



المركز الجامعي إيليزي
معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير



مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماستر في علوم التسيير

تخصص: إدارة أعمال

بعنوان :

هيكل رأس المال وإشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية

دراسة حالة مجمع صيدال خلال الفترة: 2009/1999

من إعداد الطالب: علواني عبد القادر

اعضاء لجنة المناقشة

اسم ولقب الاستاذ	الرتبة	الجامعة الأصلية	الصفة
أ. كريم معاكني	أستاذ مساعد قسم ب	المركز الجامعي إيليزي	رئيسا
د. عبد الله بن الضب	أستاذ محاضر قسم أ	المركز الجامعي إيليزي	مشرفا ومقررا
أ. عباس عبد الله	أستاذ مساعد قسم أ	المركز الجامعي إيليزي	عضوا ومناقشا

الإهداء

إلى التي كانت سبب سعادتي وسببا في وجودي وتربيتي وتعليمي

" أمي الكريمة "

اللهم وفقني لما تحبه وترضاه من قول وعمل

يارب

شكر و عرفان

الحمد لله الذي وفقني ومكنني من إتمام هذه المذكرة

فالحمد لله أوله و آخره

كما أتقدم بالشكر الجزيل إلى كل من ساهم في انجاح هذا العمل من بعيد

او من قريب ونرجو من الله عز وجل التوفيق والفلاح واشكر زملائي في الفصل

جميعا واخوص في بذكر بلال ,مصطفي,عليلو,مهدي

بدر, عيصام,الصدق,ثوريا,حنان

شكرا شكرا شكرا جزيلا

الملخص

تقوم المؤسسات الاقتصادية بالمفاضلة بين مصادر مختلفة للتمويل لإختيار الأنسب منها بما يحقق التوازن بين العائد والمخاطر ويكون بأدنى تكلفة، ولن يأتي ذلك إلا بالمعرفة المسبقة لمجموع مصادر التمويل الممكنة وخصائص كل منها.

لذا كانت هذه الدراسة لإبراز أهم النقاط المتعلقة بمهية هيكل رأس المال بداية بمفهومه ووضحنا الفرق بينه وبين الهيكل المالي، كما تطرقنا إلى أهم محددات هيكل رأس المال وهذا مايمكن للمؤسسات من توفير الأموال التي تحتاجها في نشاطها عن طريق مصادر متعددة.

تناولنا في هذا البحث لدراسة حالة مجمع صيدال خلال الفترة 2009/1999 ، ولتحليل أثر هيكل رأس المال على التمويل بالمؤسسة محل الدراسة إعتمدنا على مجموعة من الإختبارات منها التكامل المشترك لجوهانس.

الكلمات المفتاحية:

هيكل رأس المال، تمويل، مؤسسات إقتصادية.

ABSTRACT

In this paper, we discussed the most important points concerning the structure of capital beginning with its concept and explained the difference between it and the financial structure. We also discussed the most important determinants of the capital structure. This enables organizations to provide the funds they need in their activities through multiple sources. , Which dealt in general with the methods of selecting the most appropriate funding for the institution, the institution should choose between the available sources, And choose the most suitable ones to achieve a balance between return and risk and be at the lowest cost, and this will only come with prior knowledge of the total possible sources of funding and the characteristics of each of them. It should be noted that it is necessary to estimate the cost of funds from each source in order to reach the total cost of all funds, Including the capital structure, which should be minimal in order to maximize the value of the institution and its profits and the financial structure of the most conducive to improving the financial situation, as it is many words Elements of the financial structure The risk ratio has been reduced and has become a greater opportunity in market share.

قائمة المحتويات

III	الإهداء
IV	شكر وعرهان
V	ملخص الدراسة
VII	قائمة المحتويات
VIII	قائمة الجداول
IX	قائمة الأشكال البيانية
X	قائمة الاختصارات و الرموز
XI	قائمة الملاحق
أ	المقدمة
الفصل الأول: مراجعة الأدبيات النظرية لهيكل رأس المال وإشكالية التمويل	
03	المبحث الأول: ماهية هيكل رأس المال
08	المبحث الثاني: تكلفة مصادر التمويل والرفع المالي
11	المبحث الثالث: الدراسات السابقة
الفصل الثاني: الدراسة التطبيقية	
30	المبحث الأول: مجمع صيدال
38	المبحث الثاني: الإجراءات المنهجية للدراسة التطبيقية
42	المبحث الثالث: التحليل الإحصائي للمعطيات والنتائج و مناقشة
55	الخاتمة
56	المصادر والمراجع
61	الملاحق
65	الفهرس

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
42	جدول المؤشرات الاقتصادية لبورصة الجزائر	(2-1)
43	دراسة استقرارية متغير الدراسة $\log ca$	(2-2)
44	دراسة استقرارية متغيرات الدراسة NFA و INF	(2-3)
	ا	(2-4)
	ب	(2-5)
	ج	(2-6)
	د	(2-7)

قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
07	مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة	1 - 1
35	الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال	2-2

قائمة الاختصارات والرموز

الاختصار/الرمز	الدلالة
CA	رقم الأعمال
Log CA	اللوغارتم لرقم الأعمال
NFA	صافي الأصول الأجنبية
INF	

قائمة الملاحق

الصفحة	عنوان الملحق	رقم الملحق
60	دراسة استقرارية اللوغاريتم LOG-CA	1
60	دراسة النموذج ADF	2
61	دراسة الاستقرارية من الدرجة الأصلية	3
61	تقدير النموذج	4
62	مؤشرات بورصة الجزائر	5

المقدمة

أ- توطئة:

إن تطور صفة كل من المحيط الخارجي والداخلي للمؤسسات وارتفاع حدة المنافسة وابعادها مركزا للديناميكية والحركية في ظل عصر من مميزات التداول والاستثمار في الأسواق المالية و وفرت البيانات و المعلومات ، فرض عليها التحلي باليقظة و المرونة لحماية قيمتها ومكانتها ، ومواكبة هذه التطورات ، بوضع استراتيجيات تتماشى مع التقلبات البيئية الاقتصادية من جهة ، و من جهة أخرى الحفاظ على استقرارها المالي و تحقيق الربحية ، من خلال هذا يمكن القول أنه جزء كبير من هذا التحدي يمثل شغفا بالنسبة للإدارة المالية التي عليها إيجاد مصادر الأموال اللازمة لتمويل نشاط المؤسسة ، بحيث تتضمن تلك المصادر كافة العناصر التي يتكون منها جانب الخصوم في الميزانية سواء كانت تلك العناصر طويلة ، متوسطة أو قصيرة الأجل وهو ما يسمي الهيكل المالي ، الذي يتيح للمؤسسة اتخاذ القرارات الاستثمارية و التمويلية ، بالتالي تحديد المزيج المناسب لهيكلها المالي الذي يتجزأ منه ما يعرف بهيكل رأس المال إذا ما استثنينا العناصر قصيرة الأجل (الخصوم المتداولة) علأساس كونها تمويل مؤقت، فهيكلك رأس المال يتحدد من خلال القرار التمويلي الأنسب لاستثمارات المؤسسة من أجل تعظيم قيمتها السوقية .

ب. طرح الإشكالية:

ما مدى تأثير هيكل راس المال على عملية التمويل لدا المؤسسات الاقتصادية ؟

أولا : تساؤلات فرعية :

1. ما هو هيكل رأس المال؟
2. ماهي مكوناته و كفيات بنائه؟
3. ماهي أهم مرتكزاته ونظرياته؟
4. علاقته بالتمويل ؟

ثانيا: فرضيات الدراسة

للإجابة عن الأسئلة السابقة يتطلب تحليل الإشكالية محل الدراسة واختبار صحة مجموعة من الفرضيات ،
نصوغها كما يلي :

- أ- هي العناصر طويلة الأجل (الخصوم الثابتة) في الميزانية التي تمويل أنشطة واستثمارات المؤسسة.
- ب- يتكون من الأموال الخاصة و الديون طويلة الأجل.
- ت- بما أن هيكل رأس المال جزء من الهيكل المالي فإن أسسه و مرتكزاته تكون في نفس السياق.
- ث- التمويل هو وضع الإستراتيجية المناسبة لتشكيل الهيكل المالي (هيكل رأس المال) وتوفير الموارد المالية لتغطية احتياجات وأنشطة المنشأة.

ثالثا : أهمية الموضوع و دوافع اختياره

- تبدو أهمية الموضوع في كونه يعالج المسألة المطروحة على المستوى الدولي
- ظهور البورصات (الاسواق المالية).
 - الاسهم و السندات ومساهمتها في راس المال.
 - و قد وقع الإختيار على هذا الموضوع لعدة أسباب منها:
 - اعتماد أكبر الشركات علي راس المال في عملية التوسع و الاستحواذ.
 - التوجه الكبير والسريع لأسواق المالية .

ح. حدود الدراسة :

- الحدود المكانية: لقد اعتمدنا على بورصة الجزائر و الموقع الرسمي للصيدال
- الحدود الزمنية: حددت فترة الدراسة من (1999 - 2009).

خ. منهج البحث و الأدوات المستخدمة:

اعتمدنا في دراستنا على المنهج الوصفي التحليلي، الذي يسمح بدراسة هيكل راس المال، ودراسة آثارها على عملية التمويل في المؤسسات الاقتصادية ، كما سيتم إتباع أسلوب دراسة الحالة مجمع صيدال ، حيث اعتمدنا في هذه الدراسة على المؤشرات بورصة الجزائر

واستخدمنا البرنامج الإحصائي EViews10 كأداة لتحليل المعطيات.

د. صعوبات البحث:

- المدة غير الكافية لإنجاز البحث.
- قلة المراجع بحكم المنطقة بعيدة على الجامعات الأخرى.
- صعوبة الوصول إلى المعلومات في الجانب التطبيقي.

ذ. هيكل البحث:

من أجل الوصول ومعالجة مضامين البحث ضمن الإشكالية المذكورة، قمنا بتقسيم هذه المذكرة إلى فصلين

كالآتي:

الفصل الأول: جاء هذا الفصل بعنوان مراجعة الأدبيات النظرية حيث تناول ثلاثة مباحث يتطرقون لعدة عناصر منها ماهية هيكل راس المال، والمفاهيم الأساسية حول الهيكل المالي للمؤسسات الاقتصادية والتمويل

الفصل الثاني : جاء هذا الفصل بعنوان الدراسة الميدانية حيث تناول بالدراسة ثلاثة مباحث ، وتم في هذا الفصل توضيح الإجراءات المنهجية للدراسة، عرض ودراسة حالة مجمع صيدال، ومناقشة نتائج.

الفصل الأول

مراجعة الأدبيات النظرية

لهيكل رأس المال و إشكالية

تمهيد:

تعيش المؤسسات الاقتصادية في السنوات الأخيرة فترة من التحولات والتطورات المتسارعة للعلاقات الدولية ، مرجعها الأساسي الأزمات التي واجهتها وتحرير الأسواق المالية ، وبصفة عامة ما يعرف بظاهرة ، العولمة و الشمولية المالية وحت يصبح كل بلد يتعامل في مستوى التطورات ، عليه أن يمارس سياسة نقدية ومالية لتدعيم نظامه المصرفي ومواكبة هذه المتطلبات الجديدة.

برز الاتحاد الأوروبي كأحد أنجح التكتلات الاقتصادية في عالم يتجه يوماً بعد يوم نحو التكتل والاندماج بين دوله المختلفة حيث أن مسيرته التكاملية اتسمت بالجدية و التنظيم مما خدم تفوق هذا التكتل في العالم على مستوى العديد من المجالات (اقتصاديا ، سياسيا ، ثقافيا ، ... الخ...) وساهم في وجود مكانة هامة ومميزة في العالم تسعى المؤسسات دائما الى تحسين أوضاعها المادية والمساهمة بذاتها في تسيير مشاريعها الاستثمارية اعتمادا على هيكلها المالي لمواجهة الصعوبات و الازمات المالية التي تواجه القطاع.

ما المقصود بالهيكل المالي وما مصادره؟

المبحث الأول: ماهية هيكل رأس المال

في ظل إرتفاع حدة المنافسة و ظهور الاسواق المالية و تداولها السريع ؛ تلجأ المؤسسات الي مواكبة هذه التطورات للحفاظ علي استقرارها المالي و تحقيق أهدافها.

المطلب الأول: مفهوم هيكل رأس المال ومصادر تمويله.

اولا: مفهومه.

لابد في البداية أن نفرق بين المعنى المرتبط بمصطلحين شائعين في هذا المجال، الأول الهيكل المالي (Financial Structure)، والذي يظهر كيفية قيام المؤسسة بتمويل أصولها المختلفة، والثاني هيكل رأس المال (Capital Structure) والذي يعرف بالتمويل الدائم للمؤسسة والذي يتكون عادة من القروض طويلة الأجل والأسهم الممتازة وحق الملكية ويستبعد جميع أنواع الائتمان قصير الأجل. وعلى هذا الأساس فإن هيكل رأس المال يعتبر جزءا من الهيكل المالي للمؤسسة.

تعريف (1): طريقة توزيع مصادر التمويل طويلة الأجل ممثلة في القروض طويلة الأجل والسندات إلى جانب حقوق الملكية.¹

تعريف (2): يتعلق بمصادر التمويل طويلة الأجل والدائمة كالديون الطويلة الأجل والأسهم الممتازة والأسهم العادية والأرباح المحتجزة، ويستبعد جميع أنواع الائتمان قصير الأجل. و بالتالي فهيكلك رأس مال المؤسسة هو جزء من هيكلها المالي ، إذن هو تركيب للأموال المملوكة للمؤسسة (رأس المال، الاحتياطات و الأرباح المحتجزة) والقروض الطويلة الأجل كجزء من التركيب المالي و مصدرا مهما من مصادر تمويل المؤسسات الكبيرة².

إذا هو مصطلح يطلق على الطريقة التي تمول الشركة بها أصولها من خلال مزيج من حقوق الملكية والمديونية، ويتم وصف هيكل رأس المال بحساب نسبة كل من حقوق الملكية والمديونية إلى رأس المال، ويمكن وصفه أيضا بحساب معدل الرفع المالي للشركة. وهيكل رأس المال علاقة مباشرة بمتوسط تكلفة رأس المال وهو أحد عناصر تقييم الشركات، فتغيير الهيكل يتغير المتوسط وبالتالي تتغير قيمة الشركة. وتعتبر نظرية (مود يجلياني – ميلر) المصدر الأساسي للمفهوم الحديث لهيكل رأس المال.

¹ دبيري زاهد، إدارة الحوكمة، ط1 ، دار الإعصار العلمي للنشر والتوزيع، عمان ، الأردن، 2011، ص 245 .
² فتحي إبراهيم محمد أحمد، مذكرات في مبادئ التمويل والإدارة المالية، دار النشر بجامعة أسيوط، مصر، 2007، ص 299.

ثانيا: مصادر تمويل هيكل رأس المال

1- مصادر التمويل المقترضة طويلة الأجل: تسعى المؤسسات المعاصرة إلى توفير الموارد المالية من مصادر متعددة وبأشكال مختلفة وفقا للظروف السائدة في الأسواق المالية، وتوجهات إدارتها بشأن تحمل المخاطر من عدمها. وبناءا على ما تقدم فإن التمويل المقترض طويل الأجل يعد من مصادر التمويل الأساسية للمؤسسات ومن أهم هذه المصادر: القروض طويلة الأجل، السندات و الاستئجار.³

2- القروض طويلة الأجل: تحصل المؤسسة على القروض طويلة الأجل من المؤسسات المالية، حيث يتم الحصول عليها عن طريق التفاوض المباشر يتمن خلالها انتقال الأموال من المقرض إلى المقترض وفقا لشروط محددة بالعقد المبرم بينهما، ويتم سداد الفوائد بشكل دوري، فيما يتم استهلاك القرض على أقساط متساوية في تواريخ معينة أو قد يتم سداده مرة واحدة في تاريخ استحقاقه، ويتضمن العقد المبرم شروط تتعلق بالجوانب التالية:

- قيمة القرض ومعدل الفائدة المستحق عليه وتاريخ استحقاقه.
- المرهونات المرتبطة بالقرض.
- فترة السماح المرتبطة بالقرض والجدول الزمني لسداد أعباء القرض.
- أوجه الاستخدام التي سيخصص لها القرض.

3- السندات : تعتبر السندات أحد صور الاقتراض طويل الأجل، ويمثل السند صك مالي تصدره المؤسسة المقترضة للأموال، تتعهد بموجبه بدفع فائدة دورية للمقرض (المستثمر)، وأيضا تسديد قيمة السند في تاريخ محدد يدعى تاريخ استحقاق السند، ويعطي السند لحامله جملة من الحقوق أهمها: المطالبة بعائد سنوي يتمثل في الفائدة التي تلتزم المؤسسة بدفعها له سواء حققت أرباحا أم لم تحقق وتحسب كنسبة ثابتة من القيمة الاسمية للسند، كما يحق للمستثمر استرداد كافة أمواله عند تاريخ استحقاق السند. أيضا تحمل السندات الأولوية في السداد من أموال التصفية في حالة إفلاس المؤسسة قبل حملة الأسهم الممتازة و الأسهم العادية.

