	0,036537997	17,8668335
307	0	0	1	0	0	1	0	0,010532058	0,259086481	0,276982458	0,604544878	-0,13056993	18,44642992
308	0	1	0	0	0	0	1	0,134738847	0,161435102	0,832626536	0,557627902	0,167054926	19,03052884
309	0	0	0	1	0	1	0	0	0,061939701	0,061939701	0,327584107	0,587569873	14,81877757
310	1	0	0	0	1	0	0	0	0,56103396	0,775635172	0,637236912	0,162965465	14,9152564
311	0	1	0	0	0	1	0	0,040760996	0,562815349	0,632224682	0,575850497	0,045577318	18,80411785
312	0	1	0	0	0	1	0	0	0,090195784	0,694234653	0,1915889	0,268118928	16,06638543
313	1	0	0	0	0	1	0	0	0,986280815	0,986370355	0,004663069	0,01226188	17,95567398
314	0	0	0	1	0	1	0	0	0,062882283	0,756763159	0,430096242	0,161162693	16,74636693
315	0	1	0	0	0	1	0	0,018750662	0,735853517	0,960050784	0,298901893	0,020063831	19,02504088
316	0	0	0	1	0	1	0	0	0,109226814	0,607944934	0,051842309	0,162150425	14,67133506
317	1	0	0	0	1	0	0	0,424356266	0,438260986	0,980548537	0,063389624	0,018502647	19,01694533
318	0	0	1	0	0	1	0	0,056436219	0,257831998	0,403181181	0,766841781	-0,030999849	17,39270601
319	0	0	0	1	0	0	1	0	0,794388613	0,995405253	0,027672191	-0,169924904	12,67488181
320	1	0	0	0	0	1	0	0	0,009500479	0,009500479	0	0,022297885	12,09697739
321	1	0	0	0	0	0	1	0	0,04389249	0,716421605	0,424985948	0,250756014	17,36906046
322	0	0	0	1	1	0	0	0	0,709466896	0,997018969	0,086735628	-0,118204628	16,85776285
323	0	0	1	0	0	1	0	0,22027264	0,186823804	0,82054039	0,29849867	-0,01314396	20,22859644
324	1	0	0	0	0	1	0	0	0,01441569	0,898670757	0,909044121	0,088062375	16,98267869
325	1	0	0	0	1	0	0	0	0,722014713	0,787438657	0,071804424	0,007405847	13,21258823
326	0	0	0	1	1	0	0	0	0,078433809	0,078433809	0	0,785135841	14,09888336
327	0	0	0	1	0	0	1	0	0,014937471	0,41057967	0	0,331778624	12,29398279
328	1	0	0	0	0	0	1	0,173828231	0,114539349	0,28836758	0,178432581	0,316848506	14,9299962
329	0	0	1	0	0	0	1	0,082902228	0,328838317	0,445024371	0,34961116	0,015079489	16,31130239
330	0	1	0	0	0	1	0	0	0,823870836	0,823870836	0,424805496	0,139493603	15,97924788
332	0	0	0	1	1	0	0	0,646298908	0,101645578	0,954613788	0	0,035691728	15,48754761
333	0	1	0	0	0	0	1	0	0,005838398	0,884909302	0,879070904	0,017416153	11,96591009
334	1	0	0	0	0	1	0	0,099496841	0,692283821	0,953931753	0,283128834	0,03260249	18,94172935
335	1	0	0	0	0	1	0	0,821622037	0,008978069	0,830600107	0,668759257	-0,102657631	15,24225872
336	1	0	0	0	1	0	0	0,2015606	0,207107447	0,589233034	0,321671188	0,04915059	19,49189664
337	0	0	0	1	1	0	0	0	0,035797228	0,627540948	0,788541529	0,180240872	18,44229975
338	1	0	0	0	0	1	0	0,275901804	0,086579727	0,934276935	0,725655123	-0,119930791	16,45013037
339	0	0	0	1	1	0	0	0	0,856349218	0,869125782	0,25096365	0,109579946	15,20396922
340	1	0	0	0	1	0	0	0,05507891	0,489698313	0,737910134	0,122731795	0,056967233	19,26334297
341	0	0	0	1	0	0	1	0	0,026195203	0,523174553	0,218901998	0,467549118	15,54193245
342	0	1	0	0	0	0	1	0,27490928	0,390525571	0,966677663	0,767302346	-0,142516303	11,33845302
343	1	0	0	0	1	0	0	0	0,00388302	0,565084909	0,233063067	0,080062673	15,24500712
344	0	0	0	1	1	0	0	0	0,004970124	0,315602865	0,773928325	0,580852888	14,13904228
345	1	0	0	0	0	1	0	0	0,804860136	0,849477186	0,129505932	0,110406353	16,47607245
346	1	0	0	0	0	1	0	0	0,260288455	0,527885139	0,321110843	0,244130538	20,56058543
347	1	0	0	0	0	0	1	0,837872502	0,016452838	0,85432534	0,979747918	-0,004652071	13,38472764
348	0	0	0	1	1	0	0	0	0,147712624	0,724198864	0,03917992	0,260813163	14,91814231
349	0	0	0	1	0	1	0	0	0,051896692	0,501575016	0,567241717	0,480905049	14,54026939
350	0	1	0	0	0	1	0	0	0,083123977	0,083123977	0,02432363	0,123540143	14,69234844
351	1	0	0	0	0	0	1	0,331921903	0,351122263	0,93018594	0,461618705	-0,099039528	15,09765335

