

جامعة ابن خلدون – تيارت -

كلية العلوم التجارية والاقتصادية وعلوم التسيير

قسم: علوم التسيير

# محددات الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

## دراسة حالة الجزائر

مذكرة تخرج تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر

تخصص: مالية

إعداد الطالبتين:

الأستاذ المشرف :

- سعد نادية

روابة محمد

- صحراوي عشورة

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ.....

السنة الجامعية 2015-2016

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

شكر و تقدير

قال تعالى "" ولئن شكرتم لأزيدنكم ""

**أولا** الشكر لله رب العالمين الذي نور دربنا ويسر أمرنا وأماننا  
لإكمال هذه الرسالة والصلاة والسلام على أشرف الخلق وخاتم المرسلين  
سيدنا

"محمد عليه الصلاة والسلام " هانحن نسلم المشعل إلى الدفعة اللاحقة لا  
يسعنا

إلا التحسر والتألم على سنوات مضت ولن تعود.

نقدم اسمى التبجيل والاحترام والتقدير لأبائنا وأمهاتنا الذين

سلكوا طريقا معبدا بالأشواق لنصل نحن إلى بر الأمان

والهناء، فعذرا فمهما أسلفنا في ذكرهم

فنحن واقعون لا محالة

في التقصير

كما نشكر مؤطرنا الأستاذ "**راوية محمد**" الذي لم يبخل علينا بتوجيهاته

التي كانت لنا المعين في انجازنا هذا العمل فجزاه الله عنا كل خير .

كما نشكر للمرة الثانية الأستاذ "**بن صوشة ثامر**" على ما أبداه لنا من

اهتمام وتوجيه ونقد ونقاشات بناءة حول الموضوع

أثناء الزيارات .

أما الشكر من النوع الخاص فنحن نتوجه به أيضا إلى كل من لم يقف إلى

جانبنا ومن وقف في طريقنا وعرقل مسيرة بحثنا فلولا وجودهم لما

أحسننا بمتعة البحث ولا حلاوة المناقشة الايجابية ولولاهم لما وصلنا إلى ما

نحن عليه اليوم ويكون بحثنا بهذه الحلة،

فلهم منا كل الشكر والتقدير .

إهداء

اختبرت لمن اهدي عملي هذا والكل يستحق الإهداء, لكن  
اختصر القول: إلى الوالدين الكريمين حفظهما الله وأطال في  
عمرهما اللذان أبيا إلا أن أقف في القمة

إلى كل إخوتي وأخواتي كل باسمه

إلى بهجة المنزل قرة عيني سمية

إلى رفيقتي دربي ومشواري الدراسي أحلام، فضيلة

نادية

## إهداء

أهدي ثمرة جهدي إلى أبي وأمي اللذين كانا سبب وجودي في الحياة إلى أبي الذي زرع في نفسي مخافة الله وكبرياء الكريم وإلى أمي الغالية همس روعي التي غمرتني بحنانها إليكما أهدي عملي هذا جعله الله لكما في ميزان حسناتكما يوم القيامة .

إلى إخوتي نور الدين . محمد . جيلالي . جمال . عبد الحق , وإلى أختي الغالية نجات أحبك حبا لو مر على أرض قاحلة لتفجرت منها ينابيع المحبة والعرفان حفظهم الله لي ورحمهم .

إلى أهلي وأقاربي .

إلى أساتذتي

إلى رفيقات دربي

إلى كل من علمني حرفا

إلى كل من مد لي يد العون

إلى كل رفيقة قضيت معها طو الحياة ومرها .

خاصة أخي الغالي والحنون مصدر الأمان لي نورالدين .

إلى كل من يشهد أن لا إله إلا الله محمدا رسول الله.

عشورة

## الملخص :

يحتل موضوع الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة أهمية بالغة باعتبارها ظاهرة ذات خصوصيات اقتصادية ومالية معينة. وعليه فان دراستنا هذه تهدف إلى تفسير السلوك التمويلي لهذه المؤسسات. الذي يظل المحدد الأساسي لقراراتها.

وذلك أنها أثناء اتخاذ قرار التمويل يكون هدف المؤسسة تحديد تشكيلة الاقتراض و الأموال الخاصة التي تعظم من قيمتها السوقية.

وكذلك دراسة أهم العوامل المؤثرة علي الهيكل المالي. واعتمدنا في ذلك على نموذج الانحدار الخطي البسيط لعينة مكونة من أربعة مؤسسات صناعية صغيرة ومتوسطة لولاية تيارت. كما توصلنا إلي نتائج منها ما يتوافق مع الدراسات التجريبية السابقة ومنها ما هو مخالف .

الكلمات المفتاحية : المؤسسات الصغيرة المتوسطة .الهيكل المالي.تكلفة الأموال .

### Résumé:

Il occupe le sujet de la structure financière des petites et moyennes entreprises d'une grande importance en tant que particularités économiques et financières du phénomène . cette étude vise à interpréter le comportement financier de ces institutions. Ce qui reste un facteur déterminant de ses décisions.

Et qu'ils prennent lors de la décision de financement pour être l'objectif de l'organisation afin de déterminer les emprunts lineup

Et les fonds privés qui maximisent la valeur de marché.

En plus de l'étude des facteurs les plus importants qui affectent la structure financière. Et nous nous sommes appuyés sur la régression linéaire simple est composé d'un échantillon de quatre petites et moyennes entreprises industrielles Tialet modèle à long terme. Comme nous sommes arrivés aux résultats qui sont cohérents avec les études expérimentales précédentes, y compris ce qui est contraire.

Mots clés: petites entreprises .Structure financière.coûts de l'argent.



# فهرس المحتويات



## فهرس المحتويات

	شكر وتقدير
	الإهداء
	حكمة
	قائمة الجداول
	قائمة الأشكال
	قائمة الملاحق
الصفحة	الملخص
01.....	المقدمة العامة.....
	الفصل الأول: الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة
07 .....	مقدمة الفصل الأول.....
08 .....	المبحث الأول: المؤسسات الصغير و المتوسطة.....
08 .....	المطلب الأول : ماهية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.....
12 .....	المطلب الثاني : خصائص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.....
15 .....	المطلب الثالث : أهمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة .....
16 .....	المبحث الثاني : مدخل إلى الهيكل المالي.....
17.....	المطلب الأول : مفهوم الهيكل المالي.....
17 .....	المطلب الثاني : أهداف الهيكل المالي.....
18.....	المطلب الثالث : السياسات التمويلية للمنشأة.....



21	المبحث الثالث : مصادر تمويل الهياكل المالية للمؤسسات الاقتصادية.....
21	المطلب الأول: مصادر التمويل قصيرة الأجل.....
24	المطلب الثاني : مصادر التمويل متوسطة وطويلة الأجل الداخلية .....
29	المطلب الثالث : مصادر التمويل متوسطة وطويلة الأجل الخارجية .....
36	خلاصة الفصل الأول.....
	الفصل الثاني: العوامل المؤثرة في اختيار الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة
38	مقدمة الفصل الثاني .....
39	المبحث الأول: تكلفة الأموال وعلاقتها بالهيكل المالي.....
39	المطلب الأول: تكلفة مصادر التمويل.....
42	المطلب الثاني: التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية.....
43	المطلب الثالث : الهيكل المالي الأمثل.....
44	المبحث الثاني: النظريات المفسرة للهيكل المالية للمؤسسات الصغير والمتوسطة.....
44	المطلب الأول:النظريات الكلاسيكية المفسرة للهيكل المالية .....
50	المطلب الثاني : نظرية انعدام الهيكل المالي الأمثل (Miller et modigliani).....
59	المطلب الثالث: سلوك المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حسب النظريات المالية.....
62	المبحث الثالث: المحددات الرئيسية للهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.....
62	المطلب الأول: المحددات الخارجية للهيكل المالي .....
64	المطلب الثاني: المحددات الداخلية للهيكل المالي.....
68	المطلب الثالث : العوامل المتحكمة في الهياكل التمويلية ل للمؤسسات الصغير والمتوسطة... ..
71	خلاصة الفصل الثاني.....

## الفصل الثالث : دراسة عينة لمؤسسات صغيرة ومتوسطة جزائرية

73	مقدمة الفصل الثالث .....
74	المبحث الأول : منهج الدراسة الإحصائية .....
74	المطلب الأول : تقديم العينة وطرق جمع معطيات الدراسة .....
75	المطلب الثاني: محددات الدراسة .....
75	المطلب الثالث: الأدوات الإحصائية المستعملة .....
76	المبحث الثاني : تحديد متغيرات الدراسة .....
76	المطلب الأول : عرض متغيرات الدراسة.....
79	المطلب الثاني:حساب متغيرات الدراسة.....
87	المطلب الثالث: التقييم باستعمال النسب المالية.....
90	المبحث الثالث: تقدير وتقييم النموذج محل الدراسة.....
90	المطلب الأول : تقييم نموذج الانحدار الخطي البسيط.....
91	المطلب الثاني: عرض واختبار فرضيات نموذج الانحدار الخطي البسيط للاستدانة.....
96	المطلب الثالث: علاقة نتائج الدراسة مع الدراسات التجريبية السابقة.....
98	خلاصة الفصل الثالث.....
100	الخاتمة العامة.....
103	المراجع.....
113	الملاحق.....

## قائمة الجداول

صفحة الجدول	عنوان الجدول	رقم الجدول
10	● تصنيف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حسب الاتحاد الأوربي	(1.1)
12	● تصنيف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لدى بعض الدول النامية	(1.2)
12	● تصنيف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حسب القانون الجزائري	(1.3)
26	● مزايا وعيوب الأسهم العادية	(1.4)
61	● الإسهامات المفسرة للجدل النظري حول هياكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة	(1.5)
79	● توزيع المؤسسات حسب قطاع النشاط	(1.6)
79	● توزيع المؤسسات حسب الشكل القانوني	(1.7)
79	● الأصول المادية للمؤسسة الأولى من 2010-2014.	(1.8)
80	● مؤشر رقم الأعمال للمؤسسة الأولى	(1.9)
80	● المردودية المالية للمؤسسة الأولى	(1.10)
81	● حجم الاستدانة للمؤسسة الأولى	(1.11)
82	● التدفقات النقدية للمؤسسة الأولى	(1.12)
82	● الأصول المادية للمؤسسة الثانية 2010-2014.	(1.13)
82	● مؤشر رقم الأعمال للمؤسسة الثانية	(1.14)
83	● المردودية المالية للمؤسسة الثانية	(1.15)
83	● حجم الاستدانة للمؤسسة الثانية	(1.16)
83	● التدفقات النقدية للمؤسسة الثانية	(1.17)
84	● الأصول المادية للمؤسسة الثالثة 2010-2014.	(1.18)
84	● مؤشر رقم الأعمال للمؤسسة الثالثة	(1.19)
84	● المردودية المالية للمؤسسة الثالثة	(1.20)
85	● حجم الاستدانة للمؤسسة الثالثة	(1.21)
85	● التدفقات النقدية للمؤسسة الثالثة	(1.22)
85	● الأصول المادية للمؤسسة الرابعة 2010-2014.	(1.23)
86	● مؤشر رقم الأعمال للمؤسسة الرابعة	(1.24)
86	● المردودية المالية للمؤسسة الرابعة	(1.25)
86	● حجم الاستدانة للمؤسسة الرابعة	(1.26)

87	● التدفقات النقدية للمؤسسة الرابعة	(1.27)
87	● نسبة الاستدانة لعينة الدراسة خلال الفترة ما بين 2010-2014	(1.28)
88	● معدلات المردودية الاقتصادية لعينة الدراسة خلال الفترة ما بين 2010-2014	(1.29)
88	● معدلات حجم الضمانات لعينة الدراسة خلال ما بين 2010-2014	(1.30)
89	● معدلات نمو المؤسسات لعينة الدراسة خلال الفترة ما بين 2010-2014	(1.31)
89	● حجم المؤسسات لعينة الدراسة خلال الفترة ما بين 2010-2014	(1.32)
90	● حجم التدفقات النقدية لعينة الدراسة خلال الفترة ما بين 2010-2014	(1.33)
92	● تجميع بيانات المؤسسات محل الدراسة	(1.34)
92	● جدول الارتباط الخطي للمتغير "المردودية والاستدانة الكلية"	(1.35)
92	● جدول تحليل التباين anova لنموذج الانحدار الخطي للاستدانة الكلية	(1.36)
93	● جدول الارتباط الخطي للاستدانة مع حجم الضمانات	(1.37)
93	● جدول تحليل التباين anova	(1.38)
93	● جدول المعاملات	(1.39)
94	● جدول الارتباط الخطي للاستدانة و حجم المؤسسة TA	(1.40)
94	● جدول anova للاستدانة و حجم المؤسسة	(1.41)
94	● جدول المعاملات	(1.42)
95	● جدول الارتباط الخطي للاستدانة مع التدفقات النقدية	(1.43)
95	● جدول تحليل التباين anova	(1.44)
95	● جدول المعاملات	(1.45)

## قائمة الأشكال

صفحة الشكل	عنوان الشكل	رقم الشكل
19	● السياسة المعتدلة في التمويل	(1.1)
20	● السياسة التمويلية المتحفظة	(1.2)
21	● السياسة المغامرة في التمويل	(1.3)
22	● مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة	(1.4)
43	● أشكال إعادة الهيكلة	(1.5)
46	● تكلفة رأس المال والقيمة السوقية للمؤسسة حسب نظرية صافي الربح	(1.6)
47	● تكلفة رأس المال حسب نظرية الصافي ربح العمليات	(1.7)
49	● العلاقة بين نسبة الرفع المالي وكلفة التمويل الممتلك وكلفة الأموال المرجحة	(1.8)
50	● تكلفة رأس المال والقيمة السوقية للمؤسسة حسب النظرية التقليدية	(1.9)
56	● تأثير الضرائب على القيمة السوقية للمؤسسة في ظل وجود الضرائب حسب مودغلياني وميلر	(1.10)
57	● اثر تكلفة الإفلاس على قيمة المؤسسة	(1.11)
58	● اثر تكلفة الإفلاس والوفر الضريبي على القيمة السوقية للمنشأة	(1.12)

## قائمة الملاحق

صفحة الملحق	عنوان الملحق	رقم الملحق
113	● جانب الأصول للمؤسسة الأولى	01
114	● جانب الخصوم للمؤسسة الأولى	02
115	● جدول حسابات النتائج للمؤسسة الأولى	03
116	● جدول تدفقات الخزينة للمؤسسة الأولى	04
117	● جانب الأصول للمؤسسة الثانية	05
118	● جانب الخصوم للمؤسسة الثانية	06
119	● جدول حسابات النتائج للمؤسسة الثانية	07
120	● جدول تدفقات الخزينة للمؤسسة الثانية	08
121	● جانب الأصول للمؤسسة الثالثة	09
122	● جانب الخصوم للمؤسسة الثالثة	10
123	● جدول حسابات النتائج للمؤسسة الثالثة	11
124	● جدول تدفقات الخزينة للمؤسسة الثالثة	12
125	● جانب الأصول للمؤسسة الرابعة	13
126	● جانب الخصوم للمؤسسة الرابعة	14
127	● جدول حسابات النتائج للمؤسسة الرابعة	15
128	● جدول تدفقات الخزينة للمؤسسة الرابعة	16

# المقدمة العامة

لقيت المؤسسات الصغيرة و المتوسطة تطورا كبيرا و اهتماما بالغا من طرف العديد من المنظمات العالمية والباحثين الاقتصاديين باعتبارها العمود الفقري لأي اقتصاد، فلها الدور الفعال و الأهمية البالغة في تحريك الاقتصاد الوطني و تحتل مكانة هامة في سياسة الإنعاش الاقتصادي التي انطلقت فيها الجزائر منذ مطلع التسعينيات، و هذا باعتبارها قطاعا حيويا في السياسة الاقتصادية الجديدة المبنية على تحرير السوق و تشجيع القطاع الخاص على الاستثمار و هذا من خلال وضع العديد من القوانين و الهيئات التي تهدف أساسا إلى دعم إنشاء و تطوير هذا القطاع نظرا لما تتمتاز به هذه المؤسسات من خصائص و مميزات تجعلها أكثر مرونة و قدرة على التعامل مع التقلبات و التغيرات التي تحدث على مستوى الاقتصاد.

إلا أن قطاع المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر لم يتطور بالقدر الكافي مقارنة بعدة دول رائدة في هذا المجال، و يرجع هذا البطء في النمو إلى عدة عراقيل و صعوبات تواجه هذه المؤسسات و التي تحول دون تحقيق الأهداف المرجوة، و من أهم المشاكل التي تواجهها المؤسسات الصغيرة و المتوسطة هو المشكل التمويلي حيث لازالت تعاني من مشاكل و قيود جمة في التمويل حيث أصبح هذا المشكل المحدد الأساسي لقراراتها المتعلقة بالاستثمار و حتى صحتها المالية و قدرتها التنافسية.

و يؤثر الهيكل المالي في القرارات المالية كما يتأثر بها، و قد عرف موضوع الهيكل المالي عدة مراحل نظرية. فمنذ العمل الذي قام به الباحثين " Modioliani et Miller " و نظرية الهيكل المالي يشهد موجة من الأبحاث خاصة مع التطورات القائمة، إذ حاولت العديد من النظريات تفسير السلوك التمويلي للمؤسسة انطلاقا من قراراتها المالية إلا أنه ظهرت نظريات حديثة تتكيف مع خصوصية هذه المؤسسات .

و يعتبر تحديد الهيكل المالي الأمثل مهمة صعبة فهناك العديد من العوامل التي تؤثر على قرار تحديد الهيكل المالي، فهذه العوامل جد متنوعة و معقدة مع الأخذ بعين الاعتبار تقدير تكلفة الأموال لكل مصدر من التمويل الذي يعتبر أمرا ضروريا من القرارات المالية الأخرى.

### الإشكالية:

من خلال ما تقدم تكمن إشكالية البحث في السؤال الرئيسي التالي:

- ما هي العوامل المؤثرة في تشكيل الهيكل المالي؟، و كيف تؤثر هذه المحددات على صياغة الهيكل المالية؟

وبناء على هذه الإشكالية نطرح بعض الأسئلة الفرعية التالية:

- ما هو مفهوم المؤسسات الصغيرة و المتوسطة؟ و ما أهم خصائصها و أهدافها؟
- ما المقصود بالهيكل المالي و الهيكل المالي الأمثل؟ و كيف يؤثر على الوضعية المالية؟



- ما هي مختلف النظريات المفسرة للهيكل المالي؟
- ما هي الطرق التي تتبع من أجل إصلاح الخلل في الهياكل المالية؟
- ما هي المحددات التي تعتمد عليها المؤسسات الصغيرة و المتوسطة الجزائرية عند اختيار طريقة تمويل معينة؟

### فرضيات البحث: سنحاول الرد على التساؤلات بصياغة الفرضيات التالية:

- إن اختيار الهيكل المالي المناسب يتفاوت من مؤسسة اقتصادية إلى أخرى، فلا توجد طريقة مباشرة توصل المؤسسات إلى كيفية لتشكيل هيكلها المالي، حيث تعتمد عند اختيار الهيكل المالي المناسب حسب تكلفة مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة الاقتصادية، وتغير الوضعية المالية للمؤسسة بتغير و تعدد مصادر التمويل.
- يتم تفسير و تحديد الهيكلة المالية المثلى بناء على تأثير الافتراض على الهيكل المالي في ظل وجود الضرائب و غياب الضرائب استنادا على أعمال "ميللر و مودغلياني".
- إن إصلاح الخلل في الهياكل المالية يكون باختيار الأساليب المناسبة للتخلص من المشاكل القائمة و إعادة الهيكلة المالية من أجل استمرار المشروع و تحقيق أرباح.
- توجد عدة محددات للهيكلة المالية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة، و تختلف حسب خصوصية كل مؤسسة، حيث أن اختيار الهيكل المالي المناسب وفقا لتكلفة مصادر التمويل المتاحة التي تحقق أكبر عائد و أقل درجة مخاطرة.

### أسباب اختيار الموضوع:

- هناك عدة أسباب دفعتنا لاختيار هذا الموضوع منها ذاتية و الأخرى موضوعية و هي كالآتي:
- أسباب ذاتية: و هي كما يلي:

- الرغبة الذاتية في دراسة هذا الموضوع لما له صلة مع طبيعة تخصصنا في المالية.
- تطلعنا إلى التعرف على المؤسسات الصغيرة و المتوسطة و أهم محددات الهيكلة المالية.
- إثراء المكتبة الجامعية بمثل هذه البحوث.
- موضوع شيق و عميق للدراسة.

### أسباب موضوعية:

- معرفة واقع المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في ولاية تيارت .
- أهمية الموضوع و كثرة الدراسات التي تمحورت حول محددات الهيكل المالي و ذلك منذ 1958.

- تحديد العوامل المؤثرة على الهيكل المالي سواء الداخلية أو الخارجية، و تأثيره على القرارات المالية، و إبراز أهم النظريات التي تتوافق مع خصوصيات المؤسسات الصغيرة و المتوسطة.

### أهمية و أهداف البحث:

تتجلى أهمية البحث في دراسة الهيكل المالي في المؤسسات الصغيرة و المتوسطة مع تعدد و تنوع المصادر المالية التي تضع المستثمر في حيرة عند اختياره، و دراسة أهم المحددات و علاقتها بالهيكل المالي.

### حيث يهدف هذا البحث إلى:

- تحديد مفهوم المؤسسات الصغيرة و المتوسطة.

- توضيح الهيكل المالي و الهيكل المالي الأمثل و تكلفة كل مصدر.

- تلخيص أهم ما توصلت إليه نظريات الهيكل المالي، بما يتلاءم مع المؤسسات الصغيرة و المتوسطة.

- إبراز العوامل المؤثرة على الهيكل المالي عند تصميمه.

حدود الدراسة: تجري الدراسة وفق حدود مكانية و زمانية.

### - الحدود المكانية:

و تتمثل في الحيز الجغرافي الذي أنجزت فيه الدراسة بحيث اقتصر على عينة عشوائية من المؤسسات الصغيرة و المتوسطة بولاية تيارت و التي تنتمي للقطاع الخاص.

### الحدود الزمانية:

تمت دراسة محددات الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة لمدة 05 سنوات خلال الفترة الممتدة من 2010 إلى 2014.

### - المنهج المستخدم:

لقد اعتمدنا في دراستنا في هذا الموضوع المنهج الوصفي التحليلي، حيث تم إعتماد المنهج الوصفي من خلال التطرق إلى مفهوم المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، و التعرف على مختلف مصادر التمويل و تكلفتها و النظريات المفسرة للهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة، بينما إعتماد المنهج التحليلي لدراسة أثر المحددات على الهيكل المالية و في الخاتمة.

### أدوات الدراسة السابقة:

توجد عدة دراسات أجريت في مجال الهيكل المالية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة من بينها.

- الدراسة التجريبية للباحث "إدريس ريان" "YDRISS ZIANE" و عنوانها "La structure d'endettement des petites et moyennes entreprises français : une étude sur donnés de panel"

و ذلك بغية تحليل الهيكلية المالية لعينة مكونة من 2267 مؤسسة صغيرة و متوسطة فرنسية مأخوذة بين سنتي (1991 - 1998)

- أطروحة الدكتوراه التي قام بها الطالب "يوسف قريشي" سنة 2005 بعنوان، "سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر": دراسة ميدانية لعينة تتكون من 116 مؤسسة صغيرة ومتوسطة جزائرية بغية التعرف على أهم محددات التمويل في هذه المؤسسات .

- و قد تناول الباحث دراسته من خلال طرح الإشكالية التالية: ما هي الخصائص العامة المحددة لسياسة تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر؟ أي ما هي طبيعة و مميزات السلوك التمويلي لهذه المؤسسات؟

إذ تهدف هذه الدراسة إلى تفسير سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر، و تحليل سلوكها التمويلي.

- أطروحة الدكتوراه التي قام بها الطالب "حمزة غربي" لسنة 2010 بعنوان "محددات الهيكلية المالية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة"، دراسة حالة لعينة تتكون من 456 مؤسسة صغيرة و متوسطة، حيث تهدف هذه الدراسة الى معرفة أهم محددات الهيكلية المالية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة الجزائرية و معرفة أثر إشكالية التمويل، و ذلك بإجراء مقارنة بينها و بين النتائج المحصل عليها في الدول المتطورة.

#### صعوبات البحث:

- صعوبة التوصل إلى المعلومة و خاصة في الجانب التطبيقي من ناحية المعلومات المالية للمؤسسة و ذلك لسرية تلك المعلومات.

- قلة الكتب فيما يتعلق بالمؤسسات الصغيرة و المتوسطة و كذا المراجع المتعلقة بدراسة نظريات الهيكل المالي، حيث اعتمدنا على المراجع باللغة الفرنسية فيما يخص النظريات.

- توسع الموضوع و صعوبة تناوله و دراسته و الإلمام بجميع جوانبه.

#### - عرض خطة البحث:

من أجل الإلمام الجيد بالموضوع ارتأينا تقسيمه إلى ثلاثة فصول حيث خصصنا للجانب النظري فصلين و فصل للجانب التطبيقي و ذلك كما هو مبين أدناه.

-تناولنا في الفصل الأول مفهوم المؤسسات الصغيرة و المتوسطة و خصائصها و أهدافها و مفهوم الهيكلية المالية، و مختلف مصادر التمويل المتاحة للمؤسسة الاقتصادية.

- أما الفصل الثاني فتناولنا فيه تكلفة مصادر التمويل و كيفية إصلاح الخلل في الهياكل المالية و أهم المحددات المؤثرة فيه.

- أما الجانب الثالث فخصصناه للجانب التطبيقي لعينة من المؤسسات الصغيرة و المتوسطة الجزائرية مكونة من أربع مؤسسات صناعية و ذلك لتحديد أهم المحددات الهيكلية المالية الخاصة بها و مقارنتها.

# الفصل الأول:

الهيكل المالي للمؤسسات  
الصغيرة والمتوسطة

## مقدمة الفصل:

مع تزايد حدة المنافسة العالمية وانتشار آثار العولمة الاقتصادية أصبحت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تمثل البديل الأكثر استعمالاً أمام الدول النامية لتحقيق معدلات النمو المرجوة، والتغلب على العديد من المشاكل الاقتصادية، وذلك برفع الكفاءة الاقتصادية في إستغلال مواردها استغلالاً أحسن وزيادة طاقتها الإنتاجية وذلك يعود لخصائص الهيكلية المالية التي تتميز بها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مثل صغر الحجم، المرونة..... الخ.

حتى تستطيع المؤسسة مواكبة مختلف التغيرات التي تطرأ عليها يومياً يتطلب عليها الحصول على أموال من خلال تشكيل الهيكل التمويلي بين المصادر الداخلية والخارجية، لم لهذا التنوع من تأثير هام على الهيكلية المالية، ومن أجل تجنب الوقوع في الإختلالات، وكذا التوسع الشديد في الاقتراض بسبب قصور الموارد الذاتية، وقد عرف موضوع الهيكل المالي موجة من الأبحاث الخاصة مع التطورات القائمة. وفي هذا الفصل سنتطرق إلى مفهوم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وكذا الهيكل المالي ومكوناته من خلال المباحث الثلاثة التالية كما يلي:

**المبحث الأول:** المؤسسات الصغيرة و المتوسطة .

**المبحث الثاني:** مدخل إلى الهيكل المالي.

**المبحث الثالث:** مصادر تمويل الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة .

## المبحث الأول: المؤسسات الصغيرة والمتوسطة :

تعتبر المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حجر الزاوية في عملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية , ويعود ذلك لمردودها الايجابي على الاقتصاد الوطني من حيث دورها الرائد في توفير مناصب الشغل وتحقيق زيادة متناسبة مع حجم الاستثمار وما تحققه من تعظيم للقيمة المضافة وزيادة حجم المبيعات . فهي بذلك أصبحت تحتل مكانة هامة وأهمية بالغة في الوقت الراهن سنحاول من خلال هذا المبحث إبراز هذا الاهتمام بحيث سنتناول فيه :

- تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

- إبراز أهم خصائصها وأهدافها

## المطلب الأول: ماهية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة :

هناك صعوبة في تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة خاصة إذا علمنا بعدم وجود تعريف دقيق وواضح يغطي بإجماع كل الباحثين والمهتمين بهذا المجال بحيث توجد تعاريف تختلف من دولة إلى أخرى سواء كانت نامية أو متقدمة وذلك حسب اختلاف الموقع والظروف الاقتصادية داخل كل دولة , وذلك لوجود قيود تحول دون وضع تعريف شامل وموحد لهذا النوع من المؤسسات .

### أولاً : معايير تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة :

إن التطرق إلى تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة أدى ببعض الباحثين إلى الارتكاز على عدة مؤشرات ومعايير حيث قسمت إلى معايير كمية وتشمل معيار عدد العاملين , رأس المال , حجم الإنتاج ودرجة الانتشار , حجم الاستهلاك السنوي إضافة إلى معايير تعتمد على الظروف الوظيفية وتشمل نمط الملكية السائدة والمكونات التنظيمية .

### 1- المعايير الكمية:

أ- معيار رأس المال : يعتبر رأس المال المستخدم بالمؤسسة أحد المعايير الكمية للتمييز بين المؤسسات الصغيرة والمتوسطة, وباستخدام هذا المعيار الذي يعرف المؤسسات الصغيرة على أنها تلك المؤسسات التي لا يتجاوز فيها رأس المال المستثمر حد أقصى معين يختلف باختلاف الدولة ودرجة النمو الاقتصادي وغيرها.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> : 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 إشراف منخر العولة واقتصاديات شمال إفريقيا , جامعة حسيبة بن بوعلي , شلف , يومي 17-18-19 أفريل، 2016، ص 116.

**ب- معيار العمالة :** من أكثر المعايير استخداما وذلك لبساطة الاستخدام والتطبيق وسهولة الحصول على المعلومة والثبات النسبي , غير أنه هو الآخر يبقى مختلف من دولة إلى أخرى , فمثلا في الدول الصناعية فان المؤسسة الصغيرة تضم 500 عامل على الأقل، وفي الدول النامية هي المؤسسات التي تضم 20 إلى 100 عامل أو حتى اقل.

**ج- قيمة الموجودات :** أي ما تملكه المؤسسة من أصول ثابتة.<sup>1</sup>

**د- معيار قيمة المبيعات:** يمثل حجم مبيعات المؤسسة وتطوره على مدى مراحل حياتها مقياسا صادقا لمستوى نشاط المؤسسة ومركزها التنافسي الذي بلغته في السوق, وذلك لأن المبيعات تتوقف على الطاقة الإنتاجية للمؤسسة وعلى قدرتها على امتلاك حصتها في السوق الملائمة لهذه الطاقة.<sup>2</sup>

**ذ- معيار معامل رأس المال:** يمزج بين المعيارين العمالة ورأس المال، ويمثل حجم رأس المال المستخدم بالنسبة للوحدة الواحدة من العمل، ويحسب بقسمة رأس المال الثابت على عدد العمال , والناتج يعني كمية الاستثمار اللازم لتوظيف عامل واحد في المؤسسة , وغالبا ما يكون هذا المعيار منخفضا في القطاعات التي تتميز بقله رأس المال ومرتفعا في القطاعات الصناعية للمؤسسات الكبرى والعملاقة.<sup>3</sup>

**2 - المعايير النوعية :** حسب البروفيسور «Bolton» إن 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 البروفيسور «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 البروفيسور 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 السابقان.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> : حيازة عبد الله , المؤسسات الصغيرة والمتوسطة آلية لتحقيق التنمية المستدامة , الدار الجامعية الجديدة , مصر, 2013, ص14.

<sup>2</sup> : محمد الصيرفي , البرنامج التاهيلي لأصحاب المشروعات الصغيرة , مؤسسة حورس الدولية , مصر , 2009, ص19.

<sup>3</sup> : بريش السعيد , بلغرسة عبد اللطيف , إشكالية تمويل البنوك للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر بين معوقات المعول ومتطلبات المأمول , الملتقى الدولي: متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، تحت إشراف مخبر العولمة واقتصاديات شمال إفريقيا , جامعة حسنية بن بوعللي , الشلف، يومي 17-18-19 أفريل، 2006, ص320.

<sup>4</sup> : كتوش عاشور , طرشي محمد , تنمية وتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر , الملتقى الدولي : متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية , تحت إشراف مخبر العولمة واقتصاديات شمال إفريقيا, جامعة حسنية بن بوعللي الشلف يومي، 17-18-19 أفريل 2006, صص:(1034,1033).



ثانيا : تعاريف مختلفة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة :

مما سبق لا يمكن إعطاء تعريف موحد للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلا أنه توجد بعض التعاريف نذكر منها :

1- تعريف البنك الدولي: هي المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي يتراوح عدد العمال فيها أقل من 50 عامل 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.<sup>1</sup>

2- تعريف الاتحاد الأوروبي : قد عرّف الاتحاد الأوروبي وميّز بين المؤسسة المصغرة، الصغيرة والمتوسطة والكبيرة في قانون 1996/04/20.

- المؤسسة المتوسطة هي التي تشغل أقل من 250 عامل، أو يكون رقم الأعمال السنوي لا يتجاوز 10 مليون يورو، أو مجموع الميزانية لا يتجاوز 27 مليون يورو.

- المؤسسة الصغيرة توظف أقل من 50 شخص، ورقم أعمالها السنوي لا يتجاوز 7 مليون يورو، وإجمالي الميزانية السنوية لا يتجاوز 5 مليون يورو،

- المؤسسة المصغرة هي التي توظف أقل من 10 اشخاص.<sup>2</sup>

الجدول رقم (1.1): تصنيف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حسب الاتحاد الأوروبي

نوع المؤسسة	عدد العمال	رقم الأعمال (مليون اورو)	مجموع الميزانية (مليون اورو)
متوسطة	أقل من 250	أقل من 50	أقل من 34
صغيرة	أقل من 50	أقل من 10	أقل من 10
مصغرة	أقل من 10	أقل من 2	أقل من 2

المصدر:

c : charont la nouvelle definition des PME ,service info ecofichiercl tic et :  
chambre de commerce, dindustrie et de service de la Moselle, 2006.P2

<sup>1</sup>: زياد جلال دماغ , الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية، دار الثقافة، الأردن، 2012، ص183.

<sup>2</sup>: خبايا عبد الله , المؤسسات الصغيرة والمتوسطة آلية لتحقيق التنمية المستدامة، مرجع سبق ذكره، ص17.

**3- التعريف البريطاني:** عرّف قانون الشركات البريطاني المشروع الصغير بذلك المشروع الذي يفى شرطين أو أكثر من الشروط الثلاثة التالية , حجم تداول سنوي لا يزيد عن 8 مليون جنيه إسترليني، حجم رأس المال لا يزيد عن 3.8 مليون جنيه إسترليني، وعدد العمال لا يزيد عن 250 عامل.<sup>1</sup>

**4- تعريف الولايات المتحدة الأمريكية :** حسب قانون المنشأة 1953 عرّفت المؤسسة الصغيرة على أنها ذات ملكية وإدارة مستقلة ولا تسيطر على مجال نشاطها مؤسسة كبرى , وتعتبر مؤسسة صغيرة أو متوسطة كل مؤسسة تشغل اقل من 500 عامل.<sup>2</sup>

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

- المؤسسة المصغرة هي التي توظف ما بين 1-9 أفراد.

- المؤسسة الصغيرة هي التي توظف ما بين 10-49 فردا.

- المؤسسة المتوسطة هي التي توظف ما بين 50-99 فردا.

- المؤسسة الكبيرة هي التي توظف أكثر من 99 فردا.<sup>3</sup>

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

- المؤسسة المتوسطة هي مؤسسة تشغل ما بين 50-500 يد عاملة , يكون رقم أعمالها ما بين 200 مليون و2 مليار دينار ومجموع حصيلتها السنوية ما بين 100-500 مليون دينار.