هناك العديد من المبررات وراء استخدام التمويل عن طريق القروض، نلخصها في التالي:

- تكلفة القروض محددة مسبقا، وأن التكلفة المتوقعة لهذا النوع من التمويل أقل من تكلفة الأسهم العادية أو الممتازة .

- أن التمويل عن طريق الأسهم يعطي لحاملي الأسهم حق التصويت والرقابة.

³ محمد صالح الحناوي، مرجع سابق، ص 437.

- أن الفوائد تعطي إعفاء ضريبي للمؤسسة باعتبارها من الأعباء الواجبة الخصم من الدخل قبل حساب الضريبة.
- أن السندات القابلة للتحويل إلى أسهم أو ذات الحق في شراء عدد من أسهم المؤسسة تعطي للمؤسسة المرونة لتعديل الهيكل المالي⁴.

-4- استئجار: هو "عقد يلزم بموجبه المستأجر بدفع مبالغ محددة بمواعيد متفق عليها لمالك أصل من الأصول لقاء انتفاع الأول بالخدمات التي يقدمها الأصل المستأجر لفترة معينة." إن تاريخ استحقاق عقد الإيجار أقل من مدة حياة الأصل، وقيمة الدفعات استئجار هي عموماً أكثر من سعر الحالي للأصل. وفي نهاية مدة حياة الاستئجار لأصل يعود للمؤجر الذي إما يقوم ببيعه أو إعادة استئجاره لآخر. ويمكن الاستئجار المؤسسات من الحصول على منافع أصل من الأصول دون امتلاكه و يصنف الاستئجار من هذا المنطلق كواحد من مصادر التمويل طويلة الأجل⁵.

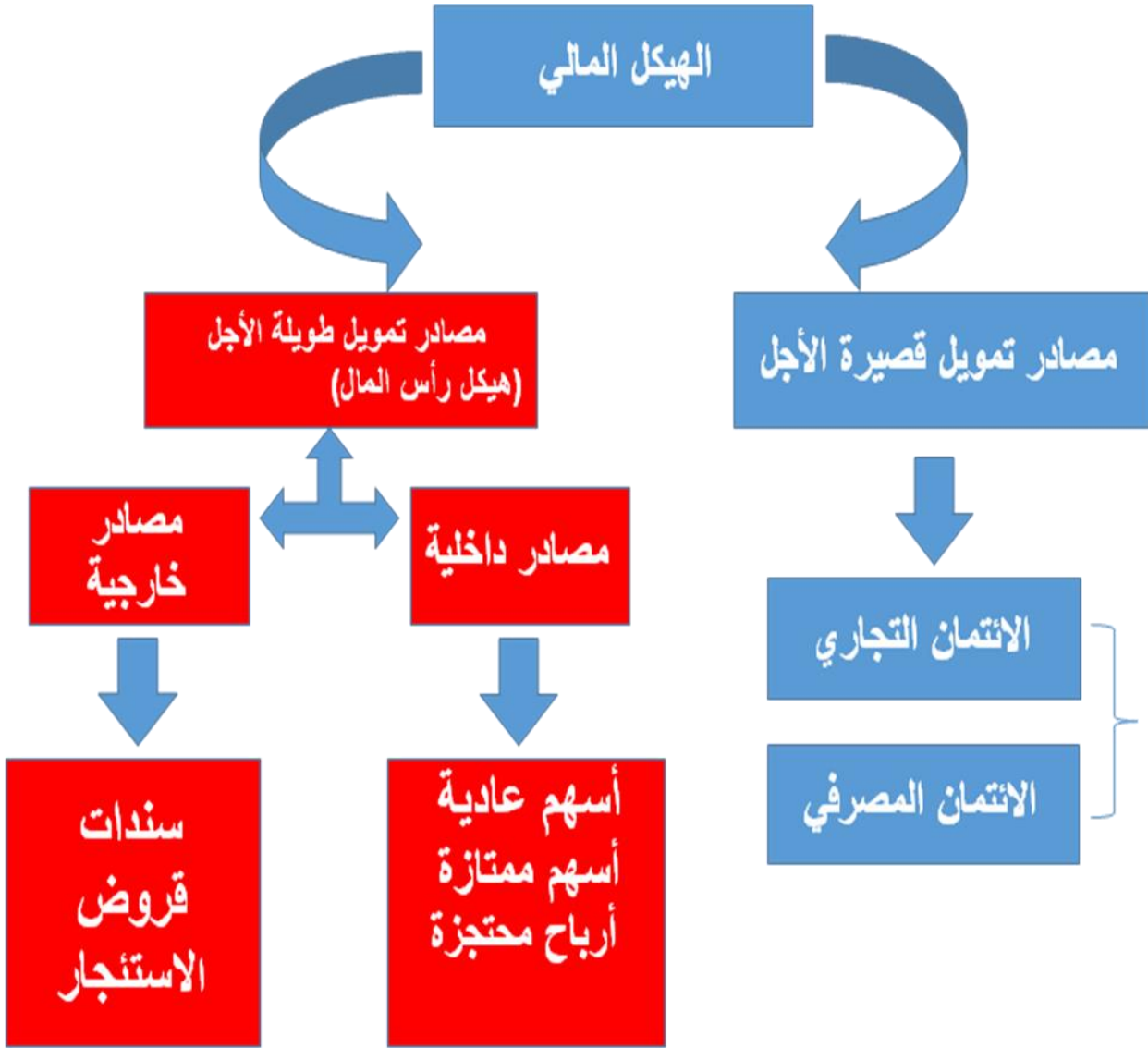
و يتشابه التمويل بالاستئجار والتمويل بالاقتراض من حيث أن دفعات الاستئجار هي عبارة عن التزامات تعاقدية ثابتة، لذا يؤدي الاستئجار من الناحية العملية إلى ارتفاع مديونية المستأجر وزيادة المخاطر المالية⁶.

⁴. عبد المجيد تيموي، هواري معراج، مداخلة بعنوان مداخل تحديد هيكل رأس المال و دورها في تحديد قيمة المؤسسة، الملتقى الوطني حول إشكالية تقييم المؤسسات الاقتصادية، بتاريخ...جامعة سكيكدة، الجزائر: 2005، ص 3 .

⁵. AswathDamodaran, Op.Cit, Page, 265.

⁶ . [http://www.muflahakel.com/mokadema%20fe%20aledara/masader_altamweel_al6aweel_al2jal\(3\).htm](http://www.muflahakel.com/mokadema%20fe%20aledara/masader_altamweel_al6aweel_al2jal(3).htm), op.cit 11 /01/2019.

الشكل رقم (1-1) مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة



المصدر: عدنان تابه النعيمي، ياسين كاسب الخرشنة، أساسيات الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2007، ص 139.

المطلب الثاني: محددات هيكل رأس المال

إن التعدد في النظريات و التيارات التفسيرية التي اهتمت بصياغة هيكل رأس المال و مدى ارتباط ذلك الهيكل بالقيمة السوقية للمؤسسة، باعتباره الهدف الاستراتيجي لأي إدارة مالية في الفكر المالي المعاصر وسعت من حزمة العوامل و المحددات التي يجب أن تؤخذ وتعالج وتحلل وتعتمد عند السعي لتحديد التوليفة المثلى لتشكيل هيكل رأس المال ونسبة الرفع المالي المثلى، كما أن لكل مؤسسة عواملها و ظروفها الخاصة التي تأخذ بعين الاعتبار في تحديد تلك العوامل وبشكل عام نذكر هذه المحددات:⁷

1 - حجم الشركة Firm Size:

هناك عدة بدائل شائعة الاستخدام في أدبيات الإدارة المالية للتعبير عن حجم الشركة هي: مجموع أصول الشركة **Assets Total** والمبيعات السنوية، **Annual Sales Revenues** وحجم الموظفين، **Total . Employment** وتأتي أهمية حجم الشركة من أنه ينظر إليه على أنه واحد من أهم محددات هيكل رأس المال، بحيث كلما زاد حجم الشركة أصبحت أكثر تنوعاً و أقل تذبذباً في عوائدها السنوية، مما يؤدي إلى انخفاض المخاطر المالية المرتبطة بها، وبالتالي زيادة قدرتها على تحمل نسبة مديونية مرتفعة في هيكل رأسمالها أكثر من الشركات ذات الحجم الأقل. لذلك فإن نظرية **TOT** ترى وجود علاقة إيجابية بين حجم الشركة ونسبة المديونية في هيكل رأسمالها، في حين ترى نظرية **POT** أن حجم الشركة يؤثر سلباً في نسبة المديونية ضمن هيكل رأس المال.

2 - عمر الشركة Firm Age:

يمكن التعبير عن عمر الشركة بعدد السنوات التي مضت منذ تأسيس الشركة ومباشرة أعمالها. وتأتي أهمية عمر الشركة من أنه يعتبر المقياس الأساسي لسمعة الشركة كما يراه كثيرون من الباحثين حيث يعطي فكرة عن قدرة الشركة على الاستمرارية وبالتالي انخفاض قدرتها في الحصول على القروض، وحيث إن الشركات الحديثة - الأقل عمراً- مقارنة بالشركات القديمة - الأكبر عمراً - تتميز عادة بانخفاض تنوعها، وقلة أرباحها، وزيادة حاجتها لتمويل مشاريع التوسع والنمو، وانخفاض سمعتها الائتمانية، وبالتالي انخفاض قدرتها على الاقتراض، فإنه يتوقع حسب نظرية **TOT** وجود علاقة إيجابية بين عمر الشركة ونسبة المديونية في هيكل رأسمالها، أما من جهة أخرى فإن نظرية **POT** ترى أن هناك علاقة عكسية بين عمر الشركة ونسبة المديونية، حيث أن فجوة المعلومات كبيرة في الشركات الحديثة، الأمر الذي يدفع الشركات إلى اختيار مصادر تمويل أقل حساسية لفجوة المعلومات وهي أموال الاقتراض .

3 - ربحية الشركة Profitability Firm:

يمكن التعبير عن ربحية الشركة باستخدام العائد على أصول الشركة الذي يعرف بأنه صافي الدخل قبل الضرائب مقسوماً على مجموع الأصول، ويعتبر هذا المقياس الأكثر شيوعاً في الدراسات التي قامت باختبار العوامل المؤثرة في هيكل رأس المال. وتأتي أهمية هذا العنصر من أن ربحية الشركة تؤثر بشكل قوي في المخاطر المالية التي تتعرض لها الشركة، فكلما زادت ربحية الشركة انخفض احتمال فشلها وزادت قدرتها على الاقتراض وزادت قدرتها على تحقيق الوفر الضريبي، هذا من ناحية، ومن ناحية أخرى فكلما زادت

⁷ عماد زياد رمضان، صالح خليل العقدة، محددات هيكل رأس المال، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد 7، العدد 2011، ص 232، 233.

ربحية الشركة استطاعت تمويل أنشطتها والتوسع من أرباحها وبالتالي قل اعتمادها على المصادر الخارجية للتمويل. لذلك وبسبب ان الشركات التي تحقق أرباحا كبيرة لديها القدرة الأكبر على الاقتراض وتستطيع الاستفادة بشكل أفضل منالوفر الضريبي الناتج عن الاقتراض.

4 - سيولة الشركة Firm Liquidity :

يمكن قياس سيولة الشركة من خلال نسبة السيولة التي يتم حسابها بقسمة الأصول المتداولة على مجموع الأصول، وتأتي أهمية هذا العامل من القاعدة العامة الموجودة في أدبيات الإدارة المالية التي تنص على أنه كلما زادت سيولة الشركة قلت مخاطرها، وعليه فإن نظرية TOT ترى وجود علاقة إيجابية بين سيولة الشركة ونسبة مديونيتها، فيما ترى نظرية POT ان تمتع الشركة بسيولة مرتفعة يمكنها من استخدامها عند الحاجة للتمويل ولن تكون الشركة مضطرة للاقتراض لتمويل احتياجاتها، ولذلك فهي تقترح وجود علاقة سلبية بين سيولة الشركة ونسبة المديونية في هيكل رأس المال.

5 - الأصول الملموسة للشركة Assets Tangible:

سيتم التعبير عن نسبة الأصول الملموسة الثابتة من خلال قسمة الأصول الثابتة على مجموع الأصول، وتأتي أهمية هذا العامل من أن هيكل الأصول يلعب دورا مهما في قرار تمويل الشركة، حيث ان زيادة نسبة الأصول الثابتة الملموسة في الشركة تؤدي إلى زيادة القيمة التصوفية للشركة، الأمر الذي يستخدم لتحسين وضع الشركة التفاوضي للحصول على قروض بتكاليف أقل، حيث ان الأصول الثابتة الملموسة أقدر على الحفاظ على قيمتها عند تسيلها من الأصول غير الملموسة، وبالتالي يمكن استخدامها كضمان للقروض الخارجية، لذلك فإن نظريتي TOT وPOT تقترحان وجود علاقة إيجابية بين نسبة الأصول الملموسة الثابتة ونسبة المديونية في هيكل رأس المال.

6 - النمو المتوقع للشركة Growth Prospects of the Firm:

يمكن التعبير عن نسبة النمو المتوقع للشركة من خلال عدة مؤشرات أهمها: نسبة النمو في عدد الموظفين أو نسبة النمو في مبيعات الشركة أو نسبة النمو في مجموع الأصول أو نسبة المصاريف الرأسمالية إلى مجموع الأصول أو نسبة مصاريف الأبحاث والتطوير إلى مجموع المبيعات أو نسبة القيمة الدفترية إلىالقيمة السوقية لرأسمال الشركة. إن وجود الفرص الاستثمارية المستقبلية ضمن أصول الشركة يؤدي إلى زيادة مخاطرها، حيث ان هذه الفرص الاستثمارية المستقبلية تعد أصولاً غير ملموسة. لذلك فإن نظرية TOT تقترح وجود علاقة سلبية بين الفرص الاستثمارية المستقبلية أو نسبة النمو المستقبلية للشركة ونسبة المديونية في هيكل رأسمالها، وحيث ان الفرص الاستثمارية المستقبلية تزيد من فجوة المعلومات بين المديرين والمستثمرين فإن نظرية POT تقترح أيضاً وجود علاقة سلبية بين نسبة النمو المتوقع للشركة ونسبة المديونية في هيكل رأسمالها.

6 - مخاطر الشركة FirmRisk or Volatility:

يمكن التعبير عن مخاطر الشركة بالانحراف المعياري لعوائد الشركة أو الانحراف المعياري لأرباح الشركة السنوية أو الانحراف المعياري لمبيعات الشركة.

7 - الضرائب Taxes:

يتم التعبير عن التأثير الضريبي في هيكل رأس المال من خلال نسبة الضرائب المدفوعة إلى الأرباح التشغيلية.⁸

8 - الوفر الضريبي من غير القروض Debt-Non TaxShield:

سيتم التعبير عن NDTs بنسبة مجموع الاستهلاكات إلى مجموع الأصول ويمكن التعبير عن الوفر الضريبي من غير الاقتراض من خلال عدة مؤشرات أهمها: نسبة مجموع الاستهلاكات إلى الأرباح التشغيلية ونسبة مجموع الاستهلاكات ومصاريف الأبحاث والتطوير والخسائر المدورة والتبرعات والإعفاءات الضريبية إلى مجموع الأصول ونسبة مجموع الاستهلاكات إلى مجموع الأصول، ويتحقق الوفر الضريبي نتيجة لاعتماد المؤسسة على القروض فزيادة التمويل المقترض في تشكيلة الأموال يترتب عليه انخفاض في تكلفة الأموال المرجحة مما يسبب ارتفاع في القيمة السوقية للمؤسسة، وينشأ هذا التأثير نظرا لاعتبار فائدة القروض تتحمل بها أرباح المؤسسة قبل أن يخضع للضريبة.⁹

⁸. عماد زياد رمضان، صالح خليل العقدة، مرجع سابق، ص 234.

⁹. عماد زياد رمضان، صالح خليل العقدة، مرجع سابق، ص 235.

المطلب الثالث: أسس ونظريات هيكل رأس المال

إن العلاقة بين المتغيرات الأساسية لصياغة هيكل رأس المال: (الرفع المالي وهيكل التمويل وتكلفة الأموال المرجحة) والعوامل التي تحدد هيكل رأس المال (مثل الأصول الملموسة والربحية والحجم وغيرها من العوامل) وحدود ارتباطهم وتأثيرهم في القيمة السوقية للشركة، تمثل محاور ما زالت تثير الكثير من الجدل العلمي، الذي ساعد في بروز تيارات فكرية ونظريات تفسيرية متعددة تعرض شكل التأثير والعلاقة بين تلك المتغيرات.