الملحق: قاعدة بيانات الدراسة التجريبية.

352	0	1	0	0	0	1	0	0,564075559	0,188090471	0,752836341	0,292557127	0,173429416	17,3350424
353	0	0	1	0	0	0	1	0,000125592	0,034140583	0,034266175	0,682012696	-0,009914109	18,28747962
354	0	1	0	0	0	1	0	0,019497426	0,253359646	0,272857072	0,425510229	0,099365856	14,60704196
355	0	0	0	1	0	0	1	0,358863162	0,050873727	0,844452414	0,631726582	0,152327019	15,07090007
356	1	0	0	0	0	1	0	0,174978626	0,159212493	0,588526678	0,52197231	0,066587676	15,27873594
357	1	0	0	0	0	1	0	0,067139344	0,049769047	0,588772138	0,425383627	0,050879248	15,23913572
358	1	0	0	0	0	1	0	0,176960051	0,016376174	0,193336225	0,210683167	0,07724538	12,10625231
359	0	0	0	1	1	0	0	0,051637992	0,519724338	0,862759428	0,163824157	0,123644362	15,67370675
360	0	0	1	0	1	0	0	0	0,623480662	0,807665921	0,211742857	-0,038600533	19,59519762
361	1	0	0	0	0	0	1	0	0,391620995	0,391620995	0,827414703	0,066704377	12,79385931
362	0	1	0	0	0	1	0	0,066048749	0,043896734	0,88328533	0,575085778	-0,345371702	18,3988468
363	1	0	0	0	0	0	1	0	0,00485573	0,00485573	0,550487029	-0,278848731	13,76873337
364	1	0	0	0	0	1	0	0,104795483	0,054275467	0,727691242	0,003186411	0,128181434	15,00093245
365	0	1	0	0	0	1	0	0,022767911	0,175035274	0,714260532	0,74964466	0,000584056	16,40038741
366	0	1	0	0	0	1	0	0,064001288	0,10039372	0,86894847	0,794297678	-0,064541534	16,74448631
367	0	1	0	0	0	1	0	0,020486321	0,25410111	0,773729762	0,73237082	-0,035660306	16,52975747
368	1	0	0	0	0	0	1	0	0,041727067	0,983786948	0,813310267	-0,017194347	15,60007806
370	0	0	0	1	0	1	0	0	0,0262678	0,0262678	0,149335939	0,175832185	15,91302099
371	0	1	0	0	0	1	0	0,132261103	0,072288964	0,319827871	0,66973429	0,060301303	18,03856259
372	0	1	0	0	0	1	0	0,318520086	0,175273195	0,920676148	0,508694268	0,050491445	17,93653896
373	0	0	0	1	0	1	0	0,315974127	0,018842711	0,334816838	0,293461119	-0,071719327	11,05154059
374	0	1	0	0	0	0	1	0	0,006286248	0,006286248	0,977263656	0,016450096	12,27839331
375	1	0	0	0	1	0	0	0	0,560737115	0,708104373	0	0,012453939	18,36472355
376	1	0	0	0	1	0	0	0,748390327	0	0,748390327	0,04551619	-0,95448381	14,6121462