- تعريف المؤسسة الصغيرة بأنها تشغل ما بين 10-49 عامل , بحيث لا يتجاوز رقم أعمالها السنوي 200 مليون دينار.

وتعرف المؤسسات المصغرة بأنها مؤسسة تشغل يد عاملة واحدة إلى غاية 9 أشخاص , ويكون رقم أعمالها اقل من 20 مليون دينار, ولا تتجاوز حصيلتها السنوية 10 ملايين دينار.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> : ليث عبد الله القهيوي , بلال محمود الوادي , المشاريع الريادية الصغيرة والمتوسطة ودورها في عملية التنمية , الأردن , دار حامد،2012،ص18

<sup>2</sup> : الياس بن ساسي، يوسف قريشي , التسيير المالي الادارة المالية , الأردن ,دار وائل،2006،ص398

<sup>3</sup> : طيب لحيلح , دور المؤسسات الصغرى , والصغيرة والمتوسطة في تنمية أقطار المغرب العربي , الملتقى الدولي : متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية , تحت إشراف مخبر العولمة واقتصاديات شمال إفريقيا , جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف, يومي 17-18 افريل، 2006،ص162

<sup>4</sup> : ضحاك نجية، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بين الأمس و اليوم أفاق تجربة الجزائر , ملتقى الدولي : متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية , تحت إشراف مخبر العولمة واقتصاديات شمال إفريقيا , جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف, يومي 17-18 افريل 2006،صص:(137،138).

الجدول رقم (1.2): تصنيف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لدى بعض الدول النامية

الدولة	عدد العمال	الاصول الثابتة
اندونيسيا	اقل من 19	500.000 روبية
ماليزيا	اقل من 25	250.000 دولار ماليزي
تايلندا	اقل من 50	اقل من 2 مليون BAHT
سنغافورة	اقل من 50	250.000 دولار سنغافوري

المصدر : فتحي السيد عبده ابو السيد احمد، الصناعات الصغيرة ودورها في التنمية – الجماهيرية الليبية مؤسسة شباب الجامعة، ص55.

الجدول رقم(1.3): تصنيف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حسب القانون الجزائري

عدد العمال	المعايير المؤسسة	رقم الأعمال السنوي (مليون دج )	الحصيلة السنوية (مليون دج )
1 إلى 9	المؤسسة المصغرة	20	10
10 إلى 49	المؤسسة الصغيرة	200	100
50 إلى 250	المؤسسة المتوسطة	200 إلى 2000	100 إلى 500

المصدر: صالح صالحي صالح , أساليب تنمية المشروعات الصغيرة والمتوسطة في الاقتصاد الجزائري , مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير , العدد 03 (2004) ص22.

### المطلب الثاني : خصائص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة :

تعتبر المشروعات الصغيرة والمتوسطة قاطرة التنمية في كثير من البلدان، عند بروز المشكلات خاصة مشكل البطالة , والدور الكبير الذي لعبته في تطوير الصين، فهي تشكل محور النشاط الاقتصادي وتقدم الدولة كل أشكال الرعاية والحماية لهذه المشاريع , ويقدر الخبراء الصينيين أن الشركات الصغيرة والمتوسطة تشارك بنسبة 60% من الإنتاج الصناعي للصين , ويعمل فيها ما يقرب 75% من القوى العاملة. وفي الوقت الحاضر , يبلغ عدد المشاريع الصغيرة والمتوسطة أكثر من 10 مليون مشروع تشكل نحو 99 % من العدد الكلي للمشاريع الاقتصادية في الصين.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> : سمير زهير الصوص , السياسات والتحليل والإحصاء-بعض التجارب الدولية الناجحة في مجال تنمية وتطوير المشاريع الصغيرة والمتوسطة – نماذج يمكن الاحتذاء بها في فلسطين – محافظة قلقيلية، فلسطين، 2010، ص4.

-تتصف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بمجموعة من الخصائص التي تميزها عن غيرها يمكن ذكرها في ما يلي:

**أولا : سهولة التأسيس:** تستمد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عنصر السهولة في إنشائها من انخفاض مستلزمات رأس المال المطلوب لإنشائها نسبيا , حيث أنها تستند في الأساس إلى جذب وتفعيل مدخرات الأشخاص من أجل تحقيق منفعة أو فائدة تلبي بواسطتها حاجات محلية في أنواع متعددة من النشاط الاقتصادي , وهذا ما يتناسب والبلدان النامية نتيجة لنقص المدخرات فيها بسبب ضعف الدخل .

**ثانيا : الاستقلالية في الإدارة :** عادة ما تتركز معظم القرارات الإدارية لهذه المؤسسات في شخصية مالكيها إذ في الكثير من الحالات يلتقي الشخص المالك بالمسير وهذا ما يجعلها تتسم بالمرونة والاهتمام الشخصي من قبل مالكيها , مما يسهل من قيادة هذه المؤسسات وتحديد الأهداف التي يعمل المشروع على تحقيقها كذلك سهولة إقناع العاملين فيها بالأسس والسياسات والنظم التي تحكم عمل المؤسسة .

إلا أن نجاح المؤسسة في هذه الحالة يتوقف على قدرة الشخص على التحكم وإدارة أعمال المؤسسة وكذا خبرتها في ممارسة مهنة المؤسسة.

**ثالثا: سهولة وبساطة التنظيم :** تظهر هذه الخاصية أكثر في المؤسسات المتوسطة أين تكون أمام عدد أكبر من العمال" مقارنة مع المؤسسات الصغيرة والمصغرة", وذلك من خلال توزيع الاختصاصات بين أقسام المشروع. التحديد الدقيق للمسؤوليات , وتوضيح المهام, التوفيق بين المركزية لأغراض التخطيط والرقابة, وبين اللامركزية لأغراض سرعة التنفيذ.

**رابعا : مركز التدريب الذاتي:** تتسم هذه المؤسسات بقلّة التكاليف اللازمة للتدريب لاعتمادها أساسا على أسلوب التدريب أثناء العمل بمعنى أنها تعتبر مركزا ذاتيا للتدريب والتكوين لمالكيها والعاملين فيها وذلك جراء مزاولتهم لنشاطهم الإنتاجي باستمرار وهذا يساعدهم في الحصول على المزيد من المعلومات والمعرفة ، وهو الشيء الذي ينمي قدراتهم ويؤهلهم لقيادة عمليات استثمارية جديدة وتوسيع نطاق فرص العمل المتاحة، وإعداد أجيال من المدربين للعمل في المؤسسات الكبيرة مستقبلا ، لذا فان هذا النوع من المؤسسات يعد المكان المناسب لتنمية المواهب والإبداعات والابتكارات وإتقان وتنظيم المشاريع الصناعية وإدارتها.<sup>1</sup>

**خامسا : إتاحة فرص العمل :** بسبب استخدام هذه المشاريع أساليب إنتاج وتشغيل غير معقدة فإنها تساعد على توفير فرص عمل لأكثر عدد من العاملين كما تتيح التقارب والاحتكاك المباشر بين أصحابها والعاملين لديها والاطلاع على أوضاع العاملين وتقريب العلاقات الشخصية والإنسانية بينهم مما ينعكس

<sup>1</sup> : خبابة عبد الله، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة آلية لتحقيق التنمية المستدامة، مرجع سبق ذكره، ص ص:(37,38)

إيجابيا على إنتاجيتهم ، وذلك بسبب نشوء روح الفريق والأسرة العاملة الواحدة ، وتتيح هذه المشاريع فرصا كبيرة للعمالة بمستويات متدرجة من المهارات بتكلفة رأسمالية منخفضة، بذلك تكفل امتصاص قوى العمل بمختلف مهاراتها وبمستويات إنتاجية مختلفة .

**سادسا: القدرة على التكيف مع المتغيرات المستحدثة :** يؤدي انخفاض تكاليف الفنون الإنتاجية وبساطتها ومرونة الإدارة والتشغيل إلى تسهيل عملية تكيف منشآت الأعمال الصغيرة مع متغيرات التحديث والنمو والتطور وبصفة خاصة فيما يتعلق بتلبية رغبات وأذواق المستهلكين بعكس المؤسسات الكبيرة التي يصعب عليها تغيير خطط وبرامج وخطوط إنتاجها.

**سابعا: ارتفاع جودة الإنتاج :** بالنظر لاعتماد المشاريع الصغيرة على مجالات عمل متخصصة ومحددة ، فإن إنتاجها يتسم في الغالب بالدقة والجودة لأن الجودة والدقة هما قرينة التخصص ، وتركيز العمل ، ذلك لأن العمل في المشاريع الصغيرة والمتوسطة يعتمد على المهارة الحرفية وتصميم الإنتاج وفقا لأذواق المستهلكين وتبادلاتها في المدى القصير يساعد على ذلك وجود حوافز على العمل والابتكار والتجديد والاستعداد للتضحية وتحمل المخاطر والرغبة في الانجاز وتحقيق الاسم التجاري مع الشهرة ، مما يؤدي إلى زيادة الربحية نتيجة زيادة حجم الأعمال والمبيعات ، وأيضا يساعد الاتصال الشخصي بالزبائن والعملاء على دقة وسرعة التعرف على الاحتياجات وتبادلاتها.

**ثامنا : غلبة الطابع المحلي :** تشبع هذه المشاريع حاجات كل من المستهلك النهائي والمستهلك الوسيط المحلي ويحكمها في ذلك :

1- تواجه هذه المشاريع في الغالب سوق محدودة إذ تلبى رغبات عدد محدود ومميز من المستهلكين بما يسمح بتغطية سريعة للسوق والتعرف على عادات الشراء وأنماط الاستهلاك.

2- تقدم هذه المشاريع سلعا وخدمات لأصحاب الدخول المنخفضة والمتوسطة في صورة أحجام وعبوات صغيرة لإشباع حاجاتهم الأساسية بأسعار رخيصة ، كما تتبع نظام البيع الآجل بأمان نسبي نظرا لقدراتها على معرفة ظروف العملاء ، وإمكاناتهم المادية نتيجة الاتصالات المباشرة الدائم معهم.

**تاسعا: تحقيق الانتشار الجغرافي للتوطن الصناعي :** تعتبر هذه المشاريع وسيلة لإنتشار التوطن الصناعي جغرافيا من خلال الانتشار الجغرافي للمشاريع الصناعية التي تسود فيها روح المنافسة ، فهي أداة لإحداث التطور الاجتماعي والاقتصادي ، ذلك لأن الحرفيين وصغار الصناع يتركزون في المناطق الحضرية نظرا لصغر حجم المشاريع الصغيرة والمتوسطة فإنه يسهل توطينها بالقرب من المناطق التي توجد فيها مدخلات الصناعة الصغيرة، وهذه تعمل غالبا كمنشآت أو نقاط جذب لصناعات أخرى جديدة وهكذا تعمل المشاريع الصغيرة في توسيع رقعة التنمية الصناعية وانتشارها وما يتبع ذلك من تطور صناعي وحضاري.

عاشرا : قصر فترة الاسترداد لرأس المال المستثمر: تتميز هذه المشاريع بارتفاع معدل دوران البضاعة والمبيعات وأرقام الأعمال مما يمكنها من التغلب على طول فترة الاسترداد لرأس المال المستثمر فيها ويقلل بالتالي من مخاطر الاستثمار الفردي فيها، ومع ذلك فإن فرص التوسع والتجديد في تلك المشاريع تكون ضعيفة وذلك لان انخفاض حجم الربح المتحقق فيها، يؤدي إلى ضعف قدرتها على تجنب جزء من الأرباح يستخدم لإضافة استثمارات جديدة للمشروع.

أو يخصص لإعادة بناء أو تجديد المشروع. ويعد ذلك عيبا جوهريا في آلية النمو للمشاريع الصغيرة والمتوسطة وخصوصا أنها تعتمد على التمويل الخاص والذاتي للمالكها، وتفتقد القدرة على الاقتراض بدرجة ملموسة كما أنها لا تعتمد على التمويل العام أو الحكومي.<sup>1</sup>

### المطلب الثالث : أهمية المؤسسات الصغيرة المتوسطة:

في حين أن هناك اختلاف كبير ومتفاوت بين الدول إلا أنها أجمعت على أهمية هذه المشاريع ودورها في إرساء ركائز التنمية الاقتصادية والاجتماعية، حيث تعتبر العمود الفقري ومحركا أساسيا في تنمية هذا الإقتصاد باعتبارها منطلقا أساسيا لزيادة الطاقة الإنتاجية من ناحية، والمساهمة في معالجة مشكلتي الفقر والبطالة من ناحية أخرى، لذلك أولت دول كثيرة هذه المشاريع اهتماما غير عادي وملفتا للنظر، خصوصا في العقود الأربعة الماضية، و قدمت لها العون والمساعدة بمختلف السبل، ووفرت لها العديد من التسهيلات والإعفاءات وساعدتها على تطوير إنتاجها وتحديثه وفتح أسواق تصديرية لها، و حمايتها من منافسة المنتج الأجنبي مع التركيز على التطوير في الشكل والمضمون والارتقاء بفن الإنتاج والاهتمام بالتخصص لتحقيق وزيادة المزايا النسبية، ونتج عن هذا الاهتمام نمو واسع في أعداد المشاريع والمنشآت الصغيرة في مختلف دول العالم. ولا تقتصر أهمية هذه الصناعات على كونها مجرد طاقة إنتاجية مولدة للدخل وفرص العمل بل إنها تعمل على زيادة الناتج القومي الإجمالي وإحلال الواردات وتقليل وتخفيف العجز في الميزان التجاري .

وتبرز أهمية هذه المشاريع في التنمية الاجتماعية من خلال :

- خفض معدلات الفقر والبطالة
- إشراك المرأة في العملية الإنتاجية وتوفير لها الاستقلال الاقتصادي
- تلعب دورا هاما في تحفيز المشاركة الشعبية في بناء الاقتصاد الوطني

<sup>1</sup> : ليث عبد الله القهوي , بلال محمد الوادي , المشاريع الريادية الصغيرة والمتوسطة ودورها في عملية التنمية , مرجع سبق ذكره ص ص : (22,21,20).

إن توفير الفرص للمواطنين للحصول على الدخل يساعدهم في توفير الاحتياجات الأساسية من المأكل والملبس والخدمات الصحية والتعليمية، وتقضي على أسباب الجريمة وأعمال العنف وتخلق مجتمعا أكثر أمانا واستقرارا.<sup>1</sup>

وتبرز أهمية هذه المشاريع في التنمية الاقتصادية من خلال :

تمثل المشروعات الصغيرة والمتوسطة نسبة كبيرة من المشروعات الصناعية في العديد من دول العالم في مراحل نمو مختلفة , كما أنها تمثل المستوعب الأساسي للعمالة وتساهم بفعالية في التصدير وزيادة قدرات الابتكار وتشير بعض الإحصائيات إلى أن " المشروعات الصغيرة والمتوسطة تمثل نحو 90% من إجمالي الشركات في معظم اقتصاديات العالم , وتوفر ما بين " 40% - 80% " من إجمالي فرص العمل وتوظف من " 50%- 60% " من القوى العاملة في العالم وتساهم هذه المشروعات بحوالي 46% من الناتج المحلي العالمي وتساهم بنسبة كبيرة في الناتج المحلي للعديد من الدول , فعلى سبيل المثال تساهم المشروعات الصغيرة والمتوسطة بحوالي " 51%- 85% " من إجمالي الناتج المحلي في كل من إنجلترا والولايات المتحدة الأمريكية.<sup>2</sup>

### المبحث الثاني: مدخل إلى الهيكل المالي:

تسعى كافة المؤسسات في مختلف الأوقات للحصول على الأموال وللقيام بذلك عليها تطبيق مبدأ الاستمرارية والتوسع , فإنها بحاجة وبشكل مستمر إلى رؤوس الأموال لاستثمارها في شكل أصول مختلفة "معدات , آلات, مباني , مخزون ... الخ "

إن مبدأ الاستمرارية يستدعي المؤسسة أن تفكر في تحقيق أكبر عائد ويتوقف هذا الأخير على التخطيط . وهذا لتجسيد الهدف الذي وجدت لأجله، إذ نعتبر زيادة قيمة السهم "زيادة قيمة المؤسسة " واحدة من أهم الأهداف الاقتصادية، ويتطلب تحقيق هذا الهدف تحديد موارد المؤسسة لتمويل أصولها المختلفة وإدارتها بكفاءة عالية , ولا يكون هذا إلا بتكوين هيكل مالي، ومن خلال هذا المبحث سنتناول ما يلي:

- تعريف الهيكل المالي وأهدافه

- مختلف السياسات التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

<sup>1</sup> : سمير زهير الصوص , السياسات والتحليل والإحصاء , بعض التجارب الدولية الناجحة في مجال تنمية وتطوير المشاريع الصغيرة والمتوسطة - نماذج يمكن الاحتذاء بها في فلسطين - مرجع سبق ذكره، ص ص:(8,9).

<sup>2</sup> : البنك الأهلي المصري، المنشآت الصغيرة والمتناهية الصغر في ظل القانون رقم 141، سنة 2004، النشرة الاقتصادية، العدد الرابع، المجلد السابع والخمسون، القاهرة، ص74.

## المطلب الأول : مفهوم الهيكل المالي:

يعرف الهيكل المالي للمنشأة على أنه " هيكل مصادر التمويل أو جانب الخصوم وحقوق الملكية في كشف " الميزانية العمومية" كما تم تعريفه أيضا: "على انه يمثل الأسلوب الذي يتم عن طريقه تمويل أصول المنشأة والذي يتمثل في فقرات جانب الخصوم وحقوق الملكية في الميزانية العمومية الذي يتضمن المديونية قصيرة الأجل "الخصوم المتداولة"، المديونية طويلة الأجل " الخصوم طويلة الأجل"، وحقوق الملكية".  
 وأيضا تم تعريفه من قبل البعض على انه "تشكيلة المصادر التي حصلت المنشأة منها على أموال المطلوبة لغرض تمويل استثماراتها وهو يتضمن جميع الفقرات المكونة لجانب الخصوم وحقوق الملكية"<sup>1</sup>.  
 كما يمكن تعريف الهيكل المالي الذي يجب أن يتعلق بالمكونات التفصيلية لكل من جانبي الميزانية العمومية للمنشآت وليس فقط مكونات الخصوم وعلى هذا يتحدد مدى توازن الهيكل المالي للمنشأة "وليس فقط" بمدى التنافس بين كل من أصول المنشأة وخصومها , وهو ما يطلق عليه منهج التغطية في التمويل<sup>2</sup>.  
 ويمكن تعريفه بأنه "" يتعلق بكيفية تمويل إجمالي الموجودات أو استثمارات المؤسسة ويتمثل ذلك في الجانب الأيسر للميزانية , أي جانب المطلوبات وحقوق المساهمين الذي يبين كافة وسائل التمويل التي تستخدمها المنشأة"<sup>3</sup>.

ولا بد أن نفرق بين الهيكل المالي والذي يظهر كيفية قيام المنشأة بتمويل أصولها المختلفة والثاني هيكل رأس المال والذي يقصد به التمويل الدائم للمنشأة , والذي يتكون عادة من القروض طويلة الأجل , الأسهم الممتازة وحقوق الملكية , ويستبعد جميع أنواع الائتمان قصيرة الأجل وعلى هذا الأساس فإن هيكل رأس المال للمنشأة يعتبر جزء من هيكلها المالي ويتكون حق الملكية من الأسهم العادية والأسهم المحتجزة.<sup>4</sup>

## المطلب الثاني : أهداف الهيكل المالي :

تلعب الإدارة المالية دورا هاما في مختلف الأنشطة الاستثمارية للمؤسسة بحيث تعمل على :

- 1- توفير الأموال اللازمة للمؤسسة عند الحاجة في الوقت المناسب.
- 2- متابعة مصادر التمويل واختيار المصدر المناسب بما يتماشى مع سياسة المؤسسة.
- 3- متابعة سير العمليات الاستثمارية للمؤسسة وتنظيم استخدام الأموال بالشكل المناسب.

<sup>1</sup> : عدنان تاية النعيمي , ارشد فؤاد التميمي , الإدارة المالية المتقدمة , الأردن , دار البازوري, 2009,ص349.

<sup>2</sup> : جمال الدين محمد المرسى , احمد عبد الله اللوح, الإدارة المالية " مدخل اتخاذ القرارات " مصر, دار الجامعة 2010,ص244.

<sup>3</sup> : محمد أيمن عزت الميداني, الإدارة التمويلية في الشركات, جامعة ملك فهد للبتروك والمعادن,الظهران, 1993,ص(556,555).

<sup>4</sup> : عبد الغفار حنفي , رسمية زكي قرياقص , مدخل معاصر في الإدارة المالية , مصر, دار الجامعة, 2002,ص 129 .



4- تسديد الأموال المترتبة على المؤسسة في الموعد المحدد لتفادي المشاكل التي قد تؤدي إلى إفلاسها.<sup>1</sup> ويمكن تحديد دور الهيكل المالي باعتباره متغيراً محددًا لرقم الأعمال المسموح" من خلال درجة الاستقلالية المالية " وكذا رقم الأعمال الضروري" من خلال تغطية للمصاريف المالية الناتجة عن الاستدانة", كما يسمح بالوصول إلى هدف النتيجة المطلوبة والمتعلق بالأموال الخاصة.

نذكر بأن : رقم الأعمال المسموح به في السنة n بحسب العلاقة :

$$CAAn = Rn \times \frac{1}{Idn} \times CPn - 1 \left[ 1 + \frac{BNn}{CPn-1} + \frac{ACPn-DVn}{CPn-1} \right].$$

وبحسب رقم الأعمال الضروري بالعلاقة :

كما أسلفنا القول لا يوجد أي سبب لتساوي رقمي الأعمال الضروري والمسموح به , وان وجدت شروط ضرورية لتعادلهما, فهي تتمثل في وجود علاقة بين معدل الهامش , المصاريف الثابتة , دوران الأصول , المردودية ... وهذا ما يتعذر إثباته عمليا.

هكذا يتضح الدور المزدوج للهيكل المالي حيث يسمح برقم أعمال معين ويفرض آخرًا.<sup>2</sup>

### المطلب الثالث: السياسات التمويلية للمنشأة :

**أولاً : السياسة المعتدلة :** تشير نظريات العمل الخاصة بتمويل رأس المال العامل على أن أساس هذه السياسة هو المبدأ المتعارف عليه في الفكر المالي يسمى بمبدأ التغطية و حدود هذا المبدأ في التمويل يعني أن كل الموجودات داخل المنشأة يمول بمصدر تمويل يتلاءم وطول الحاجة إليه ويعني ذلك بضرورة ملائمة توقيت التدفقات النقدية المتولدة من أي موجودات مع توقيت استحقاق مصادر التمويل المستخدمة في تمويله القصير.

وطبقاً لهذه السياسة، فإن الاستثمارات القصيرة الأمد أو التغيرات الموسمية في رأس المال المؤقت ينبغي تمويلها بمصادر تمويل قصيرة الأجل "وهي عادة ما تكون مطلوبات متداولة" بينما الاستثمارات في رأس المال العامل الدائم وكذلك الاستثمار في الأصول الثابتة ينبغي تمويلها بمصادر تمويل طويلة الأجل "دائمة".<sup>3</sup>

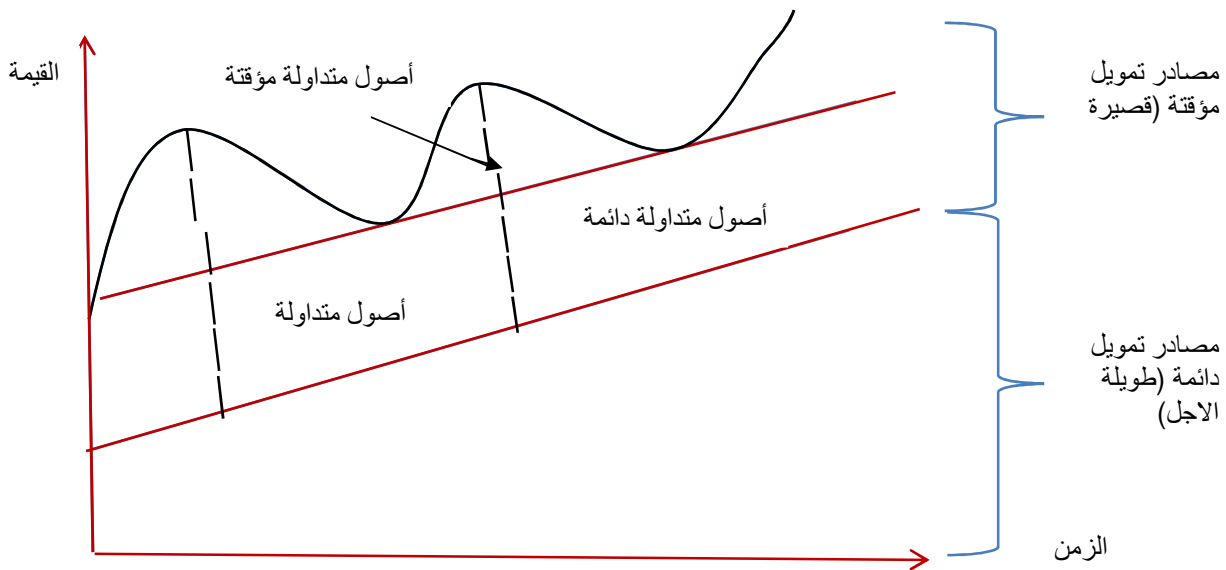
<sup>1</sup> : يحي حداد وآخرون, مؤسسات الأعمال , دار زهران , عمان, دون تاريخ , ص75.

<sup>2</sup> : دادن عبد الوهاب , دراسة تحليلية للمنطق المالي لنمو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية- نحو بناء نموذج لترشيد القرارات المالية , مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه , جامعة الجزائر, 2008, ص ص:(245.244) .

<sup>3</sup> : حمزة محمود الزبيدي, الإدارة المالية المتقدمة , مؤسسة الوراق , الأردن, 2008, ص245 .

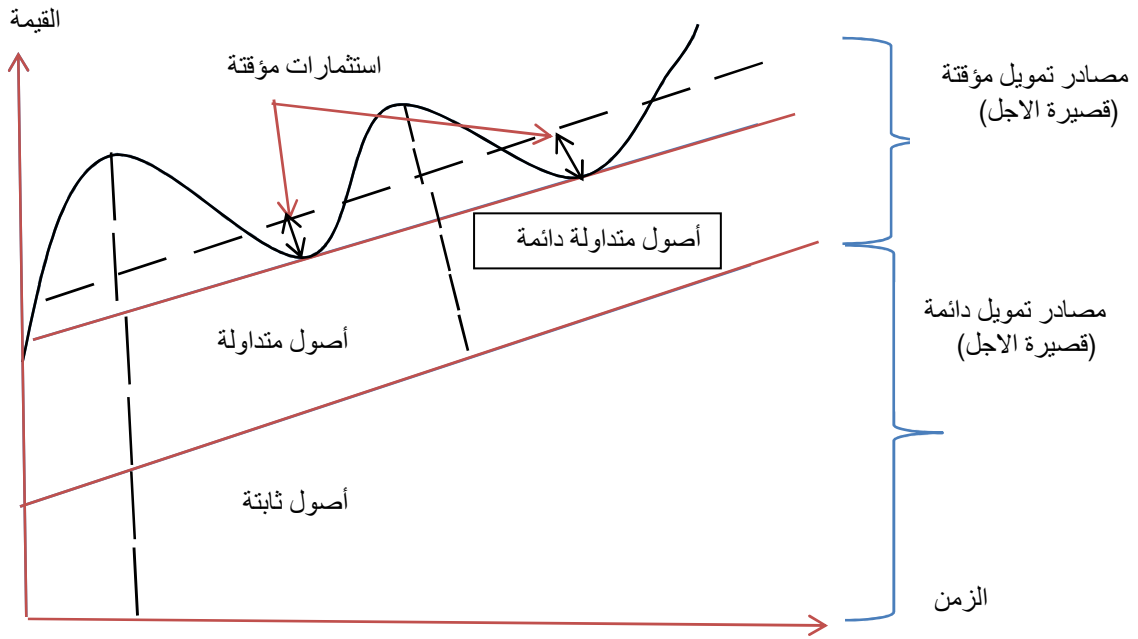
ثانيا : **السياسة المتحفظة** : تشير هذه السياسة إلى أن الاستثمار في الموجودات الثابتة و رأس المال العامل الدائم وجزء من رأس المال المؤقت يتم تمويله بمصادر تمويل طويلة الأمد سواء كانت مفترضة أو ناشئة عن حق الملكية , في حين يتم تمويل الجزء الباقي من رأس المال العامل المؤقت بمصادر تمويل قصيرة الأمد. وتعتبر السياسة متحفظة لأن الإدارة المالية تسعى إلى تمويل جزء من الموجودات المتداولة المؤقتة بمصادر تمويل قصيرة الأمد , وهذا التصرف يعني انخفاض حجم الالتزامات المستحقة على المنشأة مما يعني تعزيز لسيولتها ويساعد هذا النمط التمويلي أيضا في الحصول على مصادر التمويل طويلة الأمد في الأوقات المناسبة عندما تنخفض كلفتها ومن جانب آخر فإن الإعتماد على مصادر التمويل طويلة الأجل واستخدام جزء منه في تمويل رأس المال العامل المؤقت الذي يتقلب زيادة أو نقصانا , فان ذلك يعني أن هناك فائضا منه يتولد عبر الزمن بما يزيد عن حاجة المنشأة مما يدفع الإدارة المالية إلى توظيفه مؤقتا في الاستثمارات القابلة للتسويق وعندما ترتفع الحاجة إلى الأموال بسبب التوسع الموسمي في رأس المال العامل المؤقت فإن الإدارة المالية تبيع الاستثمارات القابلة للتسويق, وتحصل على التمويل المضاف المطلوب من مصادر قصيرة الأمد , وعموما فان درجة المخاطرة في هذه السياسة سوف تكون بحدودها الدنيا إلا أن عائد المنشأة سوف يكون أيضا منخفض بسبب الارتفاع في تكاليف القروض طويلة الأجل بمعنى آخر فان هذه السياسة سوف تخفض العائد والمخاطر .

الشكل رقم (1.1) : السياسة المعتدلة في التمويل:



المصدر: منير إبراهيم هندي , الإدارة المالية , مدخل تحليلي معاصر الطبعة الرابعة المكتب العربي الحديث , الإسكندرية 2000, ص225.

الشكل رقم (1.2) : السياسة التمويلية المتحفظة :

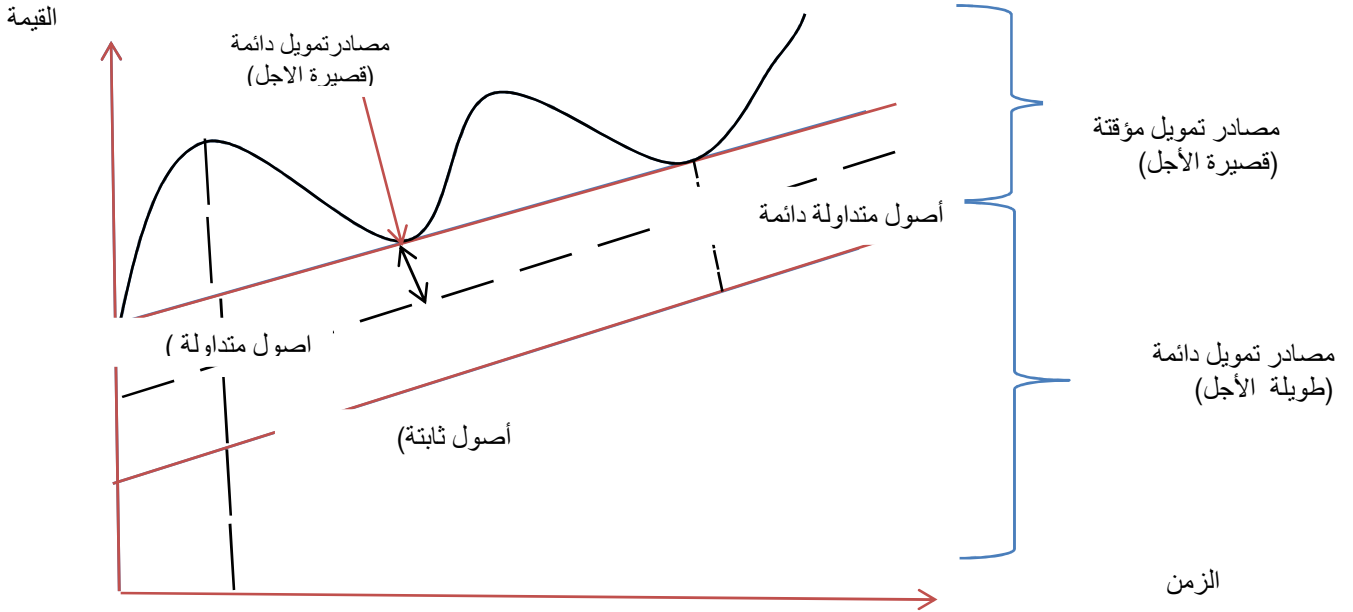


المصدر : منير إبراهيم هندي ، الإدارة المالية ، مدخل تحليلي معاصر، مرجع سبق ذكره، ص226.

**ثالثا : السياسة المغامرة:** بموجب هذه السياسة فإن كل من رأس المال العامل المؤقت وجزء من رأس المال العامل الدائم سوف يتم تمويله بمصادر تمويل قصيرة الأجل "مطلوبات دائمة" في حين يتم تمويل المتبقي من رأس المال العامل الدائم وكل الأصول الثابتة بمصادر طويلة الأجل . إن النتائج المترتبة على اختيار مصادر التمويل قصير الأمد في تمويل كل من رأس المال العامل المؤقت وجزء من رأس المال الدائم ، سوف تبرز من خلال التأثير المباشر على ربحية المنشأة حيث أن هذا المصدر يتميز بتكلفة منخفضة مما يزيد من ربحية الاستثمار وبالمقابل تسبب هذه السياسة تزايد حدة المخاطر التي تتعرض لها إدارة المنشأة بسبب ارتفاع حجم القروض قصيرة الأمد ، مما يزيد من حالات العسر المالي.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> : حمزة محمود الزبيدي ، الإدارة المالية المتقدمة ، مرجع سبق ذكره ، ص ص:(249 - 250) .

الشكل رقم (1.3): السياسة المغامرة في التمويل



المصدر: منير إبراهيم هندي , الإدارة المالية , مدخل تحليلي معاصر، مرجع سبق ذكره، ص226.

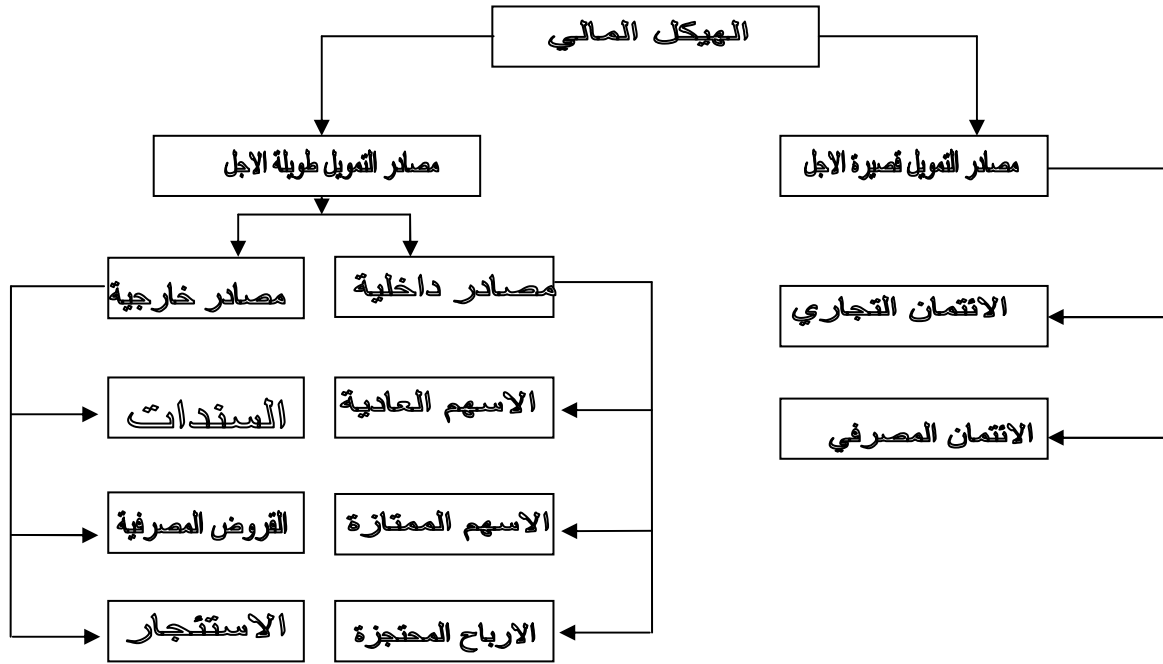
المبحث الثالث : مصادر تمويل الهياكل المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

بالرغم من المكانة الإستراتيجية التي تحتلها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلا أن نمو هذه المؤسسات يظل مرتبط بمدى تجاوزها لمشكل التمويل وذلك لمحدودية قدرتها على تعبئة الأموال الخاصة والمحدد الأساسي لقرارتها الاستثمارية بحيث تكون دوما في حاجة مستمرة إلى مختلف أشكال التمويل . ومن خلال هذا المبحث سنتطرق إلى أهم مكونات الهيكل المالي بالتعرف على معظم ومختلف المصادر التمويلية للمؤسسة الاقتصادية.