فموضوع تحديد هيكل رأس المال الأمثل، والعوامل المحددة له والقيمة السوقية للشركة ما زالت تمثل موضوعا جدليا ومعقدا لدى المهتمين بالفكر المالي، فهو محل خلاف دائم ويتسم بعدم الاتفاق. ومن ضمن ما يجب أن نعرضه تلك الضجة العلمية التي أثرت وما زالت منذ أن قدما رائدا المدرسة الحديثة للإدارة المالية (Miller & Modigliani) عام (1958م) النظرية الخاصة بالعلاقة بين تكلفة رأس المال وتمويل الشركة ونظرية الاستثمار، ما زالت تلك النظرية يتجاذبها الجدل الفكري بين المهتمين بالفكر المالي.¹⁰

نظرية انعدام الهيكل المالي الأمثل (Miller et Modigliani)

يشكل النموذج اتجاهها فلسفيا غاية في الأهمية بالنسبة للنظرية المالية الحديثة منذ أن نشرنا مقالتهما عام 1958 ، و قد أسند لهم بحق أنهم مؤسسي المدرسة الحديثة للإدارة المالية، و قد حازا على جهودهم التناظرية الواسعة جائزة نوبل. وتعتبر هذه النظرية من أبرز الإنجازات في دراسات التمويل إذ تنفي أي علاقة بين الهيكل المالي والقيمة السوقية للمؤسسة، وذلك يعني أن القرار التمويلي لا يرتبط بانخفاض القيمة السوقية للمؤسسة، وإنما يحدده القرار الاستثماري فقط، حيث قاما بتحليل نظري لأثار الهياكل المالية، خاصة العلاقة (ديون / أموال خاصة) على قيمة المؤسسة، و التي توصلنا من خلالها أنه بقبول بعض الفرضيات فإن كل أشكال التمويل هي متعادلة تحت ظل وجود سوق مالي تسوده المنافسة التامة، وتميز بين مرحلتين في تصور هذا النموذج :

-**المرحلة الأولى (1958) :** في ظل غياب الضريبة فإن القيمة السوقية للمؤسسة لا تتأثر بصياغة الهيكل المالي أي بتغيرات نسبة الرافعة المالية ولذلك هم أكدوا على عدم وجود هيكل مالي أمثل¹¹.

-**المرحلة الثانية (1963) :** مع الأخذ في الاعتبار أثر الضريبة، بفعل خاصية قابلية التخفيض الضريبي للمصاريف المالية، حيث يكون للديون دائما أثر إيجابيا على قيمة المؤسسة مهما كان مستوى هذه الديون حينها هيكل التمويل الأمثل للمؤسسة هو الهيكل الذي نحصل عليه عند مستوى الاستدانة الأقصى، أي عند الوضعية غير العقلانية لمؤسسة بدون أموال خاصة أو بشكل أدق بدون رأس مال اجتماعي¹².

¹⁰الزبيدي حمزة، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص، 573.

¹¹ Modigliani Et Miller, The Cost Of Capital- Corparation :Finance And The Theory Of Investiment , American Economie Review, NO 3 Juin 1958, P 261 .

¹²Réchardbrealey et autres, Principes de gestion financière, 8^édition, Pearson, France, 2006, p474.

1: حالة عدم وجود الضرائب

ويقوم هذا المقترح على مجموعة من الافتراضات النظرية البحتة أهمها:¹³

- وجود سوق تتمتع بالمنافسة الكاملة، وتحكم تصرفات المتعاملين فيها المنطق الاقتصادي الرشيد.
- يتمتع المتعاملون في هذه السوق بالمعرفة الجيدة و الكاملة لأوضاع السوق بسبب توفر المعلومات لهم جميعا في الوقت نفسه.
- ليس هناك أية ضرائب على الأرباح الناجمة عن التعاملات في السوق.
- ليس هناك تكاليف لعقد الصفقات التي تتم في السوق و تنفيذها.
- يتصور جميع المتعاملين في السوق توقعات متماثلة بخصوص مستقبل أداء الأسهم.

وقد أستخلص هذا المقترح من خلال استخدامه للبراهين الرياضية، إلى استنتاج مفاده أن المؤسسات المتماثلة في كل أنشطتها وتمايز في هياكل تمويلها، تتساوى في القيمة السوقية، و بالتالي لن يؤثر الرفع المالي على القيمة السوقية للمؤسسات، كما ذهب إلى ذلك النظرية التقليدية.

يرتكز تحليل Miller et Modiglian على فكرة أساسية جوهرها أن قيمة المؤسسة تتمثل في قيمة استثماراتها (أصولها الاقتصادية) وأن قيمة هذه الأصول تتوقف على العائد المتوقع من ورائها، كما تتوقف على المخاطر التي قد يتعرض لها هذا العائد، بعبارة أخرى مهما كان الخليط الذي يتكون منه الهيكل المالي فإن قيمة المؤسسة لا ينبغي أن تقل أو تزيد عن قيمة استثماراتها¹⁴. وهذا ما أدى بحما فعلا إلى استخلاص النتيجة التالية:

أنه لا يؤثر الهيكل المالي للمؤسسة في قيمتها، كما أن التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال ثابتة مهما كانت طبيعة الهيكل المالي.¹⁵

- يقصد بعملية المرجحة «إعادة التوازن بين قيمة مؤسستين متماثلتين في كل شيء عدا السياسة التمويلية، فإحدى المؤسستين تعتمد كليا 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 أحدهما مرفوعة والأخرى غير مرفوعة¹⁶»

أن تكلفة الأموال تظل ثابتة لا تتغير ولا تتأثر مكونات هيكل رأس المال وتساوي في نفس الوقت معدل العائد على أموال المالك في المؤسسة تنتمي لنفس شريحة الخطر ولا تعتمد على الافتراض في هيكل رأس مالها.¹⁷

¹³. Denis babusiaux, décision d'investissement et calcul économique dans l'entreprise, édition economicaettechnip, France: 1990, p, 431.

¹⁴. منير ابراهيم هندي ، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، الطبعة 5 ،المكتب العربي الحديث،2003 ،ص 653.

¹⁵. دادن عبد الغاني، و آخرون، مداخلة بعنوان دور تكلفة رأس المال في اتخاذ قرار تمويل المشروعات الصغيرة و المتوسطة و الرفع المالي كإستراتيجية للنمو الداخلي، الدورة التدريبية الدولية حول تمويل المشروعات الصغيرة و المتوسطة و تطويرها في الاقتصاديات المغاربية، الجزائر: 2003 ،ص، 5.

¹⁶. محمد صالح الحناوي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 339.

¹⁷. منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، الاسكندرية، 1998،ص193.

2: حالة وجود الضرائب

أدرك Miller et Modigliani في دراستهما عام 1963 أن إسقاط فرضية عدم وجود ضريبة على دخل المؤسسات من شأنه ألا يحافظ على ما توصلوا إليه قبل ذلك من ثبات تكلفة الأموال ومن ثم القيمة السوقية للمؤسسة المستخدمة للاقتراض، وأن وجود ضريبة على دخل المؤسسات سوف يترتب عليه أن تنخفض تكلفة الأموال، وترتفع القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة عن القيمة السوقية للمؤسسة أخرى مماثلة وتنتمي لنفس شريحة الخطر غير أنها ممولة بالكامل عن طريق المالك، وسوف ترتفع القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة بمقدار الوفورات الضريبية (الوفر الضريبي) الناتجة عن الاقتراض.¹⁸

الوفر الضريبي:

يتحقق الوفر الضريبي نتيجة لاعتماد المؤسسة على القروض فزيادة التمويل المقترض في تشكيلة الأموال يترتب عليه انخفاض في تكلفة الأموال المرجحة مما يسبب ارتفاع في القيمة السوقية للمؤسسة، وينشأ هذا التأثير نظرا لاعتبار فائدة القروض تتحمل بها أرباح المؤسسة قبل أن يخضع للضريبة .

وقد عرف Miller et Modigliani الدور المهم للقروض في تمويل المؤسسة من خلال الوفر الضريبي للمصاريف المالية، وما تمارسه من تأثير إيجابي على القيمة السوقية للمؤسسة بسبب ما يخلقه من تخفيض مباشر في تكلفة الأموال المرجحة WACC والناتج عن كون القروض مصادر التمويل منخفضة التكلفة، وبالتالي حسب Miller et Modigliani الهيكل المالي الأمثل يتحقق بتعظيم الاستدانة.¹⁹

الاقتراحات:

الاقتراح الأول: أعاد Miller et Modigliani ما توصلوا إليه سابقا وأكدوا على أن : "القيمة السوقية للمؤسسة مقترضة تساوي القيمة السوقية للمؤسسة مماثلة وتنتمي إلى نفس الدرجة من الخطر إلا أنها ممولة بالكامل بمصدر الملكية زائد القيمة الحالية للوفر الضريبي"²⁰ .

الاقتراح الثاني: أن تكلفة حقوق الملكية لمؤسسة مقترضة، ينبغي أن تتساوى مع تكلفة حقوق الملكية لمؤسسة غير مقترضة، مضافا إليها مكافآت عن المخاطر المالية تتحدد على أساس: الفرق بين تكلفة حقوق الملكية لمؤسسة غير مقترضة وتكلفة الاقتراض التي يفترض Miller et Modigliani أنها ثابتة لكافة المؤسسات. كما تتحدد على

¹⁸ . Pierre Virnimmen, Corporate Finance : Theory And Practice , Op.Cit, P 669.

¹⁹ . Modigliani F, Et Miller M, Corporate Income And The Cost Of Capital : A Correction , The American Economic Review , 1963, Pp, 433-443.

²⁰ . Pierre Vernimmen, Finance D'entreprise, Op.Cit, P 797.

أساس معدل الضريبة على أرباح المؤسسات، ونسبة الأموال المقترضة إلى حقوق الملكية في هيكل رأس المال المؤسسة.²¹

- بناء على ما توصل إليه Miller et Modigliani « فإن هيكل رأس المال المثالي يتحقق بالاعتماد الكامل على الأموال المقترضة²² » .

من خلال الدراسة يمكن استخلاص ما يلي:

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

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

النظرية التقليدية للهيكال المالي

يطلق مؤيدي هذه النظرية الصفة التقليدية عليها ليس لكونها قديمة من الناحية التاريخية، وإنما بسبب كون الأفكار التي جاءت بها مسلم بها من الناحية التحليلية والاستنتاجية، ووفقاً لوجهة النظر التقليدية فإن قيمة المؤسسة يمكن أن ترتفع وتنخفض تكلفة الأموال عن طريق تشكيلة مميزة من أموال المالك وأموال الاقتراض.

أولاً: الفرضيات

يؤكد مؤيدي هذه النظرية بوجود هيكل مالي أمثل Structure Financial Optimal ينشأ عن نقطة اقتراض (إستدانة) مثلى يتحقق من تشكيلة مميزة من الأموال المقترضة والأموال المملوكة، هذه التشكيلة المميزة من مصادر التمويل المقترضة والمملوكة تجعل من تكلفة الأموال المرجحة في حدها الأدنى لتكون القيمة السوقية للمؤسسة في حدها الأعلى وذلك عند مستويات مقبولة ومميزة من الرفع المالي²³.

²¹.منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 237.

²².Jacques Teulié, Et Autres, Op.Cit, P 361.

²³.Pierre Vernimmen , Finance D'entreprise, 8e Edition, Par Pascal Quiry Et Yann Le Fur, Editions Dalloz , Paris, 2010, P 785.

-أضف إلى ذلك أن هذه النظرية تفترض أن تكلفة التمويل الممتلك سوف تزداد مع كل زيادة في نسبة الرفع المالي، وذلك بسبب زيادة درجات الخطر التي يتعرض لها المالك في المؤسسة، وهم يفترضون أن معدل العائد المطلوب من قبل المالك الذي يمثل تكلفة التمويل الممتلك يبدأ بالارتفاع منذ اللحظة الأولى التي يبدأ فيها الاعتماد على التمويل المقترض في تشكيلة الهيكل المالي بسبب زيادة المخاطر التي يتعرض لها عائداً لمالك²⁴.

كما يفترض مؤيدي هذه النظرية أن تكلفة التمويل المقترض تظل ثابتة لمستويات عالية من الرفع المالي، إلا أن هذه التكلفة سوف تبدأ بالارتفاع التدريجي إذ ما تجاوزت المؤسسة الحدود المقبولة من الرفع المالي المتعارف عليها. ونظراً لارتفاع تكلفة التمويل الممتلك مع تناقص قيمته في تشكيلة الهيكل المالي، و تزايد مقدار القروض بسبب انخفاض تكلفته فإن تكلفة الأموال المرجحة (WACC) سوف تبدأ بالانخفاض منذ اللحظة الأولى الذي يتم فيها تغير الرفع في تشكيلة التمويل لصالح التمويل المقترض حتى تصل إلى أدنى حد لها عند مستوى معين من الرفع المالي وهذا ما يسمى بنقطة الاقتراض المثلى لتكون القيمة السوقية للمؤسسة عند حدها الأعلى.

ثانياً: الطريقة تغير تكلفة الأموال بسبب الهيكل رأس المال

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

المرحلة الأولى: تتصف هذه المرحلة بثبات تكلفة أموال المالك أو زيادتها ببطء مع زيادة نسبة الاقتراض، إلا أن الزيادة في تكلفة الأموال المملوكة في هذه المرحلة تكون أقل من المزايا الناتجة عن زيادة الاقتراض في هيكل رأس المال والمتمثلة في انخفاض تكلفة الاقتراض. كذلك فإنه من خصائص هذه المرحلة أيضاً أن تكلفة الاقتراض تظل ثابتة، ونتيجة لذلك القيمة السوقية للمؤسسة سوف تبدأ بالزيادة الطفيفة كلما زاد الرفع المالي في الهيكل المالي بسبب التغيرات التي تحصل في تكلفة الأموال المرجحة واتجاهها نحو الانخفاض²⁵.

-المرحلة الثانية: تتصف هذه المرحلة بأن المؤسسة قد استخدمت نسبة من الرفع بحيث لا تؤثر على القيمة السوقية للمؤسسة، نظراً لأن المزايا الناتجة عن الاعتماد على القروض والمتمثلة في انخفاض تكلفته سوف يقابلها ارتفاع بنفس

²⁴ محمود حمزة الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص 778.

²⁵ محمد صالح الحناوي وآخرون، الإدارة المالية: مدخل القيمة واتخاذ القرارات، مرجع سبق ذكره، ص 330.

المقدار في تكلفة التمويل الممتلك لتشكّل ما يعرف بنقطة الاقتراض المثلى، علماً أن البعض من الكتاب يرون في هذه المرحلة أنّها تتمثل في مدى معين من نسبة الاقتراض وليس بنقطة محددة²⁶.

- **المرحلة الثالثة:** في هذه المرحلة تتجاوز إدارة المؤسسة في اقتراضها نقطة أو مدى الاقتراض الأمثل، وهو ما يترتب عليه أن تصبح مزايا الاعتماد على القروض كمصدر رخيص التكلفة تضيع تماماً مع الزيادة التي يطلبها المالك على معدل العائد المطلوب من قبلهم بسبب زيادة خطر الاعتماد على القروض، بمعنى آخر إن الزيادة في معدل العائد المطلوب تكون أعلى من المزايا الناجمة عن الاعتماد على القروض، الأمر الذي يسبب ارتفاع في تكلفة الأموال المرجحة وبسببها تنخفض القيمة السوقية للمؤسسة.²⁷

المنظور الحديث لهيكل رأس المال

نظرية (POT) Pecking-Order Theory:

التي تعتمد على **نظرية المعلومات المتباينة** أو غير المتجانسة **Information Asymmetric** لتفسير هيكل رأس المال، التي تؤثر في قرار المديرين المتعلق بالمفاضلة بين مصادر التمويل. وبحسب هذه النظرية فإن الشركات تفضل تمويل احتياجاتها من المصادر الأقل حساسية لتباين المعلومات، لأن تكاليف التمويل تزداد مع زيادة التباين في المعلومات. وتعتبر دراسة **Myers and Majluf 1984** أساساً لنظرية **POT**، حيث خلصت هاتان الدراستان إلى أن تباين المعلومات بين الشركة (المديرين) ومصادر التمويل (المستثمرين) يؤدي إلى اختلاف في تكاليف التمويل، مما يؤثر في قرار المديرين في التفضيل بين المصادر المختلفة المتاحة للتمويل. وبحسب النظرية فإن الشركات عادة تعتمد على مصادر تمويل داخلية مثل الأرباح المحتجزة لتمويل أنشطتها حيث لا وجود لتباين في المعلومات، ثم تلجأ الشركات إلى الاقتراض الخارجي إذا احتاجت إلى أموال إضافية، وأخيراً فإن الشركة قد تلجأ كخيار أخير إلى التمويل بأموال ملكية كإصدار أسهم جديدة لتغطية النقص في احتياجاتها، وهذا الترتيب في اختيار مصادر التمويل يرجع أساساً إلى الاختلاف في تكلفة هذه المصادر الناتج عن اختلاف المعلومات بين الشركة ومصادر التمويل، الأمر الذي ينتج عنه عدم القدرة على التسعير الصحيح لأسهم الشركة نتيجة عدم معرفة قيمة الاستثمار الحقيقية بسبب التباين في المعلومات بين المديرين والمستثمرين، مما يدفع الشركة إلى استخدام مصادر تمويل أقل حساسية لهذه الفجوة، وإبقاء خيار التمويل باستخدام أموال الملكية ذات الحساسية العالية لتباين المعلومات كخيار أخير.

