

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية  
République Algérienne Démocratique et Populaire  
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
Ministère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche Scientifique

Université: Ferhat Abbas/ Sétif 1  
Faculté des Sciences Économiques,  
Commerciales et des Sciences de Gestion  
Département : finances et comptabilité



جامعة: فرحات عباس / سطيف 1

كلية: العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير

القسم: علوم المالية والمحاسبة

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث في علوم  
المالية والمحاسبة  
التخصص: مالية المؤسسة  
العنوان:

قرارات تمويل المؤسسات الاقتصادية في ظل عدم تماثل  
المعلومات – نظرية الإشارة كمدخل مفسر لتمويل المؤسسات  
الصغيرة والمتوسطة بالقروض البنكية-

المشرف:  
معيزة مسعود أمير

إعداد الطالبة:  
بوعظم فايزة

لجنة المناقشة:

اللقب والاسم	الرتبة العلمية	المؤسسة الجامعية	الصفة
فالي نبيلة	أستاذ محاضر (أ)	جامعة سطيف 1	رئيسا
معيزة مسعود أمير	أستاذ محاضر (أ)	جامعة سطيف 1	مشرفا ومقررا
حمادي موراد	أستاذ محاضر (أ)	جامعة سطيف 1	ممتحنا
حططاش عبد السلام	أستاذ محاضر (أ)	جامعة سطيف 1	ممتحنا
عمران عبد الحكيم	أستاذ محاضر (أ)	جامعة المسيلة	ممتحنا
بن منصور موسى	أستاذ	جامعة برج بوعريبيج	ممتحنا

السنة الجامعية: 2021 – 2022

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

# الإهداء

أهدي هذا العمل المتواضع إلى  
الوالدين الكريمين أطال الله في  
عمرهما

إلى كل أهل والأقارب الأحباء  
إلى جميع الأصدقاء والصديقات

فايزة

## شكر وتقدير

الحمد لله رب العالمين والصلاة والسلام على أشرف المرسلين  
سيدنا وحبينا محمد صلى الله عليه وسلم أما بعد

يشرفني أن أقدم بجزيل الشكر والإمتنان للدكتور "معيزة  
مسعود أمير" على تفضله بالإشراف على هذه الأطروحة ومد يد  
المساندة والدعم طيلة فترة الإنجاز جعلها الله في ميزان حسناته.  
كما أقدم بجزيل الشكر إلى أعضاء لجنة المناقشة الذين تفضلوا  
بقبول مناقشة هذه الأطروحة

إلى كل الأساتذة الذين قدموا لي يد المساندة ولم يبخلوا علي  
بالتوجيهات والنصائح والدعم وأخص بالذكر كل من الأستاذين  
خويلد إبراهيم وهشام عياد.

إلى كل من ساعدني في إتمامها بإذن الله من قريب أو من بعيد  
والحمد لله من قبل ومن بعد

فايزة

---

# فهرس المحتويات

---

أ.....	المقدمة العامة.....
2.....	الفصل الأول.....
3.....	المبحث الأول: قرارات اختيار الهيكل المالي للمؤسسات الاقتصادية.....
3.....	المطلب الأول: القرارات المالية في المؤسسات الاقتصادية.....
6.....	المطلب الثاني: عموميات حول التمويل.....
10.....	المطلب الثالث: مفاهيم حول الهيكل التمويلي.....
13.....	المبحث الثاني: مصادر التمويل.....
13.....	المطلب الأول: الأموال الخاصة.....
21.....	المطلب الثاني: الأموال المقترضة.....
28.....	المطلب الثالث: تكلفة التمويل.....
34.....	المبحث الثالث: محددات قرارات التمويل في المؤسسات الاقتصادية.....
34.....	المطلب الأول: المحددات الكمية للهيكل التمويلي.....
39.....	المطلب الثاني: المحددات الكيفية للهيكل التمويلي.....
43.....	خلاصة الفصل الأول.....
45.....	الفصل الثاني.....
47.....	المبحث الأول: علاقة المؤسسات الاقتصادية بالبنوك في ظل عدم تماثل المعلومات.....
47.....	المطلب الأول: الإطار المفاهيمي لعدم تماثل المعلومات.....
53.....	المطلب الثاني: مشكلة عدم تماثل المعلومات بين متطلبات الضمانات والعلاقة بين المؤسسات والبنوك.....
54.....	المبحث الثاني: النظريات التقليدية المفسرة للهيكل التمويلي.....
54.....	المطلب الأول: النظريات التقليدية المفسرة للهيكل التمويلي في ظل كمال الأسواق.....
58.....	المطلب الثاني: النظريات التقليدية المفسرة للهيكل التمويلي في ظل عدم كمال الأسواق.....
64.....	المطلب الثالث: المؤ.ص.م في نماذج الهياكل المالية.....
68.....	المبحث الثالث: النظريات الحديثة المفسرة للهيكل التمويلي في ظل عدم تماثل المعلومات.....
68.....	المطلب الأول: نظرية الإشارة كمدخل مفسر لقرارات التمويل في ظل عدم تماثل المعلومات Signal theory.....

72.....	المطلب الثاني: نظرية الوكالة كمدخل مفسر لقرارات التمويل في ظل عدم تماثل المعلومات: Agency Theory
76.....	المطلب الثالث: نظرية ترتيب مصادر التمويل Pecking Order Theory
78.....	المطلب الرابع: إسقاط النظريات الحديثة على المؤ.ص.م.
81.....	خلاصة الفصل الثاني
83.....	الفصل الثالث
84.....	المبحث الأول: مفاهيم عامة حول المؤ.ص.م.
84.....	المطلب الأول: تعريف المؤسسة الاقتصادية
87.....	المطلب الثاني: صعوبة تعريف المؤ.ص.م ومعايير تصنيفها
88.....	الفرع الثاني: معايير تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
91.....	المطلب الثالث: تعريف المؤ.ص.م حسب الدول والمنظمات وخصائصها ومعوقاتها
101.....	المبحث الثاني: تمويل المؤ.ص.م
102.....	المطلب الأول: دور البنوك التقليدية في تمويل المؤ.ص.م:
105.....	المطلب الثاني: مصادر تمويل المؤ.ص.م
118.....	المطلب الثالث: العلاقة بين البنوك والمؤ.ص.م في ظل عدم تماثل المعلومات
127.....	المبحث الثالث: محددات الهيكل التمويلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة حسب نظرية الإشارة
128.....	المطلب الأول: محددات الهيكل التمويلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة
131.....	المطلب الثاني: قرارات التمويل في المؤ.ص.م حسب نظرية الإشارة
136.....	خلاصة الفصل الثالث
138.....	الفصل الرابع
138.....	المبحث الأول: تعريف المؤ.ص.م حسب القانون الجزائري ومساهمتها في الاقتصاد الجزائري
138.....	المبحث الثاني: مصادر الأموال للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية ومحددات قرارات تمويلها
139.....	المبحث الأول: تعريف المؤ.ص.م حسب القانون الجزائري ومساهمتها في الاقتصاد الجزائري
140.....	المطلب الأول: تعريف المؤ.ص.م حسب القانون الجزائري
143.....	المطلب الثاني: مساهمة المؤ.ص.م في الاقتصاد الجزائري
149.....	المبحث الثاني: مصادر الأموال الخاصة والأموال المقترضة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية

149	المطلب الأول: مصادر الأموال الخاصة
153	الفرع الأول: السندات <b>Bonds</b>
156	المطلب الثالث: دور البنوك في تمويل المؤسسات الجزائرية
164	المطلب الرابع: محددات قرارات التمويل في المؤ.ص.م الجزائرية:
169	خلاصة الفصل الرابع
171	الفصل الخامس
172	المبحث الأول: التذكير بنتائج الدراسات السابقة
172	المطلب الأول: استعراض الدراسات الأجنبية السابقة
177	المطلب الثاني: استعراض الدراسات العربية السابقة
182	المبحث الثاني: صياغة الفرضيات واختيار المتغيرات المفسرة
182	المطلب الأول: صياغة الفرضيات وبناء نماذج الدراسة
186	المطلب الثاني: اختيار متغيرات الدراسة
189	المبحث الثالث: نتائج الدراسة
189	المطلب الأول: نتائج الدراسة للنموذج الأول (بالمبالغ الإجمالية)
205	المطلب الثاني: نتائج الدراسة للنموذج الثاني (بالنسب المالية)
216	خلاصة الفصل الخامس

---

# فهرس الجداول والأشكال

---

فهرس الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل
7	الشكل رقم (1-1): مجالات التمويل الرئيسية
9	الشكل رقم (2-1): أنواع التمويل
39	الشكل رقم (3-1): الطريقة البيانية لنقطة التعادل
55	الشكل رقم (1-2): العلاقة بين تكلفة الأموال وبين نسبة الاقتراض (مدخل صافي الربح)
56	الشكل رقم (2-2): العلاقة بين تكلفة الأموال وبين نسبة الاقتراض (مدخل صافي ربح العمليات)
57	الشكل رقم (3-2): العلاقة بين تكلفة الأموال ونسبة الاقتراض (المدخل التقليدي)
59	الشكل رقم (4-2): تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة في ظل مدخل مودلياني وميلر
61	الشكل رقم (5-2): العلاقة بين قيمة المؤسسة ونسبة الرفع المالي حسب نظرية الإفلاس في وجود الضرائب
62	الشكل رقم (6-2): قيمة المؤسسة في ظل خضوع المؤسسة للضريبة وجود تكلفة الوكالة والإفلاس.
74	الشكل رقم (7-2): تعريف الوكالة
104	الشكل رقم (1-3): دور البنوك في مجال الإقراض الصغير والمتوسط
115	الشكل رقم (2-3): حجم قروض عقد تحويل الفاتورة
120	الشكل رقم (3-3): النسبة المثوية للمؤسسات التي تستخدم التمويل في تنفيذ استثمارات جديدة
121	الشكل رقم (4-3): القيود المالية التي تؤثر سلبا على المؤسسات الصغيرة بدرجة أكبر من تأثيرها على المؤسسات الكبيرة
124	الشكل رقم (5-3): القروض الأمريكية للمؤ ص م للفترة 2005-2008
126	الشكل رقم (6-3): المعلومات المتوفرة للبنوك بانتظام حسب حجم المؤسسات (بالمائة) في 19 دولة أوروبية
146	الشكل رقم (1-4): يوضح يوضح تطور القيمة المضافة خلال الفترة (2013-2018)
156	الشكل رقم (2-4): يوضح توزيع القروض إلى الاقتصاد حسب الآجال
157	الشكل رقم (3-4): يوضح القروض الموجهة إلى الاقتصاد حسب القطاعات
159	الشكل رقم (4-4): نسبة اعتماد المؤسسات التجارية على القروض البنكية
172	الشكل رقم (1-5) متغيرات الدراسة
177	الشكل رقم (2-5): متغيرات الدراسة والعلاقة المفترضة بينها
184	الشكل رقم (3-5): النموذج الأول
184	الشكل رقم (4-5): النموذج الثاني
200	الشكل رقم (5-5): التوزيع الطبيعي

201	الشكل رقم (5-6): نتائج الارتباط الذاتي بين الأخطاء
203	الشكل رقم (5-7): اختبار التوزيع الطبيعي بعد تقدير النموذج المحسن
213	الشكل رقم (5-8): نتائج اختبار التوزيع الطبيعي لأخطاء التقدير

فهرس الجداول

الصفحة	عنوان الجدول
116	الجدول رقم (3-1): حجم التمويل بعقد تحويل الفاتورة في العالم لسبع سنوات
140	الجدول رقم (4-1): تصنيف المؤ.ص.م حسب القانون التوجيهي لسنة 2001.
141	الجدول رقم (4-2): تصنيف المؤ.ص.م حسب القانون التوجيهي 02-17.
142	الجدول رقم (4-3): تطور عدد المؤ.ص.م ومناصب الشغل في الجزائر للفترة (2006-نوفمبر 2019).
144	الجدول رقم (4-4) يوضح الناتج الداخلي الإجمالي حسب القطاعات
145	الجدول رقم (4-5): يوضح تطور القيمة المضافة خلال الفترة (2013-2018)
147	الجدول رقم (4-6): يوضح توزيع المؤ.ص.م الجزائرية حسب القطاعات
147	الجدول رقم (4-7): يوضح تطور الصادرات الجزائرية لسنتي 2018 و 2019
155	الجدول رقم (4-8): يوضح القروض الموجهة إلى الاقتصاد حسب الآجال
157	الجدول رقم (4-9): يوضح القروض الموجهة إلى الاقتصاد حسب القطاع
158	الجدول رقم (4-10): نسبة اعتماد المؤسسات الصناعية على القروض البنكية للفترة من 2013-2019
165	الجدول رقم (4-11): يوضح ملخص الدراسات السابقة
179	الجدول رقم (5-1): يوضح متغيرات الدراسات السابقة
189	الجدول رقم (5-2): التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة
190	الجدول رقم (5-3): مصفوفة الارتباط بين متغيرات النموذج
191	الجدول رقم (5-4): نتائج اختبارات Fisher-ADF, IPS, LLC لدراسة استقرارية معطيات البانل
193	الجدول رقم (5-5): نتائج اختبار التجانس للنموذج
193	الجدول رقم (5-6): نتائج اختبار التجانس لمتغير الموردين والحسابات الملحقه
193	الجدول رقم (5-7): نتائج اختبار التجانس لمتغير مجموع الأصول
193	الجدول رقم (5-8): نتائج اختبار التجانس لمتغير رقم الأعمال
194	الجدول رقم (5-9): يوضح الإطار العام للنماذج والاختبارات

195	الجدول رقم (5-10): معلمات نموذج الدراسة المقدره باستخدام النماذج الثلاثة.
196	الجدول رقم: (5-11) نتائج إختبار فيشر
197	الجدول رقم (5-12): نتائج اختبار Hausman
198	الجدول رقم (5-13): نتائج نموذج التأثيرات المتغيرة
200	الجدول رقم (5-14): نتائج اختبار ثبات التباين
201	الجدول رقم (5-15): نتائج الارتباط الآني بين الأخطاء
202	الجدول رقم (5-16): نموذج التأثيرات المتغيرة المرجحة
203	الجدول رقم (5-17): اختبار ثبات التباين
204	الجدول رقم (5-18): نتائج اختبار الارتباط الآني بعد تقدير النموذج المحسن
205	الجدول رقم (5-19): التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة
206	الجدول رقم (5-20): مصفوفة الارتباط
208	الجدول رقم (5-21): نتائج اختبارات Fisher-ADF, IPS, LLC لدراسة استقرارية معطيات البانل
209	الجدول رقم (5-22): نتائج اختبار التجانس
210	الجدول رقم (5-23): معلمات نموذج الدراسة المقدره باستخدام النماذج الثلاثة
211	الجدول رقم (5-24): نتائج إختبار فيشر
211	الجدول رقم (5-25): نتائج اختبار Hausman
213	الجدول رقم (5-26): نتائج إختبار Wald

---

# المقدمة العامة

---

## تمهيد:

تلعب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة (المؤ.ص.م/المؤسسات الصغيرة والمتوسطة) دورا بارزا في الاقتصاد بشكل عام، إذ أنه وطبقا لاحصائيات الاتحاد الأوربي لسنة 2011 فإن المؤ.ص.م تمثل ما نسبته 99% من إجمالي المؤسسات وتوظف ما نسبته 66,7% كما أنها تساهم بأكثر من 58% من القيمة المضافة الإجمالية للاتحاد الأوربي.(براق و غربي ، 2015 ، صفحة 15). أما في الجزائر ومع نهاية السداسي الأول من سنة 2017 فقد أشارت الإحصائيات إلى أنها تشغل أكثر من 2,6 مليون عامل مما يجعلها مجالا خصبا لتوفير مناصب العمل.(براق و غربي ، 2015 ، صفحة 16)

وفي ذات السياق، يتجلى دور المؤ.ص.م الهام في عملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية فيما تحققه من مردود اقتصادي على مستوى كافة القطاعات الإنتاجية داخل اقتصاد أي بلد، وكذا ذلك التأثير المحدث على مستوى المؤشرات الاقتصادية الكلية كزيادة معدل الاستثمار والادخار وتحقيق قيم مضافة عالية. بالإضافة إلى مساهمتها في توفير فرص عمل جديدة، وتشير الإحصائيات إلى أن نسبة العاملين فيها لا تقل عن 80% من إجمالي عدد القوى العاملة. مما يجعلها مجالا خصبا لتوفير فرص العمل والتخفيف من حدة الفقر وهو ما يؤكد على دورها التنموي الكبير خصوصا في الدول المتقدمة.

وفي ضوء تلك التطورات الهامة، تواجه منظومة المؤ.ص.م العديد من العراقيل التي تحد من قدرتها على الإستمرار والنمو بالرغم من أهميتها ومكانتها ودورها في تحقيق التنمية الاقتصادية وهذا لما تتصف به من خصائص ومميزات تمكنها من بلوغ مستويات نمو جد مرتفعة. إلا أن هذا النوع من المؤسسات يمتاز بضعف الأداء في الأجل الطويل، وهو ما سيرهن احتمال بقائها واستمراريتها بمدى توفر العوامل والمناخ الملائمين لتحديد ذلك. فمن خلال الدراسات التي قام بها Mensfield 1962, Hall 1987, Dunne Roberts, samuelson 1989, Audretche 1991 التي أثبتت أن احتمال استمرارية المؤسسة حديثة النشأة ضعيف، كما أن هناك ارتباطا موجبا بين احتمال استمرارية المؤسسة وبين حجمها وأقدميتها. هذا ما يؤكد على أن المؤ.ص.م معرضة لخطر الإفلاس والفشل بنسبة أكبر من المؤسسات كبيرة الحجم. كما قامت الشبكة الأوربية للبحوث حول المؤ.ص.م (ENSR (European Network For SME Research بتحديد العوامل المحددة لمدى استمرارية ونمو المؤسسات حديثة النشأة وهذا على المستويين الكلي والجزئي، والمتمثلة في عوائق الخبرة التنظيمية واليد العاملة المؤهلة، عراقيل السياسات الاقتصادية الحكومية ومشكل التمويل. ويعود انخفاض

حجم التمويل في المؤ.ص.م إلى ارتفاع معدل فشلها في ظل عدم التأكد من تدفقاتها النقدية المستقبلية، مما سيجعل تمويل هذا النوع من المؤسسات يتطلب من أصحاب رؤوس الأموال تحمل نسبة كبيرة من المخاطرة.

لقد برزت العديد من النظريات والدراسات الميدانية التي حاولت تفسير قرارات التمويل وبالتالي الهيكل المالي للمؤسسات الاقتصادية عموماً والمؤ.ص.م خصوصاً، والتي كانت تقوم في الأساس على نتائج أعمال كلا من مودلياني وميلر Modigliani et Miller، حيث كانت أعمالهما تقوم على فرضية أن المستثمرين يمتلكون المعلومات نفسها التي يمتلكها المدراء بشأن توقعات مستقبل المؤسسة، وهذا ما تم تسميته بالمعلومات المتماثلة، أي أن المدراء والموظفين (المتعاملين الداخليين) والمستثمرين (المتعاملين الخارجيين) يمتلكون معلومات متماثلة، ولكن في الواقع العملي غالباً ما يمتلك المدراء معلومات أفضل عن مؤسساتهم مقارنة بالمعلومات التي يمتلكها المستثمرون، وهذا ما تم تسميته بالمعلومات غير المتماثلة، وهو الأمر الذي له تأثير كبير على مفهوم هيكل رأس المال، إذ كانت الأساس في تطوير نظرية الإشارة.

وتعود مشكلة محدودية الموارد المالية إلى أن عرضها أقل من الطلب، وهذا لا يرتبط فقط بحجمها الصغير وإنما أيضاً بمشكلة عدم تماثل المعلومات. ويشير عدم تماثل المعلومات هنا إلى حقيقة أن المسير يحتفظ بمعلومات مالية وغير مالية لا يمكن لمدير البنك أن يصل إليها وهذا حال معظم المؤ.ص.م، مما يؤثر عليها سلباً. حيث أن المؤ.ص.م تكون أكثر غموضاً بالنسبة للمستثمرين والدائنين مما لا يمكنهم من الحكم بشكل صحيح عليها إذا ما كانت وضعيتها جيدة أو سيئة مما يؤدي بالضرورة إلى رفع تكاليف التمويل، حيث أنه في حالة عدم توفر المعلومات لدى مدير البنك فإنه سيطلب بمعدلات عائد عالية على استثماراته حتى يتمكن من التعويض عن المخاطر الناجمة عن عدم شفافية المعلومات. ويعود سبب تفاقم هذه المشكلة في المؤ.ص.م إلى افتقارها إلى الأدوات اللازمة لإنتاج معلومات مالية صادقة وموثوقة نظراً لارتفاع تكاليف هذه الأدوات. ووفقاً لبعض المؤلفين فقد يكون عدم تماثل المعلومات مُبرراً على أسس تنافسية، كما هو الحال في المؤسسات القائمة على التكنولوجيا والتي تتبع استراتيجية سرية لحماية حقوق ملكية الاختراعات والمنتجات المبتكرة. يمكن أيضاً تفسير عدم تماثل المعلومات في المؤ.ص.م من خلال طبيعة سلطة المدير والمالك داخلها، حيث يتمتع بالسلطة المطلقة تقريباً وهذا ما يشكل مزيجاً من القوة المالية والإدارية، هذا السلوك يؤثر بشدة على معالجة ونشر المعلومات، وبالتالي فعدم تماثل المعلومات هذا سيفرض تكاليف الوكالة على المؤ.ص.م.

وبذلك يعد غياب المعلومات المقدمة من طرف المؤ.ص.م أو عدم شفافيتها من الخصائص التي تتميز بها هذه المؤسسات نظرا لطبيعتها الخاصة تجاه نظام المعلومات وهيكل الملكية، ومنه قد تنشأ علاقة بين المؤ.ص.م والبنوك تأخذ جوهرها من اتفاقية القرض، ولكن تتأثر هذه العلاقة بدرجة شفافية المعلومات المقدمة من المؤ.ص.م للبنوك نظرا لتعارض الأهداف بينهما. حيث أن المؤ.ص.م ترى بأن البنوك متشددة من حيث حجم المعلومات التي تطلبها والتي لا تراعي خصوصيتها، بينما تؤكد البنوك أن ذلك يعود إلى ضعف الإدارة في إنتاج وتبليغ معلومات شفافة مرتبطة مع طبيعة القرض المطلوب.

وفي إطار التجربة الجزائرية فقد يلاحظ أن منظومة المؤ.ص.م تمتاز بدرجة كبيرة من عدم تماثل المعلومات في علاقاتها التمويلية وذلك بسبب عدم توفر سوق مالي فعال يحفز المؤسسات الاقتصادية على الإفصاح الدوري والدقيق لقوائمها المحاسبية المالية، وهو ما قد يشكل عائقا أمام حصولها على القروض البنكية، وما قد يدعم ذلك هو نتائج الإحصاء الاقتصادي الأول الذي تم إنجازه من طرف الديوان الوطني للإحصائيات لسنة 2011، تبين أن حوالي 59% من مالكي المؤسسات محل الدراسة يعتبرون أن مدى توفر الموارد المالية يعد عاملا مهما في اتخاذ القرارات الأولية للاستثمار، كما أن التمويل الذاتي يعد أهم مصدر مالي للمؤسسات الاقتصادية عموما والمؤ.ص.م بشكل خاص، حيث أن هذا الإحصاء أظهر أن نسبة 3.3% فقط من المؤسسات تعتبر القروض كمصدر أساسي للتمويل، في حين أن نسبة 83,2% من المؤسسات الاقتصادية تعتمد على التمويل الذاتي. إضافة إلى أن نسبة 22.1% فقط من المؤسسات التي توظف من 50 إلى 259 عاملا قد تحصلت من قبل على قروض بنكية.

### أولا: الإشكالية

على ضوء ما سبق تتمحور إشكالية الدراسة حول سبب عدم اعتماد المؤسسات الاقتصادية عموما والمؤ.ص.م الجزائرية العاملة في ولاية سطيف بوجه خاص على القروض البنكية، وكذا حول معرفة العوامل التي تتحكم في قرارات التمويل فيها وهذا في ظل عدم تماثل المعلومات الذي يميز العلاقة بينها وبين البنوك. من خلال محاولة الإجابة عن الإشكالية الموالية:

هل يمكن لنظرية الإشارة تفسير العوامل المحددة لقرارات التمويل على مستوالمؤ.ص.م الجزائرية؟

ثانياً: فرضيات الدراسة

للإجابة على الإشكالية الرئيسية والأسئلة الفرعية يمكننا طرح الفرضيات التالية:

الفرضية الأولى: H1 يمكن تفسير قرارات التمويل في المؤ.ص.م وفقاً لنظرية الإشارة بالاعتماد على المعايير المتعلقة بالحجم، المعايير المتعلقة بسمعة المؤسسة. تتجزأ هذه الفرضية إلى الفرضيات الفرعية التالية:

الفرضية الفرعية الأولى: H1-1 تعتبر زيادة حجم إجمالي الأصول يعتبر كإشارة جيدة مما يؤدي إلى زيادة نسبة الأموال المقترضة في الهيكل المالي للمؤ.ص.م الجزائرية.

الفرضية الفرعية الثانية H1-2 تعد زيادة حجم المبيعات كإشارة إيجابية في زيادة نسبة الاقتراض في الهيكل المالي.

الفرضية الثانية: H2 يمكن تفسير قرارات التمويل في المؤ.ص.م وفقاً لنظرية الإشارة بالاعتماد على المعايير المتعلقة بسمعة المؤسسة، والممثلة بحجم قيمة الموردون والحسابات الملحقمة.

الفرضية الثالثة: H3 يمكن تفسير قرارات التمويل في المؤ.ص.م وفقاً لنظرية الإشارة بالاعتماد على مجموعة من النسب، حيث تعتبر كإشارة عن القدرة الاقتراضية. تتجزأ هذه الفرضية إلى الفرضيات الفرعية التالية:

الفرضية الفرعية الأولى: H3-1 إن زيادة قيمة نسبة السيولة العامة (أكبر من 1) يعتبر كإشارة جيدة عن قدرتها على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل والاستمرار في نشاطها مما يؤدي إلى زيادة نسبة الأموال المقترضة في الهيكل المالي للمؤ ص م الجزائرية.

الفرضية الفرعية الثانية H3-2 إن انخفاض نسبة القدرة على التسديد (أقل من 3) يعتبر كإشارة إيجابية عن قدرتها على تمويل استثماراتها الجديدة وتسديد ديونها بالاعتماد على الموارد الذاتية مما يؤدي إلى زيادة نسبة الاقتراض في الهيكل المالي.

الفرضية الفرعية الثالثة H3-3 زيادة قيمة المردودية المالية للمؤسسة يعبر على قدرتها على تحقيق الأرباح بصفة دائمة في إطار نشاطها وهو إشارة إيجابية في زيادة نسبة الاقتراض في الهيكل المالي.

### ثالثا: منهجية الدراسة

اعتمدنا في دراستنا على المنهج الوصفي التحليلي باتباع أسلوبين متكاملين، يتمثل الأول في اللجوء إلى المصادر المكتبية ومختلف الدراسات عبر الشبكة العنكبوتية من أجل توثيق المداخل العلمية التي عالجت موضوع نظرية الإشارة كمدخل مفسر لتمويل المؤ.ص.م بالقروض البنكية. أما الأسلوب الثاني فهو دراسة قياسية باستخدام بيانات البانل من خلال تطوير نموذجين تطبيقيين، يهتم الأول بدراسة المتغيرات المتعلقة بسمعة المؤسسة مقاسة بقيمة قروض الموردين وحجمها ممثلا بحجم الأصول ورقم الأعمال خارج الرسم والنتيجة الصافية للأنشطة العادية، كإشارة على زيادة القدرة الاقتراضية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة محل الدراسة. أما النموذج الثاني فيهتم بدراسة مجموعة من النسب المعبرة على سمعة المؤسسة كنسبة السيولة العامة ونسبة القدرة على التسديد والمردودية المالية كإشارة على زيادة القدرة الاقتراضية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة محل الدراسة.

### رابعا: أهمية الدراسة

تتمثل أهمية الدراسة فيما يلي:

- أهمية متغيرات الدراسة في حد ذاتها، فتمويل المؤ.ص.م يعتبر من أهم المواضيع التي تشغل الباحثين في الوقت الراهن، خصوصا ما تعلق بحصولها على التمويل البنكي؛
- استمرارية الموضوع ودائميته، فموضوع حصول المؤ.ص.م على الأموال من المصادر المختلفة يعد عنصرا لا يمكن الاستغناء عنه ويفرض نفسه باختلاف الزمان والمكان؛
- للدراسة علاقة مباشرة بالاقتصاد الوطني إذ أنها تضم جانبا تطبيقيا له أثر مباشر على الاقتصاد الجزائري وبالضبط عنصر تمويل المؤ.ص.م، وهو ما حفزنا على إعداد هذه الدراسة التي يمكن أن تسمح لنا بوضع تصورات ومقترحات لما يمكن اعتماده كإجراءات لتطوير قدرة المؤ.ص.م على التمويل من البنوك في ظل عدم تماثل المعلومات الذي يعاني منه الاقتصاد الجزائري.

### خامسا: هدف الدراسة

تهدف من خلال هذا البحث إلى تفسير قرارات التمويل في المؤ.ص.م الجزائرية بالاعتماد على نظرية الإشارة من خلال نموذجين رئيسيين أولهما يتمثل في دراسة وتحليل طبيعة العلاقة بين المعايير المتعلقة بحجم المؤسسة (المثلة بمجموع الأصول الجارية والأصول غير الجارية ورقم الأعمال خارج الرسم والقيمة المضافة

للاستغلال وإجمالي فائض الاستغلال والنتيجة الصافية للأنشطة العادية) والمعايير المتعلقة بسمعة المؤسسة الممثلة بقيمة الموردون والحسابات الملحقه (كمؤشرات للدلالة على القدرة الاقتراضية للمؤ ص م الجزائرية) كمتغيرات مفسرة ونسبة الاقتراض في الهيكل المالي كمتغير تابع (للدلالة على قرارات التمويل في المؤ.ص.م الجزائرية) لمجموعة مكونة من 195 مؤ ص م خلال الفترة من 2015 إلى غاية 2019، بالاعتماد على بيانات البنابل. أما ثانيهما فيتمثل في دراسة وتحليل طبيعة العلاقة بين نسبة الاقتراض كمتغير تابع ومجموعة من النسب المعبرة عن سمعة المؤسسة ممثلة في نسبة السيولة العامة ونسبة الملاءة ونسبة القدرة على التسديد ونسبة وزن الأعباء المالية والمردودية المالية ومعدل الربحية الإجمالي كمتغيرات مفسرة لمجموعة مكونة من 164 مؤ.ص.م خلال الفترة من 2015 إلى غاية 2019 بالاعتماد على بيانات البنابل أيضا.

### سادسا: أسباب اختيار موضوع البحث

تم اختيار موضوع الدراسة لعدة أسباب والمتمثلة فيما يلي:

#### أسباب ذاتية:

- الرغبة في إثراء المعلومات حول موضوع الدراسة والتعمق فيه؛
- امتلاك الطالبة لخلفية معرفية في مجال تمويل المؤ.ص.م نظرا لدراستها تخصص مالية المؤسسة؛

#### أسباب موضوعية:

- إشكالية تمويل المؤ.ص.م بالقروض البنكية في ظل عدم تماثل المعلومات بينها وبين البنوك موضوع حديث خاصة بعد ظهور أهمية هذا النوع من المؤسسات؛
- معرفة وضعية العلاقة الاقتراضية للمؤ.ص.م الجزائرية والبنوك؛
- السعي للوقوف على مدى تأثير عدم تماثل المعلومات بين مديري المؤ.ص.م ومديري البنوك في قرار منح القرض من عدمه.

### سابعا: مجال وحدود الدراسة

في حدود ما أتيج من جهد فإن مجال وحدود هذه الدراسة قد طبقت في الأطر التالية:

**الحدود المكانية:** أجريت هذه الدراسة على مجموعة من المثلثات ص.م الناشطة بالقطاع الصناعي بولاية سطيف، حيث تم الحصول على البيانات الخاصة بها من المركز الوطني للسجل التجاري، وقمنا بجمع بيانات الدراسة وحساب النسب الموجودة في نموذج الدراسة من خلال الاعتماد على الميزانيات وجدول حساب النتيجة المعلن عنها لدى المركز الوطني للسجل التجاري.

**الحدود الزمانية:** تمكنا من جمع البيانات المالية والمحاسبية لخمس سنوات متعاقبة ابتداء من سنة 2015 إلى غاية سنة 2019 لمجموعة من المثلثات ص.م. تتكون من 195 مؤسسة للنموذج الأول و161 مؤسسة للنموذج الثاني. ومعيار اختيار هذه العينة دون غيرها هو إمكانية الحصول على المعلومة فقط من ولاية سطيف، اخذنا بعين الاعتبار أن ولاية سطيف تعد من بين الولايات الرائدة وطنيا في مجال المثلثات ص.م. معلى اعتبار أنها تحتل المركز الخامس وطنيا.

### ثامنا: الدراسات السابقة

**الدراسة الأولى:** قام بها Leonardo et Clara سنة 2001 وهي عبارة عن مقال تم نشره بمجلة جامعة Universidad Carlos III de Madrid بعنوان -the new approaches to the analysis of the capital structure of SME's: empirical evidence from Spanish firms- أجريت على عينة مكونة من 410 مؤسسة صغيرة ومتوسطة في اسبانيا لتحديد العوامل المحددة للهيكل التمويلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في اسبانيا، وارتكزت دراستهما الميدانية على دور نظرية الوكالة والإشارة ونظرية ترتيب مصادر التمويل في تفسير محددات الهيكل المالي. حيث قام الباحثان بتحديد العوامل المحددة للهيكل المالي ضمن ثلاث مجموعات أساسية وهي المعايير المتعلقة بالحجم، والمعايير المتعلقة بسمعة المؤسسة والمعايير المتعلقة بخصائص العلاقة بين المقرض والمقترض. وعلاقتها بنسبة الأموال المقترضة. أكدت الدراسة على عدم وجود ارتباط واضح بينها وبين نسبة الأموال المقترضة كما كان مفترضا حسب نظرية الإشارة.

**الدراسة الثانية:** قام بها ydriss ziane سنة 2004 بعنوان: هيكل الديون في المثلثات ص.م.الفرنسية -الدراسة -La structure d'endettement des PME francaises: une étude sur données de panel internationale P.M.E. -خلال الفترة ما بين 1991-1998. وهي عبارة عن مقال تم نشره بمجلة Revue internationale P.M.E.وقد شملت الدراسة عينة من المثلثات ص.م.الفرنسية. تمثلت متغيرات الدراسة فيهيكل الديون أي (مجموع الديون المالية مقارنة بإجمالي الأصول)، متغير الحجم وتم قياسه بحجم العمال، قياس عمر

الشركات، لكل سنة، بواسطة متغير ممثل للعمر. يمثل هذا المؤشر رأسمال المعلومات الموجود في الشركة، يتم قياس أداء المؤسسة من خلال نسبة الربحية يتم تعريف حقوق الملكية على أنها النتيجة الصافية مقارنة بحقوق الملكية للشركة. تمت الدراسة من خلال دراسة قياسية تحليلية لهيكل الديون باستخدام نموذج البيانات المقطعية (بيانات البانل). توصلت الدراسة إلى تأكيد وجود استراتيجية للإشارة في تكوين القروض البنكية لعينة من 2267 مؤصم فرنسية وهذا بالاعتماد على مؤشرات أخرى مثل هيكل الأصول، التمويل الداخلي، السمعة أمام الشركاء التجاريين، والنمو.

**الدراسة الثالثة:** دراسة تمويل المشاريع الصغيرة والمتوسطة –محددات طلب القرض المصرفي- Financing of small and medium enterprises (SMEs) determinants of bank loan application- من إعداد الباحثين خالد عبد الصمد، كلثوم عبد الوهاب سنة 2014 وهي عبارة عن مقال تم نشره بمجلة African Journal of Business Management، حيث تم طرح إشكالية الدراسة كما يلي: ماهي العوامل التي تحدد طلب القرض المصرفي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة؟ وتمثلت في أربعة عوامل رئيسية هي رأس المال البشري والمؤسسة واستراتيجية العمل وعدم تماثل المعلومات وهذا ما تضمنه الجزء النظري للدراسة. تم إجراء مسح للمؤصم.م المختارة البالغ عددها 530 بناء على حجم المؤسسة من (1-50 موظفا) تنتمي لقطاعات مختلفة من الاقتصاد. وتم جمع 364 استبيانا صالحا للدراسة. وتمثل الهدف الرئيسي للورقة البحثية في تطوير نموذج قرض مصرفي يعتمد على قابلية التطبيق، ثم تطوير النموذج باستخدام طريقة كمية مقترنة بنتائج اختبار استنتاجي افتراضي مطبق على البيانات الأولية لطلبات القروض التي تم جمعها من الاستبيانات. وأشارت نتائج الإنحدار إلى أن خبرة المالك ليس لها علاقة كبيرة بميل المؤسسة للتقدم بطلب للحصول على قرض مصرفي. كما أن المستوى التعليمي للمالك وحجم المؤسسة والضمانات وفائدة القروض مرتبطة بشكل سلبي بميل المؤسسة للتقدم بطلب الحصول على قرض مصرفي. وتبين أن خطة عمل المؤسسة وقصر مدة العلاقة مع البنوك والمصارف ترتبط بشكل إيجابي بتقدم المؤسسة بطلب للحصول على قرض مصرفي.

تاسعا: أوجه التشابه والاختلاف للدراسة مع الدراسات السابقة

أوجه التشابه:

- تم إجراء الدراسات السابقة على مجموعة من المؤ.ص.م وكذلك الأمر بالنسبة لدراستنا؛
- جاءت نسبة الافتراض كمتغير تابع في كل الدراسات وكذلك الأمر بالنسبة لدراستنا، وقد تشابهت دراستنا في بعض المتغيرات المفسرة مع الدراسات السابقة.

أوجه الاختلاف:

- اختلاف مكان إجراء الدراسة حيث تم إجراء دراستنا على مجموعة من المؤ.ص.م العاملة في ولاية سطيف بالجزائر في حين تم إجراء الدراسات السابقة في كل من دولة إسبانيا وفرنسا وليبيا على الترتيب؛
- اختلاف زمان إجراء الدراسة.

عاشرا: هيكل البحث

جاءت هذه الدراسة في خمسة فصول مرتبة حسب عنوان الدراسة كما يلي:

الفصل الأول الذي ضم قرارات التمويل في المؤسسات الاقتصادية من خلال إستعراض قرارات اختيار الهيكل المالي للمؤسسات الاقتصادية، ومصادر الهيكل التمويلي وكذا محددات قرارات التمويل في المؤسسات الاقتصادية.

الفصل الثاني ضم مختلف النظريات المفسرة لقرارات التمويل في المؤسسات الاقتصادية في ظل عدم تماثل المعلومات وتم التطرق فيه إلى النظريات المفسرة للهيكل التمويلي للمؤسسات الاقتصادية. وعلاقة المؤسسات الاقتصادية بالبنوك وعدم تماثل المعلومات. والنظريات الحديثة (نظرية ترتيب اختيار مصادر التمويل والإشارة والوكالة) كمدخل مفسر لقرارات التمويل في ظل عدم تماثل المعلومات.

الفصل الثالث ضم نظرية الإشارة كمدخل مفسر لتمويل المؤ.ص.م.موتم التطرق فيه إلى مفاهيم عامة حول المؤ.ص.م.ومصادر تمويلها. ومحددات الهيكل التمويلي للمؤ.ص.م.موتم نظرية الإشارة.

الفصل الرابع ضم واقع تمويل المؤ.ص.مفي الجزائر وتم التطرق فيه إلى تعريف المؤ.ص.م. محسب القانون الجزائري ومراحل تطورها وكذا مصادر الأموال للمؤ.ص.م.الجزائرية ومحددات قرارات تمويلها.

الفصل الخامس ضم تفسير قرارات تمويل المؤ.ص.م.بالقروض البنكية في الجزائر حسب نظرية الإشارة وتم تم التطرق فيه إلى مختلف الدراسات السابقة. ثم صياغة الفرضيات وبناء نموذج الدراسة وتعريف النموذج الخاص بالدراسة. وأخيرا عرض نتائج الدراسة.

### الحادي عشر: صعوبات البحث

واجهتنا العديد من العراقيل لإنجاز بحثنا من أهمها نقص المعلومات المتعلقة بالبيانات المالية والمحاسبية الخاصة بالمؤ.ص.م، حيث قمنا بالاعتماد على البيانات المستخرجة من المركز الوطني للسجل التجاري نظرا لعدم وجود مصادر أخرى من شأنها توفير أحدث البيانات حول المؤ.ص.م. إذ أن الجزائر لا تتوفر على بنك للمعلومات المحاسبية والمالية لمختلف المؤسسات الناشطة في مختلف القطاعات عكس ما هو موجود لدى الدول المتقدمة، وقد تحصلنا على هذه المعلومات بعد تعهدنا بأن استعمالها لا يمس بمبدأ السرية الذي يحرص عليه المركز الوطني للسجل التجاري على اعتبار أنه لن يتم إظهار أسماء المؤسسات في نتائج الدراسة الميدانية. وبعد تحصلنا عليها كانت في شكلها الخام، مما استوجب إعادة ترتيب بياناتها، وتبويبها حسب قطاعها الاقتصادي حيث أن دراستنا ارتكزت على المؤسسات الناشطة في القطاع الصناعي وهذا من خلال التنقيب عنها في المواقع الالكترونية للمؤسسات وهو ما استغرق وقتا وجهدا كبيرين. كما واجهتنا صعوبات كبيرة في دراسة الحالة في جانب الاقتصاد القياسيو استعمال البرامج الإحصائية واجراء الخطوات الصحيحة واختيار النموذج الملائم.

---

# الفصل الأول

## قرارات التمويل في المؤسسات الاقتصادية

---

### تمهيد

يعتبر الهيكل التمويلي من بين أكثر المفاهيم تعقيدا عند اتخاذ القرارات المالية وذلك بسبب علاقته المتداخلة مع بعض المفاهيم المالية الأخرى، فاتخاذ قرارات مالية غير جيدة فيما يخص الهيكل المالي للمؤسسة يمكن أن ينتج عنه تكلفة عالية، وعليه من بين المهام التي تقع على عاتق المدير المالي ليس فقط التعرف على مصادر الأموال بل أيضا حصوله عليها بأفضل الشروط التي تحقق إما أكبر عائد ممكن أو أقل تكلفة ممكنة. أي التوصل إلى الهيكل التمويلي المثالي الذي يمكن المؤسسة من تحقيق أهدافها النهائية وهي تعظيم قيمة المؤسسة، وهذا لا يتأتى إلا من خلال التعرف على مصادر الأموال ومحاولة الحصول عليها بأفضل الشروط وأقل التكاليف من خلال محاولة الحصول على كافة المعلومات الخاصة بمصادر التمويل مع الاطلاع على خصائصها وتكاليف الحصول عليها بهدف تمويل الاحتياجات الجارية والعمليات الاستثمارية للمؤسسة، مع ضرورة التخطيط بدقة لمعرفة الاحتياجات الفعلية الخاصة بدورتي الاستغلال والاستثمار.

ويعد قرار التمويل من بين أهم القرارات وأكثرها حساسية بالنسبة للمؤسسات الاقتصادية ومازال يمثل جدلا واسعا خصوصا فيما يتعلق بالعوامل المؤثرة فيه، وتأثيره على العائد والمخاطر.

وعليه سنحاول أن نتطرق في هذا الفصل إلى كل من القرارات المالية بالمؤسسات الاقتصادية ومصادر تمويل المؤسسات الاقتصادية ومحددات قرارات التمويل فيها، وذلك بتقسيمه إلى المباحث التالية:

**المبحث الأول: قرارات اختيار الهيكل المالي للمؤسسات الاقتصادية**

**المبحث الثاني: مصادر هيكل التمويل**

**المبحث الثالث: محددات قرارات التمويل في المؤسسات الاقتصادية**

### المبحث الأول: قرارات اختيار الهيكل المالي للمؤسسات الاقتصادية

تعتبر وظيفة اتخاذ القرارات جوهر العملية الإدارية في المؤسسات حيث أن الإدارة التي لا تمارس اتخاذ القرار يوميا لا يمكن أن نسند لها صفة الإدارة. وبما أن حاجة المؤسسة للأموال عملية متجددة تبدأ مع انطلاقها في نشاطها وتستمر باستمراريتها، يتوجب على المدير المالي تحديد احتياجاتها المالية بدقة مع تحديد سبل جمعها، وكيفية استخدامها، كما أنه على المؤسسة أن تأخذ بالحسبان كافة المخاطر المرتبطة بمشاريعها وأهمها المخاطر المادية. وهذا ما يعرف باتخاذ القرارات المالية. على الرغم من عدم وجود نموذج موحد لتشكيل القرار المالي. وعليه سنتعرض في هذا الجزء من دراستنا إلى مختلف المفاهيم حول التمويل والقرارات المالية، والهيكل التمويلي الأمثل.

### المطلب الأول: القرارات المالية في المؤسسات الاقتصادية

تشير القرارات المالية إلى القرارات المرتبطة بتمويل المشاريع من حيث حجم الأموال التي ينبغي استثمارها لتحقيق الأهداف النهائية المسطرة من طرف صاحب المشروع وعليه سنتطرق في هذا الجزء من الدراسة إلى تعريف قرار التمويل وأنواع القرارات المالية.

### الفرع الأول: قرار التمويل

#### أولا: تعريف القرار المالي

يعرف القرار المالي على أنه "القرار الذي يشمل عدة قرارات كالاختيار بين إعادة استثمار السيولة الفائضة وتوزيع الأرباح، والاختيار بين التمويل الداخلي (التمويل الذاتي) والتمويل الخارجي". (دباش و جمام ، 2015، صفحة 71) وهو من القرارات الاستراتيجية للمؤسسات نظرا لتأثيره في نشاط المؤسسة ونتائجها، ذلك لأنه يُعنى أساسا بالطريقة التي يتم بها المفاضلة بين مختلف مصادر التمويل لتغطية احتياجات المؤسسة المالية. وحتى تحصل المؤسسة على أنسب مزيج تمويلي يحقق أهدافها، ستسعى إدارتها المالية نحو معرفة خصائص مصادر التمويل وطرق الحصول عليها، ويُراعى في ذلك اختلاف متطلبات هيكل التمويل من مؤسسة لأخرى.

ورغم تعدد الاختيارات التمويلية للمؤسسة، إلا أن التركيز لا يزال منصبًا على قرار المفاضلة بين الأموال الخاصة والأموال المقترضة في التمويل، لما لهذا التقسيم من تأثير على عنصرين أساسيين في نشاط المؤسسة، هما العائد والمخاطر. (حركاتي، 2015، صفحة 46)

يهتم المدير المالي قبل اتخاذه للقرار التمويلي وبعده بالتأكد من أن الأموال المطلوبة يمكن:

- توفيرها في الوقت المناسب؛
- توفيرها خلال فترات زمنية متناسبة؛
- توفيرها بأقل تكلفة ممكنة؛
- استثمارها في المجالات الأكثر فائدة.

إذا ما كانت أهداف المؤسسة هي تعظيم القيمة السوقية لها، فإن تحقيق هذه النتيجة مرتبط بثلاثة قرارات تتمثل فيما يلي: قرار الاستثمار، قرار التمويل، قرار توزيع الأرباح. (aswath, 2006, p. 36) هذه القرارات متعلقة بعمليات المؤسسة الداخلية (بيئة داخلية) ولكنها ترتبط بالبيئة الخارجية للمدير المالي.

### الفرع الثاني: أنواع القرارات المالية

تتمثل فيما يلي:

#### أولاً: قرارات التمويل

تعد قرارات التمويل من القرارات المعقدة التي تتخذها الإدارة المالية وتتعلق أساساً بكيفية الحصول على الأموال اللازمة للاستثمار، أي اختيار المزيج التمويلي (هيكل رأس المال) الذي يعظم ثروة الملاك والقيمة السوقية للسهم. ويتم ذلك بتخفيض تكاليف الحصول على مصادر التمويل. وفق الافتراض الذي ينص على أنه كلما انخفضت تكلفة التمويل الناتجة عن خلق أفضل مزيج تمويلي لمصادر التمويل كلما ارتفعت القيمة السوقية للسهم. وعلى ضوء ما سبق يجب على الإدارة المالية أن تحدد النسبة المثلى لكل نوع من مصادر التمويل مع الأخذ بعين الاعتبار معدل العائد على الاستثمار المتوقع تحقيقه وتكلفة التمويل. (الزبيدي، 2006، الصفحات 58-59)

### ثانيا: قرارات الاستثمار

وهي القرارات الخاصة بحجم الاستثمار، وفي أي نوع من الأصول هذه القرارات تحدد حجم وتكوين هيكل أو محفظة أصول المؤسسة. وتعد من بين أصعب القرارات وأهمها نظرا لتعدد العملية الاستثمارية. ونعني بالاستثمار استخدام رأس المال لتمويل مشروع معين بغية تحقيق أرباح مستقبلية، بحيث يكون الاستثمار مقبولا إذا توفرت فيه الشروط المعمول بها مع تحقيقه للأرباح التي تم التنبؤ بها. ومن هنا يمكن القول بأنه لقبول استثمار معين يجب أن تكون العوائد المنتظرة من هذا المشروع أكبر من تكلفة الأموال المستثمرة فيه. (قريشي و بن ساسي ، 2011، صفحة 335)

### ثالثا: قرارات توزيع الأرباح

وهي القرارات الخاصة بتوزيع الأرباح لحملة الأسهم. (عبد الوهاب ، 2008، صفحة 21) وتقوم المؤسسة باتباع سياسة توزيع الحصص أو الأرباح حسب وضعها المالي أو الاقتصادي وتكون هذه السياسة كالاتي:

- توزيع كل الأرباح للمساهمين نقدا؛
- احتجاز كل الأرباح لغرض التمويل الذاتي؛
- أو أن تلجأ إلى احتجاز جزء من الأرباح المحققة وتوزيع الباقي على المساهمين. (العامري و الصياح، 2003، صفحة 25)

فالقرارات المتعلقة بالتمويل واختيار مصادر التمويل تعتبر من القرارات المعقدة التي ينبغي على المدير المالي قبل أن يتخذ قرارا بهذا الخصوص دراسته دراسة جيدة ومتأنية وبعد ذلك تتم عملية اتخاذ القرار خاصة وأنه يترتب على عمليات اتخاذ قرار التمويل مجموعة من النتائج أهمها:

- 1- تحديد المركز المالي للمؤسسة؛
- 2- تحديد المركز الائتماني للمؤسسة؛
- 3- تحديد ربحية المؤسسة؛
- 4- تحديد التزامات المؤسسة؛
- 5- تحديد انفاقها الاستثماري أو انفاقها الرأسمالي. (اللحام، 2014، صفحة 317)

### المطلب الثاني: عموميات حول التمويل

يعد التمويل مهما جدا لكل كيان خاصة في بداية نشاطه، حيث يجب على صاحب المشروع أن يقوم بالبحث عن مصادر تمويل مناسبة لمشروعه من أجل الوصول إلى أهدافه المسطرة. وعليه سيتم في هذا الجزء من الدراسة التطرق إلى التمويل من حيث المفهوم ومجالاته الرئيسية، أهميته وكذا أنواعه ومخاطره.

### الفرع الأول: تعريف التمويل ومجالاته الرئيسية

#### أولاً: تعريف التمويل

لغة: " التمويل لغة هو الإمداد بالمال، ويقال إنك "تمولت بمعنى كثر مالك، ومولته بمعنى أعطيته المال". (بن هادية ، 1991، صفحة 989)

اصطلاحاً: يمكن تعريف التمويل اصطلاحاً كما يلي:

التعريف الأول: وحسب قاموس أكسفورد فإن كلمة تمويل تعني "إدارة الأموال". ويعرفها قاموس ويستريز التاسع Webster's Dictionary للجامعة بأنه "علم دراسة الأموال". (aswath, 2006, p. 2)

التعريف الثاني: "هناك معنى عام للتمويل ويعني تدبير الأموال اللازمة للقيام بالنشاط الاقتصادي". (عبد الحميد، 2008، صفحة 165)

التعريف الثالث: "التمويل في المنشآت الاقتصادية الهادفة للربح هو الحصول على الأموال من مصادرها المختلفة لتوظيفها (استثمارها) في مجالات معينة لتعظيم قيمة المنشأة السوقية". (العساف و سمحان ، 2015، صفحة 36)

التعريف الرابع: "يعرف التمويل بأنه الإمداد بالأموال في أوقات الحاجة إليها، وهذا التعريف يتكون من العناصر التالية:

- تحديد دقيق لوقت الحاجة له؛
- البحث عن مصادر للأموال؛
- المخاطر التي تعترض أي نشاط يزاوله الإنسان". (الحاج، 2002، صفحة 21)

## الفصل الأول: قرارات التمويل في المؤسسات الاقتصادية

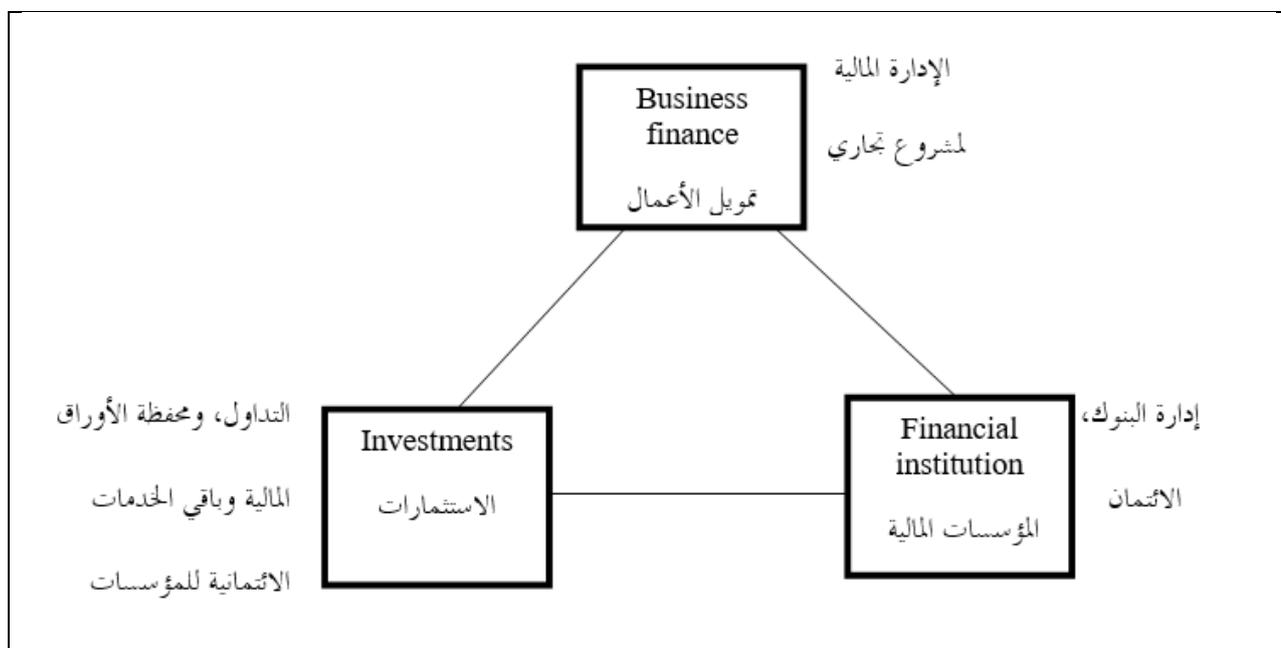
**التعريف الخامس:** "بعبارة أوسع، التمويل هو تخصيص الأموال بين أصحاب الفائض (أموال فائضة) وأولئك الذين يحتاجون إليها (أصحاب العجز). وبشكل أكثر تحديدا كيف يمكن لأصحاب العجز الحصول على هذه الأموال وما هي شروط الحصول عليها". (laurece booth & sean cleary, 2013, p. 3)

من هذه التعاريف يمكن أن نقول: بأن التمويل هو عملية توفير الأموال اللازمة في حالة الحاجة إليها مثل الرغبة في تجسيد المشاريع الجديدة أو الرغبة في تطوير أو إتمام المشاريع الموجودة فعلا على أرض الواقع.

### ثانيا: مجالات التمويل الرئيسية

يمكننا أن نفرق بين ثلاثة مجالات رئيسية للتمويل نوضحها في الشكل الموالي:

الشكل رقم (1-1): مجالات التمويل الرئيسية



Source:(laurece booth & sean cleary, 2013, p. 3)

يوضح الشكل السابق مجالات التمويل الرئيسية، حيث يمكن أن نلاحظ بأن التمويل يوجه إلى مختلف المشاريع التجارية حيث يتم إدارته لتحقيق الأرباح والعوائد. كما يوجه أيضا من البنوك والمؤسسات المالية، ويوجه التمويل إلى الاستثمارات الضخمة مثل شراء الأوراق المالية للتداول في سوق الأوراق المالية.

### ثالثا: أنواع التمويل

يمكن النظر للتمويل من عدة زوايا والتي ترصد من خلالها أنواع التمويل:

**1- حسب مدة الاستحقاق:**

- أ- تمويل قصير الأجل: ويقصد به الأموال التي لا تزيد فترة استعمالها عن سنة بالمبالغ النقدية التي تخصص لدفع الأجور وشراء المواد والتوسع الموسمي وغيرها.
- ب- تمويل متوسط الأجل: وتتراوح مدته من سنة إلى خمس سنوات، موضوعه في الغالب تمويل المشتريات والمعدات والآلات.
- ت- تمويل طويل الأجل: ينشأ من الطلب على الأموال لتكوين رأس المال الثابت وتزيد مدته عن 5 سنوات مثل عمليات التوسيع. (يوسف، 2012، الصفحات 210-211)

**2- حسب مصدرها:**

- أ- تمويل داخلي: ويكون مصدره من المؤسسة نفسها أو مالكيها، مثل: بيع الأصول أو تأجيرها أو حجز الأرباح... الخ.
- ب- تمويل خارجي: ويكون مصدره من خارج المؤسسة مثل الاقتراض البنكي، التمويل التجاري، السندات... الخ. (الحاج، 2002، صفحة 26)

**3- حسب استخدامها:**

- أ- تمويل الاستغلال: يصنف إلى تلك المعاملات التي ترصد لمواجهة الاحتياطيات والمعاملات قصيرة الأجل والتي تتعلق بتنشيط الدورة الإنتاجية في المؤسسة.
- ب- تمويل الاستثمار: ويتمثل في الأموال المخصصة لمواجهة النفقات التي يترتب عنها خلق طاقة إنتاجية جديدة وتوسيع الطاقة الحالية للمشروع لاقتناء الآلات والتجهيزات وما يليها من العمليات التي تؤدي إلى زيادة التكوين الرأسمالي للمشروع. (يوسف، 2012، صفحة 212)

**4- حسب معيار الملكية: تنقسم إلى:**

- أ- أموال خاصة: وتنقسم إلى نوعين أساسيين:
- أموال داخلية المصدر: تحصل عليها المؤسسة من دورتها الاستغلالية وتعتبر عن قدرة المؤسسة على توليد الأموال التي تمكنها من تمويل نفسها بنفسها دون الحاجة إلى اللجوء إلى المصادر الخارجية لأي ما يعبر عنه بالتمويل الذاتي ومن أمثلتها الاهتلاكات، المؤونات والأرباح الصافية غير الموزعة ويعد هذا النوع

## الفصل الأول: قرارات التمويل في المؤسسات الاقتصادية

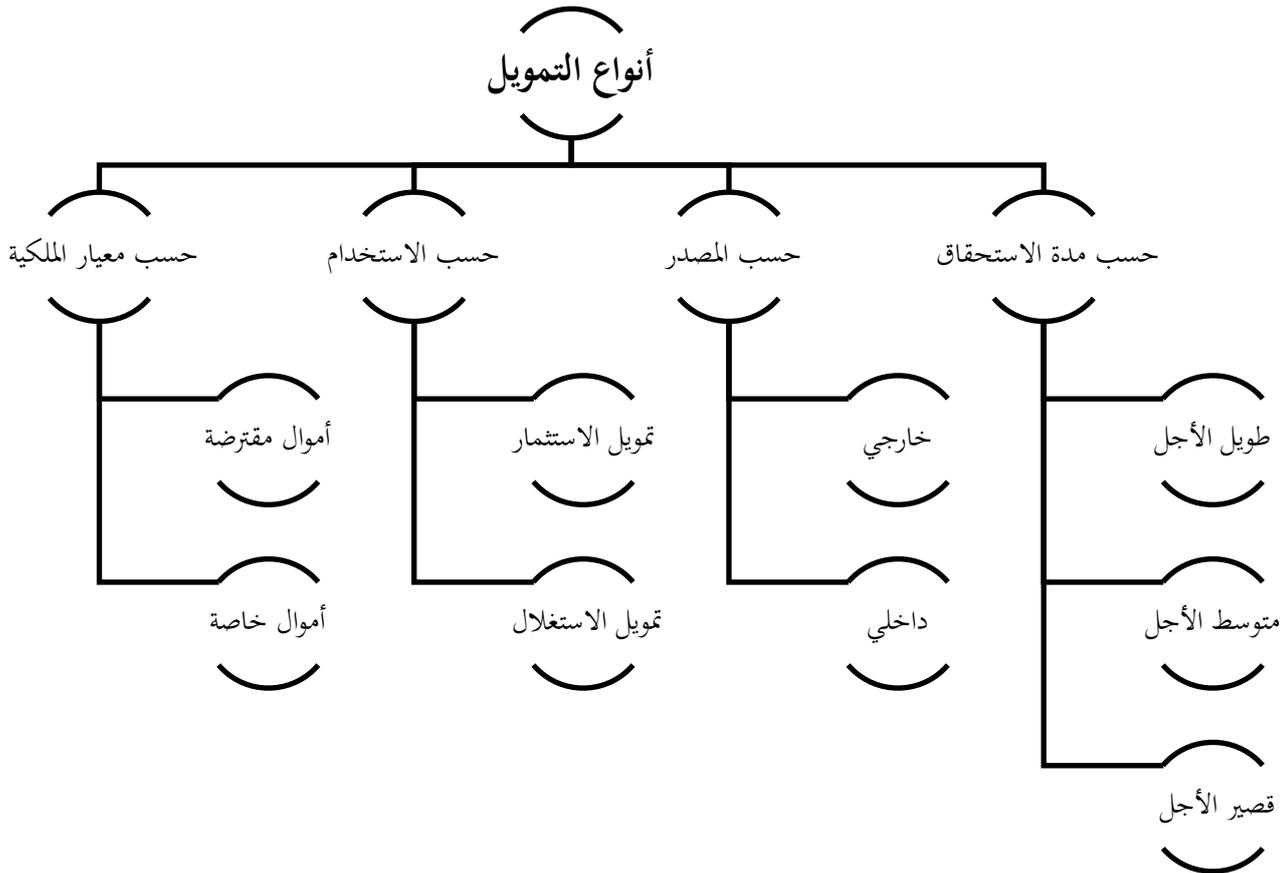
مكمل أساسي وضروري حيث أنه يجنب المؤسسة من اللجوء للاقتراض بمبالغ كبيرة. غير أنه ليس كافي لتمويل فرص الاستثمارات التي تتاح للمؤسسة.

- أموال خارجية المصدر: ويتعلق هذا النوع من التمويل بوجود سوق مالي تتداول فيه الأوراق المالية كالأسهم التي تعد من أهم أنواع التمويل طويل الأجل الذي تلجأ إليه المؤسسة كبديل لرفع رأسمالها دون اللجوء إلى الاقتراض. بالإضافة إلى الأسهم الممتازة.

ب- الأموال المقترضة: في حالة عدم كفاية الأموال الخاصة لتمويل عمليات المؤسسة أو عند رغبتها في تحقيق هدف معين تلجأ المؤسسات الاقتصادية للبنوك والمؤسسات المالية لتمويل استثماراتها عن طريق طلب الحصول على الاقتراض وقد قسمت مصادر التمويل في هذا الصدد إلى مصادر قصيرة الأجل وطويلة ومتوسطة الأجل. (بقاش و بن دادة ، 2019، الصفحات 56-61)

وستتطرق لهذه الأنواع بالتفصيل في الجزء المخصص لمصادر التمويل.

الشكل رقم (1-2): أنواع التمويل



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على ما سبق.

الفرع الثاني: الإحتياج التمويلي لدورة الإستغلال والاستثمار.

أولاً: الإحتياج التمويلي لدورة الاستثمار

من المنطقي أن تحتاج المؤسسة إلى تمويل أصولها الثابتة التي تظهر في الجانب الأيمن من الميزانية، حيث أن هذه الأصول قد تكون مادية مثل الآلات والأراضي والمباني، أو معنوية مثل شهرة المحل ونفقات البحث والتطوير، كما قد تكون مالية. (Mourgues, 1999, p. 17)

ومن المنظر المالي فإن أي نفقة تصرف سواء تولد عنها تدفقات نقدية أم لا تمثل استثماراً، وهذا المفهوم يعد أشمل من المفهوم المحاسبي. أما اقتصادياً فنعني بالاستثمار تكوين رأس مال إنتاجي (أصول مادية تمتلك بمرور الزمن ويتم التخلي عنها في حالة انخفاض قيمتها الاقتصادية) يمول دورة الاستغلال بهدف تصنيع المنتجات. (Hemici & conso , 2002, p. 38)

ثانياً: الإحتياج التمويلي لدورة الاستغلال

تعرف إحتياجات دورة الاستغلال لدى المؤسسة عادة بإحتياجات رأس المال العامل، وهي التي تتجدد بتجدد نشاط المؤسسة خلال كل مرحلة من مراحل دورة الاستغلال، وتتمثل في شراء المواد الأولية، ثم تخزينها بالمخزن، ثم تصنيع المنتجات التامة الصنع، وأخيراً بيعها. (sonlik, 2001, p. 57)

المطلب الثالث: مفاهيم حول الهيكل التمويلي

يعد اختيار الهيكل التمويلي **Financial structure** من بين القرارات المهمة المندرجة ضمن السياسة المالية للمؤسسة، فهي تحدد مصادر التمويل الخاصة بها، كما أن هناك عدة عوامل تؤثر على تحديد الهيكل المالي المناسب للمؤسسة. وعليه سنتطرق في هذا الجزء من الدراسة إلى مختلف المفاهيم العامة للهيكل التمويلي بالإضافة إلى التمييز بينه وبين هيكل رأس المال، وكذا الهيكل التمويلي الأمثل.