المطلب الأول:مصادر التمويل قصيرة الأجل:

أمام المؤسسة الاقتصادية نوعين من التمويل،التمويل المقترض ويترتب عليه دفع فوائد دورية على المؤسسة التي تكون ثابتة عادة , إضافة إلى أصل المال المقترض . أما بالنسبة للتمويل الممتلك فانه لا يترتب على المؤسسة توزيع أرباح , حيث يترك لها خيار توزيع الأرباح أو إعادة شراء الأسهم من المالكين , ويظهر الشكل التالي مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسات لبناء هيكلها المالي ،أو لتشكيل مزيجها التمويلي.

الشكل رقم (1.4): مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسات



المصدر: عدنان تاية النعيمي، ياسين كاسب الخرشنة، أساسيات الإدارة المالية: الطبعة الأولى، دار المسيرة، عمان، 2007، ص139.

### أولاً : مصادر التمويل قصيرة الأجل :

تحتاج معظم المؤسسات إلى التمويل قصير الأجل بغية الحصول على الأموال اللازمة لتمويل الجزء الأكبر من أصولها المتداولة، وتكون قصيرة الأجل لأنها لا تتجاوز السنة، فهي تتمثل في الإئتمان التجاري والإئتمان المصرفي.

#### 1- الإئتمان التجاري :

أ- مفهومه: يتمثل الإئتمان التجاري في المبيعات أو البضائع التي يمكن أن تحصل عليها المنشآت دون الحاجة إلى دفع قيمتها نقداً، وهذا الإئتمان يكون غالباً للبضائع وليس للألات أو الأصول الثابتة ويتوقف منحه على عدد من العوامل الشخصية مثل مركز البائع المالي، ورغبته في التخلص من مخزونه السلعي وعلى عدد من العوامل الناجمة عن حالة التجارة والمنافسة مثل طبيعة السلعة المباعة وغالباً ما يتم منح الإئتمان في سلع تتميز بطلب كبير أو عندما تزداد المنافسة في السوق وحسب الحالة التجارية.<sup>1</sup>

-المفهوم الثاني: عبارة عن قيام المنشأة بشراء حاجاتها المختلفة من مواد أولية وغيرها من التجهيزات الإنتاجية من منشأة أخرى بالدين. وبما أن النشاط التجاري مستمر ودائم فإن هذا النوع من التمويل شائع الاستخدام وتلجأ له عادة الشركات الصغيرة لأنها لا تستطيع الحصول على تمويل من مصادر أخرى

<sup>1</sup> : محمد الفاتح، محمود بشير المغربي، تمويل و مؤسسات مالية، القاهرة، الشركة العربية المتحدة، 2011، ص176.

وعند قيام الشركات باستخدام الائتمان التجاري فنه يدخل في دفاتها كحساب دائن ومدين ويزداد مقدار التمويل الإضافي في حالتين:

-إذا ضاعفت الشركة من مشترياتها مع بقاء شروط الائتمان والعوامل الأخرى ثابتة .

-إذا زاد شرط الائتمان مع بقاء حجم المشتريات والعوامل الأخرى ثابتة.<sup>1</sup>

ب- أشكال الائتمان التجاري: هناك أسلوبين لمنح الائتمان التجاري هما: الحساب الجاري , أوراق النقد.

1- الحساب الجاري : هو من أسهل أشكال الائتمان التجاري كونه يتميز بالبساطة وعدم التعقيد في الإجراءات الخاصة بمنحه إذ يتم منح الائتمان بعد التأكد من توفر الحساب الجاري لدى العميل وكونه يتمتع بملاءة مالية جيدة وسمعة في السوق وقدرته على التسديد.<sup>2</sup>

2- أوراق الدفع : يتطلب هذا النوع أن يقوم المشتري بتوقيع ورقة تجارية يتعهد فيها بالقيام بسداد قيمة معينة للبائع في تاريخ محدد , وتوفر الورقة التجارية من المشتري عدة مزايا للبائع، أهمها الاعتراف الرسمي من جانب المشتري بمدى نيته للبائع مما يسهل إثبات تلك المديونية في حالة تأخر المشتري أو إمتناعه عن السداد، كما يمكن تداول الورقة التجارية عن طريق قيام البائع بتظهيرها للغير، ويمكن كذلك للبائع أن يخصمها ويحصل على قيمتها الحالية من طرف البنوك.

ج- مزايا الائتمان التجاري : يتمتع الائتمان التجاري بعدة مزايا من أهمها ما يلي :

1- التوافر : بإستثناء المؤسسة التي تعاني من مشاكل مالية فإن الائتمان التجاري يتم بشكل تلقائي ولا يتطلب مفاوضات أو ترتيبات خاصة للحصول عليه، وإن هذه المزايا تزداد في المؤسسة الصغيرة التي قد تواجه محددات وقيود عند الحصول على الأموال من المصادر الأخرى للتمويل .

2- المرونة : في حالة زيادة مبيعات المؤسسة فإن ذلك بالنتيجة يؤدي إلى زيادة مشترياتها من السلع والخدمات، الأمر الذي يؤدي إلى إستجابة الائتمان التجاري المكتسب بشكل تلقائي والعكس من ذلك يحدث في حالة انخفاض لحجم المبيعات.<sup>3</sup>

3- قلة القيود أو عدمها: إن شروط الائتمان التجاري بشكل عام هي أبسط من تلك الشروط التي تتطلبها المصادر الأخرى التي تحتاج إلى التفاوض مع الجهات المانحة، التي قد تفرض قيودا صارمة على المؤسسة فتحد من حريتها.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> طارق الحاج ، مبادئ التمويل ، الطبعة الأولى، دار الصفاء ، عمان ، 2010، ص32.

<sup>2</sup> دريد كامل آل شبيب ، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، دار الميسرة، الأردن، 2007، ص222.

<sup>3</sup> عدنان تاية النعيمي ، ياسين كاسب الخرشنة ، أساسيات في الإدارة المالية ، مرجع سبق ذكره، ص147.

<sup>4</sup> طارق الحاج، مبادئ التمويل، مرجع سبق ذكره، ص37.

## ثانيا : الائتمان المصرفي :

يقصد بالائتمان المصرفي القروض قصيرة الأجل التي تحصل عليها المنشأة من البنوك بغرض تمويل التكاليف العادية والمتجددة للإنتاج ومتطلبات الصندوق والتي تستحق عادة عندما تحصل المنشأة على عوائد مبيعات منتجتها ويأتي هذا النوع من الائتمان في المرتبة الثانية بعد الائتمان التجاري، وذلك من حيث درجة اعتماد المنشأة عليه كمصدر للتمويل قصير الأجل، ويتميز الائتمان المصرفي بأنه أقل تكلفة من الائتمان التجاري في الحالات التي تفشل فيها المنشأة في الاستفادة من الخصم النقدي كما يعتبر مصدر لتمويل الأصول الدائمة للمنشآت التي تعاني صعوبات في تمويل تلك الأصول من مصادر طويلة الأجل يضاف إلى ذلك أنه أكثر مرونة من الائتمان التجاري إذ أنه يأتي في صورة نقدية، وليس في صورة بضاعة غير أنه أقل مرونة منه في ناحية أخرى ذلك لأنه لا يعتبر تلقائيا مع تغير حجم النشاط.<sup>1</sup>

## 1-أنواع الائتمان المصرفي : من أهم أنواع القروض التي تمنحها البنوك هي :

أ-إئتمان المصرفي غير المكفول بضمان: يعتبر الائتمان المصرفي غير مكفول بضمان معين كإئتمان ذو توصيفه ذاتية، بمعنى أن الموجودات المشتركة بموجب هذا الائتمان والأرباح المتحققة عنها ستولد نقدية كافية لتسديد الائتمان وفائدته خلال مدة أقل من سنة .

ب- الائتمان المصرفي المكفول بضمان :يعتبر الائتمان المصرفي المكفول بضمان الذي يقدمه البنك بشرط أن تقدم المؤسسة المستفيدة منه ضمانا معينا قبل الحصول عليه، وتنقسم إلى ائتمان مصرفي مكفول بضمان شخص آخر وائتمان مصرفي مكفول بضمان موجود معين كالבضاعة.

## المطلب الثاني: مصادر التمويل متوسط وطويل الأجل الداخلية:

إن بقاء المؤسسة واستمرار نشاطها يتوقف على وضع أهداف طويلة الأجل وتخصيص الموارد الضرورية لتحقيقها لا بد من توفر مصادر تمويل طويلة الأجل عند استحالة تغطية الاحتياجات المالية عن طريق الموارد الداخلية، وتعتبر الأسهم العادية من أهم هذه المصادر.

أولا: الأسهم العادية: هذا النوع عبارة عن حصة في ملكية المنشأة يحقق لصاحبها الحصول على الأرباح بعد تسديد الالتزامات تجاه الآخرين كما يحق له حضور اجتماعات الجمعية العمومية والتصويت، وكل سهم يمثل صوتا واحدا.

تصدر هذا النوع من الأسهم شركات المساهمة العامة فقط، ويكون لكل سهم نفس الحقوق والواجبات وتعتبر الأسهم العادية المصدر الرئيسي لتمويل شركات المساهمة العامة خاصة في مرحلة التأسيس، إذ تقوم

<sup>1</sup> : احمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم، الجزائر، 2008، ص38.

المنشأة بتغيير حجم رأس المال المطلوب وتقسيمه إلى عدد من الأسهم المباعة في هذه المرحلة بالأسهم المصدرة تغيير قيمة الأسهم العادية وفقاً لظروف المنشأة الاقتصادية والمالية.<sup>1</sup> كما تعرف "أنها وثيقة ذات قيمة اسمية واحدة تطرح للاكتتاب العام ولها قابلية على التداول وغير قابلة للتجزئة ولا تستحق الدفع في تاريخ محدد ولا تلتزم بتوزيع أرباح ثابتة سواء من حيث تحديد قيمة هذه الأرباح أو فترات استحقاقها".<sup>2</sup>

1- أنواع قيم الأسهم العادية : تصدر الأسهم عادة عند تأسيس الشركات أي إصدار اكتتاب عام. ولكن قد يلجأ إلى إصدار الأسهم العادية في مراحل أخرى لزيادة رأسمالها المكتتب به ،وعادة ما يكون مرحلة واحدة، ونتيجة لبعض الأعراف والقوانين المحاسبية يكون لدينا عدة قيم للسهم الواحد وهي:

أ- القيمة الاسمية : يقصد بالقيمة الاسمية تلك القيمة المنصوص عليها في عقد تأسيس الشركة وقوانينها وأنظمتها الداخلية، وتظهر هذه القيمة عادة على وثيقة إصدار السهم نفسه عند شراء السهم في السوق المالي أو عند إصدار شهادة إثبات ملكية السهم ، وتحدد بعض القوانين حد أدنى للقيمة الاسمية للسهم و ليس لها قيمة اقتصادية من وجهة نظر المستثمرين لأنها تخضع لقرارات سيادية تاريخية.<sup>3</sup>

ب- القيمة الدفترية أو المحاسبية : هي تلك القيمة التي تعكسها السجلات المحاسبية للشركة، وتمثل مجموع رأس المال المساهم به والاحتياطات والأرباح غير موزعة، ويتم حسابها بقسمة حقوق المساهمين على عدد الأسهم المصدرة ، وتعكس قيمة ما قدمه المساهم لتمويل استثمارات المؤسسة وتحسب كما يلي:

القيمة الدفترية للسهم = حقوق الملكية / عدد الأسهم المصدرة

قيمة الموجودات - الديون

أو :

عدد الاسهم المصدرة

وتعتبر القيمة بمثابة مؤشر لمئاة المركز المالي عند مقارنتها بالقيمة الاسمية للسهم .

ج- القيمة السوقية : يحددها السوق عن طريق قوى العرض والطلب، وتتميز هذه القيمة بعدم الاستقرار فهي متقلبة خلال التعامل اليومي وتتسم بعدم الاستقرار من فترة لأخرى.

د- القيمة التصفية: وهي قيمة السهم التي يتوقع المساهم الحصول عليها في حالة تصفية المؤسسة بعد سداد حقوق حملة السندات والأسهم الممتازة وكل أصحاب الحقوق ذوي الأولوية.

هـ- قيمة السهم حسب العائد : هي القيمة التي يكون المستثمر على استعداد لدفعها مقابل حيازته

<sup>1</sup> عبد الوهاب يونس احمد، التمويل وإدارة المؤسسات المالية ، الطبعة الأولى، دار حامد، الأردن، 2007، ص 82.

<sup>2</sup> دريد كامل آل شبيب ، مبادئ الإدارة المالية ، مرجع سبق ذكره، ص 102.

<sup>3</sup> عدنان تاية النعيمي ، ياسين كاسب الخرشنة ، أساسيات في الإدارة المالية ، مرجع سبق ذكره ، ص 163.



للسهم الذي يعطيه العائد الذي يتطلع إليه مقابل استثمار أمواله.<sup>1</sup>

1-1- حقوق حملة الأسهم العادية: يتمتع حملة الأسهم العادية بحقوق تفوق ما يحصل عليه حملة السندات والدائنين الآخرين وهي:

- يحق لحملة الأسهم العادية بالإضافة إلى المشاركة في الأرباح، التصويت، والمشاركة في الاجتماعات التي تدعو إليها الشركة والتأثير في القرارات المختلفة التي تتخذها الجمعية العمومية أو مجلس الإدارة وتعتمد درجة تأثير المساهم في السياسات والقرارات ونفوذه على عدد الأسهم التي يملكها لكل سهم صوت واحد.

- الحق في الأرباح الموزعة: يحق لكل مساهم الحصول على حصته من الأرباح الموزعة ويكون توزيع الأرباح لحملة الأسهم العادية بعد توزيعها لحملة الممتازة والالتزامات الأخرى.

- يحصل حملة الأسهم على حقوقهم عند تصفية المؤسسة ولكن بعد أن يحصل كافة الدائنين وحملة الأسهم الممتازة على حقوقهم أولاً.

- يحق لحملة الأسهم بيع وشراء أسهم المؤسسة في السوق المالي بالسعر الذي يرغبون فيه، وكذلك الأولية بشراء الأسهم الجديدة التي تصدرها المؤسسة.<sup>2</sup>

1-2- مزايا وعيوب الأسهم العادية:

الجدول رقم (1.4): مزايا وعيوب الأسهم العادية

المزايا	العيوب
1- المنشأة غير ملزمة بالتوزيعات النقدية	1- ارتفاع العائد المطلوب من المستثمرين بسبب المخاطر ذات تكلفة مرتفعة.
2- لا يجوز لحاملها إستردادها ولا بيعها	2- لا تغطي الشركة أي وفر في الضريبة بسبب أن التوزيعات لا تعتبر من التكاليف (المصروفات) إضافة إلى أنها تخصم من صافي الربح النهائي
3- زيادة رأس المال يؤدي إلى تخفيض نسبة المديونية وبالتالي زيادة للطاقة الافتراضية مستقبلاً.	

المصدر: موفق عدنان عبد الجبار الحميري، أساسيات التمويل والاستثمار في صناعة السياحة، الطبعة الأولى، دار الوراق، عمان، 2009، ص52.

ثانياً: الأسهم الممتازة: السهم الممتاز هو عبارة عن ورقة مالية تحمل بعض صفات السندات وبعض صفات الأسهم العادية، فمن صفات الأسهم الممتازة التي تشبه صفات السندات.

- الصفات المشابهة لصفات السندات:

<sup>1</sup>: محمد شفيق ، حسين طنبب ، أساسيات الإدارة المالية في القطاع الخاص، دار المستقبل، عمان، 1979 صص: (166، 168).

<sup>2</sup>: Piscal barnito . ceorges gregio. Finance : manuel et application .dunid . paris2007.page 339

❖ ثبات الأرباح الموزعة للسهم، فهي تحسب على أساس معدل إسمي يحمله السهم الممتاز مضروباً في القيمة الإسمية له

❖ للسهم الممتاز حق الأولوية على السهم العادي عند توزيع الأرباح و عند التصفية.

❖ ليس له الحق في التصويت في الهيئة العمومية، أي أنه ليس له الحق في الإدارة.

- الصفات المشابهة لصفات الأسهم العادية:

❖ ليس له تاريخ

❖ يمكن تأجيل دفع العائد لبعض أنواع الأسهم الممتازة ولإفلاس.

❖ للسندات حق الأولوية عليه عند التصفية.<sup>1</sup>

1- مزايا و عيوب التمويل عن طريق الأسهم الممتازة:

من المزايا التي تحصل عليها المؤسسة بإصدارها للأسهم الممتازة:

- ليس لحامل السهم الحق في التصويت في مجلس الإدارة، وله حق الاشتراك في التسيير الإداري، إلا في الحالات منصوص عليها في عقد إصدار هذه الأسهم.

- ليس للسهم الممتاز تاريخ تسديد إلا إذا نص على ذلك في عقد الإصدار، هذا ما يمنح للمؤسسة ميزة إستبدالها بسندات إذا انخفضت معدلات الفائدة في السوق المالية.

- إن زيادة حجم الأسهم ضمن الأموال الدائمة للمؤسسة يخفض نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال الخاصة، مما يدعم مركز المؤسسة في قدرتها على الاقتراض.

- تمتاز الأسهم الممتازة عن السندات والقروض في حالات العسر المالي، إذ المؤسسة ليست ملزمة بدفع النسب المحددة من الربح، وإن توقفها عن الدفع لا يؤدي بها إلى الإفلاس.

من المساوئ التي تنجر عن اللجوء إلى التمويل بإصدار الأسهم الممتازة:

- تكون في العادة تكلفة الأسهم الممتازة أعلى من تكلفة الاقتراض حيث أن حصص الأرباح لا تطرح من الوعاء الضريبي على عكس فوائد القروض .

- يحق لحملة الأسهم الممتازة الاحتفاظ بحقوقهم في الحصول على مستحقاتهم من أرباح السنوات التي لم يجر توزيعها وذلك قبل حصول حملة الأسهم العادية على أي توزيعات.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> : عدنان تاية النعيمي وآخرون ، الإدارة المالية النظرية والتطبيق ، عمان ، دار المسيرة ، 2011 ، ص 217.

<sup>2</sup> : مبارك لسوس ، التسيير المالي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004، ص: ( 185، 184) .

2- أنواع الأسهم الممتازة : هناك أنواع مختلفة من الأسهم الممتازة أهمها :

أ- الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء: أي أن تشتري المؤسسة الأسهم الممتازة في السوق من مالكيها ومن ثم تقوم بإلغائها أو أن تدفع قيمة الأسهم الممتازة للمالكيها من واقع أنها لم تعد بحاجة إلى أموالهم.

ب- الأسهم القابلة للتحويل إلى أسهم عادية بشروط يحددها قانون المؤسسة

ج- الأسهم الممتازة القابلة للإعادة: أي أنه يحق لحملة الأسهم الممتازة وبناء على طلبهم إعادة الأسهم الممتازة للمؤسسة وقبض ثمنها نقدا.<sup>1</sup>

ثالثا: الأرباح المحتجزة : تمثل الأرباح المحتجزة مصدرا داخليا هاما لتمويل إحتياجات المؤسسة خاصة الإحتياجات طويلة الأجل، وتمثل جزء من الأرباح التي يتم الإحتفاظ بها لغرض إعادة استثمارها كما تستخدم الأرباح المحتجزة في حالة المؤسسة التي تعاني من مشاكل مالية، كذلك التي ترغب في تخفيض ديونها أو تلك التي تواجه ظروفًا اقتصادية متقلبة، كما يتم الاعتماد عليها لتجنب زيادة حقوق التصويت والمشاركة في السيطرة "في حالة إصدار أسهم وتجنب الأعباء الثابتة التي تترتب على بيع الأوراق المالية"<sup>2</sup>، كما يؤثر قرار توزيع الأرباح تأثيرا كبيرا وفعالا على العديد من المجالات المالية بالمنظمات المعاصرة، حيث يؤثر تدفق الأموال وسيولتها على الهيكل المالي للمنظمة، بالإضافة إلى التأثير على إتجاهات المستثمرين مستقبلا نحو عمليات الإستثمار المختلفة.<sup>3</sup>

وتؤدي الزيادة في الأرباح المحتجزة إلى زيادة القيمة الرأسمالية للمؤسسة ومن ثمة القيمة المتوقعة لأسهمها الأمر الذي يؤدي إلى تخفيض الأرباح الرأسمالية للمؤسسة وتخضع الأرباح المحتجزة مثلها مثل الأرباح الموزعة للضريبة على دخل المؤسسات بيد أن الأرباح الرأسمالية الناجمة عنها لا تخضع للضريبة على المستوى الشخصي إلا حينما تستخدم. وتبعًا لذلك فهي تعمل على تأجيل الالتزام الضريبي الشخصي حتى يتحقق من ورائها أرباحا.

1- مزايا الأرباح المحتجزة من وجهة نظر المؤسسة :

- كلفة الأرباح المحتجزة كمصدر للتمويل قليلة بالمقارنة مع غيرها
- لا تحتاج إلى رهن موجوداتها
- كلما تراكمت الأرباح المحتجزة أكثر زاد استخدامها في تمويل موجوداتها ما ينعكس بشكل إيجابي على السعر السوقي والقيمة الدفترية للسهم.

<sup>1</sup> علي عباس، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار إثراء، عمان، 2008، ص 280.

<sup>2</sup> محمد صالح الحناوي وآخرون، أساسيات ومبادئ الإدارة المالية، مصر، المكتب الجامعي الحديث، 2007، ص 256.

<sup>3</sup> احمد محمد غنيم، الإدارة المالية "مدخل التحول من الفقر إلى الثراء"، المكتبة العصرية، مصر، 2008، ص ص: (208.207).

- عيوب الأرباح المحتجزة من وجهة نظر المؤسسة:

- لا يستحسن استخدام الأرباح المحتجزة كمصدر للتمويل بشكل متكرر .

قد يتعذر على المؤسسات المساهمة المبدئية الاستفادة من هذا المصدر، يتطلب أحياناً من المؤسسة إصدار أسهم مجانية مقابل إحتجاز أرباح المساهمين مما يزيد من كلفة استخدام هذا المصدر.<sup>1</sup>

**المطلب الثالث : مصادر التمويل متوسطة وطويلة الأجل الخارجية:**

**أولاً: السندات:** السند هو عقد طويل الأجل "أداة دين طويلة الأجل" يتعهد من خلاله المقترض "مصدّر للسند" المقرض على دفع فوائد ثابتة بالإضافة إلى القيمة الاسمية ذات قيمة معينة. وهي أحد أوعية الاستثمار، والسند عادة ورقة تعلن أن مالك السند دائن إلى الجهة المصدرة للسند، سواء حكومة أو شركة أو مشروع وعادة تطرح هذه السندات للبيع في سوق المال لتحصيل مبلغ مطلوب لمشروع ما.<sup>2</sup> كما يعرف السند "بأنها أوراق مالية ذات دخل ثابت وتمتع بقابلية التداول وهي تمثل عقد طويل الأجل تلتزم بموجبه المؤسسة بتسديد دفعات دورية من الفوائد والتي تمثل تكلفة استخدام الأموال" إضافة إلى أصل المبلغ لمن يحمل السند.<sup>3</sup>

### 1- الخصائص الرئيسية للسندات :

بالرغم من أن السندات لها خصائص مشتركة إلا أنها لا تتضمن نفس الشروط التعاقدية. إن الاختلاف في هذه الشروط ينعكس على أسعار هذه السندات، درجة المخاطر والفوائد المتوقعة، وفيما يلي بعض المصطلحات التي يتم استخدامها عند التحدث عن السندات :

**أ- القيمة الاسمية " par value " :** إن القيمة الاسمية للسند هي القيمة الواردة على شهادة السند وعادة تصدر القيمة الاسمية للسندات في الأردن بقيمة "100دينار" ومضاعفاتها . وهي تمثل قيمة المبالغ المقترضة والواجب تسديدها لحامل السند في تاريخ الاستحقاق.

**ب- فائدة السند : coupon interest rate :** تصدر السندات بفائدة وتمثل هذه الفائدة كلفة الحصول على التمويل، وعادة يتم دفع هذه الفائدة مرتين في السنة، قد تكون هذه الفائدة ثابتة " fixed rate" مثلاً سند قيمته الاسمية "100دينار" والفائدة الكوبونية على هذا السند 10% سنوياً فمعنى هذا إن الشركة تتعهد بدفع مبلغ 10 دينار سنوياً لحامل هذا السند في نهاية كل عام حتى تاريخ استحقاق هذا السند وقد تكون الفائدة متغيرة أي إنها تتغير مع تغير أسعار الفائدة السوقية.

<sup>1</sup> علي عباس، الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص: (281، 282).

<sup>2</sup> فارس ناصيف الشيبيري ، غسان سالم الطالب، مبادئ المالية، عمان، دار وائل، 2012، ص 213.

<sup>3</sup> عدنان تاية النعيمي ، ياسين كاسب الخرشنة ، أساسيات في الإدارة المالية ، مرجع سبق ذكره ، ص 172.

ج- تاريخ الاستحقاق maturity : تحمل السندات تاريخين التاريخ الأول يمثل إصدار السند والتاريخ الثاني يسمى تاريخ الاستحقاق والذي يمثل التاريخ الذي ستقوم فيه الشركة بتسديد القيمة الاسمية لحامل هذا السند.<sup>1</sup>

د- نشرة الإصدار: إن قرار استدعاء إصدار سندات وإعادة تمويله بإصدار جديد يجب إن يتخذ على ضوء تحليل الربحية من هذه العملية، ويمكن معالجة هذا القرار وكأنه قرار موازنة رأسمالية، فهناك إنفاقات نقدية خارجة في البداية تتبعها سلسلة من التدفقات النقدية الداخلة، وتشمل الإنفاقات النقدية الخارجة علاوة استدعاء الإصدار القديم، ونفقات إصدار السندات الجديدة، أما التدفقات النقدية الداخلة، فهي عبارة عن الوفورات في تكاليف الفائدة السنوية بين الإصدارين القديم والجديد للسندات.<sup>2</sup>

هـ- صندوق تسديد السندات sinking fund: يتم تسديد سندات الدين بعدة طرق منها دفع القيمة الاسمية للسند عند تاريخ الاستحقاق أو استدعاء السندات، إذا كان عقد الإصدار يسمح بذلك أو من خلال التسديد الدوري لأجزاء من قيمة الإصدار، ويتم التسديد الدوري للإصدار بإنشاء صندوق لتسديد السندات أو بإصدار سندات تسلسليه، إذا كان عقد إصدار بنص على وجود صندوق تسديد فانه يتوجب على الشركة المصدرة للسند إن تقوم بعمل دفعات دورية متساوية لحساب هذا الصندوق عند مؤتمنين trustee. ويستعمل المؤتمنين أموال هذا الصندوق لتسديد قيمة إصدار السندات تدريجياً أو عند الاستحقاق، إن وجود صندوق لتسديد قيمة إصدار السندات هو من مصلحة حاملي السندات لأنه ضمانه بوجود سيولة كافية لتسديد قيمة الإصدار عند الاستحقاق أو بالتدريج، بما يعزز سعر السند في السوق.

ر- العائد الجاري : يكون للسند عائد اسمي يدفع كل فترة محددة ويكون محددًا بنشرة إصدار السند. هذا العائد يسمى العائد الكوبوني coupon rate، وهو يدفع حسب القيمة الاسمية للسند ولكن حيث إن القيمة السوقية للسندات تختلف عن القيمة الاسمية للسند فان العائد الذي يتحقق من هذا السند مقسوماً على القيمة السوقية لهذا السند يسمى بالعائد الجاري. يكون العائد الجاري يساوي العائد الاسمي إذا كان السند السوقي يساوي سعر الإصدار. ويكون العائد الجاري للسند أعلى من العائد الاسمي إذا انخفض السعر السوقي للسند وينخفض العائد الجاري إذا ارتفعت القيمة السوقية للسند.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> : محمد قاسم خصاوية ، أساسيات الإدارة المالية ، الطبعة الأولى، دار الفكر، عمان، 2011، ص 141.

<sup>2</sup> : أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، مرجع سبق ذكره، ص 59.

<sup>3</sup> : محمد قاسم خصاوية ، أساسيات الإدارة المالية ، مرجع سبق ذكره، ص 142.

**2- أنواع السندات:** يمكن لمنشآت الأعمال إن تصدر عدة أنواع من السندات كأدوات للحصول على الأموال لتمويل استثماراتها ومن هذه الأنواع :

**1- السندات المتسلسلة :** يناسب هذا النوع من السندات الشركات التي ترغب في توزيع السندات التي تصدرها ضمن سلسلة من الإصدارات تستحق في سنوات متتالية ومن خصائص هذا النوع من السندات إمكانية أو قابلية استدعاء هذه السندات قبل تاريخ استحقاقها .

**ب-السندات المضمونة :** تمتاز هذه السندات بان تقوم الشركة التي تصدرها بضمان أو رهن موجودات ثابتة لدى الشركة مقابل إصدارها وذلك كحماية للمستثمرين وقد يكون الرهن المقدم عبارة عن عقارات تملكها الشركة أو رهن مكائن أو آلات أو معدات، ويكون سعر الفائدة على هذا النوع من السندات عادة أقل من سعر الفائدة على الأنواع الأخرى من السندات حيث إن المخاطر في هذا النوع من السندات تكون أقل، ويمكن إن تكون السندات المضمونة ذات نهاية مفتوحة تسمح لحملة الإصدار بإصدار دفعة من السندات على أساس نفس الضمانات المقدمة للإصدار السابق من السندات ولكن شريطة الحصول على الموافقة المسبقة من حملة الإصدار السابق من السندات ذات نهاية مغلقة والتي تسمح لحملة الإصدار بإصدار سندات مضمونة مقابل تقديم رهانات على حساب إصدارات سابقة.<sup>1</sup>

**ج- السندات طويلة الأجل:** وهي السندات التي يزيد أجلها عن 7 أعوام وتعتبر أداة تمويل طويلة الأجل لذا تتداول في سوق رأس المال . وتصدر بمعدلات فائدة أعلى من تلك التي على السندات قصيرة الأجل أو متوسطة الأجل ومن الأمثلة عليها السندات العقارية.<sup>2</sup>

**د- السندات متوسطة الأجل:** وهي السندات التي يزيد أجلها على عام ولا يتجاوز "5-7" أعوام وتعتبر أداة تمويل متوسطة الأجل وتكون معدلات الفائدة عليها أعلى من تلك على السندات قصيرة الأجل .

**و- السندات القابلة للإعادة :** هي السندات التي تسمح لحاملها بإعادة هذه السندات إلى الجهة المصدرة وبسعر محدد، إن السندات القابلة للاستدعاء عادة ما تكون لصالح الشركة المصدرة إما شروط السندات القابلة للإعادة فهي تكون لصالح حامل السند . وإن ممارسة حق الإعادة أو حق الاستدعاء يعتمد على أسعار الفائدة السوقية ومقارنة هذه الفائدة مع سعر الفائدة على السند.

**هـ- سندات الدخل** تقوم الشركة أو الجهة المصدرة للسندات بدفع الفائدة على هذه السندات إذا حققت هذه الشركة أرباحاً كافية لدفع هذه الفوائد . وبالتالي فإن عدم دفع فوائد لحملة هذا النوع من السندات

<sup>1</sup> : محمد قاسم خصاوية , أساسيات الإدارة المالية , مرجع سبق ذكره، ص.ص: (143.144).

<sup>2</sup> : فارس ناصيف الشبيزي , غسان سالم الطالب , مبادئ المالية , مرجع سبق ذكره، ص 219 .

مطالبة الشركة بدفع الفوائد على السندات التي بحوزتهم حيث إن دفع الفوائد مرهون بقدرة الشركة على توليد الدخل الكافي لتغطية فوائد هذه السندات.

ر- **السندات الرديئة** : تمتاز هذه السندات بأنها سندات عالية المخاطر وفي نفس الوقت عالية العوائد وقد انتشر هذا النوع من السندات في الثمانينات من القرن العشرين وتستخدم هذه السندات لتمويل رأس المال المغامر وفي تمويل عمليات الاندماج.<sup>1</sup>

### 3- مزايا وعيوب السندات :

#### أ- مزايا من وجهة نظر حملة السندات:

- عموما يعتبر السند اقل انواع الاستثمار خطورة .  
- حامل يحصل السند على دخل مضمون ومؤكد وثابت .  
ومن عيوب الاستثمار في بعض السندات هو إن الدخل الذي يحصل عليه حاملها يتأثر بعوامل التضخم في السوق ويتسبب في تأكلها من وقت لآخر.<sup>2</sup>

#### ب- مزايا من وجهة نظر المؤسسة التي أصدرت السندات :

الفوائد التي تدفعها لحملي السندات تخصم من الضرائب التي تدفعها للحكومة باعتبارها نفقات تتحملها المؤسسة.

- تستطيع التصرف بحرية طالما أن حملة السندات لا يحق لهم التدخل في شؤونها.

- غالبا ما تكون كلفة السند أقل من كلفة غيره من أدوات الدين الأخرى.<sup>3</sup>

#### ج- عيوب السندات من وجهة نظر المؤسسة:

- تخصص المؤسسة سنويا مبالغ كبيرة تدفعها كفوائد على السندات مما يؤثر على سيولتها وبالتالي فهي تشكل عبئا عليها.

- تحد التشريعات القانونية من الاستفادة من السندات بسبب تقييد الحكومة لكمية المبالغ التي يمكن إقتراضها بهذه الطريقة .

- بما أن السندات أداة دين طويلة الأجل فقد تواجه المؤسسة ظروفًا سيئة تكون فيها غير قادرة على الوفاء بسداد الدين أو دفع فوائد عليها مما يعرضها لخطر الإفلاس والتصفية .

#### ثانيا : القروض المتوسطة وطويلة الأجل :

<sup>1</sup> : محمد قاسم خصاوية , أساسيات الإدارة المالية , المرجع سبق ذكره، ص.ص: (145.144).

<sup>2</sup> : فتحي إبراهيم محمد الأحمدي، مذكرات في مبادئ التمويل والإدارة المالية، دار النسر بجامعة أسيوط، مصر، 2007، ص.ص: (299. 300)

<sup>3</sup> : علي عباس، الإدارة المالية ، مرجع سبق ذكره، ص275.

ويعرّف القرض " بأنه إتفاق بين الدائن والمدين ويقدم بموجب الدائن مبلغا من المال على أن يقوم المدين بإعادته مع فوائده في أوقات محددة يتم الاتفاق عليها".