377	0	1	0	0	0	1	0	0,001252913	0,222493268	0,571543009	0,651111972	-0,030219629	18,07190885
378	0	1	0	0	0	0	1	0,516459258	0,039195864	0,863546311	0,761346602	-0,083337618	10,12862911
379	0	0	0	1	1	0	0	0	0	0,154389997	0,172331998	0,011069479	15,03509918
380	1	0	0	0	1	0	0	0	0,006151006	0,112734687	0,652217836	-0,104949434	15,72999781
381	0	1	0	0	0	0	1	0	0	0,250085522	0	0,211260115	11,88448902
382	1	0	0	0	0	0	1	0,253643337	0,023190103	0,76962621	0,782287796	0,068696617	16,62693524
383	0	0	0	1	0	1	0	0,660751371	0,039510659	0,96793505	0,756576876	0,03168303	16,54407307
384	0	0	0	1	0	1	0	0,124493596	0,76867444	0,926346831	0,176730542	0,070886644	17,99017868
385	0	0	0	1	1	0	0	0,068966878	0,506461971	0,747258501	0,283603845	0,040785922	17,09249422
386	0	1	0	0	0	0	1	0,400119064	0,016656434	0,416775498	0,89275526	-0,107110515	13,35307819
387	0	0	1	0	1	0	0	0,144842812	0,537922894	0,682765705	0,29546924	0,003554206	19,6450723
388	0	1	0	0	1	0	0	0,027426062	0,277445541	0,304871602	0,609708412	0,000891783	16,24067758
389	1	0	0	0	0	0	1	0,476720921	-0,005958949	0,826079151	0,957835822	0,071194605	12,54254488
390	0	0	1	0	0	0	1	0	0,306651282	0,306651282	0,030455592	0,027682229	16,45266608
391	0	0	1	0	1	0	0	0,121213447	0,191299095	0,317219275	0,378465869	0,134933724	19,33785834
392	0	0	1	0	0	1	0	0,199694676	0,256520294	0,566882992	0,78337678	0,064099546	19,30990658
393	1	0	0	0	1	0	0	0,051756373	0,40320721	0,481409454	0,125309599	0,05483788	19,83366117
394	1	0	0	0	1	0	0	0,814841852	0,008614501	0,823456354	0	0,001270468	15,19062516
395	0	0	1	0	0	0	1	0,032596691	0,677467978	0,910683027	0,594461667	-0,048669995	13,51052362
396	1	0	0	0	1	0	0	0	0,891394498	0,891394498	0,002459745	0,049433739	15,9622479
397	1	0	0	0	1	0	0	0	0,385216091	0,759795377	0,019852661	0,179048821	15,77007981
398	0	1	0	0	1	0	0	0,651285179	0,184194659	0,835479838	0,586505934	-0,149493515	14,31591608
399	0	1	0	0	1	0	0	0	0,595500125	0,953919502	0	0,00558714	14,11997014
400	1	0	0	0	1	0	0	0	0,074783296	0,074783296	0	0,018598099	15,4294844
401	0	1	0	0	0	1	0	0	0,041092834	0,041092834	0,231784361	0,044053505	14,9698571

الملحق: قاعدة بيانات الدراسة التجريبية.