الفرع الأول: الهيكل التمويلي

اختيار الهيكل التمويلي يعتبر قراراً مهماً للسياسة المالية للمؤسسة، فهو يتعلق بتقرير الجزء النسبي (أو الحصة) للتمويل قصير الأجل والطويل الأجل أو التوزيع بين قروض الخزينة ورؤوس الأموال الدائمة، البعض يفضل اللجوء المنتظم للاقتراض قصير الأجل لأنه يمنح مزيداً من المرونة والبعض الآخر يفضل التمويل الدائم

لأنه أقل تكلفة. في الواقع هذه الأنواع من التمويل لم توجد إلا لأنه يوجد احتياجات، ومن المهم توافق نوع التمويل مع طبيعة واحتياجات الاستثمار. (sonlik, 2001, p. 180)

### أولاً: تعريف الهيكل التمويلي

يمكننا تعريف الهيكل التمويلي كما يلي:

**التعريف الأول:** يقصد بالهيكل التمويلي "تشكيلة المصادر التي حصلت منها المؤسسة على أموال بهدف تمويل استثماراتها". ومن ثم فإنه يتضمن كافة العناصر التي يتكون منها جانب الخصوم، سواء كانت تلك العناصر طويلة الأجل أو قصيرة الأجل. (الهندي م.، 2003، صفحة 527)

**التعريف الثاني:** الهيكل التمويلي هو مجموع الأموال التي تم بواسطتها تمويل أصول المؤسسة، وهو يتضمن التمويل المقترض والتمويل الممتلك وهما يشكلان الجانب الأيسر من الميزانية. أي أن الهيكل المالي يتكون من نوعين من التمويل هما التمويل المقترض الذي يضمن التمويل المقترض قصير الأجل، والتمويل المقترض طويل الأجل، والتمويل الممتلك الذي يضمن رأس المال المدفوع والأرباح المحتجزة. (العامري م.، 2009، صفحة 159)

**التعريف الثالث:** يعرف الهيكل التمويلي للمؤسسة بأنه هيكل مصادر التمويل يشمل جانب الخصوم وحقوق الملكية في قائمة الميزانية، كما يعرف على أنه الطريقة التي يتم من خلالها تمويل أصول المؤسسة، وأنه يتمثل في فقرات جانب الخصوم وحقوق الملكية من الميزانية، والذي يتضمن المديونية قصيرة الأجل (الخصوم المتداولة) والمديونية طويلة الأجل (الخصوم طويلة الأجل) وحقوق الملكية (الخرشة و النعيمي ، 2007، صفحة 138).

وتحدر الإشارة هنا إلى ضرورة التمييز بين هيكل الأصول والهيكل التمويلي وهيكل رأس المال (**capital structure**)، فهيكّل الأصول **Asset Structure** الجانب الأيمن من الميزانية، أي موارد المؤسسة التي ينبغي تمويلها، ويشير الهيكل التمويلي للمؤسسة إلى الجانب الأيسر من الميزانية أي تمويل الموارد أو الأصول التي تحتاج إليها المؤسسة أما هيكل رأس المال فيعني التمويل الدائم للمؤسسة والذي يتمثل في القروض طويلة الأجل والأسهم الممتازة وحقوق الملكية أي أن:

تركيبة الأصول = مجموع الأصول

تركيبة الخصوم = مجموع الخصوم ورأس المال

تركيبة الأموال الخاصة = القروض طويلة الأجل + الأسهم الممتازة + حقوق المساهمين (توفيق، 1986،  
الصفحات 301-302)

وعليه يمكن أن نقول بأن الهيكل التمويلي للمؤسسة هو توليفة من مصادر التمويل التي تختارها المؤسسة. ونجده في الجانب الأيسر للميزانية سواء كانت هذه المصادر قصيرة أو طويلة الأجل، مملوكة أو مقترضة.

### الفرع الثاني: الهيكل التمويلي الأمثل

يعرف الهيكل التمويلي الأمثل بأنه ذلك المزيج من الأموال الخاصة والأموال المقترضة الذي يجعل تكلفة التمويل المرجحة في أدنى حد ممكن، وإذا ما نجحت المؤسسة من تحقيق ذلك تمكنت من تعظيم ثروة المالكين، ويترتب على تحديد المؤسسة للهيكل المالي الأمثل المزايا الآتية:

- تخفيض تكلفة المزيج التمويلي؛
  - تعظيم العائد على الأموال الخاصة؛
  - تعظيم ثروة المالكين من خلال زيادة قابلية المنشأة على إيجاد فرص استثمارية جديدة.
- يتبين مما تقدم أعلاه بأن الهيكل المالي الأمثل يشكل مسألة على قدر كبير من الأهمية للإدارة المالية، الأمر الذي يتطلب منها تحديد هيكلها مالياً أمثل تستهدف منه تحقيق المزايا السابقة، فبموجب معايير المخاطرة، العائد، الكلفة، تحدد الحالة المثالية للهيكل المالي، وبما أن هذه المعايير تتأثر كثيراً بالتغيير الذي يحدث في الظروف البيئية باستمرار حتى تحافظ على الحالة المثالية للهيكل المالي، والتي ليست بالضرورة أن تكون نفسها على الدوام ولكنها الحالة المثالية وفقاً للمتغيرات البيئية. (العامري م.، 2009، صفحة 161)

### المبحث الثاني: مصادر التمويل

يتمحور هذا الجزء من الدراسة حول تحديد مختلف مصادر التمويل الممكنة للمؤسسة، وعرض أهم خصائص كل مصدر من هذه المصادر. وكما رأينا سابقا فإن معايير تصنيف أموال المؤسسات مختلفة ومتعددة، ونظرا لذلك فقد اعتمدنا على معيار يجمع بينها وهو معيار الملكية. على اعتبار أن المزيج التمويلي للمؤسسات الاقتصادية يتكون من الأموال الخاصة والأموال المقترضة كما يلي:

#### المطلب الأول: الأموال الخاصة

هي مجموعة الأموال التي تحصل عليها المؤسسة من عملياتها الجارية، وأهم ما يميزها هو بقاءها لمدة طويلة في خدمة المؤسسة.

#### الفرع الأول: التمويل الداخلي

##### أولا: التمويل الذاتي

#### 1- تعريف التمويل الذاتي:

يمكن تعريف التمويل الذاتي كما يلي: هو أهم مصدر لتمويل المؤسسة وبالخصوص في مرحلة إنشائها ونموها، لأنه يساهم في تقليل اللجوء إلى المصادر الخارجية، ومحفزا لجذب مصادر تمويل خارجية عند الحاجة إليها. ويمكن تعريفه بأنه " هو الأموال الداخلية للمؤسسة، والصادر عن نشاطها خلال فترة زمنية معينة، ويتم توجيهه إلى تمويل أصولها". (Coussergus, 1984, p. 23) ويعرف أيضا بأنه " مصدر لرؤوس الأموال الخاصة في المؤسسة والذي تستخدمه في نشاطها. ويتكون التمويل الذاتي من ثلاث عناصر أساسية هي مخصصات الاهتلاك، مخصصات المؤونات، الأرباح المحتجزة. (Dèpallens, 1987, p. 5)

أ- الأرباح المحتجزة: تعرف الأرباح المحتجزة بأنها ذلك الجزء من الفائض القابل للتوزيع الذي حققته المؤسسة من ممارسة نشاطها في السنة الجارية أو السنوات السابقة، ولم يدفع في شكل توزيعات والذي تعيد المؤسسة استثماره. (العزیز، 1998، صفحة 134). وفي هذا المجال تعرف النسبة المئوية للأرباح المحتجزة باسم نسبة الاحتجاز وهي النسبة المكتملة لنسبة التوزيع التي تشير إلى النسبة المئوية من أرباح المنشأة التي تحتجزها المؤسسة لأغراض استثمارها، وأن هذه النسبة تتغير عبر الوقت، وهذا يعني أن ارتفاع نسبة الاحتجاز يتيح

نمو الأرباح والمقسوم من المستقبل، وهو ليس المصدر الوحيد للنمو، إذ أن ازدياد العوائد على حق الملكية من خلال فرص أفضل لاستثمار رأس المال تؤدي إلى ذلك أيضا، وتمثل نسبة الاحتجاز بالآتي:

$$\text{نسبة الاحتجاز} = 1 - \text{نسبة التوزيع.}$$

تعتمد شركات الأعمال على الأرباح المحتجزة بصورة كبيرة كمصدر تمويل، والأرباح المحتجزة هي التمويل بالملكية الداخلي، وهو الأقل كلفة من إصدار الأسهم العادية، التمويل بالملكية الخارجي، ويعد التمويل بالملكية سواء كان داخلي أو خارجي عن طريق الأسهم العادية تمويل طويل الأجل. (العامري م.، 2009، صفحة 726)

ب- **الإهلاك**: عرفه النظام المحاسبي المالي "استهلاك المنافع الاقتصادية المرتبطة بأصل (تثبيت) مادي أو معنوي". (عطية ع.، 2011، صفحة 11). يعد الإهلاك احتجازا لجزء من الدخل سنويا، حيث وإلى غاية إنتهاء العمر الافتراضي للأصل يكون قد تجمع لدى المؤسسة قدرا من الأموال يكفي لإحلال ذلك الأصل بأصل آخر جديد. وبما أن قسط الإهلاك يعتبر احتجازا لجزء من الدخل. فإن صافي الربح الذي يظهر في قائمة الدخل لا يمثل صافي التدفق النقدي المتولد من العمليات، إذ ينبغي أن يضاف إليه الأموال المحتجزة لأغراض الإهلاك وهذا ما يمكن صياغته في المعادلة التالية:

$$\text{صافي التدفق النقدي} = \text{صافي الربح بعد الضريبة} + \text{قسط الإهلاك السنوي. (الهندي م.، 2003، الصفحات 40-39)}$$

ت- **المؤونات**: إضافة إلى الإهلاكات تعد المؤونات أيضا من مكونات التمويل الذاتي للمؤسسة، واستنادا لمبدأ الحيطة والحذر تكون المؤسسات ملزمة بتكوين مؤونات وتسجيلها بدفاتها المحاسبية. بغض النظر عما إذا كانت المؤسسة تحقق خسائر أو أرباح، وهذا حفاظا على صدق وضعية المؤسسة المالية.

### 2- مزايا وعيوب التمويل الذاتي:

كغيره من مصادر التمويل للتمويل الذاتي مزايا وعيوب نذكرها فيما يلي:

أ- **المزايا**: تتمثل فيما يلي:

- هو المصدر الأول والمستخدم لتكوين رأس المال بأقل تكلفة ممكنة؛

- عند طرح المؤسسة لأسهمها للبيع أو الاكتتاب فإن ذلك قد يرسل إشارة سالبة وهو ما يؤثر على مركز اتخاذ القرارات داخل المؤسسة. بالإضافة إلى استفادة بعض المساهمين من حق التدخل في إدارة المشروع، وبالتالي فهم يفضلون عدم توزيع أرباحهم لعدة سنوات؛
  - عدم توزيع الأرباح يعني المؤسسة من دفع الضريبة على الأرباح؛
  - جذب الموارد المالية الخارجية مثل الحصول على القروض البنكية.
- ب- العيوب: تتمثل فيما يلي:

- اقتطاع أقساط الاهتلاك المرتفعة وخصوصا في السنوات الأولى من نشاط المؤسسة قد يزيد من تكلفة السلع وهو ما يؤدي إلى زيادة أسعارها؛
- انخفاض حجم الأرباح الموزعة يؤدي إلى زيادة التمويل الذاتي وهو ما يؤدي إلى تخفيض الطلب على أسهم المؤسسة وبالتالي انخفاض قيمتها؛
- يؤدي الاعتماد على التمويل الذاتي إلى تعطيل توسيع المؤسسة ما يعني تفويت فرص استثمارية جيدة متاحة للمؤسسات بسبب قصر التمويل الذاتي على توفير الاحتياجات المالية اللازمة التي تتطلبها هذه الاستثمارات؛
- حرمان أصحاب الحقوق من الأرباح التي حققتها المؤسسة. (يوسف، 2012، الصفحات 238-239)

### ثانيا: التمويل من عوائد التنازل عن الاصول الثابتة

- يعد التمويل المتحصل عليه من بيع الأصول الثابتة موردا داخليا. حيث عند تنازل المؤسسة عن أحد أصولها تتحصل على تدفق نقدي يدخل كمورد تمويلي داخلي للمؤسسة. ويعود سبب التنازل على الاصول الثابتة داخل المؤسسة لسببين هما:

- التحديث: أي شراء أصول جديدة متطورة خلفا لاستثماراتها المهتلكة.
- عدم استغلال الأصول المباعة: أي أنها لم تعد ضرورية ولا تستخدمها في نشاطها.

ونجد أن معظم مؤلفات الإدارة المالية تحمل هذا النوع من التمويل نظرا لطابعه الاستثنائي وعدم اندراجه ضمن النشاط العادي للمؤسسات وقلة موارده في بعض الأحيان، حيث يكون سعر بيع الأصل المراد التنازل عنه أقل من قيمته المحاسبية الصافية مما يجول دون اعتباره من مصادر التمويل.

### الفرع الثاني: التمويل الخارجي

#### أولا: الأسهم العادية

**1- تعريف:** السهم العادي هو سند يثبت ملكية حصة من المؤسسة يعتبر حامل السهم مالكا أو شريكا أو مساهما في المؤسسة. تمثل الأسهم العادية من وجهة نظر المؤسسة وسيلة التمويل الرئيسية، لذا كان الاعتماد شبه رئيسي على هذا النوع من الأسهم للتمويل الدائم للشركات خصوصا عند بدء التأسيس، لأن هذا النوع من الأسهم لا يحمل المؤسسة أي أعباء أو كلفة للغير، كما هو الحال بالنسبة للأسهم الممتازة والسندات؛ والمؤسسة غير ملزمة بدفع أي عائد ثابت أو محدد لحملة الأسهم العادية مقابل استخدامها لأموالهم ولكن إذا حققت المؤسسة أرباحا، واتخذت قرار بتوزيعها عندئذ يحصل حملة الأسهم على حصة من ذلك الربح، وطبعا لا يحصل حملة الأسهم العادية على أي عائد في حالة عدم توزيع الأرباح أو في حالة الخسارة. (عقل، 2009، صفحة 106)

#### 2- تصنيف الأسهم العادية: تنقسم الأسهم العادية إلى ما يلي:

**أ- الأسهم المدافعة:** الأسهم المدافعة **Defensive Stocks** هي ذلك النوع الذي نتوقع أن تبقى أسعارها مستقرة ولا تتأثر بالركود الاقتصادي وتدهور الأعمال والتقلبات الحادة لأسواق المال، وتعد جذابة للمستثمرين الراغبين في الحصول على عوائد مؤكدة. وهناك مفهومان مترابطان ومتقاربان للأسهم المدافعة أولهما أن معدل عائد السهم المدافع لا ينخفض بانخفاض السوق الكلي. والثاني أنه وفقا لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية فالمخاطرة النظامية لهذا السهم المقاسة بمعامل بيتا تكون منخفضة. أي أن له مخاطر نظامية أقل من مخاطر عائد السوق.

**ب- الأسهم الدورية:** يرتبط مستوى أرباح وأسعار هذا النوع من الأسهم مع الحالة الاقتصادية وتدعى بالدورية **Cyclical Stocks** لأنها تعود لمؤسسات سريعة التأثير بتغير الاقتصاد وتقلب أسعارها مباشرة

وبدرجة أكبر من معظم الأسهم بازدهار الاقتصاد وتدهوره. وتوصف هذه الأسهم بالمجازفة **Aggressive stocks** وعوائدها تتقلب بشكل أكبر ولها معامل بيتا كبير أي أن مخاطرها عالية.

ت- **أسهم المضاربة: Speculative stocks** يشتري المستثمرون هذه الأسهم أملا في ارتفاع أسعارها مستقبلا مراهنين على أن ما قد يستجد من معلومات واكتشافات ووسائل إنتاج سوف يؤثر بالإيجاب على نمو المؤسسة ويزيد سعر السهم، دون الاستناد على البيانات التاريخية الخاصة بالمؤسسة. وتتميل قيم هذه الأسهم وأرباحها للتقلب بشكل كبير عند استلام معلومات جديدة تتعلق بمستقبل المؤسسة. أما معامل بيتا لهذه الأسهم فيكون دوماً أكبر من الواحد واحتمال الخسائر وارد.

ث- **الأسهم الراجحة (الناجحة): Blue-chip Stocks** تعود هذه الأسهم للمؤسسات الكبيرة والقديمة والمعروفة، غالبا ما تضع معايير ومؤشرات تقييم بها المؤسسات الأخرى. وتمتاز بكفاءة الإدارة وتقديم منتجات مختلفة مميزة وذات جودة عالية. من مميزات هذه الأسهم أسعارها المرتفعة وعائد مقسومها القليل والقدرة على دفع مقسوم مستقر لسنوات الأداء الجيد والسيئ لفترة طويلة. مما يسمح لها بالنمو في الأمد الطويل بفضل الثقة الكبيرة التي يوليها لها المستثمرون. ويعد هذا النوع من الأسهم استثمارات جذابة للمستثمرين الذين يرغبون في تحقيق عوائد مستقرة وقابلة للتنبؤ، بالإضافة إلى أنها تباع بمضاعف أرباح عالي ولها بيتا مقارنة للواحد وتستعيد خسائرها في كثير من الحالات.

ج- **أسهم الدخل Income Stocks** يهدف بعض المستثمرون عند شرائهم لهذا النوع من الأسهم أساسا إلى الحصول على المقسوم النقدي من الأرباح الذي يمثل حافزا لهم أساسيا لاستثمارهم فيها لأنها أقل عرضة في تقلبات الأسعار.

ح- **أسهم النمو Growth Stocks** التي لم يتم الاتفاق بعد على تعريف واضح لها وما زالت قابلة للنقاش والجدل. (العامري م.، 2009، الصفحات 473-475)

### 3- مزايا حملة الأسهم العادية:

يتمتع حملة الأسهم العادية بمجموعة من المزايا تتمثل فيما يلي:

- حق الرقابة على المشروع: حيث تمتلك الجمعية العمومية للمساهمين سلطة الإدارة العليا. وتمارس حق الرقابة على مختلف أنشطة المؤسسة؛

- حق الأولوية في الاكتتاب: يتمتع حملة الأسهم العادية القدامى بحق شراء الأسهم العادية الجديدة التي تصدرها المؤسسة وهذا حفاظا على مراكزهم في الرقابة والسيطرة؛
- حق الاشتراك في الأرباح: إن الأرباح التي تحققها المؤسسة بعد سداد التزاماتها المالية تعتبر حقا من حقوق المساهمين توزع عليهم بالتساوي وفقا لعدد الأسهم المصدرة وهذا في حالة توزيع الأرباح.
- حق نقل ملكية الأسهم: لا يتوجب على المؤسسة سداد قيمة السهم إلى حامله في تاريخ معين وإنما تبقى الأموال المتولدة عن الأسهم في يد المؤسسة حتى يتم تصفيتها أو تنتهي حياتها الإنتاجية لأنها تعد رأس مال المؤسسة. ولكن من حق المساهم بيع الأسهم التي يمتلكها في سوق الأوراق المالية. (الحناوي، 2005، صفحة 348)

### 4- قيم الأسهم العادية: تتمثل فيما يلي:

- أ- **القيمة الاسمية:** تتمثل القيمة الاسمية **Par Value** للأسهم العادية في القيمة المثبتة على قسيمة السهم ويتم على أساسها تسجيل رأس المال المدفوع، وينص عليها في عقد التأسيس للمؤسسة. وهي ذات أهمية اقتصادية قليلة من وجهة نظر المستثمرين. إذا أرادت المؤسسة إصدار أسهم جديدة يجب ألا تكون قيمتها أقل من القيمة الاسمية لأن حملة الأسهم مسؤولون أمام الدائنين عن الفرق بين السعر الذي يدفعونه والقيمة الاسمية.
- ب- **القيمة الدفترية:** تحدد القيمة الدفترية **Book Value** بالاستناد إلى السجلات المحاسبية للمؤسسة ويتم حسابها عن طريق قسمة حقوق المساهمين على عدد الأسهم العادية المصدرة. تتغير هذه القيمة باستمرار لاعتمادها على ربحية المؤسسة والأرباح المحتجزة حيث أنها تعبر عن نصيب السهم من قيمة رأس المال المدفوع وعلاوات الإصدار الناتجة عن إصدارات جديدة لأسهم عادية بسعر يفوق القيمة الاسمية للسهم والاحتياطات والأرباح المحتجزة.
- ت- **القيمة السوقية:** إن القيمة السوقية **Market Value** تمثل القيمة التي يتداول بها السهم العادي في أسواق الأوراق المالية وتتمثل بالسعر الذي يحدده الباعة والمشترون عند المتاجرة بالأسهم وتحسب عن طريق ضرب سعر السوق للسهم العادي في عدد الأسهم المصدرة.

ث- **القيمة الحقيقية:** تختلف القيمة الحقيقية للسهم العادي عن قيمته السوقية ويعود السبب في ذلك إلى أن الأحكام المستخدمة لتطوير القيمة الحقيقية قد لا تكون نفس أحكام المساهمين في السوق نفسها. فهي القيمة المعتمدة على تحليل المعلومات المالية حول مؤسسة ما. وقد وردت عدة تسميات للقيمة الحقيقية منها القيمة المعقولة، القيمة العادلة والقيمة النظرية والقيمة الصحيحة. ويعد الغرض الأساسي في تحليل القيمة الحقيقية ومقارنتها بسعر السوق السائد هو معرفة مدى عشوائية الأسعار السائدة مع دراسة أنماطها الحالية والمتوقعة لتحديد إذا ما كان السهم ذو تسعير مضخم أو مخفض. وقد تختلف القيمة الحقيقية للسهم عن قيمته السوقية بسبب التلاعب بأسعار الأسهم أو عدم توفر معلومات كافية عن أداء المؤسسة.

ج- **القيمة التصفوية:** تتمثل في قيمة الإيرادات المتبقية من بيع أصول المؤسسة التي يتوقع المساهم الحصول عليها مقابل السهم العادي الذي يحمله من قيمة تلك الإيرادات، بعد تسديد حقوق الدائنين وحملة الأسهم الممتازة. وتستخرج قيمة السهم التصفوية بقسمة قيمة التصفية للمؤسسة على عدد الأسهم المصدرة. (العامري م.، 2009، الصفحات 476-479)

### ثانيا: الأسهم الممتازة

#### 1- تعريف:

**التعريف الأول:** "يطلق على هذا النوع من الأسهم مصطلح أسهم التمتع، وتحمل هذه الأسهم عادة مقسوم أرباح محدد على شكل نسبة مئوية من القيمة الإسمية للسهم أو مبلغا ثابتا لكل سنة، وتجمع الأسهم الممتازة بين مزايا الأسهم العادية وبين مزايا أدوات المديونية (السندات)". (الخرشة و النعيمي ، 2007 ، صفحة 159)

**التعريف الثاني:** "هي الأسهم التي لها الحق في الحصول على الأرباح، واستعادة الاستثمار الأولي حين تصفية المؤسسة. إن حملة الأسهم الممتازة لهم الحق في الحصول على نسبة ثابتة من الأرباح وليس لديهم حقوق التصويت."

2- أنواع الأسهم الممتازة:

يمكن تصنيف الأسهم الممتازة إلى الأنواع الرئيسية التالية:

أ- أسهم الأفضلية التراكمية: **Cumulative preference shares**

حيث يحق لأسهم الأفضلية التراكمية المطالبة بتوزيعات الأرباح لتلك السنوات التي ليس لها أرباح. أي أنه إذا لم تحقق المؤسسة أرباحاً لسنة أو أكثر، سيكون لهذا النوع من الأسهم الحصول على أرباح مقارنة للسنوات السابقة إذا حققت المؤسسة أرباحاً في السنوات المقبلة.

ب- أسهم تفضيلية غير تراكمية: **NON-Cumulative preference shares** ليس لها الحق في المطالبة بالمزايا السابقة، أي أنه إذا لم تحقق المؤسسة أي أرباح فإنه لا يمكن لحملة هذه الأسهم أن يطالبوا بأي أرباح.

ت- الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء: **Redeemable preference shares** عندما يكون للأسهم الممتازة فترة استحقاق ثابتة تصبح قابلة للاستدعاء يمكن استرجاعها خلال عمر المؤسسة. بشروط متفق عليها. (Subramanian & Paramasivan , 2009, pp. 30-31)

3- الأسهم الممتازة كمصدر للتمويل: تتمتع المؤسسات التي تعتمد على الأسهم الممتازة كمصدر للتمويل بعدة مزايا من بينها أنها ليست ملزمة قانوناً بإجراء توزيعات، وتكون التوزيعات محددة بمقدار، ولا يحق لحملة هذا النوع من الأسهم التصويت إلا إذا كانت المؤسسة تمر بحالة حرجية. وتساهم زيادة إصدار الأسهم الممتازة في تخفيض نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة، ما يجعل المؤسسة قادرة على الاقتراض في المستقبل. أيضاً يمكن أن يتضمن قرار إصدار الأسهم الممتازة إعطاء المؤسسة الحق في استدعاء الأسهم التي أصدرتها (أي إعادة شرائها) وهذا مقابل حصول حامله على قيمة تفوق قيمته الاسمية. وهذا الحق يعتبر ميزة للمؤسسة حيث يمكن أن تستفيد من انخفاض أسعار الفائدة في السوق عن طريق التخلص من الأسهم الممتازة التي سبق إصدارها وإحلالها بسندات أخرى ذات كوبون منخفض أو أسهم ممتازة ذات معدل ربح منخفض. ومن عيوبها أنها عالية التكلفة نسبياً، لأنها تفوق تكلفة الاقتراض وهذا يعود إلى أن توزيعاتها لا تخضع للضرائب مما يعني أن المؤسسة لن تحقق من ورائها أي وفرة ضريبية بالإضافة إلى أن

حملة الأسهم الممتازة يتعرضون لمخاطر أكبر من المخاطر التي يتعرض لها المقرضون، مما يدفعهم على المطالبة بمعدل أعلى للعائد. أما في حالة إفلاس المؤسسة فيأتي أصحاب الأسهم الممتازة في المرحلة الثانية.

مما يعاب أيضا عليها أن حملتها يحتفظون بحقوقهم مستقبلا في الحصول على مستحقاتهم من توزيعات الأرباح للسنوات التي لم يتم فيها توزيع الأرباح. وأيضا نجد أنه من عيوب هذه الأسهم هو أن حملتها الحق في التصويت في المسائل التي تتعلق بفرض قيود على إجراء التوزيعات، أو في حالة عدم كفاية الأموال التي ينبغي احتجازها لاستدعاء السهم الممتاز. (الهندي م.، 2003، الصفحات 537-538)

### المطلب الثاني: الأموال المقترضة

يمكن للمؤسسات الاقتصادية أيضا الاعتماد على الأموال التي تحصل عليها من المصادر الخارجية لتمويل احتياجاتها خلال فترة من الزمن وتسمى بالأموال المقترضة التي تعد كعيب على عانتها. وسنتطرق في هذا الجزء من الدراسة إلى كل من الائتمان التجاري والقروض القصيرة والطويلة الأجل، إضافة إلى الاستئجار والسندات.

### الفرع الأول: الائتمان التجاري

#### أولا: تعريف الائتمان التجاري

يمكن تعريف الائتمان التجاري على أنه "الائتمان قصير الأجل الذي يمنحه المورد للمشتري عندما يقوم هذا الأخير بشراء البضائع بغرض إعادة بيعها". (الحسناوي، 2016، صفحة 65) أو استخدامها كمادة أولية لإنتاج بضاعة مصنعة، ولذلك فإن الائتمان الاستهلاكي والبيع بالتقسيط الذي يمنحه التاجر إلى المستهلك لا يعتبر ضمن الائتمان التجاري، لأن الشروط الخاصة بمنح الائتمان التجاري تنص على بيع البضاعة والمتاجرة بها، ويحتاج المشتري إلى هذا النوع من التمويل في حالة عدم كفاية رأس المال العامل، والهدف من الائتمان التجاري هو تلبية الاحتياجات من مصادر خارجية في حالة عدم إمكانية الحصول على القروض المصرفية مع توفر الرغبة عند المورد لبيع البضاعة بالأجل أو لانخفاض كلفة هذا الائتمان، وهناك بعض الظروف التي تساعد على منح الائتمان التجاري وهي الظروف الموسمية وظروف الطوارئ. (آل شبيب، 2009، صفحة 221)

### ثانياً: أنواع الائتمان التجاري

يدخل ضمن الائتمان التجاري نوعان رئيسيان وهما الحساب المفتوح أو الجاري، وأوراق الدفع أو الكمبيالة. فالمؤسسة التي تشتري بالأجل لديها خياران، إما أن تشتري على الحساب المفتوح أو تحرر بقيمة هذه البضاعة ورقة تجارية وهي أوراق الدفع أو الكمبيالة.

**1- الحساب المفتوح:** يعتبر الحساب المفتوح النوع الشائع من الائتمان التجاري. وطبقاً لهذا النوع فإن البائع يقوم بإرسال البضاعة مرفقاً بها الفاتورة وشروط الدفع، وتظهر تلك المديونية في جانب الخصوم من ميزانية المشتري، كما أن هذه القيمة تظهر بجانب الأصول في الميزانية العمومية للبائع.

**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 بمديونيته للبائع، مما يسهل إثبات تلك المديونية في حالة تأخر المشتري أو امتناعه عن السداد، كما يمكن تداول الورقة التجارية عن طريق قيام البائع بتظهيرها للغير، ويمكن كذلك للبائع أن يخضّمها ويتحصل على قيمتها الحالية من طرف البنوك. (براق و غربي ، 2015، صفحة 18)

### ثالثاً: مزايا الائتمان التجاري

بسبب المزايا الكثيرة للائتمان التجاري جعلته مصدر تمويل تعول عليه الكثير من الإدارات المالية لتمويل بعض الاستثمارات التشغيلية لمؤسسة الأعمال هذه المزايا يمكن إجمالها فيما يلي:

- أهم ميزة للائتمان التجاري كونه مصدر تلقائي؛
- المرونة التي يتمتع بها الائتمان التجاري، حيث تلجأ إليه الإدارة المالية عندما تحتاج إليه، ففي حالة زيادة المبيعات تستطيع الإدارة أن تزيد من مقدار هذا الائتمان وذلك بزيادة الكميات المشتراة بالأجل.
- سهولة الحصول عليه بسبب عدم وجود حاجة لعمل أي إجراءات أو ترتيبات تمويلية بشكل رسمي، وليس هناك حاجة للمساومة مع المورد (مانح الائتمان) فالقرار هو قرار المؤسسة التي تحتاج إلى الائتمان التجاري.

- يضمن مصدرا تمويليا مهما بالنسبة لشركات الأعمال الصغيرة أو تلك التي دخلت إلى السوق حديثا والتي لم تتمكن بعد من إظهار مدى قوتها الائتمانية، مما يتعذر عليها الحصول على ائتمان مصرفي في البنوك التجارية، وبهذا يكون الائتمان التجاري مصدرا متاحا وبيسر.
- الاستمرارية، حيث يتمتع الائتمان التجاري بقدرة تجديده بشكل مستمر مما يعطيه ميزة الاستمرارية في التوفر وفي الاعتماد عليه.
- يتمتع الائتمان التجاري بانخفاض كلفته ولربما بانعدامها ولهذا يعتبر من أكثر أنواع مصادر التمويل قبولا في التمويل قصير الأجل. (الزيدي، 2006، صفحة 339)

### رابعا: أسباب استخدام الائتمان التجاري كمصدر من مصادر التمويل

يمكن حصرها فيما يلي:

- 1- الكلفة:** ونقصد بها هنا انخفاض تكلفته لدى اعتماده كوسيلة للتمويل وخاصة في حالة استفادة المشتري من فترة الخصم الممنوحة في شروط البيع، بالإضافة إلى قبول الموردين لمخاطر أكثر من المؤسسات المالية (المرونة) فهدفه هو جذب المزيد من العملاء مع المحافظة على العملاء الحاليين.
- 2- المصدر الوحيد المتاح للحصول على التمويل:** في حالة عزوف البنوك عن منح التمويل أو التشدد في شروط منح الائتمان، يتجه العميل نحو الاستفادة من الائتمان التجاري نظرا لسهولة الحصول عليه.
- 3- السهولة في منح الائتمان:** فهو لا يتطلب إجراءات روتينية ومتعددة مقارنة بالمصارف. وعادة ما يتم منحه بواسطة وسائل الاتصال المتاحة، ويعتمد على فاتورة البيع لضمان الحصول على قيمته دون المطالبة بأي وثائق، بالإضافة إلى أنه يمنح للعميل المرونة أحيانا في تأخر السداد دون تحمل تكاليف جديدة.
- 4- المرونة:** ونقصد بالمرونة هنا أن المورد يستخدم أسلوب البيع بالآجل عند احتياج استخدام هذا الأسلوب دون أي التزامات تجاه العميل. (آل شبيب، 2009، الصفحات 226-227)

### الفرع الثاني: القروض قصيرة الأجل

من المعروف أن البنوك والمصارف تعمل على استلام النقود من الزبائن على شكل ودائع مقابل منحهم تسهيلات مصرفية تتضمن: الحسابات الجارية وحسابات التوفير. كما تقوم البنوك باستغلال هذه الودائع من خلال منحها كقروض، وتعد هذه القروض من مصادر التمويل المهمة التي تلجأ إليها المؤسسات.

### أولاً: تعريف القروض قصيرة الأجل

تعرف القروض القصيرة الأجل على أنها "مختلف القروض التي يقدمها البنك لعملائه من المؤسسات الصناعية والتجارية". (المغربي، 2011، صفحة 206)

### ثانياً: أنواع القروض المصرفية قصيرة الأجل

هناك عدة أنواع من هذه القروض أهمها:

- 1- الرصيد المدين في الحساب الجاري (السحب على المكشوف):** وهو المبلغ المتفق عليه مسبقاً بين البنك والمؤسسة، حيث يمكن لهذه الأخيرة (المؤسسة) سحب ما يفوق لديها من رصيد دائن في الحساب الجاري.
- 2- خصم الأوراق التجارية:** الخصم هنا يعني خصم الأوراق التجارية (أوراق القبض) التي تتسلمها المؤسسة من زبائنها عند البيع الآجل لهم. فعندما تحتاج المؤسسة إلى تمويل، تقوم بخصم تلك الأوراق لدى البنك بسعر فائدة متفق عليه معه، وتحصل على مبلغ الأوراق لدى البنك بسعر فائدة متفق عليه معه وتحصل على مبلغ الأوراق ناقصاً استخدام الخصم نقداً.
- 3- السلف:** وهي قروض مصرفية يتم الاتفاق عليها بين المنشأة والبنك، بحيث تحصل المؤسسة على القروض وتحسب الفائدة على مجموع السلفة، سواء تم استقطاع الفائدة عند الاستفادة من السلفة، أم عند التسديد، وسواء تم التسديد بقسط واحد أو عدة أقساط. وغالباً ما تعزز السلفة بورقة دفع تحررها المؤسسة لصالح البنك. (العامري و الصياح، 2003، صفحة 247)

## الفرع الثالث: القروض طويلة الأجل Long-Term Loans

### أولاً: تعريف القروض طويلة الأجل:

تعرف القروض طويلة الأجل على أنها "القروض التي تتراوح مدتها بين سبعة (7) وعشرين (20) سنة، ويتم منحها عادة من قبل البنوك المتخصصة، (Rollande, 2008, p. 217) مثل البنوك العقارية وتمنح لتمويل الأنشطة والعمليات ذات الطبيعة الرأسمالية، أو بناء المصانع، وإقامة مشاريع جديدة". كما تعد القروض طويلة الأجل من مصادر التمويل الخارجية، وهو بمثابة عقد يلتزم بموجبه المقترض على تسديد فوائد دورية طيلة سنوات القرض إضافة إلى أصل المبلغ المقترض ضمن برنامج زمني وآجال يتم الاتفاق عليها مع المقترض. (براق و غربي ، 2015 ، صفحة 46) وبالنسبة لتحديد الفائدة على القروض طويلة الأجل فهي بالعادة تكون أعلى مما هي عليه في القروض قصيرة الأجل. حيث يحدد معدلها على وفق الأسس التالية: إما بتحديد معدل ثابت خلال مدة القرض، أو قد يكون معدل الفائدة متغير استناداً للمعدلات المعتمدة من قبل المصارف، حيث يتم الاتفاق على حد أدنى وحد أعلى لمعدل الفائدة. (النعيمي و التميمي، 2012، صفحة 354)

### ثانياً: شروط عقد القروض طويلة الأجل

يتضمن عقد القرض شروطاً تتعلق بالجوانب التالية:

- قيمة القرض ومعدل الفائدة المستحق عليه وتاريخ الاستحقاق؛
- الرهونات المرتبطة بالقرض؛
- فترة السماح المرتبطة بالقرض والجدول الزمني لسداد أعباء القرض؛
- أوجه الاستخدام التي سيخصص لها القرض. (اندرأوس، 2006، صفحة 378)

### ثالثاً: أسس وقواعد منح القروض

يستند منح القروض البنكية إلى قواعد وأسس مستقرة ومتعارف عليها، وهي:

- توفر الأمان لأموال البنك، ويعني ذلك اطمئنان البنك إلى أن المقترض الذي تحصل على الائتمان سوف يتمكن من سداد ما منح له مع الفوائد في المواعيد المحددة لذلك؛
- تحقيق الربح، والمقصود بذلك أن الفوائد التي تنتج إثر منح الائتمان تمكن البنك من دفع الفوائد على الودائع وعلى مواجهة مختلف المصاريف، وتحقيق عائد على رأس المال المستثمر في شكل أرباح صافية؛

- احتفاظ البنك بمركز مالي يتصف بالسيولة، أي توفر قدر كافي من الأموال السائلة لدى البنك -  
النقدية والأصول التي يمكن تحويلها إلى نقدية إما بالبيع أو بالاقتراض بضماتها من البنك المركزي-  
لمقابلة طلبات السحب دون تأخير، وهدف السيولة دقيق، لأنه يستلزم الموازنة بين توفير قدر مناسب  
من السيولة للبنك وهو أمر قد يتعارض مع هدف تحقيق الربحية، ويبقى على إدارة البنك مهمة  
الملاءمة بين هديني الربحية والسيولة.(براق و غربي ، 2015، الصفحات 46-47)

### الفرع الرابع: الاستئجار Leasing

#### أولاً: تعريف الاستئجار

يمكن تعريف الاستئجار على أنه "نوع من أنواع التمويل الذي يعوض أو (يحل محل) الاقتراض، وقد  
تطور بشكل كبير لدى المؤ.ص.م (PME). (charreaux, 2014, p. 235) هو بذلك يحل محل أي شكل  
آخر يتطلبه المشروع للحصول على الأصول كأن يكون بإمكانها الاقتراض للحصول على قيمة الأصول  
المطلوبة. ويمثل قسط الاستئجار وفوائده التزامات ثابتة على المستأجر يجب الوفاء بها، حالها بذلك حال  
أقساط الديون المالية الأخرى، وأن عدم الإلتزام بالتسديد يجعل المشروع في موقف مالي محرج. وعلى الرغم من  
أن إجمالي الأقساط التي تدفع لتأجير الأصول، أعلى من ثمن شراء الأصل نفسه.(المغربي، 2011، صفحة  
313) أما الاستئجار التمويلي **Financial Lease** فهو عبارة عن عقد يلتزم بموجبه المؤجر بتقديم أصل معين  
للمستأجر لاستخدامه والانتفاع به لفترة محددة. شرط أن يقوم لمستأجر بدفع مبالغ محددة بتواريخ محددة  
للمؤجر.(كراجة وآخرون، 2006، صفحة 100)

الفرع الخامس: السندات Bonds

أولاً: تعريف السند

تعرف بأنها "أموال مقترضة تستخدمها المؤسسة في تمويلها طويل الأجل. (قرقاص، 2000، صفحة 456) أو بعبارة أخرى فإنها أوراق مالية إذنية طويلة الأجل، يتعهد مُصدرها بسداد قيمتها الاسمية والفوائد المترتبة عليها في تاريخ معين". (المغربي، 2011، صفحة 203)

ثانياً: سمات السندات

للسندات سمات عامة بغض النظر عن الجهة المصدرة بحيث يمكن حصرها كالآتي:

- تصدر السندات بفئات مختلفة وكل فئة لها قيمة اسمية محددة؛
- جميع السندات لها تاريخ استحقاق محدد يتراوح بين 2-30 سنة؛
- للسندات فائدة دورية تمثل تدفق نقدي ثابت ومنتظم قد يكون سنوي أو نصف سنوي أو ربع سنوي طبقاً لاتفاقية السند؛
- قابلية السند للتداول يجعله أداة إدارية واستثمارية في آن واحد. (النعيمي و التميمي، 2012، صفحة 172)

ثالثاً: أسباب اللجوء إلى التمويل عن طريق السندات

توجد عدة عوامل تدعو المؤسسات إلى اللجوء إلى إصدار السندات كمصدر للتمويل طويل الأجل من بينها:

- الاستفادة من مزايا الرفع المالي ولكن بشرط أن تكون تكلفة السندات أقل من العائد المتوقع على استثمار الأموال المقترضة وهذا من أجل أن يكون هناك فائض يرفع من العائد على حقوق أصحاب المؤسسة؛
- تكلفة السندات محدودة لا تشارك في الأرباح في حال تحقق المزيد منها؛
- الميزة الضريبية حيث تعتبر الفائدة المدفوعة للسندات من النفقات التي تحمل لحساب الأرباح والخسائر للوصول إلى الربح الخاضع للضريبة؛

- استعمال أموال الآخرين دون إشراكهم في الإدارة؛
- زيادة موارد التمويل المتاحة للمؤسسة، حيث يمكن جذب من لا يرغب في المشاركة في مخاطر الملكية؛
- توفير المرونة لإدارة المؤسسة فيما يتعلق بالهيكله المالية من خلال اشتراط حقها في استدعاء السندات للوفاء.(براق و غربي ، 2015، صفحة 42)

### المطلب الثالث: تكلفة التمويل

تتمثل تكلفة التمويل في تكلفة المزيج (التوليفة) الذي يتكون منه هيكل التمويل أي الخليط المكون لمصادر التمويل طويلة الأجل، الذي يتمثل في الاقتراض طويل الأجل، والأسهم الممتازة، وحقوق الملكية التي تتكون من الأسهم العادية والأرباح المحتجزة، ومصادر التمويل قصيرة الأجل كالائتمان المصرفي والائتمان التجاري (يمكن اعتبارها في نظرية التمويل من بين المصادر التي لا تؤخذ في الحسبان عند تقدير تكلفة الأموال، على أساس أنها مصادر مؤقتة). (الهندي م.، 2003، الصفحات 71-72)

### الفرع الأول: تعريف تكلفة رأس المال **The cost of capital**

تعرف تكلفة رأس المال بأنها: "أدنى معدل عائد مطلوب على الاستثمار، كما أنها معيار للأداء المالي، أي هي مقياس حسن استخدام الأموال، وكذلك تمثل معدل خصم للمشروعات الاستثمارية" (العامري م.، 2009، صفحة 279)

### الفرع الثاني: أهمية تحديد تكلفة رأس المال

إن جميع القرارات المالية في المنشآت عموماً تهدف إلى تعظيم ثروة حملة الأسهم وتوفير المصادر المالية للمؤسسة وهو أحد القرارات الجوهرية في الإدارة المالية، ذلك أنها تسعى دائماً إلى توفير هذه المصادر بأقل التكاليف، مما ينعكس إيجاباً على قيمة المنشأة، أو بمعنى آخر ينعكس إيجاباً على سعر سهم المؤسسة في السوق المالي، ومن هنا تتجسد أهمية تحديد كلفة رأس المال بالإضافة إلى المبررات الآتية:

- في اتخاذ قرارات الموازنة، فإن خصم التدفقات النقدية يتم بالاعتماد على كلفة رأس المال كمعدل خصم تخصم به التدفقات النقدية وحساب صافي القيمة الحالية أو معدل العائد الداخلي.
- إن هدف المدير المالي هو تعظيم ثروة المساهمين أي المالكين، ولا يتحقق ذلك إلا بالعمل على تخفيض التكاليف ومن أهمها كلفة رأس المال.

- إن كلفة رأس المال بالنهاية هي نسبة مئوية من مجموع الأموال، ولكن حساب هذه النسبة يتطلب تحليل مكونات رأس المال (وهي متعددة من تمويل ممتلك إلى مقترض)، ولكل منها طريقة مختلفة في حساب التكاليف، وبالمقابل فإن كل مصدر من مصادر التمويل تتناسب مع تكاليف ذلك المصدر وبالتالي من الضروري اتخاذ هكذا قرار الموازنة بين التكاليف والمخاطر المرافقة.
- إن تحديد كلفة رأس المال يعتبر من الواجبات الجوهرية في الإدارة المالية، ذلك أن أي مشروع استثماري لا يضمن عائدا متوقعا يساوي على الأقل كلفة تمويل ذلك المشروع فإنه يتم رفضه، بمعنى أن كلفة رأس المال يعتبر أحد معايير قبول أو رفض المشروعات الاستثمارية.
- من المعروف أن الاقتراض هو أدنى مصادر التمويل كلفة بسبب ميزة الوفورات الضريبية (Tax saving)، ولكن يجب أن تستخدم الإدارة المالية هذا المصدر بحذر وحكمة، وعدم المبالغة بالاقتراض لأنه بزيادة الاعتماد على هذا المصدر تتحمل المنشأة مخاطر إضافية وهي المخاطر المالية، أو مخاطر الرفع المالي، مما يؤثر على معدل العائد الذي يطلبه المساهمون، ذلك أن معدل العائد المطلوب يزداد بزيادة الرفع المالي والمخاطر المرافقة لها. (العلي، 2010، الصفحات 339-340)

### الفرع الثالث: العناصر المؤثرة على تكلفة التمويل

يمكن القول بأنه يوجد نوعين من العوامل المؤثرة على تكلفة الأموال، الأولى مرتبطة بهيكل الأصول، والثانية مرتبطة بقرار المؤسسة بشأن هيكل رأسمالها. وبصفة عامة تكون مصادر التمويل طويلة الأجل إما مقترضة أو أموال ملكية، ونظرا لتعدد خصائص كل مصدر وحقوقه التي يتمتع بها تكون درجة المخاطر أيضا متفاوتة، فمثلا المقرضين هم أقل تعرض للخطر من حملة الأسهم ذلك لأن لهم الحق في الحصول على عوائد دورية حتى ولو لم تحقق المؤسسة المقترضة أرباحا. كما أن لهم الأولوية في الحصول على مستحقاتهم في حالة التصفية. أما حملة الأسهم فهم الأكثر تعرضا للمخاطر مقارنة بالمقترضين. غير أنه يجب التمييز بين حملة الأسهم العادية والممتازة فإن كان حملة الأسهم الممتازة أكثر تعرضا للمخاطر من الدائنين، إلا أنهم أقل تعرضا للمخاطر مقارنة مع حملة الأسهم العادية. لأن لهم أولوية على حملة الأسهم العادية في الحصول على الأرباح، أو مستحقاتهم من التصفية في حالة التصفية. أما حملة الأسهم العادية فيتحملون العبء الأكبر من المخاطر.

أما فيما يخص العوامل المرتبطة بقرار المؤسسة بشأن هيكل التمويل فمن المتوقع أن تختلف تكلفة الأموال وفقا للقرار الذي يحدد العناصر المكونة له ونسبة كل عنصر فيه. فقد تقرر المؤسسة مثلا الاعتماد فقط على

الاقتراض والأسهم العادية، أو قد تحدد نسبة مستهدفة لكل عنصر داخل الخليط، وهذا ما يؤثر بالتالي على تكلفة الأموال. (الحناوي، 2005، الصفحات 392-393)

### الفرع الرابع: خطوات تقدير تكلفة الأموال

يمكن تقسيمها إلى الخطوات التالية:

- تحديد أنواع الأموال الواجب استخدامها لتحقيق هيكل متوازن لرأس المال.
- تحديد تكلفة كل نوع من أنواع الأموال اللازمة وذلك في ضوء المقادير المعينة المطلوبة، وسيتم إظهار هذه التكلفة على شكل معدل، ونظرا لأن هذا المعدل سيقارن بمعدلات العائد أو سيستخدم لحساب القيم الحالية التي تقوم كلها على أساس صافي المكاسب النقدية بعد الضرائب، فمن الأهمية بمكان أن يحسب معدل التكلفة بعد الضرائب أيضا.
- أما الخطوة الأخيرة فهي الترجيح بالأوزان لتكلفة كل نوع من أنواع الأموال المستخدمة بحيث تكون النتيجة النهائية التي نحصل عليها هي تكلفة شاملة مرجحة للأموال. (توفيق، 1986، صفحة 251)

### الفرع الخامس: حساب تكلفة التمويل

نعني بحساب تكلفة التمويل الوقوف على تكلفة كل عناصر الهيكل المالي القصيرة والطويلة الأجل. بدءا بحساب تكلفة الأموال الخاصة، ثم تكلفة التمويل المقترض.

### أولا: حساب تكلفة الأموال الخاصة

تتكون الأموال الخاصة من التمويل بالأسهم العادية وهو تمويل مملوك خارجي، والتمويل بالأرباح المحتجزة وهو تمويل مملوك داخلي. وكلفة التمويل بالأسهم العادية أعلى من كلفة التمويل بالأرباح المحتجزة ذلك لأن لها تكلفة إصدار أو اكتتاب، في المقابل نجد بأنه ليس للأرباح المحتجزة أي تكلفة ما عدى تكلفة الفرصة البديلة. وهناك نماذج مشتركة لحساب تكلفة التمويل الممتلك تستخدم لحساب تكلفة كل منهما. (العامري م.، 2009، صفحة 283)

وتعتبر تكلفة الأسهم العادية عن تكلفة الفرصة البديلة. فحملة هذا النوع من الأسهم يسعون إلى الحصول على معدل عائد يساوي أو يفوق معدل العائد الذي يمكن أن يحصلوا عليه من استثمارات أخرى بديلة لها نفس الدرجة من المخاطر. ومن هنا يمكن أن نقول بأن تكلفة الأسهم العادية هي الحد الأدنى لمعدل

العائد الذي يطلبه حملة هذه الأسهم. ولحساب هذا المعدل يقتضي الأمر معرفة سعر السهم السوقي واستنباط معدل العائد المطلوب. (الحناوي، 2005، صفحة 403)

### 1- نموذج خصم الأرباح الموزعة / نموذج قوردن وشاييرو: (DDM) Dividend discount model

يستعمل هذا النموذج لحساب تكلفة التمويل الممتلك والتي تتكون في ضوء هذا النموذج على جزأين: الأول المقسوم النقدي مقسوما على القيمة السوقية للسهم، والثاني هو معدل النمو المتوقع في مقسوم الأرباح الناجم عن استثمار الأموال المملوكة وفق المعادلة الآتية:

$$K_e = (D_0/P_0) + g \quad (1-1)$$

حيث أن:

$K_e$  تكلفة التمويل الممتلك

$D_0$  المقسوم النقدي للأرباح

$P_0$  السعر السائد للسهم في السوق

$g$  معدل النمو المتوقع في مقسوم الأرباح

أما الطريقة السهلة لتقدير تكلفة التمويل الممتلك بالأسهم العادية فهي استخدام نموذج نمو المقسوم مع تكييف هذا النموذج ليتضمن تكلفة الإصدار للتمويل الجديد. تحت الافتراض بأن مقسوم المؤسسة سوف ينمو بنسبة

$$K_e = D_1 / P_0 (1-F) + g \quad (2-1)$$

حيث أن:

$F$  هي نسبة كلفة الإصدار للأسهم الجديدة.

وعند استخدام هذه المعادلة لحساب تكلفة التمويل الممتلك بالأرباح المحتجزة ستكون نفسها ولكن بدون تكلفة الإصدار. حيث أن  $D_0$  هو المقسوم المدفوع حاليا، و  $D_1$  هو مقسوم الأرباح المتوقع للفترة القادمة مع ملاحظة أنه تم استخدام الرمز  $K_e$  للتعبير عن تكلفة التمويل الممتلك بما فيه الخارجي (الأسهم العادية)، والداخلي (الأرباح المحتجزة)، وعليه فإن صيغة التعبير عن تكلفة التمويل الممتلك بموجب هذا النموذج.

$$K_e = (D_1/P_0) + g \quad (3-1)$$

وتتمثل مزايا وسلبيات النموذج فيما يلي:

تتجلى ميزته الأساسية في بساطته حيث أنه سهل الاستخدام، لكن ما يعاب عليه أنه ينطبق فقط على المؤسسات التي تدفع المقسوم مما يجعله عديم الجدوى في العديد من الحالات. إضافة إلى أن الافتراض الأساسي لنمو المقسوم هو نسبة ثابتة وهذا ليس صحيحا دائما. ورغم الاستخدام الكبير لهذا النموذج إلا أنه يغفل أثر التمويل المقترض ولا يدخل المخاطرة في حساب التكلفة. (العامري م.، 2009، الصفحات 284-285)

**2- نموذج معدل العائد الخالي من المخاطر Risk Free Rate Model** هذا النموذج يتكون من العائد الذي يمكن أن يحققه المستثمر إذا قام باستثمار أمواله في مجالات خالية من المخاطر أي ما يعادل العائد المتوقع على السندات التي تقوم بإصدارها الدولة، ويسمى بمعدل العائد الخالي من المخاطرة مضافا إليه علاوة المخاطرة، ويعاب عليه أنه بالرغم من تأكيده على ضرورة معالجة المخاطرة في حساب تكلفة التمويل الممتلك. إلا أنه لم يبين صيغة معالجة المخاطرة.

**3- نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) Capital asset pricing model:** لهذا النموذج مكانة متميزة ذلك لأنه يأخذ بعين الاعتبار العلاقة بين العائد والمخاطرة السوقية المقاسة بمعامل (Beta) عند حساب تكلفة التمويل الممتلك. ويتطلب حساب هذا النموذج تقدير ثلاثة معالم وهي:

معدل العائد الخالي من المخاطر  $R_f$

علاوة مخاطر السوق  $(ER_m - R_f)$

معامل المخاطرة النظامية، معامل بيتا  $\beta$

وباستخدام نموذج CAPM فإن تكلفة التمويل الممتلك:

$$K = R_f + (ER_m - R_f) \beta \dots\dots\dots (3-1)$$

ومن مزايا وسلبيات النموذج ما يلي:

يمتلك هذا النموذج ميزتان أساسيتان هما: قام بتعديل المخاطرة، وأنه ينطبق على المؤسسات التي لا يكون فيها المقسوم ثابت هذا ما يجعله مفيدا في مختلف الظروف الواسعة.

ويعاب عليه أنه يتطلب تقدير كل من علاوة المخاطرة السوقية ومعامل بيتا، وتكون التقديرات ضعيفة إلى حد ما. كما أنه يعتمد على الماضي للتنبؤ بالمستقبل، دون أن يأخذ بعين الاعتبار أن الظروف الاقتصادية يمكن لها أن تتغير بسرعة. (العامري م.، 2009، الصفحات 286-287)

ثانيا: حساب تكلفة التمويل المقترض:

1- تكلفة التمويل المقترض طويل الأجل: تتمثل تكلفة التمويل المقترض طويل الأجل في معدل الفائدة الفعلي الذي تدفعه المؤسسة للجهة المقرضة. وبما أن فوائد القروض من الأعباء التي تتضمنها قائمة الدخل، فإن المؤسسة تحقق من ورائها وفرات ضريبية تتمثل في مقدار الفائدة مضروبا في معدل الضريبة.(الحناوي، 2005، صفحة 394) ومهما كانت صورة الاقتراض (سندات، أو قرض مباشر) فإنه يترتب على هذه العملية تدفقات داخلية تحصل عليها المؤسسة عند بيع السندات أو الحصول على القرض، كما يترتب عنها تدفقات خارجة تتمثل في الفوائد التي تدفعها سنويا، إضافة إلى قيمة المبلغ المقترض الذي يتم سداده في تاريخ الاستحقاق. ونظرا لتفاوت تواريخ هذه التدفقات فيمكن الاستعانة بفكرة معدل العائد الداخلي لتقدير تكلفة الاقتراض.(الهندي م.، 2003، صفحة 565)

ثالثا: التكلفة المتوسطة المرجحة

تكلفة التمويل هي عبارة عن متوسط التكلفة المرجحة للأموال. ونعني هنا بكلمة مرجحة الحصة النسبية لكل عنصر من عناصر التمويل ثم الهيكل الكلي للتمويل، ومن ثم يكون لكل مصدر من مصادر التمويل وزن معين مقابل مصادر التمويل الأخرى. ويمكن إجراء عملية الترجيح وفقا للطرق التالية:

- الترجيح باستخدام القيمة السوقية: قيمة كل عنصر من عناصر التمويل في السوق وخاصة القيمة السوقية للأسهم بمختلف أنواعها، حيث تتعرض للتقلبات في قيمتها السوقية.
- القيمة الدفترية المرجحة: وزن كل عنصر من عناصر التمويل على أساس قيمته التاريخية في سجلات المؤسسة.
- الترجيح باستخدام الأوزان التاريخية: الأوزان النسبية لكل عنصر من عناصر التمويل في راس مال المؤسسة الحالي.
- الأوزان الحديثة: النسبة المئوية للعناصر المختلفة للتمويل والتي تنوي المؤسسة الحصول عليها أو إضافتها إلى رأسمالها.

### المبحث الثالث: محددات قرارات التمويل في المؤسسات الاقتصادية

على المؤسسة أن تقوم بوضع تصور معين لهيكلها التمويلي قبل اختياره وذلك في ضوء العديد من الاعتبارات التي تتغير بتغيره. حيث أنه إذا كانت النسبة الفعلية للأموال المقترضة في الهيكل التمويلي أقل من النسبة المستهدفة سيجعل المؤسسة تلجأ إلى إصدار الأسهم أو طلب الائتمان من البنوك والمؤسسات المالية إذا رغبت في توسيع نشاطها. أما إذا كانت الديون أعلى من النسبة المستهدفة فإن التمويل الإضافي يتم من خلال أموال الملكية.

وبصفة عامة وجب على المؤسسات وعند اختيارها لهيكلها التمويلي أن تأخذ بعين الاعتبار تحقيق الملاءمة بين المخاطر والعوائد، حيث أن زيادة الاعتماد على الاقتراض تؤدي إلى زيادة المخاطر على المؤسسة، ومن البديهي أن هذه المخاطر تنتقل إلى حملة الأسهم الذين بدورهم يلجؤون إلى طلب معدلات عائد عالية لحماية أنفسهم من المخاطر، بالإضافة إلى انخفاض أسعار الأسهم، ومما سبق نستنتج أن تركيبة الهيكل التمويلي المثلى هي تلك التي توفق بين العائد والمخاطر بشكل يعظم من قيمة الأسهم في السوق.

### المطلب الأول: المحددات الكمية للهيكل التمويلي

توجد مجموعة من العوامل ذات الطابع الكمي التي تؤثر في سلوك المؤسسة عند اختيارها لهيكلها التمويلي من بينها:

#### أولاً: السيولة

إن للسيولة **Liquidity** تأثير مزدوج على هيكل رأس المال، حيث يمكن أن تكون العلاقة بين السيولة ونسبة الاقتراض موجبة في حالة المؤسسات التي تتمتع بسيولة عالية مما يجعلها قادرة على الوفاء بالتزاماتها القصيرة، مما يجعلها قادرة على الاقتراض، من ناحية أخرى وفي ظل عدم تماثل المعلومات المتوفرة للمؤسسات والأسواق المالية فقد تستخدم المؤسسات التي تتمتع بسيولة عالية تلك السيولة لتمويل مختلف استثماراتها، وفي هذه الحالة تنخفض نسبة الديون لديها وهو ما يترتب عنه وجود علاقة عكسية بين السيولة ونسبة الديون. (مليكاوي، 2019، الصفحات 207-208)

وحسب نظرية الترتيب التفاضلي لمصادر التمويل، توجد علاقة عكسية بين السيولة ونسبة الاقتراض من منطلق أن توفر السيولة لدى المؤسسات سيقبل من لجوئها إلى طلب التمويل بالاقتراض. (Erdur & Kara , 2015, pp. 27-38)

في حين أكدت بعض الدراسات التطبيقية أن المؤسسات التي تتمتع بسيولة عالية لها القدرة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل، ما يسهل عليها الاقتراض وبالتالي فالعلاقة بينهما موجبة.

### ثانيا: الدخل

تستطيع المؤسسات التجارية أن تقوم بتحسين عوائدها المحققة **Revenue** على أموال أصحابها، وذلك بالاقتراض بتكلفة أقل من العائد المحقق على الأصول. ومن بين مميزات التمويل عن طريق الاقتراض الثابت التكلفة هو تحسين العوائد المحققة من طرف أصحاب المؤسسة بشكل أفضل مما لو كانت المؤسسة ممولة جميعها من قبل أصحابها، أما إن كانت تكلفة الاقتراض أعلى من العائد على الموجودات فإن نتائج الرفع المالي ستكون عكسية، أي أن العائد على حقوق الملاك سينخفض.

### ثالثا: المخاطرة

من منظور الهيكل التمويلي فإن للخطر **Risk** نوعين هما خطر التشغيل وخطر التمويل.

حيث أن خطر التشغيل يرتبط بطبيعة النشاط الذي تمارسه المؤسسة وظروفها الاقتصادية، وفي حالة ما كانت هذه المخاطر مرتفعة يجب على المؤسسة أن تعتمد على رأس مالها بدل الاعتماد على الاقتراض. حيث أن عدم انتظام حجم النشاط سيؤثر على قدرة المؤسسة على تسديد ديونها وقد يؤدي ذلك بها إلى الإفلاس في حالة ما إذا كانت فوائد القروض وأقساطها أكبر من قدرتها.

فيما يخص خطر التمويل فينتج عن زيادة الاعتماد على الاقتراض في عمليات تمويل المؤسسة والذي بدوره يؤدي إلى زيادة أعباء فوائد القروض، والذي يؤدي بالمؤسسة إلى الفشل المالي في حال عجزها عن تسديدها، وفشل المؤسسة يهدد مصالح المالكين.

#### رابعاً: معدل النمو Growth rate

على اعتبار أن باقي العوامل ثابتة، نجد أن المؤسسات التي تنمو بسرعة تتميز باستخدام الاقتراض بشكل كبير، نظراً لأن استخدام التمويل بالأسهم يكلفها كثيراً مقارنة بالاقتراض من البنوك والمؤسسات المالية، غير أن هذا قد يؤدي بها إلى مواجهة مشاكل عدم القدرة على تسديد فوائد وأقساط القروض. (مليكاوي، 2019، الصفحات 208-209)

فيما يخص نظرية الوكالة لما كانت فرص النمو أكبر كلما زادت تكاليف الوكالة بين المساهمين والدائنين، بسبب إحلال الأصول أو نقص الاستثمارات، ولما كانت تكلفة الوكالة للديون تعني ارتفاع تكلفة الأصول المقترضة فمن المرجح أن يعتمد الملاك على مواردهم الذاتية مما يعني توظيفاً أقل للديون في هيكل المؤسسة التمويلي. وهو ما يؤكد (Myers, S C 1977) حيث يرى بأن المؤسسات التي لها معدل نمو عالي تميل على استخدام الديون قصيرة الأجل بشكل أكبر، وبدرجة أقل من الديون طويلة الأجل بهدف خفض تكاليف الوكالة. وقد أكد هذه العلاقة العكسية بين معدل النمو والديون طويلة الأجل (Titman et Wessels, 1988)

أما من منظور نظرية الترتيب التفاضلي لمصادر التمويل فالمؤسسة تستخدم التمويل الداخلي أولاً، ثم اللجوء إلى التمويل الخارجي في حالة عدم كفاية التمويل الداخلي، وعليه يتوقع أن تزيد المؤسسة استناداتها خلال فترة النمو حيث أن المؤسسات التي لها فرص نمو كبيرة تعتمد بالدرجة الأولى على الديون لأنها تعد من مصدر التمويل الخارجي الأقل عرضة للتباين في المعلومات وبالتالي فهذه النظرية تنص على وجود علاقة طردية بين النمو والاستدانة. (بوفليسي، 2016، الصفحات 347-348)

#### خامساً: الربحية Profitability

يذهب البعض إلى أن المؤسسات التي تحقق عوائد وأرباح مرتفعة، لا تلجأ إلى الاقتراض بشكل كبير، ولا نجد أي تبرير نظري لهذا الرأي، وتشير نظرية الترتيب التفاضلي في إحدى التفسيرات العملية إلى وجود علاقة عكسية سالبة بين ربحية السنوات السابقة ونسبة التمويل بالدين، حيث أن هذه المؤسسات تحقق أرباحاً عالية تصبح من خلالها قادرة على تمويل نفسها بنفسها دون الحاجة إلى الاقتراض، إذ تخلق لها أرباحها مصادر تمويل

ذاتية ممثلة في تدعيم أرصدة أرباحها المحتجزة وبذلك تصبح قادرة على تمويل احتياجاتها عند الرغبة في التوسع والنمو. (الساعدي، 2012، صفحة 143)

وتوصل (Barton & Gordon, 1988) إلى وجود علاقة عكسية بين ربحية المؤسسات والرفع المالي تتفق مع تنبؤات النظرية السلوكية للهيكل التمويلي والتي مفادها أن الإدارة تفضل التمويل بالمصادر الداخلية لرغبتها بالاحتفاظ بالمرونة المالية والتحرر من تزايد القيود والشروط التي يفرضها المقرضون في عقد منح القرض. (حركاتي، 2015، صفحة 136)

### سادسا: حجم المؤسسة

يعد حجم المؤسسة **Size of Entrprise** من بين العوامل التي تدل على قدرتها على التوسع في الاقتراض أم لا، حيث أن المؤسسات الكبيرة غالبا ما تحصل على الائتمان بسهولة نظرا لثقة البنوك والهيئات المالية فيها على عكس المؤ.ص.م التي تجد صعوبة كبيرة عند طلب الاقتراض، وهذا ما يطلق عليه في مجال الإدارة المالية بالفرق التمويلي **Financial Gap**. ذلك أن المؤسسات الكبيرة مشهورة وتحقق أرباح عالية ولها حصة سوقية كبيرة مما يمكنها من الولوج إلى السوق المالي عن طريق إصدار الأسهم والسندات أو الاقتراض من البنوك والمؤسسات المالية، على عكس المؤ.ص.م التي لا تتمتع بهذه الخصائص وبالتالي لا يمكنها الحصول على موارد مالية خارجية وتكون مرغمة على الاعتماد على مواردها الذاتية بشكل أساسي. (مليكاوي، 2019، صفحة 210)

وحسب نظرية التوازن وعدم تماثل المعلومات فالحجم له تأثير إيجابي على مستوى المديونية، حيث أن المؤسسات الكبيرة هي أكثر تنوعا ما يجعلها قادرة على تحمل نسب الديون المرتفعة، وهو ما يتوافق مع فرضية أن المؤسسات الكبيرة لديها المزيد من الديون، كما أن حجم المؤسسة له تأثير عكسي على الإفلاس، وهو ما يؤكد نتيجة (Rajan et Zingales 1995) بأن حجم المؤسسة له علاقة عكسية مع مخاطر الإفلاس، وهو سبب آخر للعلاقة الطردية بين حجم المؤسسة ونسبة الاستدانة. (بوفليسي، 2016، صفحة 343)

كما أشار (Smith, 1977) إلى أن تكلفة إصدار الأسهم والسندات مرتبط بحجم المؤسسة، حيث ترتفع تكلفة إصدار الأسهم والسندات نسبيا بالمؤسسات الصغيرة مقارنة مع المؤسسة الكبيرة، كما أشار

(March, 1982) و (Ferry & Jones, 1979) إلى أن المؤسسات كبيرة الحجم لها قدرة أكبر على خدمة الدين والاقتراض بشكل أسهل، وبالتالي من المتوقع أن تزيد نسبة القروض في هيكلها التمويلي. (الخولي، 1995، صفحة 183)

وعليه نستنتج أن المؤسسات الكبيرة وبسبب تنوعها تكون أقل عرضة لمخاطر الإفلاس والمخاطر المالية.