1- شروط الإقراض : هناك عدة شروط يتم الاتفاق عليها بين الدائن والمدين، وذلك تنفيذًا لاتفاقية القرض منها :

- سعر الفائدة والعمولة .
- طريقة السداد هل هي شهرية ؟ أم سنوية ؟ أو دفعة واحدة تستحق في أجل معين ؟ وهكذا.
- الضمانات الواجب تقديمها من قبل المقترض .
- شروط تحد من حرية المقترض في توزيع الأرباح والاستثمار الرأسمالي و الحصول على قروض أخرى.

## 2- مبررات الاقتراض طويل الأجل :

- عدم إمكانية التمويل بالأسهم العادية أو الأرباح المحتجزة .
- سرعة توفير هذا التمويل خاصة إذا كانت الشركة تتمتع بسمعة جيدة .
- إما التمويل بالأسهم يحتاج إلى وقت كبير.
- ضعف السوق المالي وبالتالي احتمال عدم قدرة الشركة على التمويل بالأسهم
- عدم تأثير التمويل بالاقتراض على المركز التنافسي لكبار المساهمين في الشركة
- يمكن إستخدام هذا المصدر لتمويل الأصول الثابتة
- يوفر للمؤسسة مرونة الاقتراض قصير الأجل
- قد يشكل مصدرا للوفاء بالقروض قصيرة الأجل.
- المحافظة على عائد جيد للسهم "EPS"، وذلك لثبات عدد الأسهم في المنشأة .
- قليل الكلفة بالمقارنة مع الأسهم.
- الميزة الضريبية لأموال الاقتراض.<sup>1</sup>

## ثالثا: الاستئجار :

انتشر الاستئجار في معظم الدول منذ أوائل الستينات واستمر إنتشارها منذ ذلك الوقت حيث بلغت نسبة الأصول المستأجرة عام 1999 ما يقارب 30%.

1- تعريف الاستئجار : في معظم الحالات التي نشاهدها في حياتنا العملية تملك المؤسسات أصولها الثابتة وتظهرها ضمن ميزانيتها، لكن من المهم الإشارة هنا إلى إن إستعمال الآليات وليس ملكيتها هو غاية

<sup>1</sup> محمد الفاتح محمود بشير المغربي , تمويل ومؤسسات مالية، مرجع سبق ذكره، ص ص: (203.202).



المؤسسة ,وإذا كان الشراء هو إحدى الوسائل التي تمكن المؤسسة من استعمالها لأصولها الثابتة , فان الإيجار هو وسيلة أخرى لتحقيق هذه الغاية .

قبل عام 1950 كان الاستئجار واسع الاستعمال في مجالات العقارات,إما النصف الثاني من القرن الحالي فقد شهد توسعا في إستعمال الإيجار لحيازة مختلف أنواع الأصول الثابتة , هذا وتعادل الأصول التي تمول بهذه الوسيلة في أمريكا هذه الأيام حوالي 30% من إجمالي الأصول المشتراة.

والاستئجار هو عقد يلتزم بموجبه المستأجر "Lessee" بدفع مبالغ محددة بمواعيد متفق عليها لمالكها "lessor" أصل من الأصول لقاء انتفاع الأول بالخدمات التي يقدمها الأصل المستأجر لفترة معينة ويمكن الاستئجار المؤسسات من الحصول على منافع أصل من الأصول دون إمتلاكه , ويصنف الاستئجار من هذا المنطلق كواحد من مصادر التمويل طويلة الأجل .

ويتشابه التمويل بالاستئجار والتمويل بالاقتراض من حيث إن دفعات الاستئجار هي عبارة عن التزامات تعاقدية ثابتة لذا يؤدي الاستئجار من الناحية العملية إلى إرتفاع مديونية المستأجر وزيادة المخاطر المالية.<sup>1</sup>

## 2- أنواع الاستئجار :

أ- **الاستئجار التشغيلي** : يطلق على هذا النوع من التأجير أحيانا تأجير الخدمات لأنه يوفر للمؤسسة خدمتي التمويل والصيانة أي هو إستئجار خدمات الأصل دون أن ينتهي ذلك بتملكه وتكون مدة عقود التأجير دائمة بل من حق المستأجر إنهاء عقد الإيجار قبل انتهاء مدته.<sup>2</sup>

وعادة ما تكون مدة الإيجار لمدة اقل من العمر الاقتصادي للأصل وهذا يمنح المستأجر مرونة في إحلال أصول أحدث تقنية وتطور في أعماله المستقبلية ومن الأمثلة على هذا النوع من التأجير، الآلات والمعدات الثقيلة والسيارات والكمبيوتر ومعدات الصناعة ويكون المؤجر مسؤولا عن التأمين على الأصل ودفع الضرائب المستحقة وصيانته.<sup>3</sup>

ب- **الاستئجار المالي** : التأجير المالي هو ذلك التأجير الذي يتم بموجبه إطفاء كامل قيمة الأصل المؤجر خلال فترة العقد.ويسمى هذا التأجير بالتأجير الرأسمالي لان إجمالي دفعات الإيجار المتفق عليها تغطي كامل تكلفة الأصل مع عائد مناسب على رأس المال المستثمر.<sup>4</sup>

ج- **الاستئجار المباشر**: حيث يقوم المستأجر بالانتفاع من أصل لا يملكه

<sup>1</sup>:مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، الطبعة الأولى، دار اجنادين، السعودية ،2006،ص128.

<sup>2</sup>: دريد كامل آل شبيب،مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة،مرجع سبق ذكره،ص412.

<sup>3</sup>:عدنان تاية النعيمي وآخرون،الإدارة المالية المتقدمة،مرجع سبق ذكره،ص360.

<sup>4</sup>:دريد كامل آل شبيب ،مقدمة في الادارة المالية المعاصرة،مرجع سبق ذكره،ص411.



## خلاصة الفصل:

وهكذا كما رأينا فقد أصبحت للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة دور كبير في المعادلة الاقتصادية من خلال فرض نفسها كعميل إقتصادي فعال داخل منظومة بيئة الأعمال المعاصرة ، وبالرغم ما يكتنفه مفهومها من غموض نتيجة عدم إيجاد تعريف دقيق يلقي قبولا عاما لدى الخبراء والمفكرين وحتى الدول النامية التي لم يمنع من وجود بعض المحاولات لتعريفها .

تسعى هذه المنشآت بمختلف الأوقات للحصول على الأموال أو رأس المال ويمتد موضوع الهيكل المالي للمؤسسات ابعدها مما سبق، واختيار هيكل رأس المال يهدف بشكل كبير إلى تعظيم الثروة.

# الفصل الثاني:

العوامل المؤثرة في اختيار  
الهيكل المالي للمؤسسات  
الصغيرة و المتوسطة

## مقدمة الفصل:

إن الهيكل المالي الأمثل هو الذي يعمل على تعظيم قيمة المشاريع الاقتصادية ، حيث أصبح الجدل القائم في الوقت الراهن يتمحور حول أمثلية الهياكل المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة خاصة مع ظهور نظريات تفسر السلوك التمويلي لهذه المؤسسات وإيجاد سبل التمويل المثلى التي يحتاجها المشروع و إتخاذ القرارات التمويلية التي تحدد تكلفة لكل مصدر وتقدير هذه التكاليف، ولكن لتحديد الهيكل المالي الأمثل هناك العديد من العوامل التي تؤثر على قرار تحديد الهيكل المالي ومنها ما هو مرتبط بالمنشأة ومنها ما هو خارج نطاق المؤسسة .

ولذا سنحاول في هذا الفصل التطرق إلى تكاليف مصادر الهيكل المالي وأهم المحددات الرئيسية من خلال المباحث الثلاث التالية :

**المبحث الأول:** تكلفة الأموال وعلاقتها بالهيكل المالي .

**المبحث الثاني:** النظريات المفسرة للهيكل المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة .

**المبحث الثالث :** المحددات الرئيسية للهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

## المبحث الأول: تكلفة الأموال وعلاقتها بالهيكل المالي:

سنركز في هذا المبحث على تكلفة كل نوع من مصادر التمويل القصير، متوسط وطويل الأجل بعض المؤسسات لا تقوم بالتخطيط لهيكلها المالي، وإنما يكون بناءً على القرارات المالية التي يتخذها المدير المالي دون تخطيط مسبق، مما يؤدي إلى بعض المشاكل في المدى القصير، لذلك تسعى المؤسسات إلى الاستخدام الأمثل لأموالها .

### المطلب الأول : تكلفة مصادر التمويل:

#### أولاً : تكلفة مصادر التمويل قصيرة الأجل:

1- **تكلفة الائتمان التجاري :** بالنسبة لتكلفة هذا النوع فإنها تعتمد على شروط الموردين , ففي غياب الخصم النقدي يعتبر الائتمان التجاري في حكم التمويل المجاني , غير أنه قد ينقلب إلى تمويل مكلف للغاية إذا لم تحسن المنشأة استخدامه فعدم قيام المنشأة بسداد مستحقات الموردين في الوقت المناسب قد يترتب عليه الإساءة إلى سمعتها في السوق بشكل يصعب معه الحصول على إحتياجها بشروط معقولة أما إذا كان الموردون يقدمون خصما نقديا لعملائهم , فإن تكلفة الائتمان التجاري سوف تتوقف على ما إذا كانت المنشأة تستفيد من هذا الخصم أم لا .

$$\text{تكلفة الائتمان التجاري} = \text{معدل الخصم النقدي} \times \frac{360}{\text{فترة الائتمان} - \text{فترة الخصم}} \cdot 1$$

2- **تكلفة الائتمان المصرفي :** يمكن تعريفه بأنه عبارة عن الفائدة التي تدفعها المنشأة إلى المصرف والتي عادة ما تكون في صورة نسبية مئوية من قيمة القرض وتتوقف تكلفة القرض المصرفي على أسلوب حساب المصرف للفائدة هل تحسب الفوائد على محسوب القرض أو بوجود ما يسمى بالرصيد المعوض على سمعة المقرض، وعلى الغرض من الائتمان عند طلب القرض, إن الغرض منه معرفة معدل الفائدة الحقيقي أو الفعلي حتى يمكن المقارنة بين البدائل المختارة من مصادر التمويل الأخرى كقاعدة عامة يمكن حساب معدل الفائدة الفعلي كما يلي :

$$\text{معدل الفائدة الفعلي} = \text{مبلغ الفائدة} \div \text{المبلغ الفعلي للقرض المستخدم} \cdot 2$$

وتوجد طريقتان لإحتساب معدل الفائدة هما :

أ- **الفائدة البسيطة :** وفقا لهذه الطريقة نجد أن معدل الفائدة المنصوص عليه يساوي معدل الفائدة

الفعلي ويمكن حسابها كالاتي: **معدل الفائدة الفعلي = مبلغ الفائدة ÷ القرض المستخدم**

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي , الإدارة المالية مدخل تحليل معاصر , مرجع سبق ذكره , ص529.

<sup>2</sup> قاسم نايق علوان , إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق , الطبعة الثانية , دار الثقافة , الأردن، 2012، ص306.

ب- طريقة الخصم "الفائدة المركبة": تستخدم هذه الطريقة عادة بواسطة المصرف , فبعد توقيع المقترض على الإتفاق للحصول على القرض فإن المصرف يحصل الفوائد مقدما على عكس ما يحدث في حالة الفائدة البسيطة وبذلك يكون معدل الفائدة الفعلي لا يساوي معدل الفائدة الإسمي أو الإتفاق المنصوص عليه.<sup>1</sup>

وعليه : معدل الفائدة الفعلي = مبلغ الفائدة ÷ المبلغ الفعلي المستخدم من القرض

ثانيا : تكلفة مصادر التمويل متوسطة وطويلة الأجل الداخلية:

1- تكلفة إصدار الأسهم العادية: يمكن حساب تكلفة الأسهم العادية بإستخدام إحدى الطريقتين:

• طريقة الأرباح الموزعة على حملة الأسهم العادية

• طريقة الأرباح المنسوبة إلى سعر السهم.

ونظرا لأن الطريقة الثانية غير دقيقة وغير واقعية لذا يفضل إستخدام الطريقة الأولى بموجب هذه الطريقة (طريقة الأرباح الموزعة) يتم حساب تكلفة الأسهم العادية وفقا للمعادلة التالية:

$$\text{تكلفة الأسهم العادية} = \left[ \frac{\text{الأرباح المتوقعة لكل سهم}}{\text{القيمة السوقية (1- تكلفة اصدار سهم)}} + \text{الزيادة المتوقعة في الأرباح الموزعة للسهم} \right]^2$$

2- تكلفة إصدار الأسهم الممتازة :

يكون تعريف تكلفة الأسهم الممتازة ماثلا لتعريف تكلفة الأموال المقترضة فهو معدل العائد الواجب كسبه على الإستثمارات الممولة بأسهم ممتازة من أجل أن لا تتأثر المكاسب المرتبطة بحملة الأسهم العادية وهذا المعدل هو الربح الموزع للسهم الممتاز مقسوما على صافي الدخل الذي سيؤول للشركة نتيجة بيعها أسهما ممتازة جديدة بعد الأخذ بعين الإعتبار تكاليف الإصدار بحسب المعادلة الآتية :

$$Kp = \frac{Dp}{Pnet} \quad 3$$

4  $\frac{\text{قيمة الأرباح الثابتة}}{\text{القيمة السوقية للأسهم - تكاليف إصدار الأسهم الممتازة}} = \text{تكلفة إصدار الأسهم الممتازة}$

3- تكلفة الأرباح المحتجزة: هي معدل العائد الواجب كسبه على الإستثمارات الممولة بأرباح

محتجزة بحيث يكون مساويا لمعدل العائد الذي يتوقعه المستثمرين على الأسهم.<sup>5</sup>

<sup>1</sup> عبد الستار الصياح , سعود العامري , الإدارة المالية "اظر نظرية وحالات عملية "داروائل، الأردن، 2007، ص227.

<sup>2</sup> منير شاكر محمد وآخرون، التحليل المالي مدخل صناعة القرار دار وائل، الأردن، 2008، ص 294.

<sup>3</sup> جليل كاظم مدلول العارضي ، الإدارة المالية المتقدمة ، الطبعة الأولى ، دار الصفاء، عمان، 2013، ص36.

<sup>4</sup> حمزة محمود الزبيدي ، الإدارة المالية المتقدمة ، مرجع سبق ذكره ، ص729.

<sup>5</sup> جمال الدين محمد المرسي ، احمد عبد الله اللحلح ، مرجع سبق ذكره، ص279

تكلفة الأرباح المحتجزة = معدل العائد المطلوب

$$= \frac{\text{التوزيعات المتوقعة للسهم}}{\text{سعر السهم في السوق}} + \text{معدل النمو}$$

$$\text{معدل العائد على الاستثمار} = \frac{\text{التوزيعات المتوقعة للسهم}}{\text{سعر بيع السهم - معدل التمويل الفعلي}}$$

ثالثا : تكلفة مصادر التمويل متوسطة وطويلة الأجل الخارجية:

1- 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 :

- السعر الإسمي: وهو السعر الذي يتم فيه شراء السند من قبل المشتري
- السعر الإسمي مضافا إليه نفقات الإصدار "نفقات البيع والترويج".
- السعر المخصوم : هو السعر الذي يقل بنسبة معينة عن سعر الإسمي للسند ويمكن

حساب تكلفة السند وفقا للمعادلة التالية :

$$\text{تكلفة السند قبل الضريبة} = \frac{\text{الفوائد المدفوعة مسبقا}}{\text{سعر بيع السند}}$$

$$\text{تكلفة السند بعد الضريبة} = \frac{\text{الفوائد المدفوعة مسبقا}}{\text{سعر بيع السند}} (1 - \text{نسبة الضريبة}) .^2$$

2- تكلفة الإقتراض: بوجه عام يمكن تعريف كلفة الديون بأنها "معدل العائد الذي يتوقع الدائنون

الحصول عليه عندما يحين موعد السداد مقابل إستخدام أموالهم من قبل المقترضين".<sup>3</sup>

تستخدم تكلفة الإقتراض "بعد خصم الضريبة" لحساب التكلفة المرجحة لرأس المال، وهي تمثل سعر

الفائدة الفعلي الذي تدفعه المؤسسة مع إستبعاد الوفرات الضريبية الناتجة عن إمكانية خصم الفوائد ويمكن

التعبير عن ما سبق بالمعادلة التالية :

$$\text{كلفة المديونية بعد الضريبة} = \text{العائد المطلوب من قبل حملة المديونية} - \text{الوفر الضريبي}^4$$

<sup>1</sup> : عاطف جابر طه عبد الرحيم , أساسيات التمويل والإدارة المالية , مصر , دار الجامعية , 2010,ص277.

<sup>2</sup> : عبد الستار الصياح , سعود العامري , الإدارة المالية "أطر نظرية وحالات عملية"مرجع سبق ذكره,ص223.

<sup>3</sup> : علي عباس , الإدارة المالية النظرية والتطبيق , مرجع سبق ذكره ,ص165.

<sup>4</sup> : عدنان تاية النعيمي وآخرون , الإدارة المالية المتقدمة , مرجع سبق ذكره ,ص368.



تعادل تكلفة التمويل بالمدىونية طويلة الأجل معدل الخصم الذي يحقق التساوي بين التدفقات النقدية الداخلية والخارجية للقرض المعني وكما يلي :

$$\text{القيمة الحالية للقرض} = \text{مح الفوائد السنوية} (1 + \text{تكلفة القرض})^{-i} + \text{مبلغ القرض} (1 + \text{تكلفة القرض})^{-n}$$

وبما أن القوانين الضريبية تعتبر الفائدة على القرض من الأعباء الواجب خصمها من الوعاء الضريبي , فإن تكلفة التمويل عن طريق إصدار سندات تصبح :

$$\text{التكلفة الحقيقية للقرض بالنسبة للمؤسسة} (1 - \text{معدل الضريبة})^1$$

### المطلب الثاني : التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية:

#### أولاً: مفهوم إعادة الهيكلة المالية:

تعرف إعادة الهيكلة بصفة عامة بأنها عملية تغيير مدروسة للعلاقات الرسمية بين المكونات التنظيمية وفقاً لهذا المفهوم ويقصد بذلك مجموعة إستراتيجيات والخطط والبرامج والسياسات التي تضعها الإدارة لتخفيض التكاليف، وتحسين كفاءة الأداء وإعتبار تخفيض العمالة , وإدارة العمالة الفائضة أحد مراحل تحقيق هذه الأهداف ، كما يعتبرها البعض أنها جزء متمم لإعادة التأهيل وإن المفهومين شيء واحد فبينما تركز إعادة التأهيل على تحسين وتطوير الظروف والإمكانات الداخلية للمنظمة فإن إعادة الهيكلة قد يتضمن قرارات فصل بعض الوحدات، أو تصفية بعضها أو دمج بعضها بالرغم من هذا ليس هناك ما يمنع من إعتبار المفهومين شيء واحد<sup>2</sup>

يتأثر الموقف المالي للشركة وما تحتاجه من علاج بالظروف التاريخية التي مرت بها وما حققته إدارتها من إنجازات أو ما تسببت فيه من مشاكل , فقد تفرض هذه الظروف تخفيض قيمة الأصول من القيمة الدفترية وإعادة تقييم الديون , وإعادة تقييم بعض الأصول بعد أن تأكدت الزيادة في قيمتها.<sup>3</sup>

ثانياً : الأسباب الدافعة لإعادة الهيكلة : تمثل الضغوط الشديدة من البيئة الخارجية والبيئة الداخلية الأسباب الأساسية لإعادة الهيكلة، ومن أمثلتها: ضغوط السوق – المنافسة المستمرة و الإختيار التكنولوجي. للمنظمة في مواجهة التقدم الهائل فيه ، ضغوط أصحاب رأس المال لمزيد من العوائد و خروج المنظمة عن مسارها , وتدهور الأنظمة الإدارية وتحديات العمالة , وضعف الرقابة , وعدم وجود رؤية وتحركات إستراتيجية وضغوط الأنظمة البيروقراطية بالمنظمة وتدهور الإنتاجية.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> : حسين بلعجوز , الجودي صاطوري,تقييم وإختيار المشاريع الإستثمارية,ديوان المطبوعات الجامعية, الجزائر,2013, ص81.

<sup>2</sup>:علي عبد الله , إعادة هيكلة العمالة , جامعة الجزائر ,16-04-2001 . [www.kantakji.com](http://www.kantakji.com).

<sup>3</sup> : سمير محمد عبد العزيز , التمويل واصلاح خلل الهياكل المالية , مطبعة الاشعاع,مصر,1997, ص 411.

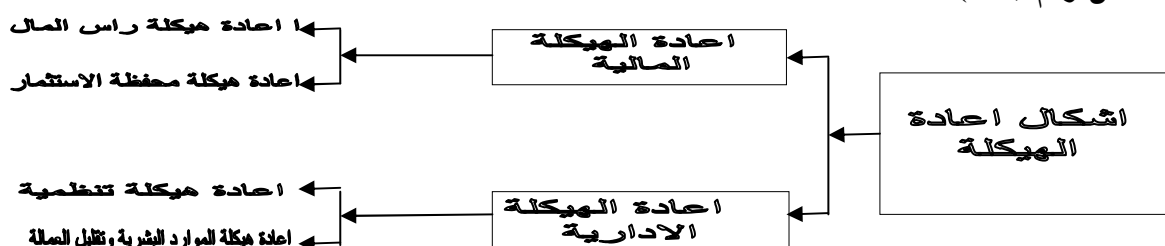
<sup>4</sup>:أحمد ماهر, تطوير المنظمات " الدليل العلمي لإعادة الهيكلة و التميز الإداري وإدارة التغيير"الدار الجامعية,الاسكندرية2007,ص559

## ثالثا: الأهداف التي تسعى إليها إعادة الهيكلة:

تسعى إعادة الهيكلة إلى المزيد من الإنتاجية في النتائج وحسن استخدام الموارد والتوصل إلى الحجم المثالي للمنظمة "سواء بنمو الحجم أو تصغيره" وسرعة إتخاذ القرارات , وإضفاء المرونة والحركية على الأنظمة والإرتقاء بالجودة, والتعامل بشكل أفضل مع التكاليف , ومزيد من الربحية والعوائد المالية , وتحقيقا للعمالة.<sup>1</sup>

رابعا : أشكال إعادة الهيكلة : تتعدد أشكال إعادة الهيكلة , وتنقسم أساسا إلى إعادة هيكلة مالية وإعادة هيكلة إدارية وكل منهما ينقسم إلى أشكال فرعية أخرى والشكل التالي يوضح ذلك:

## الشكل رقم (1.5): أشكال إعادة الهيكلة



المصدر: أحمد ماهر ، تطوير المنظمات ، مرجع سبق ذكره، ص 560.

## المطلب الثالث : الهيكل المالي الأمثل:

تؤثر طريقة التمويل المناسب أي الخليط المتجانس من مصادر التمويل والذي من خلاله تتمكن الإدارة من تعظيم مستوى ربحيتها، وبالتالي تحقيق هدفها المتمثل في تعظيم ثروة الملاك، أو تعظيم القيمة السوقية للسهم الواحد ولا بد من الإشارة إلى أن الإعتماد على مصادر التمويل الخارجية يحمل المنشأة كلفة المخاطر المالية، وترتبط هذه المخاطر بنمط التمويل الذي تختاره المنشأة ، فزيادة نسبة الأموال المقترضة إلى مجموع الأموال ، يعني إن الإدارة المالية ستتحمّل مخاطرة دفع كلفة نقدية ثابتة ممثلة بالفائدة بغض النظر عن مستوى الربحية المحققة لذلك يتطلب منها أن تتخذ قرار التمويل بشأن هيكل التمويل الأمثل الذي يضمن التوازن بين الربحية المتوقعة وبين كلفة المخاطرة المالية ، ومن ذلك نلاحظ بأن هيكل التمويل الأمثل لا تحكمه قرارات إعتباطية ، وإنما قرارات مستهدفة من سعي الإدارة المالية لتحقيق أهدافها بأحسن كفاءة وبأقل تكلفة إقتصادية.<sup>2</sup>

يجب على المشروع تحديد الهيكل المالي المناسب الذي يعمل على تعظيم قيمة هذا المشروع ، ويتم ذلك فقط عندما يتحقق التوازن بين كل العوامل المؤثرة في الهيكل المالي بطريقة مناسبة ، والتخطيط السليم للهيكل المالي هو الذي يأخذ في الإعتبار مصالح حملة الأسهم حيث انهم الملاك الحقيقيين للمشروع ، وهو

<sup>1</sup> : أحمد ماهر، تطوير المنظمات ، مرجع سبق ذكره، ص 559.

<sup>2</sup> : حمزة محمود الزبيدي ، الإدارة المالية المتقدمة ، مرجع سبق ذكره، ص ص: (282.283).

الذي يضفي أيضا قدرا من الإهتمام لمصالح الجماعات الأخرى.

مثلا: الموظفين والعملاء ، والدائنين والمجتمع والحكومة.<sup>1</sup>

لذلك يجب أن يتسم الهيكل المناسب بالسماوات الآتية :

**أولا: الربحية :** فيجب أن يعود الهيكل المالي للشركة بالنفع عليها عن طريق الوصول إلى أقصى إستخدام ممكن للرفع المالي مع الإلتزام بأقل تكلفة ممكنة.

**ثانيا: القدرة على الوفاء بالدين :** فيجب ألا يتجاوز إقتراض الشركة الحد الذي يهدد قدرتها على الوفاء بالإلتزامات هذا الإقتراض ، وفي نفس الوقت يجب حملة الأسهم أي مخاطر مالية إضافية .

**ثالثا: المرونة :** بمعنى عدم إتصاف الهيكل المالي للمشروع بالجمود ، وإنما يتعين تميزه بالمقدرة على تعديل مصادر الأموال "أموال الملكية والإقتراض بأنواعها " تبعا للتغيرات الرئيسية في الحاجة إلى الأموال وبأقل تكلفة ممكنة.

**رابعا : الرقابة :** يجب أن يتضمن الهيكل المالي أقل مخاطر ممكنة لفقدان السيطرة والرقابة على إدارة الشركة وتعتبر المتطلبات السابقة هي السماوات العامة للهيكل المالي المناسب، وقد تعكس الصفات الخاصة للشركة بعض الملامح الإضافية المحددة.<sup>2</sup>

### المبحث الثاني: النظريات المفسرة للهيكل المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

مع تزايد إهتمام الباحثين بقرارات التمويل إلا انه لا يزال من الصعب فهم وتفسير سلوك المسيرين في المؤسسات الكبيرة وبصعوبة أقل في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ، خصوصا وإن تعريف هذه الأخيرة يختلف من دولة إلى أخرى من حيث بعض المعايير .

#### المطلب الأول: النظريات الكلاسيكية المفسرة للهيكل المالية :

**أولا: نظريات هيكل التمويل :** إن من أكثر المواضيع التي يتم بحثها ومناقشتها ضمن مفهوم الإدارة المالية هو تحديد المزج المناسب من الديون، الملكية أي تحديد هيكل التمويل لدى الشركة، حيث أن مواضيع تحديد هيكل التمويل "ديون + حقوق الملكية" ومدى إرتباط هيكل التمويل بالقيمة السوقية للشركة وتكلفة الأموال المرجحة "wacc" ومدى تأثير ذلك الهيكل على القيمة السوقية للشركة تعتبر من المواضيع الأكثر جدلا وتعقيدا لدى المهتمين في الإدارة المالية ، و هو لا يزال موضوع خلاف بين المهتمين بالفكر المالي حيث توجد أكثر من نظرية تحاول تفسير العلاقة بين هيكل التمويل والقيمة السوقية للشركة .

<sup>1</sup> : سمير محمد عبد العزيز ، التمويل وإصلاح خلل الهياكل ، مرجع سبق ذكره ، ص، 249.

<sup>2</sup> : سمير محمد عبد العزيز، التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية ، مرجع سبق ذكره ، ص ص(250.249).

ومن النظريات التي حاولت تفسير هذه العلاقة :

- نظرية صافي الربح - نظرية صافي ربح العمليات

- النظرية التقليدية -نظرية التوازن

- نظرية مودغلياني وميللر.<sup>1</sup>

### 1 - نظرية صافي الربح :

يرى مؤيدو نظرية صافي الربح إن الإختلاف في تكلفة مصادر الأموال التي تشكل الهيكل المالية سوف يتيح الفرصة للمؤسسة من خلال تغير نسبة الرفع المالي إلى زيادة مساهمة التمويل بالديون ذات الفائدة الأقل على حساب مساهمة التمويل بالأموال الذاتية ذات التكلفة الأكبر ، أن مؤيدي هذه النظرية يؤكدون على إمكانية التأثير في القيمة السوقية للمؤسسة وفي تكلفة رأس المال من خلال التغير في نسبة الرفع المالي بزيادة نسبة الرفع المالي سوف تضمن إنخفاضاً في تكلفة الأموال مما يؤدي إلى إرتفاع في القيمة السوقية للمؤسسة.<sup>2</sup>

حيث تقوم هذه النظرية على ثلاث فرضيات أساسية وهي :

- معدل العائد المطلوب من قبل المساهمين و معدل العائد على السندات وعلى الديون يبقى ثابت.

- معدل العائد المطلوب من قبل المساهمين أكبر من معدل العائد على السندات وعلى القروض .

- حجم الإستثمارات ثابت ولا يتغير .

وبما إن معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين والذي يمثل تكلفة التمويل بالأسهم أكبر من معدل العائد على السندات والديون والذي يمثل تكلفة القروض فإن المؤسسة تلجأ إلى التمويل بالقروض بأكبر

قيمة ممكنة والتي تقابلها أقل تكلفة لرأس المال ، ومنه فإن الهيكل المالية المثلى للمؤسسة حسب نظرية صافي الربح هي لما تكون نسبة التمويل بالديون تساوي 100 %.<sup>3</sup>

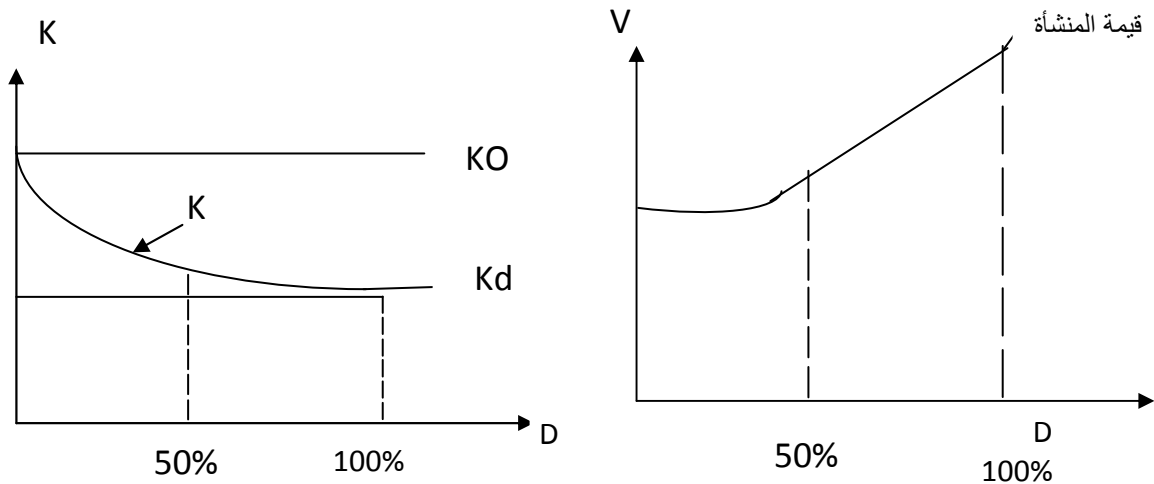
ويوضح الشكل التالي العلاقة بين مستوى الإستدانة وتكلفة رأس المال، وكذا بين مستوى الإستدانة والقيمة السوقية للمؤسسة حسب نظرية صافي الربح.

**الشكل رقم (1.6):** تكلفة رأس المال والقيمة السوقية للمؤسسة حسب نظرية صافي الربح

<sup>1</sup> : محمد قاسم خصاوية، أساسيات الإدارة المالية ، مرجع سبق ذكره ، ص ص : (200 . 201).

<sup>2</sup> : براق محمد ، غربي حمزة ، مدخل إلى السياسة المالية للمؤسسة ، الجزائر ، المكتب الجامعي الحديث، 2014 ، ص 149.

<sup>3</sup> : حمزة محمود الزبيدي ، الإدارة المالية المتقدمة ، مرجع سبق ذكره، ص761.



المصدر: محمد براق، غربي حمزة، مدخل إلى السياسة المالية للمؤسسة، مرجع سبق ذكره، ص 150.

حيث :  $kd$  - تكلفة الإستدانة

$ke$  - تكلفة الأموال

$d/v$  - نسبة الإستدانة

## 2 - نظرية صافي ربح العمليات:

يستند مؤيدو هذه النظرية على فرضية أن قيمة المؤسسة لا تتأثر بتوليفة الهيكل المالي أي أنهما مستقلتين

عن بعضهما وبالتالي عن تكلفة رأس المال وتقوم هذه النظرية على الفرضيات التالية :

- التكلفة الكلية للأموال تكون ثابتة مهما كانت نسبة المديونية في المؤسسة .
- تكلفة الإقتراض ثابتة لا تتغير مع تغير نسبة الإقتراض، بينما تكلفة الأموال الخاصة سترتفع مع كل زيادة في نسبة الإقتراض .
- المزايا الناجمة عن زيادة الإعتماد على الإستدانة، تتلاشى نتيجة إرتفاع العائد المطلوب من المساهمين بسبب زيادة المخاطر المالية.

- تتحدد قيمة المؤسسة بحصم نتيجة الإستغلال بمعدل يساوي تكلفة رأس المال.

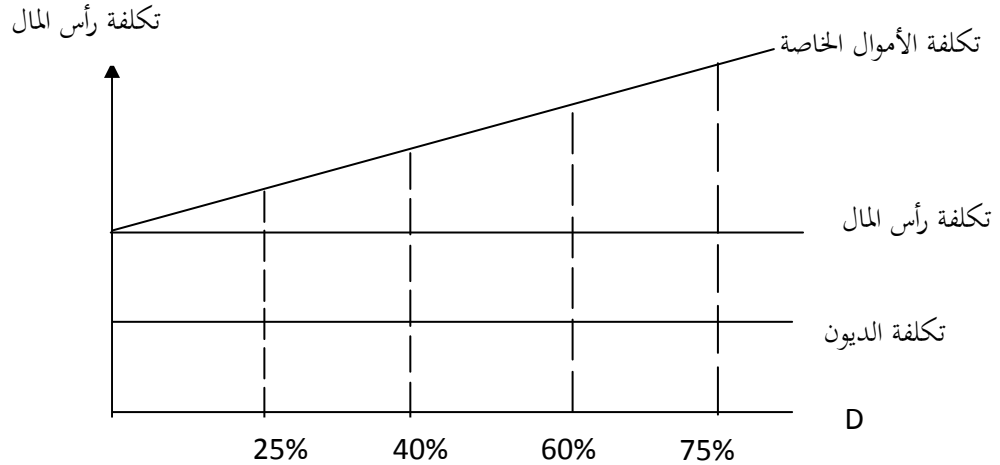
- عدم وجود ضريبة على الأرباح.

وبالتالي فإنه وحسب هذه النظرية، الزيادة في تكلفة الأموال الناتجة عن الإرتفاع في تكلفة الأموال الخاصة نتيجة لزيادة نسبة الإستدانة سيعوضها إنخفاض بنفس القيمة في تكلفة الإقتراض ناتج من زيادة الإعتماد على المصدر ذو التكلفة المنخفضة نسبياً ، ولهذا فمن المتوقع أن تظل تكلفة الأموال الكلية ثابتة ، وهذا ما يقودنا لإعتبار أنه لا يوجد هيكل مالي أمثل<sup>1</sup>.

1 : منير إبراهيم هندي ، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات ، الطبعة الثانية ، منشأة المعارف ، مصر ، 2005، ص100

حيث يوضح الشكل رقم (07): العلاقة بين رأس المال ومستويات الإستدانة حسب نظرية صافي ربح العمليات.