²⁶ محمود حمزة الزبيري، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص 781.

²⁷ محمد صالح الحناوي وآخرون، الإدارة المالية: مدخل القيمة واتخاذ القرارات، مرجع سبق ذكره، ص 337.

نظرية TOT Trade-Off Theory:

التي تعتمد على نظرية الدرع الضريبي ShieldTax ونظرية تكاليف الإفلاس Costs Bankruptcy ونظرية تكاليف الوكالة Costs Agency في تفسير الاختلاف في قرار تمويل أنشطة الشركة، وتهدف إلى الموازنة بين فوائد التمويل وتكاليفه باستخدام أموال الاقتراض. وبحسب النظرية فإن الشركة تتجه نحو هيكل رأس المال الأمثل في كل مرة يتم فيها اتخاذ قرار يتعلق بتمويل الشركة، وخلافاً لنظرية POT فإن هذه النظرية تقترح وجود هيكل رأسمال أمثل للشركة يتحقق عندما تغطي فوائد التمويل بالاقتراض كامل تكاليف التمويل بالاقتراض، وبحسب هذه النظرية فإن العوامل الثلاثة الأكثر تأثيراً في هيكل رأس المال الأمثل هي: الضرائب، وطبيعة الأصول التي تملكها الشركة، وربحية الشركة.

نظرية Market Timing Theory (MTT):

وتقوم هذه النظرية على الجهود التي تبذلها الإدارة في اختيار المصدر المناسب للتمويل الذي يجب أن ينسجم مع توقيت الحاجة للتمويل. وخلاصة النظرية أن الشركة تقوم بالاعتماد على أموال الملكية لتمويل احتياجاتها من النقد في الأوقات التي تكون فيها أسعار أسهمها مقيمة بقيمتها الحقيقية أو بأعلى من قيمتها الحقيقية، في حين أن الشركة تلجأ إلى الاقتراض لتمويل أنشطتها في الحالات التي تكون فيها أسهم الشركة مقيمة بقيمة أقل من قيمتها الحقيقية. وكما هو الحال في نظرية POT فإن نظرية MTT لا تقترح وجود هيكل أمثل لرأس المال.²⁸

²⁸. عماد زياد رمضان، صالح خليل العفدة، محددات هيكل رأس المال، مرجع سابق، ص 229، 230.

المبحث الثاني تكلفة مصادر التمويل والرفع المالي

تسعى المؤسسة دوماً إلى تخفيض التكاليف، المتعلقة بمجموعة الوظائف، وهذا من أجل السير الامثل للموارد وتحقيق الأهداف المنظمة .

المطلب الأول: تكلفة مصادر التمويل.

تلجأ المؤسسة عادة إلى مصادر مختلفة لتمويل احتياجاتها، وتصنف هذه المصادر وفق معايير مختلفة، كمصدر الأموال ودرجة الاستحقاق وطبيعة الملكية، وليس من السهل على المؤسسة اختيار إحدى الوسائل التمويلية، لأن لكل واحدة تكلفة معينة، إذ لا يوجد مصدر تمويلي مجاني باستثناء الائتمان التجاري في حالة غياب الخصم النقدي. وعليه ينبغي على المؤسسة دراسة المزايا والقيود التي تترتب عن هذا الاختيار بالموازنة بين العائد والمخاطر.²⁹

أولاً: تكلفة مصادر التمويل

إن لكل مصدر من مصادر التمويل التي تعتمد عليها المؤسسة تكلفة معينة خاصة به و سوف نتطرق إلى هذه التكاليف في ما يلي:

1- تكلفة مصادر التمويل المقترضة: تعرف تكلفة الدين بأنها عبارة عن معدل العائد المطلوب من قبل المقرضين للقبول بإقراض المؤسسة، و يقاس هذا العائد بالطريقة نفسها التي يقاس بها معدل المردود الداخلي، أي أن تكلفة الدين تساوي إلى معدل الخصم الذي يحقق المساواة بين حصيللة الأموال التي تم الحصول عليها بالاقتراض و القيمة الحالية للفائدة المدفوعة و لدفعات تسديد المبلغ الأصلي المقترض .

تتحمل المؤسسة التي تتحصل على قروض طويلة الأجل من أجل تمويل نشاطها بعض التكاليف، مع العلم أن هناك حالتين من هذه القروض، سواء كان القرض على شكل سندات مطروحة للاكتتاب العام أو على شكل قرض طويل الأجل متعاقد عليه، فإن عملية الاقتراض سوف يترتب عليها تدفقات نقدية داخل المؤسسة عند بيع السند أو التعاقد على القرض، و تدفقات نقدية داخلية للمؤسسة بشكل الفوائد السنوية بالإضافة إلى المبلغ الأصلي المقترض و الذي ينبغي سداه في تاريخ الاستحقاق.³⁰

²⁹. مليكة زغيب، مداخلة بعنوان تأثير الهيكل المالي على القيمة السوقية للمنشأة، الملتقى الوطني حول إشكالية تقييم المؤسسات الاقتصادية، جامعة سكيكدة، الجزائر: 2005، ص 2.
³⁰. حمزة الشمخي، إبراهيمالجزراوي، مرجع سابق، ص، 373.

2-تكلفة مصادر التمويل المملوكة: يمكن تعريفها بأنها "معدل المرودية المطلوب أو المتوقع من طرف المساهمين في المؤسسة فحملة الأسهم يسعون للحصول على عائد ينبغي أن يساوي أو يفوق معدل العائد الذي يمكن أن يحصلوا عليه من استثمارات أخرى لها نفس درجة المخاطرة وهو ما يطلق عليه تكلفة الفرصة البديلة³¹".

المطلب الثاني: تكلفة رأس المال

مما لا شك فيه أن تكلفة كل نوع من أنواع الأموال يختلف عن الأخرى. هذا الاختلاف يكمن من تباين مصدر التمويل للمؤسسة. فالتكلفة التمويل الخارجي طويل الأجل تختلف عن قصير الأجل كما أنها تختلف عن القروض التجارية وكل ذلك كله يختلف عن تكلفة التمويل الذاتي. و بما أن تكلفة كل نوع تختلف عن تكلفة غيره فمن الخطورة أن نأخذ تكلفة نوع واحد من هذه المصادر ونعتبرها تكلفة رأس المال للمؤسسة.

1- مفهوم تكلفة رأس المال:

تكلفة رأس المال عبارة عن المعدل الذي يسمح بالمحافظة على قيمة الأموال المستخدمة من قبل المستثمر , أو يمكن تعريفها بأنها معدل المرد ودية الواجب تحقيقه من خلال تطبيق السياسة المالية بالطريقة التي تضمن لصاحب رأس المال مرد ودية قابلة للمقارنة مع مرد ودية أخرى يمكن الحصول عليها من السوق المالي أو تبعاً لمعدل مرد ودية تحد مسبقاً "تكلفة رأس المال المرجحة" , إذن فتكلفة رأس المال هي سعر الفائدة الذي يحسب لرأس المال المستخدم في المؤسسة تبعاً لنسب المصادر المالية المختلفة التي تعتمد عليها في الحصول على رأس المال.

وعليه نستخلص أن تكلفة رأس المال هي : الحد الأدنى لمعدل العائد الذي تعتبر المؤسسة على أساسه كل استثمار جديد عملاً مجزياً . وهو المعدل الذي يساوي على الأقل معدل العائد الذي يمكن أن يحصل عليه المساهمون في المؤسسة . هي استثمار شبيه في مؤسسة أخرى.

2-العوامل المؤثرة في اختلاف تكلفة رأس المال:

يمكن التمييز بين نوعين من العوامل المؤثرة على تكلفة الأموال هي : عوامل خاصة بكل عنصر. وعوامل مرتبطة بقرار المؤسسة بشأن هيكل رأس المال أي نمط تمويل المؤسسة.

أ-العوامل الخاصة بكل عنصر: نظراً للخصائص المميزة لكل مصدر وأيضاً الحقوق التي يتمتع بها فان درجة المخاطرة التي يتعرض لها تكون أيضاً مختلفة ومتفاوتة. فالمقرضين يعتبرون أقل تعروفاً للمخاطر من جملة الأسهم فلهم الحق في الحصول على العوائد الدورية بصرف النظر إلى تحقيق المؤسسة للربح أو عدمه. كما أن لهم الأولوية في الحصول على

³¹. دريد كامل ال شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، دار المسيرة، الاردن: 2007 ، ص، 315، 316.

مستحقاقهم في حالة تصفية الشركة أو إفلاسها. أما جملة الأسهم فإنهم أكثر عرضة للمخاطر من المقرضين غير أنه يجب التمييز بين كل من حملة الأسهم الممتازة وحملة الأسهم العادية. فالجملة الأسهم الممتازة أكثر تعرضاً للمخاطر من الدائنين إلا أنهم أقل تعرضاً لهذه المخاطر بالمقارنة مع حملة الأسهم العادية. ويتجلى ذلك سواء في الأولوية في توزيع الأرباح أو أموال التصفية. ومما سبق يتبين أن العائد الذي يتحصل عليه المستثمرين يتوقف على درجة المخاطرة التي تتعرض لها مصادر التمويل المختلفة. ويترتب على ذلك أن لاقتراض قد يكون أقل مصادر التمويل تكلفة بينما تكون الأسهم العادية أكثرها تكلفة. أما الأسهم الممتازة فالتقع في مكان الوسط.

-ب- العوامل المرتبطة بقرار المؤسسة: تختلف تكلفة الأموال وفقاً للقرار الذي يحدد العناصر المكونة لهذا الهيكل وأيضاً نسبة كل عنصر فيه فقد تعتمد المؤسسة في تمويلها على الاقتراض والأسهم العادية فقط في تمويلها لاستثماراتها أو قد تحدد نسبة مستهدفة لكل عنصر داخل هذا الخليط فكل هذا قد يؤثر على تكلفة الأموال.

-3- أهمية تكلفة رأس المال:

إن معرفة رأس المال لمختلف المصادر التمويلية له أهمية كبرى في اتخاذ القرار الاستثماري بالإضافة إلى اختيار المزيح الأمثل لعناصر هيكل رأس المال وله أهمية في اتخاذ القرارات المالية منها المتعلقة بالاستئجار وسياسة رأس المال العامل.³²

³². فايز سليم حداد، الإدارة المالية، مرجع سابق، ص، 245_253.

المطلب الثالث: الرفع وهيكل رأس المال

الرفع مفهوم مأخوذ من علم الفيزياء، حيث أن الرافعة الفيزيائية تعمل على تضخيم القوة المستخدمة في إزاحة كتلة معينة وذلك بزيادة ذراع القوة، إن الرافعة المالية تعمل على تضخيم العائد بازدياد ذراع القوة وهو التكاليف المالية الثابتة (الفوائد الناتجة عن الدين، وتوزيعات الأرباح الثابتة على حملة الأسهم الممتازة). و قبل التعرف على الرفع فيها تكاليف ثابتة في هيكل تكاليف الشركة، و يعني الرفع التشغيلي استخدام تكاليف تشغيلية ثابتة من أجل تعظيم اثر التغير في المبيعات على صافي الربح قبل الفوائد و الضرائب للشركة.

-أولاً: الرفع المالي

يشير مفهوم الرفع المالي إلى درجة اعتماد المؤسسة على الاقتراض كأحد مصادر التمويل، فهي تتعلق بتكاليف التمويل الثابتة، ويعني ارتفاع نسب الرفع المالي ارتفاع قيمة المصروفات الفوائد على القروض .ويمكن تعريف درجة الرفع المالي بأنها التغير النسبي في ربحية السهم نتيجة للتغير في الأرباح التشغيلية أو الأرباح قبل الفوائد والضرائب، وبما أن ربحية السهم الواحد ثابتة نسبياً خلال فترة التقييم فإن العالقة التي تقيسها درجة الرفع المالي عي بين صافي الدخل من جهة والأرباح قبل الفوائد والضرائب من جهة أخرى.

-ثانياً: الرفع الكلي

هي قيام المؤسسة باستخدام كال الرافعتين المالية و التشغيلية في آن واحد بقصد زيادة التأثير على صافي الربح بعد الفوائد و الضرائب، حيث أن الرفع التشغيلي يجعل أي زيادة في حجم المبيعات له تأثير كبير على الأرباح (قبل الفوائد)، أما الرفع المالي فله تأثير كبير على الأرباح (بعد الفوائد) لصالح المساهمين لذلك إذا ما تم إدماج الرافعتين المذكورتين معا فإن أي تغيير بسيط في حجم المبيعات سيكون له تأثير ملحوظ على الأرباح.

-يحدث الرفع المالي كلما قامت المؤسسة بتمويل نشاطها بواسطة قروض. و يهدف تحليل الرفع المالي إلى التأكد مما إذا كانت المؤسسة قادرة على تحقيق أرباح تغطي تكاليف الاقتراض. فتعتبر النتيجة الاقتصادية المبلغ الذي سوف يوزع بين كل من الفوائد و الضرائب والأرباح الصافية.³³

³³مرجع سابق

إن زيادة الرفع المالي في فترة زمنية يعتمد على الهيكل المالي، حيث تساعد عدة عوامل في تحديد هيكل المؤسسة المالي، وفي هذا الإطار لابد من مراعاة وجهات نظر كل من:³⁴

1. المساهمون:

يساعد ارتفاع نسبة المساهمين في الحصول على نتائج أكبر، جراء ارتفاع ربحية الأصول، كما أن انخفاض نسبة الهيكل المالي يؤدي إلى الحصول على عوائد أقل. ويحرص المساهمون على أن تكون مديونية المؤسسة أقل ما يمكن، وتنصب كل اهتماماتها على جانب هيكل الأموال الخاصة. وعليه، يتم قياس نسبة المديونية بالعلاقة التالية:

الأموال الخاصة / الأموال الدائمة

2. المقرضون:

إذا كانت نسبة المديونية أقل من 2/1، فهذا يعني أن طاقة الاقتراض تجاوزت حدها الأقصى، مما يصعب إيجاد مقرضين جدد. وللخروج من هذه الوضعية، يتحتم على المؤسسة الزيادة في أموالها الخاصة، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض نسبة الهيكل المالي.

3. المسيريون:

على غرار اهتمام المساهمين والمقرضين بجوانب معينة داخل المؤسسة، فإن اهتمام المسيرين ينصب أيضا على مدى فعالية المؤسسة، وكذلك السياسة المالية المتبعة، لأن المؤسسة تمثل مصدرا لدخول المسيرين (سواء كانوا مسيرين ومساهمين في نفس الوقت أو مسيرين فقط).

³⁴. دادن عبد الغاني، و آخرون، مرجع سابق، ص، ص، 10، 11. أسامة لزمد الفولي، زينب عوض الله، اقتصاديات النقود والتمويل، دار الجامعة الجديدة، القاهرة 2000،

المبحث الثالث: الدراسات السابقة.

المطلب الأول: عرض الدراسات.

أولاً: دراسة دور البنوك في تمويل قطاع السكن (دراسة حالة CENP(CENP)³⁵.