402	1	0	0	0	1	0	0	0	0,836120444	0,836120444	0	0,085426716	14,076651
403	1	0	0	0	1	0	0	0,061318425	0,577589519	0,88294862	0,247559594	0,066005604	15,13913824
404	1	0	0	0	0	1	0	0	0,008053976	0,008053976	0,69068647	-0,02139728	16,27041666
405	0	0	1	0	0	1	0	0	0,172697071	0,354660435	0,693520364	-0,003228926	19,50440112
406	0	0	1	0	0	1	0	0	0,600446805	0,600446805	0,422799794	0,010599455	17,17495741
408	1	0	0	0	0	0	1	0,357966537	0,004964236	0,917077421	0,971713803	0,040311334	11,93688516
409	0	1	0	0	0	1	0	0,370472729	0,341432287	0,711905016	0,630555366	0,08452463	18,60638574
410	0	1	0	0	0	1	0	0,012906285	0,95585587	0,969451201	0,294546163	-0,039323437	12,07823927
411	1	0	0	0	0	1	0	0,487561744	0,045172566	0,532734311	0,717534168	0,012513251	17,66015271
412	0	0	1	0	0	1	0	2,26092E-05	0,207332744	0,532025708	0,538812999	0,016952451	20,59006623
413	0	0	0	1	0	1	0	0,726173467	0,14432371	0,906508818	0,355092511	0,090770198	18,26779711
414	1	0	0	0	0	1	0	0	0,668852959	0,82276079	0,144166371	0,074502544	18,19433421
415	0	1	0	0	1	0	0	0,253909091	0,148594876	0,64900807	0,748814893	0,029639239	17,68120058
416	1	0	0	0	0	1	0	0	0,835211576	0,846290181	0,667624641	0,025896057	15,76924714
417	0	1	0	0	1	0	0	0,066701791	0,710718488	0,848095409	0,063737841	0,008825767	14,33109683
418	1	0	0	0	1	0	0	0,007389502	0,164776919	0,172166422	0,001026837	0,037811164	16,73205318
419	0	1	0	0	0	1	0	0,708624195	0,221039567	0,929663761	0,774490288	0,013890457	15,1724052
420	0	1	0	0	0	1	0	0,127035279	0,292330889	0,477758607	0,623636258	0,046556614	18,69130575
421	1	0	0	0	0	1	0	0,190056814	0,290581777	0,717489104	0,199268367	0,106747149	20,68075686
422	1	0	0	0	0	0	1	0	0,893144376	0,893144376	0,285750477	0,065419214	16,05430295
423	0	1	0	0	0	1	0	0	0,529457846	0,923088737	0,261456146	-0,065839988	13,68752053
424	0	1	0	0	1	0	0	0	0,101017324	0,976929231	0,882308817	-0,089634223	11,73606902
425	0	0	0	1	0	0	1	0,215568907	0,438647124	0,910111583	0,327209123	0,089336239	17,70977625
426	1	0	0	0	0	1	0	0,349764991	0,291558542	0,73267098	0,87830582	0,000774849	19,01563149
427	1	0	0	0	0	1	0	0	0,270205842	0,593368389	0,459303397	0,034109995	17,95960561
428	0	0	1	0	0	0	1	0,042731022	0,370567711	0,466013461	0,335189466	0,065799845	18,38948153
429	1	0	0	0	0	0	1	0	0,257950655	0,263856657	0,568303272	0,159365234	13,96612617
430	0	0	0	1	0	0	1	0,148084541	0,633308547	0,82731044	0,108069087	0,093763675	20,55029305
431	0	0	1	0	0	1	0	0,001224345	0,357402874	0,67311902	0,500084066	-0,039156366	19,2339251
432	0	0	0	1	1	0	0	0	0,106514416	0,747452758	0,061464904	0,158723597	17,11384669
433	1	0	0	0	0	0	1	0,353809371	0,478599206	0,832408578	0,335267611	-0,042036113	15,46197447
434	1	0	0	0	0	0	1	0,069085464	0,030999963	0,101512363	0,277932476	0,304136158	21,1919112
435	1	0	0	0	0	0	1	0,252090315	0,472603224	0,855145632	0,211320274	0,047000983	20,09331176
436	0	1	0	0	0	0	1	0	0,22975088	0,22975088	0	0,410670346	15,8018655
437	1	0	0	0	0	0	1	0,163727268	0,240493769	0,444725188	0,393082024	0,284838898	19,5399305
438	1	0	0	0	0	0	1	0	0,619782886	0,681970949	0,050016655	0,316472791	20,17207686

حيث:

- RE: تمثل المردودية.

- TD: تمثل نسبة الاستدانة الكلية.

- TA: تمثل الحجم.

- TDLM: تمثل نسبة الاستدانة طويلة ومتوسطة الأجل.

- GAR: تمثل الضمانات

- TC: تمثل نسبة الاستدانة قصيرة الأجل.