الشكل رقم (1.7): تكلفة رأس المال حسب نظرية صافي ربح العمليات.



المصدر: محمد براق، غربي حمزة، مدخل إلى السياسة المالية للمؤسسة، مرجع سبق ذكره، ص 154.

3- النظرية التقليدية : يؤكد أصحاب النظرية التقليدية وجود هيكله مالية مثلى عند مستوى معين من الديون ، ولأن تكلفة الأموال الخاصة أعلى من تكلفة الإقتراض إذ أن المخاطرة المتأتبة من التمويل الذاتي أعلى من المخاطرة الناجمة عن الإستدانة ، ومن جهة أخرى تكلفة الإقتراض والتي تندرج ضمن المصاريف المالية لها خاصية الإقتصاد في الضريبة ، ويبرز ذلك في تخفيض الوعاء الضريبي لحساب الضريبة على الأرباح بينما عوائد رأس المال الناجمة عن التمويل الذاتي لا تتميز بتلك الخاصية لكونها تأتي بعد حساب النتيجة وبالتالي فإن الديون تعمل على تخفيض تكلفة رأس المال.<sup>1</sup>

- بنيت النظرية التقليدية على أساس مجموعة من الفرضيات أهمها :

- تتحدد نسبة الديون المثلى حسب هذه النظرية في ثلاث مراحل وهي :

المرحلة الأولى : والتي تتميز بثبات تكلفة الديون وبظهور تغيرات بسيطة تتمثل في إرتفاع طفيف في تكلفة الأموال الذاتية مع زيادة في الديون ، إلا أن الإنخفاض في تكلفة الديون يكون أكبر من الإرتفاع في تكلفة الأموال الذاتية ، ومنه تكلفة رأس المال تنخفض.

- المرحلة الثانية : مع كل زيادة في نسبة الديون في الهيكله المالية للمؤسسة ، تزداد تكلفة الأموال الذاتية إلى أن تصل عند نسبة معينة من الديون وهي نسبة الإستدانة المثلى مع تكلفة الديون ، وهنا تكون تكلفة

1 : دادن عبد الغاني وآخرون ، مداخلة بعنوان تكلفة رأس المال في إتخاذ قرار تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة والرفع المالي إستراتيجية للنمو الداخلي ، الدورة التدريبية الدولية حول تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطويرها في الإقتصاديات المغربية الجزائر ، 2003 ، ص 04

رأس المال عند حدها الأدنى .

**المرحلة الثالثة :** في هذه المرحلة تفوق نسبة الديون النسبة المثالية ، وهذا ما يترتب عليه إرتفاع كبير في تكلفة الأموال الذاتية بسبب زيادة المخاطر الناجمة عن النسب العالية من الديون ، كما ترتفع تكلفة القروض حسب ما تفترضه هذه النظرية ، وهذا ما يؤدي إلى إرتفاع تكلفة رأس المال. ومنه تحدد نسبة الديون المثلى في المؤسسة. حسب النظرية التقليدية لما تتساوى تكلفة الديون مع تكلفة رأس المال.<sup>1</sup>

**أ- الفرضيات :** هذه النظرية تفترض أن تكلفة التمويل الممتلئ سوف تزداد مع كل زيادة في نسبة الرفع المالي ، وذلك بسبب زيادة درجات الخطر التي يتعرض لها الملاك في المؤسسة، وهم يفترضون ضمن تحليل هذه النظرية أن معدل العائد المطلوب من قبل الملاك يمثل تكلفة التمويل الممتلئ يبدأ بالإرتفاع منذ اللحظة الأولى التي يبدأ فيها الإعتماد على التمويل المقترض في تشكيلة الهيكل المالي ، بسبب المخاطر التي يتعرض لها عائد الملاك.<sup>2</sup>

كما يفترض مؤيدي هذه النظرية أن تكلفة التمويل المقترض تظل ثابتة لمستويات عالية من الرفع المالي ، إلا أن هذه التكلفة سوف تبدأ بالإرتفاع التدريجي إذا ما تجاوزت المؤسسة الحدود المقبولة من الرفع المالي المتعارف عليها.<sup>3</sup>

ونظرا لإرتفاع تكلفة التمويل الممتلئ مع تناقض قيمته في تشكيلة الهيكل المالي ، وتزايد مقدار القروض بسبب إنخفاض تكلفته فإن تكلفة الأموال المرجحة "wacc" سوف تبدأ بالإخفاض منذ اللحظة الأولى التي يتم فيها تغير الرفع لتشكيلة التمويل لصالح التمويل المقترض حتى تصل إلى أدنى حد لها عند مستوى معين من الرفع المالي، وهذا ما يسمى بنقطة الإقتراض المثلى لتكون القيمة السوقية للمؤسسة عند حدها الأعلى.

### والسؤال الذي يطرح كيف تحدد نقطة الإقتراض المثلى التي توصل إلى الهيكل المالي الأمثل؟

إن الإجابة على هذا السؤال تقتضي منا توضيح أن التمويل المقترض في الهيكل المالي يعتبر منخفضا مقارنة بالتمويل الممتلئ ، لذلك فإن زيادة نسبة التمويل المقترض في الهيكل المالي تسهم في تخفيض تكلفة الأموال المرجحة "wacc" ، غير أن تكلفة التمويل الممتلئ ترتفع مع زيادة نسبة الأموال المقترضة مما يؤدي إلى إرتفاع تكلفة الأموال المرجحة الناجمة ، لكن الإنخفاض في التكلفة المرجحة الناجمة عن زيادة القروض يفوق

1 : حمزة محمود الزبيدي ، الإدارة المالية المتقدمة ، مرجع سبق ذكره، ص ص: (781 . 782).

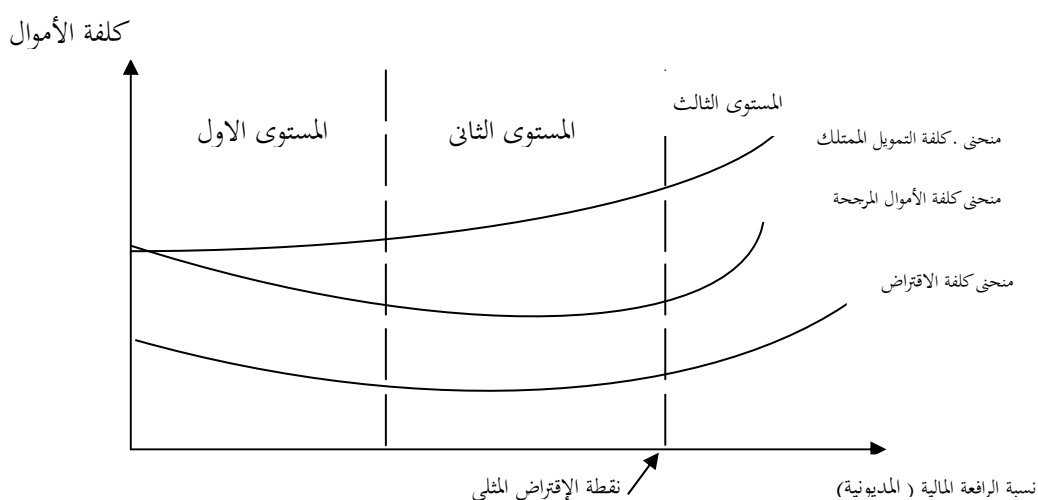
2 : حمزة محمود الزبيدي ، الإدارة المالية المتقدمة ، مرجع سبق ذكره، ص 778.

3 : عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص ، أساسيات التمويل و الإدارة ، الإسكندرية، الدار الجامعية، 2004 ، ص 195.

الإرتفاع في تكلفة الأموال المرجحة الناجم عن إرتفاع تكلفة الأموال المملوكة، وهكذا تتحقق نقطة الإقتراض المثلى التي تجعل من تكلفة الأموال المرجحة في حدها الأدنى ، ثم تحصل تغيرات عندما تستمر المؤسسة في زيادة الإعتماد على مصدر التمويل المقترض ، فعلى الرغم من زيادة نسبته في الهيكل بإعتباره مصدر رخيص التكلفة إلا أن تكلفة التمويل المملوكة تأخذ بالإرتفاع.<sup>1</sup>

ويمكن عرض أهم التغيرات في الشكل التالي :

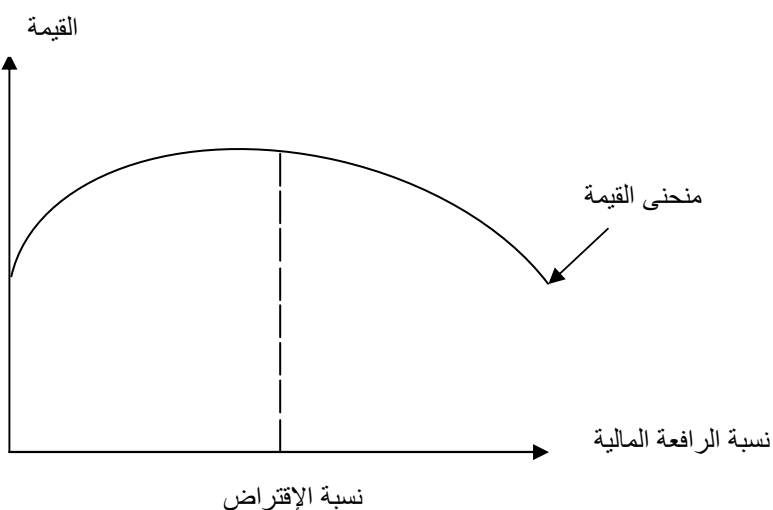
**الشكل رقم (1.8):** العلاقة بين نسبة الرفع المالي وتكلفة التمويل المملوكة وتكلفة الأموال المرجحة



**المصدر:** عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، أساسيات التمويل والإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 402.

والشكل التالي يمثل التغيرات في القيمة السوقية بسبب تغير الرفع المالي وفق مضمون النظرية التقليدية.

**الشكل رقم (1.9):** تكلفة رأس المال والقيمة السوقية للمؤسسة حسب النظرية التقليدية .



**المصدر :** محمد براق، غربي حمزة، مدخل إلى السياسة المالية للمؤسسة، مرجع سبق ذكره، ص 152.

<sup>1</sup> محمد حمزة الزبيدي ، الإدارة المالية المتقدمة ، مرجع سبق ذكره، ص 780.



يتضح من خلال الشكلين إتجاه تكلفة رأس المال نحو الإنخفاض مع كل زيادة في نسبة الديون في الهيكلية المالية ، حتى تصل إلى أدني إنخفاض لها والذي يقابلها أعلى إرتفاع في القيمة السوقية للمؤسسة ، ثم تبدأ تكلفة رأس المال في الإرتفاع مع الزيادة المفرطة في الإستدانة وبالتالي إنخفاض القيمة السوقية للمؤسسة .

### المطلب الثاني :نظرية إنعدام الهيكل المالي الأمثل "Miller et modigliani":

تعتبر نظرية مودغلياني وميللر حول تحديد الهيكلية المالية المثلى للمؤسسة من أهم النظريات المالية المفسرة له وذلك بعرض نظرتهما في ظل غياب الضرائب 1958. وفي ظل وجود الضرائب على أرباح الشركات 1963

### أولاً : نظرة (MM): modigliani et Miller:

يستند هذا التحليل إلى مجموعة من الفرضيات منها :

- يمكن للمستثمرين الإقتراض بنفس الشروط التي تقترض بها المؤسسة .  
-يمكن تصنيف المؤسسات إلى أقسام مخاطرة ، حيث أن كل مؤسسة داخل المجموعة تتعرض لنفس درجة المخاطرة

- الفكرة الأساسية تركز على نظرية الإستثمارات أي أن قيمة هذه الإستثمارات تتوقف على العائد المتوقع الحصول عليه من ورائها ، وعلى المخاطرة التي قد يتعرض لها هذا العائد ، وبعبارة أخرى مهما كانت التركيبية المشكلة لهيكل رأس المال، فإن القيمة السوقية للمؤسسة لا ينبغي أن تقل أو تزيد عن هذه القيمة سواء إعتمدت على الأموال الخاصة في تمويل إستثماراتها أو إعتمدت على الإقتراض ونتيجة لذلك فإن قيمة المؤسسة تتوقف على قرارات الإستثمار و ليس على قرارات التمويل.<sup>1</sup>

ويرى انه لا وجود لهيكل مالي أمثل ، حيث أن تكلفة رأس المال وقيمة المؤسسة مستقلتان عن هيكلها المالي، ففي ظل تواجد سوق مالية كفؤ ، وغياب الجباية يوجد تكافؤ بين مختلف أنماط التمويل ، وقد بينت نظرتهما على ما يسمى " بالتحكيم".<sup>2</sup>

ونميز في هذه النظرية بين حالتين حالة وجود الضرائب وحالة عدم وجودها حيث أن هذه الأخيرة تعتبر وهمية .

### ثانيا : نظرية مودغلياني وميللر في حالة عدم وجود الضرائب:

إن المضمون النظري لنظرية مودغلياني وميللر بشأن صياغة الهيكل المالي في ظل عدم وجود الضريبة تتفق ونظرية صافي الربح التشغيلي . إذا أكد "MM" أنه وفي ظل غياب الضريبة فإن القيمة السوقية للمؤسسة

<sup>1</sup> : منير إبراهيم الهندي ، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات ، مرجع سبق ذكره ، ص 634 .

<sup>2</sup> : دادن عبد الغاني وآخرون ، مداخلة بعنوان دور تكلفة رأس المال في اتخاذ قرار تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة والدفع المالي كإستراتيجية للنمو الداخلي، مرجع سبق ذكره، ص05 .

لا تتأثر بصياغة الهيكل المالي أي بتغيرات نسبة الرافعة المالية ولذلك هم أكدوا على عدم وجود هيكل مالي أمثل.<sup>1</sup> وحسب هذه النظرية يوجد إقتراحان هما :

1- الإقتراح الأول : يشير مودغلياني وميللر في إقتراحهما الأول على أن القيمة السوقية لأية مؤسسة سواء كانت مقرضة أو مقترضة مستقلة تماما عن هيكلتها المالية ، وإن هذه القيمة تتحدد من خلال خصم صافي ربح العمليات الذي تحدته المؤسسة بمعدل خصم يتمثل بمعدل العائد المطلوب على الإستثمار يناسب خصائص الخطر للشريحة التي تنتمي إليها المؤسسة.<sup>2</sup>

كما يؤكد الإقتراح الأول على أن القيمة السوقية للمؤسسة ما هي إلا إنعكاس لقرارات الإستثمار فيها وبفاعلية تلك القرارات وقوتها الإيرادية أي بفاعلية توزيعها بين الإستثمارات الثابتة والإستثمارات المتداولة وليس بكيفية تمويل تلك الإستثمارات ، أي أن القيمة السوقية للمؤسسة مستقلة عن صياغة الهيكل المالي<sup>3</sup>

$$VL=VU = \frac{EBIT}{WACC} = \frac{EBIT}{KS}$$

حيث : **VL** : قيمة الشركة التي تستخدم الديون لتمويل عملياتها.

**Vu** : قيمة الشركة التي لا تستخدم الديون لتمويل عملياتها

**EBit** : العوائد قبل الفوائد والضريبة ،(صافي ربح العمليات)

**WACC** : الوزن المريح لتكلفة رأس المال : **ks** : العائد المطلوب على الإستثمار<sup>4</sup>

كما أكد **MM** على استقلالية تكلفة رأس المال عن الهيكل المالية ، ومنه يمكن كتابة المعادلة

$$VU=VL$$

حيث : **VL** : القيمة السوقية لمؤسسة مقترضة.

**Vu** : القيمة السوقية لمؤسسة غير مقترضة.

هذا يعني أن تكلفة رأس المال بالنسبة لمؤسسة مقترضة تساوي تكلفة الأموال الذاتية لمؤسسة غير مقترضة . ولكن يثبت مودغلياني وميللر صحة هذا الاقتراح والذي يشير إلى أنه إذا كانت هناك عدة مؤسسات تتميز بسياسات تمويلية مختلفة ومتماثلة في باقي الخصائص . فإن قيمها السوقية لا بد أن تتساوى وذلك بسبب ظهور آلية المراجعة والتي يقصد بها إعادة التوازن بين قيمة مؤسستين متماثلتين في كل شيء ما عدا

<sup>1</sup> the theory of modigliani et Miller and the financing of corporation . capital st

investiment , american economie review n° 03 juin 1958 , p 261

<sup>2</sup> : محمد حمزة الزبيدي ، الإدارة المالية المتقدمة ، مرجع سبق ذكره ، ص 791 .

<sup>3</sup> : 382 page , edition , paris 1997 , cretion economica M 04 , theorie financiere . robert cobbaut .

<sup>4</sup> : محمد قاسم خصاوية، أساسيات الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 203 .

<sup>5</sup> : 192 p , 2004 , collection synnthex France , andré faber et alli finance ,

السياسة التمويلية . فإحدى المؤسستين تعتمد كلياً على مصدر التمويل الممتلك أما المؤسسة الثانية فتعتمد على التمويل المقترض إضافة إلى التمويل الممتلك في صياغة الهيكل المالي، هذا يعني إعادة التوازن بين قيمة مؤسستين متماثلتين إحداها مرفوعة والأخرى غير مرفوعة.<sup>1</sup> فإن الاختلاف في القيمة السوقية للمؤسستين سيكون إختلافاً، وإن عملية المراجعة كفيلة بإعادة التوازن بين قيمة المؤسستين.

2 - الإقتراح الثاني : رغم أن التغير في الهيكل المالي سوف لن يغير من القيمة الكلية للمؤسسة كما ورد في الإقتراح الأول، إلا أن ذلك يحدث تغييراً مهماً في قروض المؤسسة وحق ملكياتها ، وعليه فإننا سوف نختبر ماذا يحصل لمؤسسة ما يتم تمويلها بالقروض وحقوق الملكية عندما تتغير نسبة القروض إلى حق الملكية فيها أي عندما تتغير نسبة الرافعة المالية، ولضمان عملية التحليل نستمر بتجاهل الضريبة، أن معدل العائد المطلوب لمؤسسة ما ، والذي يمثل بتكلفة التمويل المرجحة "wacc" المتمثلة بالمعادلة التالية.<sup>2</sup>

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

ومن هذه المعادلة نستطيع أن نصيغ المعادلة التالية:

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

$$R_f = re + (re - rd) \frac{D}{CP} \quad \text{أي:}^3$$

هذا هو الإقتراح الثاني المشهور لمودغلياني وميللر ، ومنه نستنتج أن معدل العائد المطلوب من قبل الملاك في مؤسسة ما يعتمد على ثلاث متغيرات هي :

- معدل العائد المطلوب من قبل المؤسسة وهي تكلفة رأس المال
- تكلفة الديون .
- نسبة القروض إلى الأموال الذاتية " الرافعة المالية".

ثالثاً : انتقادات نظرية "MetM": تمحورت الانتقادات الموجهة إلى تحليل بالرغم من تعددها حول واقعية

<sup>1</sup> : محمد صالح الحناوي، الإدارة المالية مدخل القيمة واتخاذ القرارات، مرجع سبق ذكره، ص 339.

<sup>2</sup> : R.Brealey et,myers prinipe de gestion financiere 7 edition, Pearson education france ,2003 , page 524

<sup>3</sup> : Alain Burlaud : arnaud thauvron .annaick guyvarc . finance . manuel , 2 Edition foucher , vanves , 2010, page 230

النموذج ، فقد تم انتقاد هذه النظرية في مجانبية الأسواق ، في حين أن النظرية تؤدي دورا أساسيا في تحليل " MetM " ، لأن قبول النظرية مشترط بتدخل آلية المراجعة التي تفترض مسبقا وجود إمكانية إحلال مطلق بين الأوراق المالية التي يكون لها خصائص متطابقة من حيث المخاطرة والمردودية .

- كما انه حسب النظرية دائما فان المتعاملين في السوق المالية يجب أن يكون لهم نفس طريقة تقدير المخاطرة بمعدل مديونية معين ، سواء كانت هذه المديونية مكتتبه مباشرة من قبل المستثمرين أو من قبل المؤسسة التي يجوزون على قسم من أسهمها.<sup>1</sup>

- إن عدم وجود ضريبة على الدخل أمر غير واقعي ، ولو أن مودغلياني ميللر ، أسقطا هذا الافتراض فيما بعد، إن وجود الضريبة يجعل تكلفة الإقتراض أقل من المعدل الفعلي للفائدة نظرا للمزايا الضريبية التي تحصل عليها المؤسسة من الإقتراض و المتمثلة في الوفرة الضريبية.<sup>2</sup>

#### رابعا : نظرية مودغلياني وميللر في ظل وجود الضرائب :

تعد فوائد القروض من بين التكاليف التي تخصم من الإيرادات قبل حساب الضريبة ومن ثم فإن افتراض خضوع المنشأة لضريبة على الدخل يعني أنه يمكن للمنشآت التي يتضمن هيكل رأس مالها على قروض أن تحقق وفرة ضريبية تقدر بقيمة الفوائد مضروبة في معدل الضريبة ، ومن هذا المنطلق لا يرفض MetM " الإدعاء أنه في حالة وجود ضريبة على دخل المنشأة فإن القيمة السوقية للمنشأة التي يتكون هيكل رأسمالها من القروض وحقوق الملكية سوف تفوق القيمة السوقية للمنشأة مماثلة غير أن هيكل رأسمالها يتكون من حقوق الملكية فقط.<sup>3</sup>

#### 1- الوفر الضريبي :

يتحقق الوفر الضريبي نتيجة لإعتماد المؤسسة على القروض فزيادة التمويل المقترض في تشكيلة الأموال يترتب عليه إنخفاض في تكلفة الأموال المرجحة مما يسبب ارتفاع في القيمة السوقية للمؤسسة ، وينشأ هذا التأثير نظرا لإعتبار فائدة القروض تتحمل بها أرباح المؤسسة قبل أن يخضع للضريبة<sup>4</sup>

#### 2 - الإقتراحات :

##### أ - الإقتراح الأول :

<sup>1</sup> : محمد براق ، غربي حمزة، مدخل إلى السياسة المالية للمؤسسة، مرجع سبق ذكره ص ص : (162 . 163).

<sup>2</sup> : Hervé Hutin , toute la finance Dentreprise En pratique 2 Edition ,Editions Doranisation , paris , 2002, Page 276

<sup>3</sup> : منير إبراهيم الهندي ، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل ، منشأة المعارف ، الاسكندرية 1998 ، ص 224.

<sup>4</sup> : Jacques teulie , patrick topsacalion , finance . 2 edition . ouibert 1997 page , 360

أعاد "MetM" ما توصل إليه سابقا وأكد على أن القيمة السوقية للمنشأة المقترضة تساوي القيمة السوقية لمنشأة مماثلة وتنتمي إلى نفس درجة الخطر إلا أنها ممولة بالكامل بمصدر الملكية زائد القيمة الحالية للوفر الضريبي ويمكن توضيحها بالمعادلة التالية:

$$VD = VND + DT$$

حيث : DV : القيمة السوقية لمنشأة مقترضة

DND : القيمة السوقية لمنشأة غير مقترضة

DT : القيمة الحالية للوفر الضريبي

وهكذا يلاحظ الفرق بين القيمتين يتحدد بمقدار القيمة الحالية للوفر الضريبي الذي ينشأ عن الإقتراض وعليه كلما زاد الإقتراض في هيكل أموال المنشأة كلما زادت القيمة الحالية للوفر الضريبي ، وبالتالي زيادة القيمة السوقية للمنشأة ، ومن خلال التحليل نستطيع أن نضع المعادلة التالية للقيمة الحالية للوفر الضريبي<sup>1</sup>

$$VD = VND + \frac{DT}{1 + r}$$

كما يلاحظ أن معدل الخصم الذي إستخدم للوصول إلى القيمة الحالية ماهو إلا سعر الفائدة على القروض والسبب في هذا الاعتماد يعود إلى مخاطر الوفرات الضريبية لا بد أن تساوي المخاطر التي تتعرض لها فوائد القروض ذاتها . وعليه لا بد من خصمها بمعدل الخصم يساوي معدل العائد.<sup>2</sup>

### ب - الإقتراح الثاني :

يقتضي الإقتراح الثاني بأن تكلفة حقوق الملكية لمؤسسة مقترضة ينبغي أن تتساوى مع تكلفة حقوق الملكية لمؤسسة غير مقترضة مضافا إليها مكافأة عن المخاطر المالية تحدد على أساس الفرق بين تكلفة حقوق الملكية لمؤسسة غير مقترضة وتكلفة الإقتراض التي يفترض مودغلياني وميلر أنها ثابتة لكافة المؤسسات كما تتحدد على أساس معدل الضريبة على أرباح المؤسسات ، ونسبة الأموال المقترضة إلى حقوق الملكية في هيكل رأس المال المؤسسة.<sup>3</sup>

وسوف نلخص مضمون هذا الاقتراح في المعادلة التالية :

<sup>1</sup> : بوربيعة غنية ، بومدين يوسف ، محددات اختبار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة . مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير ، تخصص

مالية المؤسسات ، جامعة الجزائر 2012 ، ص ، 104.

<sup>2</sup> : حمزة محمود الزبيدي ، الإدارة المالية المتقدمة ، مرجع سبق ذكره ، ص ، 570.

<sup>3</sup> : منير ابراهيم الهندي ، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل ، مرجع سبق ذكره ، ص 237.

$$K_{cp} = K_{CP} + (K^*_{cp} - i) \frac{D}{CP} (1 - t)$$

حيث :  $K_{cp}$  : معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين لمنشأة مقترضة .

$K^*_{cp}$  : معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين لمنشأة غير مقترضة

$i$  : معدل الفائدة على الديون

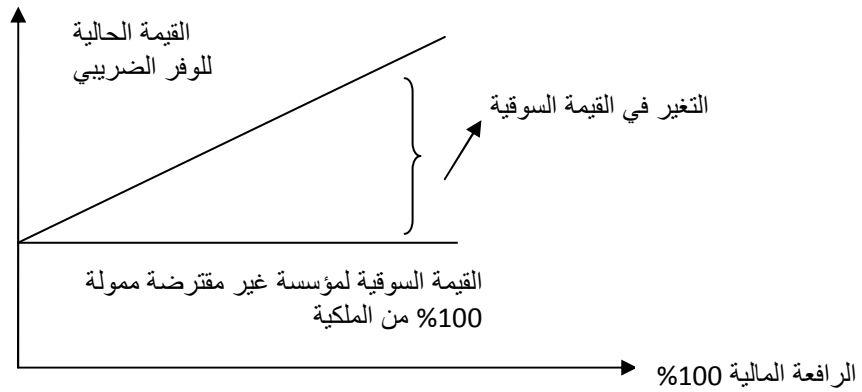
$t$  : معدل الضريبة على أرباح الشركات  $cp$  : الأموال الخاصة

$D$  : الديون

وبالتالي حسب هذه المعادلة فإن تكلفة الأموال الخاصة تزداد بإرتفاع نسبة الإقتراض في الهيكل المالي للمنشأة ولكن بمعدل أكثر بطئا مما هو عليه في حالة غياب الضرائب وهذا هو السبب في نتيجة الإقتراح الأول ، وعليه في حالة خضوع المنشأة للضريبة على أرباح الشركات فإن إرتفاع نسبة الإقتراض في الهيكل المالي سوف يؤدي إلى إنخفاض تكلفة رأس المال<sup>1</sup>

الشكل رقم (1.10) : تأثير الضرائب على القيمة السوقية للمؤسسة في ظل وجود الضرائب حسب نظرية مودغلياني وميللر

القيمة السوقية



المصدر : محمود صبح ، الإدارة المالية طويلة الأجل ، 2000 ، ص 188.

خامسا : نظرية مودغلياني وميللر في حالة وجود تكاليف الإفلاس :

تنفرد المؤسسات المقترضة بتحملها نوعا من المخاطر تسمى بالمخاطر المالية ، وهي مخاطر إضافية تتحملها المؤسسة بسبب احتمالات فشلها في تسديد ما عليها من قروض أو فائدة القروض أو كليهما ، إن هذا

<sup>1</sup> : زغود تير ، محددات سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية :مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير تخصص مالية ، جامعة قاصدي مرباح ، ورقلة ، 2009 ، ص 120.

الاحتمال يعطي الحق لمقترضي المؤسسة في إتخاذ الإجراءات القانونية التي قد تنتهي بإعلان إفلاس المؤسسة<sup>1</sup>

## 1 - مفهوم الإفلاس :

ليست كل المؤسسات بالضرورة ناجحة أو منتجة بكفاية لتستمر في الوجود ، فهناك بعض المؤسسات التي تصاب بالفشل في أعمالها ، ويمكن تعريف الفشل بحسب مستوى حدته ، فإذا فقدت المؤسسة ملاءمتها المالية ، أي أنها لم تستطع مواجهة إلتزاماتها الجارية بالرغم من أن موجوداتها تفوق مطالبيتها ، فإنها تعتبر فاشلة لكن مثل هذا الفشل لن يؤدي بالضرورة إلى الإفلاس ومن الممكن معالجته وإيجاد الحلول المناسبة له. ولعللى أقصى درجات فشل المؤسسة هو عندما تصل إلى درجة الإفلاس التي تتميز بعدم مقدرة المؤسسة على مواجهة إلتزاماتها الجارية ، أي أن حقوق المساهمين في الميزانية تصبح سالبة لكونها إستهلكت بتسديد الخسائر السابقة<sup>2</sup> ، ويعرض إرتفاع المديونية بشكل كبير المؤسسة إلى خطر الإفلاس عكس المؤسسة التي لها نسب مديونية أقل<sup>3</sup>.

## 2- إحتمال الإفلاس :

إحتمال الإفلاس هو إحتمال الإفلاس في المستقبل ، فإنه يعتمد على حجم وتقلب التدفقات النقدية التشغيلية المتوقعة لأنها تمثل إمكانية عدم القدرة على تغطية التكاليف إلى أن المؤسسة تدعم بعض إلتزاماتها التعاقدية ويمكن تقدير تكلفة الإفلاس وذلك على أساس أن قيمة المشروع في ظل خطر الإفلاس تقل بمقدار تكلفة الإفلاس حيث: **قيمة المؤسسة = القيمة الحالية للمؤسسة - القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس** في حين أن القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس تحسب كما يلي :

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

أما تكلفة الإفلاس فتحسب بالعلاقة التالية :

$$\text{تكلفة الإفلاس} = \text{قسط التأمين بعد الضرائب} \times \text{إحتمال الإفلاس}$$

حيث يجب مراعاة كل من إحتتمالات الإفلاس عند مستويات المديونية المختلفة ، وكذلك قسط التأمين بعد الضرائب عند تحديد تكلفة الإفلاس ، والقيمة الحالية لها<sup>4</sup>.

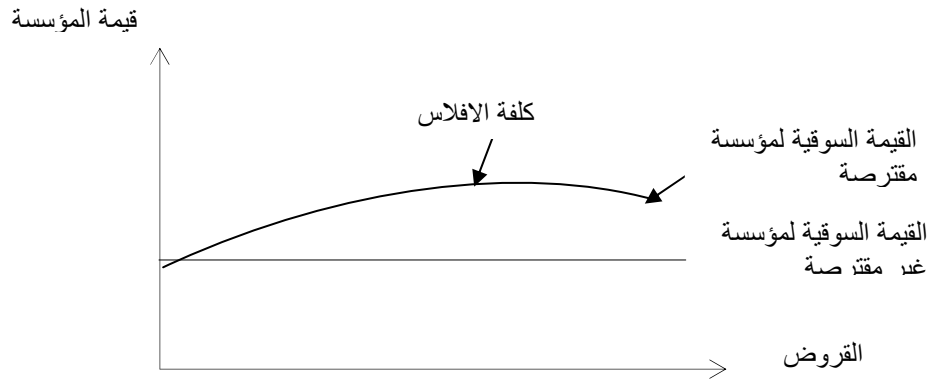
**الشكل رقم (1.11):** أثر تكلفة الإفلاس على قيمة المؤسسة

<sup>1</sup> : براق محمد ، غربي حمزة ، مدخل إلى السياسة المالية للمؤسسة ، مرجع سبق ذكره ، ص 166.

<sup>2</sup> : محمد اين عزت ، الإدارة التمويلية في الشركات ، مرجع سبق ذكره ، ص ص: (725، 726).

<sup>3</sup> : Jacques teulie et patrc topsacalion , op.cit 1994. page 326

<sup>4</sup> : فتحي إبراهيم محمد احمد ، مذكرات في مبادئ التمويل والإدارة المالية ، مرجع سبق ذكره ، ص ص: (330 ، 331) .



المصدر : حمزة محمود الزبيدي ، الإدارة المالية المتقدمة ، مرجع سبق ذكره ، ص 815 .

وعليه وحسب نظرية مودغلياني وميللر وبإدخال الإقتصاد الضريبي وتكلفة الإفلاس فإن القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة تساوي القيمة السوقية للمؤسسة غير المقترضة مضافا إليها الإقتصاد الضريبي ناقص القيمة الحالية المتوقعة لتكلفة الإفلاس.<sup>1</sup>

سادسا: نظرية التوازن : "المبادلة":

تبين نظرية التوازن للهيكل المالية أن القرار الأمثل هو أن تستمر المؤسسة في الإقتراض حتى تصل إلى النقطة التي يتساوى فيها التأثيرات الإيجابية للإقتصاد الضريبي مع التأثيرات السلبية لتكلفة الإفلاس أو بعبارة أخرى فإن القرار الأمثل للإقتراض والذي يضمن أعلى قيمة سوقية للمؤسسة ما هو إلا محصلة للتوازن بين الأثر الإيجابي للإقتصاد الضريبي والأثر السلي لتكلفة الإفلاس.<sup>2</sup>

حسب ميللر "1997" فإن نظرية التوازن تقارن بين العائد الذي تحقق من الديون وتكاليف الإفلاس ، أي أن المؤسسة تقوم بإختيار نسب الديون المثلى بالموازنة بين ما تحقق من مزايا نتيجة الضرائب والتكاليف المتعلقة بالديون.<sup>3</sup>

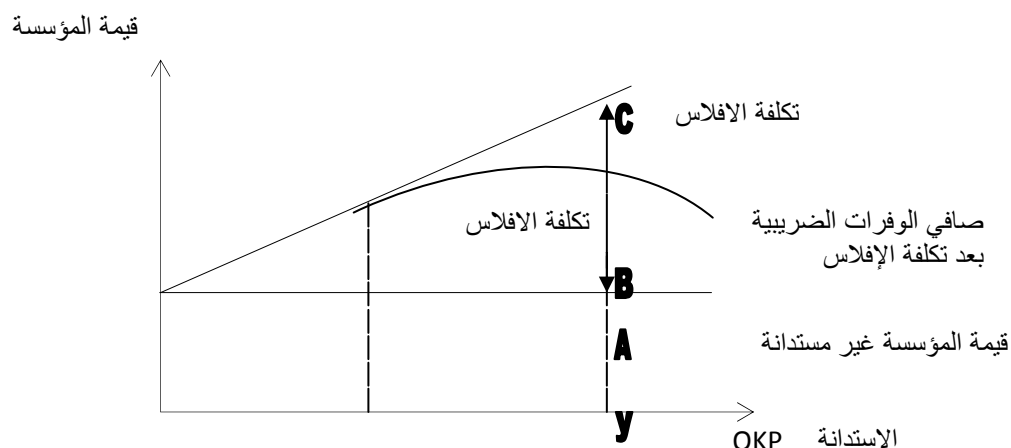
الشكل رقم (1.12) : أثر تكلفة الإفلاس والوفر الضريبي على القيمة السوقية للمنشأة

<sup>1</sup> pierre verimmen ; finance dentreprise ; dalloz ;oaris , 7 edition .2009 page 757

<sup>2</sup> : حمزة محمود الزبيدي ، الإدارة المالية المتقدمة ، مرجع سبق ذكره ، ص ص : (816، 817).