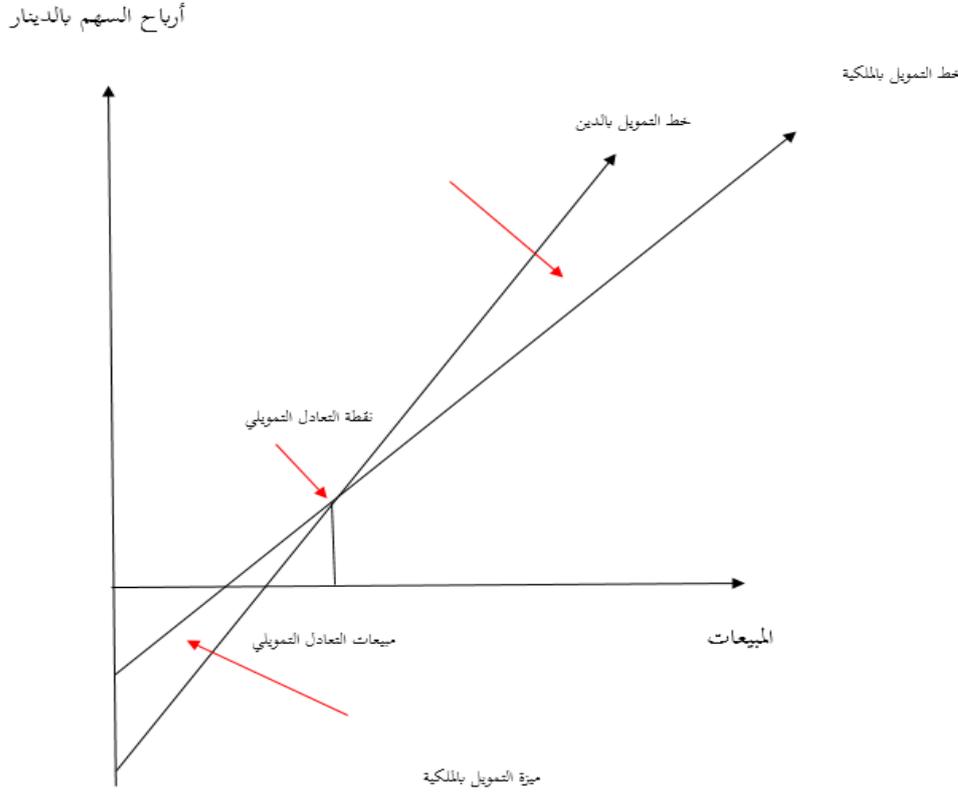
#### سابعاً: الوفر الضريبي

يشجع الوفر الضريبي الناتج عن الفوائد Tax Shield الكثير من المؤسسات على الاقتراض بسبب أن التكلفة الحقيقية للدين تكون أقل عندما تكون الضريبة مرتفعة، وعليه كلما زادت إمكانية الحصول على وفر ضريبي كلما زادت قدرة المؤسسة على الاعتماد على الدين في التمويل. لكن في بعض الحالات لا تحقق المؤسسة أي وفر ضريبي لكونها غير مطالبة بدفع الضريبة نظراً لحصولها على إعفاء أو لوجود خسائر رأسمالية أدت بالضرورة إلى انخفاض ربحيتها، وهنا لا يشجع الوفر الضريبي المؤسسات على الاقتراض.

#### ثامناً: نقطة التعادل التمويلي

تعرف نقطة التعادل التمويلي **Financial Break even Point** بأنها مستوى المبيعات الذي يؤدي إلى نفس العائد على السهم بغض النظر عن طريقة التمويل، حيث أنه عند مستوى أقل من مبيعات التعادل يفضل الاعتماد على أموال الملكية لأنها تحقق أرباحاً أعلى من التمويل بالدين، أما إذا كان مستواها أكبر من مبيعات التعادل التمويلي، فيفضل التمويل بالاقتراض لأن هذا يحقق أرباحاً أعلى للسهم. (مليكاوي، 2019، الصفحات 207-210) ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم (1-3): الطريقة البيانية لنقطة التعادل



المصدر: (مليكاوي، 2019، صفحة 211)

المطلب الثاني: المحددات الكيفية للهيكل التمويلي

توجد مجموعة من العوامل الكيفية والتي تؤثر على القرارات التمويلي داخل المؤسسة من بينها:

أولاً: الملاءمة

تنص القاعدة العامة على أنه يجب تمويل الأصول الثابتة بمصادر تمويل طويلة الأجل والأصول المتداولة بمصادر تمويل قصيرة الأجل. وتعد عملية الملاءمة **Appropriate** هذه بين طبيعة الاستخدامات والمصادر ضرورية جداً لإيجاد الارتباط بين التدفقات النقدية المتوقعة الحصول عليها من الأصول الممولة وسداد الالتزامات الناجمة عن اقتنائها. فالأصول الثابتة تقدم خدماتها لمدة طويلة وبذلك يتم الحصول على فائض نقدي يتمثل في الأرباح المحققة واستهلاكات الموجودات الذاتية نفسها، بالإضافة إلى أن مبدأ الملاءمة يقضي بتمويل الأصول قصيرة الأجل بمصادر قصيرة الأجل حتى لا يؤثر ذلك على هدف ربحية المؤسسة.

### ثانيا: الإدارة والسيطرة Management and Control

يمكن أن يؤثر التمويل بالأسهم على مركز وقدرة الإدارة في الرقابة، حيث أنه ومثلا إن كانت الإدارة تمتلك سيطرة تصويتية في المؤسسة وتمتلك ما نسبته 50% من الأسهم، لكن مركزها لا يسمح لها بشراء أي أسهم إضافية، فستفضل اللجوء إلى طلب القروض لتمويل استثماراتها الجديدة على أن تصدر أسهما عادية، على اعتبار أنها لو قامت بإصدار أسهم عادية جديدة قد تفقد السيطرة على المؤسسة. (مليكاوي، 2019، الصفحات 211-212) وهو ما أكدته دراسة (Sogorb Mira, 2005) حيث بينت أن مدراء المؤ.ص.موهم ملاكها لا يفضلون فقدان السيطرة على شركائهم وبالتالي يجعلهم ذلك لا يرغبون في وجود مساهمين جدد مما يجعلهم يفضلون التمويل الداخلي على الخارجي لتمويل نشاطاتهم. من جهة أخرى قد تقرر إدارة المؤسسة استخدام التمويل عن طريق الملكية إذا كان مركزها المالي ضعيفا، حيث أنها وفي هذه الحالة إذا ما قررت اللجوء إلى التمويل بالاقتراض فقد تعرض نفسها لمخاطر عدم القدرة على السداد وبالتالي الإفلاس.

ما تجب الإشارة إليه هنا أيضا أن تخفيض الاعتماد على الاقتراض بشكل مغالي فيه قد يعرض المؤسسة لخطر الاستحواذ والاستيلاء عليها من مستثمرين آخرين. وفي السياق نفسه توصلت دراسة (Chisti, K. A et AL 2013) إلى علاقة عكسية بين المردودية ونسبة الاستدانة فسرتها بأن المؤسسة لا تريد تعريض نفسها للمزيد من المخاطر لأنها يمكن أن تفقد السيطرة إذا ما فعلت ذلك.

### ثالثا: المرونة التمويلية

ونعني بالمرونة **Flexibility** قدرة المؤسسة على زيادة أو تخفيض الأموال المقترضة تبعا للمتغيرات الرئيسية في الحاجة إلى الأموال، كما تعني تعدد الخيارات المستقبلية المتاحة أمامها خاصة إذا ما تعددت مصادر التمويل المتاحة بشأن الحصول على التمويل. ويتيح توافر المرونة التمويلية المزايا التالية:

- القدرة على الاختيار بين مجموعة من البدائل في حالة ما احتاجت المؤسسة إلى التوسع أو الانكماش في مجموع أموالها المستخدمة؛
- القدرة على استخدام الأموال المتاحة عند الحاجة؛
- زيادة قدرتها على المساومة مع مصادر التمويل.

هذا ويمكن للمؤسسة أن تفقد مرونتها في الحالات التالية:

- إذا زاد مجموع التزاماتها وهذه الزيادة تحد من قدرتها على الاقتراض بشروط معقولة رغم توفر الأموال في السوق، وقد لا تستطيع الاقتراض مطلقا، الأمر الذي يجعلها مظطرة إلى زيادة رأس المال؛
- عدم قدرتها على تقديم ضمانات للقروض الجديدة نظرا لتقديمها ضمانات للقروض الأولى التي كانت قد حصلت عليها مما يحد من قدرتها على الحصول على الائتمان؛
- الالتزام بموجب اتفاقيات الاقتراض السابقة بشروط قد تحد من قدراتها على الاقتراض.

### رابعا: الظروف الاقتصادية

قد تشجع ظروف الرواج الاقتصادي **General economic conditions** على توسع المؤسسات في عمليات الاقتراض لتمويل مختلف نشاطاتها بدلا من الاعتماد على زيادة رأس المال. (مليكاوي، 2019، الصفحات 213-214)

وقد كشفت دراسة (Autonion et Al, 2008) إلى أن الاختيارات المؤسسة التمويلية تتأثر بالأوضاع الاقتصادية السائدة وبالتنظيمات والأعراف المعمول بها في الدولة التي تمارس نشاطها فيها. كما أكدوا على أن نفس المحددات التي وردت في نظريات الهيكل التمويلي المعروفة تؤثر على مستوى الاقتراض في الهياكل التمويلية للمؤسسات بنفس الطريقة ولكن بمستويات تأثير متفاوتة من دولة لأخرى.

كما برهن كل من (Collins & Seely, 1983) على أن الهياكل التمويلية للمؤسسات تختلف باختلاف أماكن تواجدها حيث يؤثر بلد الانتماء تأثيرا كبيرا على النشاط الذي تنتمي إليه المؤسسة. (حركاتي، 2015، صفحة 143)

### خامسا: هيكل الأصول Assets Structure

تلجأ المؤسسات التي تتميز أصولها بتوفير عنصر الأمان للمقرض إلى استخدام الاقتراض بصفة عالية في تمويل نشاطاتها، ويمكن اعتبار الأصول ذات الاستخدامات العامة في العديد من الأنشطة بمثابة ضمان جيد للقروض، بينما لا تمثل الأصول ذات الاستخدامات الخاصة ضمانا جيدا للقروض. وعليه يمكن القول بأن

مؤسسات العقارات تتميز بنسب عالية من الرفع الماليين فيما تتصف مؤسسات الأبحاث التكنولوجية بعكس هذا. (مليكاوي، 2019، صفحة 214)

وهناك العديد من الدراسات التي تطرقت إلى هذه النقطة فمنها ما توصل إلى وجود علاقة عكسية بين مستوى الضمانات ونسبة الاقتراض، حيث كلما زادت الضمانات زاد اعتماد المؤسسات على الأموال الخاصة، لأن تمويل المقرضين للأصول الثابتة يعرضهم لمخاطر أكبر بسبب الانخفاض الشديد الذي تتعرض له قيمة تلك الأصول في حالة التصفية. (march, 1982, p. 141)

وقد توصلت دراسة هندي 1987 إلى أن نسبة الاقتراض تزداد كلما زادت نسبة الأصول الثابتة بوصفها أكثر الأصول ملاءمة لتقديمها كضمان للمقرضين. (الهندي م.، 2003، صفحة 613)

ويرى (Scott, 1977) و (Titman, 1988)، إلى أن المؤسسات التي تحوز على نسبة كبيرة من الأصول الثابتة في هيكل أصولها التي يمكنها أن تقدمها كضمان للمقرضين، ستلجأ إلى الاعتماد على القروض لتمويل نشاطاتها نظرا لسهولة الحصول عليه مقارنة بالمصادر الأخرى. (Proença, Raul, Laureano, & Luis , 2014, pp. 182-191)

**وخلاصة القول** أن المؤسسات الاقتصادية دائما ما تحتاج إلى مجموعة من المصادر التمويلية من أجل تمويل استثماراتها أو التوسع في مشاريعها، ولا تكمن المشكلة في نقص الموارد المالية وإنما تعارض وتشابك أهداف المؤسسة المالية وبالخصوص الأهداف المرتبطة المردودية المالية والاستقلالية المالية والنمو والتوازن المالي، لذلك تسعى المؤسسات إلى اختيار تركيبة هيكلها المالي بدقة وعناية فائقة للحفاظ على التوليفة المناسبة من الأهداف المالية آخذة بعين الاعتبار مجموعة من العوامل والمتغيرات الكمية والكيفية والتي بدورها تراعي عنصري العائد والمخاطر وكذا الحفاظ على السيطرة الداخلية للمؤسسة.

ومن خلال معالجة هذه النقطة من الناحية العملية توصل (حططاش) من خلال دراسته الميدانية إلى أن المؤسسات العمومية بعيدة كل البعد عن اعتماد هياكل مالية تتماشى مع هذه المحددات، حيث تم تسجيل تناقض بين أداء هذه المؤسسات بمختلف جوانبه وهيكلها المالية. بالإضافة إلى أن المؤسسات الخاصة ورغم أن حالها أفضل بكثير من المؤسسات المالية إلا أنها لا تأخذ بعين الاعتبار هذه المحددات بالقدر اللازم أثناء صياغتها للهيكلي التمويلي المناسب. (حططاش، 2008، صفحة 186)

### خلاصة الفصل الأول

من خلال هذا الفصل تم التعرف على مختلف القرارات المالية في المؤسسات الاقتصادية والمتمثلة في قرارات الاستثمار وقرارات التمويل وقرارات توزيع الأرباح مع الإشارة إلى أنواع التمويل حسب مدة الاستحقاق وحسب المصدر وحسب الاستخدام والملكية. كما تم التطرق إلى أهم المفاهيم الخاصة بالهيكل التمويلي، وتوصلنا إلى أن المؤسسة تلجأ عادة لتمويل نشاطاتها إلى مصادر مختلفة سواء كانت قصيرة أو طويلة الأجل، ملكية أو عن طريق الدين، وهو ما يسمى اصطلاحاً بتركيبية الهيكل التمويلي، تمييزاً عن هيكل رأس المال الذي يشمل مصادر التمويل طويلة الأجل، وإن أحد العوامل المحددة للإستراتيجية المالية هي اختيار التمويل الملائم أي المفاضلة بين المصادر المتاحة واختيار الأنسب منها، مما يحقق التوازن بين العائد والمخاطر بأدنى تكلفة، وتجدد الإشارة إلى أنه لا بد من القيام بتقدير تكلفة الأموال من كل مصدر تمهيداً للوصول إلى تكلفة إجمالية لجميع الأموال تكون في حدها الأدنى من أجل تعظيم قيمة المؤسسة، كما تم التعرف على محددات تمويل المؤسسات الاقتصادية بتقسيمها إلى محددات كمية مثل السيولة والدخل والخطر وربحية المؤسسة ... الخ، ومحددات كيفية مثل الملاءمة والإدارة والسيطرة والمرونة التمويلية وهيكل الأصول ... الخ.

---

# الفصل الثاني

النظريات المفسرة لقرارات التمويل

في المؤسسات الاقتصادية في ظل

عدم تماثل المعلومات

---

### تمهيد

بعدما تطرقنا في الفصل الأول إلى مختلف المفاهيم المتعلقة بالتمويل ومصادره وتكلفته والتي لها أهمية بالغة في فهم ما سيأتي من نقاش حول النظريات المفسرة للهيكل المالي وأثره على قيمة المؤسسة. سنستعرض في هذا الفصل مختلف وجهات النظر أو المقاربات التي قامت بدراسة الهيكل التمويلي للمؤسسة حيث ما يزال موضوع اختيار الهيكل التمويلي حقلا واسعا للدراسة والتنظير بالرغم من وجود الكثير من الدراسات التي حاولت التطرق إلى دراسة العلاقة بين الهيكل التمويلي وقيمة المؤسسة

لقد مر الهيكل التمويلي بعدة مراحل تنظيرية، بداية بالعمل الذي قام به مودلياني وميلر (Modigliani-Miller) ونظرية الهيكل التمويلي تشهد تطورا ملحوظا. حيث أن النظريات التقليدية اهتمت بالوصول إلى وجود هيكل تمويل مثالي من عدمه والتي تم تقسيمها لـ صنفين أساسيين، فالصنف الأول يتعلق بدراسة الهيكل التمويلي في ظل كمال الأسواق، وتتصف الأسواق الكاملة بوجود عدد كبير من المتعاملين بالأوراق المالية وعدم وجود ضريبة على دخل المؤسسات أو تكاليف أخرى مثل تكلفة الإفلاس... أما الصنف الثاني فيتعلق بدراسة الهيكل التمويلي في ظل عدم كمال الأسواق والذي يقضي بالاعتراف بوجود ضرائب وتكاليف للإفلاس والوكالة وهو ما يجعله الأقرب للواقع.

لتظهر فيما بعد نظريات حديثة أكدت أن الهيكل التمويلي الأمثل لأي مؤسسة ينتج عن السلوك التمويلي الذي يتبعه مسيروها. وقد افترض مودلياني وميلر (Modigliani-Miller) بأن المستثمرين يمتلكون نفس المعلومات التي يمتلكها المدراء بشأن توقعات مستقبل المؤسسة وهو ما يعرف بالمعلومات المتماثلة أي أن المدراء والموظفين داخل المؤسسة والمستثمرين الخارجيين يمتلكون نفس المعلومات حول الوضعية الحقيقية للمؤسسة. ولكن في الواقع نجد أن المدراء غالبا ما يمتلكون معلومات عن مؤسساتهم أفضل من المستثمرين وهو ما يعرف بعدم تماثل المعلومات. وهذا الجانب له تأثير كبير على مفهوم الهيكل التمويلي. لهذا كان محط أنظار العديد من الباحثين أمثال لينتر (Lintner) 1956 الذي كان أول ظهور لنظرية الإشارة في أعماله. وروس (Ross) 1977 الذي حاول اعتماد نظرية الإشارة كإطار نظري لتفسير محددات الهيكل التمويلي للمؤسسات. وجورد دونالدسون (G. Donaldson) 1961 الذي وضع نظرية ترتيب مصادر التمويل حسب الأفضلية. وتدرس هذه النظريات أثر عدم تماثل المعلومات على الهيكل التمويلي في المؤسسات الاقتصادية.

## الفصل الثاني: النظريات المفسرة لقرارات التمويل في المؤسسات الاقتصادية في ظل عدم تماثل المعلومات

---

وعليه سنقوم بتقسيم هذا الفصل إلى المباحث التالية:

**المبحث الأول:** علاقة المؤسسات الاقتصادية بالبنوك وعدم تماثل المعلومات.

**المبحث الثاني:** النظريات المفسرة للهيكلة التمويلي للمؤسسات الاقتصادية.

**المبحث الثالث:** النظريات الحديثة كمدخل مفسر لقرارات التمويل في ظل عدم تماثل المعلومات.

## المبحث الأول: علاقة المؤسسات الاقتصادية بالبنوك في ظل عدم تماثل المعلومات

تعتبر البنوك ومختلف المؤسسات المالية محركا رئيسيا لعجلة التنمية الاقتصادية مهما كانت مقوماته، وتزداد أهمية هذه الفكرة في البلدان النامية، إذ تسعى حكوماتها بكل جهودها نحو تمويل المؤسسات وتوفير التسهيلات الضرورية لإنشائها. وسيتضمن هذا الجزء من الدراسة مدخل عام لعدم تماثل المعلومات.

### المطلب الأول: الإطار المفاهيمي لعدم تماثل المعلومات

سنتطرق في هذا الجزء من الدراسة إلى مفهوم المعلومات وشروط الحصول عليها، خصائص المعلومات الجيدة، مكنزمات ومعوقات الحصول عليها.

### الفرع الأول: مفهوم المعلومات وشروط المعلومة الجيدة

قبل أن نشرع في تعريف عدم تماثل المعلومات، لا بد أن نقوم بتعريف المعلومة وشروطها حتى تكون جيدة لمستخدميها كالاتي:

#### أولاً: تعريف المعلومات والمصطلحات المرتبطة بها

**التعريف الأول:** تعني كلمة Information عند البحث عنها في القواميس الإنجليزية-عربي بمعنى "المعلومات، المعطيات، البيانات، الحقائق، الوقائع، الإعلام". لكن إذا نظرنا إلى كلمة (Information) لوجدناها تعني علم المعلومات، أو المعلوماتية".

**التعريف الثاني:** وقد ارتبط معنى كثير من الكلمات دلاليا بكلمة (Information) ككلمة (Knowledge)، بمعنى المعرفة، أو العلم، أو الدراية، أو الإطلاع. و (Intellect) بمعنى الفكر والذكاء والعقل والفتنة وتبادل الأفكار والتي اشتقت منها كلمة (Intelligence) بمعنى الاستخبارات. و (Acquaintance)، بمعنى التعرف أو الإطلاع. و (Commanuication)، بمعنى المعلومة المبلغة أو تبادل الأفكار والآراء. (إبراهيم، 2013، الصفحات 13-14)

**التعريف الثالث:** المعلومات هي بيانات تم تنظيمها ومعالجتها لتكون ذات معنى وقيمة وأكثر نفعاً لمستعملها في اتخاذ مختلف القرارات. وهي بيانات تم إعدادها لتصبح في شكل أكثر نفعاً لمستقبلها بحيث يكون لها قيمة

مدركة في الاستخدام الحالي أو المتوقع، أو في القرارات التي يتم اتخاذها. (الصباح، 2010، صفحة 162) هي كذلك عبارة عن بيانات وتقارير مرت بمرحلة التحليل لاستخلاص ما تتضمنه هذه الأخيرة لاستخدامها لغرض معين. (بن ساسي وكماسي ، dspace ، 2014، صفحة 635)

وعليه يمكننا القول بأن المعلومات هي عبارة عن مجموعة من البيانات المرتبطة بسياق معين بحيث تم معالجتها لغرض تسهيل اتخاذ القرارات.

### ثانيا: خصائص المعلومة الجيدة

تواجه الإدارة مشكلة التعامل مع كم هائل من المعلومات التي تتوفر لديها، إلا أن نوعية المعلومات المطلوبة هي التي تنعكس على نوعية القرارات التي سيتم اتخاذها، لذلك فالإدارة تحتاج إلى معلومات ذات خصائص معينة تخدم أغراضها، ومن هنا وجب توفر خصائص في المعلومات لجعلها أكثر جودة وأكثر فائدة، ويمكن إيجاز هذه الخصائص فيما يلي: (مداحي، 2018، صفحة 241)

- الشمولية: بحيث تغطي هذه المعلومات جميع جوانب الموضوع قيد الدراسة؛
- الدقة: بحيث تخلو هذه المعلومات من الأخطاء؛
- المناسبة زمنياً: بحيث تتوفر هذه المعلومات في الوقت المناسب للاستفادة منها؛
- الواقعية: وتمثل واقع عمل المستفيد لتكون ذات فائدة في التعامل مع هذا الموضوع؛
- الكلفة: وتكون كلفة المعلومات أقل من فائدتها؛
- الهدف: يجب أن يكون للمعلومات هدف في لحظة النقل والإرسال لشخص ما، والمعلومات التي يتم إرسالها إلى الأفراد لها أهداف متعددة؛
- الشكل والطريقة: الطريقة التي يتم بها تزويد المعلومات للإنسان هي حسية، أما الحاسوب فيتسلم المعلومات على شكل طاقة؛
- الاحتراس والكفاءة: الحماية التي يتم توفيرها ضد الخطأ في أنظمة الاتصالات والغرض من ذلك هو زيادة التأكيد على خلو العمل من الخطأ؛

## الفصل الثاني: النظريات المفسرة لقرارات التمويل في المؤسسات الاقتصادية في ظل عدم تماثل المعلومات

- الاحتمالية والتقديرية: المعلومات المتوفرة قد لا تقبل الشك كالمعلومات التاريخية، والمعلومات التي تخص المستقبل (التقديرية) تحتوي على نسبة من الشك نظرا للاحتتمالية التي ترافقها؛
- القيمة: ربما تحسب الإدارة مقدار الفائدة التي يمكن الحصول عليها من المعلومات أو قيمة الخسارة الناتجة عن غياب المعلومات، إن احتساب وتقدير قيمة المعلومات من حيث كميتها وكفاءتها موضوع مهم لمصمم النظم؛
- الحداثة: هي عمر المعلومات والذي قد يلعب دورا مهما في قيمة المعلومات؛
- الدمج والإيجاز: يقصد بها كثافة المعلومات فالرسائل الطويلة غير المنظمة تحتوي على نسبة دمج معلومات منخفضة، والجداول والأشكال البيانية توفر عادة أفضل معلومات في أقصر وسيلة. (الشيبياني، 2011، الصفحات 31-32)

### ثالثا: معوقات الحصول على المعلومات

- صعوبة الحصول على مصادر المعلومات الأجنبية نظرا لقيود التحويلات النقدية والاستيراد؛
- الحواجز اللغوية وضعف قدرات الترجمة؛
- الجهل بالفرص التي توفرها خدمات المعلومات. (إبراهيم، 2013، صفحة 187)

### الفرع الثاني: عدم تماثل المعلومات

شاع مصطلح عدم تماثل المعلومات بصورة كبيرة في مجال المحاسبة والتحويل في عام 1965، بتأصيل عدم تماثل المعلومات بين البائعين والمشتريين في سوق السيارات المستعملة. (رشوان ، 2017 ، صفحة 412)تضمن هذا الجزء من الدراسة التعريف بمصطلح "عدم تماثل المعلومات" ومخاطر عدم التماثل في المعلومات.

### أولا: تعريف عدم تماثل المعلومات

التعريف الأول: يقصد بعدم تماثل المعلومات "عدم إلمام أحد أطراف الصفقة بالمعلومات الكافية عن الطرف الآخر في هذه الصفقة مما يمنعه من اتخاذ القرار السليم. ويترتب على ذلك ظهور نوعين من المشكلات التي تعتبر من أهم أسباب انخفاض كفاءة الأسواق المالية، فالمشكلة الأولى تحدث قبل إتمام الصفقة وتسمى مشكلة الاختيار السيء، بينما تحدث الثانية بعد إتمام الصفقة وتسمى مشكلة مخاطر سوء النية".

## الفصل الثاني: النظريات المفسرة لقرارات التمويل في المؤسسات الاقتصادية في ظل عدم تماثل المعلومات

**التعريف الثاني:** يمكن القول أيضا أن حالة عدم تماثل المعلومات تعبر عن حالة عدم التأكد. فهي بذلك تعبر عن وضعية المعلومات غير الكفؤة لأن الأطراف الداخلية بالمؤسسة (ملاك، اداريين...) يفترض أنها أكثر علما من غيرها (الأطراف الخارجية) بوضعية المؤسسة. (العايب، مخاطر عدم تماثل المعلومات بين قصور صيغ التمويل التقليدية وحلول الصناعة المالية الإسلامية، 2016، صفحة 3)

**التعريف الثالث:** هو "عدم المساواة في كمية ونوعية المعلومات المتحصل عليها من الأطراف المتعاقدة، أي أنه يمكن لأحد الأطراف أن يكتسب معلومات ليست في حوزة الطرف الآخر وبالتالي يستغلها لتحقيق مصالحه الذاتية". (بن ساسي وكماسي ، dspace ، 2014، صفحة 636)

**وعليه يمكننا القول بأن عدم تماثل المعلومات هو امتلاك المقرضين لمعلومات أقل من المقترضين وجودة مشاريعهم ودرجة المخاطر المرتبطة بها، وهو ما يؤدي إلى تحقيق مصالح المقترض الذي يملك معلومات أكثر. وفي موضوعنا هو إمتلاك المؤ.ص.م لمعلومات أكبر من البنك عن وضعيتها المالية الحقيقية، وهو ما يجعل البنك متخوفا من منح القروض لها.**

### ثانيا: الأسباب التي أدت إلى ظهور عدم تماثل المعلومات

تتمثل فيما يلي: (رشوان ، 2017، الصفحات 413-414)

- نقص المعلومات والذي يرجع لعدم كفاية المستثمرين والمستفيدين من المعلومات التي تحجبها عنهم الإدارة، وهي المعلومات الداخلية، وهم مطالبون باتخاذ قرارات استراتيجية رشيدة عن الأرباح المحاسبية والقرارات الاستثمارية؛
- تنوع المعلومات التي تصل إلى المستثمرين أو المستفيدين سواء كانت معلومات داخلية أو أي معلومات أخرى يتحقق من استخدامها مكاسب غير عادية؛
- اختلاف حجم المعلومات الداخلية والمعلومات المنشورة للجميع؛
- إخفاء الإدارة لمعلومات بسبب التنافسية مثل الأرباح المحققة والفعلية والتي يستخدمها المنافسون في تعديل الخطط الإنتاجية أو القرارات الاستثمارية؛

- تتغير توقعات المستثمرين والمساهمين بمجرد وصول المحتوى المعلوماتي الجديد الذي يشتمل على إعلانات عن خطط الربح المحاسبي.

### ثالثا: مخاطر عدم التماثل في المعلومات

بما أن المؤسسة عبارة عن مجموعة من الصفقات (المنظور الحديث للمؤسسة) فيما بينها ومع وجود عدم تماثل للمعلومات فإن ذلك من شأنه أن يتسبب في ظهور بعض المشاكل منها ما يظهر قبل تنفيذ الصفقة (الاختيار العكسي) أو بعد تنفيذ الصفقة (الخطر الأخلاقي)، إضافة إلى الانتهازية وكل هذا وذاك وما ينجر عنه من ظهور للأزمات المالية والتي راحت تهدد الكيان الاقتصادي العالمي.

#### 1- الخطر الأخلاقي وكيفية التغلب عليه:

أ- الخطر الأخلاقي: تعلق بسلوك الفرد ونيته في إتمام العقد، إذ هناك من يطلق عليه بالخطر المعنوي وهو المشكل الذي غالبا ما يظهر بعد إبرام العقد. إذ يتعلق ببعض التصرفات السلبية للأفراد والتي قد يكون لها عدة تأثيرات كما أن هذه التصرفات قد لا تكون مراقبة من طرف الوكيل. وهو ما يفتح المجال أمام الانتهازية. ومنه يمكن أن نحدد وضعيتين:

- حالة الانتهازية أين يستغل الموكل جهل الوكيل لبعض المعلومات فيعمل على تحقيق مصلحته الشخصية.

- الحالة التي لا يمكن للوكيل متابعة تصرفات الوكيل رغم علمه بها وذلك لعدم معرفة الظروف التي يعمل فيها، كحالة ملف الخبرة الذي يحضره الخبير مثلا.

ب- كيفية التغلب على الخطر الأخلاقي: إن التغلب على مشكلة الخطر الأخلاقي يكمن في توفير المعلومات بصفة مستمرة على الأنشطة التي يقوم بها الموكل وذلك من خلال: (مكرودي و صاري ، 2011، صفحة 121)

- قيام حملة الأسهم وحملة السندات بالتعقب المستمر لأنشطة هذه المؤسسات.

- سن التشريعات الحكومية التي تلزم هذه المؤسسات بالإفصاح عن بياناتها المحاسبية لتمكين حملة الأسهم من الحكم على أدائها.

## الفصل الثاني: النظريات المفسرة لقرارات التمويل في المؤسسات الاقتصادية في ظل عدم تماثل المعلومات

- إنشاء قوانين خاصة تفرض عقوبات رادعة على مديري المؤسسات إذا تبين تورطهم في نشر بيانات خاطئة عن مؤسساتهم أو تزوير سجلاتها، أو استغلال سلطاتهم الوظيفية للحصول على بيانات داخلية عن مؤسساتهم واستخدامها للتأثير على أسعار الأوراق المالية في السوق لتحقيق لستفادة خاصة.

### ت- الاختيار العكسي وكيفية التغلب عليه:

أ- الاختيار العكسي: أو الاختيار السلبي وهو ما يعني تصرف غير رشيد يولد سوء اختيار سواء من أصحاب الأسهم في اختيارهم لوكلائهم في الإدارة أو المؤسسة في اختيار مورديها مما ينتج عنه عدم الكفاءة في استثمار الموارد المتاحة في تحقيقها لنتائج إيجابية وتعظم ثروة حملة الأسهم؛ وقد تكون هذه العلاقة بين المؤسسة باعتبارها مشتريا وبين المورد باعتباره بائعا، فإن قصرت المؤسسة في متابعة السلعة التي تود الحصول عليها فإنه يمكن للمورد المبالغ في تسعيره لسلعته وبالتالي فإن المؤسسة ستفقد ثقتها في المورد الذي يسعى لتحقيق مصلحته، وباعتبار أن المؤسسة ستعمل على اختيار المورد ذو السعر الأقل فإنه سيستحيل على موردي السلع ذات الجودة بيعها بسعرها المرتفع (بن ساسي و كمامسي ، dspace ، 2014، الصفحات 637-638)

ب- كيفية التغلب على مشكلة الاختيار العكسي: مما لا شك فيه أنه في حالة توفر المعلومات الكافية عن المؤسسات التي قامت بإصدار الأوراق المالية، فإن أصحاب الأموال سيدخلون إلى السوق المالية وسيدفعون القيمة الاقتصادية الحقيقية للورقة المالية (وليس متوسط القيمة في حالة عدم تماثل المعلومات)، كما ستدخل المؤسسات الجيدة إلى هذه الأسواق لتطرح أوراقها المالية، على اعتبار أن المدخرين يعرفون القيمة الاقتصادية الحقيقية لهذه الأوراق، الأمر الذي سينعكس في النهاية على زيادة المعاملات داخل هذه الأسواق وهو ما يؤدي إلى تحسين أدائها، ومن منطلق تعريف مشكلة الاختيار العكسي فإن التغلب عليها يكون بتوفير المعلومات الكافية لجميع المتعاملين في السوق وهذا من خلال: (مكروودي و صاري ، 2011، الصفحات 118-119)

- إنشاء مؤسسات متخصصة في عملية جمع وإنتاج وبيع المعلومات التفصيلية التي تميز بين المؤسسات الجيدة وغير الجيدة ومن المؤسسات التي تعمل في هذا الشأن هي مؤسسة Standar and poor ومؤسسة

Moodys بالولايات المتحدة الأمريكية ومؤسسة Fitch الإنجليزية، والتي تهتم بجمع وتحليل وبيع معلومات عن ميزانيات المؤسسات واستثماراتها.

- سن التشريعات الحكومية التي تلزم المؤسسات التي تطرح أوراقها المالية للبيع داخل الأسواق المالية بالإفصاح عن نفسها، وذلك بنشر المعلومات الصحيحة عن أرباحها وخسائرها، أصولها والتزاماتها، وذلك تطبيقاً للمعايير المحاسبية المتعارف عليها دولياً. (مكرودي و صاري ، 2011، الصفحات 118-119) فعلى سبيل المثال تفرض الوكالة الفدرالية الأمريكية (SEC) على المؤسسات التي تبيع أصولها المالية في السوق بالإلتزام بمبادئ موحدة وبكشف معلومات دقيقة عن حجم مبيعاتها إضافة إلى قيمة أصولها وأرباحها، ولكن في الحقيقة لم يشتغل هذا الإجراء بالقدر الكافي، وخير دليل على ذلك هو انهيار مؤسسة Enron الأمريكية المتخصصة في توزيع الطاقة في سنة 2001 بالرغم من احتلالها من قبل المرتبة السابعة من حيث الأهمية في الولايات المتحدة الأمريكية، إذ بعد التحريات التي قامت بها الوكالة الفدرالية حول الصفقات المالية التي أبرمتها المؤسسة مع شركائها تبين أن هذه المؤسسة باشرت صفقات معقدة بينما قامت بحذف مبلغ هام من الديون والعقود المالية من ميزانيتها، وهو ما أدى إلى تغليب المستثمرين الماليين في قراراتهم. (سالمي و صحراوي ، 2021، صفحة 5)

### المطلب الثاني: مشكلة عدم تماثل المعلومات بين متطلبات الضمانات والعلاقة بين المؤسسات والبنوك

تعد القروض البنكية من بين المصادر الرئيسية لتمويل المؤسسات الاقتصادية، حيث لديها القدرة على توليد معلومات أعلى وأفضل من الوسطاء الماليين الآخرين حيث تعد العلاقة الوثيقة التي تربط البنك بالمؤسسة أداة جد مفيدة في حل مشكلة عدم تماثل المعلومات التي تبرز عند الإقراض.

توصل (Voordeckers & Stejvers, 2006) إلى أن متطلبات الضمانات تنخفض مع زيادة وطول مدة العلاقة بين البنك والمؤسسة المقترضة، حيث أن المؤسسات التي ترغب في الاقتراض وتتوفر على علاقات مصرفية طويلة الأمد لديهم متطلبات ضمان أقل صرامة. لذلك فإن العلاقة الاقتراضية القوية بين المؤسسة والبنك ستزيد من رغبة المالك-المدير في التقدم بطلب للحصول على قروض بنكية.

يشير (Bonfim & Daniel, 2002) إلى أن المؤسسات التي لها علاقات سابقة مع البنوك يمكنها استعادة الوصول إلى هذه البنوك. (AW, September 2014, pp. 719-720).

### المبحث الثاني: النظريات التقليدية المفسرة للهيكل التمويلي

من بين أهداف الإدارة المالية والتي تسعى المؤسسات الاقتصادية لتحقيقها هي تعظيم ثروة الملاك التي تؤدي بالضرورة إلى تعظيم قيمتها السوقية. وهذا يتأتى بمجموعة من الأدوات التي يجب تسييرها بكفاءة مثل تحقيق الأمثلية في جانبي الأصول والخصوم، وهو ما يعني إيجاد تركيبة الهيكل التمويلي الأمثل بأقل التكاليف والذي يحقق أعلى العوائد، ولقد برزت منذ خمسينيات القرن الماضي مجموعة من النظريات التي تفسر الهيكل التمويلي للمؤسسات والتي سنتطرق لها في هذا الجزء من الدراسة.

#### المطلب الأول: النظريات التقليدية المفسرة للهيكل التمويلي في ظل كمال الأسواق

يتضمن هذا الجزء من الدراسة النظريات المفسرة للهيكل التمويلي للمؤسسات في ظل عدم وجود ضرائب وعدم وجود تكاليف الإفلاس، وتتمثل هذه المداخل في مدخل صافي الربح ومدخل صافي ربح العمليات، والمدخل التقليدي، ومدخل مودلياني وميلر.

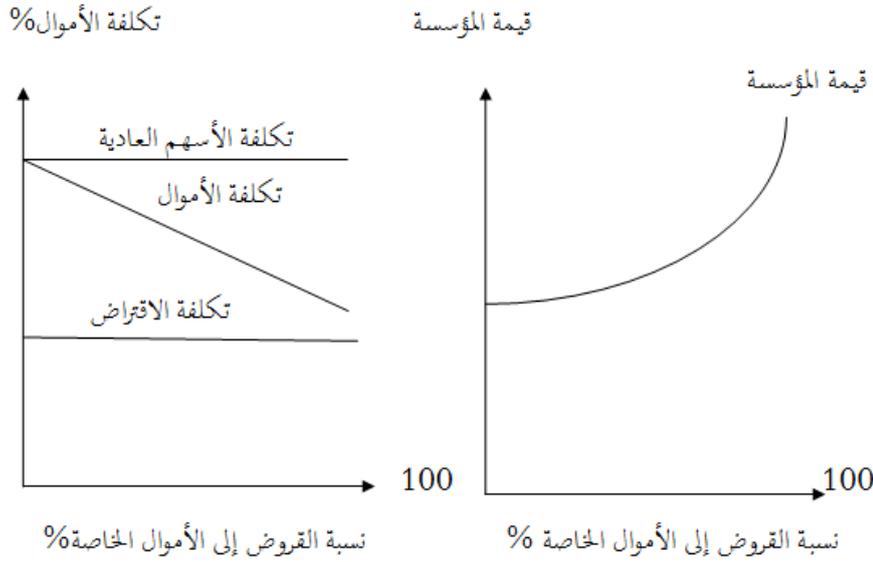
#### الفرع الأول: نظرية الربح الصافي، نظرية الربح التشغيلي (صافي ربح العمليات)

##### أولاً: مدخل صافي الربح Net income theory

يرى أصحاب هذا المدخل أن تكلفة الاقتراض وحقوق الملكية ثابت لا يتغير بتغير نسبة الاقتراض، فارتفاع هذه النسبة أو انخفاضها في الهيكل التمويلي للمؤسسة لا يترتب عنه بالضرورة انخفاض أو ارتفاع في معدل العائد على الاستثمار الذي يطلبه المقرضون أو الملاك، وطالما أن تكلفة الاقتراض أقل من تكلفة إصدار أسهم عادية جديدة، فإن زيادة نسبة مصادر التمويل الرخيصة (الاقتراض) يترتب عليها انخفاض في تكلفة الأموال وارتفاع في قيمة المؤسسة بالتبعية. (الهندي م.، 2003، صفحة 166)

## الفصل الثاني: النظريات المفسرة لقرارات التمويل في المؤسسات الاقتصادية في ظل عدم تماثل المعلومات

الشكل رقم (1-2): العلاقة بين تكلفة الأموال وبين نسبة الاقتراض (مدخل صافي الربح)



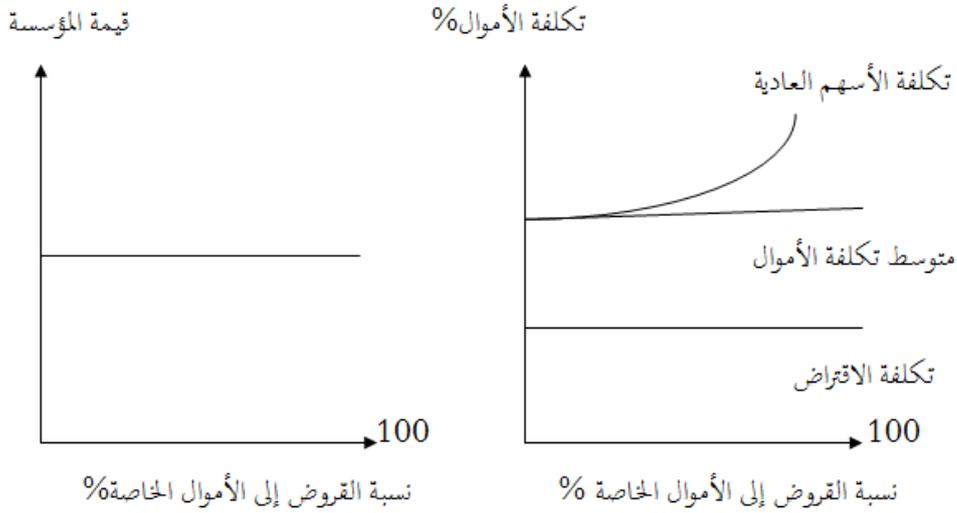
المصدر: (الهندي م.، 2003، صفحة 180)

نلاحظ من الشكل السابق بأن تكلفة الأموال تنخفض كلما زادت قيمة الأموال المقترضة وانخفضت قيمة الأموال الخاصة. أي كلما زادت نسبة الاقتراض إلى الأموال الخاصة. وهذا على الرغم من ثبات تكلفة الأسهم والسندات عند مستويات مختلفة من الاقتراض. مما يعني أن انخفاض تكلفة الأموال يؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية للمؤسسة. وبالتالي فإن أفضل هيكل تمويلي في ظل هذا المدخل هو الهيكل الذي يتضمن أكبر نسبة ممكنة من الأموال المقترضة. وما يعاب على هذا المدخل هو افتراضه أن تكلفة الاقتراض وتكلفة الأسهم العادية (مقدار العائد المطلوب) ثابتة ولا تتغير بتغير نسبة الاقتراض داخل الهيكل المالي.

### ثانياً: مدخل الربح التشغيلي (صافي ربح العمليات) (Net operating income approach (NOI)

على عكس مدخل صافي الربح، يقوم هذا المدخل على افتراض أساسي هو ثبات تكلفة الأموال الكلية مهما كانت نسبة المديونية في المؤسسة، وأيضاً يفترض أن تكلفة الاقتراض ثابتة لا تتغير بتغير نسبة الاقتراض بينما تكلفة الملكية (أي العائد الذي يطلبه الملاك) سترتفع مع كل زيادة في نسبة الاقتراض، ويستند هذا المدخل على أن زيادة الاقتراض وما يصاحبها من زيادة المخاطر يؤدي إلى مطالبة أصحاب الأسهم بزيادة معدل العائد المطلوب مما يؤدي إلى زيادة تكلفة الملكية، ومن ناحية أخرى فإن زيادة تكلفة الملكية يعوضها انخفاض بنفس القيمة في تكلفة الاقتراض ناتج من زيادة الاعتماد على هذا المصدر ذو التكلفة المنخفضة نسبياً، ولهذا فمن المتوقع أن تظل تكلفة الأموال الكلية ثابتة. (الحناوي، 2005، الصفحات 436-437)

الشكل رقم(2-2): العلاقة بين تكلفة الأموال وبين نسبة الاقتراض (مدخل صافي ربح العمليات)



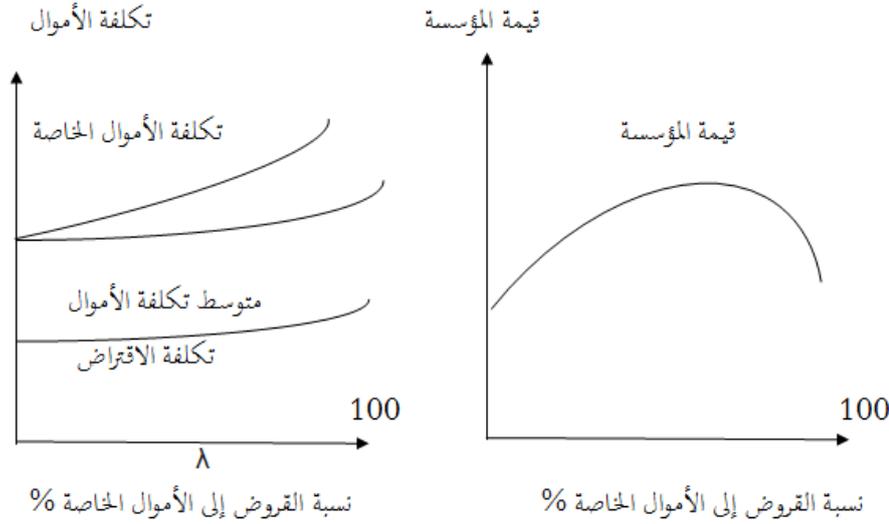
المصدر: (الهندي م.، 2003، صفحة 185).

يوضح الشكل السابق منحنى تكلفة الأموال في ظل مدخل صافي ربح العمليات الذي يشير إلى ثبات تكلفة التمويل بالاقتراض. كما يوضح وجود علاقة طردية بين نسبة الاقتراض وتكلفة التمويل بالأسهم العادية (الأموال الخاصة). وبافتراض أن الزيادة في تكلفة الأموال التي تنجم عن ارتفاع تكلفة الأسهم العادية بسبب زيادة نسبة الاقتراض سوف يعوضها انخفاض مماثل في هذه التكلفة نتيجة لزيادة الاعتماد على مصادر تمويل رخيصة (الاقتراض). فإن من المتوقع أن تظل تكلفة الأموال ثابتة مهما تغيرت نسبة الاقتراض. مما يعني عدم وجود هيكل تمويل مثالي. فسواء اقتضت المؤسسة أم لا بغض النظر عن نسبة الاقتراض فإن تكلفة الأموال تظل ثابتة مما يترتب عليه ثبات قيمة المؤسسة. وهذا هو جوهر هذا المدخل.

#### الفرع الثاني: المدخل التقليدي (النظرية التقليدية): Traditional Approach

تعترف هذه النظرية بأنه يمكن للمؤسسات أن تصل إلى هيكل تمويلي أمثل، وذلك من خلال استخدام الاقتراض بشكل معقول، والاستفادة من مزايا الرفع المالي. مما يؤدي إلى زيادة القيمة السوقية للمؤسسة، لكنها لم تحدد كمية الاقتراض المعقولة، ولكنها أشارت إلى ضرورة المحافظة على التوازن بين درجة المخاطرة المرتبطة بزيادة الديون، والانتفاع بمزاياها. حيث أن زيادة الديون عن حدها المعقول سوف يهدد وجود المؤسسة. (الحسناوي، 2016، الصفحات 97-100)

الشكل رقم (2-3): العلاقة بين تكلفة الأموال ونسبة الاقتراض (المدخل التقليدي)



المصدر: (الهندي م.، 2003، صفحة 187).

نلاحظ من خلال الشكل السابق بأن تكلفة الأموال الخاصة تترادف بزيادة نسبة الديون، بينما تبقى تكلفة الاقتراض ثابتة. إلا بعد بلوغها نسبة كبيرة. حيث أنه وفي البداية كانت التكلفة المرجحة للتمويل تتناقص في مقابل أن نسبة الديون تترادف، وتفسير ذلك أنه على الرغم من أن تكلفته ترتفع تدريجياً إلا أنه يظل مصدراً أقل تكلفة من الأسهم العادية. لكن عند الوصول إلى النقطة  $\lambda$ ، تبدأ التكلفة المتوسطة المرجحة بالارتفاع. ويتعزز هذا الارتفاع بزيادة تكلفة الأموال الخاصة. إذن يمكن القول أن الهيكل التمويلي الأمثل يقع عند النقطة  $\lambda$ .

### الفرع الثالث: نظرية مودلياني وميلر في ظل غياب الضريبة

اعتبر الباحثان مودلياني وميلر أن مدخل صافي ربح العمليات هو المدخل المقبول واعتبرا أن قيمة المؤسسة مستقلة وغير مرتبطة بهيكلها المالي وهذا في ظل غياب الضريبة. ومن بين الافتراضات التي يركز عليها هذا المدخل إضافة إلى الفرضيات السابقة الذكر هي: وجود سوق كفاء لرأس المال، والمؤسسات يمكن وضعها في مجموعات Risk classes على أساس درجة المخاطر التي ينطوي عليها النشاط.

يقوم هذا المدخل على أساس أن قيمة المؤسسة تساوي قيمة استثماراتها والتي تتوقف بدورها على العائد المتوقع من ورائها وتتأثر بالمخاطر التي يتعرض لها العائد. إذن مهما كانت تشكيلة رأس المال فإن قيمة المؤسسة الكلية لا بد وأن تتساوى مع القيمة الكلية للاستثمارات المكونة لها بغض النظر عن طريقة تمويلها سواء كانت

## الفصل الثاني: النظريات المفسرة لقرارات التمويل في المؤسسات الاقتصادية في ظل عدم تماثل المعلومات

قروض أو أموال ملكية. أي أن قيمة المؤسسة تتوقف على قرارات الاستثمار وليس على قرارات التمويل. (الحنوي، 2005، الصفحات 442-443)

وحتى يضمن مودلياني وميلر إقناع المهتمين بالإدارة المالية بوجهة نظرهما فقد اعتمدا على فكرة الموازنة أو المراجعة Arbitrage بين المؤسسة التي تعتمد بالكامل على حقوق الملكية في تمويل استثماراتها، وبين المؤسسة التي تعتمد على خليط من القروض وحقوق الملكية. حيث مثلا إن كان هناك مؤسستين متساويتين في كل شيء ما عدا أن الأولى تعتمد في تمويلها على حقوق الملكية كليا، أما الثانية فتعتمد على خليط من القروض وحقوق الملكية والقيمة السوقية للمؤسسة الثانية أكبر نظرا لانخفاض تكلفة الأموال لديها. فإنه يمكن للمستثمر الذي يملك أسهم في المؤسسة الثانية أن يبيعها ويقترض مبلغ إضافي بغرض شراء نسبة من أسهم المؤسسة الأولى تعادل النسبة التي كان يمتلكها في المؤسسة الثانية. ومن المتوقع أن يحقق من جراء ذلك نفس العائد الذي كان يحققه من قبل وباستثمار أقل دون مخاطر إضافية. وإذا ما اكتشف باقي المستثمرين هذه الميزة فسوف يحاولون الاستفادة منها، الأمر الذي يؤدي إلى استمرار انخفاض القيمة السوقية لأسهم المؤسسة الثانية وارتفاع القيمة السوقية لأسهم المؤسسة الأولى إلى أن تتساوى قيمتهما في النهاية. (الهندي م.، 2003، الصفحات 645-646)

### المطلب الثاني: النظريات التقليدية المفسرة للهيكل التمويلي في ظل عدم كمال الأسواق

تناولنا فيما سبق مختلف نظريات مودلياني وميلر في عالم لا توجد به ضرائب، ونظرا للانتقادات التي وجهت لها حول عدم واقعية فرض كمال السوق، سيتم في هذا المطلب إدخال بعض التكاليف، كتكلفة الإفلاس والوكالة وبيان التأثيرات المحتملة عند أخذ هذه المتغيرات في الحسبان على تكلفة الأموال والقيمة السوقية للمؤسسة.

والآن سنتطرق لمختلف نظريتهما في ظل وجود الضريبة وتأثير الاقتراض على قيمة المؤسسة. وسنتعرض أولا إلى تأثير الاقتراض على قيمة المؤسسة في ظل وجود الضريبة، ثم في ظل وجود تكاليف الإفلاس والوكالة.

#### الفرع الأول: تأثير الاقتراض على قيمة المؤسسة في ظل وجود الضرائب

في إطار الأسواق غير الكاملة قدم مودلياني وميلر تحليلا متميزا أثبتنا فيه أنه في حالة خضوع دخل المؤسسة للضريبة، فإن القيمة السوقية لمؤسسة مستدينة تساوي القيمة السوقية لمؤسسة مماثلة تعتمد كلية في

## الفصل الثاني: النظريات المفسرة لقرارات التمويل في المؤسسات الاقتصادية في ظل عدم تماثل المعلومات

التمويل لاستثماراتها على الأموال الخاصة، بالإضافة إلى القيمة الحالية للوفرات الضريبية الناجمة عن الاقتراض حسب المعادلة التالية:

$$VT = VU + TD$$

حيث:

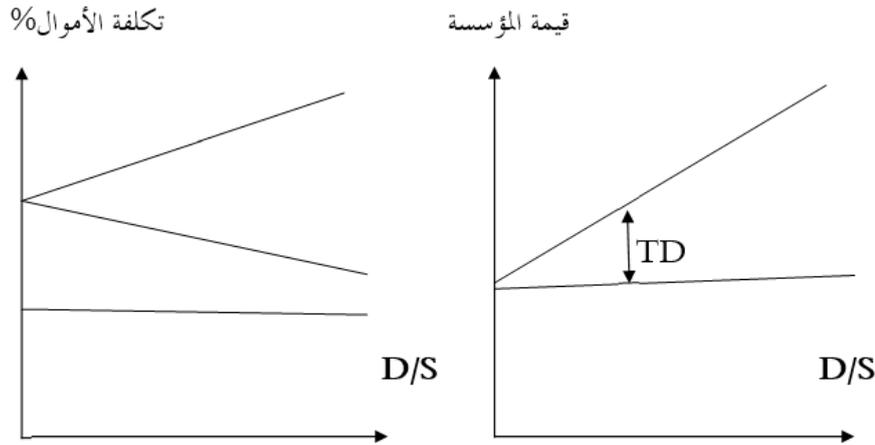
VT: القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة

VU: القيمة السوقية لمؤسسة غير مقترضة

TD: القيمة الحالية للوفرات الضريبية

وعليه فإن الهيكل التمويلي الأمثل هو ذلك الهيكل الذي تكون فيه أكبر نسبة اقتراض ممكنة، وفي هذه الحالة سوف تنخفض تكلفة الأموال إلى أدنى حد ممكن والشكل الآتي يوضح ذلك: (زغيب، 2006، الصفحات 112-113)

الشكل رقم (2-4): تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة في ظل مدخل مودلياني وميلر



المصدر: (زغيب، 2006، صفحة 113).

يؤكد مودلياني وميلر أنه لا ينبغي أن يزيد أو يقل الفرق بين القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة، والمؤسسة غير المقترضة، عن القيمة الحالية للوفرات الضريبية، وإذا حدث العكس، فإن عملية المراجعة كفيلة بإعادة التوازن بين المؤسستين، بمعنى إذا كان هناك مؤسستين متماثلتين في كل شيء ما عدا الهيكل التمويلي لهما، وكانت القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة A أعلى من القيمة السوقية للمؤسسة B التي تعتمد على حقوق الملكية فقط، فإن عملية المراجعة التي تنطوي على الرافعة المالية كفيلة بأن تحقق التوازن بين القيمة السوقية

## الفصل الثاني: النظريات المفسرة لقرارات التمويل في المؤسسات الاقتصادية في ظل عدم تماثل المعلومات

للمؤسستين، وبالتالي لا مبرر لقيام المؤسسة B بإجراء تغيير في هيكلها للحصول على قروض من أجل تحقيق الاستفادة للملاك من مزايا الرافعة المالية.

لذا فإن زيادة نسبة الاقتراض عن حدود معينة سيؤدي إلى ظهور بعض التكاليف، كتكلفة الإفلاس، وتكلفة الوكالة، والتي تترجم بارتفاع التكلفة التي يطلبها كل من الملاك والمساهمين تجنباً للمخاطر. (زغيب، 2006، صفحة 113)

### الفرع الثاني: الهيكل التمويلي في ظل وجود تكلفة الإفلاس *The theory of bankruptcy costs*

كلما زادت قيمة الديون، زادت صعوباتها المالية، لأنها تؤثر بشكل أو بآخر على فرص ديمومة المؤسسة وبقائها، بسبب تحملها لتكاليف باهظة تؤدي إلى تخفيض قيمة المنشأة، (Belghiti, 2006, p. 17) في حالة عجز المؤسسة عن سداد التزاماتها في تواريخ استحقاقها (الفوائد، أصل الدين)، يتخذ الدائنون إجراءات قانونية من شأنها أن تؤدي إلى إعلان إفلاس المؤسسة، كل هذا يخص المؤسسة التي تعتمد في تمويلها على الأموال الخاصة والاستدانة، أما المؤسسة التي تعتمد في تمويلها على الأموال الخاصة فقط، غير ملزمة بإرجاع قيمة الأسهم وحتى دفع التوزيعات إذا لم تقرر هي ذلك، مما لا يجعلها تتعرض لمثل هذه الإجراءات. (الهندي م.، 2003، صفحة 246)

بحيث تتمثل تكاليف الإفلاس في تكاليف مباشرة تتمثل أساساً في المصاريف الإدارية، القانونية، أو تلك الخسائر الناجمة عن بيع الأصول الاقتصادية بأقل من قيمتها، وتكاليف غير مباشرة تتمثل في انخفاض أرباح المؤسسة لعدة أسباب مثلاً عدم تمكنها من الحصول على تمويلات... الخ. (R.castainias, 1983, p. 617)

### نظرية تكلفة الإفلاس في وجود الضريبة:

كما سبق نجد أن الاعتماد على الاستدانة من شأنه أن يخفف من تكلفة رأس المال، لأنها مصدر تمويل منخفض التكلفة، كذلك بفضل ميزة الوفرة الضريبية، هذا هو الأثر الإيجابي للاستدانة على قيمة المؤسسة، إلا أنه عندما تصل الاستدانة إلى نقطة معينة، تبدأ تكلفة الإفلاس في الظهور بسبب مخاطر عدم السداد، وتترجم بارتفاع التكلفة التي يطلبها كل من المساهمين والمقرضين.

كما يشير Taggart على الدور المهم الذي تلعبه تكاليف الإفلاس في اتخاذ قرار الاستدانة.

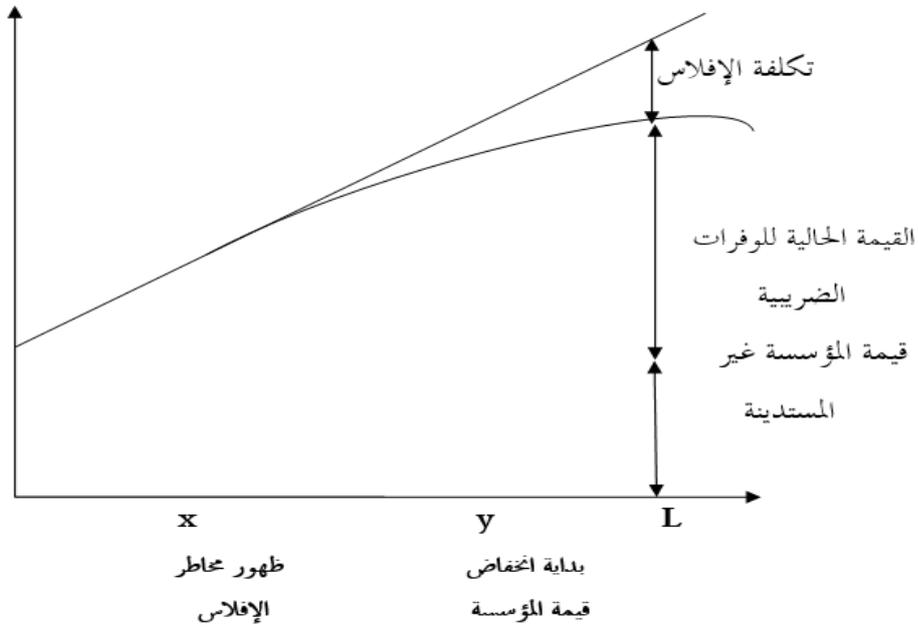
كما يشير Brigham et Gapenski أن مخاطر الإفلاس، والتكاليف المصاحبة لها، تزداد كلما زاد

الاقتراض. والشكل الموالي يوضح الهيكل التمويلي الأمثل حسب نظرية الإفلاس بوجود الضرائب:

## الفصل الثاني: النظريات المفسرة لقرارات التمويل في المؤسسات الاقتصادية في ظل عدم تماثل المعلومات

الشكل رقم (2-5): العلاقة بين قيمة المؤسسة ونسبة الرفع المالي حسب نظرية الإفلاس في وجود الضرائب

القيمة السوقية



Source: (Barneto & Gregorio, 2009, p. 449)

نلاحظ من الشكل أنه كلما ارتفعت الاستدانة ارتفعت معها قيمة المؤسسة، بحيث يفسر ذلك إلى انخفاض تكلفة الأموال بفضل الوفورات الضريبية، وعدم وجود تكلفة الإفلاس، إلى أن تصل إلى النقطة  $X$ ، أين تبدأ مخاطر الإفلاس في الظهور، بحيث تواصل قيمة المؤسسة ارتفاعها بسبب انخفاض تكلفة الأموال، ولكن بنسبة أقل من ذي قبل، وعند وصولها إلى النقطة  $Y$  تبدأ قيمة المؤسسة في الانخفاض، بسبب ارتفاع تكلفة الأموال، وتفسير ذلك أن قيمة تكاليف الإفلاس أصبحت تفوق قيمة الوفورات الضريبية، وعليه فإن الهيكل التمويلي الأمثل (نسبة الاقتراض المثلى) في ظل وجود تكاليف الإفلاس، تتحدد في النقطة  $Y$  والتي تكون تكلفة الأموال عندها في حدها الأدنى. (الهندي م.، 2003، صفحة 254)

### الفرع الثالث: تأثير تكلفة الوكالة

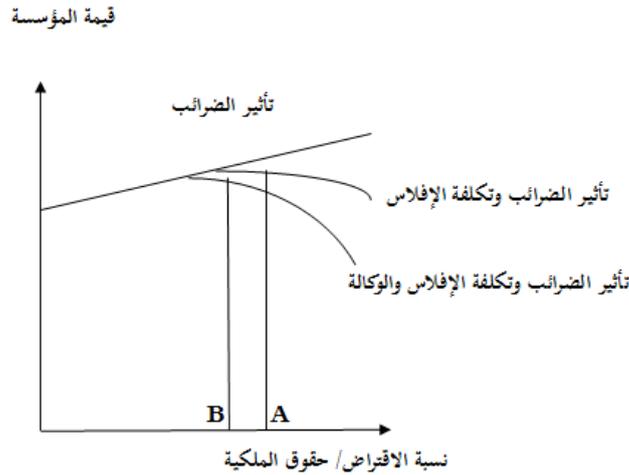
عندما تلجأ المؤسسة إلى الاقتراض قد ينص عقد الاقتراض على ضرورة الرجوع إلى المقرضين قبل اتخاذ إدارة المؤسسة لبعض القرارات التي يمكن أن تؤثر عليهم، مثل قرارات شراء أصول جديدة أو قرارات توزيع الأرباح ... الخ، وحتى يتأكد المقرضون من أن الإدارة لم تخل بالشروط المنصوص عليها في العقد يصبح محتماً عليهم القيام بمراقبة ما يجري داخل المؤسسة سواء بأنفسهم أو بواسطة وكيل عنهم. وهنا تنشأ ما تعرف

## الفصل الثاني: النظريات المفسرة لقرارات التمويل في المؤسسات الاقتصادية في ظل عدم تماثل المعلومات

بتكاليف الوكالة Agency Cost وكما هو الحال بالنسبة لتكلفة الإفلاس فإن المقرضين عادة ما ينقلون تكلفة الوكالة إلى الملاك، وهذا برفع معدل الفائدة على الأموال التي يقترضونها، ما يضطر الملاك إلى رفع معدل العائد على الاستثمار المطلوب. والنتيجة هي ارتفاع تكلفة الأموال ما يؤدي إلى انخفاض قيمة المؤسسة السوقية. ومن المعتقد أن تصرف المقرضين على هذا النحو هو أمر مقبول ذلك أن الإدارة تسعى إلى تحقيق مصالح الملاك لا مصالح المقرضين. غير أن ما تجدر ملاحظته أن شرط التعاقد الذي يعطي للمقرضين الحق في وضع قيود على قرارات الإدارة ستمتد تكلفته من المصروفات القانونية والإدارية لتشمل تكلفة انخفاض الكفاءة في إدارة العمليات بسبب تلك القيود. وفي هذا الصدد إذا تم التخلي عن شرط الشرط الذي يعطي للمقرضين الحق في فرض قيود على قرارات المؤسسة سيؤدي إلى زوال تكاليف الوكالة، إلا أنه قد يدفع بهم (المقرضين) إلى طلب معدل فائدة مرتفع جدا قد يفوق تكلفة الوكالة.