في هذه الدراسة نرى ان الدور الفعال الذي تلعبه البنوك التجارية في تمويل الاقتصاد لتحقيق التنمية والتطور في جميع المجالات خاصة قطاع السكن الذي يعتبر من أهم الأزمات التي تعاني منها الدولة الجزائرية. بعد تعرفنا على الإجراءات التي تمر بها القروض العقارية و أنواعها لتمويل المشاريع السكنية و السياسة السكنية المتبعة من طرف الدولة الجزائرية التي تعتبر الدور الرئيسي في تفاقم أزمة السكن كما تعرفنا على شروط الموضوعية والمعمول بها لدى الصندوق الوطني للتوفير و الاحتياط , كما يعتمد البنك عدة أسس و معايير دقيقة في اتخاذ القرار لمنح القروض العقارية حيث تعتبر مكتملة لبعضها البعض لنجاح هاته العملية وذلك لضمان استرداد القرض كما أن له دور هام في تمويل قطاع السكن وذلك بحكم تخصصه منذ نشأته على تمويل السكن الاجتماعي والعقاري و أثبتت هذه الدراسة أن مشكلة السكن في الجزائر ارتبطت بالسياسات السكنية الظرفية

نستخلص من هذه الدراسة أن للبنك دور إيجابي و كبير في تمويل قطاع السكن في الجزائر و لكي يضمن البنك استرداد مبالغ القرض الممنوحة يقوم بالدراسة الدقيقة لملفات القروض و خاصة الضمانات و يتخوف البنك من تزايد أزمة السكن لعدم مشاركته في هذا القطاع كما للدولة الدور الفعال من خلال منح اعانات للصندوق وهذا ما يثبت أن الصندوق لا يمكنه مواجهة هذه الأزمة والقيام بعملياته الا بتوفر القروض البنكية و الإعانات من طرف الدولة

ثانياً: دراسة الصكوك الإسلامية كآلية لتمويل عجز الموازنة العامة دراسة حالة: دولتي ماليزيا

والسودان (2000-2017)³⁶

تمحورت هذه الدراسة حول الصكوك الإسلامية و كيفية تمويل عجز الموازنة العامة و التي كانت من أهم الاشكاليات التي تواجه صناع القرار , لاسيما في الدول النامية ذات أحادي التصدير (الاقتصاد الريعي)

وكانت هاته الدول تلجأ الى الأساليب التقليدية لتمويل عجز موازنتها العامة من تمويل داخلي وخارجي لكن بقي العجز يتزايد من أسوء الى أسوء لذا وجب البحث عن بديل فكانت الصكوك الإسلامية الحل الأمثل في ابراز مدى كفاءة هاته الصيغة الشرعية في تمويل العجز الموازي ومدى قدرتها بأن تكون البديل الأمثل للصيغ التمويلية التقليدية

الصكوك الإسلامية كآلية لتمويل عجز الموازنة العامة حالتي ماليزيا و السودان.

وفي الأخير استخلصنا أن الصكوك تعتبر من أهم مصادر التمويل من خلال زيادة نموها وتنوعها والاقبال عليها
لأكبر دليل على نجاحها

كما تبين من هذه الدراسة ان الصكوك الإسلامية لها تأثير إيجابي وفعال جدا فتمويل عجز الميزانية العامة
ولقد أثبتت التجربة العلمية بالنسبة لدولتي ماليزيا والسودان من تحقيق من الأهداف المرجوة منها و المتمثلة في التسيير
الأمثل للسيولة

كما أثبتت هاته الدراسة وجود أنواع عديدة من الصكوك يمكن استخدامها في تمويل المشاريع التنموية.

**ثالثا: دراسة تقييمية للدور التمويلي للشراكة الأورو جزائرية في تأهيل الجهاز المصرفي الجزائري للفترة (1995
- 2017) 37**

بناء على التطورات في الميدان الاقتصادي يعاني الجهاز المصرفي من تخلف كبير في عدة جوانب وفشل العديد من
سياسات الإصلاح التي سعت الى تطويره وتأهيله الأمر الذي يتطلب منه اتخاذ إجراءات فعالة لذلك سعت الجزائر
من خلال عقد الشراكة الأورو جزائرية عن طريق تطبيق برامج تأهيل النظام المصرفي الجزائري إلى تحسين تنافسيته
ولذلك من خلال اكتساب الخبرات والتجارب من الإتحاد الأوروبي لاكتساب مقومات التنافس ، إذ قام الإتحاد
الأوروبي باقتراح برنامج لتأهيل النظام المالي والذي يشمل بدوره النظام المصرفي وهو ما يسمى برنامج دعم وعصرنة
القطاع المالي الجزائري , عالجت إصلاحات القصور لتفادي النقص الموجود في الجانب المالي و النقدي و التخلص
من أعباء الدعم المالي المجرد .

كما استفادت الجزائر من تمويلات على شكل قروض طويلة الأجل من البنوك الاوربية للاستثمار ومساعدات مالية
التمثلة في اعانات وهذه المساعدات لم تكن كافية لذلك كانت هناك برامج تمويل أخرى تعتبر منح تقدم وليست
قروض وذلك لدعم القطاع المصرفي وإصلاحه

رغم استفادات الجزائر من البرامج التمويلية للشراكة الأورو جزائرية الا انها غير كافية لعملية تأهيل المصرف الجزائري
مما يؤدي الى تأخر الدولة في انجاز مشاريع مموله بواسطته و لتحقيق النجاح في التمويل الأمثل فهذا القطاع لجأت
الى ضرورة استعمال برنامج ميدا الذي يهدف الى خلق الاطار المناسب لدعم العلاقات و اهم برامج التمويل
بالإضافة الى بنك الاستثمار الأوربي حيث يعد هذا الأخير أساسي في تحقيق اهداف الشراكة من خلال التوفير
اللازم للمشروعات الاستثمارية .

المطلب الثاني: مقارنة الدراسة الحالية بالدراسات السابقة.

أجمعت كل الدراسات على أهمية التمويل بأنواعه بدوره الفعال في تحقيق الأهداف المنظمة و القضاء على مشكلها سواء كانت داخلية او خارجية و هو السبيل المثالي لمواجهة جميع التطورات في السوق المالية .
أولاً: أوجه التشابه.

معظم الدراسات التي اختيرت هذه الدراسات السابقة كنموذج لها عالجت الإشكالية القائمة المتعلقة بأثر هيكل رأس المال على اشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية ، وتناولت هذه الدراسات اشكالية التمويل في المؤسسات الاقتصادية من جهة و كيفية تمويل المتعامل بها بهدف تحقيق الأهداف المسطرة ، اعتمدت جميع الدراسات على التمويل الخارجي لصعوبة تغطية جميع تكاليفها. ودرست الظاهرة من خلال المتغيرات المستقلة أي المحددات الداخلية والخارجية التي تحكم تلك العلاقة ، والتي فرضت على المؤسسات اللجوء الى التمويل بنوعيه ، لأجل تحقيق أهداف المؤسسات والتوازن في حفظ مصالح كل أصحاب المصلحة من حملة الأسهم والإدارة والمستخدمين وكل الأطراف الأخرى . وعليه أقامت تلك الدراسات بحثها على الاستبيان الذي شمل تلك الأطراف الفاعلة ، على اختلاف الحدود المكانية والزمانية لها . كما اعتمدت نفس الأساليب الإحصائية في القياس على اختلاف البيانات والمعطيات ، ومع ذلك تطابقت نتائجها المستخلصة واتفقت على أن مصدر التمويل له أهمية كبيرة في عمليات اتخاذ القرار سواء كانت توسع او استحواذ او استثمار .

ثانياً: أوجه الاختلاف.

بعد أن أثبتت الدراسات السابقة أن السيولة المالية و الهيكل المالي له أثر على قرار تمويل المؤسسات الاقتصادية ، كما أنه يساهم بشكل كبير في إيجاد الحلول المناسبة لعمليات التمويل ، لتأكيد ذلك سعت لدراسة المتغيرات المؤثرة مباشرة على مشكلة التمويل المؤسسات الاقتصادية ، واعتماداً على تقارير المالية للإدارات والمساهمين و بناء على النظام الداخلي والاتفاقات التي تحكم الأطراف أصحاب المصالح . من خلال مؤشرات عملية التقييم لأسهم الشركة و الاوراق النقدية وحصص المساهمين في سوق الاوراق النقدية ، كلما كانت المؤسسة ذات قيمة سوقية كبيرة و هيكل رأس مالي متنوع يمكنها المضي قدماً في استراتيجياتها التمويلية بعيداً عن المخاطرة و اللجوء الى اقتراض او الاستدانة الخارجية . كما اعتمدت الدراسات على العديد من المصادر المختلفة كالصكوك الاسلامية ، البنوك ، الشراكة الأورو جزائرية باختلاف مصادر تمويل هذه الأخيرة مما نجم عنها اختلاف نسبة المخاطرة في اتخاذ القرار وحل مشكل التمويل داخل المؤسسات ولذلك الدراسة انتهجت أسلوب مختلف من خلال اختيار العينة المناسبة والسوق المالي المناسب والمتغيرات المستقلة المناسبة التي تخدم غرض الدراسة. أما إحصائياً فقد اعتمدت معادلة الانحدار المتعدد تلك وأخضعت للتجربة تحت برنامج Eviews ليتم التأكد من تقديرها ، واستقراريتها ،

وارتباطها...الخ كما سيأتي في الدراسة الميدانية . بالتالي لم تكتف باستبيان الآراء لكن مؤشرات الأداء نفسها تحت الاختبار من أجل تعزيز وحسم النتائج .

خلاصة الفصل

في هذا الفصل تطرقنا إلى أهم النقاط المتعلقة بماهية هيكل رأس المال بداية بمفهومه ووضحنا الفرق بينه وبين الهيكل المالي، كما تطرقنا إلى أهم محددات هيكل رأس المال و هذا ميمكن للمؤسسات توفير الأموال التي تحتاجها في نشاطها عن طريق مصادر متعددة، وتم استعراضهم النظريات المتعلقة به، التي تناولت في المجمل طرق اختيار التمويل الأنسب للمؤسسة، فينبغي على المؤسسة المفاضلة بين المصادر المتاحة واختيار الأنسب منها بما يحقق التوازن بين العائد والمخاطر ويكون بأدنى تكلفة، ولن يأتي ذلك إلا بالمعرفة المسبقة لمجموع مصادر التمويل الممكنة وخصائص كل منها، و تجدر الإشارة إلى انه لا بد من القيام بتقدير تكلفة الأموال من كل مصدر تمهيدا للوصول إلى تكلفة إجمالية لجميع الأموال التي يتكون منها هيكل رأس المال، التي يجب أن تكون في حدها الأدنى بهدف تعظيم قيمة المؤسسة و ارباحها وهيكل المالي الحض الأوفر في تحسين الوضعية المالية حيث انه كلاما تعددت عناصر الهيكل المالي انخفضت نسبة المخاطرة وأصبحت فرصة لزيادة في الحصة السوقية .

الفصل الثاني الدراسة التطبيقية

تمهيد

في هذا الفصل سنقوم بالدراسة حالة مؤسسة صيدال تحت مسمائها الجديد مجمع صيدال بعد ما تعريفها ومراحل تطورها وفي ما تشمل وظائفها التي تسعى الى تحسينها من حين الى حين وتحقيق الارباح التي تضمن لها البقاء و الاستمرار وهذا كل الراجع الي مدي فاعلية الاستراتيجية المتبعة من طرف مجلس الادارة.

ومدى قدرتها المالية علي مواجهة الازمات وتطورات و مخاطرها من حيث تمويل مشاريعها و هذا قائم اساسا على الهيكل المالي لمنظمة الذي يضم كذلك هيكل رأس المال (الاسهم 'السندات' القروض طويلة الاجل الخ).

هذه الاخيرة تتأثر بمحيطها بنسب متفاوتة لذلك علي المنظمة توخي الحذر والاستغلال الأمثل لمواردها المالية لذلك قمنا بالدراسة الاحصائية علي مؤسسة صيدال .

المبحث الأول: المؤسسة الصيدال

يعتبر مجمع صيدال من أكبر المؤسسات لإنتاج المواد الصيدلانية في قارة إفريقيا بأكملها بفضل الإستراتيجية المستعملة و التطور الذي شهده منذ نشأته إلى يومنا.

المطلب الأول : نشأة صيدال و مراحل تطورها

أنشئت الصيدلية المركزية بحكم قرار 10 أبريل 1963، وكانت منشغلة بطريقة متزايدة بالوظائف المتعلقة بمجال الأدوية.

وفي سنة 1969 تأسست الصيدلية المركزية الجزائرية بأمر رئاسي، يسند لها مهمة ضمان احتكار الدولة للاستيراد و التصنيع و التسويق للمنتجات الصيدلانية الخاصة بالطب البشري وقد مر قطاع الصيدلاني في الجزائر بثلاث مراحل أساسية :

- تأسيس و تطوير المؤسسة الصيدلانية المركزية الجزائرية (PCA).
- تأطير القطاع الناتج من إعادة هيكلة هذه المؤسسة.
- نهاية الاحتكار العمومي للمنتجات الصيدلانية.

عند نشأتها كانت مكلفة بالتمويل والتوزيع للأدوية والمنتجات الكيميائية و ضروريات المستشفيات مع احتكار الاستيراد للمواد الصيدلانية و الأدوات الصحية و الوسائل العلمية والأدوات الأخرى الضرورية للطب الإنساني و الحيواني (البيطرة).³⁸

و في إطار مهمتها الإنتاجية، أسست سنة 1971 ثم 1975 وحدة الإنتاج بالحراش و استرجعت على مرحلتين بيوتيك و فارمال :

³⁸ منشورات صيدال 2012
الموقع الرسمي: www.saidel.dz

ارتبطت نشاطاتها أساسا بوظائف التوسط بين المؤسسات الصيدلانية والسوق الوطني وبعد إعادة هيكلة الصيدلية الجزائرية (*PCA*) بموجب مرسوم 161/82 انبثقت منها مؤسسة صيدال وفي أبريل 1987 أسندت لها مهمة إنتاج المضادات الحيوية مقرها الاجتماعي (بالمدية) تابع له كل من الوحدات (فرمال، بيوتيك ومركب المدية)، وتطبيقاً لسياسة استقلالية المؤسسات، تحولت مؤسسة صيدال إلى مؤسسة اقتصادية عمومية ذات تسيير ذاتي في فيفري 1989 وأصبحت بذلك مؤسسة وطنية ذات أسهم.

وفي بداية عام 1997 خضعت المؤسسة إلى مخطط إعادة الهيكلة الصناعية والذي تم بموجبه تقييم المؤسسة بتشخيصها داخليا وخارجيا، إذ تحولت في 02 فيفري 1998 إلى مجمع صناعي صيدال.

وفي مارس 1999 عرضت أسهم مجمع صيدال للبيع في بورصة الجزائر حيث قدرت قيمة السهم الواحد بـ 800 دج و كانت أول تسعيرة لأسهم المجمع.

مجمع صيدال اليوم يتكون من عدة مديريات مركزية و ثلاث فروع (فرع فرمال، فرع بيوتيك، و مركب أنتيبوتيكال بالمدية) إضافة إلى مركز البحث و التطوير و ثلاث وحدات توزيع و كذا مديرية التسويق و الإعلام الطبي.

1- فرع فرمال: يتكون فرع فرمال من ثلاثة مصانع إنتاجية و مخبر لمراقبة الجودة و النوعية لمنتجات مصانع الفرع و كذا بعض المؤسسات العمومية و الخاصة و قد ألحقت هذه الوحدات فرع فرمال في جويلية 1999 بعدما كانت تابعة للمؤسسة الوطنية للتموين بالمواد الصيدلانية سابقا و هي كالآتي:

❖ **مصنع الدار البيضاء:** ينتج هذا المصنع أصنافا صيدلانية متنوعة (أقراص، أشربة محاليل للشرب، كبسولات، مراهم، أملاح وغيرها) و تفوق قدرته الإنتاجية 40 مليون وحدة بيع لكل الأشكال.

مصنع الدار البيضاء مزود بمخبر لمراقبة الجودة، مكلف بالتحاليل الفيزيوكيميائية و الميكروبيولوجية.

❖ **مصنع قسنطينة:** يختص في إنتاج الأشكال السائلة من الأشربة ومحاليل بقدرة إنتاجية تصل إلى 5 مليون وحدة بيع.³⁹

³⁹ الموقع الرسمي للصيدال

❖ **مصنع عنابة:** يتخصص في إنتاج الأشكال الجافة من أقراص و كبسولات بقدرة إنتاجية تتجاوز الـ 7 مليون وحدة بيع.

❖ **مصنع الأنسولين:** مقره بقسنطينة يتخصص بصنع الأنسولين للاستعمال البشري ينتج ثلاث أصناف من الأنسولين ، الأنسولين السريع، الأنسولين مركب مزيج 25، الأنسولين أساسي/ قاعدي على شكل قارورات حقن.

2- فرع أنتيبوتيكال: يقع فرع أنتيبوتيكال بالمدينة على بعد 80 كم جنوب الجزائر العاصمة يختص في إنتاج المضادات الحيوية البنسلينية وغير البنسلينية .

3- فرع بيوتيك: يعتبر فرع بيوتيك واحد من الفروع الثلاثة الناتجة عن إعادة هيكلة صيدال وتحويلها إلى صناعي في فيفري 1998 يحتوي فرع بيوتيك على ثلاثة مصانع إنتاج وهي كالتالي:

❖ **مصنع الحراش:** يتوفر مصنع الحراش الذي دشن في مارس 1971 على أربع ورشات إنتاج و هي :
ورشة الأقراص و الملابس.

تبلغ طاقة إنتاج هذه الورشات 20 مليون وحدة بيع، كما يتوفر أيضا على مخبر مراقبة الجودة مكلف بالتحاليل الفيزيوكيميائية و التسيير التقني و الوثائقي.