<sup>3</sup> : sudip to sarkar and ferando zapatero ; the trade model with mean reversion Earning theory : and Empirical tests ; the Enomic jornal , vol 113 ..490 ; 2007 p834.





**المصدر:** منير إبراهيم الهندي ، الفكر الحديث في مجال التمويل ، مرجع سبق ذكره ، ص 177. توضح المسافة AC قيمة الإقتصاد الضريبي الذي يتحقق بسبب الإستدانة أما BC توضح تكاليف مخاطر الإفلاس وتوضح AB القيمة الصافية المضافة إلى المؤسسة المقترضة مقارنة بالمؤسسة غير المقترضة عند نقطة الإقتراض المثلى .

وكما هو مبين في الشكل فإن زيادة الديون في المؤسسة يؤدي إلى إرتفاع القيمة السوقية لها ، وذلك راجع للاقتصاد الضريبي الناتج عنها ، ومن جانب آخر يترتب على زيادة الديون أثر معاكس على القيمة السوقية للمؤسسة بسبب الأثر السلبي لتكلفة الإفلاس ، لأنه كلما زاد الاقتراض كلما زادت تكلفة الإفلاس يرجع الارتفاع في القيمة السوقية في بداية الاقتراض إلى أن أثر الاقتصاد الضريبي يفوق أثر تكلفة الإفلاس حيث أن تكلفة الإفلاس تكون منخفضة في المستويات المنخفضة من الديون . ومع الارتفاع المستمر لهذه الديون تبدأ تكلفة الإفلاس في الارتفاع حتى يتساوى الأثران الإيجابي والسلبي ، عند هذه الحالة تصبح القيمة السوقية في أعلى حد لها.<sup>1</sup>

### المطلب الثالث : سلوك المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حسب النظريات المالية :

إذا انطلقنا من نموذج "1958" Modigeli et Miller "فسوف نجد أن أحد الفرضيات الأساسية للنموذج هو وجود السوق المالي في حالة المنافسة التامة . وهو الأمر الذي يبدو غير منسجم مع حالات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة فهذه النظرية لا تأخذ في الحسبان أثر الحجم أو درجة التطور على الهيكل المالي للمؤسسة بالنسبة ل "colot et michal" "1996" في تحليلهما لمدة صلاحية نظرية الوكالة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة خلصنا إلى أنها لا تمثل الأداة الأحسن التي تسمح بتفسير الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وهو الرأي الذي دافع عليه العديد من الاختصاصيين ، بالرغم من أن بعض

<sup>1</sup> : براق محمد ، غربي حمزة ، مدخل إلى السياسة المالية للمؤسسة ، مرجع سبق ذكره، ص169.

الدراسات الميدانية ترفض منطلقات التي تقوم عليها هذه النظرية، فنظرية الوكالة تقبل فرضيتين سلوكيتين هما :

- يتحرك كل الأعوان بالشكل الذي يسمح بتعظيم دالة المنفعة الخاصة بكل واحد منهم.

- الأعوان يكونون قادرين على الاستطلاع بشكل عقلاي ودون مجازفة . آثار علاقات الوكالة على القيمة المستقبلية لذمهم المالية.<sup>1</sup>

وبالنسبة لنظرية دورة حياة المؤسسة ، فحسب " Ang " "1991", قبل أن تصبح المؤسسة الصغيرة والمتوسطة والكبيرة ، لابد من مرورها على عدة مستويات التطور لذلك لا يمكن إيجاد نظرية واحدة لتفسير الهياكل المالية للمؤسسات ، وعليه من المعقول جدا الافتراض بأنه توجد نظريات بالقدر الذي توجد به مستويات التطور ، يعود مصدر هذه المقاربة . " دورة حياة المؤسسة" في فهم السلوك التمويلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى نماذج مستويات التطور ، حيث تشير هذه النماذج إلى أن المؤسسة تعبر عن مختلف المستويات في تطورها ، وأن أي مرحلة تتضمن عوامل خاصة بها ، ولذلك يؤدي الانتقال من مستوى إلى آخر إحداث تغيير على هيكل تمويل المؤسسة<sup>2</sup>

أما بالنسبة لنظرية التمويل التسلسلي التي تفترض وجود ترتيب بين مختلف 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 الموجودين على حساب المساهمين المستقلين ، بعد ذلك نلاحظ أن مبدأ إنعدام التناظر في المعلومة قد تم التخلي عنه دون التخلي على مبدأ التسلسل فحسب "Myers et Mojluf" "1984" فإن المساهمين الجدد يفسرون اللجوء إلى الرفع من رأس المال كمؤشر على حالة عدم الملائمة مما يولد التخفيض من قيمة المؤسسة ، أما المساهمين القدامى يفضلون وضع الاستثمارات لأن ذلك يرفع من ثروتهم ، ومن أجل تفادي إنخفاض سعر السهم ، من مصلحة المسيرين إستعمال تمويل آخر وذلك مهما كان الحال.<sup>3</sup>

### أولاً: الإسهامات المفسرة للجدل النظري حول تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة :

لقد أنجزت عدة أبحاث بخصوص هيكل رأس المال المملوك وللمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وحول كيفية تسعيرها في سوق رؤوس الأموال ، حيث سمحت هذه الأبحاث بتحديد المميزات و الخصائص الأساسية لمشروعات المقابلة غير المسعرة ويمكن تلخيصها في الجدول التالي :

<sup>1</sup> : يوسف قريشي ، الياس بن ساسي ، خصائص ومحددات الهياكل التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية ، الملتقى الدولي : متطلبات

تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية ، تحت إشراف مخبر العولمة واقتصاديات شمال إفريقيا

جامعة حسينية بن بوعلي ، الشلف ، الجزائر ، يومي 17 - 18 أفريل ، 2006 ، ص 431.

<sup>2</sup> : دادن عبد الوهاب ، الجدل القائم حول تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ، مجلة الباحث ، العدد 07 ، 2009 ، ص 325.

<sup>3</sup> : يوسف قريشي ، الياس بن ساسي ، خصائص ومحددات الهيكل التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية ، مرجع سبق ذكره، ص 432 .

الجدول رقم (1.5): الإسهامات المفسرة للجدل النظري حول هياكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

مقاولات غير مسعرة في السوق المالي	مؤسسات مسعرة في السوق المالي
-----------------------------------	------------------------------

<p><b>1- تمركز ملكية رأس المال الجماعي</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- اختلاط الذمة الشخصية أو العائلية للمسير</li> <li>- تمركز السلطة والمسؤولية ، غياب مراقبة المسيرين</li> <li>غياب تخصص المسؤولين</li> <li>- نمط تسير يفضل استقلال الذمة ، بقاء المؤسسة ، النمو ،</li> <li>- علاقات وكالة بين :</li> <li>* الشركاء الأعظميون والشركاء الأقلين</li> <li>* المقترضون والملاك والمسيرون</li> </ul> <p><b>2- غياب اللجوء المباشر إلى أسواق رؤوس الأموال</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- رشادة الموارد الخاصة الخارجية ، صعوبة تقييم الأوراق المالية ، تفاقم مشكل عدم التماثل في المعلومة</li> <li>- غياب تنوع الموارد الخارجية .</li> </ul>	<p><b>1 - إنتشار ملكية رأس المال الجماعي :</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- الاستغلال النسبي لذمة المؤسسة</li> <li>- تفويض السلطة والمسؤولية ، وجود مراقبة</li> <li>- نمط تسير يفضل تعظيم ثروة المساهمين - النمو</li> <li>- الاستقلالية المالية والبقاء</li> <li>- علاقات وكالة بين :</li> <li>* المساهمين والمسيرين</li> <li>*المساهمين والمقترضين</li> </ul> <p><b>2 - إمكانية تدعيم الأموال الخاصة .</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>* رأس المال موزع ومفتوح ، إمكانية تنوع مصادر التمويل</li> <li>* جودة المعلومات المالية المنشورة</li> </ul>
---	---

المصدر : samira Rifki. Abdessadeq sadeq , (2001) , p 22

حيث خلصت هذه الأبحاث أنه لا يمكن الحكم على السلوك التمويلي لمؤسسة ما اعتماداً على نظرية معينة ذلك أن المؤسسة في ديناميكية مستمرة ، إذ أنها تتطور بين مرحلة وأخرى من مراحل حياتها ، لذلك فإن سلوكها التمويلي يختلف مع مستويات تطورها ونموها ، الأمر الذي يؤدي إلى عدم إمكانية الاستناد إلى نظرية معينة في تفسير السلوك المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.<sup>1</sup>

### المبحث الثالث : المحددات الرئيسية للهيكلة المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

يعتبر قرار تحديد الهيكلة المالية من أهم القرارات الرئيسية للمؤسسة فهي بذلك تحدد مصادر التمويل بما

<sup>1</sup> : دادن عبد الوهاب ،الجدل القائم حول تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ، مرجع سبق ذكره، ص ، 328 .

فيها التمويل بالديون والتمويل بالأموال الخاصة ، ويتوجب على المؤسسة تحديد النسبة الملائمة لكل مصدر من التمويل وهذه النسبة تختلف من مؤسسة إلى أخرى ، وهذا الإختلاف يكون نتيجة لعدة عوامل التي يجب أخذها بعين الاعتبار عند تحديد أنواع الأموال التي تستخدمها المؤسسة .

وبالتالي يمكن تصنيف هذه المحددات إلى مجموعتين :محددات داخلية ومحددات خارجية على النحو التالي :

### المطلب الأول : المحددات الخارجية الهيكل المالي

يقصد بها العوامل المرتبطة بالبيئة الخارجية للمؤسسة والتي لا يمكن التحكم فيها عادة. لذا يجب على المؤسسة أن تحاول التكيف معها ، وتمثل هذه العوامل فيما يلي :

**أولا : الحالة الاقتصادية :** إن الظروف الاقتصادية المحيطة التي يسودها الانتعاش هي غير الظروف الاقتصادية التي يسودها الانكماش أو الركود ، فالأولى تشجع على الاقتراض بدلا من اللجوء إلى زيادة رأس المال ، والثانية تشجع على زيادة رأس المال أو التحفظ بدلا من اللجوء إلى الإقتراض والأسهم الممتازة لتمويل احتياجاتها الاستثمارية والتشغيلية ، وذلك لأن ظروف الازدهار من شأنها أن تعزز من الثقة على خدمة الدين والعكس بالعكس.<sup>1</sup>

وعموما فإن الظروف الإقتصادية تتضمن ما يلي:

#### 1 - ظروف أسواق رأس المال :

تخضع ظروف سوق الأوراق المالية لتغيرات طويلة وقصيرة الأجل بشكل يؤثر على الهيكله المالية المقترحة للمؤسسة ، إذ أن ارتفاع أسعار الفائدة السوقية وإنخفاض الأسعار السوقية للأسهم والسندات قد لا يشجع المؤسسة على اللجوء إلى سوق الأوراق المالية للحصول على احتياجاتها التمويلية.<sup>2</sup>

#### 2 - الوفر الضريبي : قد تم تعريفه سابقا وهذا التعريف ثابت:

من العوامل التي تشجع المؤسسة على الإقتراض "استخدام التمويل المقترض" هو ما تحققه من مزايا ضريبية أو ما يعرف بالوفر الضريبي ، الناتج عن ظهور الفوائد في قائمة الدخل ، حيث أن التكلفة الحقيقية للدين تكون أقل عندما تكون معدلات الضريبة مرتفعة ، وعليه كلما زادت قدرة المؤسسة على تحقيق وفر ضريبي زادت رغبتها في الاعتماد على القروض في التمويل في المقابل فإن المؤسسة التي لا تدفع أي ضريبة لسبب من الأسباب مثل تمتعها بالإعفاء الضريبي ، ففي هذه الحالة فإن المركز الضريبي للمؤسسة لا يشجعها على الإقتراض ، لأنها لا تحقق أي وفر ضريبي لكونها غير مطالبة بدفع ضريبة<sup>3</sup>

<sup>1</sup> : فيصل محمود الشوارة ، مبادئ الإدارة المالية ، الطبعة الأولى ، دار ميسرة ، عمان ، 2013 ، ص 84.

<sup>2</sup> : براق محمد ، غربي حمزة ، مدخل إلى السياسة المالية للمؤسسة ، مرجع سبق ذكره ، ص 148.

<sup>3</sup> : عدنان تاية النعيمي ، ارشد فؤاد التميمي ، الإدارة المالية المتقدمة ، مرجع سبق ذكره ، ص 405.

**3 - الدورات التجارية :**

تتسم الدورة التجارية بوجود فترتين : فترة رواج، فترة كداس ، ففي ظل فترات الكساد يجب تخفيض حجم القروض في الهيكل المالي ، نظرا لإنخفاض الربحية بسبب إنخفاض معدل العائد على الأصول عن معدل الفائدة على القروض أما في أوقات الرواج حيث يرتفع معدل العائد على الأصول عن معدل الفائدة على القروض فإنه يكون من الأفضل زيادة الإعتماد على القروض إلى الحد المناسب على أن يكون هناك تخطيط يستوعب حدوث أي تقلبات.

ثانيا : خصائص المؤسسة ذاتها : وتتضمن:

**1- حجم المؤسسة :** يؤثر حجم المؤسسة بشكل كبير على تركيبة الهيكل المالي بحيث أن المؤسسات ذات الحجم الصغير تعتمد على المصادر الداخلية في تمويلها ، بينما المؤسسات ذات الحجم الكبير فتعتمد على الإستانة.<sup>1</sup>

**2 - التصنيف الائتماني للمؤسسة :** يتم إعداد التصنيف الائتماني المالي أو التجاري للمنظمة في معظم الأحيان من قبل جهة أو عدة جهات فنية محايدة في هذا المجال ، وهو يعبر بشكل أو بآخر عن مدى الثقة التي يمكن أن تمنحها البنوك والجهات المزودة عند النظر في تحديد سقف التسهيلات المالية والتجارية التي ترغب بإعطائها إلى منظمة الأعمال طالبة الإئتمان ، فكلما كان تصنيف المنظمة مرتفعا مقارنة مع غيرها من المنظمات كلما زاد الحد الأعلى الممنوح لها من هذه التسهيلات والعكس بالعكس.<sup>2</sup>

**3 - الطبيعة القانونية للمنشأة :** يتأثر الهيكل المالي بالطبيعة القانونية للمنشأة ، لذا تميل المنشأة الفردية والشركات الأشخاص إلى عدم إعتمادها على القروض خوفا من مخاطر عدم السداد التي قد تصل إلى الممتلكات الخاصة الملاك، وفقا لمبدأ المسؤولية غير المحدودة أما شركات المساهمة فإنها تكون أكثر قدرة على الإعتماد على القروض طويلة الأجل كغيرها من الأشكال القانونية الأخرى ، وذلك بسبب إستمرارها وعدم إرتباط بقائها ببقاء الملاك .

ثالثا : خصائص الصناعة : تتضمن مايلي :

**1 - التقلبات الموسمية :** إذا كانت الصناعة من النوع الذي تتسم مبيعاته بالموسمية ، فإن المؤسسة يجب أن تهتم بعنصر المرونة في تخطيطها المالي ، وبالتالي يجب أن يزيد إعتمادها على الديون قصيرة الأجل ، لأنه يتوجب على المؤسسة الملائمة بين مصدر التمويل وطبيعة إستخدامها.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> : سفيان خليل المناصير ، القرارات المالية وأثرها في تحديد القرار الإستراتيجي ، الطبعة الأولى ، دار جليس الزمان ، عمان 2010 ، ص 42.

<sup>2</sup> : فيصل محمود الشوارة ، مبادئ الإدارة المالية ، مرجع سبق ذكره، ص 85.

<sup>3</sup> : السعيد فرحات جمعة ، جاد الرب عبد السميع ، الإدارة المالية والبيئة المعاصرة ، مصر ، المكتبة العصرية ، 2001، ص 250

**2 - درجة حساسية المبيعات للدخل القومي :** إذا كانت الصناعة من النوع الذي تتسم مبيعاته بالحساسية لتغيرات الدخل القومي فإنه يتعين عدم التمادي في الإقتراض طويل الأجل لأنه قد يرجع بنتائج عكسية على دخل الملاك ، فضلا عن إحتمال تعرض المؤسسة لمخاطر عدم السداد ومن ثم يكون التمويل الذاتي و الإقتراض قصير الأجل قبولاً لمواجهة حالات التوسع والإنكماش<sup>1</sup>

**3 - دورة حياة المؤسسة :** وتقسّم إلى أربعة مراحل أساسية وهي مرحلة الدخول ، التوسع ، النضج ثم التدهور ويختلف الهيكل المالي للمؤسسة باختلاف المرحلة التي تكون فيها.<sup>2</sup> بحيث إن في مرحلة الإنطلاق يفضل الإعتماد على الأسهم العادية ، وذلك لزيادة إحتتمالات الفشل ، أما في مرحلة النمو يزداد الإهتمام بعامل المرونة للتأكد من إمكانية الحصول على الأموال عند الحاجة إليها.... الخ. تجدر الإشارة إلى أنه لا يوجد هيكل تمويلي أمثل لجميع المؤسسات ، ولكن هناك هياكل مثلى يمكن تطبيقها على مستوى أي مؤسسة من المؤسسات وذلك طبقاً لمخاطر التشغيل التي تواجهها هذه المؤسسة وفقاً لخصائص هيكل أصولها.<sup>3</sup>

### المطلب الثاني : المحددات الداخلية للهيكل المالي :

ويقصد بها تلك العوامل المرتبطة بالبيئة الداخلية للمؤسسة والتي تخضع لسيطرة المؤسسة ، ونذكر منها :

#### أولاً : مستوى المبيعات :

ترتبط درجة إستقرار المبيعات بنسب الإقتراض إرتباطاً مباشراً ، فعندما تزيد درجة إستقرار المبيعات والإيرادات تتمكن المنشأة من دفع إلتزاماتها الثابتة على القروض بأقل درجة من الخطر ، بعكس الحال إذا كانت المبيعات والإيرادات تتعرض لتقلبات مستمرة حيث تجد المنشأة صعوبة في دفع هذه الإلتزامات.<sup>4</sup>

#### ثانياً : التحكم أو السيطرة :

يؤثر التمويل بالإقتراض على مركز وقدرة الإدارة في الرقابة ما يمكنه من التأثير على الهيكل المالي للمؤسسة فالإدارة إذا كانت في حالة سيطرة تصويتية في المؤسسة ، ولا يسمح لها بشراء أي سهم ، فسوف تفضل إستخدام القروض في تمويل الإستثمارات الجديدة ، لأن إصدار أسهم جديدة يفقدها السيطرة على المؤسسة وفي حالة إلتسام الوضع المالي للمؤسسة بالضعف فسوف تصدر أسهم جديدة خوفاً من مخاطر عدم القدرة على سداد ديونها ومن ثم التعرض إلى الإفلاس ، الأمر الذي قد يعرض أفراد الإدارة الحالية

<sup>1</sup> : السعيد فرحات جمعة ، جاب الرب عبد السميع ، الإدارة المالية والبيئة المعاصرة ، مرجع سبق ذكره،ص 251.

<sup>2</sup> : سفيان خليل المناصير ، القرارات المالية وأثرها في تحديد القرار الإستراتيجي ، مرجع سبق ذكره ،ص42.

<sup>3</sup> : السعيد فرحات جمعة ، جاد الرب عبد السميع ، الإدارة المالية والبيئة المعاصرة ، مرجع سبق ذكره،ص 252.

<sup>4</sup> : محمد صالح الحناوي ، جلال إبراهيم العيد ، الإدارة المالية مدخل القيمة واتخاذ القرارات ، مصر ، الدار الجامعية،2002،ص268.

لفقدان وظائفهم بالمؤسسة إلى مخاطر الإستحواذ والإستيلاء عليها من مستثمرين آخرين، وبالتالي فإن لمعيار السيطرة تأثير على الهيكل التمويلي للمؤسسة<sup>1</sup>

**ثالثا : المخاطر المالية :** سيتم عرض كل من المخاطر التشغيلية تم المالية

**1 - المخاطر التشغيلية :** يمكن تعريف المخاطر التشغيلية أو مخاطر الأعمال بأنها المخاطر المرتبطة بطبيعة النشاط الذي تمارسه المؤسسة والظروف الإقتصادية التي تعمل فيها، ويتوجب على المنشأة أن تعتمد على المزيد من رأس المال في الحالات التي تكون فيها مخاطر التشغيل مرتفعة بدلا من الإعتماد على الإقتراض لأن عدم إنتظام حجم النشاط سيؤثر في قدرة المنشأة على خدمة دينها ، وقد تتعرض للإفلاس إذا ما كانت أعباء خدمة الدين أكبر من قدرتها.<sup>2</sup>

**2 - المخاطر المالية :** المخاطر المالية هي تلك المخاطر التي يتحملها ملاك المؤسسة " حملة الأسهم " نتيجة إستخدام الديون لتمويل عملياتهم التشغيلية ، فمن المعروف أن المساهمين يواجهون مقدار محدد من المخاطر المتعلقة بعمل المؤسسة وهي المخاطر التشغيلية ، أي مخاطر عدم التأكد حول الدخل التشغيلي لكن إذا قامت المؤسسة بإستخدام الديون أو الرافعة المالية لتمويل عملياتها ، فهذا يعني أن المؤسسة تركز مخاطرها التشغيلية على المساهمين، فكلما زاد إعتماد المؤسسة على القروض كلما تعرضت إلى مخاطرة إضافية ناتجة عن إحتمال عدم القدرة على سداد فائدة القرض أو القسط منه أو الإثنين معا ، والأصل في هذه المخاطرة ليس الإقتراض في حد ذاته وإنما إحتمالات إنخفاض مستويات التدفقات النقدية المتوقع تحقيقها دون المستوى الفائدة والقسط الذي تلتزم الإدارة بتسديدها ، وعلى وفق هذا التحديد ، فإن المنطق يشير إلى أن إعتماد الإدارة على التمويل الذاتي يجنبها هذه المخاطر ، وتبقى معرضة فقط للمخاطرة التشغيلية.<sup>3</sup>

**رابعا : توجهات الإدارة :** إذ يتميز بعض المدراء بدرجة عالية من المغامرة مقارنة بغيرهم حيث يعتمدون إلى إستخدام الإقتراض بشكل كبير في محاولة منهم لرفع أرباح المنشأة ، عكس بعض المدراء الذين يتميزون بالتحفظ ويعتمدون على القروض بشكل حذر.<sup>4</sup>

**خامسا : المرونة :**

وهي قدرة المنشأة على تعديل مصادر الأموال بالزيادة أو النقص ، تبعا للتغيرات في الحاجة إلى هذه الأموال ، وعليه نجد أن القروض قصيرة الأجل تسمح بالتعديلات في مصادر الأموال والتقلبات الموسمية في

<sup>1</sup> : عاطف وليم اندراوس ، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات ، الطبعة الأولى ، دار الفكر الجامعي ، مصر ، 2008 ، ص 405.

<sup>2</sup> : مفلح محمد عقل ، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي ، مرجع سبق ذكره ، ص 156.

<sup>3</sup> : براق محمد ، غربي حمزة ، مدخل إلى السياسة المالية للمؤسسة ، مرجع سبق ذكره ، ص ص (146.145).

<sup>4</sup> : عاطف وليم اندراوس ، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات ، مرجع سبق ذكره ، ص 403.



الأصول المتداولة إن توفرت المرونة في المنشأة يحقق الأمور التالية :

- 1 - إمكانية الحصول على أكبر عدد ممكن من الدلائل عندما تحتاج المنشأة إلى التوسع أو الإنكماش في مجموع الأموال المستخدمة .
  - 2 - إمكانية إستخدام المتاح من الأموال عند الحاجة .
  - 3 - زيادة قدرة المؤسسة في المساومة عند التعامل مع مورد مختلف.
- وتفقد المنشأة مرونتها في الحالات التالية :

- 1 - عند زيادة الإلتزامات المترتبة عليها ، وعند حاجتها لبعض الأموال الإضافية ، فإنها قد لا تكون قادرة على الحصول على أية أموال مقترضة رغم توفر أموال الإقتراض في السوق وبفائدة أقل .
- 2 - عدم القدرة على توفير ضمانات لأي قروض إضافية بنفس الضمانات للقروض السابقة.
- 3 - قد تؤدي بعض الشروط المعينة في العقود الماضية مع الدائنين إلى تقييد مقدرة المنشأة الحالية في الحصول على الأموال الإضافية .

إن عامل المرونة لا تحتاج إليه المنشأة عند التوسع فقط . بل يحتاج إليه في حالة الإنكماش ، فإذا أرادت التخلص من بعض الأصول وإستعمال ثمنها في تخفيض الإلتزامات عليها فإن الأموال المقترضة تحقق هذه المرونة ، وخاصة عند وجود شرط للدفع المسبق أو إستدعاء الإسناد قبل موعدها في العقد المتفق عليه . وقبول الدائن أو عدم قبوله يتوقف على قوة المنشأة في المساومة وقت إجراء العقد.<sup>1</sup>

#### سادسا: هيكل الأصول .

تؤثر تركيبة الأصول أي حجم الأصول الثابتة إلى الأصول المتداولة على قدرة الشركة على التمويل بالدين ، ان 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 الشركة ، أي إرتفاع المخاطرة وإنخفاض قدرة الشركة بالتالي على الاقتراض، والعكس صحيح ،فإنخفاض الأصول الثابتة يخفض من درجة الرفع التشغيلي ودرجة المخاطرة ، ويزيد من قدرة الشركة على التمويل بالمديونية.<sup>2</sup>

#### سابعا : التدفقات النقدية :

المقصود بها الفترة الزمنية التي تنقضي على الاستثمار حتى يبدأ بتحقيق النقد من عملياته. فالفترة الطويلة التي تنقضي حتى تبدأ المنشأة بتحقيق النقد لها آثار سلبية على السيولة ، ولكن يمكن تفادي هذا الأثر

<sup>1</sup> محمد فاتح محمود ، بشير مغربي ، تمويل المؤسسات المالية ، مرجع سبق ذكره ، ص 212.

<sup>2</sup> : فايز تيم ، مبادئ الإدارة المالية ، الطبعة الثانية ، دار الثراء ، الأردن ، 2011 ، ص ص: (345 ، 346).

السليبي بإختيار مصادر تمويل يتزامن وقت سدادها ومواعيد دخول النقد إلى المنشأة.<sup>1</sup>

#### ثامنا : التوقيت:

يرتبط عامل التوقيت إرتباطا وثيقا بعامل المرونة عند تحديد أنواع الأموال المستخدمة ، فأحد الآثار الهامة لعامل المرونة هو مقدرة المنشأة على الإمساك بالقرض التي ستمكنها من تخفيض مجموع تكاليف أموال الاقتراض والملكية إلى أدنى حد ممكن ، رغم أهمية عامل التوقيت إلا أن العوامل الأخرى قد تكون أكثر أهمية في بعض الأوقات تظهر الحاجة إلى الأموال بشكل يجعل من الضروري الحصول عليها حتى ولو كانت مرتفعة نسبيا.<sup>2</sup>

#### تاسعا : الملائمة:

إن المقصود بهذا العامل هو الملائمة بين الأموال المستخدمة لطبيعة الأصول التي ستقوم هذه الأموال بتمويلها أي أن الأموال التي ستحصل عليها المنشأة ، يجب أن تكون مناسبة لأنواع الأصول المستخدمة ومتماشية مع طبيعتها ، فالأموال طويلة الأجل للاحتياجات طويلة الأجل كسواء الأصول الثابتة مثلا والأموال قصيرة الأجل لتمويل الاحتياجات قصيرة الأجل مثل الاحتياجات الموسمية<sup>3</sup>

#### عاشرا : التكلفة:

لا ينبغي على المؤسسة أن تعتمد على المصدر التمويلي "خاصة المديونية" إلا إذا تحققت من أن العائد يفوق التكلفة المترتبة عليه ، لان هذه التكلفة تمثل أعلى عائد يتوقع الحصول عليه من استثمار ذلك

#### المطلب الثالث: العوامل المتحكمة في الهياكل التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

أجريت عدة دراسات تجريبية في ميدان الهيكل المالية وكل دراسة وجدت عدة محددات تؤثر على الهيكل المالية . ومن بين هذه المحددات يوجد : الحجم ، المردودية ، الضمانات ، قطاع النشاط .

#### أولا : حجم المؤسسة :

يعتبر حجم المؤسسة من بين أهم العوامل المؤثرة على تحديد الهيكل المالية للمؤسسات عن طريق تأثيره على مستوى الاستدانة ، وذلك حسب عدة دراسات تجريبية ، فمن الدراسات التجريبية خلصت إلى وجود علاقة طردية بين حجم المؤسسة الاستدانة ، ومنها من خلصت إلى وجود علاقة عكسية بينما القليل من الدراسات من لم تؤكد على تأثير الحجم على الاستدانة وبالتالي على الهيكل المالية ، فقد أثبتت عدة دراسات تجريبية على وجود علاقة طردية بين حجم المؤسسة ومستوى الاستدانة مثل دراسة قوردن "1962"،

<sup>1</sup> : مفلح محمد عقل ، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي ، مرجع سبق ذكره ، ص 159.

<sup>2</sup> : جميل احمد توفيق ، علي شريف ، الإدارة المالية ، لبنان ، الدار الجامعية ، 1988 ، ص 342.

<sup>3</sup> : محمد فاتح محمود البشير ، تمويل مؤسسات مالية ، مرجع سبق ذكره ، ص 208.

cordon، مارتين وسكوت ، martin & scott. "1971" ، بيدبي "1997" beduie فيري وجونس (1979 " ferri & Jones بوث وآخرون Booth et al (2011) إضافة الى الدراسة التي قام بها سليمان شلاش و آخرون 2006 على مؤسسات المساهمة العامة المدرجة في سوق عمان المالي من "1977" إلى "2001". ويمكن إرجاع هذه العلاقة الطردية إلى أن المؤسسات كبيرة الحجم يكون لديها القدرة أكبر على خدمة الدين مما يجعلها تميل الاعتماد على القروض بدرجة أكبر إضافة إلى أنها تستطيع الاقتراض بمعدل فائدة أقل مما يكون بسبب في اعتمادها على الاستدانة بدرجة أكبر من المؤسسات صغيرة الحجم<sup>1</sup> تعتبر العلاقة العكسية بين حجم المؤسسة ومستوى الاستدانة من مميزات البيئة الألمانية . ويرجع ذلك إلى أهمية التمويل البنكي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وكذا قانون الإفلاس ونظام البنك المركزي الألماني. ووجد كل من تيمان وويسالس "1988" titman & wessels في دراسة تجريبية علاقة عكسية بين حجم المؤسسة ومستوى الاستدانة قصيرة الأجل في الهيكل المالية ، وارجع ذلك إلى أن المؤسسات الصغيرة تتحمل تكاليف معاملات كبيرة عند إصدارها لأوراق مالية طويلة الأجل ، عكس المؤسسات الكبيرة التي تكون فيها هذه التكاليف منخفضة مقارنة بحجمها<sup>2</sup>

**ثانيا: مردودية المؤسسة:** يشير Brighan إلى متغير يعتقد في تأثيره على الهيكل المالي ، وهو مردودية المؤسسة فارتفاع مستوى المردودية يعطي للمؤسسة قدرا أكبر من المرونة في تغطية التزاماتها المالية ولقد كشفت دراسة titman & wessels أنه بسبب ارتفاع تكلفة الوكالة المصاحبة لإصدار أسهم جديدة ، فان الأرباح المحتجزة تأثر في مقدمة مصادر التمويل من حيث الجاذبية ، تتبعها القروض والتي لها تكلفة الوكالة ولكن يتولد عنها وفرات ضريبية ، ثم يأتي التمويل بإصدار أسهم جديدة والذي ينطوي على تكلفة الوكالة دون أن يترتب على ذلك وفرات ضريبية ، وبناء على ذلك يصبح من المتوقع أن تتجه المؤسسة التي تتميز بارتفاع معدل مردوديتها ، ويتاح لها فرص احتجاز أرباح إلى الاعتماد بدرجة أقل على الأموال المقترضة ، بينما في الدراسات التي أجريت على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة فاننا نجد ان نتائج دراسة ydriss ziane التي أجريت على عينة من 781. 861 مؤسسة صغيرة ومتوسطة فرنسية ، قد وجدت علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية وبمعامل ارتباط مساويا إلى "0.29" بين المردودية والمديونية وعلى هذا الأساس يمكن صياغة فرضية الدراسة الخاصة بتغير مردودية المؤسسة على النحو التالي :

**من المتوقع وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين المتغير التابع "بصوره الثلاث" و مردودية**

<sup>1</sup> : براق محمد ، غربي حمزة ، مدخل إلى السياسة المالية للمؤسسة ، مرجع سبق ذكره ، ص 183.

<sup>2</sup> : sheridan titman and roberto wessel ; the deerminants of caoitl structure choice , the journal of : finance ; vol ; 43 n01.1988 p17

المؤسسة<sup>1</sup>

**ثالثا : الضمانات :** كشفت الدراسات التجريبية السابقة على أن الضمانات تمثل أحد العوامل المحددة لنسبة الاستدانة الهيكلية المالية للمؤسسات ، حيث أشارت بعض الدراسات إلى وجود علاقة طردية بين مستوى الاستدانة والضمانات وأشارت البعض الأخرى إلى وجود علاقة عكسية بينما نفت دراسات أخرى تأثير الضمانات على هيكلية المالية ، أما فيما يخص الدراسات المتعلقة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة فقد أكدت في مجملها عن تأثير الضمانات على مستوى الاستدانة لكنها اختلفت في نوع العلاقة ، فقد وجدت علاقة عكسية بين الضمانات وكل من مستوى الاستدانة الإجمالية ،ومستوى الاستدانة قصيرة الأجل وعلاقة طردية بين الضمانات ومستوى الاستدانة الطويلة الأجل بينما وجد "يوسف قريشي" 2005 علاقة طردية بين الضمانات ومستوى الإستدانة قصيرة الأجل<sup>2</sup>

**رابعا : قطاع النشاط :** أثبتت عدة دراسات وجود تأثير لبعض قطاعات النشاط على الهيكلية المالية للمؤسسة . فقد أثبتت دراسة شوارتز وأرونسون "1977" shwatez § aronson أنه لا يوجد اختلاف جوهري في الهيكلية المالية للمؤسسات التي تنتمي إلى نفس القطاع ،بينما يوجد اختلاف جوهري للمؤسسات التي لا تنتمي إلى نفس القطاع كما أن فيري وجونس "1979" Ferri § jones أوضحا بأن قطاع النشاط يعتبر محددًا جوهريًا لهيكل الأصول وبالتالي محددًا جوهريًا للهيكلية المالية ، فقد بينت النتائج أن الأموال الخاصة في المؤسسات الخاصة بالصناعات الثقيلة تكون أكبر من الأموال الخاصة في المؤسسات الخاصة بالصناعات الخفيفة.<sup>3</sup>

كما يبين تتمان "1984" titman بأن المؤسسات الخاصة بصناعة الآلات والتجهيزات يكون تمويلها من الديون بنسب أقل.<sup>4</sup>

أما بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ، فقد كشفت دراسة بوصا نجاتة bousaa nadjat عن وجود تأثير لكل القطاعات التي درستها على الاستدانة ، حيث أن قطاع البناء والأشغال العمومية وقطاع التجارة وقطاع الخدمات له تأثير طردي على مستوى الاستدانة. أما قطاع الصناعة الغذائية والطاقة وقطاع السلع الوسيطة وقطاع سلع التجهيز وصناعات السلع الاستهلاكية وتأثيرهم على مستوى الاستدانة وقد اختلفت دراسة يوسف قريش "2005" عن دراسة bousaa nadjat حيث وجد تأثير قطاعين فقط

<sup>1</sup> : : يوسف قريشي ، الياس بن ساسي ، خصائص ومحددات الهيكل التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ،مرجع سبق ذكره ص 433 .

<sup>2</sup> : براق محمد ، غربي حمزة ، مدخل الى السياسة المالية للمؤسسة ، مرجع سبق ذكره ، ص 187 .