إن ظهور تكاليف الوكالة إلى جانب تكاليف الإفلاس سيؤثر على النسبة المثالية للاقتراض إلى حقوق الملكية أي أنه سيؤثر على مكونات الهيكل التمويلي.

الشكل رقم (2-6): قيمة المؤسسة في ظل خضوع المؤسسة للضريبة وجود تكلفة الوكالة والإفلاس.



المصدر: (الهندي م.، 2006، صفحة 673)

يشير الشكل السابق إلى أن النسبة المثالية للاقتراض إلى حقوق الملكية قد انخفضت من A إلى B على أن يراعى أن هذه النقطة B تتعادل عندها الوفورات الضريبية الناجمة عن الاقتراض مع تكلفة كل من الوكالة والاقتراض. وقبل أن تبلغ نسبة الاقتراض هذه النقطة تكون الوفورات الضريبية أكبر من تلك التكاليف أما بعدها فيحدث العكس. (الهندي م.، 2003، الصفحات 671-672)

الفرع الرابع: ميلر وتكلفة الإفلاس والضريبة الشخصية على الدخل

قدم ميلر عام 1977 نموذجاً مثيراً للجدل لهيكل رأس مال المؤسسة، قال فيه بأنه لا يوجد أي تأثير للاقتراض على قيمة المؤسسة، وهو ما يتناقض مع موقفه السابق. حيث أنه اعترض على أهمية تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة بوصفهما متغيرين يلعبان دوراً في التأثير على هيكل رأس المال. حيث أن الدراسات التي تؤكد على ارتفاع قيمة تلك التكاليف (30% من قيمة المؤسسة السوقية) أجريت على المؤسسات الصغيرة والفردية أسفر الإفلاس على تصنيفاتها. أما فيما يخص المؤسسات الكبيرة فإن معظم الدراسات تؤكد صغر حجم هذه التكاليف ويبلغ متوسطها 5.3% من قيمتها السوقية. وتتناقض هذه النسبة بزيادة حجم المؤسسة. حتى أنها وصلت في بعض الحالات إلى 1.7% من قيمة المؤسسة. يضاف إلى ذلك أن هذه التكاليف هي تكاليف فعلية للإفلاس.

كما يؤكد ميلر ضالة حجم تكاليف الإفلاس الناجمة عن الاقتراض مقارنة بالوفرات الضريبية الناتجة عن فوائد القروض والتي على ضوءها يتحدد هيكل رأس المال. ولكن هل هناك وجود لمثل هذه الوفرات في ظل وجود ضريبة شخصية على دخل المستثمر؟ في رأي ميلر أنه إذا كان قرار هيكل رأس المال يقوم على مقارنة تكاليف الإفلاس مع الوفرات الضريبية للاقتراض، فكيف يمكن تفسير ظاهرة الثبات النسبي للتشكيلة التي يتكون منها هيكل رأس المال عبر الزمن بالرغم من التغير الذي يطرأ على معدلات الضريبة؟

كشفت دراسة ميلر عام 1963 عن تماثل نسبة القروض إلى صافي الأصول في العشرينات والخمسينيات، رغم أن معدل الضريبة بلغ في الفترة الأولى ما بين 10% و11% أما في الفترة الثانية وصل إلى 52% ونظراً لأن الوفرات الضريبية للاقتراض تزداد مع معدل الضريبة، كان من المتوقع أن ترتفع نسبة الأموال المقترضة في الخمسينيات وهو ما لم يحدث.

ويشير هذا التحليل نقطتين جوهريتين هما: أن تأثير تكلفة الإفلاس على قرار تشكيل هيكل رأس المال ضئيل ويمكن تجاهله. أما النقطة الثانية فهي التشكيك في تأثير الوفرات الضريبية للاقتراض ومنه التشكيك في أثر الاقتراض على قيمة المؤسسة السوقية. (الهندي م.، 2003، الصفحات 673-374)

## الفصل الثاني: النظريات المفسرة لقرارات التمويل في المؤسسات الاقتصادية في ظل عدم تماثل المعلومات

**وخلاصة القول** أنه قد ثار جدل واسع حول تأثير الميزج التمويلي على تكلفة الأموال، حيث يعتقد المفكرون التقليديون أنه يوجد هيكل تمويلي أمثل تنخفض عنده تكلفة الأموال إلى أدناها وترتفع فيه قيمة المؤسسة إلى أقصاها. ويرفض مودلياني وميلر هذا الرأي، حيث يعتقدان أنه في ظل عدم وجود ضريبة لا يؤثر الهيكل التمويلي على تكلفة الأموال وعلى قيمة المؤسسة. وهما ما يتفق مع مدخل صافي الربح، وقد أكد مودلياني وميلر على ذلك باستخدام فكرة المراجعة. أما في ظل وجود ضريبة على دخل المؤسسة فيرى مودلياني وميلر أن قيمة المؤسسة التي يتضمن هيكلها المالي القروض، تفوق قيمة مؤسسة مماثلة يتكون هيكلها المالي من الأموال الخاصة فقط. ولكنهما يصران على أن الفرق بين قيمة المؤسستين لا ينبغي أن يقل أو يزيد عن قيمة الوفرات الضريبية. وفي حالة ما كان دخل المستثمر يخضع لضريبة شخصية على الدخل ومعدلها على دخله من القروض يفوق معدلها على دخله من الأسهم العادية يؤدي إلى انخفاض مزايا الاقتراض أو اختفائها تماما. لأنه يبلغ حالة التوازن تتساوى الوفرات الضريبية الناجمة عن فرض ضريبة على دخل المؤسسة مع الضريبة الشخصية الإضافية التي يدفعها المستثمرون عندما يحولون جزء من استثماراتهم من الأسهم إلى سندات.

ولا تعد الضريبة الشخصية على دخل المستثمر هي المتغير الوحيد الذي يضعف تأثير الاقتراض على قيمة المؤسسة السوقية، إذ يوجد أيضا تكلفة الإفلاس والوكالة. وفي ظل وجودها من المحتمل أن يكون هناك هيكل مالي مثالي، ويتحدد بمستوى الاقتراض الذي تتساوى عنده مزايا الاقتراض المتمثلة في الوفرات الضريبية مع العيوب الناجمة عنه والمتمثلة في تكلفة الإفلاس والوكالة. غير أن ميلر يعترض فكرة وجود مثل هذا الهيكل.

### المطلب الثالث: المؤ.ص.مفي نماذج الهياكل المالية

تتميز المؤ.ص.مبالعديد من الخصوصيات التي تنفرد بها عن المؤسسات الاقتصادية الكبيرة فيما تعلق بالهيكل التمويلي الخاص بها، وهو ما أدى بالمهتمين بالإدارة المالية بإعطائها حيزا خاصا بها ضمن أبحاثهم، من خلال إسقاط النظريات الكلاسيكية عليها. وسنتطرق في هذا الجزء من الدراسة إلى خصوصية الهياكل المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة إضافة إلى إسقاط النظريات الكلاسيكية عليها.

الفرع الأول: خصوصية الهياكل المالية للمؤ.ص.م

إن ما تتميز به المؤ.ص.م من خصائص في الغالب هي ما يجعلها غير قادرة على الحصول على الأموال من المصادر الخارجية. حيث أن إشكالياتها في مجال الاختيار المالي أقل ارتباطاً بمجرد التحكيم بين الموارد المالية المتاحة والتي تعد نتاجاً لمجموعة من المعوقات التقنية والمؤسسية، هذا إضافة إلى خاصية كونها صغيرة ومتوسطة مما يخلق الفرق المالي.

من الناحية التاريخية لم تبدأ الأبحاث التي تعتبر المؤ.ص.م كنظام إلا في منتصف السبعينات، ومنذ ذلك الحين لم يعد ينظر إليها على أنها الشكل المصغر للمؤسسات الكبيرة. وأول الدراسات التي تمت في هذا المجال أخذ أصحابها النظريات الموجودة في الأصل والبحث في التي تصلح منها لتفسير السلوك المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

الفرع الثاني: نماذج الهياكل المالية للمؤ.ص.م (إسقاط النظريات الكلاسيكية)

بانطلاقنا من نموذج مودلياني وميلر عام 1958 سنجد أن أهم فريضة هي وجود السوق المالي في حالة منافسة تامة، وهذا الأمر يعد غير منسجم مع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، فهذه النظرية لا تأخذ بعين الاعتبار أثر الحجم أو درجة التطور على الهيكل التمويلي للمؤسسة.

بالنسبة لدراسة Colot et Michel عام 1996 في تحليلهما لمدى صلاحية نظرية الوكالة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة توصلنا إلى أنها لا تمثل الأداة الأحسن لتفسير الهيكل التمويلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، بالرغم من حيازة هذه النظرية على القدرة التفسيرية الهائلة في معالجة إشكاليات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

وهو الرأي الذي دافع عليه العديد من الاختصاصيين مثل (Ang, 1991, 1992) أو (Charreux, 1984) بالرغم من أن بعض الدراسات الميدانية ترفض الفرضيات التي تقوم عليها هذه النظرية. والتي تفترض أن الأعوان يتحركون بالشكل الذي يسمح بتعظيم دالة المنفعة الخاصة بكل واحد منهم، وأنهم قادرون على استطلاع آثار علاقات الوكالة على القيمة المستقبلية لذممهم المالية بشكل عقلاي ودون مجازفة.

## الفصل الثاني: النظريات المفسرة لقرارات التمويل في المؤسسات الاقتصادية في ظل عدم تماثل المعلومات

وفي حالة المؤ.ص. مفضائل عدم تماثل المعلومات والمخاطر المعنية تكون بحجم أكبر مقارنة بالمؤسسات الكبيرة بسبب انعدام الشفافية وهيكل الملكية مما يولد تردد المدينين فيما يتعلق بالقروض طويلة الأجل ووجود مخاطر عالية فيما يتعلق بإحلال الأصول.

تلجأ المؤ.ص. إلى القروض قصيرة الأجل بدل استخدام سيولتها، وبما أنه يتم تقليل مشاكل الوكالة بتقديم الضمانات وعلى هذا الأساس فالمؤسسات التي تمتلك حصة عالية من الاستثمارات تستطيع الحصول على التمويل الخارجي بشكل أسهل.

أما بالنسبة لنظرية ترتيب مصادر التمويل فقد انطلقت نماذجها الأولى من فرضية عدم التماثل في المعلومات بحيث أن الشروحات التي قدمتها هذه النماذج تقوم على مبدأ أن المسيرين يعملون لمصلحة الملاك الموجودين على حساب الملاك المستقبليين، ثم تم التخلي عن مبدأ عدم تماثل المعلومات دون التخلي عن مبدأ الترتيب. وعلى العكس من ذلك فإن النماذج التي هدفها تدنية تكاليف التعاقد في وضعية عدم التأكد تصل إلى ترتيب للتمويل يختلف عن تلك التي تم الوصول إليها في النماذج السابقة. (بن ساسي و قريشي ، التسيير المالي دروس وتطبيقات، 2006، الصفحات 401 – 402)

وقد لاحظ باكلاوند وآخرون (Buckland et al (1989 أن المؤ.ص. تستهدف نسبة استنادة معينة، وأن أي نسبة استنادة أخرى تعتبر غير محددة حسب خصائص المؤسسة وبعيدة عن الاعتبارات النظرية المألوفة. وقد قام كولي وإدوارد (Cooley et Edward(1983 باستجواب 97 مسيرا لمؤسسات صغيرة ومتوسطة حول العوامل التي تدفعهم للاستنادة كمصدر للتمويل، وبينت الدراسة أن عدم التأكد المتعلق بالمردودية المستقبلية من أهم العوامل، في حين أن القيود المفروضة على المؤسسة من قبل الجهات المقرضة تعتبر العامل الأقل أهمية، وتبين أن المؤسسات ذات نسبة الاستنادة الأقل ارتفاعا هي مؤسسات تمثل فيها المرودودية عنصرا دالا ومعبرا، بينما المؤسسات ذات الاستنادة المرتفعة لها مستوى مهم لرقم الأعمال. كما أن تكاليف الإفلاس تكون مرتفعة في المؤ.ص. موقد تم تأكيد ذلك تجريبيا في الدراسة التي قام بها ديشاند وجورج (Dipchand (1977 et George على عينة مكونة من 48 مؤسسة صغيرة ومتوسطة، توصلوا إلى أن تكاليف الإفلاس المباشرة مرتفعة بنسبة 40.6%. أما بالنسبة للمؤسسات الكبيرة فلم يجد وارنر (Warner(1977 علاقة ذات دلالة بين القيمة السوقية للمؤسسات الكبيرة وتكاليف الإفلاس المباشرة.

## الفصل الثاني: النظريات المفسرة لقرارات التمويل في المؤسسات الاقتصادية في ظل عدم تماثل المعلومات

---

من خلال ما سبق، وحسب ماك كونال وبوتيت McConnel et Pettit، فإن أثر كل من الضرائب وتكاليف الإفلاس يؤديان إلى أن نسبة الديون في الهيكل التمويلي المثلى للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة تكون أقل مقارنة بنسبة الديون في الهيكل المالية المثل للمؤسسات الكبيرة. (براق و غربي ، 2015، صفحة 192)

### المبحث الثالث: النظريات الحديثة المفسرة للهيكل التمويلي في ظل عدم تماثل المعلومات

ظهرت العديد من النظريات الحديثة المفسرة للهيكل التمويلي ولعل أبرز ما ميزها هو إدخالها لبعض الفرضيات الواقعية على العكس من النظريات الحديثة. وفي هذا الجزء من الدراسة سنستعرض ثلاث نظريات حديثة هي كل من نظرية الإشارة ونظرية الوكالة، ونظرية ترتيب مصادر التمويل. مع إعطاء الفرضيات التي قامت عليها كل نظرية، وخصصنا العنصر الأخير لإسقاط هذه النظريات الحديثة على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

#### المطلب الأول: نظرية الإشارة كمدخل مفسر لقرارات التمويل في ظل عدم تماثل المعلومات **Signal theory**

##### الفرع الأول: ظهور نظرية الإشارة

لقد كان أول ظهور لمفهوم نظرية الإشارة في أعمال لينتر Linter سنة 1956. حيث قام بدراسة لعينة من 28 مؤسسة صناعية ذات سمعة كبيرة، وقام بإجراء مقابلات مع المديرين الرئيسيين لهذه الشركات والذين لهم تأثير على قرارات المؤسسة حول سياسة توزيع الأرباح. حيث توصل من خلال دراسته إلى أن المديرين يدركون بأن المساهمين يفضلون توزيع ثابت ومستقر للأرباح والذي يعتبر إشارة على الاستقرار والنمو المستمر للشركة.

وحسب نظرية الإشارة فإن المؤسسات لن ترغب في بيع الأسهم العادية الجديدة المصدرة لمستثمرين جدد، حتى لا يشاركوا المستثمرين القدامى في الأرباح. بعكس المؤسسات التي تواجه منافسة قوية، ويتوقع مسيروها تحقيق خسائر في المستقبل، فإن المالكين يتجهون نحو بيع أسهمهم الجديدة لمستثمرين جدد يشاركونهم خسائرهم. فهذه هي وجهة النظر الشائعة بين المستثمرين. فهم ينظرون للمؤسسات التي تصدر الأسهم بأنها إشارة إلى أن توقعات المؤسسة عن مستقبلها سلبية. (معيزة م.، 2016، صفحة 118)

وتقوم نظرية الإشارة على افتراض مفاده أن المديرين في المؤسسات يمتلكون معلومات حول مؤسستهم أكثر من المستثمرين، مما يعني أنهم على دراية بالتدفقات النقدية المستقبلية لمؤسستهم. وبهذا الصدد نجد أن

## الفصل الثاني: النظريات المفسرة لقرارات التمويل في المؤسسات الاقتصادية في ظل عدم تماثل المعلومات

المستثمرين يبحثون دوماً عن إشارات تمكنهم من تخفيف حدة المخاطر وتحقيق عوائد أكبر، وهذا بالتأكيد استناداً إلى صحة الإشارات التي يتلقونها.

فوفق هذه النظرية فإن المدير أو المسير الذي يقترض لتمويل مشروع استثمار عالي المخاطرة سوف يؤدي ذلك به إلى فقدان وظيفته خاصة إذا ما أدى ذلك بالمؤسسة إلى الإفلاس وبالتالي عليه أن يكون حكيماً ويستبعد الاعتماد على الأموال المقترضة إذا كان غير متأكد من مردودية المشروع الجديدة. (Vernimmen, 2005, p. 660)

ليست كل المعلومات التي تنشرها لمؤسسات المدرجة في الأسواق المالية صادقة كاملة أو تعبر عن الوضعية الحقيقية للمؤسسات، ولكن بإمكان المؤسسات التي لديها أداء جيد أن تقوم بإصدار إشارات خاصة بها، فعالة، كما أنها تتميز عن غيرها من المؤسسات ذات الأداء الأقل وهذا ما يعرف بقاعدة "عدم تماثل المعلومات" التي قام بشرحها كل من Myers and Majluf في مقالهما سنة 1964، والخاصية المميزة لتلك الإشارات هو أنه يصعب تقليدها من طرف المؤسسات ذات الأداء الضعيف، ومن أمثلتها: الهيكلة المالية، سياسة مكافآت رأس المال، اللجوء إلى أوراق مالية معقدة أو إلى شروط خاصة في مختلف السياسات المالية وغيرها...

وقد أشار الباحثان Myers and Majluf إلى أن نظرية الإشارة تستند إلى فكرتين هما:

- نفس المعلومة غير موزعة في جميع الاتجاهات: ذلك أنه بإمكان المسير في مؤسسة معينة تهيئة معلومات غير متوفرة لدى المستثمر.
- رغم توفر المعلومات المنشورة، إلا أنها لن تفهم بنفس الأسلوب والطريقة. (دادن، 2006، صفحة 112)

### الفرع الثاني: نموذج النظرية

نموذج هذه النظرية يعكس نوعية المؤسسات على أساس هيكلها المالي كالآتي:

- يوجد في السوق صنفين من المؤسسات A و B حيث أن A أحسن أداءاً من B.
- مستوى المديونية الحرجة في السوق هو  $D^+$ .

- المؤسسات ذات النوعية الرفيعة A لها القدرة على الاستدانة أعلى من  $D^+$

المسيرون لهم معلومات عن مؤسساتهم أفضل من المستثمرين الخارجيين. وهذا التباين في المعلومات يؤثر في تحديد التركيبة المثلى للهيكل المالي، حيث أنه من المعروف أن المؤسسة تلجأ إلى التمويل بالاقتراف عندما تتنبأ بظروف مستقبلية مشجعة، أو عندما تتوقع ظروفًا سيئة فإنها تفضل اللجوء إلى التمويل عن طريق إصدار أسهم جديدة. غير أن ذلك لا يعني أن كل إصدار جديد للأسهم العادية يعني وجود توقع عن الظروف السيئة، إذ يمكن أن يرجح الأمر بأن المؤسسة ترغب في الحفاظ على طاقتها الاقتراضية.

وعليه فالهيكل التمويلي للمؤسسة مرتبط بالإشارات التي تصدر عنها والتي يمكن أن تعبر بشكل أو بآخر عن الظروف المستقبلية للمؤسسة. (براق و غربي ، 2015، صفحة 182)

### الفرع الثالث: نظرية الإشارة وعدم تماثل المعلومات

افترض كل من مودلياني وميلر أن لدى كل الأفراد بغض النظر عما إذا كانوا مستثمرين أو مسيرين، يمتلكون معلومات متطابقة حول الوضعية المستقبلية للمؤسسة وهذا ما ندعوه " بالتماثل المعلوماتي". لكن في الحقيقة لا يمكن أن يتحقق ذلك إلا في حالات نادرة ذلك أن المسيرين دائما ما يمتلكون معلومات أفضل من المستثمرين وهو ما نسميه "بعدم تماثل المعلومات". (برغام، 2010، صفحة 518)

ونجد أن المؤسسات التي تحتاج إلى تمويل تصبح مجبرة على التصريح بمكانتها المالية التي يمكن أن نعرف من خلالها إذا ما كانت قادرة على تسديد التزاماتها في الوقت المحدد. ومن بين الوسائل التي تكسب بها المؤسسة ثقة الممولين هي سياسة توزيع الأرباح التي تعد كإشارة على وضعية المؤسسة. باعتبار عدم وجود تماثل في المعلومات بين المسيرين والمساهمين. فمثلا إذا توقع المستثمرون زيادة نسبة توزيعات الأرباح للسهم بالنسبة لمؤسسة ما، وبعد فترة قامت المؤسسة بتوزيع نفس النسبة المتوقعة، فإن هذه المعلومات لن تغير في سعر السهم نظرا لتماثل المعلومات، أما إذا زادت نسبة التوزيعات عن النسبة التي كانت متوقعة فهذا حتما سيؤدي إلى ارتفاع سعر السهم، والعكس صحيح. ذلك أن المستثمرين يفضلون الحصول على توزيعات أكثر من تحقيق زيادة في الأرباح الرأسمالية.

غير أن مودلياني وميلر ناقشا هذا الأمر بشكل مختلف، إذ يرون بأن المؤسسات تكون مجبرة على قطع توزيعات أرباح الأسهم أو عدم زيادتها إذا ما تبين للإدارة أن هذا من شأنه زيادة الأرباح أو استقرارها في المستقبل. وهو ما يعني أن ردة فعل المستثمرين اتجاه التغيير في سياسة التوزيعات لا تحدده تفضيلات المستثمرين لتوزيعات الأرباح الرأسمالي، وإنما يحدده المعلومات المعلنة عن سياسة التوزيعات للمؤسسة. (براق و غربي ، 2015، صفحة 230)

#### الفرع الرابع: نظرية الإشارة باستخدام الاقتراض

ونجد أن هناك العديد من الدراسات التي حاولت تفسير سلوك المؤسسة التمويلي في ظل عدم تماثل المعلومات بين الأطراف الداخلية والخارجية، ومن بين هذه الدراسات نجد:

- نموذج روس Ross عام 1977: يعتبر روس هو أول من قام بوضع نموذج يوضح فيه نظرية الإشارة وذلك بعد نموذج مودلياني وميلر سنة 1961، والذي استخدم فيه نسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي في ظل ثبات قرار الاستثمار كمؤشر على نوعية المؤسسة. (Sevérin, 2002, p. 26)
- كما قام كلاي Kalay عام 1980 بتمديد نموذج روس وذلك بإدخال الإعلانات المتعلقة بسياسة توزيع الأرباح، إضافة إلى الهيكل المالية لكون توزيعات أرباح الأسهم لها دور في ارسال معلومات إلى السوق المالية.
- وأيضاً قام باتشاريا Bhattacharya عام 1979 بتطوير نموذج روس أيضاً حيث قام بتفسير سبب دفع المؤسسة لأرباح الأسهم رغم أن العيب الضريبي كبير، حيث يفترض باتشاريا أن مصادر المعلومات ليست موثوقة تماماً، إذ أنه لا يمكن استخدامها بشكل كامل في تحديد ربحية المؤسسة، وبافتراض أن المستثمرين الخارجيين يمتلكون معلومات غير كاملة عن ربحية المؤسسة، وأن معدل الضريبة المفروضة على أرباح السهم أعلى من معدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية، فإن هذا النموذج يظهر بأنه من الأفضل القيام بإشارة من المؤسسة لرفع أرباح أسهم المستثمرين عوضاً عن التكلفة الحدية لتلقي الدخل الخاضع للضريبة المرتفع.
- نموذج ميرتون Merton سنة 1987 من خلال نموذج توازن الأصول المالية بإدخال تكلفة المعلومات، والتي تتكون من مركبتين، تتمثل المركبة الأولى في معالجة البيانات، أما الثانية فتتمثل في تكلفة إنتاج وإصدار المعلومات المتعلقة بالمؤسسة. تمثل تكلفة المعلومات حسب ميرتون تكلفة الإشارة والوكالة، كما يأخذ

## الفصل الثاني: النظريات المفسرة لقرارات التمويل في المؤسسات الاقتصادية في ظل عدم تماثل المعلومات

النموذج بعين الاعتبار تكلفة المعلومات كأنها مشابهة لمعدل الاستحداث المضاف في التدفقات في حالة

اللاتأكد. يعطى نموذج ميرتون كالتالي:  $R_S - r = B_S \{ R_m - r \} + \lambda_s - B_S \lambda_m$  حيث:

$R_S$  العائد في التوازن للأصل S

R معدل الفائدة بدون مخاطرة

$$B_S = \frac{\text{COV}(R_S, R_M)}{\text{VAR}(R_M)} \text{ ويعطى } S \text{ ويتبين للأصل } S$$

$R_m$  العائد في التوازن لمحفظة السوق

$\lambda_s$  تكلفة المعلومة المتوسطة لكل الأصول في السوق.

ونلاحظ أن نموذج ميرتون هو امتداد لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية بإدخال تكلفة المعلومات. (براق و

غربي ، 2015 ، الصفحات 230-231)

وستتطرق إلى هذه النماذج ونماذج أخرى بالتفصيل في الفصل الثالث.

**المطلب الثاني: نظرية الوكالة كمدخل مفسر لقرارات التمويل في ظل عدم تماثل المعلومات: Agency Theory**

**الفرع الأول: تعريف الوكالة**

حسب Ross سنة 1973 فالوكالة هي علاقة تنشأ بين فردين أو أكثر عندما يتصرف أحدهما (الوكيل)

كممثل لحساب الطرف الآخر وهو الأصيل أو الموكل. (Ross , 1973, p. 134)

وحسب جنسن وماكلينغ Jensen et meckling سنة 1976 فقدا تعريفا مشابها لتعريف روس إذ

ينظران لعلاقة الوكالة على أنها عقد يقوم من خلاله شخص أو عدة أشخاص (الموكل، الأصيل) بتكليف

شخص آخر وهو العون أو الوكيل بالعمل لحسابه الخاص أو باسمه، وهي الخدمات التي تحمل في طياتها تفويضا

باتخاذ القرار. (Jensen & Meckling, 1976, p. 5)

## الفصل الثاني: النظريات المفسرة لقرارات التمويل في المؤسسات الاقتصادية في ظل عدم تماثل المعلومات

وعليه يمكن أن نقول بأن علاقة الوكالة تقوم عندما يكلف شخص ما ويدعة الموكل، شخصا آخر ويدعى الوكيل، بالعمل على فكرة ما أو مشروع ما، مع إعطائه الحق في اتخاذ القرارات التي يراها مناسبة بالنيابة عنه.

وهناك تعريف أخرى أكثر شمولاً وهو ما نجده عند Bratt et Zeckauser بحيث يوسعان هذا التعريف، ويعتبران بأن الوكالة تنشأ بمجرد ارتباط حالة طرف بما يقوم به طرف آخر، فالأول هو العون الذي يقوم بالعمل، والثاني هو الذي يتأثر بالقرار المتخذ من قبل العون وهو الأصيل. (Mourgues, 1999, p. 271)

وحسب هذا التعريف فإنه يمكننا القول أن علاقة الوكالة يمكن لها أن تنشأ بين إدارة المؤسسة الطالبة للقرض، وبين المقرض بمجرد استلامها لمبالغ مالية تستثمرها بهدف تحقيق الأرباح.

### الفرع الثاني: أركان الوكالة

تتضمن أربعة أركان أساسية وهي:

- **الموكل:** هو من يقع منه تفويض التصرف إلى غيره، أي هو الأصيل الذي يفوض التصرف في شيء ما إلى شخص آخر. ويشترط فيه أن يكون مالكا للشيء الذي يوكل فيه، وأن يكون كامل الأهلية وبلغ سن الرشد.
- **الوكيل:** هو من يقوم بالتصرف في شيء ما (مؤسسة...)، لغيره بمقتضى عقد الوكالة، ويشترط فيه أن يكون معروفاً، وممن يصح فيهم التصرف وأن يكون عاقلاً.
- **صيغة التوكيل:** وهي التعبير عما يفيد الرضا بين العاقدين بالوكالة وهي القبول والإيجاب.
- **الموكل فيه (المحل):** هو الشيء الذي وكل فيه سواء كان بيعاً أو شراءً أو إجازة. (ناصر ع.، 2015،

الصفحات 103-104)

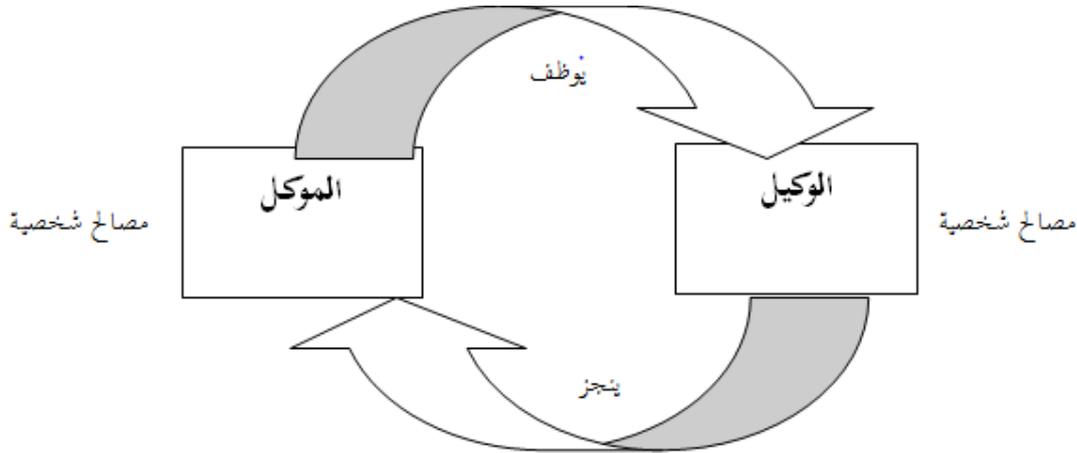
### الفرع الثالث: فرضيات الوكالة

تتمثل فيما يلي:

## الفصل الثاني: النظريات المفسرة لقرارات التمويل في المؤسسات الاقتصادية في ظل عدم تماثل المعلومات

- يتمتع أطراف الوكالة بالرشادة النسبية، كما أن تصرفاتهم مؤسسة على تعظيم منافعهم الذاتية؛
- دوال أهداف الموكل والوكيل غير متوافقة، كما أن هناك قدرا من التعارض في منافع بينهما؛
- بالرغم من وجود تعارض في دوال أهداف طرفي الوكالة، فإن هناك حاجة مشتركة للطرفين في بقاء العلاقة أو مؤسسة قوية في مواجهة المؤسسات الأخرى؛
- هناك عدم تماثل في المعلومات لدى كل من الموكل والوكيل فيما يتعلق بموضوع الوكالة؛
- يترتب على ما سبق ضرورة توافر قدرة من اللامركزية للوكيل يمكنه من اتخاذ بعض القرارات والقيام ببعض التصرفات دون الرجوع للموكل؛
- للأصيل الرغبة في تعميم عقود للوكالة تلزم الوكيل بالسلوك التعاوني الذي يعظم منفعة طرف الوكالة، ويجول دون تصرف الوكيل على نحو بضر بمصالح الموكل. (براق و غربي ، 2015، صفحة 174)

الشكل رقم (2-7): تعريف الوكالة



معلومات غير متماثلة

المرجع: من إعداد الباحثة بالاعتماد على ما سبق.

### الفرع الرابع: مشاكل الوكالة

تنطلق نظرية الوكالة من عدة إفتراضات أساسية أهمها أن أهداف المسيرين والمساهمين غير متطابقة بالضرورة، كما أنهما غير متساويان في الحصول على المعلومة المتعلقة بالمؤسسة ومحيطها. وهذا ما يجعل المؤسسة تواجه حالة صراع محتمل، وقد أوضحت الدراسات المعاصرة في نظرية الوكالة أن مشكلة الوكالة تبلغ ذروتها

## الفصل الثاني: النظريات المفسرة لقرارات التمويل في المؤسسات الاقتصادية في ظل عدم تماثل المعلومات

بسبب عدم تماثل المعلومات، والتي تعود أساسا إلى عدم قدرة الموكل على ملاحظة أداء الوكيل بصفة مباشرة، علاوة على أن المعلومات التي يمتلكها الوكيل عن المؤسسة أكثر من المعلومات التي يمتلكها الموكل، وهذه المشكلة تقل بتوفر السيولة المالية. حيث أن سعي أطراف الوكالة وراء تعظيم مصالحهم الشخصية من شأنه أن يؤثر سلبا على قيمة المؤسسة حيث أن كل طرف يعترف بأن رفاهيته الشخصية تعتمد على ديمومة المؤسسة ولكن في نفس الوقت له حافز على اتخاذ أفعال سلبية تقلل من قيمة المؤسسة. (براق و غربي ، 2015، صفحة 176)

ويظهر تأثير عدم تماثل المعلومات على حملة الأسهم بشكل واضح عندما يقوم المسكرون بمحاولة التأثير على أسعار الأسهم في السوق المالية إما من خلال تقييمها بأكثر من قيمتها، أو بتسريب بعض المعلومات المغلوطة. هذه التصرفات اللاأخلاقية سرعان ما يكتشفها المتعاملون في السوق مما يجعل ردود أفعالهم سلبية للغاية على أسعار الأسهم مما يؤدي بحملة الأسهم إلى خسائر باهضة أكثر من تلك العوائد التي تم تحقيقها من جراء الممارسات اللاأخلاقية للمسكرون وهو ما يحطم سمعة المؤسسة. (الفضل، 2015، صفحة 7)

### الفرع الخامس: تكاليف الوكالة

#### أولا: تعريف تكاليف الوكالة

تمثل تكاليف الوكالة مصاريف إضافية يتحملها المستثمرون سواء كانوا دائنين أو ملاك، من أجل الرقابة على أموالهم المستثمرة، مما يجعلهم يطالبون بعوائد أعلى لتغطية المصاريف الإضافية. ويمكن أن نشير إلى العلاقة الطردية بين نسبة الأموال الخاصة في الهيكل المالية وتكلفة الوكالة، والعكس صحيح. كذلك الأمر بالنسبة للأموال المقترضة في الهيكل المالية فكلما زادت تزيد تكاليف الوكالة المرتبطة بالمقترضين. (معيذة م.، 2016، صفحة 155)

#### ثانيا: أنواع تكاليف الوكالة

بهدف تفادي حدوث أي تعارض في المصالح على مستوى المؤسسة، تتحمل المؤسسة عدة أنواع من التكاليف:

1- تكاليف الرقابة: هي المصاريف التي يتحملها الموكل لمراقبة أعمال الوكيل، وهذا للحد من هامش تلاعبه، كأن يطلب من المسيرين أن يعدوا تقارير دورية، في شكل تقارير محاسبية مدققة عن نشاطهم، تسلم للمساهمين، فهذه الأتعاب التي تدفع للمحاسبين وكذا الوقت المهودور في إعدادها تسمى بتكاليف الرقابة.

2- تكاليف التبرير(التعهد): هي الأموال التي يبذلها الوكيل كضمان لموكله بأنه يعمل لصالحه، كتعهده مثلا بأن يبقى مع هذه المؤسسة حتى وإن تلقى عروض عمل من المؤسسات الأخرى (فرصة التوظيف الضائعة).

3- التكاليف الباقية: هي التكاليف التي تنشأ عند استحالة تطبيق رقابة كاملة على أعمال الوكيل، فرغم اللجوء إلى كل من الرقابة والتبرير، إلا أن اختلاف المصالح بين الموكل والوكيل تبعا دائما.(حركاتي، 2015، صفحة 105)

وهناك أيضا ما يعرف بتكاليف الوكالة للاقتراض حتى يتأكد المقرضون من أن إدارة المؤسسة لم تخل بشروط العقد بينهما باتخاذ قرارات يكون لها تأثير على مصالحهم مثل قرار شراء أصول جديدة، توزيعات الأرباح، فإنهم يجدون أنفسهم مجبرين على متابعة ما يجري داخل المؤسسة بأنفسهم، أو بواسطة وكيل عنهم. هذا ما يحملهم تكاليف تدعى تكاليف الوكالة للاقتراض، يمكن نقلها إلى الملاك منذ البداية من خلال رفع معدل الفائدة على الأموال التي يقترضونها. ويضيف FAMA أنه إضافة إلى ذلك بإمكانهم الإصرار على قاعدة "أنا أولا" Me first-rule وهي وضع كل طرف شروطا في عقد الاقتراض تحقق له الحماية.(الهندي م.، 2003، صفحة 24)

### المطلب الثالث: نظرية ترتيب مصادر التمويل Pecking Order Theory

يعتبر جورد دونالدسون G. Donaldson أول من وضع نظرية ترتيب مصادر التمويل عام 1961 حيث وضح فيها ترتيب مصادر التمويل حسب الأفضلية بالنسبة للمؤسسة.(معيزة م.، 2016، صفحة 114) وهذا من خلال الدراسة التي قام بها على عينة من المؤسسات الأمريكية كبيرة الحجم. حيث لاحظ بأنها تفضل التمويل الداخلي على التمويل الخارجي وذلك عن طريق احتجاز نسبة من صافي الأرباح واستعمالها في تمويل الفرص الاستثمارية الجديدة. ومنها جاء بفكرة أن مصادر التمويل طويلة الأجل ترتب حسب أفضليتها للمؤسسات ويرجع هذا التفضيل لتكاليف المعاملات التي تخلق تفاوتات في تكاليف مصادر التمويل المتاحة. أما

## الفصل الثاني: النظريات المفسرة لقرارات التمويل في المؤسسات الاقتصادية في ظل عدم تماثل المعلومات

Myres et Mujluf فقد جاء في دراستهما عام 1984 أن المؤسسات تظهر تدرجا في استخدامها لمصادر التمويل، حيث أنها تفضل أولا استخدام التمويل الداخلي (الأرباح المحتجزة والاحتياطيات) على التمويل الخارجي وهذا لعدم توفره على تكاليف أو معارضة كما هو الحال عند إصدار السندات والأسهم العادية. أما في حالة عدم كفاية المصادر الداخلية حينها تلجأ المؤسسات للاقتراض عن طريق إصدار سندات الدين، قم السندات القابلة للتحويل إلى أسهم كونها أقل تكلفة من الأسهم العادية، وأخيرا تلجأ إلى إصدار الأسهم العادية. (حركاتي، 2015، صفحة 118)

ويرى Myers et Majluf أن أهم ما يدفع المؤسسات إلى التدرج في استعمال مصادر التمويل يعود أساسا إلى **عدم التماثل في المعلومات** بين الإدارة والأطراف الخارجية في سوق الأسهم. حيث أنه منطقيا فإن التمويل الداخلي لا يطرح مشكلة عدم التماثل في المعلومات الذي يكون مكلفا في أغلب الأحيان. في حين أن طرح الأسهم العادية يترتب عليه إضافة إلى صعوبة تحديد سعر الإصدار المناسب للإشارات السيئة التي يحملها هذا الإجراء لسوق رأس المال. حيث أنه وفي ظل عدم تماثل المعلومات بين المديرين والمستثمرين سيسود اعتقاد بأن أسهم المؤسسة مقيمة بأكبر من قيمتها وهو ما يترتب عنه انخفاض في أسعار الأسهم المتداولة في السوق. أما إن قامت المؤسسة بإصدار ديون لتمويل استثماراتها فإن ذلك لن يؤدي إلى انخفاض سعر الأسهم وهو ما يتوافق مع مصلحة حملة الأسهم الحاليين. (myers & majluf, 1984, pp. 219-220)

إن نظرية ترتيب مصادر التمويل لا تعترف بوجود هيكل تمويل أمثل، بسبب عدم تماثل المعلومات وعدم ثبات نسب الاقتراض الفعلية في الهيكل التمويلي مع مرور الزمن.

تم طرح بعض النماذج المعدلة لنموذج Donaldson لتلائم تنوع مميزات المؤسسات والبيئة المحيطة بها ومن بينها نموذج Myers الذي ينطلق من تنبؤات نظرية عدم تماثل المعلومات وإضافة نظرية الموازنة الساكنة، وعليه يقترح Myers إصدار أسهم إذا كانت تكاليف عدم تماثل المعلومات قليلة أو أسعار الأسهم مرتفعة بشكل غير عادي، حيث أنها قد تكون مقيمة بأكثر من قيمتها أو بسعرها العادل في السوق. مما يعني أنه على المؤسسات الأخذ بعين الاعتبار التمويل طويل الأجل. عكس ما هو موجود في نظرية الترتيب التفاضلي لمصادر التمويل الذي لا يتضمن نسبة استنادة مستهدفة في حين أن هذا النموذج المعدل ينص على إمكانية أن يكون للمؤسسة هيكل مالي مستهدف مرقت من أجل احتياجاتها المستقبلية.

## الفصل الثاني: النظريات المفسرة لقرارات التمويل في المؤسسات الاقتصادية في ظل عدم تماثل المعلومات

واقترح Fama et French سنة 2005 أن توازن المؤسسات في ظل نظرية الترتيب التفاضلي لمصادر التمويل الحالية والمستقبلية. وبالتالي فإنه يجب على المؤسسات أن تقوم بتخفيض قيمة القسائم الموزعة على المساهمين وتخفيض رافعتها المالية، مع إصدار المزيد من الأسهم عندما تكون تكاليف الوكالة منخفضة. وفي ذات الوقت تعمل المؤسسة على زيادة حجم الأرباح المحتجزة لزيادة قدرتها الاقتراضية. أي أن هذا النموذج هو مزيج بين النظريتين (الموازنة وترتيب أفضلية المصادر). ويعترف هذا النموذج بوجود هيكل تمويلي للمؤسسة لتغطية احتياجاتها المستقبلية. أي أن نظرية الموازنة تنص على هيكل تمويلي أمثل يؤدي إلى رفع قيمة المؤسسة في حين أن نسب الاستدانة المستهدفة المؤقتة في النموذج المعدل لنظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل تؤدي إلى تخفيض تكاليف التمويل. (حركاتي، 2015، الصفحات 119-120)

ما يجب الإشارة له هو أن نظرية ترتيب مصادر التمويل لم تضع نسبة مستهدفة من الديون وبالتالي لا تحدد درجة مناسبة للرفع، حيث أن لكل مؤسسة ظروفها. وما يعاب عليها أنها تركز على عامل الزمن لاختيار القرار التمويلي الناجع، إلا أنه ينبغي على المدير المالي أن يأخذ بالحسبان تكلفة الإفلاس والوكالة والضرائب. ما يعني أنه لا يمكن للمؤسسة الاستمرار في إصدار السندات بعد حد محدد يصبح احتمال الإفلاس عنده كبيرا يدعو إلى إصدار أسهم عادية بدل السندات. (ROSS, Jeffry , & FRED, 2002, p. 439)

### المطلب الرابع: إسقاط النظريات الحديثة على المؤ.ص.م

بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ونظرية الوكالة، فقد توصل كولوت وميشال (1996) Colotet Michel إلى أن هذه المؤسسات لا تعتبر أحسن أداة لتفسير الهيكل المالية لها وهو ما توصل إليه أيضا كل من شارو (1984) Charreaux وأنق (1991) Ang.

ويكون مشكل عدم التماثل في المعلومات بحجم أكبر في المؤ.ص.م مقارنة بالمؤسسات الكبيرة، وهذا راجع لعدم الشفافية المالية وبهيكل الملكية، وهو ما يولد ترددا بالنسبة للمقرضين فيما يتعلق بالقروض طويلة الأجل، كما أن المؤسسات الصغيرة جدا تلجأ إلى القروض قصيرة الأجل بدل استعمال السيولة المتوفرة لديها، وتقلل من تكاليف الوكالة بواسطة تقديم الضمانات.

## الفصل الثاني: النظريات المفسرة لقرارات التمويل في المؤسسات الاقتصادية في ظل عدم تماثل المعلومات

حسب سيريت (1984) Suret، فإن تكاليف الوكالة تؤدي بالمؤ.ص. إلى التمويل بالديون بدل الأسهم، باعتبار أن تكاليف المراقبة تكون كبيرة في هذه المؤسسات، ودخول مساهمين جدد يؤدي إلى زيادة هذه التكاليف، ولتفاديها فإن المؤ.ص. متقوم باللجوء إلى التمويل بالقروض بدلا من إصدار أسهم، وهو ما توصل إليه أيضا رول (1983) Roll.

كما حاول لوندستوم (1993) Londstom اختبار قابلية تطبيق نظرية الوكالة في المؤ.ص. ممن خلال عينة مكونة من 207 مؤسسة سويدية ووجد بأن نظرية الوكالة غير قادرة على إعطاء تفسير لطبيعة العلاقات بين المستثمرين والمالك المسير. وبالتالي فهي لا تسمح بتفسير الهيكلة المالية المختارة من قبل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ويعتبر لوندستوم بأن كمية ونوعية العلاقات بين المستثمرين والمؤسسة عاملا لتخفيض تكاليف الوكالة.

فيما يتعلق بنظرية الترتيب السلمي التي تفترض أن المؤسسة تعتمد على ترتيب معين لتمويلها انطلاقا من التمويل الداخلي إلى التمويل الخارجي، وفي التمويل الخارجي فإن المؤسسة تفضل التمويل بالديون ثم الأصول القابلة للتحويل وأخيرا التمويل بإصدار الأسهم.

فقد أكد ماير وماجليف (1984) Myers et Majluf بأن الترتيب الذي يجب أن تعتمد عليه المؤ.ص. لملتمويل نفسها لا يتعلق بتفضيلات المستثمرين، بل يجب الأخذ بعين الاعتبار إمكانية الوصول إلى الأسواق المالية والشكوك التي تعترض البنوك في اقراضها نتيجة تعاضم مخاطر الإفلاس. رغم ذلك فإن المؤسسات التي تولد أرباحا أكثر تلجأ إلى التمويل بالقروض بنسب أقل.

كما حاولت العديد من الدراسات من التأكد من صحة مجمل هذه النظريات المالية في حالة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، فقد قام نورتون (1991) Norton بالتحقيق مع أكثر من 100 حالة مسير مؤسسة صغيرة ومتوسطة في الولايات المتحدة الأمريكية، وخلص إلى أن العناصر المرتبطة بتكلفة الإفلاس، الوكالة وعدم تماثل المعلومات لا تفسر الهيكلة المالية لهذه المؤسسات، في حين أن معظم قرارات المسؤولين تبدو متطابقة مع نتائج نموذج التمويل على أساس الترتيب السلمي، أي أن التمويل يكون بداية بمصادر التمويل الداخلية ومصادر التمويل الخارجية.

## الفصل الثاني: النظريات المفسرة لقرارات التمويل في المؤسسات الاقتصادية في ظل عدم تماثل المعلومات

وفي دراسة قام بها "غربي حمزة" سنة 2010 لعينة مكونة من 438 مؤسسة صغيرة ومتوسطة جزائرية بهدف معرفة أثر إشكالية التمويل التي تعاني منها هذه المؤسسات على هيكلتها المالية، وجد بأن المؤ.ص.الجزائرية تتفق في تمويلها مع نظرية الترتيب السلمي، كما تتفق المؤسسات ذات الشخص الوحيد وذات المسؤولية المحدودة مع نظرية الوكالة، وكذا نظرية التوازن في شركات التضامن. (براق و غربي ، 2015، الصفحات 193-194)

وخلاصة القول أنه قد ظهرت عدة نظريات حديثة لتفسير سلوك الهيكل التمويلي للمؤسسة، وهذا بسبب ظهور تكاليف الوكالة وزيادة احتمال الإفلاس نتيجة الالتزامات بالقروض، إضافة إلى تكلفة حصول المديرين على معلومات أكثر عن مستقبل المؤسسة. فنظرية الوكالة قد جاءت نتيجة لتعارض المصالح بين الإدارة والملاك وأصحاب المصالح، حيث يسعى كل طرف إلى تعظيم منفعته، الأمر الذي يمكن أن يؤثر على أهداف الإدارة. وتفترض نظرية الإشارة أن المديرين يملكون معلومات أفضل من المستثمرين الخارجيين والتي لها تأثير كبير على هيكل رأس المال في المؤسسة، كما تفترض أن المؤسسات في الأوقات الطبيعية تستخدم التمويل بالأموال الخاصة أكثر من الاقتراض.

وفي الواقع نجد أن المعلومات التي تنشرها المؤسسات ليست بالضرورة حقيقية وصادقة، ومن ثم يعتمد المدراء الماليين في الشركات ذات الأداء الجيد على إصدار إشارات خاصة وفعالة تميزها عن المؤسسات ذات المستوى الأقل أداءا.

أما نظرية ترتيب مصادر التمويل حسب الأفضلية فتتنبأ على أن المؤسسة تفضل التمويل الداخلي عن التمويل الخارجي لعدم توفره على تكاليف، ولعل أهم سبب يدفع المؤسسات إلى التدرج في استعمال مصادر التمويل هو عدم التماثل في المعلومات الذي يكون مكلفا جدا في أغلب الأحيان، أيضا هذه النظرية لا تعترف بوجود هيكل تمويلي مثالي نظرا لعدم تماثل المعلومات.

## خلاصة الفصل الثاني

تطرقنا في هذا الفصل إلى مختلف النظريات المفسرة للهيكل التمويلي، بدءاً من نظرية مودلياني وميلر ونظرية صافي ربح العمليات التان تفران بعدم وجود أثر للهيكل المالي على قيمة المؤسسة استناداً إلى مجموعة من الفرضيات غير الواقعية وظهور عملية المراجعة بين المؤسسات التي تنتمي لنفس شريحة المخاطرة. وحسب كل من نظرية صافي الربح والنظرية التقليدية فإن تركيبة الهيكل التمويلي الأمثل تكون عند أعظم مستوى استنادة في الهيكل المالية. كما تم إسقاط هذه النظريات على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

كما تطرقنا إلى مختلف النظريات التي قامت بتعديل الفرضيات غير الواقعية والتي أكدت كلها وجود هيكل تمويلي أمثل يؤدي إلى رفع القيمة السوقية للمؤسسة إلى أعلى قيمة. تمثلت في نظرية مودلياني وميلر بعد إدخال عنصر الضريبة وتكاليف الإفلاس وتضارب المصالح.

ثم تطرقنا إلى مختلف النظريات الحديثة من بينها نظرية الإشارة التي أدخلت عنصراً مهماً ألا وهو دور المعلومات في الهيكل التمويلي وما يسببه عدم تماثل المعلومات حيث أن للمسيرين معلومات أكثر من الأطراف الخارجيين فيما يخص الوضعية الحقيقية للمؤسسة، ويجب على الأطراف الخارجية تحليل الإشارات التي ترسلها المؤسسات حتى يقللوا من عدم تماثل المعلومات. إضافة على نظرية الترتيب مصادر التمويل التي تنص على أن المؤسسات تقوم بترتيب مصادر التمويل بدءاً من المصادر الداخلية ثم المصادر الخارجية مع الأخذ بعين الاعتبار عنصر المخاطرة بتفضيل مصادر التمويل الأقل مخاطرة ثم الأكثر مخاطرة. كما تطرقنا إلى نظرية تكاليف الوكالة التي تنشأ نتيجة فصل الإدارة عن الملكية في المؤسسة. كما تم إسقاط هذه النظريات على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

---

# الفصل الثالث

نظرية الإشارة كمدخل مفسر

لتمويل المؤسسات الصغيرة

والمتوسطة

---

تمهيد:

تلعب المؤ.ص.م دورا بارزا في الاقتصاد بشكل عام، وتمثل الركيزة الأساسية لنشأة الصناعة لأي دولة وقلة استثماراتها الرأسمالية وارتفاع عوائدها التشغيلية واعتمادها على المواد الخام المحلية في أغلب الأحيان، كما أنها قادرة على تنويع الإنتاج والتكيف مع الظروف الاقتصادية ذلك لأنها تسير من قبل القطاع الخاص. ويتجلى ذلك من خلال ما تحققه من مردود اقتصادي كبير داخل اقتصاد أي بلد. تتميز المؤ.ص.م بقدرة عالية على استيعاب نسبة كبيرة من اليد العاملة بمستويات مهارية مختلفة، هذا ما يؤدي إلى معالجة مشكل البطالة، وعليه يمكن القول بأن هذه المؤسسات تلعب دورا محوريا على المستويين الاقتصادي والاجتماعي. وتحاول الدول المتقدمة توفير المناخ الاقتصادي المناسب لنشأة وتطوير هذا النوع من المؤسسات لأنها تمثل الموظف الرئيسي لليد العاملة، وفي ظل واقع الاقتصاد الوطني الجزائري تعاني المؤ.ص.م من مشكل عدم كفاية مصادر التمويل الذاتي التي يخصص الجزء الأكبر منها لتغطية مصاريف إنشائها، مما يجعلها تلجأ إلى مصادر خارجية مثل الاقتراض من البنوك والتي بدورها ترفض إقراضها في معظم الأوقات مقدمة مبررات وأسباب تراها كافية لرفض منح أموالها من بينها عدم تأكدها إن كانت هذه المؤسسات ستحقق عوائد كافية لسداد تكاليف القروض ومبلغ القرض.

لتتحقق المؤ.ص.م بمختلف أهدافها يجب أن تعتمد على مصادر مختلفة لتمويل مشاريعها والتي تتكون من المصادر الداخلية والخارجية، لكن يجب عليها مراعاة تكاليف التمويل عند اختيار الهيكل التمويلي الخاص بها. وعليه سنخصص هذا الجزء من الدراسة لدراسة واقع المؤ.ص.م الجزائرية وواقع تمويلها وعلاقتها بالبنوك الجزائرية وهذا بتقسيمه إلى المباحث التالية:

المبحث الأول: مفاهيم عامة حول المؤ.ص.م

المبحث الثاني: مصادر تمويل المؤ.ص.م

المبحث الثالث: محددات الهيكل التمويلي للمؤ.ص.م بحسب نظرية الإشارة

## المبحث الأول: مفاهيم عامة حول المؤ.ص.م

رغم أن مصطلح "المؤ.ص.م" مشهور ويتم استخدامه بشكل كبير في مختلف أنحاء العالم ويتم استخدامه في القوانين إلا أنه قد تعددت الآراء حول وضع تعريف ثابت للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وخصائصها وأهميتها على المستوى الدولي والمحلي بسبب الاعتبارات المرتبطة باختلاف درجة التطور الاقتصادي للدول المتقدمة والنامية. إن وضع تعريف خاص بالمؤ.ص.م يعتبر بمثابة تحدي نظرا لاختلاف المعايير التي يتم الاعتماد عليها في تقسيم المؤسسات. بالإضافة إلى تميزها بسرعة التغيير. وعليه سنتطرق في هذا المبحث إلى نقطة صعبة تعريفها مع عرض تعاريف المؤ.ص.م. بحسب القانون الجزائري، وواقعها ومساهمتها في الاقتصاد الجزائري منذ الاستقلال إلى يومنا هذا.

### المطلب الأول: تعريف المؤسسة الاقتصادية

قبل الخوض في تعريف المؤ.ص.م. يجب أولا التطرق إلى مفهوم المؤسسة الاقتصادية بصفة عامة وإبراز أهم تصنيفاتها. ويصعب إيجاد تعريف موحد وجامع للمؤسسة الاقتصادية، لعدة اعتبارات نذكر منها:

- التطور المستمر الذي شهدته المؤسسة الاقتصادية في أساليب تسييرها وتنظيمها في أشكالها القانونية؛
- اتساع وتنوع نشاطات المؤسسة الاقتصادية بسبب التطور التكنولوجي وذلك بظهور عدة قطاعات ونشاطات جديدة، وظهرت مؤسسات تقوم بعدة نشاطات مختلفة في آن واحد، وفي أماكن متباعدة من العالم كما هو الحال عليه في الشركات متعددة الجنسيات؛
- اختلاف الأيديولوجيات والمدارس الفكرية الاقتصادية حيث تختلف نظرة المؤسسة في الفكر الاشتراكي عنها في الفكر الرأسمالي مثلا. (قريشي إ.، 2006، صفحة 27)

### الفرع الأول: تعريف المؤسسة الاقتصادية

**التعريف الأول:** "المؤسسة هي الوحدة الاقتصادية التي تمارس النشاط الإنتاجي والنشاطات المتعلقة به، من تخزين وشراء وبيع، من أجل تحقيق الأهداف التي وجدت المؤسسة من أجلها."

**التعريف الثاني:** " وتعرف بأنها الوحدة الاقتصادية التي تتجمع فيها الموارد البشرية والمادية اللازمة للإنتاج الاقتصادي." (صخري، 2006، الصفحات 24-25)

**التعريف الثالث:** من التعاريف الشاملة "المؤسسة الاقتصادية هي عميل اقتصادي، أو هيكل عضوي، أو نظام. عند اعتبارها كعميل اقتصادي فهي مؤسسة تقوم بنشاط ذو طابع صناعي أو تجاري أو مالي، ويدخل ذلك ضمن عمليات الإنتاج والتمويل، والبيع والتوزيع والتمويل... وعند اعتبارها كهيكلي عضوي فهي تتكون من مستخدمين ووحدات أو أقسام ومصالح ترتبط ببعضها البعض بشكل متكامل. أما عند اعتبارها كنظام فهذا يعني أنه يمكن النظر إليها كوحدة متكاملة قائمة على أساس العلاقات والتبادلات بين مختلف أجزائها ومكوناتها. (خوني و حساني ، 2008، الصفحات 12-13)

من هذه التعاريف يمكن ان نقول بأن المؤسسة الاقتصادية هي وحدة اقتصادية تقوم بعملية مزج عناصر الإنتاج لإخراج سلع وخدمات، هذه الأخيرة تقوم بتصريفها عن طريق البيع في الأسواق.

#### الفرع الثاني: تصنيف المؤسسات الاقتصادية

تصنف المؤسسات الاقتصادية بالاعتماد على مجموعة من المعايير. تتعلق هذه الأخيرة إما بالجانب القانوني للمؤسسة، أو حسب طبيعتها الاقتصادية، أو اعتماداً على حجمها.

#### أولاً: تصنيف المؤسسات حسب المعيار القانوني

تقسم المؤسسات حسب هذا المعيار إلى مؤسسات خاصة يمتلكها القطاع الخاص، ومؤسسات عمومية يمكن أن تكون ملك للدولة أو مختلطة يمتلكها بالمناصفة شريكين الشريك الأول يتمثل في الحكومة والشريك الثاني فيتمثل في القطاع الخاص سواء كان محلياً أو أجنبياً. الشكل الثاني لهذا التصنيف يعتمد على معيار الملكية ويضم **المؤسسات الفردية** والتي تمثل أبسط أشكال الملكية، حيث يكون المشروع ملكاً لشخص واحد هو مالكه ومديره والمستفيد من مداخيله في نفس الوقت. ونظراً لتطور هذا النوع من المؤسسات أصبح مالك المشروع يقوم بالاقتراض من البنوك ومختلف الهيئات المالية وهو ما يجعل جزءاً من عوائد الاستثمار توجه تلقائياً للممولين الخارجيين كفاءة على رأس المال المستثمر. ومن هذا التعريف نلاحظ بأن الشكل القانوني لهذه المؤسسات يتلائم وإنشاء المؤ.ص.م. كما يضم الشركات وهي المؤسسات التي تضم شريكين فما فوق يساهم

كل واحد منهم بجزء من المال أو الجهد، واقتسام ما ينشأ من أرباح. وتجدر الإشارة إلى أن العلاقة بين الشركاء يجب أن تكون مبنية على الصراحة والإفصاح. (معيزة م.، 2016، الصفحات 3-5)

#### ثانيا: تصنيف المؤسسات حسب الطبيعة الاقتصادية

وينتج عن هذا التصنيف ما يلي:

1- المؤسسات الصناعية: تتمثل في المؤسسات ذات الطابع الصناعي مثل الصناعات الثقيلة كالحديد والصلب وتتطلب رؤوس أموال ضخمة ومهارات عالية لنشاطها، والصناعات الخفيفة أو التحويلية أي الغذائية.

2- المؤسسات الفلاحية: هي المؤسسات ذات الطابع الإنتاجي الزراعي سواء كان حيواني أو نباتي.

3- المؤسسات التجارية: هي المؤسسات ذات الطابع التجاري أي القيام بعملية توزيع السلع والخدمات.

4- المؤسسات المالية: تقوم بالنشاط المالي كالبنوك ومؤسسات التأمين...

5- مؤسسات الخدمات: تقدم الخدمات كمؤسسات النقل والعيادات الصحية ومكاتب الخبرات... (خوني

و حساني ، 2008، صفحة 14)

#### ثالثا: تصنيف المؤسسات تبعا للحجم

وتقسم المؤسسات وفقا لهذا التصنيف إلى مؤسسات صغيرة ومؤسسات متوسطة ومؤسسات كبيرة.

وهناك العديد من المعايير التي يتم الاعتماد عليها لتصنيف المؤ.ص. مستنطق لها في المطلب الموالي.

#### الفرع الثالث: خصائص المؤسسات الاقتصادية

كما رأينا سابقا فهناك عدة تعاريف للمؤسسة الاقتصادية، ورغم اختلافها إلا أن المؤسسة الاقتصادية

تكاد تشترك في بعض الخصائص تميزها عن غيرها من المؤسسات تتمثل فيما يلي:

1- تتمتع المؤسسة الاقتصادية بشخصية قانونية مستقلة تترتب عليها مجموعة من الواجبات والمسؤوليات؛

2- القدرة على أداء الوظيفة التي وجدت من أجلها؛

3- القدرة على البقاء والتكيف مع الظروف المحيطة بها في حدود إمكاناتها. (صخري، 2006، صفحة

(25)

### المطلب الثاني: صعوبة تعريف المؤ.ص. مومعايير تصنيفها

يمكن القول أن التعاريف الكثيرة التي أعطيت لهذا النوع من المؤسسات جعل مفهومها غامضا ومثيرا للجدل في الوسط الدولي والمحلي وذلك أن بعض الدول تتخذ رقم الأعمال معيارا لتقسيمها أما بعضها الآخر فيتخذ معيار عدد العمال. وأحصت بعض الدراسات أن أكثر من 50 تعريف في 75 دولة. في حين ترى لجنة الأمم المتحدة للتنمية الصناعية أنه لا يوجد تعريف دولي متفق عليه ويستحيل للدول النامية إيجاد تعريف لكثرة المنشآت العاملة بالقطاع غير الرسمي بها. وهذا ما يصعب القيام بمقارنات دولية حتى ولو وجدت الإحصائيات. (بونوة، 2006، صفحة 423) لذلك سنحاول في هذا الجزء استعراض أهم التعاريف الموضوعة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في العديد من الدول، مع التطرق لتعريفها حسب القانون الجزائري.

### الفرع الأول: صعوبة التعريف

من بين أهم الصعوبات التي تواجه الباحثين هي تحديد تعريف خاص بالمؤ.ص. مويعود السبب الرئيسي في ذلك إلى اختلاف المعايير المستخدمة، وقبل التطرق إلى تعريف المؤ.ص. مفي الجزائر يجب عرض أهم الصعوبات التي تواجه الباحثين في تحديد تعريف واضح، ومختلف المعايير المستخدمة في وضع تعريف شامل متفق عليه. والتي تتمثل فيما يلي:

### أولا: اختلاف درجة النمو

ويتمثل في عدم تكافؤ التنمية لقوى الإنتاج التي تميز الاقتصاد الدولي واختلاف مستويات النمو ومستوى التطور التكنولوجي المستخدم في كل بلد، بالإضافة إلى وزن الهياكل الاقتصادية (المؤسسات الاقتصادية)، فالمؤسسة الصغيرة والمتوسطة في ألمانيا أو اليابان أو أي بلد متطور صناعي تعتبر كبيرة في بلد نامي كالجزائر وموريتانيا.

### ثانيا: تنوع الأنشطة الاقتصادية

يحدد تنوع الأنشطة الاقتصادية أحجام المؤسسات ويميزها من فرع لآخر فمثلا المؤسسات الصناعية تختلف عن المؤسسات التجارية والخدمية، وتختلف أيضا تصنيفات هذه المؤسسات من قطاع لآخر لاختلاف

رأس المال والحاجة للعمالة، حيث أن المؤسسات الصناعية تحتاج إلى رؤوس أموال ضخمة لإقامة استثماراتها والتوسع فيها، كما تحتاج إلى يد عاملة كثيرة مؤهلة ومتخصصة، الأمر الذي لا يطرح في المؤسسات التجارية أو المؤسسات الخدمائية بنفس الدرجة، وكذلك الأمر بالنسبة للمستوى التنظيمي.

### ثالثا: اختلاف فروع النشاط الاقتصادي

يتفرع كل نشاط اقتصادي إلى عدد كبير من الفروع، فالنشاط التجاري ينقسم إلى التجارة بالجملة والتجزئة، أو إلى التجارة الداخلية والخارجية. وينقسم النشاط الاقتصادي بدوره إلى مؤسسات الصناعة الاستخراجية ومؤسسات الصناعة التحويلية، وكل منها تضم عددا من الفروع الصناعية، منها المؤسسات الغذائية وصناعة النسيج وغيرها. وتختلف كل مؤسسة حسب فرع النشاط الذي تنتمي إليه من حيث كثافة اليد العاملة وحجم الاستثمارات الذي يتطلبه نشاطها.

### رابعا: العوامل السياسية والتقنية

يمكن أن يحدد هذان العاملان مفهوم المؤ.ص. موحودها، والتميز بين المؤسسات حسب رؤية واضعي السياسات والاستراتيجيات التنموية، وهذا من خلال معرفة مدى اهتمام الدولة ومؤسساتها بقطاع المؤ.ص.موا مساعدات التي تقدمها لهذا القطاع لمواجهة الصعوبات التي تعترض طريقها. أما العامل التقني، فيظهر من خلال مستوى الاندماج بين المؤسسات، فحينما تكون هذه الأخيرة أكثر قابلية للإندماج يؤدي ذلك إلى توحيد عملية الإنتاج وتركزها في مصنع واحد، وبالتالي يتجه حجم المؤسسة إلى الكبرن بينما تكون العملية الإنتاجية مجزأة إلى عدد كبير من المؤسسات، يؤدي ذلك إلى ظهور عدة مؤسسات صغيرة ومتوسطة. (براق و غربي ، 2015، الصفحات 15-16)

### الفرع الثاني: معايير تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

إن عدم وجود تعريف موحد للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة متفق عليه يقودنا إلى الاسترشاد بمجموعة من المعايير في تحديد تعريف لهذا النوع من المؤسسات، ويجب التنويه إلى أن هذه المعايير تختلف باختلاف الأوضاع الاقتصادية ومدى التقدم الصناعي والتطور التكنولوجي للدول. ومن بين المعايير المحددة لتعريف المؤ.ص.مذكر:

### أولاً: معيار العمالة

ويعد هذا المعيار من أشهر المعايير التي تستخدم لتحديد حجم المؤسسة ويختلف استخدامه من دولة لأخرى، ومن التصنيفات المشهورة التي تعتمد على هذا المعيار تصنيف "بروتش وهيمنز" كالتالي:

- مؤسسات أسرية أو حرفية: وهي التي يعمل بها أقل من عشرة عمال؛
- مؤسسات صغيرة: وهي التي يعمل بها ما بين 10 عمال إلى 49 عامل؛
- مؤسسات متوسطة: وهي التي يعمل بها ما بين 50 عامل إلى 99 عامل؛
- مؤسسات كبيرة: وهي التي يعمل بها أكثر من 100 عامل.