❖ **مصنع جسر قسنطينة:** تفوق طاقة إنتاج هذا المصنع الـ 20 مليون وحدة بيع و هو الوحيد على المستوى الوطني المختص في إنتاج المحاليل المكثفة قارورات و أكياس بتكنولوجيا جد حديثة يتوفر المصنع على خمس ورشات إنتاج في صناعة الأنواع الجالونيسية وهي:

✓ ورشة التحميلات

✓ ورشة الأقراص و الملابس.

✓ ورشة الأمبولات.

✓ ورشة المحاليل المكثفة على شكل أكياس.

✓ ورشة المحاليل المكثفة على شكل قارورات.

كما يتوفر على مخبر لمراقبة الجودة مكلف بالتحاليل الفيزيوكيميائية و الميكروبيولوجية و خصائص السموم إلى جانب التسيير التقني و الوثائقي.⁴⁰

❖ **مصنع شرشال:** يقع مصنع شرشال الذي يتربع على مساحة 3120 متر مربع بالمنطقة الصناعية واد

بلاص بشرشال يتكون هذا المصنع من ثلاثة ورشات إنتاج وهي:

✓ ورشة الأشرية.

✓ ورشة الأقراص و الكبسولات و الأكياس.

✓ ورشة المحاليل المكثفة.

✓ يحتوي المصنع على مخبر لمراقبة الجودة مكلف بالتحاليل الفيزيوكيميائية و الميكروبيولوجية و خصائص السموم.

❖ **مصنع باتنة:** يتخصص هذا المصنع في إنتاج التحاميل.

4- مركز البحث و التطوير: أنشئ مركز البحوث و التطوير في جويلية 1999، يتوفر على أحدث المعدات و كفاءة بشرية مؤهلة، يباشر مركز البحث و التطوير على كل ما هو بحث علمي و تطوير للأدوية و التقنيات الصيدلانية و من ضمن مهامه المساهمة في إعداد سياسة لتطوير الأدوية من أجل ابتكار صيدلاني متواصل آخذا على عاتقه تصميم و تطوير صناعة الأدوية الجنيصة.⁴¹

ونشير أن مركز البحث و التطوير هو القلب النابض لمجمع صيدال حيث يوظف أكثر من 160 عاملا من بينهم 80% إيطارات.

5- الوحدات التجارية: أنشئت أول وحدة بيع 1996 بالجزائر العاصمة، تهدف إلى تسويق و توزيع كل منتجات مجمع صيدال من نقطة بيع واحد، و النتائج الجيدة التي أسفرت عنها هذه الوحدة شجعت المجمع لفتح نقاط بيع أخرى في شرق الوطن بولاية باتنة في سنة 1999 والأخرى في غرب الوطن بولاية وهران وكان هذا سنة 2000.

⁴⁰موقع الرسمي للصيدال

⁴¹منشورات داخلية لمجمع صيدال 2012، .

الوحدات التجارية مزودة بوسائل تقنية هامة و يد عاملة متخصصة ، نشيطة و شابة اليوم وصلت
الوحدات التجارية إلى أوج نشاطها و النتائج التي تحصلت عليها من الخبرة التي اكتسبتها في مجال التسويق و التوزيع
ساهمت في تطوير مجمع صيدال حيث أن رقم أعمال هذه الوحدات تضاعف في الخمس سنوات الأخيرة.

6- مديرية التسويق والإعلام الطبي: مديرية التسويق و الإعلام الطبي تابعة مباشرة لمجمع صيدال، من أهم مهامها
ضمان التنسيق بين مختلف مهام المؤسسة، و المساهمة في ترقية منتوج المجمع و تحسين صورة المجمع الخارجية.
مديرية التسويق و الإعلام الطبي مزودة بطاقم ذو كفاءة عالية في مجال الإعلام الطبي و التسويق و شبكة من المندوبين
الطبيين وموزعين على كامل التراب الوطني.⁴²

⁴² نفس المرجع السابق

المطلب الثاني: الهيكل التنظيمي



الشكل (1-2) يبين الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال⁴³

⁴³ www.sidalgroup.dz/ الموقع الرسمي للصيدال

المطلب الثالث: برنامج التطوير الصناعي

يسعى المجمع صيدال إلى إدماج التكنولوجيا الحديثة في تصنيع الأدوية و ذلك لتحسين علامته التجارية و منهجيته في التسيير و لضمان نجاحه تبنى مجمع صيدال نظام الجودة و النوعية في الإنتاج و التسيير بتطبيق معايير إيزو 2000/9001.

واستمرار تطور سوق الأدوية بالجزائر أصبح هذا القطاع يستقطب اهتمام الأجانب لإقامة عقود شراكة إلى جانب التسهيلات و الالتزامات التي يمنحها قانون الاستثمار بالجزائر، فمجمع صيدال يمثل قطبا صناعيا هاما قادرا على الاستجابة السريعة لمتطلبات شركائها و ذلك اعتمادا على:

1. قدرتها الصناعية.
2. اليد العاملة المؤهلة.
3. سياسة التسعير المتبعة.
4. الإدارة الواضحة في تسيير الشراكة.⁴⁴

طبقا لبرنامج التطوير الصناعي توصل مجمع إلى إبرام عقود شراكة مع أكبر المخابر العالمية منها:

- ✓ دار الدواء الأردنية.
- ✓ فايزر الأمريكية.
- ✓ صانوفي – أفانتيس الفرنسية الألمانية.
- ✓ رون بولانك الفرنسية.
- ✓ التجمع الصيدلاني الأوروبي

نفس المرجع السابق⁴⁴

الأهداف الإستراتيجية لمجمع صيدال :

1. الإرضاء الكلي والدائم للزبون وهذا بوضع سياسة تسيير للتنوعية و الجودة تدريجيا.
2. تنويع قائمة المنتوجات حيث وضعت سياسة بحث و تطوير جديدة للأدوية الجنسية على أشكال جالونسية لأجيال جديدة بتكنولوجيا متطورة.
3. تطوير الشراكة من خلال مشاريع مع محابر ذات سمعة عالمية سواء كانت شركات عن طريق عقود شراكة أو عن طريق اتفاقيات التصنيع.
4. الحفاظ والرفع من حصص السوق الوطنية لضمان استمرارية المجمع الذي يضمن الدخول إلى الأسواق الخارجية و البحث الدائم عن النمو الاقتصادي و المالي.

من اهم النتائج المجمع صيدال الاقتصادية:

- ✓ بلغ رقم أعمال مجمع صيدال سنة 2004 بـ 6.5 مليار دينار جزائري، و الرفع من نسبة المبيعات إلى + 8% وزيادة في الإنتاج بنسبة + 18% مع أكثر من 120 مليون وحدة بيع أي ما يقارب 42% من السوق الوطنية.
- ✓ وضع 10 أنواع أدوية جديدة في السوق الوطنية سنويا، تسمح للمجمع بتوسيع حصته في السوق الوطنية.
- ✓ مواصلة عمليات التصنيع و إبرام عقود تصدير إضافية مع شركة أليشيم الإيطالية.
- ✓ حصول مجمع صيدال على شهادة الجودة العالمية (إيزو 9001/2000) في فيفري 2005.
- ✓ إنشاء مصنع للأنسولين بمواصفات عالمية.⁴⁵

⁴⁵ www.saidalgroup.dz,

المبحث الثاني: الإجراءات المنهجية للدراسة الميدانية

سنقوم في هذا المبحث بالتعرف على مختلف الإجراءات المنهجية المتبعة لدراسة الحالة، من خلال التعرف على كيفية إنجاز واختيار مجتمع الدراسة والعينة، وتبيان طريقة جمع المعطيات، مع تحديد متغيرات الدراسة وطريقة قياس أثرها باستخدام مجموعة من الاختبارات.

المطلب الأول: الطريقة و الأدوات المستخدمة

الفرع الأول: الطريقة

من الأشياء التي تساعد في قوة البحث والدراسة هو اقتراب خصائص العينة من خصائص المجتمع الأصلي، مما يجعلها ممثلة له، لذا ينصح كثير من الباحثين على التوسع في عينة الدراسة واختيارها بطريقة عشوائية ودقيقة. حيث أن الظاهرة محل الدراسة تتركز على وجود أنواع معينة من المتغيرات، ومنها المتغير المستقل والذي يؤثر على بقية العناصر أو الظاهرة محل الدراسة، وإلى جانب المتغير المستقل هناك المتغيرات التابعة والتي تتأثر بالمتغير المستقل إيجاباً أو سلباً⁴⁶، فالمتغير التابع هو نتاج للتفاعل بين المستقل والظاهرة موضوع الدراسة.

الفرع الثاني: الأدوات المستخدمة

تعتبر عملية جمع البيانات من أهم الخطوات التي يقوم الباحث لدراسة ظاهرة معينة وتعد أولى المراحل الابتدائية من خطوات إعداد البحوث، حيث يقوم الباحث فيها بجمع البيانات المتعلقة ببحثه.

ثم يقوم بدراسة النموذج معتمداً على الاختبارات التالية:

- دراسة إستقرارية المتغيرات بيانياً ؛
- اختبار جذور الوحدة ومن أساليبه: إختبار ديكي وفولر المطور ADF وإختبار ليفيلبسبيرون PP؛
- اختبار التكامل المشترك لجوهانس بين المتغيرات.

نزيهان رقوب، مرجع سبق ذكره، ص 130. ⁴⁶

المطلب الثاني: عرض ومناقشة النتائج.

بعد دراسة مدى تأثير مؤشرات المستقلة في مؤشر التابع اعتمادنا على الاختبارات الإحصائية التالية:

- دراسة الاستقرارية المتغيرات الدراسة بيانها ما اذا كانت محصورة داخل مجال الثقة في دالة الارتباط الذاتية والجزئية؛
- اختبار الاستقرارية لجذور الوحدة لديكي وفولر المطور ADF و بيرو PP عند المستوى؛
- اختبار التكامل المشترك بين المتغيرات لجوهانس عن طريق اجراء اختبارين هما اختبار الاثر و اختبار القيمة الذاتية العظمى.

يعتبر اختبار جذر الوحدة خطوة أساسية لمعرفة استقرار السلاسل الزمنية موضع الدراسة وتحديد درجة كفاءة هذه السلاسل لما لها من أهمية قصوى للوصول إلى نتائج سليمة، ومن بين الأساليب المستعملة هو اختبار لديكي وفولر المطور ADF و بيرو PP⁴⁷.

- يعتمد اختبار ديكي وفولر المطور ADF على إحصائية t لمعامل معادلة الإنحدار الذاتي، فبعد تقدير معاملات النموذج، تحسب t بطريقة المربعات الصغرى.
- تقدير اختبار Perron -Phillips يعتمد على نفس معادلة ADF، ويختلف عنه في طريقة معالجة وجود الارتباط التسلسلي من الدرجة الأعلى، حيث يقوم بعملية تصحيح غير معلمية.

النتائج

- معامل الارتباط قوي F يقترب من 1 إحصائية النموذج احسن وافضل.
- اختبار الحدود في اطار ARDL يوجد تكامل مشترك لأن القيمة الإحصائية المحسوبة أكبر من القيمة المجدولة 1I.

Prob- أقل من 5% لها دلالة إحصائية

⁴⁷ عبد الغني دادن، راضية كروش، مرجع سبق ذكره، ص 52.

المطلب الثالث : جمع البيانات.

في هذا المطلب سنتطرق الى البيانات و كيفية جمعها و ما مصادر البيانات و انواع البيانات⁴⁸

البيانات (DATA) :

عبارة عن مجموعة من القيم او المشاهدات او الملاحظات او قياسات التي يتم جمعها افراد المجتمع او العينة الخاصة

أولاً: أنواع البيانات (المتغيرات)

يمكن تقسيمها الى نوعين وصفية أو كمية

- وصفية : وهي بيانات التي لا تحتوي على أرقام ويمكن تصنيفها الى صنفين بيانات يمكن ترتيبها و بيانات لا يمكن ترتيبها .
- كمية : وهي بيانات تحتوي على أرقام و يمكن تصنيفها الى صنفين كمي منقطع وبيانات كمي متصل .

ثانياً: طرق جمع البيانات

يمكن جمع البيانات بطريقتين مختلفتين :

- طريقة حصر الشامل : تعتمد هذه الطريقة على استعمال المجتمع بأكمله دون استثناء في عملية الدراسة ومن ميزاتهما الدقة في تحصيل البيانات و ندرة الأخطاء الا انه يعيبها استغراق وقت طويل من الزمن وبذل مجهود إضافي و زيادة في التكلفة لتحصيل البيانات .
- طريقة العينة : تعتمد هذه الطريقة على دراسة جزء من المجتمع أو فئة محددة أثناء الدراسة كما أنها تتميز بقلّة التكاليف و عدم استغراق وقت طويل من الزمن و عدم بذل جهد كبير في جمع هذه البيانات و من عيوبها تعدد الأخطاء و عدم الدقة في جمع البيانات .⁴⁹

⁴⁸د. عامر قنديلجي. البحث العلمي واستخدام مصادر المعلومات , دار البازوري العلمية .عمان /2002
⁴⁹د. عبد المجيد الباداوي .اساليب البحث العلمي والتحليل . دارالشروق للنشر والتوزيع.عمان الاردن /2004

ثالثا : مصادر جمع البيانات

تعددت مصادر جمع البيانات الا أنها بقيت منحصرة بين مصادر مباشرة و مصادر غير مباشرة

- مصادر مباشرة : و يمكن تسميتها مصادر أولية أو ميدانية حيث يقوم الباحث بتحصيل البيانات بنفسه من الميدان دون واسطة اعتمادا على المقابلة و المراسلات و التجربة العلمية مثلا المشاهدة
.....الخ.....

- مصادر غير مباشرة : ويمكن القول عنها مصادر ثانوية أو تاريخية يعتمد فيها الباحث على بيانات مسجلة سابقا أو سجلات أو أخبار أو صحف ومجلات أو الأنترنت أو البحوث العلمية أو الاستنتاجات من الابحاث العلمية .⁵⁰

ويمكن أيضا جمع البيانات عن طريق الاستمارة الاحصائية (وهي وثيقة تتكون من صفحة أو أكثر تحتوي على عدد من الأسئلة التي تخص البيانات المطلوب الحصول عليها لدراسة المشكلة) و يراعى عند تصميم الاستمارة الاحصائية مايلي:

- العنوان : مثلا اسم الهيئة.
- الهدف من الدراسة .
- عدم المغالاة في عدد الأسئلة .
- الأسئلة واضحة مختصرة و بسيطة
- الابتعاد عن الأسئلة المخرجة .
- يفضل الأسئلة التي تكون الاجابة عليها بنعم أو لا .⁵¹

⁵⁰ أد عامر قنديلجي.مرجع سبق ذكره
⁵¹عبد المجيد البادوي .مرجع سبق نظره

المبحث الثالث: دراسة حالة نموذج مجمع صيدال.

في هذا الجزء سنحول تطبيق الإجراءات المنهجية المتبعة لدراسة الحالة نموذج مجمع صيدال، من خلال التعرف على كيفية إنجاز واختيار مجتمع الدراسة والعينة، وتبيان طريقة جمع المعطيات، مع تحديد متغيرات الدراسة وطريقة قياس أثرها باستخدام مجموعة من الاختبارات.

المطلب الأول: إختبار مجتمع الدراسة او العينة.

بعد مقاومتنا بالعديد من البحت وجمع المعطيات عن العينة التي في المجال دراستها حددنا المتغيرات بناء على متطلبات الموضوع حيث أن الظاهرة محل الدراسة تركز على وجود أنواع معينة من المتغيرات، ومنها المتغير المستقل والذي يؤثر على بقية العناصر أو الظاهرة محل الدراسة، وإلى جانب المتغير المستقل هناك المتغيرات التابعة والتي تتأثر بالمتغير المستقل ايجابا أو سلبا كما مبين في الجدول التالي

جدول(2-2) المؤشرات الإقتصادية للدراسة

السنوات	و ع م(صافي) الأصول الأجنبية	التضخم، الأسعار	رقم الأعمال	رقم الأعمال log
1999	138,95	2,645511134	4666786913	9,669017971
2000	757,752	0,339163189	4201749206	9,623430127
2001	1,292	4,225988349	5264243108	9,721335937
2002	1,725	1,418301923	5820808044	9,764983278
2003	2,308	4,268953958	6129511715	9,787425879
2004	3,073	3,961800303	6578621559	9,818134904
2005	4,157	1,382446567	6720842200	9,827423699
2006	5,501	2,311499185	7222361143	9,858679201
2007	7,397	3,678995747	8022396286	9,904304111
2008	10,246	4,858590628	9882486286	9,99486622
2009	10,758	5,737060361	6220525631	9,793827084
مؤشرات البورصة الجزائر				التابع

المصدر : من اعداد الطالب

ولقد اعتمدنا في بحثنا هذا علي العديد من البيانات اللازمة لدراسة هيكل رأس المال وإشكالية التمويل المؤسسات الاقتصادية منها المصادر الرئيسية كالمواقع الألكترونية الرسمية المتعلقة بالبورصة الجزائر مثلا وأيضا بيانات صندوق النقد العربي و الموقع الرسمي للصيدال والتقارير السنوية ,مجلات علمية، مقالاتوالكتب .