<sup>3</sup> : يوسف قريشي ، الياس بن ساسي ، خصائص ومحددات الهياكل التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ،مرجع سبق ذكره ص 198.

<sup>4</sup> : sheridan titman and roberto wessel op-cit 0p8

على مستوى الاستدانة ، وهما قطاع البناء والأشغال العمومية وقطاع النقل.<sup>1</sup>

### خلاصة الفصل:

تتعدد مصادر التمويل التي يمكن أن تعتمد عليها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة للقيام بنشاطها ، ولكل مصدر تكلفته الخاصة ، أن أحد العوامل المحددة للإستراتيجية المالية هي إختيار التمويل الملائم الذي ينبغي على المؤسسة المفاضلة بين المصادر المتاحة وإختيار الأنسب منها بما يحقق التوازن بين العائد والمخاطرة ويكون بأدنى تكلفة .

وقد تباينت الآراء والمداخل حول فكرة وجود هيكل مالي أمثل، وفي الواقع تمثل قضية الهيكل المالي أحد القضايا الهامة في نظريات التمويل وربما من أهم القضايا التي نالت إهتمام نظريا وتجريبيا عما سواها من جانب الدارسين في مجال التمويل .

<sup>1</sup> : يوسف قريشي ، الياس بن ساسي ، التسيير المالي الإدارة المالية،مرجع سبق ذكره ،ص 254.

# الفصل الثالث:

دراسة عينة لمؤسسات

صغيرة ومتوسطة جزائرية

### مقدمة الفصل :

بعد ما تطرقنا في الفصل الثاني للنظريات الرئيسية المفسرة للهيكل المالي سنقوم في هذا الفصل بمحاولة إيجاد نموذج قياسي يحدد العلاقة بين الهيكل المالي كمتغير تابع ومختلف العوامل المفسرة له على مستوى المؤسسات الصناعية الجزائرية.

ولتحقيق ذلك إعتدنا على قاعدة معطيات محاسبية مصدرها محافظ الحسابات لعينة متكونة من أربعة مؤسسات صناعية خلال الفترة الممتدة من سنة 2010 الى غاية سنة 2014 .

وفي هذا الاطار سنسعى لمعالجة هذا الجانب من الدراسة عبر ثلاث مباحث موزعة كما يلي :

**المبحث الأول :** منهج الدراسة الاحصائية .

**المبحث الثاني :** تحديد متغيرات الدراسة.

**المبحث الثالث:** تقدير وتقييم النموذج محل الدراسة.

## المبحث الأول : منهج الدراسة الإحصائية :

سنتهم من خلال هذا المبحث بعرض منهج الدراسة الميدانية ، وذلك إنطلاقا من تقديم العينة محل الدراسة على مستوى أول ، ثم ننتقل بعد ذلك الى عرض أهم مراحل بناء نموذج الانحدار البسيط على مستوى ثان وذلك لغرض تحديد العلاقة بين الهيكل المالي كمتغير تابع ومختلف العوامل المفسرة له كمتغيرات مستقلة. قبل الشروع في الدراسة الميدانية التي نحاول على إثرها بناء نموذج الانحدار الخطي البسيط نوضح من خلاله أهم العوامل المفسرة للهيكل المالي ، نرى من المناسب تقديم العينة محل الدراسة أولا ، ثم التطرق لأهم حدود هذه الدراسة.

### المطلب الأول : تقديم العينة وطرق جمع معطيات الدراسة:

#### أولا : تقديم عينة الدراسة :

من أجل تحقيق هدف بحثنا هذا والمتمثل في محاولة تحديد العوامل المؤثرة في الهيكل المالي للمؤسسات الجزائرية ، قمنا بجمع عينة مكونة من 04 مؤسسات صناعية مسجلة لدى محافظ الحسابات متمركزة في ولاية " تيارت" خلال الفترة الزمنية الممتدة من سنة 2010 الى غاية سنة 2014 ، وسنحاول في هذه الدراسة إستنتاج محددات الهيكل المالي للعينة، وتجدد الإشارة الى أن معيار اختيار المؤسسات الصناعية للدراسة يعود بالدرجة الأولى الى المكانة الهامة التي يحتلها القطاع الصناعي في الاقتصاد الجزائري بالإضافة الى الخلل الواضح في الهياكل المالية للكثير من مؤسساته ، وذلك في ظل الظروف الخاصة التي تحد من مرونة وكفاءة السوق المالية في الجزائر ، وكذلك مساهمة منا في اكتشاف السلوك التمويلي لهذا القطاع.

#### ثانيا : طرق جمع معطيات الدراسة :

تتم هذه الدراسة بتحليل القرارات التمويلية المتخذة لمواجهة الاحتياجات المالية ، ومن خلال الدراسات التي عاجلت هذا الموضوع ، يمكننا استنتاج طريقتين لمعرفة السلوك التمويلي للمؤسسات وهما :

**1 : طريقة الاستقصاء :** تتمثل هذه الطريقة في التقرب من المسؤولين عن إتخاذ القرار التمويلي وإستجوابهم لمعرفة التقنيات التي يستخدمونها في إتخاذ القرار التمويلي وهي الطريقة التي إستخدمت من قبل "بيرز" 1973 perez و"هيرقويان" 1984 hirigoyen.

**2 : طريقة تحليل القوائم المالية :** تعتمد هذه الطريقة على استخدام مجموعة من النسب المالية التي تمثل ترجمة محاسبية للقرارات المالية ، بحيث تسمح بتفسير إحصائي غني بالمعلومات وأكثر موضوعية، وقد اخترنا في دراستنا تحليل القوائم المالية بإستخدام مجموعة من النسب المالية للمؤسسات المعنية بالدراسة. إضافة الى الاعتماد على طريقة نموذج الانحدار الخطي البسيط والاستعانة ببرنامج SPss لمعالجة المعطيات وتحليل النتائج.



وتتمثل المعطيات المستعملة في هذه الدراسة في معطيات محاسبية للمؤسسات المأخوذة كعينة للدراسة "ميزانيات ختامية وجداول حسابات النتائج" مصدرها محافظ الحسابات .

### المطلب الثاني : محددات الدراسة :

تجرى الدراسة الحالية في إطار حدود تتعلق بمعطيات الدراسة ، وأخرى متعلقة بالاطار المكاني للدراسة، وهو ما سوف يتم تناوله فيما يلي :

#### أولا : الحدود المتعلقة بمعطيات الدراسة :

تختلف السياسات المحاسبية المطبقة من شركة الى أخرى ، ولهذا لا تخضع لقوانين وأعراف موحدة ، وبالتالي ستؤثر هذه السياسات والإجراءات على صحة النتائج وسلامتها وهي أمور خارجة عن إرادة الباحث ، ولا يستطيع تفاديها ، وبالتالي قمنا بأخذ المعطيات المحاسبية الواردة في الميزانيات والتقارير السنوية كما هي دون تعديل لاحتساب النسب المالية في هذه الدراسة .

#### ثانيا : الحدود المكانية :

نقصد بما الانحياز الجغرافي للعينة محل الدراسة ، فجميع المؤسسات محل الدراسة تتركز جغرافيا في منطقة "السوقر".

لكننا ننطلق في دراستنا الحالية من فرضية أن السلوك التمويلي للمؤسسات الجزائرية لا تتأثر بالموقع فجميع هذه المؤسسات تعمل في بيئات اقتصادية وإجتماعية متشابهة تحمل نفس الخصائص وتواجه نفس القيود .

### المطلب الثالث : الأدوات الإحصائية المستعملة :

تحليل الانحدار هو قياس العلاقة بين متغير تابع ومتغير مستقل واحد، وتحديد شكل هذه العلاقة فإذا كانت بين متغير مستقل واحد فيطلق عليه تحليل الانحدار الخطي البسيط ، تمكن هذه الدراسة الباحث من التنبؤ بقيم المتغير التابع عند مستويات معينة مستقبلية للمتغير المستقل .

#### 1 - نموذج الانحدار الخطي البسيط :

نموذج الانحدار الخطي البسيط هو النموذج الذي يتكون من متغير مستقل واحد ، ويعتبر هذا النموذج عشوائيا لأنه يضم متغيرا عشوائيا  $e$  والذي يمثل كل المتغيرات الأخرى التي تؤثر في المتغيرات التابع ماعدا المتغير  $X_i$ .

#### أ - تقديم النموذج الانحدار الخطي البسيط :

لنفرض أنه كان لدينا مؤشرين " $x.y$ " يمثلان ظاهرة ما " $y$ " والعنصر الأساسي المؤثر فيها هو " $x$ "، أزواج

القيم التالية تمثل تطور المؤشرين المذكورين:  $y = y_1.y_2.y_3...y_n$

$x = x_1.x_2.x_3....x_n$

$y$ : هو المتغير التابع أو المفسر وهو يعبر عن القيم الفعلية أو الناتج .

$x$ : هو المتغير المستقل أو المفسر وهو يعبر عن القيم المسببة .

إن العلاقة الخطية البسيطة بين مؤشرين هي العلاقة المستقيمة التي يعبر عنها بواسطة معادلة مستقيم من الشكل  $y=a+bx+ e$  ، وهي تعبر عن أبسط العلاقات الرياضية التي تمثل بها العلاقة بين مؤشرين من أجل إمكانية تقدير هذه المعادلة يجب أولاً تمثيل المعطيات الخاصة بتطوير مؤشرين بيانياً .

### المبحث الثاني: تحديد متغيرات الدراسة :

سنقوم من خلال هذا المبحث باختيار المتغيرات بمعنى تحديد الظاهرة المدروسة والمتغيرات المحيطة بها والتي تؤثر فيها وحسبها.

#### المطلب الأول : عرض متغيرات الدراسة :

يجب تحديد المتغيرات التابعة والمتغيرات المستقلة

#### أولاً : المتغيرات التابعة :

باعتبار أن الدراسة تتمحور حول محددات الهيكل المالية ، فإنه من الواضح أن تكون الإستدانة هي المتغير التابع ، كما قدم تيتمان و ويسالس "titman et wessels1988" ثلاثة مؤشرات للهيكل المالية وهي:

- نسبة الديون الطويلة و متوسطة الأجل إلى مجموع الاصول الخاصة.

- نسبة الديون قصيرة الاجل إلى مجموع الاصول الخاصة.

- نسبة الديون القابلة للتحويل إلى أموال خاصة.

- في هذه الدراسة سيتم أخذ مؤشرين كمتغيرين تابعين وهما :

1- معدل الاستدانة الكلية والتي يتم حسابها بقيمة إجمالي الديون على مجموع الميزانية ، ويرمز لها بالرمز TD .

2- معدل الاستدانة الطويلة ومتوسطة الأجل يتم حسابها بقسمة الديون الطويلة ومتوسطة الأجل على مجموع الميزانية ، وتأخذ الرمز TDLM .

- إختيار هذه المتغيرات يتفق مع إختياره كل من كاربانتي وسيرات "carpentier et suret 1999" بيديو "bédué 1997" يوسف قريشي "2005".<sup>1</sup>

<sup>1</sup> : حمزة غربي ، محددات الهيكل المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة دراسة حالة التدفقات النقدية ، الجزائر، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية والمالية، 2009. 2010، ص 91.

**ثانيا :المتغيرات المستقلة:**

تحدد المتغيرات المستقلة على أساس المعلومات المتوفرة للعينة ، وأيضا على أساس الدراسات التجريبية السابقة ومن هذه المتغيرات ما هو كمي ومنها ما هو كيفي.

**1 - المتغيرات الكمية :**

تمثل المتغيرات الكمية في حجم المؤسسة ، المردودية والضمانات،التدفقات النقدية.

**أ - حجم المؤسسة :**

إستخدمت عدة مؤشرات لقياس حجم المؤسسة في الدراسات التجريبية السابقة منها صافي الأصول وحجم المبيعات ومنها عدد العمال ، فقد إستخدمت "بوصا نجاة "boussaa najet" في دراستها مقياس متوسط عدد العمال للحجم ،بينما استخدم يوسف قريشي متوسط إجمالي الأصول . كما توجد دراسات أخرى استعملت مقياس لوغاريتم رقم الأعمال ، من بينها دراسة تيتمان و ويسالس 1988titman et wessels" و"اوزكان 2001 ozkan "وراجان و رينقالاس " 1995 rajan et zingales".

في هذه الدراسة يتم إعتبار لوغاريتم رقم الأعمال كمقياس لحجم المؤسسة وذلك لعدة أسباب أهمها إن العينة الموجودة لا تتوفر على عدد العمال ، كما إن اختيار إجمالي الأصول يتعلق بمشاكل طرق التقسيم المحاسبية ، يرمز للحجم بالرمز TA .

**ب - المردودية :**

إستعملت عدة دراسات المردودية الاقتصادية للتعبير عن متغيرة المردودية، والتي يتم حسابها عن طريق قسمة النتيجة الاقتصادية والتي هي النتيجة قبل الفوائد والضرائب على صافي الأصول ، فقد إعتمدت بوصا نجاة في حساب المردودية الاقتصادية بنسبة النتيجة قبل الضريبة على رقم الأعمال.<sup>1</sup> بينما إعتمد إدريس زيان في قياس مردودية أموال المستثمر على نسبة النتيجة الصافية للأصول.<sup>2</sup> أما في هذه الدراسة سيتم التعبير عن المردودية بواسطة قسمة النتيجة الصافية على مجموع الميزانية ، ويرمز لها بالرمز RE وهو ما استعمله "يوسف قريشي 2005".

<sup>1</sup> : الياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي،الادارة المالية،مرجع سبق ذكره ،ص ص:(420. 419).

<sup>2</sup> : ydriss ziane la structure d'endettement des petites et moyannes entreprise : 21p21،froncaises , une etude sur données de panel .universite paris xnantme2001

**ج- التدفقات النقدية:**

يجب على المؤسسة أن تحلل تدفقاتها النقدية المتوقعة في المستقبل لمواجهة المصاريف الثابتة تحت أي ظروف محتملة لانه من الممكن أن تواجه المؤسسة التي لا تكون قادرة على توفير أموال كافية لسداد التزاماتها الثابتة خطر الافلاس المالي، أما المؤسسات التي تتوقع تدفقات نقدية كبيرة ومستقرة في المستقبل مع وضعية إقتصادية مزدهرة يمكنها أن تستخدم قروض بنسبة كبيرة في هيكلها المالي، لان ذلك يمكن من زيادة القيمة السوقية لاسهم المؤسسة إلى أعلى ما يمكن.

**ح- الضمانات :**

يعبر عن المتغيرة بهيكل الأصول ، وقد لمسنا إختلاف بين العديد من الدراسات السابقة في قياس مستوى الضمانات لدى المؤسسة ،ففي قسم من هذه الدراسات يعبر عن حجم الضمان بنسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول ، بينما إعتمدت دراسات أخرى إلى إضافة المخزونات إلى الأصول الثابتة ، حيث تم الوصول إلى الكشف عن تأثير لهذا المتغير على نسبة الاستدانة في المؤسسة فمنها من خلص إلى أن هناك علاقة عكسية بين نسبة الاصول الثابتة إلى مجموع الاصول ، ونسبة الاستدانة فكلما زادت نسبة الأصول الثابتة إلى مجموع الأصول زاد اعتماد المؤسسة على الأموال الخاصة وقل إعتمادها على الديون ، وتشير دراسات أخرى إلى أن المؤسسة التي يتضمن هيكل أصولها نسبة مرتفعة من الأصول الثابتة تميل إلى إستخدام قدر كبير من الديون الطويلة الأجل في هيكلها المالي<sup>1</sup>.

**2- المتغيرات الكيفية:**

تتمثل في قطاع النشاط والشكل القانوني:

**أ - قطاع النشاط :**

تشير العديد من الدراسات إلى إحتمال تأثير نوعية القطاع على الهيكل المالي حيث كشفت دراسة " Shwartz et 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 مختلفة<sup>2</sup>.

ويمكن إنطلاقا من جدول حسابات النتائج لكل مؤسسة معرفة قطاع النشاط فالمؤسسات محل الدراسة لها نسبة كبيرة من مبيعات المنتجات يمكن أن نعتبرها مؤسسات صناعية.

<sup>1</sup> : الياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسير المالي، الادارة المالية،مرجع سبق ذكره، ص: "412,411".

<sup>2</sup> : يوسف قريشي ، سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية .دراسة ميدانية ، المؤتمر العلمي الدولي حول الأداء المتميز للمنظمات والحكومات ، جامعة ورقلة ، الجزائر ، 8-9 مارس ، 2005، ص64.

## الجدول رقم ( 1.6 ) : توزيع المؤسسات حسب قطاع النشاط

قطاع النشاط	صناعية
عدد المؤسسات	04

المصدر : من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الملحق رقم 03

ب - الشكل القانوني : تجدر الإشارة إلى أن 04 مؤسسات محل الدراسة لا يتوفر هيكلها المالي على الديون

المتوسطة والطويلة الاجل وتأخذ الشكل القانوني التالي :

مؤسسات ذات الشخص الوحيد وذات المسؤولية المحددة FEURL

## الجدول رقم (1.7) : توزيع المؤسسات حسب الشكل القانوني

الشكل القانوني	FEURL
عدد المؤسسات	04

المصدر : من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الملحق رقم 03

## المطلب الثاني : حساب متغيرات الدراسة:

سوف نقوم من خلال هذا المطلب بحساب كل متغير على حدى لكل مؤسسة .

أولا : حساب متغيرات المؤسسة الاولى:

1 - هيكل الاصول المادية : الجدول التالي يمثل تطور الاصول المادية للمؤسسة الاولى

## الجدول رقم (1.8) : الاصول المادية للمؤسسة الاولى من 2010 - 2014

2014	2013	2012	2011	2010	السنوات البيان
52.500.00	60.200.000	67.900.000	75.600.000	83.300.000	الاصول المادية
%55,92	%64,12	%72,32	%88,52	%88,72	نسبة الاصول المادية من مجموع الاصول

المصدر : من اعداد الطالبتين بالاعتماد على الملحق رقم 01

2 - حجم المؤسسة : إن حجم المؤسسة له تأثير بالغ على تركيبة الهيكل المالي ، ولهذا سنقوم بدراسة حجم المؤسسات محل الدراسة خلال الفترة ( 2010 - 2014 ) . حيث يتم حسابه من خلال المؤشر :

ن : السنة الحالية ( النتيجة )

ن - 1 السنة السابقة

الجدول رقم (1.9) : يمثل مؤشر رقم الأعمال للمؤسسة الاولى من 2010 الى 2014 .

البيان	السنوات	2010	2011	2012	2013	2014
رقم الاعمال		17.75	17.62	17.72	17.81	17.91
نمو رقم الاعمال		-	10%	10%	10%	10%

المصدر : من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الملحق رقم 01

### 3-المردودية المالية :

تعتبر المردودية من أهم محددات الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية ، حيث تساعدنا على ترشيد اتخاذ القرارات المالية حيث قمنا بحساب المردودية الاقتصادية والمالية للمؤسسة .

أ - حساب تكلفة أموال الاستدانة بعد استبعاد الوفورات الضريبية :  $k'd = kd (1-t)$

$k'd$  : تكلفة أموال الاستدانة بعد استبعاد الوفورات الضريبية

$kd$  : تكلفة أموال الاستدانة ( قيمة افتراضية 7% )

$t$  : معدل الضريبة على ارباح الشركات ( 25% )

$$K'd = 0,07 (1 - 0,25)$$

$$k'd = 0.07 (0.75)$$

$$K'd = 0.0525$$

ب - حساب المردودية الاقتصادية المالية : ومن خلال العلاقة التالية.

$$\text{المردودية المالية} = \frac{D+RE}{CP(RE-I)} \text{ . حيث :}$$

RE : المردودية الاقتصادية بعد استبعاد الضرائب على أرباح الشركات .

cP : أموال الملكية

D :أموال الاستدانة

i :تكلفة الاستدانة بعد استبعاد الولايات الضريبية " التكلفة الفعلية للاستدانة"

الجدول رقم (1.10) : المردودية المالية للمؤسسة الاولى

البيان	تكلفة الاستدانة بعد استبعاد الوفر الضريبي	نسبة الاستدانة	مردودية اقتصادية	المردودية المالية	اثر الرفع المالي
العلاقة	$K'd=kd(1-t)$	D/cp			
2010	0.0525	0.90	0.059	0.62	0.0065
2011	0.0525	0.70	0.068	1.19	0.0155
2012	0.0525	0.51	0.082	1.74	0.0295
2013	0.0525	0.33	0.100	2.04	0.0475
2014	0.0525	0.16	0.120	1.89	0.0675

المصدر : من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الملحق رقم 01

#### 4 - حجم الاستدانة :

يعبر هذا المؤشر عن المدى الذي تذهب إليه المؤسسة في الاعتماد على أموال الغير في تمويل إحتياجاتها ، ويهتم الملاك كثيرا بهذه النسبة لأنها تحقق المزيد من الوفرات الضريبية . وهي عبارة عن مجموع الديون طويلة الأجل وقصيرة الأجل كما يوضح الشكل الموالي.

الجدول رقم (1.11): حجم الاستدانة للمؤسسة الأولى من 2010 - 2014

السنوات	2010	2011	2012	2013	2014
البيان					
مجموع الديون	44590000	35672000	2675400	1783600	8918000
	%47.49	%41.29	%33.81	%24.74	%13.76

المصدر : من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الملحق رقم 01

#### 5 - التدفقات النقدية :

تعتبر نسبة التدفقات النقدية من أهم النسب عند وضع هيكل مالي امثل. فيستدل منها عدد مرات تغطية الالتزامات المالية الثابتة بواسطة صافي التدفقات النقدية التي تتولد في المؤسسة . وتكون لها صورة واضحة

عن مدى مقدرتها في خدمة التزاماتها المالية الثابتة في ظل الظروف المختلفة

الجدول رقم (1.12) : التدفقات النقدية للمؤسسة الاولى خلال الفترة 2010 - 2014

السنوات	2010	2011	2012	2013	2014
البيان					
التدفقات النقدية	10583620	3097320	4297212	6628893	8278662
النسبة	.....	70.73 %	38.73 %	54.26 %	24.88 %

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الملحق رقم 01

ثانيا: حساب متغيرات المؤسسة الثانية :

1 - هيكل الاصول المادية :

الجدول رقم (1.13) : الاصول المادية للمؤسسة الاولى من 2010 - 2014 .

البيانات / السنوات	2010	2011	2012	2013	2014
الاصول المادية	266313024	246877248	227441422	208005696	188596920
نسبة الاصول المادية من مجموع الاصول	91.16%	84.51%	87.85%	71.20%	64.55%

المصدر : من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الملحق رقم 02

2-حجم المؤسسة :

1. الجدول رقم (1.14) : مؤشر رقم الأعمال للمؤسسة الثانية (2010-2014)

البيان / السنوات	2010	2011	2012	2013	2014
رقم الاعمال	18.10	18.19	18.29	1836	18.48
نمو رقم الاعمال	-	10%	10%	10%	10%

المصدر : من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الملحق رقم 02



## 3- المردودية المالية :

الجدول رقم ( 1.15 ): المردودية المالية للمؤسسة الثانية (2010 - 2014)

البيان	تكلفة الاستدانة بعد استبعاد الوفر الضريبي	نسبة الاستدانة	مردودية اقتصادية	المردودية المالية	اثر الرفع المالي
العلاقة	$K'd=kd(1-t)$	D/cp			
2010	0.052	0.92	0.052	0	0.01
2011	0.052	0.71	0.062	0.007	0.01
2012	0.052	0.51	0.075	0.013	0.023
2013	0.052	0.33	0.091	0.016	0.039
2014	0.052	0.21	0.0105	0.017	0.053

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الملحق رقم 02

## 4 - حجم الاستدانة :

الجدول رقم (1.16): حجم الاستدانة للمؤسسة الثانية (2010 - 2014)

البيانات	السنوات	2010	2011	2012	2013	2014
مجموع الديون		140016912	112013530	84010158	56006766	28003384
نسبة الاستدانة		%48	%38	%29	%19	%10

المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على الملحق رقم 02

## 5- التدفقات النقدية:

الجدول رقم (1.17) : التدفقات النقدية للمؤسسة الثانية (2010 - 2014)

البيان	السنوات	2010	2011	2012	2013	2014
التدفقات النقدية		140016912	112013530	84010158	56006766	28003384
النسبة		-	-89.80%	189.99%	71.82%	38.43%

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الملحق رقم 03

ثالثا : حساب متغيرات المؤسسة الثالثة :

### 1 - هيكل الاصول المادية :

الجدول رقم (1.18) : الاصول المادية للمؤسسة الثالثة ( 2010 - 2014 )

البيان	السنوات	2010	2011	2012	2013	2014
الاصول المادية		13515000	11730000	99450000	81600000	63750000
نسبة الاصول المادية من مجموع الاصول		81.48%	70.71%	59.95%	49.19%	38.43%

المصدر : من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الملحق رقم 03

### 2 - حجم المؤسسة :

الجدول رقم (1.19) : مؤشر رقم الأعمال للمؤسسة الثالثة (2010-2014)

البيان	السنوات	2010	2011	2012	2013	2014
رقم الاعمال		19.53	19.62	19.72	19.81	19.91
نمو رقم الاعمال		-	10%	10%	10%	10%

المصدر : من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الملحق رقم 03

### 3- المردودية المالية :

الجدول رقم ( 1.20 ) : المردودية المالية للمؤسسة الثالثة ( 2010 - 2014 )

البيان	تكلفة الاستدانة بعد استبعاد الوفر الضريبي	نسبة الاستدانة	مردودية اقتصادية	المردودية المالية	اثر الرفع المالي
العلاقة	$K'd=kd(1-t)$	$D/cp$			
2010	0.0525	0.83	0.094	0.03	0.042
2011	0.0525	0.63	0.118	0.04	0.066
2012	0.0525	0.44	0.150	0.05	0.098
2013	0.0525	0.28	0.178	3.57	1.733
2014	0.0525	0.13	0.214	0.055	0.162

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الملحق رقم 03

## 4- حجم الاستدانة :

الجدول رقم (1.21): حجم الاستدانة للمؤسسة الثالثة (2010 - 2014)

2014	2013	2012	2011	2010	السنوات البيان
14944000	29988000	44982000	59997600	752427783	مجموع الديون
%12	%22	%31	%38	%45	نسبة الاستدانة

المصدر : من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الملحق رقم 03

## 5- التدفقات النقدية:

الجدول رقم (1.22) : التدفقات النقدية للمؤسسة الثالثة (2010 - 2014)

2014	2013	2012	2011	2010	السنوات البيان
36263692	30886080	25422372	20174661	30285050	التدفقات النقدية
%17.41	%21.49	%26.01	%-33.38	-	النسبة

المصدر : من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الملحق رقم 03

رابعا : حساب متغيرات المؤسسة الرابعة :

## 1 - هيكل الاصول المادية :

الجدول رقم (1.23): الاصول المادية للمؤسسة الرابعة (2010 - 2014)

2014	2013	2012	2011	2010	السنوات البيان
63750000	81600000	99450000	11730000	13515000	الاصول المادية
39.12%	50.08%	61.04%	71.99%	82.95%	نسبة الاصول المادية من مجموع الاصول

المصدر : من اعداد الطالبتين بالاعتماد على الملحق رقم 03

## 2- حجم المؤسسة

الجدول رقم (1.24) : مؤشر رقم الأعمال للمؤسسة الرابعة (2010-2014)

السنوات البيان	2010	2011	2012	2013	2014
رقم الاعمال	19.37	19.47	19.56	19.66	19.75
نمو رقم الاعمال	-	10%	10%	10%	10%

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الملحق رقم 04

## 3- المردودية المالية:

الجدول رقم (1.25) : المردودية المالية للمؤسسة الرابعة (2010 - 2014)

البيان	تكلفة الاستدانة بعد استبعاد الوفر الضريبي	نسبة الاستدانة	مردودية اقتصادية	المردودية المالية	اثر الرفع المالي
العلاقة	$K'd=kd(1-t)$	D/cp			
2010	0.525	0.85	0.088	0.33	0.355
2011	0.025	0.65	0.104	-0.32	-0.421
2012	0.025	0.48	0.130	-0.24	-0.395
2013	0.025	0.30	0.161	-0.17	-0.364
2014	0.025	0.13	0.195	-0.11	-0.33

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الملحق رقم 04

## 4- حجم الاستدانة:

الجدول رقم (1.26) : حجم الاستدانة للمؤسسة الرابعة (2010 - 2014)

السنوات البيان	2010	2011	2012	2013	2014
مجموع الديون	752427783	59997600	44982000	29988000	14944000
نسبة الاستدانة	46%	39%	29%	22%	12%

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الملحق رقم 04

الجدول رقم (1.27) : التدفقات النقدية للمؤسسة الرابعة ( 2010 - 2014 )

السنوات	2010	2011	2012	2013	2014
التدفقات النقدية	27774833	17413423	22385010	27544981	32588484
النسبة	-	-37.30%	28.55%	23.05%	18.31%

المصدر : من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الملحق رقم 04

### المطلب الثالث : التقييم باستعمال النسب المالية:

سنحاول من خلال هذا المطلب بحساب النسب المالية لكل متغير على حدى. المتنولة في دراستنا هذه انطلاقا من قاعدة المعطيات المتعلقة بمؤسسات الدراسة خلال الفترة الممتدة من سنة 2010 - 2014 .

أولا : نسبة الاستدانة :

حيث تم حساب نسبة الاستدانة سابقا على أساس إجمالي القروض إلى مجموع الأصول

نسبة الاستدانة = إجمالي القروض ÷ مجموع الأصول .

ويوضح الجدول رقم (28) نتائج تحليل نسبة الاستدانة للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة "2010-2011" وكان أعلى متوسط لنسبة الاستدانة لدى المؤسسة الرابعة . حيث بلغ متوسط نسبة استدانته 110,76 نظرا لأنها حققت خسائر كبيرة متتالية خلال سنتي 2010 - 2011 . مما جعلها غير قادرة على الوفاء بالتزاماتها المالية في حين كان أدنى متوسط نسبة الاستدانة للمؤسسة الثانية بمعدل 28,75 . مما يمكن استخلاصه من هذه النتائج هو أن المؤسسة الثالثة والرابعة تعتمد بشكل كبير على الاقتراض لسد إحتياجاتها التمويلية حيث تفوق نسبة 50% .

الجدول رقم (1.28): الاستدانة لعينة الدراسة خلال الفترة ما بين 2010 - 2014

رقم الشركة	السنة					المتوسط
	2010	2011	2012	2013	2014	
01	47.49	41.29	33.81	24.74	13.76	32.218
02	47.93	38.34	28.75	19.17	9.58	28.75
03	453.62	36.17	27.11	18.07	9	108.79
04	461.82	36.81	27.60	18.40	9.17	110.76

المصدر : القوائم المالية السنوية لمؤسسات محل الدراسة

## ثانيا : معدل المردودية الاقتصادية :

الجدول المالي يوضح نتائج تحليل معدل المردودية الاقتصادية محل الدراسة خلال الفترة " 2010 – 2014 " وكان أعلى متوسط لمعدل المردودية الاقتصادية للمؤسسة الثالثة حيث بلغ 08، 15 في حين كان أدنى متوسط للمؤسسة الثانية بمعدل 7، 7 .

كما يلاحظ أن معدل المردودية الاقتصادية لكل المؤسسات موجب وهذا راجع للنتائج الايجابية المحققة من طرف المؤسسات محل الدراسة وفي نفس الوقت هو معدل ضعيف نسبيا .

الجدول رقم ( 1.29 ): معدلات المردودية الاقتصادية لعينة الدراسة خلال الفترة ما بين " 2010 – 2014 "

المتوسط	السنة					رقم الشراكة
	2014	2013	2012	2011	2010	
8.94	12	10	8.2	8.6	5.9	01
7.7	10.5	9.1	7.5	6.2	5.2	02
15.08	21.4	17.84	15	11.8	9.4	03
13.56	19.5	16.1	13	10.4	8.8	04

المصدر : القوائم المالية السنوية لمؤسسات العينة محل الدراسة

## ثالثا : معدل حجم الضمانات :

الجدول الموالي يوضح نتائج تحليل معدل حجم الضمانات للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة " 2010 – 2014 "، حيث أعلى متوسط لمعدل حجم الضمانات لدى المؤسسة الثانية بلغ 95، 79 في حين كان أدنى متوسط المعدل حجم الضمانات للمؤسسة التالية بمعدل 95، 59 .

حيث يلاحظ ان كل المؤسسات يفوق معدل ضماناتها 50% وهذا يساعدها على الاقتراض .

الجدول رقم ( 1.30 ): معدلات حجم الضمانات لعينة الدراسة خلال الفترة 2010 - 2014 .

المتوسط	السنة					رقم الشراكة
	2014	2013	2012	2011	2010	
73.92	55.92	64.12	72.32	88.52	88.72	01
79.94	64.55	71.20	87.85	84.51	91.16	02
59.95	38.43	49.19	59.95	70.71	81.48	03
61.03	39.12	50.08	61.04	71.99	82.95	04

المصدر : القوائم المالية السنوية لمؤسسات العينة محل الدراسة

رابعاً : معدل نمو المؤسسة :

إن معدل نمو المؤسسة هو متساوي لكل المؤسسات 10% فهو ثابت على نطاق كل المؤسسات والمعدل موجب فهو يدل على أن المؤسسات تحقق إرتفاعاً أو ثبات في مبيعاتها من عام لآخر.

الجدول رقم (1.31) : معدلات نمو المؤسسات العينة محل الدراسة خلال الفترة 2010 – 2014

المتوسط	السنة					رقم الشراكة
	2014	2013	2012	2011	2010	
%10	10	10	10	10	10	01
%10	10	10	10	10	10	02
%10	10	10	10	10	10	03
%10	10	10	10	10	10	04

المصدر : من إعداد الطالبين بالاعتماد على القوائم المالية السنوية لمؤسسات العينة محل الدراسة

خامساً : حجم المؤسسة:

حيث حسب حجم المؤسسة كما يلي :

حجم المؤسسة : لو ( صافي المبيعات ) . حيث كان أعلى متوسط لحجم المؤسسة للمؤسسة الثالثة بلغ 77، 19 في حين كان أدنى متوسط لحجم المؤسسة لمؤسسة الاولى بمعدل 71، 17 .

الجدول رقم (1.32) : حجم المؤسسات لعينة الدراسة خلال الفترة ما بين 2010 و2014

المتوسط	السنة					رقم الشراكة
	2014	2013	2012	2011	2010	
17.71	17.91	17.81	17.72	17.62	17.53	01
18.28	18.48	18.36	18.29	18.19	18.10	02
19.77	19.91	19.81	19.72	19.62	19.53	03
19.56	19.75	19.66	19.56	19.41	19.37	04

المصدر : القوائم المالية السنوية لمؤسسات العينة محل الدراسة

سادساً : التدفقات النقدية:

حيث تم إحتساب التدفقات النقدية كما يلي :

التدفقات النقدية = التدفقات النقدية التشغيلية + الاستثمارية + المالية

ويوضح الجدول الموالي نتائج تحليل التدفقات النقدية للمؤسسات محل الدراسة وكان أعلى متوسط لتدفقات النقدية للمؤسسة الثانية 08، 42 في حين كان أدنى متوسط للمؤسسة الرابعة بمعدل 6، 52، كما يلاحظ هناك تذبذب في متوسط التدفقات النقدية .