وما يعاب على هذا المعيار هو أن عدد العمال لا يعتبر العامل الوحيد لحجم المؤسسة، فمثلاً يمكن أن تمتلك مؤسسة ما رأس مال كبير يمكنها من شراء آلات متطورة تخفض استخدام العمالة في عملية الإنتاج، في حين أن مؤسسة أخرى مثيلة لها لا تمتلك رأس مالا كبيراً يمكنها من شراء تلك الآلات مما يجعلها تعتمد على حجم عمالة أكبر. مما يجعل المؤسسة الأولى في هذه الحالة مؤسسة صغيرة والثانية متوسطة. لهذا لا يمكن الاعتماد على هذا المعيار لوحده.

### ثانياً: معيار رأس المال

هو أيضاً من المعايير الشائعة لتصنيف المؤسسات نظراً لسهولة استخدامه، إضافة إلى كونه يعتبر من بين محددات الطاقة الإنتاجية للمؤسسة، ويأتي في المرتبة الثانية من حيث الأهمية. يختلف معيار رأس المال من دولة لأخرى واستخدامه لوحده في التعريف لن يحدد الحجم الحقيقي للمؤسسة تماماً كما في المعيار السابق وهذا لتعذر إجراء المقارنات بين المؤسسات لاختلاف أسعار الصرف وضرورة تحويل عملات الدول المختلفة إلى عملة واحدة.

### ثالثا: معيار رقم الأعمال السنوي

يعد هذا المعيار من أهم المعايير الحديثة التي والمهمة في تحديد قيمة المؤسسات وأهميتها وتصنيفها من حيث الحجم ويرتبط أكثر بالمؤسسات الصناعية، بالإضافة إلى أنه يساعد على قياس مستوى نشاط المؤسسة وقدراتها التنافسية بالمقارنة مع المؤسسات العاملة في نفس القطاع. ويستخدم بكثرة في الاتحاد الأوربي والولايات المتحدة الأمريكية.

ما يعاب على هذا المعيار أن رقم الأعمال يتغير سنويا بسبب تقلبات محيط المؤسسة وزيادة الأسعار وحدة المنافسة وخضوع المبيعات في كثير من الأحيان إلى التغيرات الموسمية.

### رابعا: المعيار القانوني

يأخذ الشكل القانوني للمؤسسة بعين الاعتبار كلا من طبيعة وحجم رأس المال المستثمر فيها وطبيعة تمويلها في تحديد حجم المؤسسة. فشركات الأموال غالبا ما يكون رأسمالها كبير مقارنة مع شركات الأشخاص. وغالبا ما تشمل المؤ.ص.مكل من المؤسسات الفردية وشركات التضامن وشركات التوصية البسيطة ومؤسسات المهن الحرة والحرفية الصناعات الغذائية والمحلات التجارية، مكاتب السياحة والشحن وورشات الصيانة.

### خامسا: المعايير النوعية

وتمثل مجموعة من المعايير التي متى ما توفرت في المؤسسة نعتبرها مؤسسة صغيرة أو متوسطة أو كبيرة، وليس من الضروري توفرها كلها بل يكفي توفر بعضها، ومن أهمها:

- المعيار التنظيمي؛
- معيار الاستقلالية المالية؛
- معيار الحصة السوقية؛
- معيار التقدم التكنولوجي؛
- معيار تنظيم الإنتاج.

وما يؤخذ على هذه المعايير أنها تركز في تحديد تعرف المؤسسة على خصائص المؤسسات من حيث الملكية والإدارة، غير أنها لا توضح بدقة الحدود الفاصلة بين المؤ.ص. والمؤسسات الكبيرة، وعليه فإن هذا التصنيف يبقى نسبياً ويختلف من بلد لآخر. (صحراوي، 2018، الصفحات 3-5)

### المطلب الثالث: تعريف المؤ.ص. محسب الدول والمنظمات وخصائصها ومعوقاتها

تتنوع تعريف المؤ.ص.م بتنوع معايير التصنيف التي يعتمدها كل بلد، وحيث أن لكل بلد إمكانيات وموارد وظروف اقتصادية معينة يمكن أن نجد أن المؤسسة التي تعد صغيرة أو متوسطة الحجم في بلد متقدم تعتبر كبيرة في دول العالم الثالث. ولهذا وجب التطرق إلى مجموعة من التعاريف في بعض الدول المتقدمة والنامية وبعض المنظمات كما يلي:

#### الفرع الأول: التعاريف المختلفة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

##### أولاً: تعريف الاتحاد الأوروبي

بناء على توصيات المفوضية الأوروبية وضع الاتحاد الأوروبي تعريفاً موحداً للمؤ.ص.م في سنة 1996. وتغير هذا التعريف سنة 2003، حيث تم اعتماد تعريف آخر من قبل المجلس الأوروبي الذي رفع عتبات تعريفها كالآتي:

المؤسسة المتوسطة: تضم أقل من 250 عاملاً، تحقق رقم أعمال سنوي مقدر أقل من أو يساوي 50 مليون أورو (40 مليون أورو في سنة 1996)، إجمالي الأصول لا يتعدى 43 مليون أورو (27 مليون أورو سنة 1996).

المؤسسة الصغيرة: تضم أقل من 50 عاملاً، تحقق رقم أعمال سنوي لا يزيد عن 10 مليون أورو (7 مليون أورو في سنة 1996)، إجمالي الأصول لا يتعدى 10 مليون أورو (5 مليون أورو سنة 1996).

المؤسسة المصغرة: تضم أقل من 10 عاملاً، تحقق رقم أعمال سنوي لا يفوق 2 مليون أورو، إجمالي الأصول لا يتعدى 2 مليون أورو.

## الفصل الثالث: نظرية الإشارة كمدخل مفسر لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

يشترط الاتحاد الأوروبي في هذا التعريف أن تكون المؤسسة مستقلة (لا يكون أكثر من 25% من ملكية رأس المال أو حقوق التصويت مملوكا لمؤسسة كبيرة)، كما يشترط أن تكون العمالة مشغلة بصفة دائمة في المؤسسة.

وما يمكن استنتاجه أن هذه التعاريف تستخدم معيار عدد العمال مع واحد من معيار إجمالي الأصول أو رقم المبيعات. بالإضافة إلى أن المؤسسات المصغرة لم تكن معرفة في سنة 1996 إلا من خلال عدد العمال. أضف إلى ذلك أن العتبات المالية لأصول الميزانية تم رفعها بنسبة أكبر من رفع رقما لأعمال السنوي بالمقارنة مع سنة 1996، أين تم رفعها في المؤسسة المتوسطة بنسبة 52.25% بالنسبة لإجمالي الأصول، فيحين تم رفعها بالنسبة لرقم الأعمال السنوي بنسبة 25% فقط.

وقد اعتمدت معظم الدول الأعضاء هذا التعريف، وبعضها أدخل بعض التعديلات مثل إيطاليا التي تعتمد نفس التعريف في القطاع الصناعي، ولكن قامت بتعديل الحدود القصوى لمعيار العمالة في القطاع الخدمي، فالحدود هي 20 عاملا للمؤسسة الصغيرة، و95 عاملا للمؤسسة المتوسطة.

ثم نتيجة لظهور تعدد التعريفات وعدم اتساقها حيث يستخدم بنك الاستثمار الأوروبي تعريفا، ويستخدم صندوق الاستثمار الأوروبي تعريفا مغايرا، وهو ما أدى إلى التأثير السلبي على التنافس بين المؤسسات. مما أدى إلى اقتراح تعريف جديد سنة 2001 يراعي التغيرات الاقتصادية، وجاء هذا الاقتراح بالتشاور مع أربعين دولة داخل الاتحاد الأوروبي ومحاوله الاستفادة من الاقتراحات الخارجية عبر طرح انشغالاتها عبر صفحاتها بالإنترنت. وقد تم بهذا الصدد إنشاء الإدارة العامة للمشروعات وهي هيئة تتولى التوفيق بين الاقتراحات وتجمع المعلومات المتعلقة بالمؤسسات الصغيرة.

وقد خرج هذا التشاور بتعريف جديد وموحد وساري المفعول ابتداء من 1 جانفي 2005، يستجيب للمتطلبات الجديدة لتسهيل التمويل بالأموال الخاصة، أو السماح لشركات رأس المال المخاطر بتمويل المؤ.ص.مدون أن يفقدها ذلك صفتها. بالإضافة إلى تعديل عتبات عدد العمال والعتبات المالية للاستفادة من كل أنواع الدعم. (العايب ، إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية: دراسة حالة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، 2011، الصفحات 163-165)

ثانيا: تعريف الولايات المتحدة الأمريكية:

تعدد التعريف في الولايات المتحدة الأمريكية حسب رؤية كل منظمة أو بنك أو هيئة مهمة بهذا القطاع، ودوره الاقتصادي والاجتماعي، وكذا التصنيفات المختارة وأهميتها، وفيما يلي بعض التعريف:

تعريف البنك الاحتياطي الفدرالي: "هي كل مؤسسة مستقلة في الملكية والإدارة وتستحوذ على نصيب محدود من السوق" وتم وضع هذا التعريف على أساس تقديم المساعدات لها.

تعريف إدارة المشروعات الصغيرة الأمريكية: وضعت مجموعة من المعايير التي تعتمد عليها لتحديد المؤسسة الصغيرة بهدف تسهيل تقديم مختلف المساعدات الحكومية والإعفاء الجزئي من الضرائب وهذه المعايير هي:

- استقلالية الإدارة والملكية؛
- محدودية نصيب المؤسسة من السوق؛
- لا يزيد عدد العمال عن 250 عامل بالنسبة للمؤسسة الصغيرة وألا يتجاوز 1500 عامل في بعض الأحيان؛

- إجمالي الأموال المستثمرة لا يتجاوز 9 ملايين دولار؛
- لا تزيد القيمة المضافة عن 4.5 مليون دولار؛
- لا تتعدى الأرباح الصافية المحققة خلال العامين الماضيين 450 ألف دولار.

تعريف قانون 1953: عرفها هذا القانون كالاتي: "هي المؤسسة التي يتم امتلاكها وإدارتها بطريقة مستقلة حيث لا تسيطر على مجال العمل التي تنشط في مجاله. واستند في ذلك على معياري حجم المبيعات وعدد العمال ووضع حدودا لذلك كالاتي:

- المؤسسات الخدمية والتجارة بالتجزئة: من واحد إلى خمسة مليون دولار؛
- مؤسسات التجارة بالجملة: من خمسة إلى خمسة عشرة مليون دولار؛
- المؤسسات الصناعية: عدد العمال مائتين وخمسين عاملا أو أقل."

## الفصل الثالث: نظرية الإشارة كمدخل مفسر لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

تعريف لجنة التنمية الاقتصادية الأمريكية: "تعرف هذه اللجنة المؤ.ص.معمتمدة على جملة من المعايير

منها:

- استقلال الإدارة وأن يكون المدير هو المالك للمشروع؛
  - أن يتم توفير رأس المال عن طريق شخص أو عدد محدود من الأشخاص؛
  - حجم الأعمال المنفذة أو حجم النشاط السنوي يخضع لحدود عليا".
- تعريف هيئة المشروعات الصغيرة: "مؤسسة ملكيتها وإدارتها بشكل مستقل وتكون غير مهيمنة في مجال عملها وغالبا ما تكون صغيرة الحجم فيما يتعلق بالمبيعات السنوية وعدد العاملين مقارنة بالمؤسسات الأخرى".

تعريف أخرى: وهناك تعريف آخر للمؤ.ص.م في الولايات المتحدة الأمريكية يعتمد على ثلاثة مؤشرات مالية هي:

- قيمة المبيعات أقل من مائة وخمسين ألف دولار؛
  - قيمة المؤسسة في السوق أقل من مليون دولار؛
  - قيمة السهم في السوق المالية أكبر من دولار واحد.
- "كل الوحدات المستقلة والتي يصل رأس مالها إلى عشرين مليون دولار". (خوني و حساني ، 2008 ، الصفحات

24-26)

ثالثا: تعريف دول جنوب شرق آسيا:

بعد الدراسة التي قامت بها دول جنوب شرق آسيا حول المؤسسات، توصلت إلى التعريف التالي

معمتمدة على معيار عدد العمال:

- تكون المؤسسة أسرية إذا كان عدد عمالها أقل من 10 عمال؛
- تكون المؤسسة صغيرة إذا كان عدد عمالها يتراوح بين 10 و 49 عاملا؛
- المؤسسة المتوسطة يتراوح عدد عمالها بين 50 و 99 عاملا؛

- كل مؤسسة يكون عدد عمالها أكبر من 100 عامل فهي مؤسسة كبيرة. (براق و غربي ، 2015 ، صفحة 19)

#### رابعاً: تعريف المملكة المتحدة:

تساهم المؤ.ص. مبشكل كبير في الاقتصاد البريطاني. ويتجلى ذلك من خلال الدور الحيوي الذي تلعبه في تعزيز البحث والتطوير، وخلق وظائف جديدة، وزيادة المنافسة، وخلق منتجات جديدة، وزيادة الإنتاجية، وما إلى ذلك. ولا يوجد تعريف واحد للمؤ ص م بحيث يتم تعريفها وفقاً لمعيار عدد العمال أو رأس المال العامل أو كليهما، ومع ذلك، فإن التعريف المستخدم على نطاق واسع هو الذي يستخدم حجم القوة العاملة كمعيار. على هذا الأساس، يتم تعريف المؤ.ص. معلى أنها أي مؤسسة بها أقل من 250 موظفًا وتصنف على النحو التالي:

- المصغرة: من 1 إلى 9 عمال؛
- الصغيرة: من 10 إلى 49 عامل؛
- المتوسطة: من 50 إلى 249 عامل. (Chachi & Abul , 2004, pp. 57-58)

#### الفرع الثاني: خصائص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

بالرغم من اختلاف وتنوع الأنشطة واختلاف القوانين والتنظيمات في دول العالم إلا أن المؤ.ص. متشترك في بعض الخصائص يمكن أن نوجزها فيما يلي:

#### أولاً: الخصائص الإيجابية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

- الخصائص المرتبطة بالملكية والإدارة: نذكر منها
- الملكية الفردية أو العائلية، حيث أن أغلبية المؤ.ص. متكون ملك لفرد أو عائلة؛
- ارتباط الملكية بالإدارة، وهي كنتيجة حتمية للملكية الفردية أو العائلية للمؤ ص م حيث يكون صاحب المؤسسة هو المسير لها هذا ما يكسبها استقلالية ومرونة وسرعة في اتخاذ القرارات وقدرتها على التكيف مع المستجدات. بهدف تحقيق أكبر عوائد مما يترتب عليه بساطة التنظيم المعمول به وانخفاض التكاليف التسويقية؛

## الفصل الثالث: نظرية الإشارة كمدخل مفسر لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

- تعدد المؤ.ص. مراكز للتدريب للعاملين فيها نظرا لصغر حجمها وتخصيص النشاط بها؛
- سهولة الإدارة والتنظيم من منطلق أن المالك أو أحد أفراد الأسرة هو من يقوم بالوظائف الإدارية الخمسة.
- الخصائص المرتبطة بالتعامل في الأسواق: تتعامل المؤ.ص. مع سوق العمل وسوق السلع والخدمات وسوق رأس المال وسوق المواد الأولية.
- سوق العمل: نعني بسوق العمل، عرض وطلب العمل. ونجد أن المؤ.ص. متوظف عمالة مؤقتة أو موسمية وتكون من أفراد الأسرة والأقارب، بالخصوص المؤسسات التي تعمل في قطاع الفلاحة وتجارة التجزئة والخدمات.
- سوق السلع والخدمات: نعني به عرض وطلب السلع والخدمات ومن مميزات المؤ.ص. مفي هذه الأسواق هي أنها تتعامل فقط في الأسواق المحلية المحدودة التي لا تصل إليها المؤسسات الكبيرة، وتوفر نوعية خاصة من السلع والخدمات التي تلي رغبات وأذواق ومواصفات المستهلكين. بالإضافة إلى قيامها بعملية المناولة بالتعاقد مع مؤسسات كبيرة، كذلك تتميز بجرية الدخول والخروج من النشاط.
- سوق رأس المال: ويقصد به كل من السوق النقدي والمالي، وفرص تمويل المؤ.ص. مفي هذا السوق قليلة حيث أنها تعتمد على مواردها الذاتية كالمدخرات الشخصية أو الميراث، أو تقوم بطلب قروض بنكية أو تلجأ إلى الاستدانة من الأسواق المالية.
- سوق المواد الأولية ومستلزمات السلع والإنتاج: تعتمد المؤ.ص. معلى المواد المنتجة محليا او المستوردة من الخارج وتلجأ في كثير من الأحيان إلى قروض الموردين وطلب كميات بصفة غير منتظمة وبكميات محدودة مما يؤثر على انتظام العمليات الإنتاجية وجودة المنتج باستثناء الحالات التي يتم فيها التعاقد من الباطن.

### ثانيا: الخصائص السلبية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

في المقابل توجد بعض الخصائص السلبية للمؤ ص م نوجزها فيما يلي:

- 1- معدلات الوفاة والفسل عالية: تعد المؤ.ص. وأكثر عرضة للانحلال والفسل خاصة في السنوات الأولى من نشأتها، حيث أظهرت بعض الدراسات في الدول المتقدمة أنه من بين 1000 مؤ.ص. م حديثة النشأة فإن 200 مؤسسة فقط تبقى لأكثر من 10 سنوات في حين أن حوالي 500 مؤسسة لا تبقى لأكثر من 18 شهرا وتعود أسباب ذلك إلى الفشل أو خسائر مالية.
- 2- الضعف المالي: من أكثر ما يعيق المؤ.ص.ص. وهو صعوبة حصولها على التمويل اللازم، وإذا حصلت عليه فغالبا ما تكون تكلفته مرتفعة.
- 3- ارتفاع تكاليف الإنتاج والإدارة: نظرا لأن المؤ.ص.ص. ملا تستطيع إنتاج كميات كبيرة من السلع فهي لا تستطيع الاستفادة من وفرات الحجم، كما أنها تتحمل تكاليف إدارية غير مرتبطة مباشرة بحجم الإنتاج فهي مصاريف ثابتة تزيد من تكاليف الإنتاج الكلية، ما يؤثر على أسعار السلع والخدمات التي تنتجها.
- 4- التأثير سلبيًا بحالة الاقتصاد: تتأثر المؤ.ص.ص. مسلبًا بحالة الكساد أو التضخم، فيمكن أن يهدد الكساد المستمر لسنتين أو أكثر وجودها، كما يهدد التضخم مواجهتها للمنافسة من المؤسسات الكبيرة.
- 5- الضعف السياسي والقانوني للمؤ.ص.ص.م: إن وجود جمعيات ونقابات مهنية خاصة بالمؤ.ص.ص. ملها أهمية كبيرة في تحديد حاجاتهم الخاصة، كما تمارس الضغط السياسي للتأثير بالقوانين وحماية مصالحها. (بوروبه، 2018، الصفحات 20-22)

#### الفرع الثالث: المعوقات والمشاكل التي تواجه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

تواجه المؤ.ص.ص. العديد من المعوقات والمشاكل في مختلف الجوانب سواء كانت إدارية أو تمويلية أو تسويقية ... الخ هذه الصعوبات تحد من قدرتها على المساهمة في التنمية الاجتماعية والاقتصادية نوجزها فيما يلي:

#### أولا: المشاكل الإدارية والتنظيمية

بما أن المالك هو من يتولى إدارة مؤسسته بناء على اجتهاداته الشخصية دون الارتكاز على أسس علمية صحيحة فمن المنطقي أن تعاني المؤ.ص.ص. من قصور الخبرات الإدارية التي تختلف تماما عن أنماط الإدارة الحديثة التي تأخذ بمفهوم التخصص الوظيفي وتفويض السلطات وتقسيم العمل واللامركزية في اتخاذ القرارات. أيضا توجد العديد من المشاكل التي تتعلق بالحكومة الجزائرية كطول وبطء الإجراءات الإدارية فمثلا على

صاحب المشروع أن يتخطى 30 مرحلة قبل الحصول على ترخيص إقامة مصنع. بالإضافة إلى 3 أو 4 سنوات مرتبطة بإجراءات تكوين المؤسسة.

### ثانيا: المشاكل المتعلقة بالعقار الصناعي

أي أن صاحب المشروع أو المؤسسة يجد صعوبة كبيرة في إيجاد مكان مناسب ودائم لمؤسسته سواء لارتفاع أسعار العقارات أو انعدامها أو عدم ملائمة موقعها. بالإضافة إلى عدم توفير الدولة للبنى التحتية المهيأة لإقامة مناطق صناعية بالإضافة إلى أن الموجودة منها في الجزائر حالتها مزرية، مما يجعل البحث ان عقار مناسب للمشروع يقع على عاتق صاحب المشروع ذاته والذي يكلفه تجميد جزء كبير من رأسماله بسبب ارتفاع أسعار العقارات.

### ثالثا: المشاكل التمويلية

من بين أهم وأول المشاكل التي تواجه المؤ.ص. معند نشأتها وتشغيلها هي توفير رأس المال المناسب لها، وقد قامت الدولة الجزائرية بالعديد من المحاولات للحد من هذا المشكل كتخفيض أسعار الفائدة وانشاء صندوق دعم الاستثمارات برأس مال قدره 301 مليار دينار جزائري، وصندوق دعم التنافسية برأسمال قدره 2 مليار دينار جزائري، بالإضافة إلى صندوق ضمان استثمارات المؤ.ص. ميرأسمال 30 مليار دينار جزائري. ولكن مازال مشكل التمويل قائما للأسباب التالية:

- نقص منح التمويل طويل الأجل ومركزية منح القروض؛
- نقص المعلومات المالية؛
- غياب الشفافية في تسيير منح القروض؛
- عدم موضوعية شروط وقيود منح التمويل للقطاع الخاص؛
- إحجام البنوك عن تمويل المؤ.ص. ملاارتفاع المخاطر وتخوفها من عدم قدرتها على تسديد ما عليها في المواعيد المحددة؛

### رابعا: المشاكل التسويقية

هناك عدة مشاكل تسويقية خاصة بالمؤ.ص. ميمكن إبرازها فيما يلي:

## الفصل الثالث: نظرية الإشارة كمدخل مفسر لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

- اقتصار النظام التسويقي على تسويق منتجات المؤ.ص. محليا او جهويا بسبب نقص المنافذ التسويقية وضعف القدرات المادية للمنتجين؛
- الافتقار إلى المعلومات الخاصة بالأسواق المحلية والخارجية بسبب نقص الخبرات، ما يؤدي إلى انخفاض جودة المنتجات المصنعة محليا وعدم قدرتها على مواجهة جودة البضائع المستوردة؛
- صعوبات الحصول على المواد الخام بالكميات والأسعار المناسبة، حيث أنها لا تستطيع شراءها بالجملة وتخزينها مما يدفع بها إلى الشراء من السوق بأسعار مرتفعة مما يؤدي منطقيا إلى رفع تكلفة الإنتاج وعدم القدرة على المنافسة في الأسواق.

### خامسا: المشاكل الجبائية

تعد مشكلة الضرائب من أهم العراقيل التي يواجهها أصحاب المشاريع الجديدة، وهذا لتكاليفها الإضافية المرتفعة والتي من الممكن أن تؤدي بنشاطهم إلى الفشل في بداية حياته. فارتفاع أسعار الضرائب والتقدير الجزافي لأرباح هذه المؤسسات حالت دون إعطائها فرصة استثمارية سواء كانت وطنية أو أجنبية. وقد يؤدي في بعض الأحيان بصاحب المشروع إلى إعلان إفلاسه نتيجة لعدم قدرته على تسديدها، كما أن هذا الدين قد يشكل قيادا للمؤسسة في حالة الرغبة في الاقتراض من البنوك، مما يؤدي بها إلى التهرب الضريبي. (رزاز و بن عمروش ، 2017 ، الصفحات 4-5)

### الفرع الرابع: أهمية المؤ.ص.م في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية

يمكن أن نقول بأن المؤ.ص.م تلعب دورا هاما في اقتصاد أي بلد فعلى صعيد مجلس التعاون لدول الخليج العربية فقد بلغ عدد المؤ.ص.م في السعودية 752560 مؤسسة في نهاية الربع الأول من عام 2022 وهي تشكل نسبة 99,5% من إجمالي عدد المؤسسات (منشآت ، 2022 ، صفحة 14). و 33 ألف مؤسسة في الكويت، و 13 ألف مؤسسة في قطر وفقا لإحصائيات سنة 2019، (عبد المنعم ، طلحة ، و إسماعيل ، 2019 ، صفحة 11) أما في الاتحاد الأوروبي فإنه طبقا لآخر احصائيات سنة 2018 فقد بلغ عدد المؤ.ص.م 24.85 مليون مؤسسة وتوظف وتوظف 94.87 مليون عاملا، وتساهم بـ 52,2% من القيمة المضافة (European Court of Auditors , 2022, p. 7) وفي الولايات المتحدة الأمريكية حسب احصائيات سنة 2020 فقد بلغ عدد المؤ.ص.م 31,7 مليون مؤسسة بنسبة 99,9% من إجمالي المؤسسات،

وتوظف حوالي 60.6 مليون موظف بنسبة 47,1% من إجمالي الموظفين. (SBA Office of Advocacy, (1) 2020, p. 1) أما في الجزائر وبالضبط في نهاية الثلاثي الثاني من سنة 2019، فقد بلغ عدد المؤ.ص. المصروح بها 1 171 945 مؤسسة، وهذا حسب نشریات المعلومات الاقتصادية لسنة 2019 لوزارة المؤ.ص.م والصناعة التقليدية.

هذا وقد اهتم العديد من الباحثين بإيضاح أهمية المؤ.ص.م ودورها الهام الذي تلعبه في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية والتي تتمثل فيما يلي:

- قدرتها على توفير مناصب وفرص العمل حيث تشير التقديرات إلى أن تكلفة فرصة العمل الدائمة في المؤسسات الكبيرة تقدر بحوالي 15 ألف دولار، في حين أنه وفي المؤ.ص.م تكلف ما بين 900 إلى 3000 دولار، مع استيعاب مختلف التخصصات والمساهمة في امتصاص البطالة؛
- دعم الناتج المحلي كونها أداة جد فعالة في توسيع القاعدة الإنتاجية عند تطبيق استراتيجيات دعم الصادرات واحلال الواردات، ما يساهم في علاج اختلال هيكل ميزان المدفوعات خصوصا في الدول النامية؛
- المساهمة في التوزيع العادل للثروات وتقريب الهوة بين طبقة الفقراء والأغنياء وهو مبدأ من مبادئ الإسلام؛
- يمكن اعتبار المؤ.ص.م وسيلة هامة لتزويد الصناعات الكبيرة بما فيها الشركات الدولية بمستلزمات الإنتاج، حيث تشكل في بعض الصناعات أكثر من 75% من المكون الرئيسي، وهو ما يساهم في تحقيق التنمية؛
- تعد المؤ.ص.م ممثلة النواة الرئيسية للمؤسسات الكبيرة مستقبلا، حيث تتطور وتنمو بمعدلات مرتفعة؛
- تساعد على الابداع والابتكار في مجال العمل نتيجة عدم وجود معوقات بيروقراطية في اتخاذ القرار؛
- تساهم في تلبية احتياجات وطلبات المستهلكين عن طريق تنويع المنتجات بما يتناسب مع أذواق المستهلكين. (شاهين، 2019، الصفحات 60-61)

### المبحث الثاني: تمويل المؤ.ص.م

تعاين المؤ.ص.م من جملة من المشاكل تواجهها عند انطلاقها وبداية نشاطها، تختلف هذه المشاكل من قطاع لآخر ومن دولة لأخرى، ومن بين هذه المشاكل هي البحث عن مصادر تمويل كافية ومناسبة في ظل محدودية البدائل المتاحة أمامها نتيجة حجمها الصغير (نقص الضمانات) وارتفاع معدلات الخطر عند تمويلها من جهة أخرى مما يجعل البنوك تتجنب تزويدها بالقروض.

تحتاج المؤ.ص.م إلى نوعين من التمويل، فالأول يتعلق باقتناء مختلف الأصول الثابتة واللازمة لمباشرة العملية الإنتاجية أو توسيعها، مثل المباني، الأراضي، المعدات والأدوات... الخ، والثاني مرتبط بتمويل رأس المال العامل بغرض الوفاء بالاحتياجات النقدية للتشغيل.

يمكن للمؤ.ص.م ان تحصل على احتياجاتها المالية من مصادر داخلية كأرباحها المحتجزة والفوائد على الاستثمارات، أو من مصادر خارجية مثل القروض التي تطلبها من البنوك أو التسهيلات التجارية الممنوحة، ومختلف المنظمات الداعمة لها، وتختلف طبيعة التمويل حسب النشاط الذي يكون موجها إليه، كالتموليل الصناعي، التجاري، الزراعي... الخ.

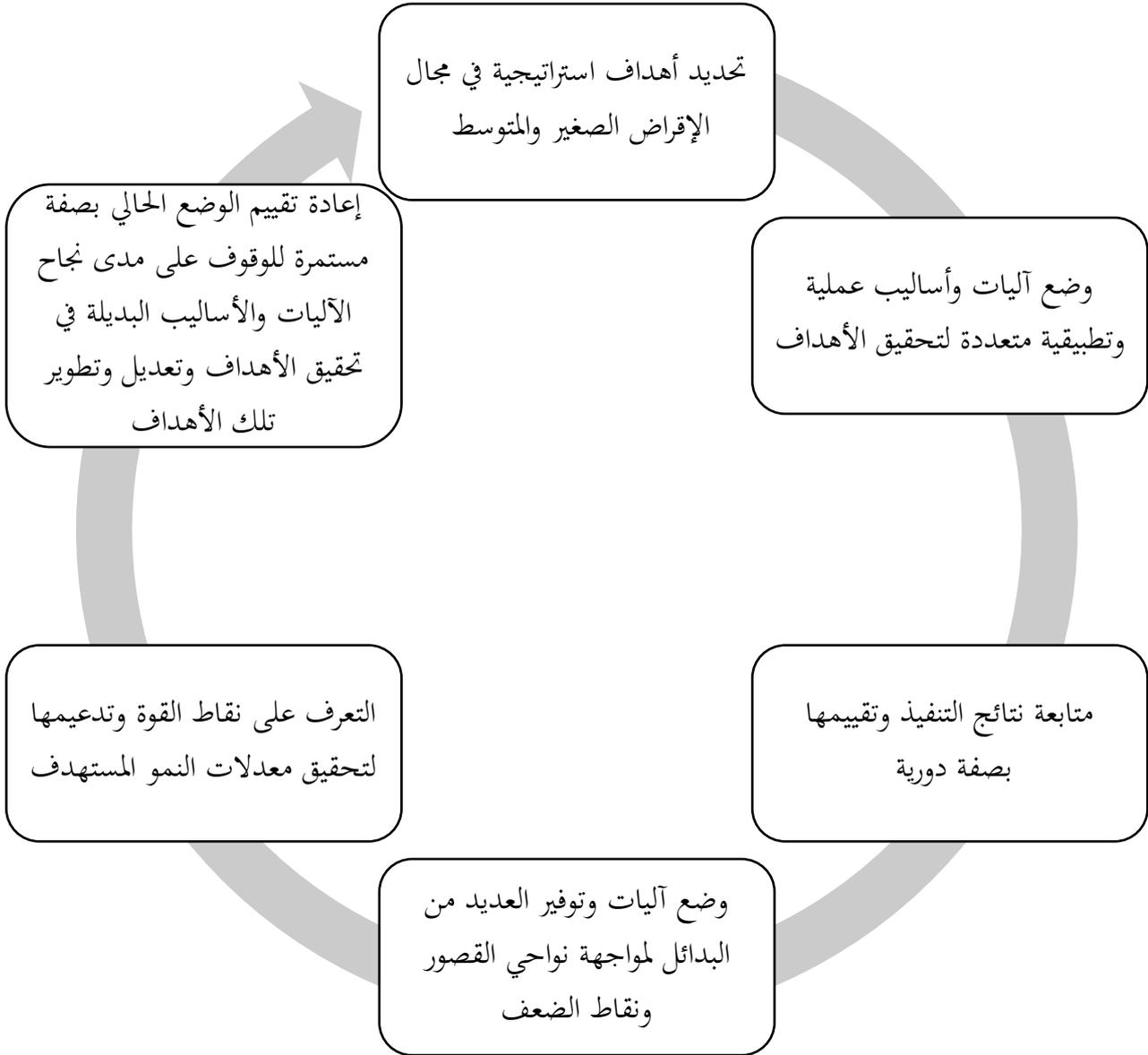
وعلى الرغم من أهمية المؤ.ص.م على الصعيدين الاقتصادي والاجتماعي إلا أنها تواجه جملة من الصعوبات عند البحث احتياجاتها التمويلية، نظرا لعدم قدرتها على سداد القروض البنكية التي تُمنح لها، لأن فترة السداد تكون قصيرة، بالإضافة إلى أسعار الفائدة المرتفعة التي تواجهها هذه الصناعات، ويمكن إرجاع الحذر الذي يميز العلاقة بين البنوك والمؤ.ص.م إلى عدة أسباب من بينها ارتفاع مخاطر عدم السداد، حيث أن البنوك تخشى عدم قدرة المؤ.ص.م على سداد الديون التي على عاتقها بسبب قلة أصولها وسرعة وسهولة تعرضها لتقلبات السوق. والسبب الثاني أنه عادة ما لا يكون لدى الجهاز المصرفي معلومات كافية عن نشاط هذه المؤسسات بسبب عدم توفرها على سجلات محاسبية أو ميزانيات واضحة وهو ما يعرف بعدم تماثل المعلومات. بالإضافة إلى ارتفاع التكاليف المالية المرتبطة بإقراض المؤ.ص.م والذي لا يجعل منها نشاطا مربحا للجهاز المصرفي. (حسن، 2013، الصفحات 195-196)



- القروض المتكررة، ونعني بها فتح حساب ائتمان جديد بمجرد انتهاء مدة القرض وسداد الالتزامات، ولكن بشرط أن يتوافق حجم القرض المطلوب مع التدفقات الائتمانية للعميل؛
- السحب على المكشوف والتسهيلات الائتمانية للسحب على المكشوف من دون ضمانات وتلاءم متطلبات تمويل التعاملات اليومية للمؤ ص م وتصلح لتمويل المؤسسات المتناهية الصغر؛
- خصم الأوراق التجارية.

بالنظر إلى هذه الخصائص والخدمات التمويلية ذهبت بعض الدراسات إلى جعل البنوك محل انتقاد واتهام، حيث أن بعض الدراسات وصفتها بأنها لا ترغب في إمداد المؤ.ص.م بالتمويل. وهذا الوصف غير مناسب وإنما يمكن القول بأن عدم ملاءمة طبيعة البنوك التقليدية لمنح الائتمان للمؤ ص م يعود للقواعد والأسس المرتبطة بمنح الائتمان لها. (النازور، 2015، صفحة 189)

الشكل رقم (3-1): دور البنوك في مجال الإقراض الصغير والمتوسط



المصدر: عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، ص. 217.

أولت البنوك في الآونة الأخيرة اهتماما كبيرا للمؤ ص م نظرا لسرعة دورانها وتحقيقها لنتائج ملموسة خلال فترات قصيرة فضلا عن مرونة تمويلها وتحقيقها ربحية مناسبة على الأموال التي تقدمها البنوك. ونظرا لاعتبار الائتمان من بين أهم الأنشطة المصرفية التي تنعكس نتائج عملياتها على ربحية البنوك ما يستوجب القيام بعملية إدارة المخاطر بأسلوب متطور، حيث تشكل محفظة القروض الصغيرة والمتوسطة حجما لا يستهان به من المحفظة الإجمالية لهذه البنوك، وبالتالي يقوم كل بنك بوضع استراتيجية خاصة وسياسات متعددة للتعامل مع المؤ.ص.موضحا الأهداف الاستراتيجية للبنك والدور الذي يجب أن يقوم به في هذا المجال عملا

على توفير التمويل اللازم لهذه المشروعات ولا يقتصر دور البنوك عند هذا الحد ولكن يمتد إلى العديد من الخدمات المرتبطة بذلك والتي تؤدي بثمارها الجيدة لجميع الأطراف.

ويجب أن تتسم خطة البنك بالتحديد والوضوح ووضع أهداف قابلة للتحقيق العملي، ووضع آليات تكفل تحقيق هذه الأهداف وتناسب مع ظروف واحتياجات قطاع المؤ.ص.م. (عبد الحميد، 2008، الصفحات 217-218)

### المطلب الثاني: مصادر تمويل المؤ.ص.م

يعد التمويل من أهم العوامل المتحكمة والمؤثرة على إنشاء وتشغيل واستمرار ونمو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ينطبق هذا على كل الدول بغض النظر عما إذا كانت متقدمة أو نامية، ويمكن لهذه المؤسسات أن تحصل على مختلف احتياجاتها التمويلية من عدة مصادر تتمثل فيما يلي:

#### الفرع الأول: مصادر الأموال الخاصة

سنتطرق في هذا الجزء من البحث إلى مصادر الأموال الخاصة بالمؤ.ص.م الداخلية والخارجية التي يتم الاعتماد عليها لتمويلها كالاتي:

#### أولاً: مصادر الأموال الخاصة الداخلية

تضم مصادر التمويل الخاصة الداخلية للمؤ ص م المدخرات الشخصية، والتمويل الذاتي:

1- المدخرات الشخصية: تحتاج المؤ.ص.م في بداية نشاطها إلى أموال طويلة الأجل لتمويل أصولها الثابتة كالأراضي والمباني ومختلف الآلات الإنتاجية، ويعتمد صاحب المؤسسة في ذلك على مدخراته الشخصية، والسبب في ذلك هو أن المستثمرين الخارجيين لا يمكنهم المخاطرة بالاستثمار في مؤسسات صغيرة ومتوسطة حديثة النشأة إلا في حالة توفر معلومات كافية وضمانات على أن مالك المشروع ملتزم بمشروعه وغير مستعد لترك العمل ببساطة والتخلي عن الالتزامات تجاه دائنيه. مع ضرورة توفر الضمانات الكافية لتغطية حجم الأموال التي تم استثمارها في المشروع. وقدرة المشروع على تحقيق أرباح تضمن للمستثمرين الخارجيين العوائد المتفق عليها. كذلك قدرة المستثمرين على استرجاع أموالهم في المواعيد المحددة. وما تجدر

الإشارة إليه هو أن المؤ.ص.م لا تتوفر على هذه الشروط، بالإضافة إلى أنه من وجهة نظر المالك فإنه يفضل الاعتماد على مدخراته دون اللجوء لأموال الغير لتجنب احساسه بالمخاطرة، أو عدم رغبته بمشاركة الآخرين سيطرتهم على مشروعه. (معيزة م.، 2016، صفحة 105)

2- التمويل الذاتي: ويقصد به "الأموال المتولدة من العمليات الجارية للمؤسسة أو من مصادر عرضية دون اللجوء إلى مصادر خارجية، ما يمكن المؤسسة من تغطية احتياجاتها المالية اللازمة لسداد ديونها وتنفيذ استثماراتها وزيادة رأس مالها. (مليكاوي، 2019، صفحة 117)

### ثانيا: مصادر الأموال الخارجية

نظرا لعدم قدرة المؤ.ص.م على دخول الأسواق المالية وخصوصا عند المراحل الأولى لنشأتها نظرا لارتفاع المخاطر بها ستتوجه إلى جهات تمويل أخرى كالاقتراض من الأهل أو الأصدقاء أو اللجوء إلى مؤسسات رأس المال المخاطر، كما سنوضحه فيما يلي:

1- **المصادر غير الرسمية:** يمكننا تقديم تعريف مختصر لمصادر التمويل غير الرسمية كما يلي: "هو التمويل الذي يتم من خلال قنوات تعمل غالبا خارج إطار النظام القانوني والرسمي في الدولة". وهي بذلك غير موحدة وتختلف من دولة لأخرى حسب عادات وتقاليد كل مجتمع. (معيزة م.، 2016، صفحة 106)

أ- **الاقتراض من الأصدقاء والأقارب:** عادة ما لا يتوفر المال الكافي لدى معظم الأشخاص الذين يرغبون بفتح مشاريع جديدة صغيرة، وبذلك يضطرون إلى البحث عن مصادر أخرى للتمويل رغم أن هذا يعد ممارسة غير صحيحة عند انطلاق المشروع نظرا لوجوب عدم الخلط بين العمل والعلاقات الاجتماعية والعائلية حيث أن الاقتراض من الأصدقاء والأقارب يؤدي إلى خلق علاقات مالية شخصية تتعارض مع استقلالية صاحب المشروع والعمل تؤدي بالضرورة إلى التدخل بالعمل عن طريق محاولة النصح أو اتخاذ قرارات بشأن العمل لحماية مصالحهم، لكنه يبقى ضروريا في بعض الأحيان إذا ما أراد صاحب المشروع أن يحقق نتائج مرغوب بها. (العطية، 2002، الصفحات 63-64)

ب- **المرابين:** نعني بهم الأشخاص الذين يقدمون قروضا بفوائد مرتفعة جدا على مستوى سوق الإقراض غير الرسمي. وهناك من يطلق عليهم اسم تجار النقود، ما يميزهم هو خبرتهم العالية في تقييم الاستثمارات الأمر الذي يجعلهم قادرين على تحمل مخاطر تمويل المؤسسات الصغيرة حديثة النشأة، يفضل المرابين عادة

تمويل المؤسسات التي تتميز بمعدلات نمو عالية، أي تلك التي تحقق عائد على الاستثمار يقدر بـ 30% فأكثر للمؤسسات حديثة النشأة، هذا ما يفسر معدلات الفائدة العالية التي يطلبونها عند تقديم قروض قصيرة الأجل. هذا وحسب إحدى الدراسات فإنه يمكن للمرابين توظيف خبراتهم ومعلوماتهم وعلاقاتهم المميزة على مستوى المؤسسات التي يقومون بتمويلها. (معيّزة م.، 2016، صفحة 107)

ت- **جمعيات تناوب الادخار والاستثمار:** وهي عبارة عن نظام ادخار يضم مجموعة من الأفراد الذين يشتركون في خصائص موحدة على أساس المستوى الاجتماعي أو العقائدي أن على أساس المهنة، والذين يتفوقون على تاريخ محدد للاجتماع وتحصيل مدخرات الأعضاء ثم يتم الاستفادة من المبالغ المجمعة من طرف كل عضو بطريقة دورية.

إذن تتجلى أهمية هذه الجمعيات في زيادة حجم التمويل الشخصي لأصحاب الاستثمارات خصوصا في الدول النامية، أين تنشط هذه الجمعيات بكثرة نظرا لضعف النظام المالي. (معيّزة م.، 2016، صفحة 107)

2- **المصادر الرسمية:** سنحاول من خلال هذا العنصر أن نتطرق إلى إحدى الوسائل المهم لتمويل المؤ.ص.م ألا وهي رأس المال المخاطر. وتعد شركات رأس المال العامل Le Capital Risque من بين الآليات الحديثة لتمويل المؤسسات لاسيما المؤ.ص.م التي من المعروف عنها غالبا أنها تجد صعوبة كبيرة في تمويل احتياجاتها خاصة من البنوك والأسواق المالية بسبب ارتفاع حجم المخاطر المالية فيها وحالة عدم التأكد المحيطة بمستقبلها، وبالتالي تجد المؤ.ص.م في شركات رأس المال المخاطر الدعم المالي والفني الضروري للاستمرار، حيث أن هذه الشركات تقوم بتمويل المؤ.ص.م التي تحمل أمل النمو مستقبلا.

### أ- مفهوم رأس المال المخاطر

توجد عدة تعاريف لرأس المال المخاطر فحسب (Dupocage et Rivaud Danset, 2006) فإنه توجد على الأقل ثلاث تعاريف ممكنة لرأس المال المخاطر هي المفهوم الدقيق والمفهوم الواسع والمفهوم المطلق.

**المفهوم الدقيق:** المشاركة في تمويل المؤسسات حديثة النشأة في مجال التكنولوجيا لتحقيق أكبر قيمة في المستقبل.

**المفهوم الواسع:** تدعيم رؤوس الأموال الخاصة للمؤسسات والتي تسمح لها بممارسة نشاطها واستمراريتها.

**المفهوم المطلق:** هو أسلوب تمويل للمؤسسات الوليدة والمبدعة والتي تكون بحاجة لرأس مال لتمويل منتوجها ونموها.

حسب منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية سنة 1966 فإن رأس المال المخاطر يعرف بأنه رأس المال المدفوع عن طريق شركات تستثمر وترافق وتدير المؤسسات حديثة النشأة غير المدرجة في البورصة بهدف دعم مردودية الاستثمار في هذه المؤسسات. (Ngongong, 2017, p. 3)

يمثل رأس المال المخاطر الأموال التي يستثمرها خبراء الاستثمار الذين يسعون إلى تحقيق أرباح رأسمالية كبيرة مع استعدادهم لتحمل نسب مخاطرة جد عالية، مع الحصول على حصة من ملكية المؤسسة. ويتميز رأس المال المخاطر بالقيمة المضافة التي يقدمها إلى المشاريع المرغوب الاستثمار فيها، والمتمثلة في عدة وظائف تتضمن المشاركة في الإدارة والترويج لمنتجات المؤسسة والتخطيط وتقديم النصيحة أو استحضار خبرتهم في العمل أو خبراتهم في الصناعة أو في المجال المالي.

يساعد أصحاب رأس المال المخاطر على تطوير الفريق الإداري والحصول على مقاعد في مجلس إدارة المؤسسة، نظرا لقدرتهم على إضافة قيمة بسبب خبرتهم الواسعة التي اكتسبوها من خلال الاستثمار في مئات المؤسسات.

ويعد هذا النوع من التمويل مهما جدا بالنسبة للمؤسسات الواعدة بالنمو والتي تفتقر إلى مصادر تمويلية بسبب نسبة المخاطرة العالية المرتبطة بأعمالهم وعدم توفرهم على ضمانات كافية. ويمكن تمويل المؤسسات برأس المال المخاطر في مختلف مراحل نموها لأن الهدف النهائي لأصحاب رأس المال المخاطر هو الحصول على الأرباح.

وقد أثار تعريف رأس المال المخاطر جدلا واسعا نظرا لخلط المصطلح الفني وحقوق الملكية الخاصة، فهناك البعض من المستثمرون الذين يرونه على أنه نوع من أنواع حقوق الملكية والذي يقوم بالاستثمار فقط في مراحل بداية عمل المشروع، بينما يعرفه آخرون بالاستثمار في أي مرحلة من مراحل التشغيل وليس فقط في البداية. (مليكاوي، 2019، الصفحات 176-177)

ب- الخلفية التاريخية لرأس المال المخاطر

يربط أصحاب رأس المال المخاطر أعمالهم بقصة كريستوفر كولومبس في القرن الخامس عشر والذي أراد السفر نحو الغرب بدلا من الاتجاه نحو الشرق من أوروبا للوصول إلى الهند، ولم تلق هذه الفكرة تأييد ملك البرتغال الذي رفض تمويل رحلته، ولكن ما إن قررت الملكة ايزابيلا توفير التمويل اللازم لرحلته دخلت رحلات كريستوفر كولومبس التاريخ من أوسع الأبواب، وعليه يمكن القول بأن مفهوم رأس المال ليس بجديد.

وقد بدأ قطاع رأس المال المخاطر الحديث في اتخاذ نمط خاص خلال فترة ما بعد الحرب العالمية الثانية، إذ تأسست أول مؤسسة رسمية لرأس المال المخاطر سنة 1946، في الوم أ وأطلق عليها اسم المؤسسة الأمريكية ARD ثم سار عدد من الدول الأوروبية والشرق آسيوية على نهج التجربة الأمريكية، وكانوا جميعا وراء تأسيس قطاع راس المال المخاطر.

وفي الستينات أتاحت عملية الطرح الأولي للجمهور فرصة مشاركة شركات رأس المال المخاطر بصورة أكثر فاعلية في خلق وتأسيس مؤسسات جديدة، وبهذا أصبح رأس المال المخاطر سوقا جذابا يجذب العائلات والأفراد الأثرياء.

وفي السبعينات استمر سوق رأس المال المخاطر في نموه في معظم أوربا، أما في الوم أ فقد عانى قطاع رأس المال المخاطر من مشكلات السوق العامة وغيرها، ومع ذلك فقد تغير حقيقي في سنة 1975 عندما اتخذ الكونجرس الأمريكي قرارا باستثمار جزء من أموال المعاشات في شركات رأس المال المخاطر.

شهدت فترة الثمانينات استعراضا للنموذج الجديد لرأس المال المخاطر، إذ تم اكتشاف مصادر جديدة للتمويل مثل صندوق المعاشات وغيرها من الصناديق المالية المتعلقة بالمؤسسات، وتعد الوم أ حاليا أكبر سوق لرأس المال المخاطر في العالم تليها المملكة المتحدة. وإدراكا لكون هذا النوع من التمويل يمثل حافزا حيويا في تنمية العديد من الصناعات الجديدة، فهو يشكل عاملا في نمو الاقتصاد وتحقيق الثروة، بدأت دول مختلفة من بينها الدول النامية على دعم الهيئات المانحة التي قدمت تسهيلات للوصول إلى أحدث وسائل التكنولوجيا الخاصة بهذا الشأن. (وزارة المالية المصرية ، 2004، الصفحات 12-13)

ت- تصنيف رأس المال المخاطر

حسب الجمعية الفرنسية للمستثمرين للنمو AFIC توجد خمسة أنواع لرأس المال المخاطر تتمثل فيما يلي:

- رأس المال المبدئي: يوفر المستثمرون في رأس المال المبدئي Seed Capital كلا من رأس المال والخبرات للمشاريع التي تم تتجاوز بعد مرحلة البحث والتطوير.
- رأس المال الاستثماري: يوفر المستثمرون في رأس المال الاستثماري Venture Capital التمويل على شكل أموال خاصة أو شبه خاصة للمؤسسات الناشئة أو لتلك التي تكون في مرحلة بداية النشاط.
- رأس مال النمو: يوفر المستثمرون في رأس مال النمو Growth Capital التمويل على شكل أموال خاصة أو شبه خاصة وعادة في شكل أقلية، وتهدف إلى تمويل تطور المؤسسة أو إعادة شراء حصص المساهمين. والمؤسسة الشريكة تقدم آفاق نمو كبيرة.
- انتقال رأس المال - شراء: تتكون عمليات انتقال رأس المال Buy Out من اكتساب غالبية رأس مال المؤسسة من خلال المزج بين التمويل برأس المال والتمويل البنكي وأكثر العمليات شيوعا هي شراء رافعة مالية Leveraged buy out.
- تحويل رأس المال: يوفر المستثمرون في تحويل رأس المال Turnaround Capital التمويل بالأموال الخاصة للمؤسسات التي تواجه صعوبات، والمدراء لديهم فرصة ووسائل التنفيذ لوضع التدابير التي تسمح بالعودة إلى تحقيق الأرباح. (Ngongong, 2017, p. 4)

### ث - أهمية رأس المال المخاطر

تعد وظيفة الابتكار في رأس المال المخاطر مهمة جدا وأمرًا جد حيوي للمؤسسات العاملة في الأسواق التنافسية وذلك من خلال تمكينها من ابتكار منتجات وخدمات جديدة، حيث أنه وبالرغم من دراسات الجدوى للمؤسسات إلا أنه لا يمكنها القضاء على جميع المخاطر ويجب أن تراهن على المستقبل. لذلك نجد أن مؤسسات رأس المال المخاطر ترغب في تمويل الابتكار إلى حد كبير. حيث أن المؤ.ص.م ذات الإمكانيات العالية للنمو والمحفزة على الابتكار تواجه جملة من المعوقات من بينها عدم كفاية تمويلها الذاتي، وصعوبة الحصول على الاقتراض واستحالتته في حالة المخاطر.

بالإضافة إلى أن تدخل شركات رأس المال المخاطر بتقليل المخاطر المالية للمستثمرين من خلال انشاء أموال متنوعة من أجل ريادة الأعمال عن طريق التدخل في الأموال الخاصة وإنشاء عقود تتضمن الجوانب غير المالية مثل التدخل وتقديم المشورة والتكنولوجيا ومختلف المقترحات الاستثمارات ...

كما تعمل أيضا هذه الشركات على تقديم مختلف الخبرات في القطاع الاقتصادي ومع شبكة من الاتصالات المتقدمة يمكن أن تسمح للمشاريع من الاستفادة من العديد من الخدمات ذات القيمة المضافة العالية. (Dai, 2002, p. 19)

3- المصادر شبه الرسمية: من خلال الاعتماد في توفير مصادر الاحتياجات المالية للمؤسسة على مؤسسات التمويل الرسمية وفي اقراضها على أساليب غير رسمية، من خلال عدة برامج أو نظم فرعية، كإقراض المجموعات، والمؤسسات المالية التعاونية، وصناديق التنمية المحلية. (خبابة ع.، 2013، صفحة 208)

#### الفرع الثاني: مصادر الأموال المقترضة

وستتطرق في هذا الجزء من الدراسة إلى مختلف المصادر الموجهة لتمويل الاحتياجات التشغيلية عن طريق مصادر التمويل قصيرة الأجل، والاحتياجات الاستثمارية بمصادر تمويل طويلة ومتوسطة الأجل.

#### أولا: الائتمان التجاري

وتعد مصدرا هاما جدا لتمويل المؤسسة. وهذا بالحصول على القرض من الموردين، أي تأخير دفع المبالغ المستحقة على البضاعة المشتراة منهم (الشراء على الحساب)، لمدة زمنية متفق عليها. (العطية، 2002، صفحة 66)

ويمكن القول أنه ائتمان قصير الأجل يمنحه المورد للمشتري عندما يقوم المشتري بشراء البضاعة لإعادة بيعها، وهذا التعريف يستبعد من الائتمان التجاري كلا من الائتمان طويل الأجل ومتوسط الأجل الذي يمنحها البائع للأصول الثابتة، والائتمان الاستهلاكي مثل البيع بالتقسيط. (توفيق، 1986، صفحة 355)

ويمكن أيضا تعريفه على أنه عبارة عن قيام المنشأة بشراء حاجياتها المختلفة من مواد أولية وغيرها من التجهيزات الإنتاجية من منشأة أخرى بالدين. (الحاج، 2002، صفحة 32)

### ثانيا: الائتمان المصرفي

يقصد بالائتمان المصرفي القروض قصيرة الأجل التي تحصل عليها المنشأة من البنوك، ويأتي هذا النوع من الائتمان في المرتبة الثانية بعد الائتمان التجاري وذلك من حيث درجة اعتماد المنشأة كمصدر للتمويل قصير الأجل، ويتميز الائتمان المصرفي بأنه أقل تكلفة من الائتمان التجاري في الحالات التي تفشل فيها المنشأة من الاستفادة من الخصم، كما يعتبر مصدرا مقبولا لتمويل الأصول الدائمة في المنشآت التي تعاني من صعوبات في تمويل تلك الأصول من مصادر طويلة الأجل، ويضاف إلى ذلك أنه أكثر مرونة من الائتمان التجاري إذ يأتي في صورة نقدية وليس في صورة بضاعة، غير أنه أقل مرونة منه من ناحية أخرى ذلك أنه لا يتغير تلقائيا مع تغير حجم النشاط. (الهندي م.، 2003، الصفحات 8-9)

### ثالثا: عقود تحويل الفاتورة

إن من بين أدوات التمويل المعاصرة هي شراء أو خصم الذمم، حيث تقوم مؤسسة متخصصة في هذا النشاط وتسمى Factor، أو إحدى البنوك التجارية التي تتوفر عندها هذه الخدمة بشراء حسابات أوراق القبض والعملاء الموجودة بحسابات المؤسسة، والتي تتراوح مدة استحقاقها بين 20 إلى 120 يوما. وتتيح هذه العملية للمؤسسة الحصول على نقدية جاهزة ومستمرة دون الحاجة إلى انتظار تاريخ الاستحقاق لتحصيل ديونها من العملاء. وتلجأ المؤسسات ذات رأس المال المحدود أو تلك التي تحقق إيرادات متدنية إلى نظام عقد تحويل الفاتورة Factoring لأنه يتفق وامكانياتها المحدودة في ظل ظروفها التي تقضي بصعوبة الحصول على التمويل. (بوراس، 2008، الصفحات 110-111)

1- تعريف عقد تحويل الفاتورة: يمكن تعريف عقد تحويل الفاتورة بأنه " أداة تعبئة المستندات والفواتير وتحصيل جزء من قيمتها قبل تاريخ الاستحقاق من خلال الاتفاق بين أطراف التعاقد".

وعليه فإن عقد تحويل الفاتورة ليس قرضا أو تسديدا للديون أو التزامات إضافية للمؤسسة بالرغم من أنه يوفق التمويل لرأس المال العامل، مما يعني أن المؤسسة المالية المتخصصة تقوم بشراء الذمم المدينة وتحمل مسؤولية قدرة العملاء على التسديد. (مليكاوي، 2019، الصفحات 163-164)

2- تمويل المؤ.ص.م بعقد تحويل الفاتورة: تتيح هذه التقنية للمؤ ص م أن تتخلص من ديونها اتجاه زبائنها بتحويل ديونهم إلى مؤسسة مالية متخصصة في شراء الفواتير كليا أو جزئيا، وبذلك تتخلص من عبئ عمليات تسيير ومتابعة وتحصيلها لحقوقه، ويتجلى هنا دور عقد تحويل الفاتورة في توفير التمويل قصير الأجل للمؤ ص م.

3- خدمات عقد تحويل الفاتورة: يتضمن عدة خدمات نذكر منها:

أ- التمويل المباشر والمرن: حيث يعد هذا النوع من العقود أداة تمويل للمؤسسات المتنازلة كليا أو جزئيا عن حقوقها اتجاه زبائنها للمؤسسة المتخصصة بسعر يدفع نقدا عند تاريخ الاستحقاق، أو مسبقا في صورة عملية مصرفية حقيقية مبنية على تعبئة الديون، بشكل تتحول معها الديون الآجلة إلى نقدية جاهزة. ولتحقيق هذا يفتح للمؤسسة المتعاقدة مع محول الفواتير خط ائتمان قصير الأجل في حساب جار، وفي صورة تسييق لأجل بناء على الفواتير المتنازل عنها، بحيث يمكن أن تصل نسبة التمويل إلى ما يعادل 80% إلى 90% من الحقوق الثابتة في الفواتير المقبولة، تشكل الجانب التمويلي من الخدمة وتصب مباشرة في الجانب الدائن من الحساب الجاري للمنتمي مع خصم المصاريف من عمولات وفوائد. كما يمكن تعجيل دفع الثمن أو تسديده في الوقت المحدد بتسليم شيك للمؤسسة الممولة، أو بإصدار سند إذني لفائدتها يجعلها تحوز على ورقة تجارية قابلة للتعبئة لدى البنوك، على نحو يسمح لها بالحصول على أموال تمكنها من ممارسة نشاطها. وعليه يمكن استعمال هذه التقنية كمصدر احتياطي لمواجهة نفقات الاستغلال، حيث أنه يلائم المؤسسات التي تكون فترات تسديد ديون زبائنها طويلة نسبيا. إن آلية عقد تحويل الفاتورة تعد قوية بالنسبة للمؤسسات ذات المخاطر العالية وغير المعروفة، ولها أهمية خاصة في الأنظمة المالية مع ضعف القوانين التجارية. كما يوفر للمؤ ص م التمويل اللازم لرأس المال العامل، عن طريق الشراء المباشر للحسابات المستحقة من طرف الفاكترور. فهو المصدر التمويلي الوحيد الذي ينمو بالموازاة مع نمو حجم المبيعات، ويوفر تقارير مفصلة ومنظمة تسمح بالإدارة الجيدة للتدفقات النقدية.

ب- الوقاية والضمان ضد مخاطر عدم السداد: يضمن الفاكترور التحصيل من العميل وبذلك فهو يجنب المؤسسة خطر عدم الملاءة والإعسار. ومن وجهة نظر عملية فإن حسن التنفيذ هو تقنية لتأمين الائتمان وضمان الحقوق المحولة. يقوم من خلالها المنتمي بإبلاغ مؤسسة تحويل الفواتير التي يتعاقد معها عن نوعية

مدينيه، مع إفادتها بتقرير مفصل عن كل زبون لتحديد الحد الأقصى الذي لا يمكن تجاوزه عند منح الائتمان. كما تقوم مؤسسة تحويل الفواتير بدراسة مجانية لوضعية كل الزبائن الذين يتم التعامل معهم والاطلاع على مراكزهم المالية.

ت- **تسيير حسابات الزبائن:** بالإضافة إلى الدور الائتماني المتمثل في تمويل دورة الاستغلال يقوم الفاكور بتسيير حسابات الزبائن، أي تسيير تفصيلات الدفع والتحصيل من دارة ومتابعة للفواتير عن طريق تقديم كشف يومي عام ومفصل للتسديدات الخاصة بالفواتير والتسديدات المتبقية، إضافة إلى مواجهة المدينين المتخلفين عن الوفاء بإجراءات المتابعة القضائية.

4- **مزايا تمويل المؤ.ص.م بعقد تحويل الفاتورة:** يعد هذا العقد من بين الدوافع القوية لتحقيق النمو لما يترتب عليه من إعفاء للمؤسسات لاسيما الصغيرة منها والمتوسطة وبشكل فعلي من التسيير الإداري والمحاسبي لحسابات الزبائن، مما يسمح لها باقتصاد تكاليف التسيير والضمان والتمويل المرتبطة بهذه الحسابات. فعقد تحويل الفاتورة يتميز بالمرونة كونه لا يعرف سقف تمويل محدد سلفا مثل باقي صيغ التمويل الأخرى لتعبئة الديون التجارية التي تقترن عادة بخطط تمويل محدد سلفا. فالقيد الوحيد الذي يحدد سقف التمويل هو نطاق الضمان الممنوح لبائع الفاتورة بحسب عدد الفواتير المقبولة من طرف الفاكورينغ، بحيث يتعين على بائع الحقوق التجارية الحصول على قبول مسبق بشأن كل زبون على حدة.

كما تتمثل أهم نتائجه في الدعم المالي بالنسبة للمؤسسة، ذلك أن التنازل عن كل الفواتير أو جزء منها للفاكورينغ تعفي المؤسسة من الاشغال بالمركز المالي للزبائن، يترتب عنه مباشرة انخفاض أو زوال حساب الزبائن من ميزانية المؤسسة، مما يؤدي إلى تراجع الحاجة لرأس المال العامل الضروري لمواجهة مصاريف الاستغلال المتجددة.

وهي كذلك توفر ضمانا لحسن التنفيذ كون الفاكورينغ تلتزم اتجاه المؤسسة بتعجيل تسديد ما تحرره من فواتير، وتأخذ على عاتقها مخاطر إعسار أو إفلاس الزبون أو عدم السداد في الآجال المحددة، ويعد هذا الإعفاء من مخاطر عدم الوفاء في غاية الأهمية بالنسبة للمؤ.ص.م التي لا تملك وسائل كافية لتحصيل فواتيرها من الخارج، ولا تتحمل خزيتها عبء التخلف عن وفاء هذه الحقوق، مما يجعل من وكالة التحصيل التي

## الفصل الثالث: نظرية الإشارة كمدخل مفسر لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

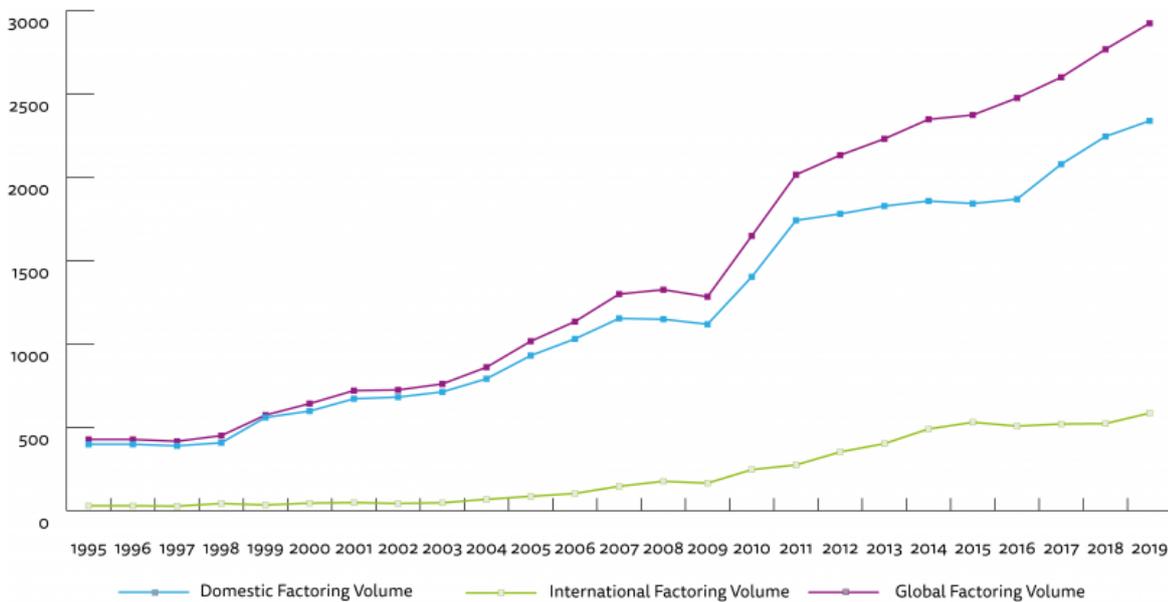
يضمنها نظام تحويل الفاتورة وسيلة لتنمية عمليات التصدير للمؤسسات التي تفتقر لإمكانيات إدارية قوية قصد تصريف منتجاتها في الخارج.