لقياس مدى تأثير رقم الاعمال صيدالبلالمؤشرات البورصة الجزائر لدراسة لجأنا إلى القيام بالاختبارات التالية:

1. دراسة إستقرارية المتغيرات بيانيا ؛
2. إختبار جذور الوحدة ومن أسلبيه: إختبار ديكي وفولر المطور ADF وإختبار لفيلبسبيرون PP؛
3. اختبار التكامل المشترك بين المتغيرات.

المطلب الثاني: إختبار العينة

I- دراسة استقرارية متغيرات الدراسة في مستوياتها الأصلية بيانيا:

اولا: دراسة إستقرارية المتغيرات بيانيا

-1- رقم الاعمال صيدال اللوغرتمي $\log-ca$

جدول رقم: (2-2) دراسة استقرارية متغير الدراسة $\log ca$

Correlogram of LOG_CA					
Date: 05/27/19 Time: 13:11					
Sample: 1999 2009					
Included observations: 11					
Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob
1	0.620	0.620	5.4894	0.019	
2	0.288	-0.155	6.8084	0.033	
3	0.098	-0.020	6.9804	0.073	
4	-0.033	-0.084	7.0032	0.136	
5	-0.165	-0.144	7.6539	0.176	
6	-0.266	-0.125	9.6752	0.139	
7	-0.379	-0.222	14.815	0.038	
8	-0.438	-0.165	23.971	0.002	
9	-0.227	0.225	27.661	0.001	
10	0.003	0.091	27.663	0.002	

المصدر: من اعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews10

ثانيا: دراسة الاستقرارية في مستوياتها الاصلية لكل من INF وNFA

يمثل الجدوال الموالي دراسة البيانية للاستقرارية لدي كل من المؤشرين التضخم و صافي الاصول الاجنبية.

جدول رقم: (2-3) دراسة استقرارية متغيرات الدراسة INF و NFA من الدرجة الاصلية

Correlogram of INF							Correlogram of NFA						
Date: 05/27/19 Time: 13:09 Sample: 1999 2009 Included observations: 11							Date: 05/27/19 Time: 13:17 Sample: 1999 2009 Included observations: 11						
Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob		
| | |	| | |	1 0.016	0.016	0.0039	0.950	| | |	| | |	1 0.061	0.061	0.0528	0.818		
| | |	| | |	2 0.017	0.017	0.0085	0.996	| | |	| | |	2 -0.030	-0.033	0.0667	0.967		
| | |	| | |	3 -0.143	-0.144	0.3744	0.945	| | |	| | |	3 -0.042	-0.038	0.0977	0.992		
| | |	| | |	4 -0.211	-0.211	1.2834	0.864	| | |	| | |	4 -0.054	-0.050	0.1563	0.997		
| | |	| | |	5 0.241	0.265	2.6696	0.751	| | |	| | |	5 -0.065	-0.062	0.2571	0.998		
| | |	| | |	6 0.135	0.132	3.1890	0.785	| | |	| | |	6 -0.076	-0.074	0.4228	0.999		
| | |	| | |	7 -0.133	-0.256	3.8176	0.801	| | |	| | |	7 -0.086	-0.088	0.6888	0.998		
| | |	| | |	8 -0.083	-0.081	4.1482	0.844	| | |	| | |	8 -0.095	-0.102	1.1161	0.997		
| | |	| | |	9 -0.292	-0.125	10.231	0.332	| | |	| | |	9 -0.106	-0.122	1.9204	0.993		
| | |	| | |	10 -0.048	-0.102	10.559	0.393	| | |	| | |	10 -0.008	-0.031	1.9291	0.997		

المصدر: من اعداد الطالب بناء على مخرجات برنامج EViews10

من خلال الجدول أعلاه يتضح لنا أن مؤشرات بورصة الجزائر (تضخم الاسعار، صافي الاصول الاجنبية) مستقرة عند المستوى الاصيلي (I0)، أما رقم الاعمال كانت له نتيجة حرجة و استقر عند المستوى الاصيلي (oI).

II دراسة الإستقرارية عن طريق اختبار جذور الوحدة ADF - PP:

اولا: اختبار ADF:

لي كل من رقم الاعمال و صافي الاصول الاجنبية والتضخم كما هو مبين في الجداول الاتي:

جدول رقم (4-2) استقرارية اختبار ADF من الدرجة 1 ل LOG CA

LOG CA مستقر من الدرجة الاولى		
Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on D(LOG_CA)		
Null Hypothesis: D(LOG_CA) has a unit root		
Exogenous: None		
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.618613	0.0153
Test critical values:	1% level	-2.847250
	5% level	-1.988198
	10% level	-1.600140
*Mackinnon (1996) one-sided p-values.		
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 9		

المصدر: مخرجات برنامج EViews10

جدول رقم (2-5) جدول استقرارية إختبار ADF من الدرجة 1

جدول استقرارية من الدرجة 1 ل INF		
Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on D(INF)		
Null Hypothesis: D(INF) has a unit root		
Exogenous: Constant		
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-6.008289	0.0014
Asymptotic critical values:	1% level	-4.420595
	5% level	-3.259808
	10% level	-2.771129
MacKinnon (1996) one-sided p-values.		
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 9		

المصدر: مخرجات برنامج EViews10

جدول رقم (2-6) جدول استقرارية إختبار ADF من الدرجة 1 لـ NFA

جدول استقرارية من الدرجة 1 لـ NFA		
Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on D(NFA)		
Null Hypothesis: D(NFA) has a unit root		
Exogenous: Constant		
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)		
	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-7.477205	0.0003
Asymptotic critical values:	1% level	-4.420595
	5% level	-3.259808
	10% level	-2.771129
Mackinnon (1996) one-sided p-values.		
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 9		

المصدر: مخرجات برنامج EViews10

من خلال الجداول أعلاه يتضح لنا أن مؤشرات بورصة الجزائر و كذا رقم الأعمال لهم الاستقرارية قي نفس المستوي الدرجة الأصلية (I1).

ثانيا- اختبار PP:

دراسة استقرارية متغيرات الدراسة باختبار PP

لدينا الجدول التالي: يضم جميع اختبارات للمتغيرات النموذج المدروس.

جدول رقم (7-2) جدول استقرارية اختبار pp

INF et NFA مستقران في نفس المستوى اي الدرجة الاولى (I1)		
Phillips-Perron Unit Root Test on D(INF)		
Null Hypothesis: D(INF) has a unit root		
Exogenous: Constant		
Bandwidth: 4 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel		
	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-7.275450	0.0003
Test critical values:		
1% level	-4.420595	
5% level	-3.259808	
10% level	-2.771129	
*Mackinnon (1996) one-sided p-values.		
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 9		
Phillips-Perron Unit Root Test on D(NFA)		
Null Hypothesis: D(NFA) has a unit root		
Exogenous: Constant		
Bandwidth: 1 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel		
	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-6.471118	0.0008
Test critical values:		
1% level	-4.420595	
5% level	-3.259808	
10% level	-2.771129	
*Mackinnon (1996) one-sided p-values.		
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 9		

LOG-CA مستقر من الدرجة الأولى (I1) عند الاختبار PP

Phillips-Perron Unit Root Test on D(LOG_CA)

Null Hypothesis: D(LOG_CA) has a unit root
Exogenous: None
Bandwidth: 1 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

	Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic	-2.674916	0.0138
Test critical values:		
1% level	-2.847250	
5% level	-1.988198	
10% level	-1.600140	

*Mackinnon (1996) one-sided p-values.

Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations
and may not be accurate for a sample size of 9

المصدر: مخرجات برنامج EViews10

من خلال الجدول أعلاه يتضح لنا أن التغيرات النموذج مستقرة عند المستوى الأول (I1)

الفرع الثاني: اختبار التكامل المشترك كل من جوهانس

1- اختبار التكامل المشترك لجوهانس بالنسبة للمتغيرات:

يتم من خلال هذا الإختبار التحقق من وجود توازن طويل الأجل بين السلاسل الزمنية للمؤشرات المستقرة عند نفس الدرجة، ويتم ذلك عن طريق إجراء اختبارين وهما اختبار الأثر واختبار القيمة الذاتية العظمى:

بعد تحديد درجة الإبطاء وتطبيق VAR على النموذج علي المتغيرات المستويات الأصلية نأخذ درجة الإبطاء التي قبل الدرجة المحددة (1-N)

❖ اختبار الأثر واختبار القيمة الذاتية العظمى التكامل المشترك لجوهانس: بعد ما درسنا كل من

الاختبار الاثر واختبار القيمة الذاتية العظمى علي جميع المؤشرات تحصنا علي النتائج التالية كما

مبين في الجداول:

اختبار الأثر واختبار القيمة الذاتية العظمى التكامل المشترك لجوهانس \log_ca

Johansen Cointegration Test				
Date: 05/30/19 Time: 23:39				
Sample (adjusted): 2001 2009				
Included observations: 9 after adjustments				
Trend assumption: Linear deterministic trend				
Series: YCHA				
Lags interval (in first differences): 1 to 1				
Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)				
Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None	0.268685	2.816201	3.841466	0.0933
Trace test indicates no cointegration at the 0.05 level				
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level				
**Mackinnon-Haug-Michelis (1999) p-values				
Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)				
Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Max-Eigen Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None	0.268685	2.816201	3.841466	0.0933

المصدر: مخرجات برنامج EViews10

اختبار الأثر واختبار القيمة الذاتية العظمى التكامل المشترك لجوهانس INF

Johansen Cointegration Test				
Date: 05/30/19 Time: 23:44				
Sample (adjusted): 2001 2009				
Included observations: 9 after adjustments				
Trend assumption: Linear deterministic trend				
Series: XIFL				
Lags interval (in first differences): 1 to 1				
Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)				
Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None	0.211386	2.137307	3.841466	0.1438
Trace test indicates no cointegration at the 0.05 level				
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level				
**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values				
Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)				
Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Max-Eigen Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None	0.211386	2.137307	3.841466	0.1438

اختبار الأثر واختبار القيمة الذاتية العظمى التكامل المشترك لجوهانس NFANFA

Johansen Cointegration Test				
Date: 05/30/19 Time: 23:46				
Sample (adjusted): 2001 2009				
Included observations: 9 after adjustments				
Trend assumption: Linear deterministic trend				
Series: XNFA				
Lags interval (in first differences): 1 to 1				
Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)				
Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.999743	74.38770	3.841466	0.0000
Trace test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level				
* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level				
**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values				
Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)				
Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Max-Eigen Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.999743	74.38770	3.841466	0.0000

المطلب الثالث: مناقشة وتحليل النتائج:

من خلال جميع الاختبارات التي اجريناها علي العينة توصلنا الي النتائج التالية:-

في الاختبار الخاص بالاستقرارية البيانية وجدنا كل من اللوغاريتم رقم الاعمال و صافي الأصول الاجنبية و الاسعار التضخم , غير مستقرة في المستوى الاصلي ما يستوجب الدراسة في المستوى الثاني الذي استقرت جميعها ولها معنوية عند اللوغاريتم رقم الاعمال وكل من صافي الأصول الاجنبية وتضخم بدون معنوية الاحصائية. قمنا بدراسة الاستقرارية للسلاسل الزمنية باستخدام كل من اختبارديكي وفولر الموسع واختبار فيليبس عند المستوى في كل الاختبارين (ADF ,PP)، والتي لم تحقق فرضية الاستقرارية عند المستوى الأصلي لجميع المؤشرات

هذا يستلزم دراسة استقرارية عند الفروق من الدرجة الأولى (1)I فكانت الاحصائية المعنوية (Prob)

بهذا يمكن القول أن جميع السلاسل متكاملة من نفس الدرجة بالنسبة لمؤشرات المغرب ويمكن لنا اختبار التكامل المشترك لجوهانس، دراسة التكامل باستخدام نموذج جوهانس نقوم بتحديد درجة الإبطاء باستخدام اختبار VAR فقد طبقنا هذا نموذج على المتغيرات المستويات الأصلية نأخذ درجة الإبطاء التي قبل الدرجة المحددة (N-1) عند معياري AIC و SC، في اختبار الاثار الدلالة الاحصائية. PORO . صافي الأصول الاجنبية وهو معناه وجود شعاع واحد، و منه تكامل مشترك عند المستوى بدلالة 5% عكس المؤشرين LOG CA و INFL دلالة احصائية لا شعاع.

انفس النتائج التي تخص القيمة الذاتية العظمى تظهر وجود شعاع واحد، ومنه تكامل مشترك عند المستوى بدلالة 5%.

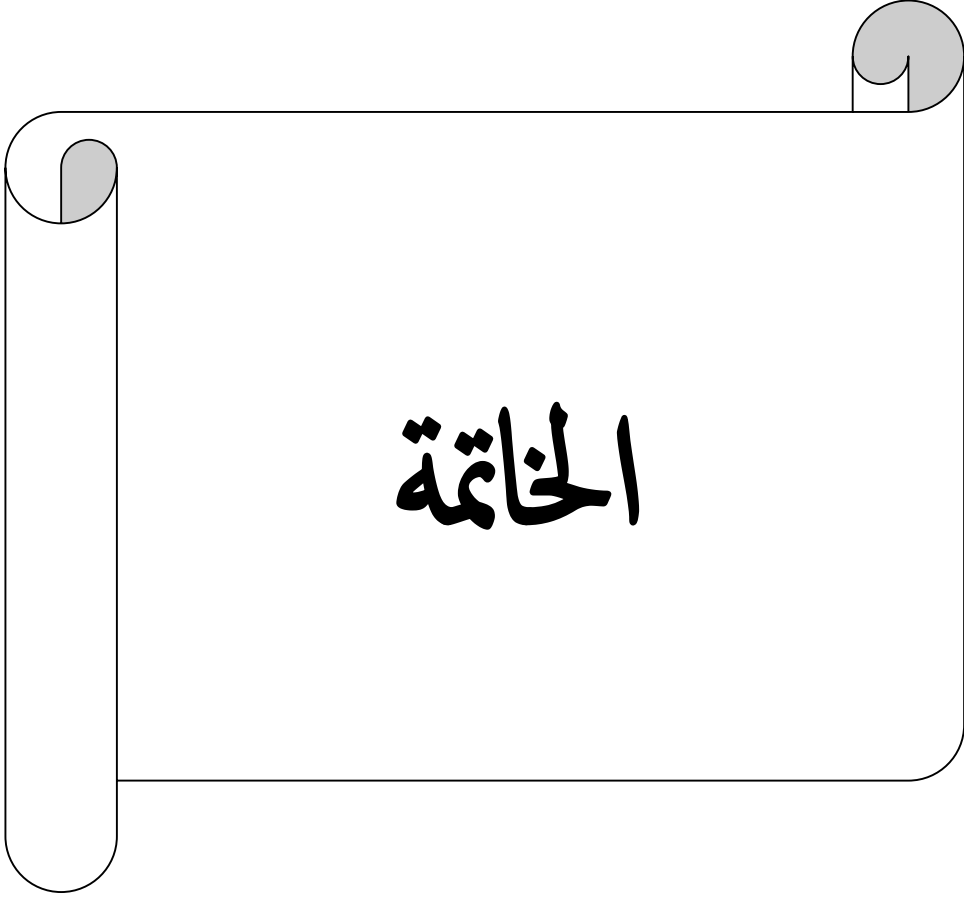
خلاصة الفصل:

بعد اختيار عينة الدراسة و المتغيرات المستقلة من المجتمع الاصلي الى جانب المتغير التابع لدراسة النموذج معتمدا على الاختبارات التالية

دراسة الاستقرارية بيانيا ، اختبار جذور الوحدة لديكي وفرلر ADF واختبار لفيلبسيرون PP

اختبار التكامل المشترك لجوهانسون

هذه الاختبارات لها دلالة احصائية والتي تساهم في عملية اتخاذ القرارات بالنسبة للمنظمة في الوقت المناسب لتحقيق الاهداف المسطرة و اعتمدت هذه الدراسة على هيكل رأس مال المتغير تابع و مؤشرات بورصة الجزائر(كل من تضخم الاسعار و صافي الاصول الاجنبية) متغيرات مستقلة للنموذج المدروس حتى تبين مدى تأثير المتغيرات المستقلة في المتغير التابع .



الخاتمة

من خلال هذه الدراسة قد تناولنا سواء من جانب النظري أو التطبيقي الدور الفعال الذي تلعبه هيكل راس المال في تمويل المؤسسات الاقتصادية, و الاقتصاد لتحقيق التنمية و التطور في جميع المجالات , خاصة التمويل الداخلي لدوره الفعال , حيث يعتبر من أهم الركائز للمؤسسة ,وذلك لتغطية مصاريفها وجميع تكاليف التي تعاني منها المنظمة .