الجدول رقم (1.33) : حجم التدفقات النقدية لمؤسسات العينة محل الدراسة " 210- 214 "

المتوسط	السنة					رقم الشراكة
	2014	2013	2012	2011	2010	
9.5	24.88	54.26	38.73	-70.73	-	01
42.08	38.43	71.82	189.99	-89.80	-	02
31.53	17.41	21.49	26.01	-33.38	-	03
6.52	18.31	23.05	28.55	-37.30	-	04

المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد Spss

### المبحث الثالث: تقدير وتقييم النموذج محل الدراسة :

سيتم التطرق في هذا المبحث إلى تأثير الاستدانة على مختلف المتغيرات المستقلة محل الدراسة باستعمال نموذج الانحدار البسيط

المطلب الأول : تقييم نموذج الانحدار الخطي البسيط:

أولا : اختبار فيشر:

يستخدم اختبار فيشر للتحقق من معنوية نموذج الانحدار الخطي البسيط ككل من عدم معنويات، للتحقق هذا الغرض لابد من إختيارها كما يلي:

\* حساب قيمة إحصائية اختبار فيشر بالعلاقة التالية :

$R^2$ : معامل التحديد

k: عدد المتغيرات في النموذج

n: عدد أزواج قيم

إيجاد القيمة الجدولية  $F_{tab}$  ثم المقارنة بينهما وبين القيمة المحسوبة  $F_{col}$  حيث:



- إذا كانت  $F > F_{tab}$  يتم رفض فرض العدم مما يدل على معنوية نموذج الانحدار الخطي البسيط ككل
- إذا كانت  $F_c < F_{tab}$  يتم قبول فرض العدم ويدل هذا على عدم معنوية نموذج الانحدار الخطي البسيط ككل .

ثانيا : اختيار ستودينت :

يستخدم اختبار (t) للتحقق من معنوية معاملات نموذج الانحدار الخطي البسيط "Bo.B1"

أ- اختبار معنوية معامل التقاطع  $B_0 = 0$  للتحقق من معنوية  $B_0$  لابد من اختيار الفرضيات التاليتين :

$$H_0 = B_0 = 0$$

$$H_1 = B_0 \neq 0$$

\* إيجاد القيمة الجدولية ثم المقارنة بينهما وبين القيمة المحسوبة حيث:

- إذا كانت  $t_c \geq T_{tab}$  يتم رفض فرض العدم مما يدل على معنوية المعلمة  $B_0$

- إذا كانت  $t_c \leq T_{tab}$  يتم قبول فرض العدم ويدل هذا على عدم معنوية المعلمة  $B_0$

ب - اختبار معنوية معامل الانحدار  $B_1$  : للتحقق من معنوية لابد من اختبار الفرضيتين التاليتين :

$$H_0 = B_1 = 0$$

$$H_0 = B_1 \neq 0$$

إيجاد القيمة الجدولية ثم المقارنة بينهما وبين القيمة المحسوبة حيث :

- إذا كانت  $t_c \geq T_{tab}$  يتم رفض فرض العدم مما يدل على معنوية المعامل الانحدار  $B_1$

- إذا كانت  $t_c \leq T_{tab}$  يتم قبول فرض العدم ويدل هذا على عدم معنوية المعامل الانحدار  $B_1$

**المطلب الثاني : عرض و اختبار فرضيات نموذج الانحدار الخطي البسيط الاستدانة :**

يتمثل تحديد النموذج في قياس العلاقة بين المتغير التابع (الاستدانة) وكل متغير مستقل على حدى

**أولا : تجميع وعرض نتائج الجدول :**

حيث سيتم تجميع بيانات ومتغيرات الدراسة في جدول كما هو موضح في الجدول الموالي :

الجدول رقم ( 1.34 ) :تجميع بيانات المؤسسات محل الدراسة .

رقم المؤسسة / المتغيرات	D	RE	GAR	TA	N
01	32.218%	8.94%	73.92%	10%	%17.71
02	28.75%	7.7%	79.94%	10%	18.28%
03	108.79%	15.08%	59.95%	10%	19.77%
04	110.76%	13.56%	61.03%	10%	19.56%

المصدر : من إعداد الطالبتين بالاعتماد القوائم المالية السنوية لمؤسسات العينة محل الدراسة

1 - عرض نتائج الارتباط الخطي البسيط الاستدانة مع المردودية:

أ - جدول الارتباط الخطي : الجدول التالي يبين الارتباط الخطي بين المتغير تابع (الاستدانة) مع المتغير المستقل (المردودية) يقدر ب 0,975، كما في الجدول الموالي .

الجدول رقم (1. 35) : جدول الارتباط الخطي للمتغيرين " المردودية الاستدانة الكلية "

النموذج	R	R-deux
1	0.975	0951

المصدر : من إعداد الطالبتين بالاعتماد على برنامج Spss

إن قيمة  $R^2 = 0,951$  حيث ان العلاقة بين الاستدانة والمردودية قوية وهذا يعني أن 95% من التغيرات التي تحدث في المتغير التابع (الاستدانة) سببها التغير في المردودية . وفي حين أن 4,9% من التغيرات في الاستدانة ناتجة عوامل أخرى

ب - جدول تحليل تباين خط الانحدار **anova** :

الجدول رقم (1.36) : جدول تحليل التباين لنموذج الانحدار الخطي الاستدانة الكلية

النموذج	Sig
1	0.025

المصدر : من إعداد الطالبتين بالاعتماد على نتائج المعالجة الاحصائية Spss

لدينا  $p \neq 0$  وبالتالي ترفض الفرضية الصفرية وتقبل الفرضية البديلة . حيث أن المردودية (RE) في النموذج بدلالة إحصائية 5، 2% ويتم قبولها لأنها أقل من 5% وبالتالي فالنموذج مقبول .

أ- جدول الارتباط الخطي: معامل الارتباط بين الاستدانة وحجم الضمانات هو 0.973 كما في الجدول الموالي  
الجدول رقم (1.37): جدول الارتباط الخطي الاستدانة مع حجم الضمانات :

النموذج	R	R-deux
1	0.973	0.948

المصدر : من إعداد الطالبتين بالاعتماد على المعالجة الإحصائية لبرنامج Spss  
غن قيمة  $R^2 = 0.951$  تدل بأن العلاقة بين الاستدانة وحجم الضمانات قوية وهذا يعني أن 94% من  
التغيرات في الاستدانة سببها التغير في حجم الضمانات "GAR".

ب - جدول تحليل تباين خط لانحدار ANOVA لنموذج الانحدار الخطي البسيط.

الجدول رقم (1.38) : جدول تحليل التباين ANOVA

النموذج	الدلالة الإحصائية Sig
1	0.027

المصدر : من إعداد الطالبتين بالاعتماد على المعالجة الإحصائية لبرنامج Spss  
ولتحديد الاستدانة الكلية للمؤسسات الجزائرية فان الجدول يوضح أن حجم الضمانات في النموذج بدلالة  
إحصائية 2.7% وبالتالي يتم قبولها لأنها أقل من 5% ومنه النموذج مقبول.

ج - جدول المعاملات :

جدول رقم (1.39) : جدول المعاملات:

النموذج	إحصائية t	الدلالة الإحصائية
1	7.308	0.018
GAR	-6.13	0.027

المصدر : من إعداد الطالبتين بالاعتماد على المعالجة الإحصائية لبرنامج Spss

بما أن  $a = 0.018 < 0.05$  الخاص بالثابت a إذا نرفض الفرضية الصفرية ، وتقبل البديلة أي  $a \neq 0$

بما أن  $b = 0.02 < 0.05$  الخاص بالثابت b إذا نرفض  $H_0$  وتقبل  $H_1$  أي  $b \neq 0$  وبالتالي النموذج مقبول.

كما تبين أن هناك علاقة عكسية بين الاستدانة وحجم الضمانات . أي أنه كلما زاد حجم الضمانات  
بوحدة واحدة تنقص الاستدانة ب 6.13 وحدة وعليه يمكن صياغة معادلة الانحدار الخطي البسيط

كما يلي :  $Y = 382,302 - 4,543(GAR)$

3- نتائج تحليل الانحدار الخي البسيط الاستدانة مع حجم المؤسسة TA :

أ - جدول الارتباط الخطي : حيث أن معامل الارتباط بين الاستدانة وحجم المؤسسة هو 0.959

الجدول رقم (1.40): جدول الارتباط الخطي الاستدانة وحجم المؤسسة TA

النموذج	R	R-deux
1	0.959	0.920

المصدر : من إعداد الطالبتين بالاعتماد على المعالجة الاحصائية لبرنامج

Spss

هناك إرتباط قوي بين الاستدانة والمتغير المستقل حجم المؤسسة TA بنسبة 95.9% وأن 92% من التغيرات التي تحدث في الاستدانة سببها التغير في حجم المؤسسة و8% من العوامل الأخرى.

ب - جدول تحليل التباين ANOVA:

الجدول رقم ( 1.41) : جدول ANOVA للاستدانة وحجم المؤسسة

النموذج	Sig الدلالة الاحصائية
1	0.041

المصدر:

من إعداد الطالبتين بالاعتماد على المعالجة الاحصائية لبرنامج Spss

لدينا  $P < 0$  وبالتالي نرفض الفرضية الصفرية ونقبل البديلة . وأن حجم المؤسسة بدلالة احصائية 4.1، وهي أقل من 5% وبالتالي يتم قبولها والنموذج مقبول وجيد.

ج - جدول المعاملات:

الجدول رقم (1.42) : جدول المعاملات

النموذج	B	الإحصائية t	الدلالة الإحصائية
1	-760.868	-4.384	0.048
TA	44.132	4.794	0.0041

المصدر : من إعداد الطالبتين بالاعتماد على المعالجة الاحصائية لبرنامج Spss

بمأن  $a = 0.048 < 0.05$  الخاص بالثابت .إذا نرفض الفرضية الصفرية مرفوضة، ونقبل البديلة أي  $a \neq 0$  بما أن  $b = 0.041 < 0.05$  الخاص بالثابت إذا نرفض  $H_0$  وتقبل  $H_1$  أي  $b \neq 0$  وبالتالي النموذج مقبول.

وهناك علاقة طردية بين الاستدانة وحجم المؤسسة فكلما زاد حجم المؤسسة بوحدة واحدة تزيد الاستدانة ب 4 وحدات .

وعليه يمكن صياغة معادلة الانحدار الخطي البسيط كما يلي :  $Y = 760.868 + 44.32 (TA)$

4 - نتائج تحليل الانحدار الخطي البسيط للاستدانة مع التدفقات النقدية :

أ - جدول الارتباط الخطي : حيث أن معامل الارتباط بين الاستدانة والتدفقات النقدية هو (N) 0.261

الجدول رقم ( 1.43 ) : جدول الارتباط الخطي للاستدانة مع التدفقات النقدية

النموذج	R	R <sup>2</sup>
1	0.261	0.068

المصدر : من إعداد الطالبتين بالاعتماد على المعالجة الاحصائية لبرنامج Spss

هناك إرتباط ضعيف بين الاستدانة والتدفقات النقدية وأن التغير في الاستدانة بنسبة 6.8% مصدرها التدفقات النقدية

ب - جدول تحليل التباين ANOVA الاستدانة والتدفقات النقدية:

الجدول رقم ( 1.44 ) : جدول تحليل التباين ANOVA

النموذج	الدلالة الاحصائية
1	0.739

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على المعالجة الاحصائية لبرنامج Spss

لدينا  $P > 0$  وبالتالي نقبل الفرضية الصفرية . إذن النموذج غير معنوي.

ج - جدول المعاملات:

الجدول رقم ( 1.45 ) : جدول المعاملات

النموذج	B	احصائية t	الدلالة الاحصائية
1	85.696	1.753	0.222
N	- 0.694	-0.382	0.739

المصدر : من إعداد الطالبتين بالاعتماد على المعالجة الاحصائية لبرنامج Spss

بما أن  $0.222 > 0.05$  نقبل الفرضية الصفرية  $H_0 \neq a$  .

ولدينا  $P = 0.739 > 0.05$  نقبل الفرضية الصفرية إذن  $b \neq 0$  , وبالتالي النموذج مرفوض.

### المطلب الثالث : علاقة نتائج الدراسة مع الدراسات التجريبية السابقة :

أجريت عدة دراسات تجريبية في ميدان الهيكلية المالية . وكل دراسة وجدت عدة محددات تؤثر على هذه الهيكلية ومن بين هذه المحددات يوجد المردودية و حجم المؤسسة ، الضمانات وتناولنا في دراستنا هذه التدفقات النقدية .

#### أولا : المردودية :

حيث توصلنا في دراستنا هذه أن العلاقة بين الاستدانة والمردودية هي علاقة طردية وهي ما تتوافق مع نظرية التوازن ونظرية مودغلياني وميلر 1963 ، لأن المؤسسات الأكثر مردودية تستدين أكثر ، كما يمنحها ذلك إقتصاد ضريبي ، وهي نتيجة مخالفة لأغلب الدراسات التجريبية ، لأنها وجدت علاقة عكسية بين الاستدانة والمردودية وهو ما يوافق نظرية الترتيب السلمي .

حسب نظرية الترتيب السلمي التي تبين أن المؤسسة تعتمد على التمويل الذاتي ثم التمويل الخارجي ، فإن المؤسسات ذات المردودية الكبيرة تمول نفسها ذاتيا بنسب أكبر من التمويل الخارجي ، فالعلاقة بين المردودية ومعدل الاستدانة في المؤسسات هي علاقة عكسية وهذا ما تم تأكيده تجريبيا .

ووجد تيتمان وويسالس "titman et wessels1988" علاقة عكسية بين المردودية ومستوى الاستدانة , وأرجعا ذلك إلى إرتفاع تكاليف الوكالة المصاحبة لإصدار أسهم جديدة بالمؤسسة إلى التمويل بالأموال المحتجزة ثم إصدار السندات والتي تحمل المؤسسة تكاليف وكالة ولكنها تتميز بالاقتصاد الضريبي وفي الأخير التمويل بالأسهم ، وذلك لأن مردوديتها كبيرة ولا تعتمد على الاستدانة بدرجة أكبر .

وبالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة توجد دراسة إدريس زيان "YADRISS ZIANE" التي أظهرت العلاقة العكسية بين المردودية ومستوى الاستدانة في المؤسسات الفرنسية.

نفس النتائج أكدتها بوصا نجاة على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الفرنسية . وكما يتطابق مع دراستنا دراسة يوسف قريشي 2005 . على عينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية . بوجود علاقة طردية بين الاستدانة والمردودية وهو ما يوافق نظرية مودغلياني وميلر بإدخال تكاليف الإفلاس .

#### ثانيا: حجم المؤسسة:

لقد توصلنا في دراستنا أنه هناك علاقة طردية بين الاستدانة وحجم المؤسسة وهو ما يتطابق مع الدراسات التجريبية لكل من قوردن "GORDON 1962" ومارتين سكوت "MARTIN SCOT", 1974 فيري وجونس "FERRI. JONES 1979" والدراسة التي قام بها راجان ورينقالاس "RAJEN" . ZINGALES1995 .

بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ، وجدت بوصا نجاة علاقة طردية بينما وجد يوسف قريشي 2005

علاقة عكسية بين حجم المؤسسة الاستدانة.

كما هناك دراسات وجدت أن حجم المؤسسة لا يؤثر على مستوى الاستدانة في الهيكلة المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة . وهذه النتيجة تتوافق مع نتيجة الدراسة التجريبية لكل من ريمارس " REMMERS 1974 " واخرون وبرومبفار وشابيرو "OMPFER.SHAPIRO" ، وتوي TOY واخرون

#### ثالثا : الضمانات :

وتتفق العلاقة العكسية التي توصلنا إليها في دراستنا مع دراسة مارش "MARSH" الذي يرى أن تمويل الدائنين للأصول الثابتة يعرضهم لمخاطر أكبر . بسبب الانخفاض الشديد الذي تتعرض له قيمة تلك الأصول في حالة التصفية .

وهناك دراسات أثبتت أن الضمانات لا تؤثر على مستوى الاستدانة الكلية في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية وهو ما يبين أن الاستثمارات الصافية إلى جانب رقم الأعمال لا يؤثران على الاستدانة في هذه المؤسسات .

#### رابعا : التدفقات النقدية :

حيث وجدنا في دراستنا أن هناك علاقة عكسية بين الاستدانة والتدفقات النقدية بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية .

كما أنه في الأغلب لا توجد دراسات تناولت تأثير التدفقات النقدية على الاستدانة .

## خلاصة الفصل :

يهدف تحديد العوامل المؤثرة على الهيكل المالي للمؤسسات محل الدراسة اقتضت دراستنا الميدانية استخدام طريقة الانحدار البسيط اختيار العلاقة بين الاستدانة والمتغير المستقل محل الدراسة .  
وتتمثل العينة المدروسة في مجموعة من المؤسسات الصغيرة الجزائرية وكل مؤسسة من هذه العينة تتوفر على عدة معلومات تكفي لإجراء دراسة حول محددات الهيكل المالية لها.  
بعد ابراز الأداة الإحصائية المناسبة لهذا التحليل حيث توصلنا في دراستنا ان هناك علاقة طردية لكل من المردودية وحجم المؤسسة مع الاستدانة وبينما توجد علاقة عكسية لكل من الضمانات والتدفقات النقدية وتم الحصول على نتائج منها ما هو موافق نتائج الدراسات التجريبية السابقة ومنها ما هو مخالف . وعليه لا يمكن تفسير السلوك التمويلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية بواسطة نظريات الهيكل المالي ويرجع ذلك الى اختلاف بيئة الأعمال الجزائرية عن تلك الموجودة في الدول الكبرى ، مما يعني ان الأمر يحتاج الى المزيد من الدراسة والبحث .





# الخاتمة العامة

**الخاتمة:**

يعتبر قرار التمويل من القرارات الهامة التي تسعى من خلالها المؤسسات إلى تحقيق أهدافها، و التي تركز أساسا في تعظيم قيمتها السوقية. و ذلك عن طريق المفاضلة بين مصادر التمويل من أجل اختيار الهيكل المالي المناسب الذي يخفض التكاليف و المخاطر و يعظم العائد. و إن الهيكل المالي كان و لا زال من أهم المواضيع المدروسة في التسيير المالي فقد تباينت الآراء و المداخل المفسرة له حول تأثير المحددات على القيمة السوقية للمؤسسات بين مؤيد و معارض. لقد مكنتنا هذه الدراسة من الوقوف على واقع المؤسسات الصغيرة و المتوسطة الجزائرية و مدى معرفتها لثقافة الهيكل المالي.

**النتائج:** تمكنا من خلال بحثنا هذا الوصول إلى جملة من النتائج، و التي يمكن تلخيصها فيما يلي:

\* يقصد بالهيكل المالي تركيبة المصادر التي حصلت منها المؤسسات على التمويل منها ما هو داخلي متولد عن نشاطها يركز أساسا على التمويل الذاتي و منها ما هو خارجي يكون في صورة قرض أو سندات.

\* لا يوجد تعريف موحد و شامل للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة، حيث يختلف من دولة لأخرى، و هذا راجع إلى التفاوت في درجة النمو، اختلاف النشاط الاقتصادي، و تعدد المعايير المستخدمة في كل تعريف.

\* لكل مصدر من مصادر التمويل تكلفة الخاصة به، مما له علاقة باختيار المشاريع الاستثمارية.

\* لقد تعددت النظريات الخاصة بأمثلية الهيكل المالي للمؤسسة حيث انقسمت إلى قسمين:

النظريات التي تؤكد وجود هيكل مالي للمؤسسة حيث استندت في تحليلها على مبدأ الاستفادة من الوفورات الضريبية الناتجة من عملية الاقتراض إلى الحد الذي تصل فيه المؤسسة إلى أدنى نقطة تكاليف و التي توافق أقل تكلفة و بالتالي أعظم مردودية و هو ما يحقق الهيكل الأمثل في حين هناك اتجاه معاكس الذي ينفي وجود هيكل مالي أمثل للمؤسسة حيث برزت في هذا المجال العديد من الدراسات المهمة مثل نظرية مودفلياني و ميلر، نظرية تكلفة الإفلاس، نظرية الوكالة و التي تنص كلها على عدم وجود هيكل مالي أمثل.

\* أكدت الدراسات التجريبية السابقة أن كل من الحجم، المردودية، الضمانات و قطاع النشاط تعتبر محددات للهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة

**إثبات صحة الفرضيات:**

**الفرضية الأولى:** فيما يتعلق بالفرضية الأولى و التي مفادها أن إختيار الهيكل المالي يختلف من مؤسسة إلى أخرى حسب تغير و تعدد مصادر التمويل تحقق صحة الفرضية الأولى

**الفرضية الثانية:** يتم تفسير و تحديد الهيكله الماليه المثلئ بناء على تأثير الاقتراض على الهيكل المالي، فرضية خاطئة لأن الهيكل المالي المثل يتحدد بناء على تأثير الاقتراض و تكاليف الوكالة و تكاليف الإفلاس

**الفرضية الثالثة:** إن إصلاح الخلل في الهياكل المالية يكون بإختيار الأساليب المناسبة للتخلص من المشاكل القائمة، و إعادة الهيكله الماليه من أجل استمرار المشروع و تحقيق أرباح فرضية صحيحة

**الفرضية الرابعة:** فيما يتعلق بالفرضية الرابعة و التي تنص على أن المؤسسات الصغيرة و المتوسطة تعتمد على الهيكل المالي وفقاً لتكلفة مصادر التمويل التي تحقق أكبر عائد و أقل درجة مخاطرة. فرضية صحيحة

**التوصيات:** و على ضوء هذه النتائج يمكن اقتراح بعض التوصيات التي نراها ضرورية كما يلي:

\* يجب على المؤسسات الصغيرة و المتوسطة الجزائرية اللجوء إلى أساليب المفاضلة بين البدائل التمويلية المتاحة لاختيار أحسنها بما يحقق أعلى مردودية بأقل التكاليف.

\* التحليل المعمق للوضع المالي للمؤسسة قبل اتخاذ أي قرار لمعرفة قدرة المؤسسة ماليا و المخاطر الناجمة عن هذه القرارات

\* على الدولة أن تولي عناية خاصة لتمويل المشاريع الصغيرة لصعوبة حصولها على التمويل الكافي لنموها.

**آفاق البحث:** موضوعنا محل الدراسة " محددات الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة " موضوع شيق و عميق و في نفس الوقت معقد، لذلك لم نتوقف في تناول جميع جوانبه فتطرقنا إلى العناوين الرئيسية منه فقط .

و يمكن طرح بعض جوانب هذا الموضوع و التي قد تكون مواضيع مفيدة و قابلة للدراسة مستقبلاً:

\* مدى تأثير التغيرات الجبائية على الهيكله الماليه.

\* دراسة أثر العوامل الدينية و الأخلاقية على الهيكله الماليه.

و في نهاية البحث نرجوا من الكريم عزوجل أن نكون قد أصبنا و لو جزء قليل في إعطاء نظرة متواضعة عن هذا الموضوع، و نكون قد قدمنا عملاً يكون عوناً للطلبة و كمرجع إثراء لمكتبة الجامعة.

(وَمَا أُوتِيتُمْ مِنَ الْعِلْمِ إِلَّا قَلِيلًا)

# المراجع

## قائمة المراجع

أولاً : الكتب :

1-باللغة العربية:

1 - خبابة عبد الله ، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الية لتحقيق التنمية المستدامة ، الدر الجامعية ، مصر

2013

2 - محمد الصيرفي، البرنامج التاهيلي لأصحاب المشروعات الصغيرة والمتوسطة، حورس الدولية ، مصر

2009

3 - زياد جلال دماغ ، الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الاقتصادية ، دار الثقافة ،الأردن ،2012

4 - ليث عبد الله القهوي ، بلال محمد الوادي ، المشاريع الريادية الصغيرة والمتوسطة ودورها في عملية

التنمية ، دار حامد ، الأردن ، 2012

5 - فتحي السيد عبده أبو السيد أحمد ، الصناعات الصغيرة ودورها في التنمية ،مؤسسة شباب الجامعة

الجماهيرية الليبية

6 - عدنان تاية النعيمي، ارشد فؤاد التميمي.الإدارة المالية المتقدمة ،دار اليازوي، 2009

7 - جمال الدين محمد المرسي ، أحمد عبد الله اللبح ، الإدارة المالية " مدخل اتخاذ القرارات"، الدار

الجامعية ، مصر، 2010

8 - محمد أيمن عزت الميداني ، الإدارة التمويلية في الشركات ، جامعة الملك فهد للبترول والمعادن ،

الظهران ،1993

9 - عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، مدخل معاصر في الإدارة المالية ، الدر الجامعية ،مصر،2002

- 10 - يحيى حداد وآخرون ، مؤسسات الأعمال ، دار زهران ، عمان ، بدون سنة نشر
- 11 - حمزة محمود الزبيدي ، الإدارة المالية المتقدمة ، مؤسسة الوراق ، الأردن ، 2008
- 12- منير ابراهيم الهندي ، الإدارة المالية " مدخل تحليل معاصر " ، المكتب العربي الحديث ، الإسكندرية  
2000
- 13 - عدنان تاية النعيمي ، ياسين كاسب الخرشنة ، أساسيات الإدارة المالية ، دار المسيرة ، عمان 2007
- 14 - محمد فاتح ، محمود بشير المغربي ، تمويل ومؤسسات مالية ، الشركة العربية المتحدة ، القاهرة  
2011
- 15 - طارق الحاج ، مبادئ التمويل ، دار الصفاء، عمان ، 2011
- 16 - دريد كامل آل شبيب ، مقدمة في الادارة المالية المعاصرة ، دار المسيرة ، الأردن ، 2007
- 17 - أحمد بوراس ، تمويل المنشآت الاقتصادية ، دار العلوم، الجزائر ، 2008
- 18- عبد الوهاب يونس أحمد ، التمويل وإدارة المؤسسات المالية ، دار حامد ، الأردن ، 2007
- 19 - محمد شفيق ، حسين طنيب ، أساسيات الإدارة المالية في القطاع الخاص ، دار المستقبل ، عمان  
1979
- 20 - عدنان تاية النعيمي وآخرون ، الإدارة المالية النظرية والتطبيق ، دار المسيرة ، عمان ، 2011
- 21 - مبارك السلوس ، التسيير المالي ، ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر ، 2004
- 22 - علي عباس ، الادارة المالية ، دار اثراء ، عمان ، 2008
- 23 - محمد صالح الحناوي وآخرون ، اساسيات ومبادئ الادارة المالية ، المكتب الجامعي الحديث ، مصر  
2007
- 24- أحمد محمد غنيم، الادارة المالية "مدخل التحول من الفقر الى الثراء" المكتبة العصرية ، مصر 2008

- 25 - فارس ناصيف الشبيري ، غسان سالم الطالب ، دار وائل، عمان ، 2012
- 26 - محمد قاسم الحساوية ، اساسيات الادارة المالية ، دار الفكر ، عمان ، 2011
- 27 - فتحي ابراهيم محمد الأحمد ، مذكرات في مبادئ التمويل والادارة المالية دار النشر بجامعة أسيوط  
2007
- 28 - مفلح محمد عقل ، مقدمة في الادارة المالية والتحليل المالي، دار اجنادين ، السعودية ، 2006
- 29 - قاسم نايف علوان ، ادارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق ، دار الثقافة، الأردن ، 2012
- 30 - عبد الستار الصياح ، سعود العامري ، الادارة المالية ، دار وائل ، الأردن ، 2007
- 31 - منير شاكر محمد وآخرون ، التحليل المالي مدخل صناعة القرار ، دار وائل ، الأردن ، 2008
- 32 - عاطف جابر طه عبد الرحيم، اساسيات التمويل و الادارة المالية، الدار الجامعية، مصر، 2010
- 33 - حسين بلعجوز ، الجودي صاطوري ، تقييم واختيار المشاريع الاستثمارية ديوان المطبوعات الجامعية  
الجزائر ، 2013
- 34 - منير ابراهيم الهندي ، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات منشأة المعارف ، مصر ، 2005
- 35 - عبد الغفار حنفي ، رسمية زكي قرياقص ، اساسيات التمويل و الادارة ، الدار الجامعية ، الاسكندرية  
2004
- 36 - منير ابراهيم الهندي ، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل ، منشأة المعارف ، الاسكندرية  
1998
- 37 - يوسف قريشي ، الياس بن ساسي ، التسيير المالي الادارة المالية ، دار وائل ، الاردن ، 2006
- 38 - فيصل محمد الشوارة ، مبادئ الادارة المالية ، دار المسيرة ، عمان ، 2013
- 39 - براق محمد ، غربي حمزة ، مدخل الى السياسة المالية للمؤسسة. المكتب الجامعي الحديث ، الجزائر 2014



40 - سفيان خليل المناصير ، القرارات المالية واثرها في تحديد القرار الاستراتيجي ، دار جليس الزمان

عمان ، 2001

41 - السعيد فرحات جمعة ، جاب الرب عبد السميع ، الادارة المالية والبيئة المعاصرة ، المكتبة العصرية

مصر ، 2001

42-عاطف وليم اندرواس ، التمويل والادارة المالية للمؤسسات ، دار الفكر الجامعي ، مصر ، 2008

43 - محمد صالح الحناوي ، جلال ابراهيم العيد ، الادارة المالية مدخل القيمة واتخاذ القرار ،الدار الجامعية

مصر ، 2002

44 - فايز تيم ، مبادئ الإدارة المالية ، دار الثراء ، الأردن ، 2011

45 - جميل احمد توفيق ، علي شريف ، الادارة المالية،الدار الجامعية، لبنان،1988

46 - حمزة محمود الزبيدي ، اساسيات الادارة المالية ، مؤسسة الوراق ، الأردن ، 2006

47 - جليل كاظم مدلول العارضي ، الادارة المالية المتقدمة ، دار الصفاء، عمان، 2013

48- سمير محمد عبد العزيز ، التمويل واصلاح خلل الهياكل المالية ،مطبعة الاشعاع، مصر، 1997

49- أحمد ماهر، تطوير المنظمات " الدليل العلمي لاعادة الهيكلة والتميز الإداري وادارة التغير"الدار

الجامعية ،الاسكندرية ،2007

50 - موفق عدنان ،عبد الجبار الحميري ، اساسيات التمويل والاستثمار في صناعة السياحة دار الوراق

عمان ، 2009

1. c : charon la nouvelle finition det PME , jervice invo ecofichier  
tic et chombre de commerce, dindustrie et de services de la  
Moselle 2006.
2. Poscal barnito . ceorges gregio. Finance : manuel et application  
.dunid . paris 2007.
3. -modigliani et Miller the cast capital . corpration . finanace and  
the theow of investini ent . american economie revien n° 03  
juin 1958
4. andré faber et alli finance . collection synnthex France .2004
5. robert cobbaut . theorie financiere . crestion econmica M 04  
.edition . paris .1997.
6. R.Brealey s.myersi prinipe de gestion financiere .è edition.  
Pearson education frace .2003 .
7. Alain Burlaud : arnaud thauvron .annaick guyvarc . finance .  
manuel , Dscg 2 , Edition foucher ; vanves , 2010.
8. :Hervé Hutin , toute la finance Dentreprise En pratique 2  
Edition ,Editions Doranisation , paris . 2002.
9. :Jacques teulie. patrck topsacalion .finance. 2 edition . ouibert  
1997
10. pierre vernimmen ; finance dentreprise ; dalloz ;oaris , 7em  
edition .2009

11. sudip to sarkar and ferando zapatero ; the trade model with mean reversion Earning theory and Empirical tests ; the Enomic jornal , vol 113 ..490 ; 2003.
12. :sheridan titman and roberto wessel ; the deerminants of caoitl structure chaice , the journal of finance ; vol ; 43 n01. 1988.
13. :samira Reiki abdessadeq ,(2001)
14. yoriss ziane la structure d'endettement des petites et moyannes entreprise froncaises , une etude sur données de ponel .universite paris xnantme 2001 p.21

#### ثانيا: المجالات و الملتقيات:

- 1 - بريش السعيد ، بلغرسة عبد اللطيف ، اشكالية تمويل البنوك للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر بين معوقات المعمول ومتطلبات المأمول ، الملتقى الدولي : متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية ، تحت اشراف مخبر العولمة واقتصاديات شمال افريقيا ، جامعة حسبية بن بوعلي ، الشلف يومي 17 - 18 أبريل، 2006
- 2 - كتوش عاشور ، طرشي محمد ، تنمية وتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر ، الملتقى الدولي متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية ، تحت اشراف مخبر العولمة واقتصاديات شمال افريقيا ، جامعة حسبية بن بوعلي ، الشلف ، يومي 17 - 18 أبريل، 2006
- 3 -طيب لحليح ،دور المؤسسات الصغرى ،الصغيرة والمتوسطة في تنمية أقطار المغرب العربي ، الملتقى الدولي: متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، تحت اشراف مخبر العولمة واقتصاديات شمال افريقيا ، جامعة حسبية بن بوعلي ، الشلف ، يومي ، 17- 18 أبريل، 2006

4 - ضحاك نجية ، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بين الأمس واليوم ، افاق تجرية الجزائر ، الملتقى الدولي :  
متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ، تحت اشراف مخبر العولمة واقتصاديات شمال افريقيا ، جامعة

حسيبة بن بوعلي ، الشلف ، يومي 17 - 18 أفريل، 2006

5- صالح صالحي ، أساليب تنمية المشروعات الصغيرة والمتوسطة في الاقتصاد الجزائري ، مجلة العلوم الاقتصادية  
وعلوم التسيير ، العدد 03 ، 2004

6 - سمير زهير الصوص ، السياسات والتحليل والاحصاء ، بعض التجارب الدولية الناجحة في مجال تنمية  
وتطوير المشاريع الصغيرة والمتوسطة . نماذج يمكن الاقتداء بها في فلسطين ، محافظة قلقيلية، فلسطين  
2010

7 - خوني رابح ، حساني رقية ، واقع وفاق التمويل التاجيري وأهميته كبديل لقطاع المؤسسات الصغيرة  
والمتوسطة الملتقى الدولي: متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية ، جامعة بسكرة  
، يومي 17-18 أفريل، 2006

8 - دادن عبد الغاني وآخرون ، مداخلة بعنوان دور تكلفة رأس المال في اتخاذ قرار تمويل المشروعات الصغيرة  
والمتوسطة والفرع المالي إستراتيجية للنمو الداخلي ، الدورة التدريبية الدولية حول تمويل المشروعات الصغيرة  
والمتوسطة وتطويرها في الاقتصاديات المغاربية ، الجزائر ، 2003

9 - يوسف قريشي . الياس بن ساسي ، خصائص ومحددات الهياكل التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة  
الجزائرية ، الملتقى الدولي : متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية ، يومي 17 -  
18 أفريل ، 2006

10 - دادن عبد الوهاب، الجدل القائم حول تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة الباحث، العدد 07  
2009

11- بروودي نعيمة ، التحديات التي تواجه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية ومتطلبات التكيف مع المستجدات العالمية ، الملتقى الدولي : متطلبات تاهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية ، تحت اشراف مخبر العولمة واقتصاديات شمال إفريقيا ، جامعة حسيبة بن بوعلي ، شلف ، يومي 17-18 افريل 2016

12- البنك الاهلي المصري ، المنشآت الصغيرة والمتناهية الصغر في ظل القانون رقم 141 ، سنة 2004 النشرة الاقتصادية ، العدد الرابع ، المجلد السابع والخمسون ، القاهرة، 2004

13 - يوسف قريشي، سياسيات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية ، دراسة ميدانية ، المؤتمر العلمي حول الاداء المتميز للمنظمات والحكومات ، الجزائر، 2005

ثالثا : الرسائل والمذكرات:

### 1- باللغة العربية:

- 1- بوربيعة غنية . بومدين يوسف . محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة ، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير ، تخصص مالية المؤسسات ، جامعة الجزائر 3 ، 2011
- 2- زغود تير ، محددات سياسات التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية ، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير ، تخصص مالية المؤسسات ، ورقة ، 2009
- 3- دادن عبد الوهاب ، دراسة تحليلية للمنطق المالي لنمو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية- نحو بناء نموذج لترشيد القرارات المالية - مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه ، الجزائر، 2008
- 4- حمزة غربي ، محددات الهيكل المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ، دراسة حالة الجزائر، 2005

2- باللغة الفرنسية:

1-ydriss ziane la structure dendettement des PME fraiçaises une  
etude sur donneésde panel université paris xnanterre 2001

رابعاً : الانترنت :

[www.kantji.com](http://www.kantji.com)



# الملاحق