وبالنسبة للمؤصم فإن عقد تحويل الفاتورة يوفر لها إمكانية الحصول على التمويل وهي في مرحلة الإنشاء دون انتظار الحساب الختامي للسنة الأولى من الدخول في النشاط، إذ أنه بإبرام العقد يكون بوسعها الاعتماد على القرض البنكي عند تنفيذ إحدى الصفقات، مما يسمح لها بتحسين خزيتها وتخفيض مصاريف التسيير، وينشأ عن الحالة الجديدة التي تؤول إليها خزينة المؤصم.ص.منواة لسلسلة من التطورات الإيجابية تسمح لها بتسديد فواتيرها نقداً، وبشروط بيع أفضل تمكنها من تقليص مصاريفها البنكية على المدى القصير، وتحسين قدرتها على الاقتراض في المدى المتوسط والطويل ما يساعدها على توجيه اهتماماتها لإقامة المزيد من الاستثمارات المنتجة. (مليكاوي، 2019، الصفحات 167-171)

والشكل الموالي يوضح مجموع القروض المتعلقة بعقد تحويل الفاتورة:

الشكل رقم (3-2): حجم قروض عقد تحويل الفاتورة

Global Factoring Volume Evolution



source:(international-factoring-statistics, 2020)

## الفصل الثالث: نظرية الإشارة كمدخل مفسر لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

الجدول رقم (3-1): حجم التمويل بعقد تحويل الفاتورة في العالم لسبع سنوات الوحدة: مليون يورو

البيان	2013	2014	2015	2016
إفريقيا	23.123	21.094	18.721	20.393
آسيا	634.441	648.716	596.633	555.550
أوروبا	1.353.742	1.462.510	1.556.977	1.592.988
الشرق الأوسط	5.000	8.498	8.028	7.583
شمال أمريكا	89.419	103.501	100.530	95.072
جنوب أمريكا	101.412	103.124	86.826	104.396
المجموع	2.208.372	2.347.513	2.367.790	2.375.967

البيان	2017	2018	2019	التغير
إفريقيا	21.671	22.174	24.562	10,8%
آسيا	657.189	695.562	687.594	-1,1%
أوروبا	1.701.939	1.829.142	1.976.239	8,0%
الشرق الأوسط	8.019	8.840	9.937	12,4%
شمال أمريكا	92.392	90.101	86.742	-3,7%
جنوب أمريكا	117.088	121.248	132.031	8,9%
المجموع	2.598.298	2.767.067	2.917.105	5,4%

Source:(international-factoring-statistics, 2020)

حيث نلاحظ من الشكل والجدول أعلاه والذي تم الحصول عليهما من موقع FCI أن الاعتماد على التعامل بعقد تحويل الفاتورة في تزايد مستمر منذ سنة 1995 وإلى غاية 2019، في كافة بلدان العالم مع ملاحظة أن حجمه قليل في قارة إفريقيا (وبالتحديد في مصر وتونس وجنوب إفريقيا وجزر موريشيوس) مقارنة مع باقي دول العالم، وتعد أوروبا والولايات المتحدة هي الأكثر استخداما لعقد تحويل الفاتورة يليها الشرق الأوسط وآسيا ثم إفريقيا.



ولكن هذه المزايا لن تتوفر في المؤ.ص.م الموجودة في الدول النامية نظرا لعدم توفر هذا النوع من البورصات فيها. وقد قامت العديد من الدول المتقدمة بإنشاء بورصة للمؤ ص م مثل فرنسا حيث قامت بإنشاء سوق خاص بالمؤ.ص.م وأطلقت عليه اسم السوق الثاني، فهي جزء أو تقسيم من السوق المنظمة (الخاصة بالمؤسسات المتوسطة الحجم)، وتشترط لدخولها أن تطرح 10% من أسماؤها في السوق. كما تم في يوليو 2007 افتتاح بورصة للمشروعات الصغيرة والمتوسطة بمصر، لتكون الأولى من نوعها في الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، وسميت ببورصة النيل وهي تابعة لبورصتي القاهرة والإسكندرية، ومدة التداول بها تكون لمدة ساعة واحدة يوميا. (النازور، 2015، الصفحات 126-127)

### المطلب الثالث: العلاقة بين البنوك والمؤ.ص.م في ظل عدم تماثل المعلومات

من الصعب على المؤ.ص.م أن تحصل على القروض البنكية من البنوك، وفي المقابل تفسر البنوك عدم منحها للائتمان لهذا النوع من المؤسسات بسبب المخاطر التي ينطوي عليها قرار منح الائتمان لها إضافة إلى مشكلة عدم تماثل المعلومات التي تميز هذا السوق. وهناك عدة حواجز بين قادة المؤ.ص.م ومديري البنوك بسبب مشاكل الاتصال وتضارب المصالح والتي لا تعزز التوافق بين العرض والطلب على التمويل البنكي. وتكمن المشكلة الأساسية للعلاقات بين البنوك والمؤ.ص.م في التوفيق بين سياسة البنك واهتمامات صاحب المؤسسة حيث يركز المصرفيين على تحليل قدرة المؤ.ص.م على سداد ديونها من خلال نتائجها المالية. وما تجدر الإشارة إليه هنا هو ان البنوك تحجم عن منح الائتمان للمؤ ص م التي تم إنشاءها حديثا نظرا إلى افتقارها للمعلومات المالية والاقتصادية. وهنا تنشأ وجهة نظر لدى المؤ.ص.م بأن البنوك يحكمون عليها فقط من نتائجها المالية والمحاسبية المحققة. ويرر Mauge, 1983 حكمة البنك فيما يتعلق بعدم منح الائتمان للمؤ ص م من خلال حقيقة أنه "تاجر قانونيا مطلوب منه إدارة مؤسسته بطريقة حكيمة ومستنيرة". ويجب على البنك ان يضمن ربحية أعماله الخاصة قبل كل شيء، إذ يجب عليه التأكد من قدرته على توليد سيولة كافية لمواجهة طلبات سحب المودعين، حيث أنه يتحمل المسؤولية القانونية في حالة إفلاس المؤسسة التي قدم لها قرضا بشكل غير صحيح. ولذلك غالبا ما تكون طرق تحليل المخاطر المستخدمة من طرف البنوك صارمة وتعتمد على معلومات موحدة مثل تسجيل النقاط التي تهدف إلى زيادة احتمالية المخاطر. وهنا تطرح مشكلة أن التقييم المعياري للمخاطر لا يسمح بالدراسة الكافية لإمكانيات المؤ.ص.م. ويشكو المدراء من نقص المعرفة

لدى البنوك بشأن تطور قطاع المؤ.ص.م، وعدم قدرتها على تقييم جودة مشاريعها. وهنا يبدو بأن البنوك تسعى إلى تحقيق أرباح قصيرة الاجل خالية من المخاطر، تفسر هذه النظرة قصيرة الاجل جزئيا الأهمية المنخفضة للقروض طويلة الاجل مقارنة بالقصيرة الاجل في الهيكل التمويلي للمؤ ص م. وفي الواقع يتيح منح الديون قصيرة الاجل للبنوك ممارسة أكثر تكرارا وبالتالي أكثر سيطرة على هذه المؤسسات. ومن خلال المراجعة الدورية لشروط القرص يقلل البنك من عدم تماثل المعلومات، فضلا عن عدم وجود استراتيجية طويلة المدى للعديد من المؤ.ص.م وهو بالتأكيد نتيجة لعدم وجود هدف النمو. (Janssen & Wtterwulge;, p. 8)

على الرغم من الاعتراف بأهمية قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، فإن الشواهد تشير إلى استمرار معاناة هذه المؤسسات من عدم كفاية الحصول على المنتجات والخدمات المالية التي تعتبر عاملا حيويا لتحقيق نموها. وفي الدراسات الاستقصائية العالمية، بما في ذلك استقصاءات مؤسسات الأعمال وتقييمات مناخ الاستثمار التي يجريها البنك الدولي، تشير المؤ.ص.م إلى أن تكلفة التمويل هي أكبر عقبة ماثلة أمام نموها، وترى أن الحصول على التمويل يمثل عقبة رئيسية أخرى وعلى الرغم من ازدياد حدة هذه الحصول على التمويل في البلدان النامية فإن احتمالات قيام المؤ.ص.م في أية بيئة بتصنيف قيود التمويل كعقبة "رئيسية" ماثلة أمام النمو تزيد بمقدار الثلث تقريبا عن الشركات الكبيرة وفي البلدان المنخفضة الدخل، يعني ذلك أن نحو نصف الشركات الصغيرة تتعرض لقيود شديدة بسبب صعوبات التمويل.

وتوضح بيانات هذه الاستقصاءات أيضا أن هذه المؤسسات تستخدم فعليا التمويل الخارجي بدرجة أقل من المؤسسات الكبيرة. فعلى سبيل المثال، حتى على الرغم من أن التمويل المصرفي يعتبر بصفة منتظمة أهم مصدر للتمويل الخارجي للشركات الصغيرة، فإن احتمالات استخدام المؤسسات الكبيرة للتمويل المصرفي في تنفيذ الاستثمارات الجديدة تزيد بنسبة 150 في المائة عن المؤسسات الصغيرة والشكل الموالي يوضح ذلك:

## الفصل الثالث: نظرية الإشارة كمدخل مفسر لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

الشكل رقم (3-3): النسبة المئوية للمؤسسات التي تستخدم التمويل في تنفيذ استثمارات جديدة



المصدر: (مؤسسة التمويل الدولية مجموعة البنك الدولي، صفحة 14)

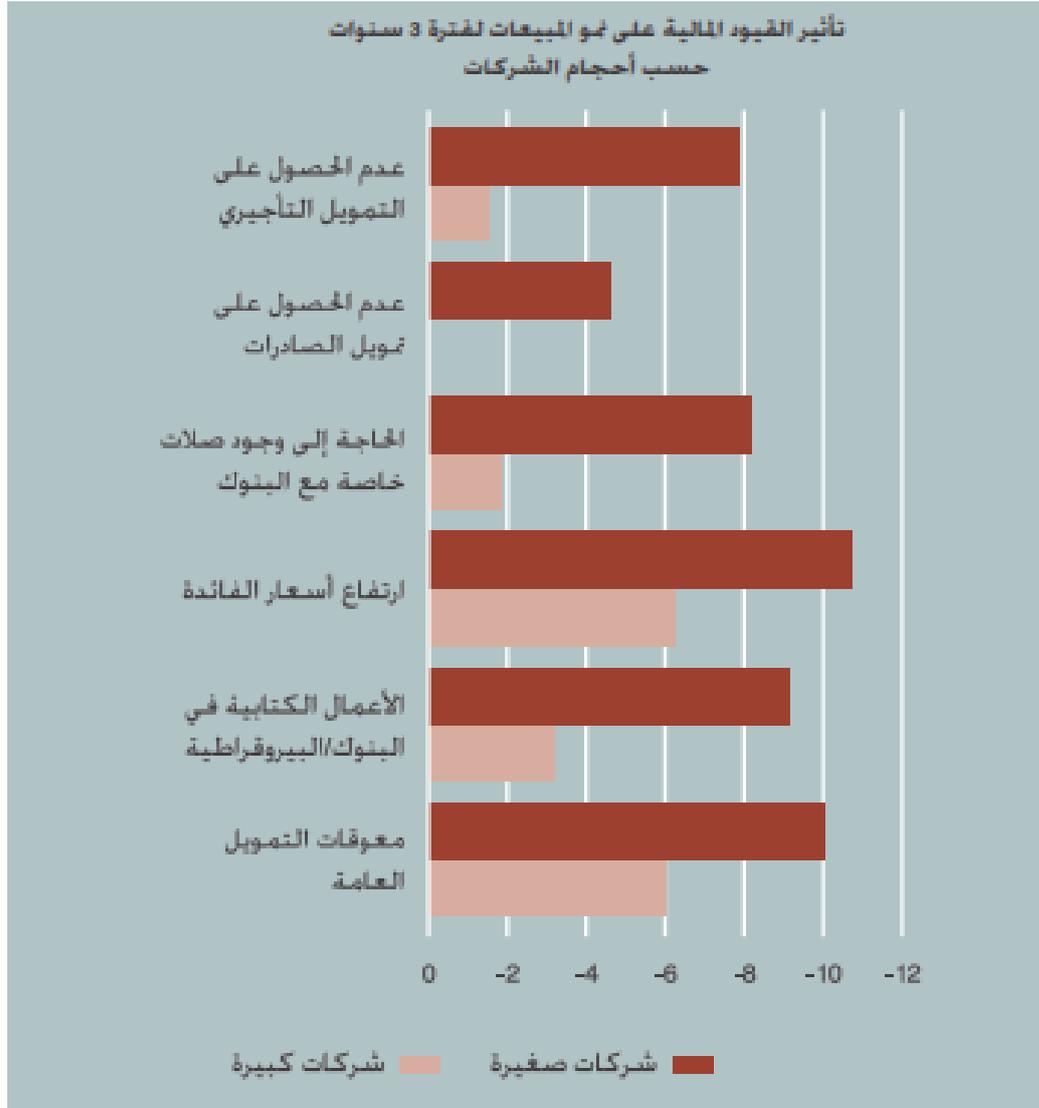
وترصد هذه الدراسات بشكل واضح أن فجوة التمويل المصرفي هذه بالنسبة للمؤسسات م تعود إلى نقص

العرض، وأفادت أن التأثير السلبي على نمو المؤسسات. م. بسبب القيود المالية يزيد بنسبة الثلثين عنه بالنسبة

للمؤسسات الكبيرة.

## الفصل الثالث: نظرية الإشارة كمدخل مفسر لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

الشكل رقم(3-4): القيود المالية التي تؤثر سلبا على المؤسسات الصغيرة بدرجة أكبر من تأثيرها على المؤسسات الكبيرة



المصدر: ( مؤسسة التمويل الدولية مجموعة البنك الدولي، صفحة 13)

تحتاج المؤ.ص.م إلى الخدمات المصرفية بصفة خاصة لأنها تفتقر إلى التدفقات النقدية اللازمة لتنفيذ استثمارات كبيرة، وهي لا تتمتع بنفس قدرة المؤسسات الكبيرة على الوصول إلى الأسواق الرأسمالية إلى جانب افتقارها غالباً إلى الموظفين المؤهلين القادرين على أداء المهام والوظائف المالية. وبالتالي، يمكن أن تؤدي القروض البنكية الطويلة الأجل إلى تمكين المؤ.ص.م من الاستثمار في توسيع النشاط بدون فقدان الملكية. وبالإضافة إلى ذلك، فإن القروض القصيرة الأجل وقروض رأس المال العامل تساعد هذه المؤسسات على تحقيق النمو بصورة تدريجية متصاعدة. وأخيراً، يمكن أن تؤدي خدمات الإيداع المصرفي ومنتجات المعاملات المصرفية إلى تحسين كفاءة التشغيل وتمكين هذه المؤسسات من إسناد الوظائف المالية إلى مصادر خارجية.

ومن شأن القروض طويلة الأجل أن تتيح للمؤص م الاستثمار الرأسمالي اللازم للتوسع الاستراتيجي في أنشطة الأعمال، مثل عمليات البحث والتطوير أو شراء المعدات، وتواجه المؤص.م صعوبة الحصول على هذا النوع من القروض بسبب عدم كفاية السجلات المالية أو عدم توفر الأصول الكافية في شكل ضمانات، على الرغم من قيام بعض البنوك بتقديم قروض غير مضمونة للمؤص م استنادا إلى حركة التدفق النقدي بدلا من الضمانات، إلا أنها تكون ذات آجال استحقاق أقصر في أغلب الأحيان. لذلك فإن التمويل طويل الأجل غالبا ما يكون من بين الاحتياجات للمؤص م.

يمكن للمؤ الصغيرة والمتوسطة أيضا أن تعتمد على المنتجات والأدوات المصرفية لإنجاز بعض العقود فمثلا يكون لدى المؤسسة طلب توريد محتمل من عميل لكنها محتاجة إلى النقد لإكمال هذه الطلبية، حيث يمكن هنا للبنوك تقديم رأسمال قصير الأجل للمؤسسة لشراء المواد والمستلزمات ودفع أجور العمال والوفاء بالتزامات العملاء، بالإضافة إلى انه يمكن أن يمتد توفير المساعدة إلى التمويل التجاري في حالة توفره، فمثلا يمكن للمؤص م القائمة بعملية التصدير أن تقدم للعملاء شروطا أفضل للدفع بعد فتح خطاب الاعتماد لأن البنك يدفع للمؤسسة بموجب توثيق البيع كما يقدم إئتمانات للمؤسسة.

أخيرا هناك احتياجات تشغيلية مهمة للمؤص م يمكن للبنوك تلبيتها عبر المنتجات غير الاقراضية التي تتضمن الإيداع والادخار ومنتجات المعاملات البنكية ومختلف الخدمات الاستشارية، ويمكن أن تقوم هذه الأدوات والمنتجات بتمكين المؤص.م من القيام بصورة فعالة بإسناد الوظائف المالية للبنك.

- منتجات خدمات الإيداع والإدخار: تقوم بتزويد المؤص.م بأدوات الإدارة المالية الأساسية لمساعدتها في تنظيم الإيرادات والمدخرات، بالإضافة إلى أن صناديق الاستثمار التعاوني تتيح لها فرصة الحصول على أرباح رأس المال الفائض.

- منتجات المعاملات البنكية: من خلال تسهيل حصول المؤص.م على النقد المتاح واستخدامه، وتندرج الخدمات الآلية لصرف الأجور وتحصيل المدفوعات وبطاقات الائتمان وتغيير العملة في فئة أدوات العملات البنكية والمؤدية بصورة مباشرة إلى خفض تكلفة أنشطة الأعمال وتبسيط العمليات المعقدة.

-منتجات الخدمات الاستشارية: يمكن للمؤص م الاستفادة من المساعدة الاستشارية في إعداد بيانات مالية موثوقة ووضع خطط العمل واختيار أدوات التمويل المناسبة لها، هذا بدوره يعزز قدرتها في طلب الحصول على الائتمان. (مؤسسة التمويل الدولية مجموعة البنك الدولي، الصفحات 12-14)

### الفرص المصرفية المتاحة أمام المؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

تمثلت نظرة البنوك التقليدية للمؤص م بأنها سوق محفوفة بالمخاطر وباهضة التكاليف ويصعب خدمتها، ولكن هناك شواهد متزايدة تشير إلى عثور البنوك على حلول فعالة لمعالجة هذه الإشكالية مثل تحديد المخاطر الائتمانية وتخفيض تكاليف العمليات وتحقيق الربحية في خدمة قطاع المؤص.م. وبالنسبة لهذه البنوك أصبح طلب هذه المؤسسات على الخدمات المالية الذي لم تتم تلبية مؤشرا على وجود فرصة لتوسيع نطاق نصيبها في هذه السوق وزيادة أرباحها.

وتشير تقارير الكثير من البنوك إلى أنها تلمس وجود فرص كبيرة في قطاع المؤص.م، حيث توضح بيانات استقصائية من دراسات متعددة إلى أنه بدلا من تجاهل أو اجتناب هذا السوق فإن البنوك قد بدأت فعلا في استهداف المؤص.م.مكشريحة للمعاملات المربحة. من بينها الدراسة الاستقصائية التي قام بها Beck, Thorsten, Asli Demirgüç-Kunt, and Maria S. Martínez Pería (2008) والتي شملت 91 بنكا في 45 بلدا ناميا ومتقدما، بعنوان التمويل المصرفي للمؤص م حول العالم، أن هذه البنوك قدمت تصورات مؤكدة على أن سوق المؤص.م.ميقدم سوقا كبيرة ذات آفاق جيدة.

ففي الو م أمثلا أين تمثل المؤص.م ما نسبته 98% من مجموع المؤسسات بدأت الإدارات المعنية بإقراض المؤص.م.متتبع مسار إقراض المؤص.م.معام 1994، ومنذ ذلك الحين زاد عدد قروض الأعمال الصغيرة.

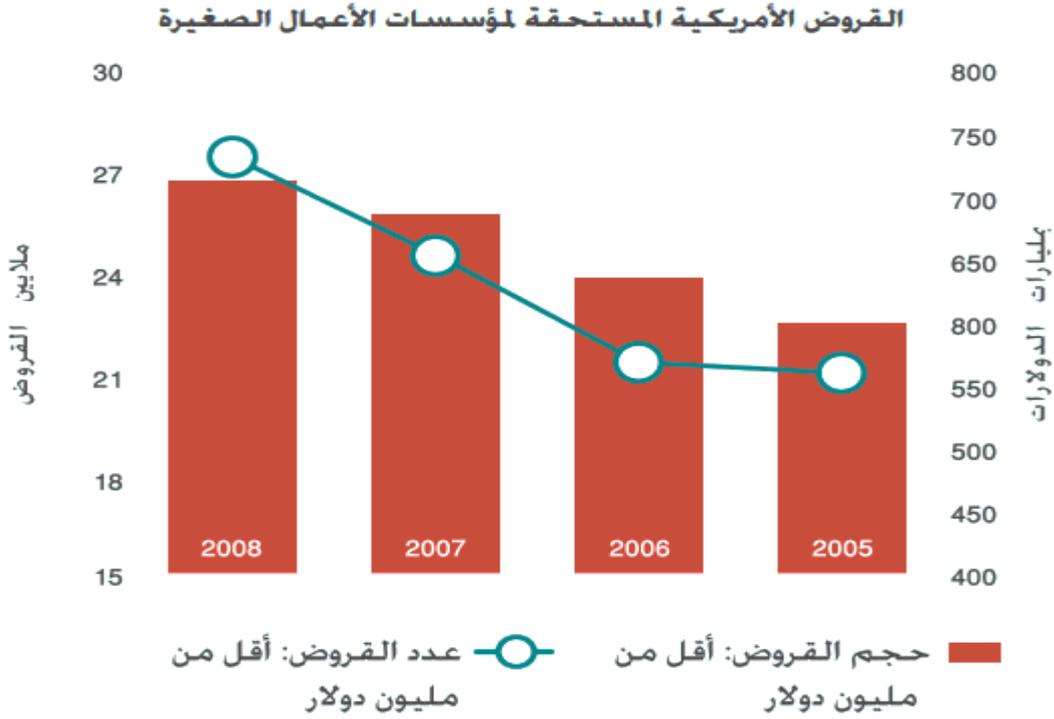
ربما يكون التوسع الكبير في إقراض مؤسسات الأعمال الصغيرة في العالم المتقدم على مدى العقدين الماضيين أحد الأسباب الخاصة بأن 30 في المائة فقط من البلدان (المتقدمة) في منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي هي التي تشير إلى وجود فجوة في تمويل ديون المؤسسات الصغيرة والمتوسطة. ويُقارن ذلك بنسبة 70 في المائة من البلدان (النامية) غير الأعضاء في منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي المشاركة في استقصاء للمنظمة معني بخبراء السياسة الحكومية وعلى الرغم من تفاؤل البنوك حول العالم إزاء سوق

## الفصل الثالث: نظرية الإشارة كمدخل مفسر لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، فإن هذه النتائج تشير إلى أن الفرصة السانحة، من حيث الطلب الذي لم تتم تلبيةه، ربما تكون أكبر حجماً في البلدان النامية.

ربما تعكس فجوة تمويل الديون المتبقية في البلدان النامية أن الصناعة المصرفية الخاصة بالمؤ.ص.م هي حتى أقل نُضجاً في البلدان المنخفضة والمتوسطة الدخل حيث كانت البنوك أكثر إحجاماً عن المخاطرة. وفي الهند، التي تعتبر واحدة من أكبر الأسواق المصرفية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وأكثر ديناميكية، ما يزال إجمالي حافظة القروض الوطنية القائمة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة يبلغ 88 مليار دولار فقط، أي أقل من مثيله في تايوان البالغ 95 مليار دولار ولعل مرحلة حداثة نشأة سوق المؤ.ص.م تفسر أسباب أن 74 في المائة من البنوك تصنف "الربحية المتصورة بشأن فئة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة" كأكثر سبب لمشاركتها في خدمة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة. (مؤسسة التمويل الدولية مجموعة البنك الدولي، صفحة 17)

الشكل رقم(3-5): القروض الأمريكية للمؤسّس م للفترة 2005-2008



المصدر: ( مؤسسة التمويل الدولية مجموعة البنك الدولي، صفحة 18)

### درجة عدم تماثل المعلومات التي تميز العلاقة بين البنوك والمؤسسات:

غالبا ما تواجه المؤسّس م مشكلة ندرة الموارد المالية ومحدوديتها نظرا لأن العرض عليها أقل من الطلب، وهذا لا يرتبط فقط بحجمها الصغير وإنما أيضا بمشكلة عدم تماثل المعلومات. ويشير عدم تماثل المعلومات هنا إلى حقيقة أن الوكيل يحتفظ بمعلومات مالية وغير مالية لا يمكن لمدير البنك أن يصل إليها وهذا حال معظم المؤسّس م، مما يؤثر عليها سلبا. حيث أن المؤسّس م تكون أكثر غموضا بالنسبة للمستثمرين والدائنين مما لا يمكنهم من الحكم بشكل صحيح عليها إذا ما كانت وضعيتها جيدة أو سيئة مما يؤدي بالضرورة إلى رفع تكاليف التمويل. حيث أنه في حالة عدم توفر المعلومات لدى المدير فإنه سيطلب بمعدلات عائد عالية على استثماراته حتى يتمكن من التعويض عن المخاطر الناجمة عن عدم شفافية المعلومات. ويعود سبب تفاقم هذه المشكلة في المؤسّس م إلى افتقارها إلى الأدوات اللازمة لإنتاج معلومات مالية صادقة وموثوقة نظرا لارتفاع تكاليف هذه الأدوات. ووفقا لبعض المؤلفين فقد يكون عدم تماثل المعلومات مُبررا على أسس تنافسية، كما هو الحال في المؤسسات القائمة على التكنولوجيا والتي تتبع استراتيجية سرية لحماية حقوق ملكية الاختراعات

والمنتجات المبتكرة. يمكن أيضا تفسير عدم تماثل المعلومات في المؤ.ص.م من خلال طبيعة سلطة المدير والمالك داخلها، حيث يتمتع بالسلطة المطلقة تقريبا وهذا ما يشكل مزيجا من القوة المالية والإدارية، هذا السلوك يؤثر بشدة على معالجة ونشر المعلومات، وبالتالي فعدم تماثل المعلومات هذا سيفرض تكاليف الوكالة على المؤ.ص.م. (Chtourou, 2013, pp. 24-26)

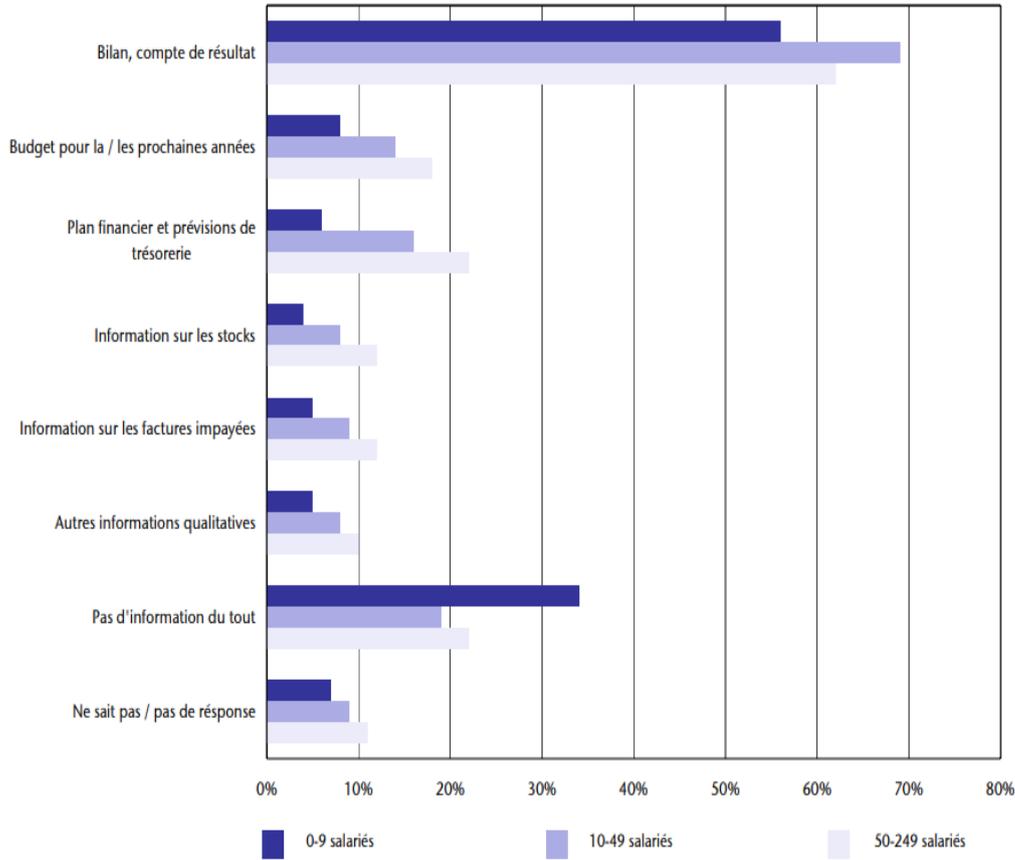
يعد غياب المعلومات أو عدم شفافية المؤسسات المقدمة من قبل المؤ.ص.م من بين الخواص التي تتميز بها المؤ.ص. منظرًا لطبيعتها الخاصة اتجاه نظام المعلومات وهيكل الملكية، وتنشأ علاقة بين المؤ.ص. موالبنوك تأخذ جوهرها من اتفاقية القرض، ولكن تتأثر هذه العلاقة بدرجة شفافية المعلومات المقدمة من المؤ.ص. م للبنوك نظرا لتعارض الأهداف بينهما. حيث أن المؤ.ص.م ترى بأن البنوك متشددة من حيث حجم المعلومات التي تطلبها والتي لا تراعي خصوصيتها، بينما تؤكد البنوك أن ذلك يعود إلى ضعف الإدارة في إنتاج وتبليغ معلومات شفافة مرتبطة مع طبيعة القرض المطلوب. ويعاني نظام المعلومات في المؤ.ص.م من عدة نقائص نظرا لتخوف الإدارة من عرض معلوماتها المالية والمحاسبية بالإضافة إلى ضعف السوق المالي في تقييم هذا النوع من المؤسسات مما يصعب من القدرة على معرفة وضعيتها نشاطها الحقيقية. (Vernier, 2005, p. 5)

تمتلك المؤ.ص.م وسائل قليلة جدا للتبليغ والإشارة عن وضعيتها الحقيقية، ذلك أنها لا تستخدم نماذج التنبؤ المتوسط والطويل الأجل، وغذا توفر ذلك فإنه يكون مرتبط بنوعية الفريق الإداري المنتج لها، لذلك تم اعتبار المعلومات المقدمة من طرف المؤ.ص.م مغير شفافة وغير كافية بل وغير مقنعة نظرا لضعف كفاءة التسيير الإداري.

ويظهر عدم تماثل المعلومات بين البنك والمؤسسة من خلال طبيعة عقد القرض، حيث أنها وكما رأينا في السابق فإن إدارة المؤسسة تمتلك معلومات أكبر عن وضعيتها، وعليه فإن المقرض يشترط حد معين من المعلومات التي تمكنه من إجراء تقييم مالي واقتصادي لاستخدام الأموال المقترضة. في حين أن المؤ.ص.م غالبا ما توفر فقط قوائمها المالية وهي بذلك توفر الحد الأدنى من المعلومات. (العايب، مخاطر عدم تماثل المعلومات بين قصور صيغ التمويل التقليدية وحلول الصناعة المالية الإسلامية، 2016، صفحة 275) وشكل البياني الموالي يوضح ذلك:

## الفصل الثالث: نظرية الإشارة كمدخل مفسر لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

الشكل رقم (3-6): المعلومات المتوفرة للبنوك بانتظام حسب حجم المؤسسات (بالمائة) في 19 دولة أوروبية



source(Observatoire des PME européennes, 2003, p. 26)

ويوضح الشكل أن هناك علاقة إيجابية بين حجم المؤسسة والمعلومات المقدمة للبنوك حيث أن ما يقارب ثلث المؤ.ص.م لا تقدم أي معلومات للبنوك. كما نلاحظ بأن المصدر الرئيسي للمعلومات هو الميزانية وجدول حساب النتيجة، بينما قليلا ما تقدم المؤ.ص.م مصادر المعلومات الأخرى مثل الفواتير غير المسددة، والمعلومات حول المخزون.

### المبحث الثالث: محددات الهيكل التمويلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة حسب نظرية الإشارة

بعدها تطرقنا فيما سبق إلى عنصر عدم تماثل المعلومات وأثره على العلاقة التمويلية بين البنوك والمؤ.ص.م، سنناقش في هذا الجزء من الدراسة محددات الهيكل التمويلي للمؤ.ص من حيث أن هذه العوامل تؤثر على البيئة التي تعمل فيها المؤسسة.

#### المطلب الأول: محددات الهيكل التمويلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

تظهر العديد من الدراسات أن من بين أهم هذه المحددات هي حجم المؤسسة وعمرها، وملكيته (هل هي مملوكة للأجانب أم لا) (Beek, Kunt, & Demirguc, 2004, p. 1). وقد تم ذكر نفس النتائج في الدراسة التي أجراها (Kira, 2013) على المؤ.ص.م في شرق إفريقيا على وجه الخصوص. (Kira, 2013, p. 63)

حيث تعتبر ملكية المؤسسة وعمرها محددات هامة للتمويل، ونتيجة لذلك تواجه مؤسسات القطاع الخاص قيودا أكثر صرامة من تلك التي تواجهها المؤسسات الأجنبية والمؤسسات الكبيرة وتتمثل هذه المحددات فيما يلي:

#### أولاً: حجم المؤسسة

حيث كلما كبر حجم المؤسسة كلما زاد رأسمالها وأصولها الثابتة، وتصبح بشكل عام تتمتع بفرص أكبر للحصول على التمويل بسبب توفرها على ضمانات كافية لضمان الحصول على القروض، بالإضافة إلى ذلك يمكن للمؤسسات الكبيرة أن تمول نفسها بنفسها في سوق رأس المال حيث أظهرت دراسة كل من (Bigsten & Al, 2003) و (Beck & Demiguc-kunt, 2006) أن حجم المؤسسة يعد من بين أهم العوامل المحددة للهيكل التمويلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة. (BOUHADIBA, 2015, p. 47)

ونجد في نتائج الدراسة التي أجراها (Bigsten & Al, 2003) أنه أشار على أن الطلب على الائتمان مرتبط بحجم المؤسسة بشكل كبير، بينما يتحول عرض الائتمان إلى المؤسسات التي تتوقع تحقيق أرباح مرتفعة، حيث قال بأن المؤ.ص.م من المرجح أن تواجه المزيد من الصعوبات في الوصول إلى التمويل المصرفي نظراً

لاعتبرها ذات ربح متوقع منخفض مقارنة بالمؤسسات الكبيرة. (Bigsten, A. & et autres , 2003, p. 26)

#### ثانيا: عمر المؤسسة

من بين الأدوات التي تستخدمها البنوك في تخفيف عدم تماثل المعلومات عند دراسة طلبات القروض هي طول وجودة العلاقة بين المؤسسة والبنك، حيث كلما طالت مدة تعامل البنك مع المؤسسة كلما قل تماثل المعلومات. علاوة على ذلك يشير (Uchid Udell & Yamoui, 2012) إلى وجود ارتباط بين نشاط وكلاء البنوك وإنتاج معلومات مهمة في علاقة الائتمان بين البنوك والمؤ.ص.م ، وبهذا يمكن القول أنه كلما كانت العلاقة بين البنوك والمؤ.ص.م أطول كلما زادت المعلومات التي يتم انتاجها من هذه المؤسسة، حيث يبدو بأن المؤسسات الجديدة والتي لها علاقة جد محدودة بالبنوك أصبحت أكثر تقييدا من الناحية المالية، حيث أن الدائنين ليس لهم الوقت الكافي لمراقبة هذه المؤسسات، بالإضافة إلى أنه لم يكن لدى المؤسسات الوقت الكافي لبناء علاقة على المدى الطويل مع المقرضين. (Uchida, H & et autres, 2012, p. 5)

#### ثالثا: ملكية المؤسسة

عندما يكون مقر المؤسسة في البلدان النامية وتكون مملوكة للأجانب بالأغلبية فإنه يكون من السهل عليها الحصول على التمويل اللازم لاستثماراتها حيث أن الأموال لا تأتي بالضرورة من بلد النشاط، ويمكن أن تأتي من مؤسسات مالية في الخارج، إلا أن هناك مشكلة هنا تكمن في صعوبة تحويل رأس المال إلى البلدان النامية، حيث اختبرت هذا الجانب (تأثير الملكية على قيود التمويل في البلدان النامية) العديد من الدراسات، ومن بين هذه الدراسات دراسة (Kira, 2013) حيث قام بدراسة عينة مكونة من 1993 مؤسسة تقع في 5 بلدان في شرق إفريقيا، وتوصل إلى أن أحد أهم المحددات لتمويل المؤ.ص.مهي ملكية المؤسسة، وفي الواقع تواجه المؤ.ص.م المملوكة محليا قيودا أكثر صرامة من تلك التي يملكها الأجانب. (Kira, 2013, p. 63)

رابعاً: جنس القائد

يعتبر (Janssen & Guyot, 2007) أن جنس المدير هو أحد أهم العوامل المحددة لنمو المؤسسة، حيث يشيران إلى أن النساء أكثر توجهاً نحو الأسرة، وأن المؤسسات المالية غالباً ما تميل إلى فرض شروط قاسية جداً على رائدات الأعمال لضمان قروضهن. (Guyot, Janssen, & Lohest, 2007, p. 9) يدعم هذه الملاحظة أيضاً (Stevenson, 2010)، وأشار إلى أن العديد من الثغرات تمنع النساء في البلدان النامية من الوصول إلى الائتمان والمعلومات وغيرها من الفرص. كما تجد المؤسسات المالية صعوبات في تقييم المشاريع التي تسيرها النساء في المؤ.ص.مفي دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، ويعتبرون أنها عالية المخاطر، لذلك يتعاملن مع قروض إئتمانية باهضة الثمن، وفي بعض الأحيان يجدون أنفسهن ببساطة خارج سوق الائتمان، وعادة ما يلجأن إلى مصادر تمويل غير رسمية، حيث تم تصنيف سيدات الأعمال من قبل منظمة التعاون الاقتصادي كمصدر غير مستغل للنمو والتنمية. (Stevenson, 2010, p. 9) وحاولت الدراسة التي أجراها (vaughn, 2011) شرح تجارب رائدات الأعمال اللواتي يقمن بإدارة مؤسسات عالية النمو في المملكة المغربية، واللواتي يعتبرن طموحات، وأشارت هذه الدراسة إلى أن هناك حاجة لتحسين صور رائدات الأعمال في المجتمع، والتي تمثل إلى غاية الآن عقبة أمام تطور ونمو الأعمال التجارية النسائية، وتؤثر العديد من الحواجز الثقافية والاجتماعية على مشاركتهم في النشاط الاقتصادي وتطوير أعمالهم على الرغم من العديد من الجهود المبذولة من طرف جمعيات رائدات الأعمال في العديد من دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا لتأكيد مكانتها، من خلال المؤتمرات الداعمة في المملكة المغربية ولبنان ومصر، إلا أن نسبة رجال الأعمال الذكور لا تزال أكثر بثلاث مرات من النساء. (Vaughn, 2011, p. 16)

خامساً: الربحية

تعرف ربحية المؤسسة على أنها قدرتها على تحقيق صافي ربح مرض فيما يتعلق برأس المال المستخدم، وفي الواقع تنقسم الآراء حول العلاقة بين الربحية ومستوى الدين، حيث أن بعض المؤلفين يذهب إلى أن المؤسسات التي تحقق ربحية أكبر لديها نفور من الديون. عند تساوي باقي العوامل الأخرى يكون لدى المؤسسات التي تحقق ربحية أكبر مزيد من التمويل الذاتي وبالتالي يكون لديهم نفور من الديون. وعلى العكس من ذلك، وفقاً

## الفصل الثالث: نظرية الإشارة كمدخل مفسر لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

لمؤيدي نظرية الإشارة فإن البنوك التي تستخدم الربحية السابقة في تقييم مخاطر المؤسسة ستزيد من قدرة الاقتراض للمؤسسات الأكثر ربحية.

### سادسا: نمو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

وفقا لـ (Ziane, 2004) يعتبر النمو قوة دافعة في نشاط عدد كبير من المؤ.ص.م ومع ذلك تظهر فروق ذات دلالة إحصائية بين المؤسسات وفقا لمستوى النمو الملحوظ، حيث وفقا لنظرية الإفلاس أو تكاليف الوكالة فإن احتمالات النمو هي مصدر للصراعات ما يؤدي إلى انخفاض مستوى المديونية، وعلى العكس من ذلك تنص فرضية الترتيب التفاضلي لمصادر التمويل على أن الديون وسيلة فعالة للتمويل والحفاظ على السيطرة لمالك المؤسسة.

### سابعا: تكوين الأصول

يعبر مزيج الأصول عن مستوى الضمان الذي تقدمه المؤسسة من حيث توفر صافي رأس المال، إنه عنصر مهم في قرار الائتمان للمؤ.ص.م التي لديها مستويات عالية من الأصول الملموسة قادرة على الحد من عدم تماثل المعلومات وتكاليف الوكالة. لذلك مع تساوي باقي العوامل الأخرى، تترجم أهمية الأصول. (DECHEBA, s.d.)

### المطلب الثاني: قرارات التمويل في المؤ.ص.م حسب نظرية الإشارة

يلزم التمويل بواسطة القروض البنكية المؤسسات على سداد كل قيمة القرض بالإضافة إلى الفائدة المرتبطة به عند تاريخ الاستحقاق، وفشل المقرض في ذلك يمكن أن يؤدي بالمقرض إلى وضع يده على المؤسسة والتصرف فيها، ومع ذلك فإن ارتفاع مستوى الديون لدى المؤسسة يعد إشارة جيدة وشهادة على الأداء الجيد لها، حيث وفي الواقع فإن ارتفاع مستوى الديون يزيد من مخاطر الإفلاس وهو ما يشجع المديرين على الأداء بشكل أفضل من أجل الحد من هذه المخاطر وزيادة قيمة مؤسساتهم، حيث أن المدراء الواثقون من نجاح مشاريعهم بشكل كبير يلجؤون إلى الديون وهو ما يعتبر إشارة جيدة. (Nahas, s.d., pp. 9-10)

وحسب دراسة Joseph E. Stiglitz; Andrew Weiss التي بدأت بالتساؤل التالي Why is credit rationed? حيث كان هو نقطة البداية للتفكير الذي طرحه الباحثان عام 1981. والسبب الرئيسي حسبهما هو تضارب المصالح بين المقرضين والمقترضين. حيث أن علاقة الدين المالي تخضع لعدم تماثل المعلومات من المقترض وزيادة المخاطر للمقرض، وحدد الباحثان أصل مصدر عدم تماثل المعلومات كما يلي:

- المصدر الأول لعدم تماثل المعلومات هو المخاطر المرتبطة بالمشروع المراد تمويله، حيث تحمي البنوك غير المطلعة على المعلومات نفسها من خلال تطبيق سعر الفائدة المرتفع كإجراء صارم لحماية نفسها عندئذ يتم تفضيل المؤسسات المحفوفة بالمخاطر في التمويل على المؤسسات الموثوقة. وفي نهاية المطاف يقوم الدائنون بتمويل المؤسسات السيئة مع وجود مخاطر عالية من التخلف على السداد، وهو ما بين أن سعر الفائدة أداة غير فعالة لاختيار المؤسسات التي ترغب في دخول السوق الائتماني. وشرح الباحثان هذه النقطة على النحو التالي: " من الصعب تحديد المقترضين الجيدين، والقيام بذلك يتطلب من البنك استخدام أجهزة متنوعة من أجهزة الفحص، قد يكون معدل الفائدة الذي يرغب المقترض في دفعه بمثابة أحد أجهزة الفحص، حيث أن أولئك الذين يرغبون في دفع أسعار فائدة مرتفعة يدركون أن مشاريعهم أكثر خطورة، لذلك فهم على استعداد للاقتراض بأسعار فائدة مرتفعة". هذه الظاهرة معروفة باسم مخاطر الاختيار العكسي وتعكس الصعوبة التي يواجهها المقرضون في التمييز بشكل فعال بين مشاريع التمويل المختلفة. وخلص الباحثان إلى أن زيادة أسعار الفائدة تؤدي إلى زيادة مباشرة في دخل البنك، ومع ذلك فإن ارتفاع معدل الفائدة يمكن أن يؤدي إلى مخاطر التخلف عن السداد من قبل المقترضين. ويتم اخراج المؤسسات الأقل خطورة من سوق الائتمان مع كل ارتفاع في سعر الفائدة. وبالتالي فإن رفض منح القروض البنكية سيكون أكثر ملاءمة لتعظيم ربح المقرض.

- السبب الثاني لعدم تماثل المعلومات هو خطر استبدال الأصول. حيث يرتبط عدم اليقين المرتبط بعقد الدين بكل من جودة الطلب وسلوك طالب القرض. تنشأ علاقة مباشرة بين تذبذب سعر الفائدة في السوق وسلوك المقترض. بافتراض مقترض محايد للمخاطر فإن الزيادة في أسعار الفائدة ستكون حافزا للتخلي عن بعض المشاريع لصالح المشاريع الأكثر خطورة، يبدأ المقترض في هذه الحالة مشروعاً أكثر خطورة من المشروع الأصلي الذي حصلت على أساسه المؤسسة على ائتمائها مما يعرض الدائنين لمخاطر استبدال

الأصول، في ظل هذه الافتراضات من الأفضل للبنك أن يراقب المتقدمين للقروض من أجل الحفاظ على المؤسسات للحد من عدم تماثل المعلومات. (Josephe, Stiglitz, & Andrewweis, 1981, p. 393)

بالنسبة للمصرفيين تظل المؤ.ص.م أكثر خطورة من المؤسسات الكبيرة عندما يتم أخذ جودة المعلومات المتداولة بعين الاعتبار. أظهرت دراسة أجراها المرصد الأوروبي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في عام 1995 أنه حتى عندما يكون المديرون قادرين على تقديم معلومات عن مؤسستهم، فإنهم يترددون في القيام بذلك لأسباب ضريبية أو تنافسية أو ذات صلة بإنتاجاتهم. وحسب رأي Binks, Ennew et Reed أن المشكلة الرئيسية في الوصول إلى التمويل للشركات الصغيرة والمتوسطة لا تعزى مباشرة إلى حجمها، ولكن إلى توافر المعلومات اللازمة لتقييم مشاريعها. تعتبر التكاليف الباهظة لإنتاج المعلومات، بالنسبة لهؤلاء المسيرين أحد الأسباب التي تبرر سياق المعلومات غير المتماثلة. لاحظ Lehmann و Neuberger أن درجة عدم التماثل هذه تعتمد على خصائص المقترض مثل الشكل القانوني للشركة وعمرها.

في الواقع يطرح عدم التماثل في المعلومات مشكلتين في التمويل المصرفي تتمثل في المخاطر الأخلاقية الناتجة عن عدم امتثال المؤسسة الصغيرة والمتوسطة لعقد التمويل، مما يتطلب شكلا من أشكال المراقبة من قبل المقرض بعد منح القرض. بالإضافة إلى عدم تمكن البنك من ملاحظة بعض المعلومات التي تسمح بمنح القرض والتي قد تكون ذات صلة بالعقد مما يخلق صعوبات في تقييم القدرة الحقيقية للأفراد الذين يطلبون التمويل وجودة مشروعهم وهذا ما يدفع لطرح السؤال التالي: كيف يكون رد البنوك على هذا الوضع؟

يرى Levratto و Belletante أن البنوك تسعى لتحقيق أرباح قصيرة الأجل وخالية من المخاطر دون أن تتفهم وضعية المؤ.ص.م، وهو ما يفسر الحصة المنخفضة للقروض طويلة الأجل في الهيكل التمويلي لها. في الواقع، يسمح منح القروض قصيرة الأجل للبنوك بمراقبة هذه المؤسسات بشكل متكرر. وهذا يمنحهم القدرة على مراجعة شروط القرض بشكل دوري، وبالتالي تقليل عدم تماثل المعلومات.

ويمكن تقليل حدة عدم تماثل المعلومات من خلال تكوين علاقة أفضل بين البنك والمؤسسة من ناحية، ووجود مناخ ثقة تعزز علاقة العمل من ناحية أخرى. وبالتالي فإن وجود علاقة بين الطرفين أمر أساسي لنجاح روابطهم التجارية. وحسب Udell و Berger. فإن العلاقة الرئيسية ليست بين البنك والمؤسسة بل بين

المصرفي ورجل الأعمال. أما Sharpel و Greenbaum و Kanatas و Venezia فيعتبرون أن هذه العلاقات لا تقلل من تكاليف التمويل. ولمعالجة ذلكيقترون أن على البنك استغلال المعلومات الداخلية الناشئة عن علاقة وثيقة من أجل فرض أسعار فائدة مرتفعة أو حتى أعلى من المتوسطة المعروضة في السوق.

من ناحية أخرى، يعتقد d'Auria وآخرون أن علاقات الائتمان طويلة الأجل تزود البنك بمعلومات أفضل عن آفاق المؤسسات ووضعها المالي. وهذا ما أكده Berger و Udell، اللذان يعتقدان أن المقترضين، الذين لديهم علاقات أطول مع مصرفهم، يدفعون معدلات فائدة أقل. هذه الأطروحة يدعمها Meyer، الذي ينص على أنه مع نضوج العلاقة بين المؤ.ص.م والبنك، فإن هذا الأخير يخفض أسعار الفائدة ويقلل في كثير من الأحيان الضمانات المطلوبة على القروض.

تظهر الأدبيات أن البنوك وعند تحديد شروط الائتمان المصرفي للمؤص م تولي أهمية خاصة لما يلي:

- حجم المؤسسة ونتائجها المالية؛
- السمات الشخصية للمقترض والتزامه الشخصي؛
- جودة علاقة العمل التي يتم الحفاظ عليها مع المؤسسة؛
- توفر المعلومات حول نشاط المؤسسة. (Bouchikhi, 2015, pp. 31-33)

اختبرت العديد من الدراسات التجريبية في مجال التمويل العديد من النظريات المتعلقة بهيكل رأسمال المؤ.ص.مفي ظل عدم تماثل المعلومات وتم الاستشهاد بنظرية الإشارة في أدبيات هيكل تمويل المؤ.ص.م. حيث قام (Ross, 1977) بتطوير نموذج إشارة محفز يوفر نظرية لتحديد هيكل رأس المال للمؤسسة، حيث أشار إلى أهمية الاعتماد على التمويل الداخلي والقروض البنكية كأهم مصدر لتمويل المؤ.ص.م.مقبل اللجوء إلى إصدار الأسهم، هذه السياسة التمويلية من شأنها إعطاء إشارة إيجابية للمستثمرين حول قيمة المؤسسة، وقد تم التأكيد على وجود مثل هذا النوع من السياسات المالية في المؤ.ص.م.م والتي تمتاز باعتمادها بشكل كبير على التمويل الداخلي مقارنة بالتمويل الخارجي. في حين اقترح دادن عبد الوهاب أنه لا يمكن الحكم على السلوك التمويلي لمؤسسة ما اعتمادا على نظرية معينة، ذلك أن المؤسسة في ديناميكية مستمرة، إذ أنها تتطور بين مرحلة وأخرى

## الفصل الثالث: نظرية الإشارة كمدخل مفسر لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

---

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.

### خلاصة الفصل الثالث

تم التطرق في هذا الفصل إلى تعريف المؤسسات الاقتصادية بشكل عام. ثم تطرقنا إلى صعوبة تعريف المؤ.ص.م نظرا لتعدد المعايير المعتمد عليها في تعريفها في مختلف أنحاء العالم مع إبراز أهم خصائصها والمعوقات التي تواجهها، بالإضافة إلى مساهمتها في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية.

ثم تطرقنا إلى مختلف مصادر تمويل المؤ.ص.م والتي قمنا بتقسيمها إلى جزأين رئيسيين تمثل الجزء الأول في مصادر الأموال الخاصة والمتمثلة في المدخرات الشخصية والتمويل الذاتي، ومصادر التمويل الخارجية والتي قمنا بتقسيمها بدورها إلى مصادر غير رسمية كالاقتراض من الأهل والأصدقاء والمرابن ومصادر رسمية والمتمثلة في رأس المال المخاطر. أما الجزء الثاني فتمثل في مصادر الأموال المقترضة والمتمثلة في الائتمان التجاري والائتمان المصرفي وعقود تحويل الفاتورة ومختلف القروض الممنوحة من قبل الهيئات المتخصصة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة. وبما أن القروض البنكية تعد من مصادر تمويل المؤ.ص.م وجب التطرق إلى العلاقة بين البنوك والمؤ.ص.م في ظل عدم تماثل المعلومات.

في الجزء الأخير من هذا الفصل تم التطرق إلى محددات الهيكل التمويلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة والمتمثلة في حجم المؤسسة وعمر المؤسسة وملكية المؤسسة، وجنس القائد ... الخ بالإضافة إلى التطرق لقرارات التمويل في المؤ.ص.م حسب نظرية الإشارة باستعراض مجموعة من الدراسات السابقة وتحليل نتائجها.

---

# الفصل الرابع

واقع تمويل المؤسسات الصغيرة

والمتوسطة في الجزائر

---

### تمهيد:

شغل موضوع المؤ.ص.م في الآونة الأخيرة اهتمام العديد من الباحثين على مستوى أغلب الاقتصاديات العالمية وكذلك الأمر بالنسبة للاقتصاد الجزائري، وانعكس هذا من خلال الكم الكبير من البحوث التي تناولت دراسة هذا النوع من المؤسسات، وهذا نظرا لدورها المحوري في التشغيل والقضاء على البطالة وتحقيق القيمة المضافة في الاقتصاد الوطني وتنمية الصادرات، أي أنها تلعب دورا هاما في تحقيق الأهداف الاقتصادية والاجتماعية للجزائر. حيث وضعت الجزائر جملة من السياسات والإجراءات المشجعة منها حاضنات المشاريع الصغيرة وصناديق تنمية مشروعات الشباب وتأسيس شركات لتطوير مناطق صناعية مخصصة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

وحتى تقوم المؤسسة بمختلف نشاطاتها وجب عليها تحديد الهيكل التمويلي اللازم، وتنفرد المؤ.ص.م بمجموعة من الخصوصيات التي تميزها عن المؤسسات الكبيرة حيث يمكن لها أن تعتمد على مجموعة من المصادر الداخلية والخارجية، وبما أن كل مصدر منها له تكلفته الخاصة ينتج ما يعرف بمحددات الهيكل التمويلي التي يجب عليها أن تراعيها.

ومن بين المشاكل التي تعاني منها المؤ.ص.م الجزائرية هي مشكلة الحصول على التمويل نظرا لمحدودية القدرات التمويلية الخاصة بها والمرتبطة بعدم كفاية الأموال الخاصة التي تعد من بين أهم مصادر التمويل وتذهب حصة الأسد منها لتغطية مصاريف الإنشاء مما يدفع بها إلى اللجوء إلى المصادر الخارجية والمتمثلة في القروض البنكية نظرا لأنها المصدر الوحيد الخارجي المتوفر في الجزائر، ما يجعلها تعاني من مشكل ضعف مستوى الرضى بين الطرفين مع تقديم كل طرف للأسباب والمبررات التي تدفعه لاتخاذ الموقف الذي يراه مناسبا. وعليه فقد خصصنا هذا الفصل لدراسة واقع تمويل المؤ.ص.م في الجزائر من خلال التطرق للمباحث التالية:

**المبحث الأول: تعريف المؤ.ص.م حسب القانون الجزائري ومساهمتها في الاقتصاد الجزائري**

**المبحث الثاني: مصادر الأموال للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية ومحددات قرارات تمويلها**

### المبحث الأول: تعريف المؤ.ص.م حسب القانون الجزائري ومساهمتها في الاقتصاد الجزائري

يمكن القول بأن القطاع الخاص ككل وقطاع المؤ.ص.م على وجه الخصوص كان يعاني من إهمال شبه تام في الجزائر سواء من الناحية التنظيمية أو القانونية أو المالية والإدارية... الخ، هذا ما لم يتح له الفرصة الثمينة ليلعب دوره في التنمية الاقتصادية الجزائرية، حيث كانت الدولة تولي أكبر اهتماماتها لقطاع المؤسسات الكبيرة. كانت أول مبادرة لتعريف المؤ.ص.م وأهميتها من طرف التقرير الخاص ببرنامج تنمية الصناعات الصغيرة والمتوسطة والذي عرفها على أنها "كل وحدة إنتاج مستقلة قانونا وتشغل أقل من 500 عامل، وتحقق رقم أعمال أقل من 15 مليون دج، واستثماراتها لا تتجاوز 10 مليون دج وتأخذ إحدى الأشكال الآتية: المؤسسات التابعة للجماعات المحلية، فروع المؤسسات الوطنية، الشركات المختلطة، المؤسسات المسيرة ذاتيا، المؤسسات الخاصة".

تليها مبادرة أخرى من قبل المؤسسة الوطنية للهندسة وتنمية الصناعات الخفيفة في الملتقى الأول للصناعات الصغيرة والمتوسطة، وقد عرفتها على أنها "كل مؤسسة تشغل أقل من 200 عامل وتحقق رقم أعمال أقل من 10 مليون دج".

وقد كانت المحاولة الثالثة لتعريفها من خلال الملتقى الوطني حول تنمية المناطق الجبلية كما يلي: "كل وحدة إنتاج و/ أو وحدة خدمات صناعية ذات حجم صغير، تتمتع بالتسيير المستقل وتأخذ إما شكل مؤسسة خاصة أو عامة وهذه الأخيرة هي مؤسسات محلية (بلدية وولائية)".

ولكن ومع بداية تسعينات القرن الفارط بدأت الجزائر تشهد تحولات اقتصادية وتبني إصلاحات هيكلية عميقة، بعدما أبدت رغبتها في الانضمام لمنظمة التجارة العالمية والشراكة الأورومتوسطية. وهو ما جعلها تولي من خلال هذه التحولات دورا كبيرا للقطاع الخاص في المساهمة في التنمية الاقتصادية والاجتماعية، الأمر الذي انعكس على تطور المؤ.ص.م إلى غاية وضع وزارة خاصة بها سميت بوزارة المؤ.ص.م سنة 1992. (خوني و حساني ، 2008، الصفحات 33-34)

المطلب الأول: تعريف المؤ.ص.م حسب القانون الجزائري

قبل سنة 2001 لم تكن المؤ.ص.م في الجزائر ضمن الاهتمامات التنموية للجهات الوصية، وعلى كل المستويات؛ تنظيمية، قانونية، ومالية... إلخ، وهو يدخل ضمن تهميش السلطات العمومية لقطاع المؤ.ص.م في بداية استراتيجياتها التنموية، مما أدى إلى عدم تحديد تعريف دقيق لهذه المؤسسات خلال هذه الفترة ما عدا بعض المحاولات. (هوام و شاوي ، 2011 ، صفحة 5)

ولكن في ديسمبر 2001 صدر قانون توجيهي قام بتعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وفي سنة 2017 جاء المشرع بتعريف معدل لكن لم يكن فيه تغيير جوهري مقارنة بتعريف سنة 2001.

الفرع الأول: تعريف المؤ.ص.م حسب القانون التوجيهي لسنة 2001.

حسب القانون التوجيهي لترقية المؤ.ص.م في المادة رقم 4 عرفت المؤ.ص.م على أنها كل مؤسسة إنتاجية مهما كانت طبيعتها القانونية والتي تتوفر فيها الشروط التالية:

- تشغل من 1 إلى 250 عامل؛
  - لا يتجاوز رقم أعمالها السنوي مليارين (2) دج، أو لا يتجاوز مجموع حصيلتها السنوية 500 مليون دج؛
  - تستوفي معايير الاستقلالية. (القانون التوجيهي رقم 01-18 ، 2001 ، صفحة 5)
- وقد جاء في المواد رقم 5 و 6 و 7 من نفس القانون السابق تفصيل لتعريف المؤ.ص.م إلى ثلاث مجموعات هي المؤسسات المصغرة والصغيرة والمتوسطة كما يلي:

## الفصل الرابع: واقع تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر

الجدول رقم (4-1): تصنيف المؤ.ص.م حسب القانون التوجيهي لسنة 2001.

البيان	عدد العمال	رقم الأعمال السنوي	مجموع الحصيلة السنوية	معايير الاستقلالية
الصغيرة جدا	من 01 عامل إلى 09 عمال	أقل من 20 مليون دج	لا تتجاوز 10 مليون دج	معايير الاستقلالية
الصغيرة	من 10 عمال إلى 49 عامل	لا يتجاوز 200 مليون دج	لا تتجاوز 100 مليون دج	تستوفي معايير الاستقلالية
المتوسطة	من 50 عامل إلى 250 عامل	محصور بين 200 مليون دج و 2000 مليون دج	محصورة بين 100 مليون دج و 500 مليون دج	معايير الاستقلالية

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على القانون التوجيهي رقم 01-18.

من خلال الجدول السابق فإن المؤسسة المتوسطة هي التي تشغل من 50 إلى 250 عاملا، ورقم اعمالها السنوي يكون محصورا بين 200 و 2000 مليون دج أو حصيلتها السنوية محصورة بين 100 و 500 مليون دج. بالنسبة للمؤسسة الصغيرة فهي التي تشغل من 10 إلى 49 عاملا، ورقم اعمالها السنوي لا يتجاوز 200 مليون دج أو حصيلتها السنوية لا تتجاوز 100 مليون دج. أما المؤسسة المصغرة فهي التي تشغل من 1 إلى 9 عمال، ورقم اعمالها السنوي يكون أقل من 20 مليون دج أو حصيلتها السنوية لا تتجاوز 10 مليون دج.

مع استيفائها لمعايير الاستقلالية.

ما يمكن ملاحظته من خلال هذا التعريف هو أن القانون الجزائري اعتمد في وضع تعريف المؤ.ص.م على معيارين نقديين هما معيار حجم رقم الأعمال السنوي والحصيلة السنوية، ومعيار غير نقدي هو عدد العمال داخل المؤسسة. أما المعيار النوعي فيعبر عن طريقة تسيير المؤ.ص.م حيث يجب أو تستوفي معايير الاستقلالية في التسيير.

وقد جاء في المادة الثامنة من نفس القانون وضع حدود زمنية لتصنيف المؤسسات، حيث إذا ابتعدت أي مؤسسة في تاريخ اقفال حصيلتها عن حدود المؤ.ص.م لا تفقد صفتها كمؤسسة صغيرة ومتوسطة إلا إذا تكررت هذه الوضعية خلال سنتين ماليتين متتاليتين.

الفرع الثاني: تعريف المؤ.ص.م حسب القانون التوجيهي الجديد رقم 02-17.

## الفصل الرابع: واقع تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر

طبقا للمادة 05 من القانون التوجيهي 02-17 تعرف المؤ.ص.م مهما كانت طبيعتها القانونية، على أنها: "مؤسسة إنتاج السلع و/أو الخدمات تشغل من 01 إلى 250 شخص، لا يتجاوز رقم أعمالها السنوي 04 ملايين دينار جزائري، لا تتجاوز حصيلتها السنوية 01 مليار دينار جزائري، وتستوفي معايير الاستقلالية". (القانون التوجيهي لتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، 2017، الصفحات 5-6)

واستنادا لنفس القانون فإنه يمكن تلخيص تعريف المؤ.ص.م كما هو موضح في الجدول الموالي:

الجدول رقم (2-4): تصنيف المؤ.ص.م حسب القانون التوجيهي 02-17.

البيان	عدد العمال	رقم الأعمال السنوي	مجموع الحصيلة السنوية	معايير الاستقلالية
الصغيرة جدا	من 01 عامل إلى 09 عمال	أقل من 40 مليون دج	لا تتجاوز 20 مليون دج	تستوفي معايير الاستقلالية
الصغيرة	من 10 عمال إلى 49 عامل	لا يتجاوز 400 مليون دج	لا تتجاوز 200 مليون دج	تستوفي معايير الاستقلالية
المتوسطة	من 50 عامل إلى 250 عامل	محصور بين 400 مليون دج و 04 مليار دج	محصورة بين 200 مليون دج و 01 مليار دج	تستوفي معايير الاستقلالية

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على القانون التوجيهي لتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة رقم 02/17.

وحسب المادتين 11 و 12 من نفس القانون فإنه تجدر الإشارة إلى ما يلي:

- إذا صنفت مؤسسة ضمن فئة معينة وفق عدد عمالها، وفي أخرى وفق رقم أعمالها أو مجموع حصيلتها، تعطى الأولوية لرقم الأعمال أو مجموع الحصيلة السنوية في تصنيفها؛
- عندما تسجل مؤسسة عند تاريخ إقفال حصيلتها فارقا بالنسبة للحد المذكور في القانون، فإن هذا لا يفقدها أو يكسبها صفة المؤ.ص.م إلا إذا استمرت هذه الوضعية لمدة سنتين متتاليتين.

ما لاحظناه هو أنه لا يوجد أي اختلاف جوهري في تعريف المؤ.ص.م بين ما جاء به القانون التوجيهي الأول وما جاء به الثاني، فكلاهما استخدم نفس المعايير في التصنيف، مع اختلاف في الحدود القصوى لمعيار رقم

## الفصل الرابع: واقع تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر

الأعمال السنوي والحصيلة السنوية من حيث المبالغ؛ حيث ارتفعت في القانون التوجيهي 17-02 عما كانت عليه في القانون التوجيهي 01-18، وذلك بسبب انهيار قيمة الدينار وتغير أسعار الصرف.

### المطلب الثاني: مساهمة المؤ.ص.م في الاقتصاد الجزائري

من المفترض أن المؤ.ص.م تساهم بشكل كبير في اقتصاد أي بلد وهذا لوزنها الكبير في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية وقدرتها على خلق الثروة ومناصب الشغل ... ومن خلال هذا البحث سنحاول إبراز مساهمة المؤ.ص.م الجزائرية في الاقتصاد الجزائري من خلال التطرق لمساهمتها في الناتج الداخلي الخام، والتشغيل والقيمة المضافة، والصادرات.

### الفرع الأول: مساهمة المؤ.ص.م في التشغيل

إن من أهم ما يميز المؤ.ص.م هو قدرتها على توفير فرص العمل وامتصاص البطالة وذلك بتوفير مناصب عمل للشباب العاطلين عن العمل وخريجي الجامعات والمعاهد، ويمكن أن نوضح مساهمة المؤ.ص.م في التشغيل كما يلي:

الجدول رقم (3-4): تطور عدد المؤ.ص.م ومناصب الشغل في الجزائر للفترة (2006- نوفمبر 2019).

الوحدة: مؤسسة/عامل.

السنوات	عدد المؤ.ص.م	مناصب الشغل
2004	312.959	838.504
2005	342.788	1.157.856
2006	376.767	1.252.647
2007	410.959	1.355.399
2008	519.526	1.540.209
2009	587.494	1.546.584
2010	619.072	1.625.686
2011	659.309	1.724.197
2012	711.832	1.848.117
2013	777. 816	2.001.892
2014	852.053	2.157.232
2015	934.569	2.371.020
2016	1.022.621	2.540.698
2017	1.060.289	2.601.958

## الفصل الرابع: واقع تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر

2.690.246	1.093.170	2018
2.818.736	1.171.945	نوفمبر 2019

المصدر: من إعداد الطالبة، اعتمادا على نشرات المعلومات الاقتصادية للفترة (2006-نوفمبر 2019) لوزارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والصناعة التقليدية، وزارة الصناعة والمناجم.