وبناء على هذه التطورات مقارنة بما يعانيه الهيكل راس المال المؤسسات الاقتصادية, خاصة الجزائرية من ضعف في تركيبها, و قلة المنافسة في القطاع الصيدلاني الأمر الذي يتطلب اتخاذ إجراءات فعالة , خاصة ان الهيكل راس المال يعتبر أساس في أي نظام اقتصادي ,لذلك سعت الدولة الجزائر من خلال تأهيل الأسواق المالية أي البورصة الجزائرية و تأهيل النظام البنكي أو المصرفي لتحسين تنافسية من خلال منح قروض طويلة الأجل ورفع القيمة المالية للسهم و نسبة التداول الأوراق المالية و من خلفيات الدراسة واشكالية,قمنا بمعالجة الموضوع الفرضيات و الاعتماد على النتائج السابقة, يمكن القول أن الهيكل راس المال هو كل او معظم ما تملك المؤسسة من الأموال الخاصة و الديون طويلة الأجل , حيث انه جزء لا يتجزأ من الهيكل المالي و بالتالي يهدفان كلهما نفس السياق وفي الأخير نخلص الي أن هيكل راس المال يتأثر و يَأثر مباشرة بسالب او بالإيجاب في عمليات اتخاذ القرار التمويل في المؤسسات الاقتصادية .

المصادر والمراجع

أولاً- الكتب باللغة العربية :

- 1- محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الإسكندرية ، 2004.
- 2- ديري زاهد، إدارة حكومية، ط1 ،دار الإعصار العلمي للنشر والتوزيع،عمان، الأردن ،2011.
- 3- فنجي ابراهيم محمد أحمد، مذكرات في مبادئ التمويل والإدارة مالية، دار النشر بجامعة أسيوط، 2007.
- 4- عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشه، أساسيات في الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان،2007.
- 5- فايز سليم حداد، الإدارة المالية، ط3، دار الحامد للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2010.
- 6- علي عباس، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، إثراء للنشر والتوزيع، عمان،2008.
- 7- حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان 2004.
- 8- الزبيدي حمزة، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2008.
- 9- منير ابراهيم هندي ، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، الطبعة 5 ،المكتب العربي الحديث،2003.
- 10- منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، الاسكندرية، 1998.
- 11- دريد كامل ال شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، دار المسيرة، الاردن: 2007.
- 12- رشاد العصار و آخرون، الإدارة و التحليل المالي، دار البركة، الاردن: 2001.
- 13- أسامة لزمد الفولي، زينبعوضا لله، اقتصادياتالنقودوالتحويل،دارالجامعة الجديدة،القاهرة 2000.

ثانيا- الكتب باللغة الأجنبية :

- 1- Réchardbrealey et autres,Principes de gestion financière,8édition, Pearson,France, 2006.
- 2-AswathDamodaran, Op.Cit.
- 3-Modigliani Et Miller, The Cost Of Capital- Corparation :Finanace And The Theory Of Investiment , American Economie Review, N0 3 Juin 1958
- 4-Denis babusiaux, décision d'investissement et calcul économique dans l'entreprise, édition technip, France: 1990,
- 5-Pierre Vernimmen , Finance D'entreprise, 8e Edition, Par Pascal Quiry Et . Yann Le Fur, Editions Dalloz , Paris, 2010

ثالثا- المجلات :

-عماد زياد رمضان، صالح خليل العقدة، محددات هيكل رأس المال،المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد 7، العدد 2،2011.

تقرير مجلس الادارة 2006 مجمع صيدال.

تقرير مجلس الادارة 2010 مجمع صيدال.

رابعا- الملتقيات و المداخلات :

1- عبد المجيد تيماموي، هواري معراج، مداخله بعنوان مداخل تحديد هيكل رأس المال و دورها في تحديد قيمة المؤسسة، الملتقى

الوطني حول إشكالية تقييم المؤسسات الاقتصادية، جامعة سكيكدة، الجزائر: 2005.

2- مليكة زغيب، مداخله بعنوان تأثير الهيكل المالي على القيمة السوقية للمنشأة، الملتقى الوطني حول إشكالية تقييم المؤسسات الاقتصادية، جامعة سكيكدة، الجزائر: 2005 .

1- دادن عبد الغاني، و آخرون، مداخله بعنوان دور تكلفة رأس المال في اتخاذ قرار تمويل المشروعات الصغيرة و المتوسطة و الرفع المالي كإستراتيجية للنمو الداخلي، الدورة التدريبية الدولية حول تمويل المشروعات الصغيرة و المتوسطة و تطويرها في الاقتصاديات المغاربية، الجزائر: 2003.

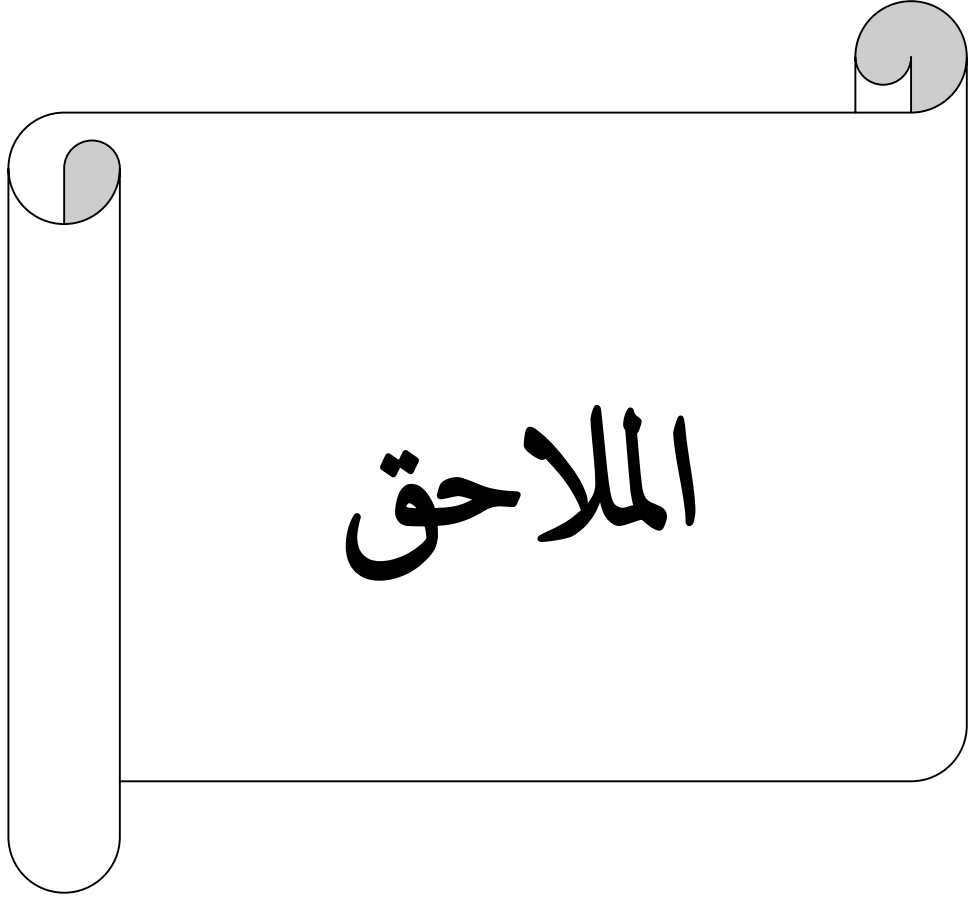
خامسا- شبكة الأنترنـت :

-[http://www.muflihakel.com/mokadema%20fe%20aledara/masader_altamweel_al6aweel_al2jal\(3\)](http://www.muflihakel.com/mokadema%20fe%20aledara/masader_altamweel_al6aweel_al2jal(3).htm)
.htm, op.cit.

-<http://www.saidel.dz/>

-<http://www.sgbv.dz/>

- بورصة الجزائر ويكيبيديا



Equation: UNTITLED Workfile: C:\USERS\OTHMEN\DESKT...

View Proc Object Print Name Freeze Estimate Forecast Stats Resids

Dependent Variable: LOG_CA
Method: Least Squares
Date: 05/29/19 Time: 15:13
Sample: 1999 2009
Included observations: 11

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	9.784139	0.079545	123.0015	0.0000
INF	0.010459	0.020941	0.499445	0.6309
NFA	-0.000240	0.000155	-1.552951	0.1590

R-squared	0.398548	Mean dependent var	9.796675
Adjusted R-squared	0.248184	S.D. dependent var	0.104498
S.E. of regression	0.090607	Akaike info criterion	-1.737560
Sum squared resid	0.065678	Schwarz criterion	-1.629043
Log likelihood	12.55658	Hannan-Quinn criter.	-1.805965
F-statistic	2.650568	Durbin-Watson stat	1.390807
Prob(F-statistic)	0.130859		

LOG-CA دراسة استقرارية اللوغاريتم

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: U

Method: Least Squares

Date: 05/29/19 Time: 15:20

Sample (adjusted): 2000 2009

Included observations: 10 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
U(-1)	-0.768452	0.378472	-2.030406	0.0886
C	-0.075977	0.032366	-2.347450	0.0573
INCPTBREAK	0.201311	0.063738	3.158422	0.0196
BREAKDUM	-0.100660	0.070731	-1.423128	0.2046

R-squared	0.645268	Mean dependent var	0.010944
Adjusted R-squared	0.467902	S.D. dependent var	0.076378
S.E. of regression	0.055714	Akaike info criterion	-2.647995
Sum squared resid	0.018624	Schwarz criterion	-2.526961
Log likelihood	17.23997	Hannan-Quinn criter.	-2.780769
F-statistic	3.638058	Durbin-Watson stat	2.352428
Prob(F-statistic)	0.083565		

ADF دراسة النموذج

Augmented Dickey-Fuller Unit Root Test on NFA

Null Hypothesis: NFA has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.649401	0.1156
Test critical values:		
1% level	-4.297073	
5% level	-3.212696	
10% level	-2.747676	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 10

دراسة الاستقرار من الدرجة الأصلية

Equation: UNTITLED Workfile: UNTITLED 100::Untitled\

View Proc Object Print Name Freeze Estimate Forecast Stats Resids

Dependent Variable: DLOG_CA
 Method: Least Squares
 Date: 05/29/19 Time: 15:45
 Sample (adjusted): 2000 2009
 Included observations: 10 after adjustments

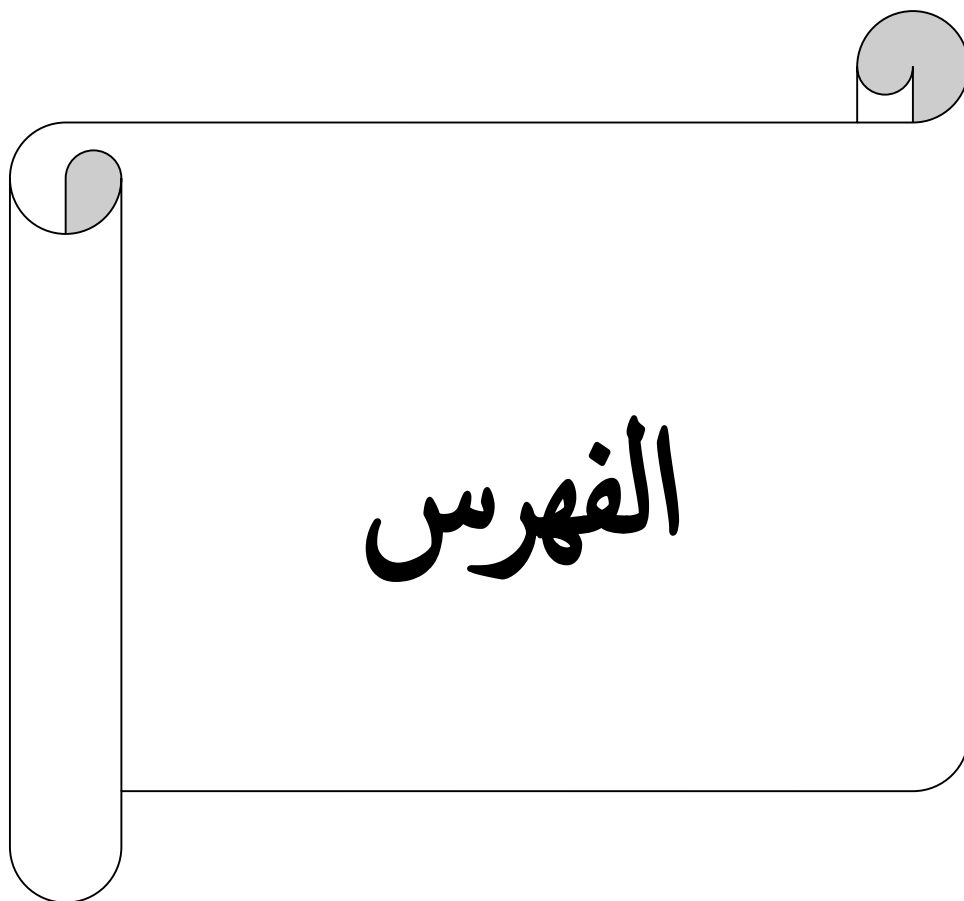
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.011209	0.024800	0.451979	0.6672
DINF	0.008941	0.016221	0.551170	0.6014
DNFA	-0.000117	0.000104	-1.131134	0.3012
U(-1)	-0.627898	0.358220	-1.752827	0.1302

R-squared	0.447927	Mean dependent var	0.012481
Adjusted R-squared	0.171890	S.D. dependent var	0.085128
S.E. of regression	0.077467	Akaike info criterion	-1.988758
Sum squared resid	0.036007	Schwarz criterion	-1.867724
Log likelihood	13.94379	Hannan-Quinn criter.	-2.121532
F-statistic	1.622709	Durbin-Watson stat	1.806898
Prob(F-statistic)	0.280640		

تقدير النموذج

جدول مؤشرات بورصة الجزائر

إجمالي الناتج المحلي	مؤشر صافي معدل التبادل التجاري	صافي الأصول الأجنبية	سعر صرف رسمي	السنوات
48640574567	59,43396226	138,95	66,573875	1999
54790245601	100	757,752	75,25979167	2000
54744714396	103,8846561	1,292	77,21502083	2001
56760288974	101,3618254	1,725	79,6819	2002
67863829880	116,0450805	2,308	77,394975	2003
85324998814	129,7207603	3,073	72,06065	2004
1,03198E+11	165,076751	4,157	73,27630833	2005
1,17027E+11	190,2073697	5,501	72,64661667	2006
1,34977E+11	189,5417271	7,397	69,2924	2007
1,71001E+11	231,4513173	10,246	64,5828	2008
1,37211E+11	171,2472174	10,758	72,64741667	2009



الفهرس

III	الإهداء.....
IV	شكر و عرفان
V	ملخص الدراسة.....
VI	قائمة المحتويات.....
VII	قائمة الجداول.....
VIII	قائمة الأشكال البيانية.....
IX	قائمة الاختصارات و الرموز.....
X	قائمة الملاحق.....
أ	المقدمة.....
	الفصل الأول: مراجعة الأدبيات النظرية
2	تمهيد.....
	المبحث الأول: ماهية هيكل رأس المال
2	المطلب الأول: مفهوم هيكل رأس المال.....
8	المطلب الثاني: محددات هيكل رأس المال.....
11	المطلب الثالث: أسس و نظريات هيكل رأس المال.....

المبحث الثاني: تكلفة مصادر التمويل و الرفع المالي

18	.....المطلب الأول: تكلفة مصادر التمويل
19	.....المطلب الثاني: تكلفة هيكل رأس المال
21	.....المطلب الثالث: الرفع و هيكل رأس المال
	المبحث الثالث: الدراسات السابقة
23	.....المطلب الأول: عرض الدراسات
25	.....المطلب الثاني: مقارنة الدراسة الحالية بالدراسات السابقة
27	.....خلاصة الفصل الأول
	الفصل الثاني: الدراسة الميدانية
30	.....تمهيد
	المبحث الأول: مجمع صيدال
30	.....المطلب الأول: نشأة صيدال
35	.....المطلب الثاني: الهيكل التنظيمي
36	.....المطلب الثالث: برنامج التطوير الصناعي
	المبحث الثاني: الإجراءات المنهجية للدراسة الميدانية
38	.....المطلب الأول: الطريقة
39	.....المطلب الثاني: عرض ومناقشة النتائج
40	.....المطلب الثالث: جمع البيانات
	المبحث الثالث:دراسة حالة نموذج مجمع صيدال
42	.....المطلب الأول: اختيار مجتمع الدراسة أو العينة

43	.....المطلب الثاني: اختبار العينة
52	.....المطلب الثالث: مناقشة و تحليل النتائج
53	..... خلاصة الفصل الثاني
55	.....الخاتمة
56	.....المصادر والمراجع
61	.....الملاحق
65	.....الفهرس