يلاحظ من خلال الجدول السابق، أن العدد الإجمالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية في تزايد مستمر خلال الفترة (2004-نوفمبر 2019)، حيث ارتفع من 312.959 مؤسسة خلال سنة 2006 ليصل في نوفمبر 2019 إلى 1.171.945 مؤسسة. من خلال هذا الجدول، وبالرجوع إلى النشرات المستخدمة في إعدادها، نلاحظ الدور الهام الذي تلعبه المؤ.ص.م في امتصاص البطالة وكذا توفير مناصب الشغل، حيث نلاحظ زيادة إيجابية من سنة 2006 إلى سنة 2019، بمعنى نمو متزايدا من سنة لأخرى، حيث ارتفع عدد مناصب العمل من 838.504 منصب شغل خلال سنة 2006 ليصل في نوفمبر 2019 إلى 2.818.736 منصب عمل. وهذا كله يعود للاهتمام الذي أولته الدولة لهذه المؤسسات، خصوصا في الفترة الأخيرة.

وحسب دراسة (سامية عزيز، 2011) فإن نسبة مساهمة المؤ.ص.م في التشغيل في الجزائر ضئيلة جدا إذا ما قورنت مع دول أخرى، لكنها تبقى مساهمة في امتصاص البطالة، وإن كانت البداية كما هو معروف مع إعادة هيكلة المؤسسات العمومية من خلال توزيع الاستثمارات الكبيرة إلى استثمارات صغيرة، سمحت بإنشاء العديد العديد من الوحدات الاقتصادية التي حلت محل المؤسسات الكبيرة لتغطية الطلب المتزايد على العمل، بتوفيرها لمناصب شغل في فترات قصيرة وبتكاليف منخفضة مما يجعلها تساهم في التخفيض من حدة البطالة في المدن الداخلية وتحسين مداخيلها، كما تساهم في التكوين والتأهيل. حيث إذا نظرنا إلى هذه المناصب المحدثة والمحقة في هذه المؤسسات وفقا للمعيار القانوني، نجد أن القطاع الخاص هو الأكثر أهمية في تحقيق وإنشاء مناصب الشغل في الجزائر. (عزيز، 2011، صفحة 92)

وهو ما يتوافق مع دراسة (بوقفة ومايو، 2018) حيث أضافا أن القطاع العام شهد انخفاض عدد العمال الأجراء نتيجة عدم التوافق بين خلق مناصب عمل في المؤسسات التي بقيت في النشاط، والمناصب المفقودة نتيجة غلق أو تخفيض العمالة في مؤسسات أخرى. (بوقفة و مايو، 2018، صفحة 21)

## الفصل الرابع: واقع تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر

### الفرع الثاني: مساهمة المؤ.ص.م في الناتج الداخلي الخام

يشمل الناتج الداخلي الخام مجموعة السلع والخدمات التي يتم انتاجها داخل الحدود الجغرافية للدولة خلال فترة زمنية معينة. ويمكن ملاحظة تطور الناتج الداخلي الخام خارج قطاع المحروقات في الجزائر كمايلي:

الجدول رقم (4-4) يوضح الناتج الداخلي الإجمالي حسب القطاعات

2009		2008		2007		2006		2005		2004		الوحدة: مليار دج
%	القيمة	%	القيمة	%	القيمة	%	القيمة	%	القيمة	%	القيمة	القطاع
16,41	816,8	17,55	760,92	19,2	749,86	20,44	704,05	21,59	651,0	21,80	598,65	مساهمة القطاع العام
83,59	4162,02	82,45	3.574,07	80,8	3.153,77	79,56	2.740,06	78,41	2364,5	78,2	2146,75	مساهمة القطاع الخاص
100	4.978,82	100	4.334,99	100	3.903,63	100	3.444,11	100	3015,5	100	2745,4	الناتج الداخلي الإجمالي

2015		2014		2013		2012		2011		2010		القطاع
%	القيمة	%	القيمة	%	القيمة	%	القيمة	%	القيمة	%	القيمة	القطاع
14,22	1.313,36	13,9	1.187,93	11,7	893,24	12,01	793,38	15,23	923,34	15,02	827,53	مساهمة القطاع العام
85,78	7.924,51	86,1	7.338,65	88,3	6.714,19	87,99	5.813,02	84,77	5.137,46	84,98	4.681,68	مساهمة القطاع الخاص
100	9.237,87	100	8.527	100	7.634,43	100	6.606,40	100	6.060,8	100	5.509,21	الناتج الداخلي الإجمالي

المصدر: من إعداد الطالبة، اعتمادا على نشرات المعلومات الاقتصادية للفترة (2004-2015) لوزارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والصناعة التقليدية، وزارة الصناعة والمناجم.

من خلال الجدول السابق نلاحظ الارتفاع المستمر في الناتج الداخلي الإجمالي خارج قطاع المحروقات خلال الفترة من 2004 إلى غاية 2015، حيث ارتفع من 2745,4 مليار دج إلى 9.237,87 مليار دج على التوالي. كما نلاحظ أن نسبة مساهمة القطاع الخاص في الناتج الداخلي تفوق كثيرا نسبة مساهمة القطاع العام بنسبة تفوق 80%.

## الفصل الرابع: واقع تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر

نستنتج مما سبق وعلى اعتبار أن القطاع الخاص في الجزائر مكون في غالبيته من المؤ.ص.م أن لهذا النوع من المؤسسات أهمية بالغة وكبيرة في دعم الناتج الداخلي الخام خارج المحروقات في الجزائر مما يوجب على الدولة الاهتمام بها وإنشاء مختلف البرامج والهيئات الداعمة لها.

### الفرع الثالث: مساهمة المؤ.ص.م في القيمة المضافة

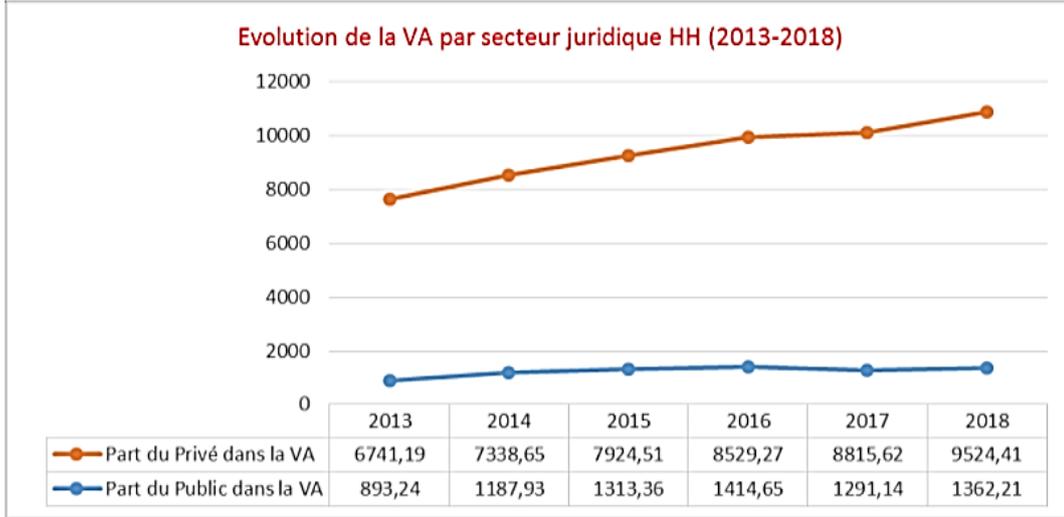
تساهم المؤ.ص.م بغض النظر عما إذا كانت خاصة أو تابعة للدولة في تشكيل القيمة المضافة بمبالغ معتبرة كما يوضحه الجدول الموالي:

الجدول رقم (4-5): يوضح تطور القيمة المضافة خلال الفترة (2013-2018) الوحدة: مليار دج

Secteur juridique	2013		2014		2015	
	Valeur	%	Valeur	%	Valeur	%
Part du Public dans la VA	893,24	11,70	1187,93	13,9	1313,36	14,22
Part du Privé dans la VA	6741,19	88,30	7338,65	86,1	7924,51	85,78
<b>Total</b>	<b>7 634,43</b>	<b>100</b>	<b>8526,58</b>	<b>100</b>	<b>9237,87</b>	<b>100</b>
Secteur juridique	2016		2017		2018	
	Valeur	%	Valeur	%	Valeur	%
Part du Public dans la VA	1414,65	14,23	1291,14	12,775	1362,21	12,51
Part du Privé dans la VA	8529,27	85,77	8815,62	87,225	9524,41	87,49
<b>Total</b>	<b>9943,92</b>	<b>100</b>	<b>10106,8</b>	<b>100</b>	<b>10886,62</b>	<b>100</b>

Source:(Ministère du Développement industriel , 2020, p. 28)

الشكل رقم (4-1): يوضح تطور القيمة المضافة خلال الفترة (2013-2018)



Source: (Ministère du Développement industriel , 2020, p. 28)

نلاحظ من خلال الجدول السابق الذي تم التحصل عليه بالإضافة إلى نشرة المعلومات الاقتصادية رقم 36 المعلن

عنها في أبريل لسنة 2020 في الصفحة رقم 29 ما يلي:

تساهم المؤ.ص.م. إيجاباً في رفع القيمة المضافة حيث شهدت ارتفاعاً مستمراً منذ سنة 2013 إلى غاية 2018 من 893,24 مليار دج إلى 1362,21 مليار دج على التوالي. فهي تساهم في خلق القيمة المضافة بنسبة معتبرة مقارنة بالمؤسسات العمومية. إن فروع نشاطات المؤ.ص.م. الأكثر مساهمة في القيمة المضافة هي القطاع الزراعي، والبنائيات والأشغال العمومية وقطاع النقل والمواصلات.

## الفصل الرابع: واقع تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر

### الفرع الرابع: مساهمتها في الصادرات

الجدول رقم (4-6): يوضح توزيع المؤ.ص.م الجزائرية حسب القطاعات

قطاع النشاط	2018	النسبة %	2019	النسبة %
قطاع الزراعة	7168	0,63	7481	0,63
الهيدروكربونات، الطاقة، المناجم والخدمات ذات الصلة	2985	0,26	3066	0,26
البنائيات والأشغال العمومية	185137	16,21	190 170	15,94
الصناعات التحويلية	99938	8,75	103 693	8,69
الخدمات	585983	51,32	614 375	51,48
الأنشطة الحرفية	260652	22,83	274 554	23,01
المجموع	1 141 863	100	1 193 339	100

Source:(Ministère du Développement industriel , 2020, p. 13)

الجدول رقم (4-7): يوضح تطور الصادرات الجزائرية لسنتي 2018 و2019. الوحدة: مليون دولار

البيان	2018	2019	التطور بـ %
الصادرات	41797,32	35 823,54	-14,29

Source:(Ministère du Développement industriel , 2020, p. 30)

نلاحظ من الجدول الخاص بتوزيع المؤ.ص.م حسب القطاعات أن المؤ.ص.م الجزائرية تتركز بكثرة في قطاع الخدمات بنسبة 51,32% من مجموع المؤسسات، يليه قطاع الأنشطة الحرفية بنسبة 22,83% فقط قطاع البنائيات والأشغال العمومية بنسبة 16,21% مع ضعف كبير في القطاع الزراعي وقطاع الصناعات التحويلية، وهذه القطاعات (الخدمات والأنشطة الحرفية والبنائيات) لا تقدم منتوجات قابلة للتصدير في الأسواق الدولية، وهذا ما يفسر ما نلاحظه الجدول الخاص بتطور الصادرات لسنتي 2018 و2019 حيث أن الصادرات الجزائرية قدرت سنة 2018 بـ 41797,32 مليون دولار في حين انخفضت سنة 2019 إلى 35 823,54، أي أنها انخفضت بقيمة 14,29%.

### المبحث الثاني: مصادر الأموال الخاصة والأموال المقترضة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية

توصل الإحصاء الاقتصادي الأول الذي أنجزه الديوان الوطني للإحصائيات ONS عام 2011 إلى أن أهم مصدر لتمويل المؤ.ص.م في الجزائر يتمثل في التمويل الذاتي أولاً، تليه القروض البنكية ثانياً، وأخيراً مختلف المساعدات المقدمة من طرف الأجهزة الحكومية. وقد أشارت الإحصائيات إلى أن 3,3% فقط من المؤسسات تعتمد على القروض البنكية كمصدر أساسي للتمويل، في حين أن 22,1% من المؤسسات متوسطة الحجم قد تحصلت على قروض بنكية. و23,1% من المؤسسات كبيرة الحجم قد سبق لها وأن تحصلت على قروض بنكية. وتشير نفس الإحصائيات إلى أن نسبة 83,2% من المؤسسات تعتمد على التمويل الذاتي.

وقد استفادت 5% من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية من أجهزة الدعم المالي الحكومية، حيث أن 65,7% منها قد استفادت من الدعم المالي الحكومي في إطار الوكالة الوطنية لدعم وتشغيل الشباب ANSEJ. و22,3% استفادت من الدعم المالي في إطار الوكالة الوطنية للاستثمارات ANDI. وقد قدم جهاز الوكالة الوطنية لتسيير القرض المصغر ANGEM دعم مالي لـ 5,9% من المؤسسات الاقتصادية، وباقي النسبة المقدرة بـ 6,1% فقد تحصلت على دعم مالي في إطار قروض الصندوق الوطني للتأمين على البطالة CNAC. (ONS, pp. 27-28) وعليه يمكن القول بأن المؤسسات الجزائرية تفضل الاعتماد على التمويل الذاتي ولا تلجأ إلى التمويل بالقروض البنكية بنسب كبيرة. وما يمكن استنتاجه هو أن مصادر التمويل الخاصة بالمؤ.ص.م الجزائرية هي الأموال الخاصة والقروض البنكية والمساعدات المقدمة من الجهات الحكومية.

### المطلب الأول: مصادر الأموال الخاصة

سنتطرق في هذا الجزء من البحث إلى مصادر الأموال الخاصة بالمؤ.ص.م الداخلية والخارجية التي يتم الاعتماد عليها لتمويلها كالاتي:

### الفرع الأول: مصادر الأموال الخاصة الداخلية

تضم مصادر التمويل الخاصة الداخلية للمؤ.ص.م المدخرات الشخصية، والتمويل الذاتي:

### أولاً: المدخرات الشخصية

تحتاج المؤسسات في بداية نشاطها إلى أموال طويلة الأجل لتمويل أصولها الثابتة كالأراضي والمباني ومختلف الآلات الإنتاجية، ويعتمد في ذلك على مدخراته الشخصية، والسبب في ذلك هو أن المستثمرين الخارجيين لا يمكنهم المخاطرة بالاستثمار في مؤسسات صغيرة ومتوسطة حديثة النشأة إلا في حالة توفر معلومات كافية وضمانات على أن مالك المشروع ملتزم بمشروعه وغير مستعد لترك العمل ببساطة والتخلي عن الالتزامات تجاه دائنيه. مع ضرورة توفر الضمانات الكافية لتغطية حجم الأموال التي تم استثمارها في المشروع. وقدرة المشروع على تحقيق أرباح تضمن للمستثمرين الخارجيين العوائد المتفق عليها. كذلك قدرة المستثمرين على استرجاع أموالهم في المواعيد المحددة. وما تجدر الإشارة إليه هو أن المؤ.ص.م لا تتوفر على هذه الشروط، بالإضافة إلى أنه من وجهة نظر المالك فإنه يفضل الاعتماد على مدخراته دون اللجوء لأموال الغير لتجنب احساسه بالمخاطرة، أو عدم رغبته بمشاركة الآخرين سيطرتهم على مشروعه. (معيزة م.، 2016، صفحة 105)

### ثانياً: التمويل الذاتي

ويقصد به "الأموال المتولدة من العمليات الجارية للمؤسسة أو من مصادر عرضية دون اللجوء إلى مصادر خارجية، ما يمكن المؤسسة من تغطية احتياجاتها المالية اللازمة لسداد ديونها وتنفيذ استثماراتها وزيادة رأس مالها. (مليكاوي، 2019، صفحة 117)

### الفرع الثاني: مصادر الأموال الخاصة الخارجية

قليلاً ما تلجأ المؤسسات الص م الجزائرية إلى الأموال الخاصة الخارجية، وذلك لاعتمادها على المصادر الأخرى المتاحة لديها. ومن بين هذه المصادر نذكر ما يلي:

### أولاً: رفع رأس المال

إن رأس المال في الشركات الخاصة يمثل القيمة الاسمية للأسهم أو الحصص، أما في الشركات العمومية فيمثل المساهمات النقدية والعينية المقدمة من قبل الدولة أو الجماعات المحلية والتي لا يوجد اتفاق على إرجاعها. ويعبر عنه بالحساب رقم 101 في النظام المحاسبي المالي الجزائري SCF ويجعل دائماً بقيمة رأس المال

المثبت في عقد تأسيس الشركة كما يبين كل تغير يحدث عليه. (عطية ع.، 2009، صفحة 41) وحسب المادة 687 من القانون التجاري فإنه يزيد رأسمال المؤسسة إما بإصدار أسهم جديدة أو بإضافة قيمة للأسهم الموجودة. وحسب المادة 688 من نفس القانون فتصبح الأسهم الجديدة مسددة القيمة إذا قدمت نقداً أو بالمقاصة مع ديون معينة المقدار ومستحقة الأداء من الشركة، وإما بضم الاحتياط أو الأرباح أو علاوات الإصدار أو بما يقدم من حصص عينية، وإما بتحويل السندات بامتيازات أو بدونها. وقد جاء في المادة 689 من نفس القانون انه لا تقرر زيادة رأس المال بإضافة القيمة الاسمية للأسهم إلا بقبول المساهمين بالإجماع، ما عدا إذا تحقق ذلك بإلحاق الاحتياط أو الأرباح أو علاوات الإصدار. (القانون التجاري الجزائري ، المادة 563 مكرر2 ومكرر3 ، من المرسوم التشريعي رقم 93-08، 1993، صفحة 177) ومن أنواع الأسهم الممثلة لرأس مال الشركة حسب القانون التجاري الجزائري ما يلي:

### 1- الأسهم العادية

عرف القانون التجاري الجزائري في المادة 715 مكرر 42 الأسهم العادية كالاتي " الأسهم التي تمثل اكتتابات ووفاء جزء من رأسمال شركة تجارية وتمنح الحق في المشاركة في الجمعيات العامة والحق في انتخاب هيئات التسيير أو عزلها أو المصادقة على كل عقود الشركة أو جزء منها، وقانونها الأساسي أو تعديله بالتناسب مع حق التصويت الذي بحوزتها بموجب قانونها الأساسي أو بموجب القانون وتمنح كذلك علاوة على ذلك الحق في تحصيل الأرباح عندما تقرر الجمعية العامة توزيع كل الفوائد الصافية المحققة وجزء منها ". (القانون التجاري الجزائري ، المادة 715 مكرر 42 من المرسوم التشريعي 93-08، 1993، صفحة 39) ومنه نستنتج أن السهم العادي هو مستند ملكية له قيمة إسمية هي القيمة المدونة على قسيمة السهم، وقيمة دفترية تتمثل في قيمة الأموال الخاصة، تتضمن قيمة السهم الإسمية زائد مجموع الاحتياطات والأرباح المحتجزة مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة. وقيمة سوقية وهي قيمة بيع السهم في سوق رأس المال. وقد ذكر نفس القانون أيضا كل حقوق حاملي هذا النوع من الأسهم.

2- شهادات الاستثمار وشهادات الحق في التصويت:

تصدر شهادات الاستثمار وشهادات الحق في التصويت بمناسبة زيادة رأس المال وتجزئة الأسهم الموجودة. وقد عرف القانون التجاري الجزائري شهادات الاستثمار في المادة 715 مكرر 62 على أنها "تمثل شهادات الاستثمار التي قيمتها يجب أن تكون قيمتها الاسمية مساوية للقيمة الاسمية لسهم الشركة المصدرة، حقوقا مالية، وهي قابلة للتداول". أما شهادات الحق في التصويت فتمثل "حقوقا أخرى غير الحقوق المالية المرتبطة بالأسهم". ويجب أن تصدر شهادات الحق في التصويت بعدد يساوي شهادات الاستثمار. (القانون التجاري الجزائري، المادة 715 مكرر 42 من المرسوم التشريعي 93-08، 1993، صفحة 203)

ثانيا: الأشكال المختلفة لرفع رأس المال

تتباين أشكال رفع رأس المال من حيث الإضافة الفعلية في رأس المال ومن حيث التأثير على هيكل المؤسسة المالي، ونميز بين الأشكال الآتية:

1- رفع رأس المال نقدا: يمثل الصيغة الأكثر استعمالا مقارنة بباقي الصيغ، وهذا نظرا لمزاياه والتي من

بينها توفير السيولة النقدية، ورفع الاستقلالية المالية للمؤسسة وزيادة قدرتها على الاقتراض، إضافة إلى الإشارة الإيجابية التي يرسلها للسوق للدلالة على الملاءة المالية الجيدة للمؤسسة.

2- رفع رأس المال عينا: وهي المساهمات العينية التي تكون في شكل قيم معنوية أو مادية أو مالية تدرج

ضمن أصول المؤسسة، بالمقابل يتم إصدار أسهم بدون حقوق تفضيلية في الاكتتاب للمساهمين القدامى، تزيد هذه العملية من الأموال الخاصة دون التأثير على الخزينة وتزيد في طاقتها الاقتراضية.

3- رفع رأس المال بدمج الاحتياطات: يتم رفع رأس المال بدمج الاحتياطات المتراكمة مضافا لها نتيجة

الدورة والنتيجة رهن التخصيص عند الاقتضاء، هذا النوع لا يزيد مستوى الأموال والخزينة، لكنه يسمح بإعادة التوازن في الأموال الخاصة ويفتح المجال لإعادة هيكلة الاحتياطي القانوني، ويشكل هذا الإجراء إشارة ثقة مرسلة من طرف المسيرين للأطراف الخارجية حول مستقبل الشركة ونموها في المستقبل.

4- رفع رأس المال بتحويل الديون: وذلك من أجل تحفيز الدائنين على تحويل ديونهم إلى أسهم من أجل تخفيض نسبة مديونيتها مما يسمع بإنعاش المؤسسة ماليا. وهذا لن يؤثر على رأس المال العامل للمؤسسة ولا على خزينتها. (حركاتي، 2015، الصفحات 11-12)

ثالثا: الأموال شبه الخاصة: ليس لها صفة الأموال الخاصة من الناحية المحاسبية لأنها تعد أموالا مقترضة، ولكن لها بعض الصفات التي تعطيها قابلية التحول إلى أموال خاصة. ونجد الكثير من بنود الميزانية في جانب الخصوم التي لها خصائص شبيهة بالأموال الخاصة.

المطلب الثاني: مصادر الأموال المقترضة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية

#### الفرع الأول: السندات Bonds

هناك العديد من التقسيمات للسندات وتختلف أشكالها ولقد ميز القانون التجاري الجزائري بين الأنواع

التالية للسندات:

##### أولا: سندات المساهمة

أجاز المشرع الجزائري في المادة 715 مكرر 73 من القانون التجاري لشركات المساهمة أن تقوم بإصدار سندات مساهمة. كما عرفها في المادة 715 مكرر 74 بأنها سندات دين تتكون أجزائها من جزء ثابت يتضمنه العقد وجزء متغير يحسب إستنادا إلى عناصر تتعلق بنشاط الشركة أو نتائجها وتقوم على القيمة الاسمية للسند، أما الجزء المتغير فيكون له موضوع تنظيم خاص تُوضح حدوده بدقة. وقد أجاز نفس القانون في المادة 715 مكرر 75 حرية تداول هذه السندات. كما أشار نفس القانون إلى أن سندات المساهمة لا تكون قابلة للتسديد إلا في حالة تصفية الشركة أو بمبادرة منها بعد انتهاء أجل لا يمكن أن يقل عن 5 سنوات حسب الشروط المنصوص عليها في عقد الإصدار.

ثانيا: سندات الاستحقاق

سندات الاستحقاق هي سندات قابلة للتداول، تخول بالنسبة للإصدار الواحد نفس حقوق الدين بالنسبة لنفس القيمة الاسمية. ولا يسمح بإصدارها إلا لشركات المساهمة الموجودة منذ سنتين والتي أعدت موازنتين صادق عليها المساهمة بصفة منتظمة، والتي يكون رأسمالها مسددا بكامله. أو تلك التي تستفيد من ضمان الدولة لها أو من أشخاص معنويين في القانون العام أو من ضمان من شركات تستوفي بعض الشروط.

ثالثا: سندات الاستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم

أجاز المشرع الجزائري لشركات المساهمة الموجودة منذ سنتين والتي أعدت موازنتين صادق عليهما المساهمون بصفة منتظمة والتي سددت رأسمالها بالكامل، أجاز لها في المادة 715 مكرر 114 من اصدار سندا استحقاق قابلة للتحويل إلى أسهم، تخضع للأحكام المنصوص عليها في سندات الاستحقاق. ولم يجز القانون التحويل إلا بناء على رغبة الحاملين و فقط حسب شروط وأسس التحويل المحددة في عقد إصدار السندات.

رابعا: سندات استحقاق ذات قسيمات اكتتاب بالأسهم

نصت المادة 715 مكرر 126 من القانون التجاري الجزائري على جواز إصدار سندات استحقاق ذات قسيمات اكتتاب بالأسهم من طرف شركات المساهمة التي تستوفي الشروط المطلوبة لإصدار سندات الاستحقاق. وأوضحت الفقرة الموالية أن قسيمات الاكتتاب هذه قد تمنح حق الاكتتاب في أسهم تقوم الشركة بإصدارها بسعر أو بأسعار مختلفة وفقا للشروط والآجال المحددة في عقد الإصدار. (القانون التجاري الجزائري ،

المادة 715 مكرر 42 من المرسوم التشريعي 93-08، 1993، الصفحات 206-212)

## الفرع الثاني: الاستئجار التمويلي: Financial Lease

### أولاً: تعريفه

يمكن تعريفه بأنه "هو عبارة عن عقد يلتزم بموجبه المؤجر بتقديم أصل معين للمستأجر لاستخدامه والانتفاع به لفترة محددة. شرط أن يقوم لمستأجر بدفع مبالغ محددة بتواريخ محددة للمؤجر". (كراجة، 2006، صفحة 100)

### ثانياً: أنواعه

على أساس بنود العقد المتفق عليها بين المؤجر والمستأجر يمكن التمييز بين نوعين أساسيين هما:

- 1- الإيجار التشغيلي: حسب المادة 02 من الأمر 96-09 المؤرخ في 10 جانفي 1996 المتعلق بالإعتماد الإيجاري يدعى عقد الإيجار التشغيلي (العملي) في حالة ما إذا لم يحول لصالح المستأجر كل أو تقريبا كل الحقوق والالتزامات والمنافع والمساوى والمخاطر المرتبطة بحق ملكية الأصل الممول والتي تبقى لصالح المؤجر أو على نفقاته. (الجريدة الرسمية، 1996، صفحة 25) وثمة خاصية هامة تميز الاستئجار التشغيلي بالإضافة إلى أنه يوفر للمؤسسة خدمتي التمويل والصيانة، وهي أنه ليس بالضرورة أن يتم استهلاك قيمة الأصول أو تغطيتها بالكامل، بمعنى أنه من الممكن أن يكون إجمالي الأموال المدفوعة من المستأجرين كإيجار غير كافية لتغطية التكلفة الكلية للأصول المستأجرة، ونتيجة لذلك وغالبا ما تكون فترة عقد الاستئجار أقل من العمر الاقتصادي المتوقع للأصول المستأجرة وتبعاً لذلك يكون من المتوقع أن يسترد المؤجر قيمة الأصول محل الاستئجار من الإيرادات الدورية المتتالية الناتجة من التأجير المتكرر للأصول إلى أطراف أخرى خلال العمر الإنتاجي لهذه الأصول، أو من خلال بيع الأصول بعد انتهاء فترة الاستئجار الأولى. وثمة خاصية ثالثة تميز الاستئجار التشغيلي هي أن عقود الإيجار التشغيلي غالبا ما تضمن لشرط الإلغاء ويعني ذلك أحقية المستأجر في إلغاء العقد قبل التاريخ المحدد لانتهائه. (اندرأوس، 2006، صفحة 389)
- 2- الإيجار التمويلي (الرأسمالي): هو ذلك التأجير الذي يتم بموجبه إطفاء كامل قيمة الأصل المؤجر خلال فترة العقد، ويسمى هذا التأجير بالإيجار الرأسمالي لأن إجمالي دفعات الإيجار المتفق عليها تغطي كامل تكلفة الأصل مع عائد مناسب على رأس المال المستثمر.

ومن خصائص عقد الايجار الرأسمالي أنها تتراوح بين المتوسط والطويل الأمد، كما أنها غير قابلة للإلغاء، وهذا يعني أن المستأجر ملزم قانونا بتسديد أقساط الإيجار بغض النظر إن هو استمر في استغلال الأصل أم لا، ولا يمكن له أن يبطل العقد من جانب واحد إلا في حالة قيامه بسداد كامل القيمة المتفق عليها في العقد. وفي حالة تخلفه عن السداد فإنه يتعرض لعقوبة إعلان الإفلاس كما هو الشأن في عقود الاقتراض العادية. بالإضافة إلى ذلك فإن المستأجر عادة ما يكون مسؤولا عن خدمات الصيانة والتأمين والضرائب المستحقة في حالة وجودها، ولهذا الأسباب غالبا ما يسمى الايجار التمويلي بالـإيجار الصافي. كما يتميز بإطفاء كامل قيمة الأصل خلال فترة العقد. (حركاتي، 2015، صفحة 19)

### المطلب الثالث: دور البنوك في تمويل المؤسسات الجزائرية

مر النظام المصرفي الجزائري بعدة تحولات منذ الاستقلال حيث كانت البنوك تتأثر بفعل التغيرات في السياسات الاقتصادية العامة للبلاد أو نتيجة الأزمات التي تعرض لها الاقتصاد الوطني، حيث أنه قبل الاستقلال كان النظام المصرفي الجزائري متفرعا عن النظام المالي الفرنسي وكانت العمليات المتاحة موجهة لتلبية مطالب الاقتصاد الفرنسي. وبعد استرجاع السيادة الوطنية ورثت الجزائر عن المستعمر منظومة مصرفية عاجزة عن خدمة احتياجات الاقتصاد الوطني، نظرا لقلة الموارد المالية من جهة وهجرة الإطارات المؤهلة والمختصة من جهة أخرى. هذا ما دفع بالمسؤولين الجزائريين إلى التفكير بإنشاء شبكة مصرفية وطنية عن طريق وضع مجموعة من الإجراءات والآليات الجديدة التي تستجيب لمتطلبات مخططات الاقتصاد الوطني.

### الفرع الأول: دور القروض البنكية في تمويل المؤسسات الاقتصادية:

يمتاز النظام البنكي والمالي الجزائري بالوساطة المالية (اقتصاد استدانة)، نظرا لأن البنوك والمؤسسات المالية تعتبر الممول الأول والرئيسي لمختلف النشاطات الاقتصادية عامة والمؤسسات الاقتصادية خاصة، وعليه يمكن اعتبار أن أهم مصادر التمويل الخارجية للمؤسسة الجزائرية هي القروض البنكية وهذا ما يمكن ملاحظته فيما يلي:

### أولا: القروض الموجهة إلى الاقتصاد حسب الآجال

يوضح الجدول الموالي قيمة القروض الموجهة إلى الاقتصاد حسب الآجال إلى غاية سبتمبر 2019:

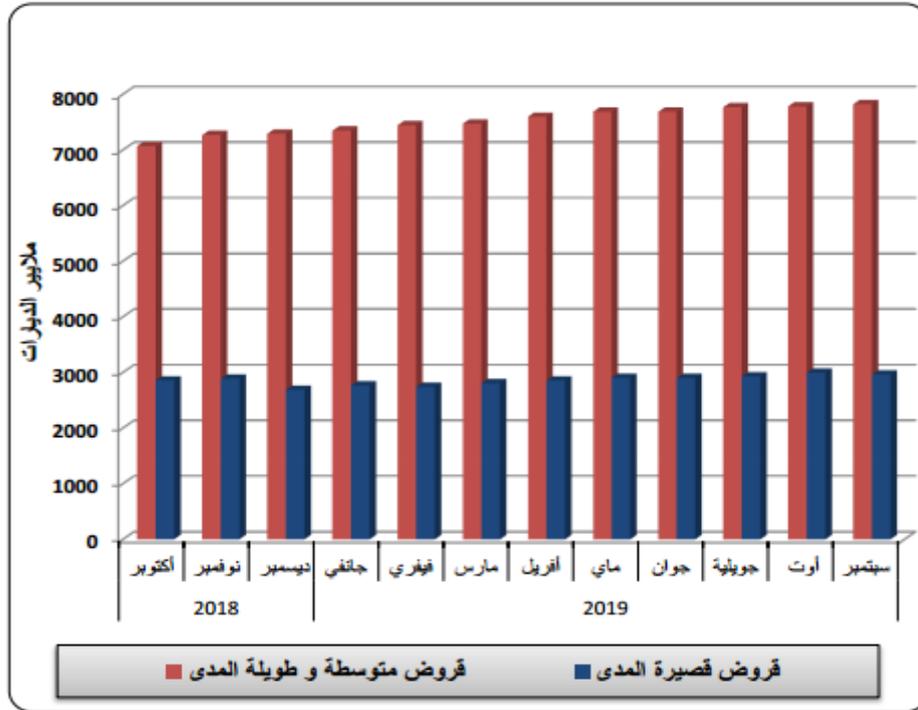
## الفصل الرابع: واقع تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر

الجدول رقم (4-8): يوضح القروض الموجهة إلى الاقتصاد حسب الآجال الوحدة: مليار دج

البيان	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
قروض قصيرة المدى	1 423,4	1 608,7	1 710,6	1 914,2	2 298,0	2 687,1	2 959,8
قروض متوسطة وطويلة المدى	3 732,9	4 895,9	5 566,6	5 995,7	6 582,0	7 289,3	7 820,5
مجموع القروض	5 156,3	6 504,6	7 277,2	7 909,9	8 880,0	9 976,3	10 780,3

المصدر: (الموقع الإلكتروني لبنك الجزائر، 2019، صفحة 12)

الشكل رقم (4-2): يوضح توزيع القروض إلى الاقتصاد حسب الآجال



المصدر: (الموقع الإلكتروني لبنك الجزائر، 2019، صفحة 12)

من الجدول والشكل السابقين نلاحظ أن إجمالي القروض الموجهة للاقتصاد عرفت تطورا بوتيرة بطيئة من سنة 2013 إلى غاية سبتمبر 2019، وهو ما يؤكد أن البنوك هي الممول الخارجي الرئيسي للاحتياجات المالية المؤسسات الاقتصادية الجزائرية.

## الفصل الرابع: واقع تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر

وما يمكن ملاحظته أيضا هو أن حصة الأسد من القروض الموجهة للاقتصاد هي عبارة عن قروض متوسطة وطويلة الأجل، والتي عادة ما تكون موجهة لتمويل الاستثمارات التوسعية أو الجديدة، وحسب النشرة الإحصائية الثلاثية للبنك فإن هذه القروض خاصة الاستثمارية منها تعود في غالبيتها إلى القروض التي يتم منحها عن طريق أجهزة الدعم الحكومية لإنشاء المؤ.ص.م من أجل دعم التنمية الاقتصادية خارج قطاع المحروقات.

### ثانيا: القروض الموجهة إلى الاقتصاد حسب القطاع

يوضح الجدول الموالي مجموع القروض الموجهة إلى الاقتصاد حسب القطاعات إلى غاية سبتمبر 2019

الجدول رقم (4-9): يوضح القروض الموجهة إلى الاقتصاد حسب القطاع الوحدة: مليار دج

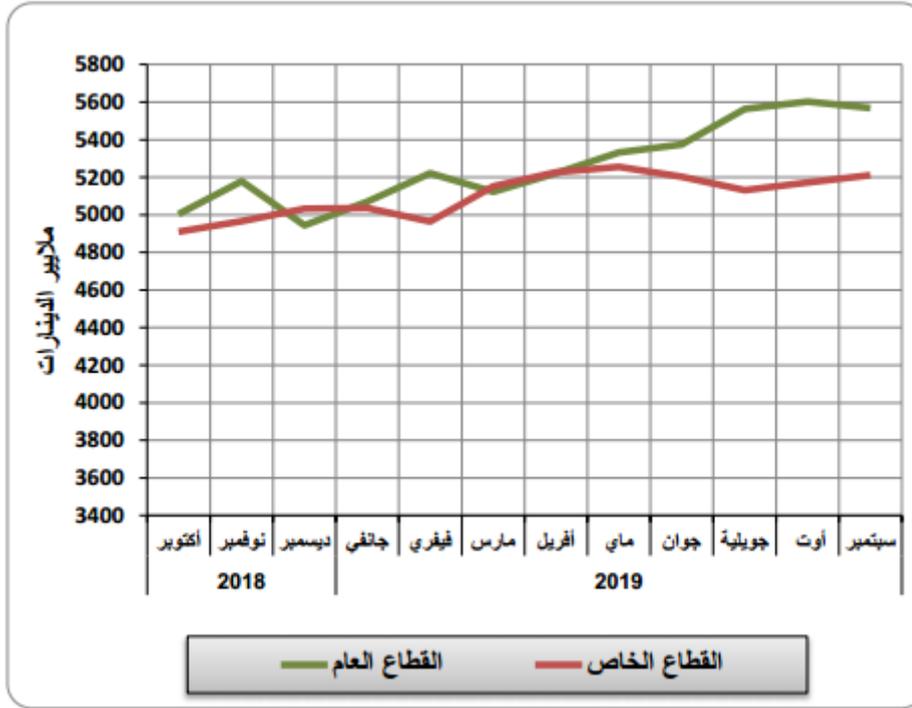
البيان	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
القطاع العام	2 434,0	3 382,3	3 688,2	3 952,2	4 311,3	4 943,6	5 568,8
القطاع الخاص	2 722,0	3 121,7	3 588,3	3 957,1	4 568,3	5 032,2	5 211,0
الإدارة المحلية	0,4	0,6	0,7	0,6	0,5	0,6	0,6
مجموع القروض	5 156,3	6 504,6	7 277,2	7 909,9	8 880,0	9 976,3	10 780,3

المصدر: المصدر: (الموقع الإلكتروني لبنك الجزائر، 2019، صفحة 13)

الموقع الإلكتروني لبنك الجزائر، النشرة الإحصائية الثلاثية، 2019، رقم 48، ديسمبر 2019، ص 13.

## الفصل الرابع: واقع تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر

الشكل رقم (4-3): يوضح القروض الموجهة إلى الاقتصاد حسب القطاعات



المصدر: (الموقع الإلكتروني لبنك الجزائر، 2019، صفحة 13)

نلاحظ من الجدول والشكلين السابقين أن القروض الموجهة للقطاع العام أكثر من القروض الموجهة للقطاع الخاص خلال السنوات من 2013 إلى سنة 2018، ولكن في سنة 2019 أصبح العكس ولكن يبقى الفرق بينهما طفيفا طول الفترة فيما يخص القروض الموجهة للإدارة المحلية فنسبتها قليلة جدا.

ثالثا: نسبة اعتماد المؤسسات الصناعية والتجارية على القروض البنكية

الجدول رقم (4-10): نسبة اعتماد المؤسسات الصناعية على القروض البنكية للفترة من 2013-2019

البيانات بـ مليار دج	ديسمبر 2013	مارس 2014	يونان 2014	سبتمبر 2014	ديسمبر 2014	مارس 2015	يونان 2015	يونان 2016	سبتمبر 2016	سبتمبر 2019
مؤسسات القطاع العام	0,21	0,23	0,22	0,30	0,32	0,20	0,27	0,46	0,27	0,60
مؤسسات القطاع الخاص	0,16	0,48	0,58	0,38	0,57	0,30	0,25	0,31	0,76	0,62
نسبة المؤسسات التي وجدت صعوبة في الحصول على القروض البنكية قطاع عام	0,36	---	---	---	---	---	0,10	0,10	---	0,44
نسبة المؤسسات التي وجدت صعوبة في الحصول على القروض البنكية قطاع خاص	0,10	---	---	---	---	---	0,16	0,23	---	0,76

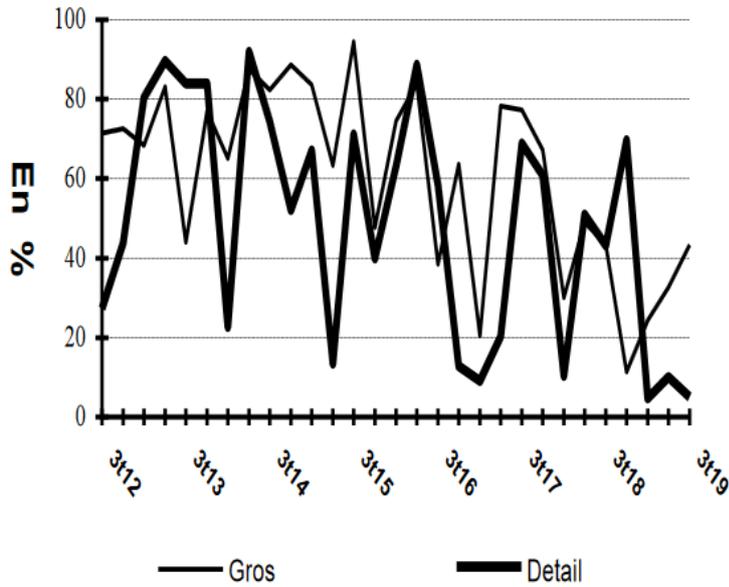
Source: Enquête sur la situation et les perspectives dans l'industrie, ONS

ومن خلال الجدول السابق نلاحظ ان نسبة اعتماد المؤسسات الصناعية في الجزائر على القروض البنكية حسب الاحصائيات التي يوفرها الديوان الوطني للإحصائيات انما متفاوتة من فترة الى اخرى حيث نلاحظ بالنسبة لمؤسسات القطاع العام قد تراوح بين 0,20 و0,60 كأقل وأكبر نسبة على التوالي وبمتوسط 0,27. في حين نجد بالنسبة لمؤسسات القطاع الخاص تتراوح بين 0,12 و0,76 كأقل وأكبر نسبة على التوالي وبمتوسط 0,39<sup>1</sup> مما يشير الى تباين كبير بين هاتين النسبتين.

كما نلاحظ ان متوسط نسبة المؤسسات الخاصة التي تحصلت على قروض بنكية تفوق نسبة المؤسسات التابعة للقطاع العام مما يعد حسب نتائج هذه الدراسة مؤشر ايجابي لاعتماد المؤسسات الصناعية على القروض البنكية.

ومما يمكن ملاحظته ايضا ان المؤسسات محل الدراسة سواء التابعة للقطاع العام او الخاص والتي قد استفادت من قروض بنكية لم تجد صعوبة في الحصول عليها، حسب النتائج الدراسة المعلنة.

الشكل رقم (4-4): نسبة اعتماد المؤسسات التجارية على القروض البنكية



Source: Enquête sur la situation et les perspectives dans le commerce, ONS

<sup>1</sup> تم حساب المتوسط الهندسي للنسب بعد حذف أربع مشاهدات متطرفة وهذا بعد ملاحظة التباين الكبير في النسب لعدد قليل من المشاهدات

## الفصل الرابع: واقع تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر

ومن خلال الشكل السابق نلاحظ ان نسبة اعتماد المؤسسات التجارية في الجزائر على القروض البنكية حسب الاحصائيات التي يوفرها الديوان الوطني للإحصائيات انما متفاوتة من فترة الى اخرى كما انما تأخذ اتجاه عام متناقص خلال الفترة من الثلاثي الثالث من سنة 2012 الى الثلاثي الثالث من سنة 2019 اين قدرت بأكثر من 42 بالمائة وحوالي 5 بالمائة لمؤسسات تجارة الجملة وتجارة التجزئة على التوالي.

وما يمكن تسجيله ايضا من خلال نفس التقرير ان أغلبية المؤسسات التجارية محل الدراسة سواء التابعة لتجارة الجملة او التجزئة والتي قد استفادة من قروض بنكية انما لم تجد صعوبات في الحصول على القروض البنكية، حسب النتائج الدراسة المعلنة.

وما يجب التنبيه اليه من خلال الملاحظات المسجلة حول النتائج المعلنة لدراسات الديوان الوطني للإحصائيات، انما تبقى ملاحظات بتحفظ وهذا على اعتبار ان هذه النتائج المعلنة لم تكن مفصلة ودقيقة بالشكل الذي يسمح لنا بالوصول الى استنتاجات ذات مصداقية أكبر.

### الفرع الثاني: إشكالية تمويل المؤ.ص.م من البنوك الجزائرية:

عند عدم كفاية الموارد المالية للمؤ.ص.م الجزائرية تجد نفسها مجبرة على اللجوء إلى طلب قروض بنكية، ولكن وفي كثير من الأوقات ترفض البنوك أن تتعامل مع هذه المؤسسات، وهو ما جعل الأمر لا يحتمل بالنسبة للمؤسسات ذات نسب النمو المرتفعة الأمر الذي يجبرها على تخفيض استثماراتها وهو ما يؤدي بطبيعة الحال إلى تخفيض مستويات التشغيل.

وطبيعة العلاقة بين المؤ.ص.م والبنك العمومي في الجزائر لا تتعدى علاقة رسمية تتصف بالسلبية وعدم التعاون مما جردها من أداء دورها الفعال خاصة مع قلة البنوك الخاصة.

### أولا: طبيعة علاقة البنوك بالمؤ.ص.م عبر مراحل نموها

يمكن تمييز مرحلتين أساسيتين هما:

1- علاقة البنوك بالمؤ.ص.م الجديدة: تعتبر القروض البنكية هي أول المصادر التي تلجأ إليها المؤ.ص.م للحصول على التمويل اللازم لإنشاء مشاريعها، إلا أن البنوك تتعامل مع هذه الشريحة من المؤسسات بمنتهى الحيطه والحذر على اعتبار أن مستويات المخاطرة فيها عالية للأسباب التالية:

- عندما تكون المؤسسة جديدة فإنها معرضة لجملة من المخاطر وهو ما يؤثر سلبا على مردوديتها، وبالتالي على البنك؛

- الدراسة المعمقة التي يقوم بها البنك عادة ما تكون على أساس التقديرات فقط؛

- عدم توفر هذه المؤسسات على ضمانات كافية، مع عدم قدرتها على إثبات قدراتها؛

- غياب مؤسسات حكومية مختصة في تمويل هذا النوع من المؤسسات في مرحلة الإنشاء؛

- حسب الاحصائيات فإن جل هذه المؤسسات تفشل في غضون خمس سنوات من انشائها. (Eric & Flament, 2004, p. 20)

2- علاقة البنوك بالمؤ.ص.م في مرحلة النمو: تفضل البنوك أن تتعامل مع المؤ.ص.م التي تكون في مرحلة النمو والتوسع عن تلك التي تكون في مرحلة الإنشاء للعديد من الأسباب نذكر أهمها:

- وجود معطيات مالية ومحاسبية تاريخية لدى البنك عن نشاطات المؤ.ص.م، الأمر الذي يسمح بدراسة الوضعية المالية الحقيقية للمشروع، الأمر الذي يجعل البنك قادرا على تحديد وقياس خطر منح القرض بدقة بالاستناد إلى المعطيات الحقيقية، على عكس المؤسسات في طور الإنشاء والتي تعتمد على المعطيات التقديرية؛

- قدرة البنك على الحصول على معلومات كافية حول تسيير المؤ.ص.م من خلال تسييره لحساباتها الجارية، وعلى تحديد نوعية علاقاتها مع الموردين والعملاء، وبالتالي التعرف على سياساتها الائتمانية والاقراضية؛

- المعلومات التي تقدمها المؤ.ص.م للبنك هي معلومات واقعية. (Nakamura, 1999, p. 48)

ثانيا: محدودية مساهمة البنوك في تمويل المؤ.ص.م:

ما تزال المؤ.ص.م الجزائرية تعاني للحصول على القروض البنكية من طرف البنوك الجزائرية للعديد من الأسباب من منظور المؤسسة وتتمثل فيما يلي:

## الفصل الرابع: واقع تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر

- يعمل النظام البنكي الجزائري دوما على تمويل مؤسسات الدولة وهي المؤسسات الكبيرة مما يجعل المؤ.ص.م على الهامش ولا تحصل على الدعم المالي؛
- تفضيل البنوك تمويل القطاع التجاري لأنه قليل المخاطرة على عكس القطاع الصناعي؛
- نقص الضمانات لدى المؤ.ص.م الأمر الذي يجعل البنوك تحجم عن تمويلها؛
- لجوء البنوك لمنح التمويل قصير الأجل للمؤ.ص.م بدلا من التمويل الطويل الاجل خوفا من عدم قدرتها على التسديد، الأمر الذي يصعب من قدرتها على الحصول على القروض طويلة الأجل؛
- قلة الشفافية في تسيير عمليات منح القروض ودراسة الملفات المقدمة لطلب منح القروض؛
- نقص الخبرة في مجالات دراسة جدوى المشاريع لاعتبارها شرطا شكليا في كثير من الأحيان وتقييم المخاطر الناجمة عن منح القروض لعدم توفر البنوك الجزائرية على الآليات الكافية للتحليل الدقيق للمخاطر المرتبطة بالقروض؛
- محدودية صلاحية الوكالات البنكية في منح القروض لعدم الاستقلالية النسبية والمركزية في منحها؛
- عدم توافق الإصلاحات البنكية مع برامج الإصلاحات الوطنية الاقتصادية؛
- غياب البنوك المتخصصة في تمويل المؤ.ص.م والتي تستطيع التعرف على مشاكلها وتحسين تمويلها ومتابعتها. (صحراوي، 2018، صفحة 44)

### من منظور البنك تتمثل أسباب مشكلة تمويل المؤ.ص.م فيما يلي:

- ضعف الخبرة التنظيمية: ترى البنوك بأن معظم المؤ.ص.م تفتقر إلى الخبرة التنظيمية والإدارية والتي تعد أهم من التمويل، حيث أن ضعف الخبرة يؤدي في كثير من الحالات بالمؤسسات إلى الاستخدام غير العقلاني للموارد المالية وهو ما ينجر عنه مشاكل مالية يمكن أن تصل إلى الفشل المالي؛
- التكلفة العالية المترتبة عن منح القروض للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة: ونقصد بها تكلفة دراسة المشاريع وتقييمها، في مقابل أنها تحصل على قروض صغيرة لا تتماشى مع التكاليف الثابتة التي يتحملها البنك؛
- ارتفاع درجة المخاطر المحيطة بالمؤ.ص.م لعدم توفرها على الضمانات الكافية لتغطية قيمة القرض؛

- التأخر عن السداد في الآجال المحددة، بالإضافة إلى عدم التصريح بالنشاط الفعلي للمؤسسة، حيث أن الدراسات المقدمة من قبل المؤ.ص.م تكون تقديرية؛
- وجود فرص أقل مخاطرة أمام البنوك مما يجعلها تستغني عن منح القروض للمؤ.ص.م؛
- إقبال المؤ.ص.م على نوع واحد من النشاطات وهو ما يعيق الدورة الاقتصادية؛
- عدم الفصل بين الذمة المالية للمؤسسة والذمة المالية لصاحب المؤسسة؛
- عدم الاستغلال الأمثل للموارد المالية المتاحة حيث أن اللجوء إلى الاستدانة يؤدي إلى زيادة رأس المال دون أن تؤدي إلى التأثير بالإيجاب على ربحية المؤسسة.

### المطلب الرابع: محددات قرارات التمويل في المؤ.ص.م الجزائرية:

يأتي هذا الجزء من الدراسة لتوضيح محددات قرارات التمويل في المؤ.ص.م الجزائرية وهذا بالاعتماد على نتائج مجموعة من الدراسات التجريبية السابقة التي تطرقت إلى هذا الموضوع كما يلي:

**الدراسة الأولى:** الدراسة التي قام بها مصعب دعاس وأحمد حاي بعنوان: محددات سياسة تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية: دراسة عينة من المؤسسات الصناعية الجزائرية للفترة 2012-2015، حيث هدفت الدراسة إلى تحديد مجموعة العوامل المؤثرة في اختيار الهيكل المالي للمؤسسات الصناعية الجزائرية باستخدام قاعدة بيانات لـ 10 مؤسسات صناعية جزائرية، وتم استخدام الإنحدار المتعدد لتحديد العلاقة بين المتغيرات المستقلة المتمثلة في معدل المردودية الاقتصادية ومعدل حجم الضمانات ومعدل نمو المؤسسة ومعدل حجم المؤسسة وحجم المخاطر العملية. والمتغير التابع والمتمثل في نسبة الاستدانة.

وقد افترضت الدراسة أن مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسات الاقتصادية تتنوع بين مصدرين أساسيين هما أموال الملكية وأموال الاستدانة والذان يشكلان هيكل رأس مال المؤسسة. كما افترضت بأن هيكل رأس مال المؤسسات الجزائرية يتأثر بعوامل خاصة ممثلة في المتغيرات المستقلة للدراسة.

وأبرزت الدراسة العلاقة التي تربط بين هذه العوامل بهيكل رأس المال وفقا للدراسات الميدانية في أنه من المتوقع وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين المتغير التابع وكل من المردودية الاقتصادية والمخاطر

## الفصل الرابع: واقع تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر

العملية للمؤسسات، ومن المنتظر وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة المتمثلة في الضمانات، معدل نمو المؤسسة، حجم المؤسسة.

وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين نسبة الاستدانة والمردودية الاقتصادية للمؤسسة، وعدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين مستوى الضمانات وحجم المؤسسة. بالنسبة لباقي المتغيرات فقد توفر شرط الدلالة الإحصائية إلا أنه لم تتوافق الفرضية مع النتائج من حيث نوع العلاقة بين نسبة الاستدانة ومعدل نمو المؤسسة وحجم المخاطر العملية. نتائج الإنحدار المتعدد بينت وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين الهيكل التمويلي ومردودية المؤسسة، وهذا ما تم ملاحظته على المؤسسات الجزائرية التي تعتمد بشكل كبير على الأموال الخاصة ولا تلجأ إلى التمويل الخارجي (البنكي) إلا إذا كان التمويل الداخلي لا يغطي احتياجاتها المالية. تؤكد هذه النتيجة نظرية التمويل السلمي وبالتالي تعتبر هي الأقرب لتفسير السلوك التمويلي للمؤسسة الجزائرية.

الدراسة الثانية: الدراسة التي قام بها كل من سعيدة حمادي وبلال شيخي بعنوان العوامل المؤثرة على الهيكل التمويلي للمؤسسة الجزائرية -دراسة حالة القطاع الخاص الصناعي للفترة من 2016 إلى 2018- حيث هدفت الدراسة إلى تحديد العوامل المؤثرة في الهيكل التمويلي للمؤسسات الصناعية الجزائرية في القطاع الخاص باستعمال نماذج البائل لعينة مكونة من 94 مؤسسة، وعلى اعتبار مستوى المديونية متغير تابع وباقي المتغيرات مستقلة وتمثلت فيما يلي:

- حجم المؤسسة والذي تم قياسه بلوغارتم مجموع الأصول؛
- ملموسية الأصول = الأصول الملموسة / مجموع الأصول؛
- الربحية = الربح التشغيلي الإجمالي / إجمالي الأصول؛
- الاقتصاد الضريبي غير المتعلق بالمديونية = مجموع الاهتلاكات والمؤونات / مجموع الأصول؛
- خصوصية الأصول = الموجودات غير الملموسة / مجموع الأصول؛
- خطر الإفلاس = الفائدة على القروض والديون / الربح التشغيلي الإجمالي EBE.

وتم استعمال برنامج STATA 11 لتقدير النموذج.

وبينت نتائج الدراسة أن النموذج المستخدم هو نموذج الآثار الثابتة وله درجة عالية من المعنوية ويسمح بتفسير تغيرات المتغير التابع بدلالة تغير المتغيرات المستقلة، ويلجئ إلى حد ما قبول فرضيات الانحدار الخطي في ظل معطيات البانل باستخدام الآثار الثابتة، والمتغير الأكثر تأثيرا في مستوى المديونية هو الضمانات، والنظرية المالية التي فسرت النتائج المتحصل عليها هي نظرية الترتيب السلمي. وهو ما يتوافق مع نتائج الدراسة الأولى التي قام بها (دعاس، حابي).

الدراسة الثالثة: قام بها سليم مجلخ و وليد بشيشي، بعنوان محددات الهيكل التمويلي في المؤسسات الاقتصادية: دراسة تحليلية قياسية باستخدام أشعة الانحدار الذاتي VAR حيث هدفت الدراسة إلى التعرف على محددات الهيكل التمويلي في المؤسسة الاقتصادية وتحديد العوامل المؤثرة على الهيكل التمويلي في مؤسسة الأجر ببرج صباط قالمة للفترة 2010-2016 باستخدام نموذج قياسي. واحتوى نموذج الدراسة على الرفع المالي كمتغير تابع الذي تم حسابه بقسمة مجموع الديون على مجموع الأصول، أما المتغيرات المستقلة فتمثلت في نسبة السيولة ونسبة الربحية، وهيكل الأصول، والمردودية الاقتصادية والمالية.

وتوصلت الدراسة إلى أن محددات الهيكل التمويلي تنقسم إلى محددات كمية وأخرى كيفية، ومحددات أخرى، والسيولة والربحية والمردودية المالية والاقتصادية وهيكل الأصول هي العوامل المؤثرة على الهيكل التمويلي للمؤسسة محل الدراسة، حيث أن هيكل الأصول الخاص بها يؤثر تأثير سلبى قوي على المدى الطويل دون المدى القصير في حين أن تأثير باقي المتغيرات ضعيف جدا على المدى الطويل ومنعدم على المدى القصير.

الدراسة الرابعة: الدراسة التي قام بها قدي عبد المجيدورفاع توفيق، بعنوان محددات الاتجاه التمويلي نحو الاستدانة لدى المؤسسات. حيث اندرجت هذه الدراسة ضمن الدراسات الاستقصائية التفحصية بهدف الاثبات الميداني لتفسير نظرية كل من التوازن ونظرية التمويل الهرمي لإشكالية التمويل بالاستدانة ل35 مؤسسة صغيرة ومتوسطة جزائرية وذلك بواسطة دراسة ترابط محددات النظريتين مع سلوكها الاستداني مع محاولة إعطاء تفسير لأثر الاستدانة على المؤسسة. احتوى نموذج الدراسة على المتغير التابع ممثلا في نسبة الاستدانة، ومجموعة من المتغيرات المستقلة ممثلة في حجم المؤسسة، التمويل الذاتي، المردودية، النمو، هيكل الأصول، الضمانات، الشروط المالية، والخطر. وتم الاعتماد على طريقة المربعات الصغرى في تقدير النموذج باستخدام برنامج E-views. وقد خرجت الدراسة بمجموعة من النتائج تمثلت في أن التغير الإيجابي لمستوى الاستدانة للمؤسسات

## الفصل الرابع: واقع تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر

مقرون بحجمها وتزايد وتيرة نموها دون تأثير للشروط المالية على سلوكها الاستداني. بالإضافة إلى أن اعتمادها على الاستدانة كبير ويشكل نحو 43% من مجموع خصومها، كما توصلت الدراسة إلى أن السلوك التمويلي للمؤسسة يتلاءم مع نظرية التمويل الهرمي. هذه النتائج تتوافق مع نتائج الدراسات الأخرى التي تم التطرق لها في هذا الجزء من الدراسة.

وعليه يمكن تلخيص هذه الدراسات في الجدول الموالي:

الجدول رقم (4-11): يوضح ملخص الدراسات السابقة

عنوان الدراسة	المتغير التابع	المتغيرات المستقلة	نتائج الدراسة
محددات سياسة تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية: دراسة عينة من المؤسسات الصناعية الجزائرية للفترة 2012-2015	نسبة الاستدانة	معدل المردودية الاقتصادية، معدل حجم الضمانات، ومعدل نمو المؤسسة، ومعدل حجم المؤسسة، وحجم المخاطر العملية.	وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين نسبة الاستدانة والمردودية الاقتصادية للمؤسسة، وعدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين مستوى الضمانات وحجم المؤسسة. بالنسبة لباقي المتغيرات فقد توفر شرط الدلالة الإحصائية إلا أنه لم تتوافق الفرضية مع النتائج من حيث نوع العلاقة بين نسبة الاستدانة ومعدل نمو المؤسسة وحجم المخاطر العملية. نتائج الإنحدار المتعدد بينت وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين الهيكل المالي ومردودية المؤسسة
العوامل المؤثرة على الهيكل المالي للمؤسسة الجزائرية: دراسة حالة القطاع الخاص الصناعي للفترة من 2016 إلى 2018-	مستوى المديونية	حجم المؤسسة، ملموسية الأصول، الربحية، الاقتصاد الضريبي غير المتعلق بالمديونية، خصوصية الأصول، خطر الإفلاس	النموذج المستخدم هو نموذج الآثار الثابتة وله درجة عالية من المعنوية ويسمح بتفسير تغيرات المتغير التابع بدلالة تغير المتغيرات المستقلة، ويلبي إلى حد ما قبول فرضيات الانحدار الخطي في ظل معطيات البنابل باستخدام الآثار الثابتة، والمتغير الأكثر تأثيراً في مستوى المديونية هو الضمانات
محددات الهيكل المالي في المؤسسات الاقتصادية - دراسة تحليلية قياسية باستخدام أشعة الانحدار الذاتي VAR-	الرفع المالي	نسبة السيولة ونسبة الربحية، وهيكل الأصول، والمردودية الاقتصادية والمالية	محددات الهيكل التمويلي تنقسم إلى محددات كمية وأخرى كيفية، ومحددات أخرى، والسيولة والربحية والمردودية المالية والاقتصادية وهيكل الأصول هي العوامل المؤثرة على الهيكل المالي للمؤسسة محل الدراسة، حيث أن هيكل الأصول الخاص بها يؤثر تأثيراً سلبياً قوياً على المدى الطويل دون المدى القصير في حين أن تأثير باقي المتغيرات ضعيف جداً على المدى الطويل ومنعدم على المدى القصير.
محددات الاتجاه التمويلي نحو الاستدانة لدى المؤسسات.	نسبة الاستدانة	حجم المؤسسة، التمويل الذاتي، المردودية، النمو، هيكل الأصول، الضمانات، الشروط المالية، والخطر	التغير الإيجابي لمستوى الاستدانة للمؤسسات مقرون بحجمها وتزايد وتيرة نموها دون تأثير للشروط المالية على سلوكها الاستداني. بالإضافة إلى أن اعتمادها على الاستدانة كبير ويشكل نحو 43% من مجموع خصومها
النظرية المالية: نظرية التمويل الهرمي			

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على ما سبق.

**وملخص القول** واعتمادا على ما سبق يمكن استنتاج محددات تمويل المؤ.ص.م الجزائرية تتمثل في المحددات المشتركة بين هذه الدراسات والتي تم إيجاد علاقة بينها وبين نسبة الاستدانة وهي حجم المؤسسة، وهيكل أصولها، والضمانات ومعدل نمو المؤسسة. بالإضافة إلى أن النظرية المالية التي تتبعها المؤ.ص.م الجزائرية في سلوكها التمويلي هي نظرية التمويل الهرمي، أي أنها لا تلجأ إلى التمويل الخارجي إلا في حالة عدم كفاية أموالها الخاصة، مع ضرورة التأكيد على أن مصادر التمويل الخارجية للمؤ.ص.م الجزائرية ممثلة فقط في التمويل البنكي نظرا لغياب نشاط السوق المالية.

### خلاصة الفصل الرابع

تطرقنا في هذا الفصل إلى تعريف المؤ.ص.م حسب القانون التوجيهي لسنة 2001 والذي اعتمد فيه المشرع عند وضع تعريف المؤ.ص.م على عدة معايير تمثلت في معيارين نقديين هما معيار حجم رقم الأعمال السنوي والحصيلة السنوية، ومعيار غير نقدي هو عدد العمال داخل المؤسسة. أما المعيار النوعي فيعبر عن طريقة تسيير المؤ.ص.م حيث أنه أكد على ضرورة استيفائها لمعايير الإستقلالية في التسيير. أما فيما يخص تعريف القانون التوجيهي الجديد لسنة 2017 فلم يختلف كثيرا في تعريفه لها سوى فيما تعلق بالحدود القصوى لمعايير التعريف. حاولنا أيضا من خلال هذا الفصل إبراز مدى مساهمة المؤ.ص.م في الاقتصاد الوطني وبالتحديد مساهمتها في كل من التشغيل، والنتاج الداخلي الخام، والقيمة المضافة، والصادرات حيث أنه كان لها دور كبير في زيادة عدد العمال ورفع قيمة المؤشرات الاقتصادية.

تم أيضا التطرق إلى مصادر الأموال الخاصة بالمؤ.ص.م والمتمثلة في مختلف الأموال الخاصة الداخلية والأموال المقترضة، مع تسليط الضوء على مشاكل تمويلها بالقروض البنكية باعتبارها المصدر الخارجي الذي تلجأ له المؤ.ص.م نظرا لغياب دور البورصة الجزائرية. ثم قمنا باستعراض مجموعة من الدراسات السابقة التي تطرقت إلى محددات تمويل المؤ.ص.م الجزائرية لنصل في الأخير إلى أنها تتبع نظرية التمويل الهرمي، حيث أنها تعتمد على الأموال الخاصة ولا تلجأ إلى الدين الخارجي إلا في حالة عدم كفاية المصادر الداخلية، توصلنا أيضا إلى أن محددات تمويل المؤ.ص.م الجزائرية متمثلة في حجم المؤسسة، وهيكل أصولها، والضمانات ومعدل نمو المؤسسة وهذا حسب نتائج الدراسات السابقة.

وبهذا نتجه إلى دراسة الحالة في الجزء الموالي من الدراسة (الفصل الخامس) من خلال محاولة دراسة حالة عينة من المؤ.ص.م في ولاية سطيف وإسقاط ما تم دراسته في الفصول النظرية على الواقع العملي.

---

# الفصل الخامس

تفسير قرارات تمويل المؤسسات

الصغيرة والمتوسطة بالقروض

البنكية في ولاية سطيف حسب

نظرية الإشارة

---

## تمهيد:

يعد موضوع تمويل المؤ.ص.م بالقروض البنكية من بين المواضيع التي نالت اهتماما بالغا من خلال مختلف الدراسات النظرية والتطبيقية، خصوصا في اقتصاديات العالم المتقدم، واختلفت نتائج هذه الدراسات باختلاف مكان وظروف انجاز الدراسة، واختلاف المتغيرات الممثلة لعناصر الدراسة وطرق وأساليب قياسها احصائيا. وبعد إبراز مختلف المداخل النظرية المفسرة للهيكل التمويلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من طرف البنوك في ظل عدم تماثل المعلومات، ولاستكمال موضوع الأطروحة في جانبها التطبيقي جاء هذا الفصل لإسقاط الأبعاد النظرية لموضوع البحث على بعض المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

وستتم الدراسة على المؤ.ص.م في ولاية سطيف باعتبارها تنشط في مختلف القطاعات، وعليه سنحاول في هذا الجزء من الدراسة أن نستخدم مجموعة من المتغيرات ونخضعها للتجريب في الواقع العملي على المؤ.ص.م، وندرس مدى تأثير قدرة هذه المتغيرات على تفسيرها مدى لجوء المؤ.ص.مفي الجزائر للاقتراض من البنوك التجارية في ظل عدم تماثل المعلومات بينهما، خلال الفترة الزمنية الممتدة من سنة 2015 إلى 2019، باستعمال نموذج الانحدار المتعدد باستخدام تقنية المربعات الصغرى وأسلوب البيانات الزمنية المقطعية نظرا لملائمة هذه الأساليب لطبيعة بيانات الدراسة.

وللوصول لأهداف الدراسة سنقوم بتقسيم هذا الفصل إلى العناصر التالية:

**المبحث الأول:** التذكير بنتائج الدراسات السابقة

**المبحث الثاني:** صياغة الفرضيات واختيار المتغيرات المفسرة

**المبحث الثالث:** تقدير النموذج وتحليل النتائج

## المبحث الأول: التذكير بنتائج الدراسات السابقة

تنوعت الدراسات التي اهتمت بتمويل المؤ.ص.م خاصة مع بداية عشرية تسعينات القرن الفارط والتي ميزتها موجة التحرير الاقتصادي وتخلي الدول عن المؤسسات الكبيرة وتجزئتها إلى مؤسسات صغيرة ومتوسطة هذه الأخيرة تتميز بندرة الموارد المالية التي تعيقها عن ممارسة نشاطها الاستغلالي بصفة عادية، ويرى العديد من الباحثين في هذا الإطار أن تزايد الأبحاث حول إشكالية تمويل المؤ.ص.م وعوائقها نتج عن تزايد تعداد مؤسسات هذا القطاع وتزايد دورها في زيادة الناتج الداخلي الخام.

يعد جمع الدراسات السابقة والاطلاع عليها من بين أهم الخطوات التي يمكن من خلالها ضمان العمل وفق منهجية سليمة، بالإضافة إلى الاستعانة بأفكار ومنهجية تلك الدراسات لتحقيق أهداف الدراسة واستكمال الجوانب التي وقفت عندها الدراسات السابقة بالإضافة إلى مقارنة النتائج المتوصل إليها مع نتائجها.

ولقد قمنا بجمع مجموعة من الدراسات السابقة التي تناولت تمويل المؤسسات الاقتصادية في ظل عدم تماثل المعلومات حيث سنعرضها باختصار كما يلي:

### المطلب الأول: استعراض الدراسات الأجنبية السابقة

**الدراسة الأولى:** دراسة مارغوليس (1997) والتي كانت تتمحور حول دور البنوك الكندية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، حيث توصلت الدراسة إلى أن البنوك تفضل تمويل المؤسسات ذات الربحية المرتفعة، ومن المعلوم أن علاقة الربحية بالمخاطرة علاقة موجبة، على اعتبار أن المؤسسة تتوقع عائد أعلى من العوائد المتوقعة من طرف البنوك، وبما أن حجم المؤسسة لا يمكنها من تحقيق الضمانات التي تفرضها البنوك وهو ما يؤدي إلى عدم حصولها على التمويل البنكي نظرا لعدم تماثل المعلومات بين المؤسسة والبنك وهذا ما يؤدي بالبنوك إلى تفضيل تمويل المؤسسات الكبيرة بدلا من الصغيرة والمتوسطة، ومن بين الخصائص التي تميز المؤسسات الكبيرة عن نظيرتها الصغيرة والمتوسطة نقص درجة عدم تماثل المعلومات بينها وبين البنوك بسبب قواعد الإفصاح المالي التي يوفرها السوق بالإضافة إلى ارتفاع قيمة أصولها التي تستخدمها كضمانات. وظهر جليا من خلال هذه الدراسة أن العوامل المؤثرة في قدرة حصول المؤ.ص.م على القروض البنكية هي:

- الضمانات المتوفرة؛

- حجم المؤسسة؛

- المردودية المالية؛

- مدى توفر المعلومات حول نشاط المؤسسة.

كما توصلت الدراسة إلى أن للتوزيع الجغرافي للمؤص ص م أثر على إشكالية التمويل، إذ أن المناطق التي تتواجد فيها نسبة كبيرة من المؤسسات مقارنة بالبنوك تعاني مؤسساتها من مشاكل في التمويل أكبر من المناطق التي يكثر فيها عدد البنوك ويقل فيها عدد المؤسسات.

**الدراسة الثانية:** دراسة برغر وأودل عام 1998 حيث تمحورت هذه الدراسة حول اجراء دراسة مقارنة بين مصادر التمويل الخاصة بالمؤسسات الكبيرة والمؤص.ص.م وقد توصل الباحث إلى مجموعة من النتائج نوجزها فيما يلي:

- يؤثر حجم المؤسسة في قرار منح الائتمان للمؤسسة، حيث كلما قل حجم المؤسسة كلما تضاءلت فرصتها في الحصول على القروض البنكية؛

- يؤثر حجم المؤسسة وعمرها عكسيا على نسبة الاعتماد على الائتمان التجاري، حيث كلما قل حجم المؤسسة وعمرها كلما زاد لجوئها إلى طلب مهلة للسداد من الموردين؛

- يؤثر حجم المؤسسة على نسبة الاعتماد على التمويل الذاتي، وهذا لارتفاع درجة المخاطرة من وجهة نظر البنوك التي ترى أن حجم المخاطرة لا يتناسب مع قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها تجاه البنوك.

**الدراسة الثالثة** والتي قام بها (clara cardone-riportella and leonardo cazorla-papis، 2006)

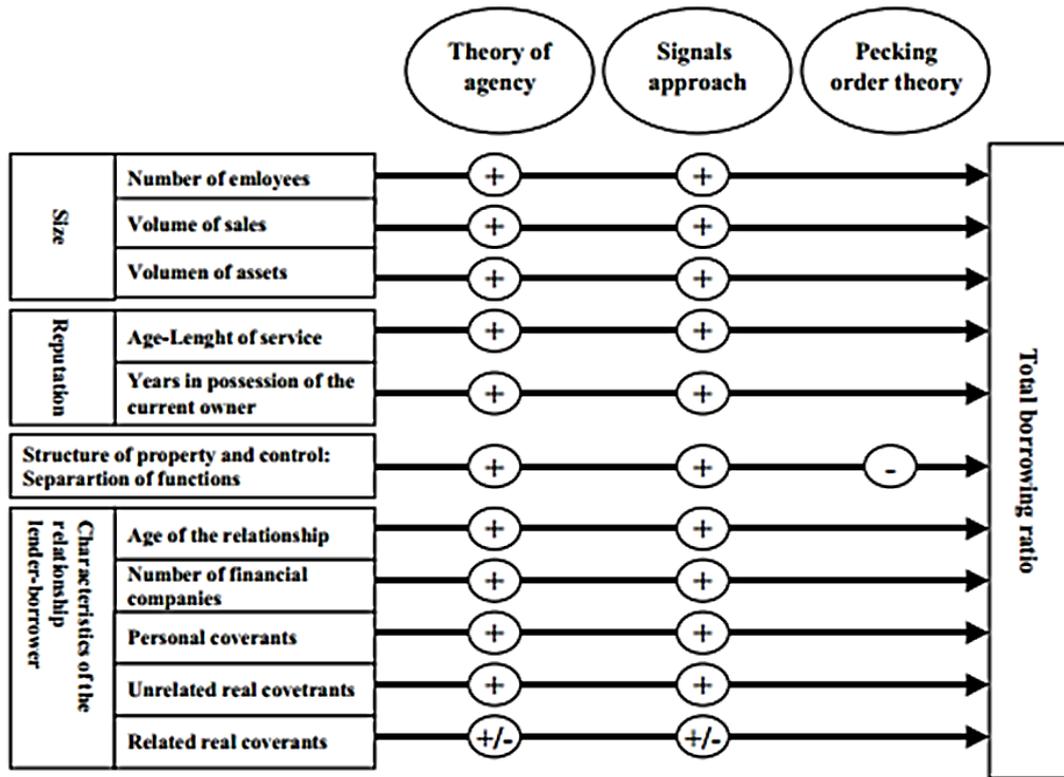
بعنوان المقاربات الجديدة لتحليل هيكل رأس المال الخاص بالمؤص ص وم -دراسة حالة المؤسسات الإسبانية- The new approaches to the analysis of capital structure of sme's: empirical evidence from spanish firms.

والمتوسطة في اسبانيا، أين ارتكزت دراستهما على دور كل من نظرية الإشارة والوكالة في تفسير محددات الهيكل المالي، تضمن الجزء النظري للدراسة كل من نظريات هيكل رأس المال، وقرارات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، أما الجزء التطبيقي فقد تم إجراءه على عينة مكونة من 13200 مؤسسة صغيرة ومتوسطة تنتمي إلى

الدليل الإسباني للشركات، من خلال توزيع استبيان تم إرساله بالبريد الإلكتروني، وتم الحصول على 410 استبيان صحيح فقط. وقد تم اختبار صحة مجموعة الفرضيات حيث تم تحديد العوامل المحددة للهيكل المالي والعلاقة المقترحة بينها وبين نسبة الأموال المقترضة، والشكل الموالي يوضح ذلك:

الشكل رقم (1-5) متغيرات الدراسة

Figure 1. Variables and proposed relationships



source: clara cardone-riportella and leonardo cazorla-papis, The new approaches to the analysis of capital structure of sme's: empirical evidence from spanish firms.

ومن هذا الشكل نلاحظ أن الباحثين قد قاما بتجميع محددات الهيكل التمويلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في ثلاث مجموعات أساسية وهي المعايير المتعلقة بالحجم، المعايير المتعلقة بسمعة المؤسسة، والمعايير المتعلقة بخصائص العلاقة بين المقرض والمقترض.

وتوصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج تمثلت فيما يلي:

- نسبة المؤ.ص.م التي يتم تسييرها من غير الملاك تبلغ 11.48% فقط من مجموع المؤسسات محل الدراسة، أي أن أغلبية المؤ.ص.م تسيير من طرف المالكين وبالتالي لا يوجد فصل واضح بين وظائف الملكية والتسيير، وعدم وجود إرتباط واضح بينها وبين نسبة الأموال المقترضة كما كان مفترض حسب نظرية الإشارة.
- تتميز المؤ.ص.م بثلاث مميزات هي: استحالة استخدام أسواق الاصدار، اعتماد هذا النوع من المؤسسات على القروض البنكية، وجود هيكل للملكية والتسيير يتميز بعدم الفصل بين الوظيفتين. كل هذه المميزات تنطوي على نتيجتين مهمتين، هما: زيادة عدم تماثل المعلومات، وأن نظرية ترتيب أفضل مصادر التمويل نظرية الإشارة هما الملائمتان لإجراء هذه الدراسة.
- فيما يتعلق بالحجم فإن تحليل البيانات لا يؤكد العلاقة النظرية التالية: "كلما كان الحجم أكبر كلما زادت نسبة الاقتراض".
- فيما يتعلق بمتغير الملكية والرقابة: الشركات ذات التخصص الأعلى للوظائف تتمتع بدرجة أقل من الاقتراض، أي أنه توجد علاقة سلبية.
- نفس الشيء بالنسبة لنظرية ترتيب أفضل مصادر التمويل على الرغم من أنها ليست ذات دلالة احصائية في نموذج الاحصاء.
- أخيرا فيما يتعلق بخصائص العلاقة بين المقرض والمقترض، تجدر الإشارة إلى أن الشركات التي تتميز بدرجة أعلى من الاقتراض هي التي تتعامل مع عدد أكبر من المؤسسات المالية.

**الدراسة الرابعة** التي قام بها **bydriss ziane** بعنوان: هيكل الديون في المؤ.ص.م الفرنسية - الدراسة ببيانات البانل - **La structure d'endettement des PME francaises: une étudesur données de panel** تناولت الدراسة الفترة ما بين 1991-1998. وقد شملت الدراسة عينة من المؤ.ص.م الفرنسية. تمثلت متغيرات الدراسة في هيكل الديون أي (مجموع الديون المالية مقارنة بإجمالي الأصول)، متغير الحجم وتم قياسه بحجم العمال، قياس عمر الشركات، لكل سنة، بواسطة متغير ممثل للعمر. يمثل هذا المؤشر رأسمال المعلومات الموجود في الشركة، يتم قياس أداء الشركة من خلال نسبة الربحية يتم تعريف حقوق الملكية على أنها النتيجة الصافية مقارنة بحقوق الملكية للشركة. تمت الدراسة من خلال دراسة قياسية تحليلية هيكل الديون باستخدام

نموذج البيانات المقطعية (بيانات البانل). تم استخراج البيانات المستخدمة في هذه الدراسة من قاعدة بيانات dlsque pour l'analyse économique الذي يحتوي على المعلومات المحاسبية والميزانيات وحسابات النتائج ل781781 مؤسسة فرنسية وفقا لتحديث 1999. توصلت الدراسة إلى تأكيد وجود استراتيجية للإشارة في تكوين القروض البنكية لعينة من 2267 مؤ ص م فرنسية وهذا بالاعتماد على مؤشرات أخرى مثل هيكل الأصول، التمويل الداخلي، السمعة أمام الشركاء التجاريين، والنمو.

**الدراسة الخامسة:** الدراسة التي قام بها Christine Chevallier et Anthony Miloudi سنة 2014 والتي هدفت إلى دراسة محددات هيكل رأس المال الممثلة في حجم المؤسسة والأصول الملموسة وفرص النمو والربحية للمؤ ص م الفرنسية التي تستخدم تكنولوجيا عالية وفقا لنظرية ترتيب مصادر التمويل. وتم إجراء دراسة قياسية بنموذج بيانات البانل على عينة مكونة من 5916 مؤسسة صغيرة ومتوسطة خلال الفترة 2005-2010 توصلت الدراسة إلى أن حجم الأصول الثابتة تلعب دورا أساسيا في مدى قدر المؤسسة على الحصول على القروض البنكية، على اعتبار انه كلما زاد حجم الأصول الثابتة في المؤسسة، كلما أعطى ذلك ضمانا أكبر للبنوك لتمويل استثماراتها بالقروض. كما توصلت إلى وجود علاقة طردية بين حجم المؤسسة وحجم القروض طويلة الاجل في هيكلها المالي. كما أن فرص تحقيق النمو في المؤ.ص.م تنعكس بشكل إيجابي على الاقتراض بشكل عام وعلى القروض طويلة الاجل.

كل هذه الدراسات تؤكد على أهمية الاستراتيجية عن طريق الإشارة في المؤ.ص.م بسبب النقص في الشفافية في المعلومات، الأمر الذي يؤدي إلى وجود عدم تماثل كبير في المعلومات الخاصة بالمؤ.ص.م بين المالكين والمستثمرين الخارجيين وهذا على اعتبار ان أغلبية المؤ.ص.م عائلية يتم تسييرها من طرف المالكين والذين لا يفضلون عادة فتح رأسمال المؤسسة للتداول بهدف عدم إشراك مساهمين جدد والحفاظ على السيطرة وضمان بقاء العائد المحقق حكرا على المالكين القدامى، وهو ما يعد مؤشرا جيدا على قيمة المؤسسة في حالة إقدامها على زيادة نسبة الأموال المقترضة.

## المطلب الثاني: استعراض الدراسات العربية السابقة

الدراسة الأولى: قام بها Bouzid Bouhadiba بعنوان L'effet du partage de l'information sur les contraintes de financement des PME de la région de MENA حيث هدفت الدراسة إلى دراسة أثر مشاركة المعلومات الائتمانية من خلال السجلات الائتمانية على قيود تمويل المؤ.ص.م في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، وانطلقت الدراسة من فرضية مهمة مفادها أن سجلات الائتمان تقلل من قيود التمويل الناتجة عن عدم تماثل المعلومات في علاقة الائتمان بين المؤ.ص.م من جهة والمقرضين من جهة أخرى، والدافع لإجراء هذه الدراسة هو أن المؤ.ص.م في هذه المنطقة تواجه صعوبات أكبر في الوصول إلى التمويل الخارجي مقارنة بالمؤ.ص.م في مناطق أخرى في العالم. استخدمت هذه الدراسة بيانات من البنك الدولي بين عامي 2005 و2010 تتعلق بأكثر من 5000 مؤسسة تعمل في هذه المنطقة بهدف التحقق من تأثير مؤسسات التسجيل الائتماني على الحواجز التي تحول دون وصول المؤ.ص.م للأموال الخارجية.

وأشارت نتائج هذه الدراسة إلى أن مؤسسات سجلات الائتمان العامة والخاصة تعمل على تحسين المعلومات المتاحة عن المؤ.ص.م من خلال جعلها أقل غموضاً في نظر المانحين الخارجيين في علاقة الائتمان. ونتائج تقدير النموذج التجريبي ترى أنه عندما يكون الائتمان الممنوح للقطاع الخاص مرتفعاً في بلد ما، فإن وجود سجل خاص يقلل من شدة الحواجز التي تحول دون الوصول إلى التمويل. وتوصلت الدراسة إلى أن المؤ.ص.م التي تكون جودة بياناتها المالية موثوقة وترسل إشارات للجهات المانحة للائتمان حول إدارتها الجيدة (تحمل شهادة دولية) تجتنب عقبات أقل مقارنة من نظيرتها التي لا تبذل هذا الجهد.

الدراسة الثانية: بعنوان: دراسة تمويل المشاريع الصغيرة والمتوسطة -محددات طلب القرض المصرفي- Financing of small and medium enterprises (SMEs) determinants of bank loan application إعداد الباحثين خالد عبد الصمد، كلثوم عبد الوهاب حيث تم طرح إشكالية الدراسة كما يلي: ماهي العوامل التي تحدد طلب القرض المصرفي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة؟ وتمثلت في أربعة عوامل رئيسية هي رأس المال البشري والمؤسسة واستراتيجية العمل وعدم تماثل المعلومات وهذا ما تضمنه الجزء النظري للدراسة. وقد افترضت الدراسة أنه من المرجح أن تؤثر كل من الضمانات التي تطلبها البنوك على قرارات المالك

(المدير) للتقدم بطلب الحصول على قروض مصرفية. وأن مصدر تمويل المؤسسة الناشئة سيؤثر على تقدم الشركة بطلب الحصول على قرض بنكي. وأنه من المرجح أن المستوى التعليمي للمالك وخبرته وخطة عمل المؤسسة وحجمها وفوائد القروض يؤثر على طلب الحصول على قروض مصرفية. حيث تم اجراء مسح للمؤ ص م المختارة البالغ عددها 530 بناء على حجم المؤسسة من (1-50 موظفا) تنتمي لقطاعات مختلفة من الاقتصاد. حيث تم جمع 364 استبيانا صالحا للدراسة.

وتمثل الهدف الرئيسي للورقة البحثية في تطوير نموذج قرض مصرفي يعتمد على قابلية التطبيق، ثم تطوير النموذج باستخدام طريقة كمية مقترنة بنتائج اختبار استنتاجي افتراضي مطبق على البيانات الأولية لطلبات القروض التي تم جمعها من الاستبيانات.

وأشارت نتائج الإنحدار إلى أن خبرة المالك ليس لها علاقة كبيرة بميل المؤسسة للتقدم بطلب للحصول على قرض مصرفي. كما أن المستوى التعليمي للمالك وحجم المؤسسة والضمانات وفائدة القروض مرتبطة بشكل سلمي بميل المؤسسة للتقدم بطلب الحصول على قرض مصرفي. وتبين أن خطة عمل المؤسسة وقصر مدة العلاقة مع البنوك والمصارف ترتبط بشكل إيجابي بتقدم المؤسسة بطلب للحصول على قرض مصرفي.

الدراسة الثالثة: قام بها معيزة مسعود أمير بعنوان نظرية الإشارة كمدخل لتفسير محددات التمويل بالقروض الاستثمارية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في ظل ظروف عدم تماثل المعلومات-دراسة حالة عينة من المؤ.ص.مفي الجزائر- حيث طرح الإشكالية التالية:

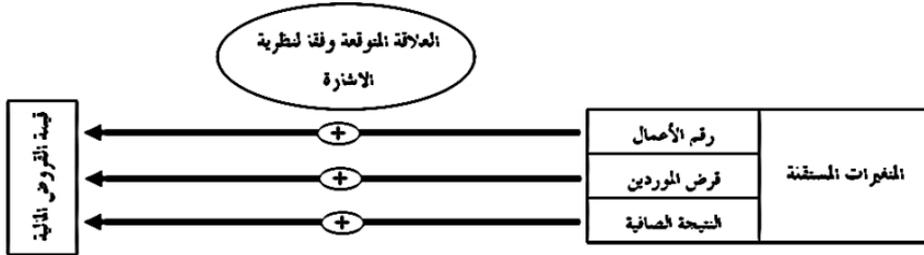
إلى أي مدى يمكن لنظرية الإشارة أن تفسر محددات التمويل بالقروض الاستثمارية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر؟

وقام باختبار فرضيات الدراسة من خلال التركيز على محددات الهيكل المالي كما جاءت وفقا لنظرية الإشارة كما يلي:

- هناك علاقة طردية بين قيمة رقم الأعمال وقيمة الأموال المقترضة في الهيكل المالي للمؤ ص وم.
- هناك علاقة طردية بين قيمة قروض الموردين وقيمة الأموال المقترضة في الهيكل المالي للمؤ ص وم.
- هناك علاقة طردية بين قيمة النتيجة الصافية وقيمة الأموال المقترضة في الهيكل المالي للمؤ ص وم.

تم تلخيص فرضيات البحث ومتغيراته في الشكل الموالي:

الشكل رقم (5-2): متغيرات الدراسة والعلاقة المفترضة بينها



المصدر: (معيزة م.، 2016، صفحة 125)

تمت الدراسة على مجموعة من المؤ.ص.م في الجزائر، خلال الفترة 2010-2012. وشملت محاور الدراسة كلا من معوقات تطوير المؤ.ص.م والإطار النظري للعلاقة بين الهيكل المالي وحجم المؤسسة إضافة إلى محددات الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في ظل ظروف عدم تماثل المعلومات. وأخيرا دراسة ميدانية حول المؤ.ص.م في الجزائر وتم الحصول على الميزانيات وجدول النتيجة من المركز الوطني للسجل التجاري، وقد تم تقدير البيانات بطريقة المربعات الصغرى. وتوصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج نوجزها فيما يلي:

- إستراتيجية الإشارة يمكن أن تتم بالاعتماد على العديد من المؤشرات منها حجم المؤسسة، السمعة أمام الشركاء التجاريين، مدى قدرة المؤسسة على تحقيق نتائج إيجابية؛
- الوصول إلى علاقة طردية بين قيمة القروض المالية وقيمة قروض الموردين، مما يشير إلى احتمال اعتبار قيمة قرض المورد وبالتالي سمعة المؤسسة أمام الشركاء التجاريين كمؤشر على القدرة الاقتراضية للمؤ.ص.م في الجزائر مما يؤدي إلى التوسع في استعمال القروض المصرفية في تمويل أصولها؛
- توصلت الدراسة أيضا إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين قيمة القروض المالية وكل من النتيجة الصافية وقيمة رقم الأعمال في حين أنه من المفترض أن تكون هناك علاقة طردية على اعتبار أنه كلما حققت المؤسسة نتيجة صافية أكبر كلما أدى ذلك إلى زيادة قدرتها على الحصول على القروض. في نفس الوقت تم التوصل إلى أنه كلما زاد حجم المؤسسة كلما أدى ذلك إلى زيادة قدرتها الاقتراضية، واقترح

الباحث تفسيراً لهذه النتائج تمثل في انعدام رغبة مسيري المؤ.ص.م إلى اللجوء إلى القروض البنكية لتمويل استثماراتهم واعتمادهم على الموارد الداخلية.

**الدراسة الرابعة:** الدراسة التي قام بها Adouka Lakhdar et autres بعنوان *Décision bancaire sous asymétrie informationnelle* سنة 2015 حيث كان الهدف من هذه المقالة هو دراسة تمويل المؤ.ص.م في ظل عدم تماثل المعلومات، حيث ومن أجل دراسة أهمية وتأثير عدم تماثل المعلومات في اتخاذ القرار بشأن منح الائتمان تم دراسة عينة مكونة من 04 مؤسسات صغيرة ومتوسطة ممولة من البنك الوطني الجزائري بوكالة معسكر، حيث استفادت هذه المؤسسات من مختلف الاعتمادات الاستثمارية والتشغيلية وحاولت الدراسة شرح خصوصيات كل حالة وقرار البنك في كل مرة. وأظهرت الدراسة أن البنوك وعند تحديدها لشروط الائتمان البنكي للمؤ.ص.م تولى أهمية خاصة لحجم المؤسسة ونتائجها المالية، والخصائص الشخصية للمقرض والمقترض والتزامه الشخصي وكذلك جودة علاقة العمل التي يتم الحفاظ عليها مع المؤسسة وقبل كل شيء توفر المعلومات.

ومن خلال الدراسات السابقة نحاول تلخيص متغيرات الدراسة المستقلة وعلاقتها بالمتغير التابع وفقاً للجدول الموالي:

الجدول رقم (5-1): يوضح متغيرات الدراسات السابقة

الدراسة	المتغير المستقل	علاقتها بحجم القروض/ المتغير التابع
دراسة مارغوليس عام 1977	الضمانات المتوفرة، حجم المؤسسة، المردودية المالية، مدى توفر المعلومات حول نشاط المؤسسة، التوزيع الجغرافي للمؤ.ص.م	طردية
دراسة برغر وأودل عام 1998	حجم المؤسسة	كلما قل حجم المؤسسة كلما تضاءلت فرصتها في الحصول على القروض.
	عمر المؤسسة وحجمها	يؤثر عمر وحجم المؤسسة عكسياً على نسبة الاعتماد على الائتمان التجاري حيث كلما قل حجم المؤسسة، كلما زاد لجوءها إلى طلب مهلة للسداد من الموردين.
	حجم المؤسسة	يؤثر على نسبة الاعتماد على التمويل الذاتي لارتفاع درجة المخاطرة من وجهة نظر البنوك.

الفصل الخامس: تفسير قرارات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالقروض البنكية في ولاية سطيف حسب نظرية الإشارة

العلاقة وفقا لنظرية الوكالة، والإشارة وترتيب مصادر التمويل: موجبة	متغيرات الحجم: عدد الموظفين، حجم المبيعات، حجم الأصول	Clara cardone riportella et leonardo cazorla papis 2006
العلاقة موجبة وفقا للنظريات الثلاث	متغير سمعة المؤسسة	
العلاقة موجبة بالنسبة لنظريتي الوكالة والإشارة وسالبة لنظرية ترتيب مصادر التمويل	فصل الملكية عن التسيير	
موجبة	العلاقة بين المقرض والمقترض	
طردية بحجم القروض في الهيكل المالي	حجم الأصول الثابتة، حجم المؤسسة، فرص النمو، الربحية	Christine Chevallier et Anthony Miloudi سنة 2014
موجبة	الحجم، عمر المؤسسة، نسبة الربحية	Ydrisse Ziane
العلاقة موجبة، حيث أن مشاركة المعلومات الائتمانية يزيد من فرص حصول المؤ.ص. على القروض البنكية.	مشاركة المعلومات الائتمانية من خلال السجلات الائتمانية	Bouzid Bouhadiba 2015
كلها سلبية ما عدا حجم المؤسسة وقصر مدة العلاقة	الضمانات المطلوبة، مصدر تمويل المؤسسة الناشئة، المستوى التعليمي، خبرة المالك، خطة عمل المؤسسة، حجم المؤسسة، فوائد القروض، قصر مدة العلاقة	خالد عبد الصمد وكثوم عبد الوهاب
عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية	رقم الأعمال	معيزة مسعود أمير
علاقة طردية	قروض الموردين	
من المفترض طردية	النتيجة الصافية	
علاقة طردية	رقم الأعمال	

المصدر: من إعداد الطالبة.

من الجدول السابق نلاحظ أن المتغيرات المستقلة للدراسات السابقة تختلف من دراسة لأخرى، حيث اعتمدت بعض الدراسات على البيانات المالية والمحاسبية المستخرجة من القوائم المالية للمؤسسة منها معيار حجم الأصول، نمو المؤسسة، الربحية... الخ، كما نجد أن بعض الدراسات اعتمدت على متغيرات نوعية والتي تم الحصول على بياناتها من خلال استبيان كما هو الحال لمتغيرات خصوصية العلاقة بين المقرض والمقترض، خبرة المالك ومستواه الدراسي، سمعة المؤسسة....

## المبحث الثاني: صياغة الفرضيات واختيار المتغيرات المفسرة

سنقوم في هذا الجزء من الدراسة بتكوين مجموعة من الفرضيات الخاصة بنموذجي الدراسة والتي تم بناءها بالاعتماد على الدراسات الميدانية السابقة العربية والأجنبية والتي سبق لنا وقد ذكرناها في المبحث السابق من أجل اختبارها على مجموعة المؤ.ص.م محل الدراسة. بالإضافة إلى اختيار المتغيرات الخاصة بدراستنا وتعريفها، حيث أنه إذا علمنا أن هيكل التمويل لأي مؤسسة يعبر على المزيج التمويلي الموجه لتمويل الأصول الدائمة، فإن الهيكل التمويلي هو المزيج بين الأموال طويلة الأجل المثلة في الأموال الخاصة والقروض طويلة الأجل، وعليه ستكون فرضيات الدراسة ومتغيراتها كما يلي:

### المطلب الأول: صياغة الفرضيات وبناء نماذج الدراسة

سنقوم من خلال هذا المطلب بصياغة فرضيات الدراسة ونماذجها بناء على نتائج الدراسات السابقة التي تعرضنا لها في المبحث السابق:

### الفرع الأول: فرضيات الدراسة

من خلال هذه الدراسة الميدانية سنقوم بالتركيز على محددات الهيكل التمويلي للمؤ.ص.م وفقا لما جاء في نظرية الإشارة نظرا لملاءمتها للمحيط المؤسسي في الاقتصاد الجزائري حيث نجد أن أغلب المؤ.ص.م في الجزائر ذات طابع عائلي، وتحاول دوما تجنب اشراك مساهمين جدد، إضافة إلى أن المحيط الاقتصادي يمتاز بدرجة كبيرة من عدم تماثل المعلومات بين مالكي/مسيري المؤ.ص.م والمتعاملين الاقتصاديين الخارجيين؛ على اعتبار أن المؤ.ص.م الجزائرية غير ملزمة بالإفصاح المحاسبي بشكل دوري، الأمر الذي يصعب على المستثمرين الخارجيين معرفة القيمة السوقية الفعلية للمؤسسة.

وعلى اعتبار أن نظرية الإشارة تشير إلى أن استراتيجية الإشارة التي تنتهجها المؤسسة تكون موجهة للمستثمرين الخارجيين والمتمثلين في المساهمين الجدد والتي تقوم على فرض وجود سوق مالي كفاء يمتاز بانعدام تكاليف المعاملات مما يسمح للمؤسسة بإصدار اسهم دون تحمل تكاليف للإصدار، إلا أنه لا توجد مؤ.ص.م جزائرية مدرجة في البورصة، الأمر الذي يجعل استراتيجية الإشارة موجهة للمستثمرين الخارجيين والمتمثلين في البنوك التجارية على منحها القروض الاستثمارية، كما يمكن اعتبار قيمة الأصول الجارية والأصول غير الجارية

ورقم الأعمال السنوي المحقق من طرف المؤسسة كدليل على حجم نشاط المؤسسة في محيطها الخارجي. بالإضافة إلى قيمة قروض الموردين في هيكل الخصوم التي ينظر إليها كدليل على سمعة المؤسسة في محيطها الخارجي وقدرتها على الوفاء بالتزاماتها أمام الموردين.

يمكننا اعتبار بعض النسب كنسب معبرة على سمعة المؤسسة الجيدة أمام المستثمرين الخارجيين، مثل نسبة السيولة العامة التي تؤكد على قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل وأنها قادرة على الاستمرار في نشاطها إذا ما كانت قيمتها أكبر من الواحد. ونسبة قدرة التسديد التي تعبر عن قدرة المؤسسة على تمويل استثماراتها الجديدة وتسديد ديونها بالاعتماد على مواردها الذاتية، بالإضافة إلى نسبة المردودية المالية. ولهذا يمكننا طرح الفرضيات التالية:

الفرضية الأولى: H1 يمكن تفسير قرارات التمويل في المؤ.ص.م وفقا لنظرية الإشارة بالاعتماد على المعايير المتعلقة بالحجم، المعايير المتعلقة بسمعة المؤسسة. حيث تعتبر هذه المعايير كإشارة عن القدرة الاقتراضية للمؤسسات مما يؤدي إلى التغير في نسبة الأموال المقترضة في الهيكل المالي. تتجزأ هذه الفرضية إلى الفرضيات الفرعية التالية:

الفرضية الفرعية الأولى: H1-1 زيادة حجم إجمالي الأصول يعتبر كإشارة جيدة عن قدرتها على تقديم ضمانات كافية مما يؤدي إلى زيادة نسبة الأموال المقترضة في الهيكل المالي للمؤ.ص.م الجزائرية.

الفرضية الفرعية الثانية H1-2 زيادة حجم المبيعات هو إشارة إيجابية في زيادة نسبة الاقتراض في الهيكل المالي.

الفرضية الثانية: H2 يمكن تفسير قرارات التمويل في المؤ.ص.م وفقا لنظرية الإشارة بالاعتماد على المعايير المتعلقة بسمعة المؤسسة، والمثلة بحجم قيمة الموردون والحسابات الملحقه حيث يعتبر هذا المعيار كإشارة عن القدرة الاقتراضية للمؤسسات مما يؤدي إلى التغير في نسبة الأموال المقترضة في الهيكل المالي.

الفرضية الثالثة: H3 يمكن تفسير قرارات التمويل في المؤ.ص.م وفقا لنظرية الإشارة بالاعتماد على المعايير المتعلقة بسمعة المؤسسة، والمثلة بمجموعة من النسب حيث تعتبر هذه المعايير كإشارة عن القدرة الاقتراضية للمؤسسات مما يؤدي إلى التغير في نسبة الأموال المقترضة في الهيكل المالي. تتجزأ هذه الفرضية إلى الفرضيات الفرعية التالية:

الفرضية الفرعية الأولى: H3-1 زيادة قيمة نسبة السيولة العامة (أكبر من 1) يعتبر كإشارة جيدة عن قدرتها على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل والاستمرار في نشاطها مما يؤدي إلى زيادة نسبة الأموال المقترضة في الهيكل المالي للمؤسسة الجزائرية.

الفرضية الفرعية الثانية H3-2 انخفاض نسبة القدرة على التسديد (أقل من 3) يعتبر كإشارة إيجابية عن قدرتها على تمويل استثماراتها الجديدة وتسديد ديونها بالاعتماد على الموارد الذاتية مما يؤدي إلى زيادة نسبة الاقتراض في الهيكل المالي.

الفرضية الفرعية الثالثة H3-3 زيادة قيمة المردودية المالية للمؤسسة يعبر على قدرتها على تحقيق الأرباح بصفة دائمة في إطار نشاطها وهو إشارة إيجابية في زيادة نسبة الاقتراض في الهيكل المالي.

### الفرع الثاني: نماذج الدراسة

تم تقدير نماذج الدراسة بناء على البيانات المتحصل عليها من المركز الوطني للسجل التجاري للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بولاية سطيف والتي تنشط في القطاع الصناعي، وتم استخدام نماذج الانحدار الخطي المتعدد بالاعتماد على منهج بيانات السلاسل الزمنية المقطعية للتعبير عن العلاقة المحتملة بين المتغير التابع والمتغيرات المفسرة وتعرض الأشكال الموالية النماذج الوصفية للعلاقة بين متغيرات الدراسة.

الشكل رقم (5-3): النموذج الأول

### المتغيرات المفسرة

سمعة المؤسسة: معبرا عنها بقيمة

الموردين والحسابات الملحقه

حجم المؤسسة: معبرا عنها بكل من:

- مجموع الأصول

- رقم الأعمال خارج الرسم

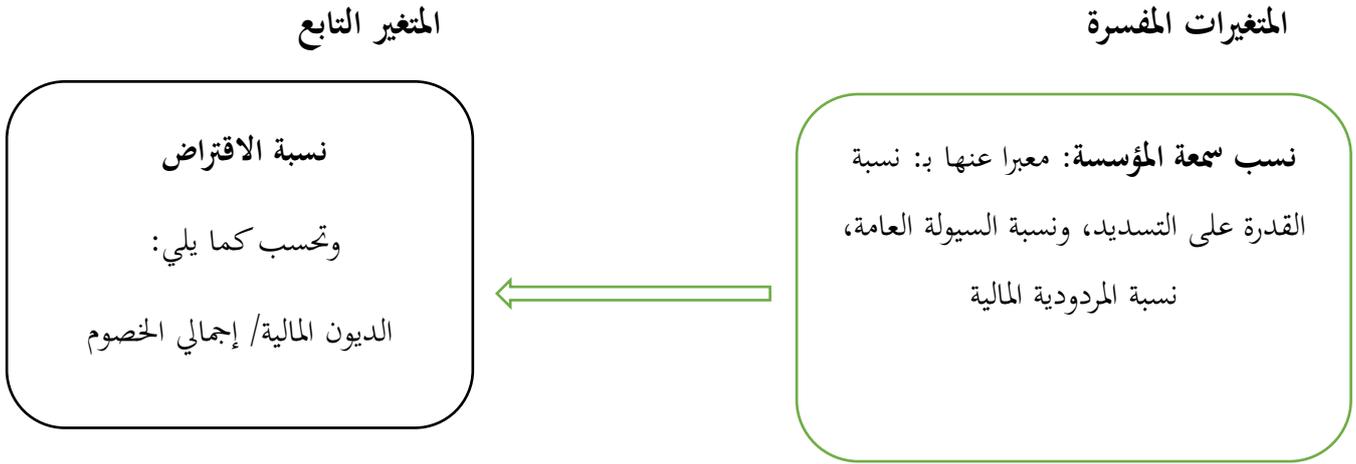
نسبة الاقتراض

وتحسب كما يلي:

الديون المالية/ إجمالي الخصوم

المصدر: من إعداد الطالبة.

الشكل رقم (5-4): النموذج الثاني



المصدر: من إعداد الطالبة.

الفرع الثالث: عينة الدراسة

تم الحصول على البيانات المستعملة في هذه الدراسة من المركز الوطني للسجل التجاري، الذي يوفر الميزانيات وجدول حساب النتيجة لجميع المؤسسات في ولاية سطيف وقد تم اختيار العينة الخاصة بالدراسة وفق المعايير التالية:

- لا يتجاوز رقم أعمالها السنوي 2 مليار دينار؛
- المؤسسات الناشطة في القطاع الصناعي فقط؛
- الاعتماد على المؤسسات التي تم الإعلان عن حساباتها خلال السنوات من 2015 إلى غاية سنة 2019؛
- عدم الأخذ بعين الاعتبار كل الميزانيات وجداول حساب النتائج التي تمتاز بنقص في المعلومات؛
- حذف البيانات المتطرفة.

في النهاية تم الحصول على بيانات 195 مؤسسة للنموذج الأول و 161 مؤسسة للنموذج الثاني.

## المطلب الثاني: اختيار متغيرات الدراسة

بالاعتماد على ما جاء في مضمون نظرية الإشارة وآخذين بعين الاعتبار الخصائص التي تميز المؤ.ص.م الجزائرية وبعد تحديد فرضيات الدراسة، سنقوم بترجمتها في شكل متغيرات لمدى تأثير نظرية الإشارة في تفسير تمويل المؤ.ص.م الجزائرية بالقروض البنكية، حيث تم بناءها وفقا للدراسات الميدانية السابقة مما جعلها تتسم بالموضوعية. وقد قمنا بجمع البيانات على أساس أن النموذج الأول مكون من متغير تابع متمثل في نسبة الاقتراض وسبعة (7) متغيرات مفسرة متمثلة في كل من قيمة قروض الموردين والحسابات الجارية، قيمة الأصول الجارية، قيمة الأصول غير الجارية، قيمة رقم الأعمال، قيمة إجمالي فائض الاستغلال والقيمة المضافة وقيمة النتيجة الصافية. وعلى أساس أن النموذج الثاني مكون من متغير تابع متمثل في نسبة الاقتراض وستة (6) متغيرات مفسرة متمثلة في نسبة السيولة العامة، ونسبة الملاءة، ونسبة القدرة على التسديد ونسبة وزن الأعباء المالية والمردودية المالية ومعدل الربحية الإجمالي، ولكن وعند الاستعانة بالعديد من الأساتذة المختصين في الاقتصاد القياسي فقد تم تنبيهنا إلى أن النموذج لن ينجح لأن عدد درجات الحرية لن تسمح بتطبيقه بسبب قلة عدد السنوات، لذا وجب علينا التخلي على مجموعة من المتغيرات واكتفينا بالمتغيرات الآتي ذكرها والتي قمنا بتقسيمها حسب حالتين أساسيتين نستعرضهما فيما يلي:

### الفرع الأول: الحالة الأولى

#### أولاً: اختيار المتغير التابع

تقيس نسبة الاقتراض ونرمز لها بالرمز DTF مدى اعتماد المؤسسة على القروض أو أموال الغير في تمويل احتياجاتها، ويتم حسابه وفقا للعلاقة التالية:

$$\text{نسبة الاقتراض} = \frac{\text{الديون المالية}}{\text{إجمالي الخصوم}}$$

$$\text{مع: الديون المالية} = \text{القروض والديون المالية} + \text{خزينة الخصوم}$$

اختيار المتغيرات المفسرة:

سمعة المؤسسة: وسيتم قياسها من خلال قيمة الموردين والحسابات الملحقمة ونرمز لها بالرمز F.

حجم المؤسسة: وسيتم قياسه من خلال مجموع الأصول ASS، ورقم الأعمال خارج الرسم ونرمز له بالرمز CA.

### الفرع الثاني: الحالة الثانية

سنقوم من خلالها ببناء نموذج الدراسة بالاعتماد على النسب المالية، وبالاعتماد على المبالغ بالقيمة الصافية

### أولاً: اختيار المتغير التابع

سنقوم من خلالها ببناء نموذج الدراسة بالنسب المالية، حيث سنلقي على نفس المتغير التابع والمتمثل في نسبة الاقتراض.

ثانياً: اختيار المتغيرات المفسرة: وتمثل فيما يلي:

نسبة السيولة العامة: نرمز لها بالرمز RLG ويتم من خلالها تقييم مدى قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل والاستمرار في نشاطها وتحسب كما يلي:

---

$$\text{نسبة السيولة العامة} = \frac{\text{الأصول الجارية}}{\text{الخصوم الجارية}}$$

---

نسبة القدرة على التسديد: ونرمز لها بالرمز CR تعبر عن قدرة المؤسسة على تمويل استثماراتها الجديدة وتسديد ديونها بالاعتماد على مواردها الذاتية، وتحسب كما يلي:

---

$$\text{نسبة القدرة على التسديد} = \frac{\text{الديون المالية الصافية}}{\text{قدرة التمويل الذاتي}}$$

---

مع:

$$\text{الديون المالية الصافية} = \text{الديون المالية} - \text{الموجودات وما يماثلها}$$

$$\text{قدرة التمويل الذاتي} = \text{النتيجة الصافية للأنشطة العادية} + \text{مخصصات الاهتلاكات والمؤونات وخسائر}$$

$$\text{القيمة} - \text{استرجاع على خسائر القيمة والمؤونات}$$

---

المردودية المالية: ونرمز لها بالرمز RF وتحسب كما يلي:

المردودية المالية = النتيجة الصافية للأنشطة العادية / الأموال الخاصة المعدلة

حيث: الأموال الخاصة المعدلة = رؤوس الأموال الخاصة - النتيجة الصافية

### الفرع الثالث: تقدير النموذج الرياضي

بعد اختيار المتغيرات نقوم باختبار فرضيات البحث باستخدام البيانات المالية والمحاسبية للمؤسسة م محل الدراسة ولقد تم الاعتماد في تحديد الصيغة الرياضية للنموذجين على الدراسات السابقة حيث تم اختيار النموذجين الرياضيين التاليين:

$$DTF_i = \alpha_0 + \alpha_1 F + \alpha_2 ASS + \alpha_3 CA + \varepsilon_i$$

حيث أن  $i$  يمثل عدد المؤسسات من 1 إلى 195.

و  $\varepsilon_i$  هي القيمة المتبقية

$$DTF_i = \alpha_0 + \alpha_1 RLG + \alpha_2 CR + \alpha_3 RF + \varepsilon_i$$

حيث أن  $i$  يمثل عدد المؤسسات من 1 إلى 161.

و  $\varepsilon_i$  هي القيمة المتبقية

### الفرع الرابع: خطوات تقدير نماذج بيانات البانل

من أجل إعداد دراستنا القياسية سنعتمد على الخطوات التالية:

- الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة.
- الارتباط بين المتغيرات التفسيرية للدراسة.
- اختبارات الاستقرار لمتغيرات النموذج.
- اختبارات التجانس.
- تقدير النماذج الثلاثة لبانل.

- المفاضلة بين النماذج الثلاثة لبائل من خلال اختباري فيشر وهوسمان.
- التحليل الاحصائي والاقتصادي لنتائج التقدير الخاصة بالنموذج المناسب.

### المبحث الثالث: نتائج الدراسة

سيتم في هذا الجزء إعداد دراسة حول تمويل المؤ.ص.مبولاية سطيف في ظل عدم التماثل بينها وبين البنوك خلال الفترة الممتدة من 2015 إلى غاية 2019 باستعمال بيانات البائل مع مراعاة أن يتم اتباع كل خطوات الدراسة القياسية السليمة. حيث سيتم إجراء التحليل الوصفي، ومصفوفة الارتباط واختبار التجانس واختبارات الاستقرار، ثم تقدير النماذج الثلاثة واختيار النموذج الملائم للدراسة، وهذا سيكون لكلا النموذجين.

#### المطلب الأول: نتائج الدراسة للنموذج الأول (بالمبالغ الإجمالية)

سنستعرض من خلال هذا الجزء من الدراسة مختلف نتائج الدراسة الخاصة بالنموذج الأول والذي تم من خلاله دراس العلاقة بين المتغير التابع والممثل بنسبة الاقتراض والمتغيرات المفسرة والمتمثلة في قيمة الموردین وقيمة إجمالي الأصول، حيث سنطرق إلى التحليل الوصفي لنموذج الدراسة ومصفوفة الارتباط بين المتغيرات وأجراء اختبار التجانس واختبار الاستقرار، ثم تقدير النماذج الثلاثة واختيار النموذج الملائم.

#### الفرع الأول: التحليل الوصفي لمجموعة الدراسة للنموذج الأول (بالمبالغ الإجمالية الصافية)

بالاعتماد على برنامج E-views10 تحصلنا على النتائج التالية:

الجدول رقم (5-2): التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة

المتغيرات	المتوسط	الانحراف المعياري	القيمة الدنيا	القيمة القصوى
<b>DTF</b>	0,13	0,26	0	5
<b>F</b>	$710 \times 6,25$	$810 \times 2,48$	0	$910 \times 3,98$
<b>ASS</b>	$810 \times 4,61$	$910 \times 1,14$	0	$1010 \times 1,64$
<b>CA</b>	$810 \times 2,95$	$810 \times 8,32$	0	$910 \times 9,38$

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات Eviews10.

يوضح الجدول السابق الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة حيث يبين كل من المتوسط والوسيط والقيمة القصوى وأدنى قيمة والانحراف المعياري للمتغيرات.

### الفرع الثاني: الارتباط بين المتغيرات التفسيرية

يمكننا من خلال اختبار مصفوفة الارتباط بين المتغيرات التفسيرية أن نقوم بتحديد أزواج الارتباط الممكنة بين هذه المتغيرات، وبالتالي نتأكد من خلو النموذج من أهم المشاكل التي يمكن أن تحدث عند تقدير نموذج بيانات البانل. إذ أن معاملات الارتباط المتعدد تكون ذات صلة بالانحدار الخاص بكل متغير مستقل بالنسبة لباقي المتغيرات التفسيرية والتي يتم حسابها عن طريق استخدام برامج الاقتصاد القياسي، وعند استخدامنا لبرنامج E-views10 تحصلنا على النتائج التالية:

الجدول رقم (3-5): مصفوفة الارتباط بين متغيرات النموذج

Correlation				
t-Statistic				
Probability	DTF	ASS	CA	F
<b>DTF</b>	1.000000			
	-----			
	-----			
<b>ASS</b>	0.080411	1.000000		
	2.516400	-----		
	0.0120	-----		
<b>CA</b>	0.057344	0.619899	1.000000	
	1.791670	24.64248	-----	
	0.0735	0.0000	-----	
<b>F</b>	0.023153	0.504898	0.439440	1.000000
	0.722399	18.24567	15.25977	-----
	0.4702	0.0000	0.0000	-----

المصدر: من مخرجات برنامج Eviews10.

من الجدول أعلاه نلاحظ أن مصفوفة الارتباط بين المتغيرات التفسيرية توضح النتائج التالية:

- وجود علاقة ارتباط موجبة بين كل المتغيرات؛
- وجود علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية بين نسبة الاقتراض ورقم الأعمال بحيث قدر معامل الارتباط بينهما بـ 0.057؛

- وجود علاقة ارتباط موجبة بين المتغير التابع نسبة الاقتراض والمتغير المفسر الموردون والحسابات الملحقة وقدر معامل الارتباط بينهما ب0,023
- وجود علاقة ارتباط موجبة بين المتغير التابع نسبة الاقتراض والمتغير المفسر قيمة إجمالي الأصول وقدر معامل الارتباط بينهما ب0,080.

### الفرع الثالث: اختبارات الاستقرار لبيانات البانل

لتقدير نماذج بيانات البانل يتوجب علينا أولاً أن نقوم بدراسة استقرارية السلاسل الزمنية والمقطعية لمختلف المتغيرات الخاصة بنموذج الدراسة، ثم نتقل بعدها إلى دراسة العلاقات طويلة الأجل واختبارات التكامل المتزامن للمتغيرات التي لها نفس درجة التفاضل، بحيث يتم ذلك عن طريق استخدام مجموعة من الاختبارات المطورة لتحليل وفحص جذر الوحدة لبيانات البانل.

ويجب هنا اجراء اختبار استقرارية السلاسل الزمنية والمقطعية من خلال الاعتماد على مختلف الاختبارات الأكثر استخداماً وشيوعاً والمتمثلة في اختبارات Fisher-ADF, IPS, LLC، بهدف الكشف عن خواص السلاسل الزمنية للمتغيرات المدروسة لنموذج البانل، بحيث قمنا بتطبيق هذه الاختبارات على كل متغيرة على حدى وتوصلنا إلى النتائج المبينة في الجدول الموالي:

الجدول رقم (4-5): نتائج اختبارات Fisher-ADF, IPS, LLC لدراسة استقرارية معطيات البانل

البيان	نوع الاختبار	عند المستوى I(0) Level	عند التفاضل الأول I(1)1st Difference
نسبة الاقتراض	LLC	-29,6362 (0,000)	-344,780 (0,000)
	IPS	-3,0 (0,000)	-
	ADF	333,520 (0,000)	439,760 (0,000)
الموردون والحسابات الملحقة	LLC	-37,4365 (0,000)	-119,339 (0,000)
	IPS	-1,1 (0,000)	-
	ADF	525,584 (0,000)	650,770 (0,000)
	LLC	-127.901	-1761.43

(0,000)	(0,000)		إجمالي الأصول
-	-18,5484 (0,000)	IPS	
775,471 (0,000)	512,385 (0,000)	ADF	رقم الأعمال خارج الرسم
-129,787 (0,000)	-37,8664 (0,000)	LLC	
-	-5,9 (0,000)	IPS	
819,772 (0,000)	455,687 (0,000)	ADF	

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews10.

ملاحظة: القيم الأولى في الجدول توضح الإحصائية (Statistic)، بينما تعبر القيم التي بين قوسين على قيمة الاحتمال لكل إحصائية.

من خلال النتائج التي تظهر في الجدول السابق نلاحظ بوضوح غياب جذور الوحدة على مستوى جميع متغيرات الدراسة عند المستوى، وعند التفاضل وهو ما يشير إلى استقرار هذه المتغيرات.

#### الفرع الرابع: اختبار التجانس

إن إجراء اختبار مواصفات النموذج (متجانس أم لا) مهم جدا لتحديد هيكل بيانات البانل، ومن أجل ذلك فإن اختبار هاسيو (Hsiao,1986) يجب على إشكالية هل تصلح البيانات المتاحة لتقدير نماذج بيانات بانل التقليدية، وهي التي تسمح بتجميع المعالم المفسرة لسلوك متغيرات الدراسة في معادلات متجانسة. يقترح هاسيو فرضيات تسلسلية تسمح بتحديد مدى تجانس البيانات من عدمها، ويمكن تبسيط هذه الفرضيات كما يلي: (الداودي ، بولرباح ، و خويلد ، 2021 ، صفحة 157)

#### - الفرضية المركبة الأولى:

$H_0$ : بانل متجانس كلية

$H_1$ : الانتقال إلى الفرضية المركبة الثانية

#### - الفرضية المركبة الثانية:

$H_0$ : الانتقال إلى الفرضية المركبة الثالثة

H<sub>1</sub>: بانل غير متجانسة كلياً

- الفرضية المركبة الثالثة:

H<sub>0</sub>: بانل متجانس كلية

H<sub>1</sub>: بانل متجانس جزئياً

الجدول رقم (5-5): نتائج اختبار التجانس لمتغير الموردون والحسابات الملحقه			الجدول رقم (5-5): نتائج اختبار التجانس للنموذج		
Hypotheses	F-Stat	P-Value	Hypotheses	F-Stat	P-Value
H1	10.16572	5.2E-132	H1	6.479293	5.83E-42
H2	4.164419	1.63E-40	H2	2.565757	9.00E-14
H3	9.041665	5.8E-112	H3	8.385425	4.3E-104
المصدر: من مخرجات برنامج E-views10.			المصدر: من مخرجات برنامج E-views10.		

الجدول رقم (5-8): نتائج اختبار التجانس لمتغير رقم الأعمال			الجدول رقم (5-7): نتائج اختبار التجانس لمتغير مجموع الأصول		
Hypotheses	F-Stat	P-Value	Hypotheses	F-Stat	P-Value
H1	7.550286	1.9E-103	H1	7.730920	1.3E-105
H2	2.592123	1.73E-18	H2	2.931650	2.64E-23
H3	8.957013	5.5E-111	H3	8.460327	4.0E-105
المصدر: من مخرجات برنامج E-views10.			المصدر: من مخرجات برنامج E-views10.		

من خلال الجداول الأربعة السابقة نلاحظ ما يلي:

- اختبار التجانس للنموذج: نلاحظ من خلال الجدول رقم (5-5) الذي يوضح لنا اختبار هاسيو للتجانس أن الفرضية الثانية هي الأهم وتوافق القيمة الاحتمالية لإحصائية فيشر قيمة أقل من درجة المعنوية 5%، مما يدل على وجود اختلاف كلي في بيانات بانل، أي أن كل من معاملات قروض الموردين وقيمة الأصول ورقم الأعمال للمؤسسات محل الدراسة مختلفة عن بعضها البعض. وللتفصيل أكثر قمنا بإجراء التجانس لكل متغير على حدى لكي نكشف عن مصدر عدم التجانس.
- اختبار التجانس للمتغير قروض الموردين والحسابات الملحقه: نلاحظ من خلال الجدول رقم (5-6) الذي يوضح اختبار التجانس لمتغير قروض الموردين والحسابات الملحقه والذي يوضح لنا أنه لا يوجد

تجانس كلي بين المؤسسات محل الدراسة وهذا بالنظر إلى إحصائية الفرضية الثانية والتي توافق قيمتها الاحتمالية قيمة أقل من 5%.

- اختبار التجانس للمتغير مجموع الأصول: نلاحظ من خلال الجدول رقم (5-7) الذي يوضح اختبار التجانس لمتغير مجموع الأصول والذي يوضح لنا أنه لا يوجد تجانس كلي بين المؤسسات محل الدراسة وهذا بالنظر إلى إحصائية الفرضية الثانية والتي توافق قيمتها الاحتمالية قيمة أقل من 5%.

- اختبار التجانس للمتغير رقم الأعمال: نلاحظ من خلال الجدول رقم (5-8) الذي يوضح اختبار التجانس لمتغير رقم الأعمال والذي يوضح لنا أنه لا يوجد تجانس كلي بين المؤسسات محل الدراسة وهذا بالنظر إلى إحصائية الفرضية الثانية والتي توافق قيمتها الاحتمالية قيمة أقل من 5%.

#### الفرع الخامس: نتائج النماذج الأساسية للبيانات الزمنية المقطعية والمفاضلة بينها

بعد جمع البيانات وحساب مختلف النسب، تأتي مرحلة استغلالها، من خلال استخدام حزم البيانات المقطعية الزمنية Panel Data، التي تأتي في ثلاثة أشكال رئيسية هي، الطريقة العادية common constant وطريقة الأثر الثابت، fixed effects وطريقة الأثر العشوائي random effects باستخدام برنامج التحليل الإحصائي Eviews10. وقد تم التوصل إلى النتائج التالية: وللمفاضلة بين النماذج سنعتمد على الجدول الموالي:

الجدول رقم (5-9): يوضح الإطار العام للنماذج والاختبارات

Common effect model	Common effect model	Fixed effect model
Random effect model	Fixed effect model	Random effect model
LM-test	CHOW TEST	HUSMAN TEST
H <sub>0</sub> : select CE (p>0.05)	H <sub>0</sub> : select CE (p>0.05)	H <sub>0</sub> : select RE (p>0.05)
H <sub>1</sub> : select RE (p<0.05)	H <sub>1</sub> : select FE (p<0.05)	H <sub>1</sub> : select FE (p<0.05)

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على المراجع المختلفة.

#### أولاً: نتائج النماذج الأساسية للبيانات الزمنية المقطعية

تتضمن مراحل التقدير ما يلي:

توصيف خصائص النماذج الثلاثة ثم ترتيب البيانات في ملف اكسيل، تحميل البيانات لبرنامج E-views، تقدير معاملات النموذج المستخدم. وبالاعتماد على برنامج Eviews10 تحصلنا على النتائج التالية:

الجدول رقم (5-10): معلمات نموذج الدراسة المقدرة باستخدام النماذج الثلاثة.

المتغير التابع: يمثل نسبة الاقتراض التي تساوي الديون المالية / إجمالي الخصوم DTF			
الفترة: 2015-2019		N= 195	T=5 مجموع مشاهدات البانل: 975
المتغيرات التفسيرية	نموذج الانحدار التجميعي	نموذج التأثيرات الثابتة	نموذج التأثيرات العشوائية
<b>Constante</b>	<sup>1</sup> 0.0000	0.1293	0.0009
	-5.544085	-1.518335	-3.341726
الموردون والحسابات الملحقه F	0.0640 -1.853961	0.0006 -3.462919	0.0007 -3.383499
مجموع الأصول ASS	0,0000 7.678525	0.0024 3.046449	0.0000 5.265989
رقم الأعمال خارج الرسم CA	0.0028 -3.000537	0.8071 -0.244296	0.2884 -1.062167
عدد المشاهدات	975	975	975
<b>R-Squared</b>	0.062368	0.696918	0.029845
<b>Adjusted R- squared</b>	0.059471	0.620075	0.026848
<b>Prob ( F- statistic)</b>	0.000000	0.000000	0.000002

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج التقدير ومخرجات Eviews10.

<sup>1</sup>تمثل القيمة الأولى قيمة احتمالية إحصائية t وتمثل القيمة الثانية في الجدول القيمة الإحصائية لـ t.statistic.

## ثانيا: المفاضلة بين النماذج للبيانات الزمنية المقطعية

### 1- إجراء اختبار فيشر F-Ficher

يقوم هذا الاختبار بالمفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي PRM ونموذج التأثيرات الثابتة FEM حيث أنه ومن جدول الإطار العام للنماذج رقم (5-9) نجد أن:

$H_0$ : نختار فرضية العدم عندما يكون نموذج الانحدار التجميعي هو الملائم حيث أن  $P > 0,05$ .

$H_1$ : نختار الفرضية البديلة عندما يكون نموذج التأثيرات الثابتة هو الملائم حيث أن  $P < 0,05$ .

واظهرت النتائج الخاصة به ما يلي:

الجدول رقم: (5-11) نتائج اختبار فيشر

Effect test	Statistic	d.f	Prob
Cross-section F	8.385425	(194,777)	0.0000
Cross-section Chi-square	1101.120462	194	0.0000

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج E-views10.

وعليه ومن الجدول السابق ومن الملحق رقم (4) نختار الفرضية البديلة أي أن نموذج التأثيرات الثابتة هو الملائم وهذا لأن  $P < 0,05$ .

### 2- إجراء اختبار هوسمان:

بالاعتماد على الخطوات السابقة، وبعد الأخذ بالتأثيرات الفردية في النموذج لا بد من فحص طبيعة هذا الأثر، بحيث يجب التعرف على نوع التأثيرات المستخدمة للمعلمة  $\alpha_i$  فيما إذا كانت تتبع أثرا عشوائيا (نموذج مركبات الخطأ) أو تحديدي (نموذج التأثيرات الثابتة) وعليه:

نموذج التأثيرات الثابتة Fixed Effects: والذي يعتبر  $\alpha_i$  مجموعة من الحدود الثابتة الخاصة بكل وحدة.

نموذج التأثيرات العشوائية Random Effects: والذي يعتبر  $\alpha_i$  ضمن عنصر الخطأ العشوائي المركب.

يمكن المفاضلة بين النموذجين بإجراء اختبار Hausman الذي تم شرحه مسبقا لمعرفة أي من النموذجين يعد الأكثر ملائمة لتقدير النموذج بحيث:

$H_0$ : هي فرضية العدم عندما يكون نموذج التأثيرات العشوائية هو الملائم حيث أن  $P > 0,05$ .

$H_1$ : هي الفرضية البديلة عندما يكون نموذج التأثيرات الثابتة هو الملائم حيث أن  $P < 0,05$ .

وبالتالي سنقوم بإجراء اختبار Hausman من أجل تحديد النموذج الملائم لهذه الدراسة، والجدول الموالي يوضح النتائج المتحصل عليها من خلال هذا الاختبار بالاعتماد على برنامج Eviews10:

#### الجدول رقم(5-12): نتائج اختبار Hausman

P-Value	قيمة الاختبار (Chi-Square.Statistic)
0.1631	5.122259

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews10.

نلاحظ من خلال الجدول السابق رقم (5-12) ومن الملحق رقم (5) أن الاحتمال المرفق بتوزيع  $X^2$  يساوي 0.1631 وهو أكبر من 0,05 إذن نقبل الفرضية العدمية ونموذج التأثيرات العشوائية هو الأفضل.

#### ثالثا: عرض نتائج ومعلومات النموذج الأفضل (نموذج الآثار العشوائية)

لاختبار المعنوية الإحصائية للمعلومات المقدرة ومن خلال الجدول رقم (5-10) ومن الملاحق رقم (1-2-3) الذي يعرض نتائج النماذج الثلاثة يمكننا من بينها نموذج الآثار العشوائية والذي تبين أنه هو الأفضل، حيث أنه وانطلاقا من هذا الجدول نجد أن قيم الاحتمالات المرفقة للقيم المحسوبة T-Statistic أقل من مستوى المعنوية الإحصائية 5% بالنسبة للمتغيرين المفسرين قيمة قروض الموردين وقيمة إجمالي الأصول، وبالتالي هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين هذه المتغيرات المستقلة والمتغير التابع. أما فيما يخص المتغير المفسر قيمة رقم الأعمال نجد أن قيم الاحتمالات المرفقة للقيم المحسوبة T-Statistic أكبر من مستوى المعنوية الإحصائية 5% وبالتالي ليس هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير المفسر رقم الأعمال والمتغير التابع.

لاختبار المعنوية الكلية للنموذج المقبول نستعمل معامل التحديد  $R^2$  واختبار فيشر F والتي تظهر في الجدول السابق أيضا، حيث أن قيمة معامل التحديد  $R^2$  في النموذج مقدرة بـ 0.029845 وهي ضعيفة جدا وعليه فإن المتغيرات المفسرة تفسر أو تتحكم في 0,29% من التغيرات التي تحصل في الحصول على القروض البنكية، مما يدل على أن هناك ارتباط ضعيف بين زيادة نسبة الاقتراض في الهيكل المالي للمؤسسة م والمتغيرات المفسرة. أما باقي النسبة فيمكن أن تفسرها عوامل أخرى غير مدرجة في النموذج ومتضمنة في حد الخطأ.

إن قيمة إحصائية فيشر المحسوبة  $F = 9.957054$  وقيمة احتماليتها تساوي  $0.000002$  وهي أقل من  $0,05$  وعليه فإن النموذج له معنوية.

مما سبق يمكننا أن نقول أن نماذج بيانات البانل التقليدية لا تصلح حيث أن قيمة معامل التحديد ضعيفة جداً، كما أن البيانات غير متجانسة. وعليه نمر مباشرة لتقدير نموذج بانل الخطي غير المتجانس.

الفرع السادس: تقدير نموذج بانل الخطي غير المتجانس واختباره التشخيصية

أولاً: تقدير نموذج التأثيرات المتغيرة

يوضح الجدول الموالي نموذج بانل الخطي غير المتجانس:

الجدول رقم (5-13): نتائج نموذج التأثيرات المتغيرة

الاحتمال	إحصائية t	المعامل	المتغير
0.0006	3.462919-	0.004279-	الموردون والحسابات الملحقه
0.0024	3.046449	0.017097	مجموع الأصول
0.8071	0.244296-	0.000324-	رقم الأعمال
0.0211	-2.310401	-0.254193	C
	0.696918		R-squared
	0.620075		Adjusted R-squared
	9.069353		F- statistic
	0.000000		Prob (F- statistic)

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews10.

- نلاحظ من خلال الجدول السابق رقم (5-13) والملحق رقم (6) والذي يوضح نتائج نموذج بانل غير المتجانس (نموذج التأثيرات المتغيرة) أن هناك تأثير معنوي لنسبة الاقتراض على المتغيرات المرتبطة بحجم المؤسسة وسمعتها، حيث تساهم المتغيرات المفسرة في تفسير التغيرات التي تطرأ على المتغير التابع بقيمة  $69,69\%$ .
- بالنسبة لقيمة الثابت فهي موجبة وذات دلالة إحصائية.

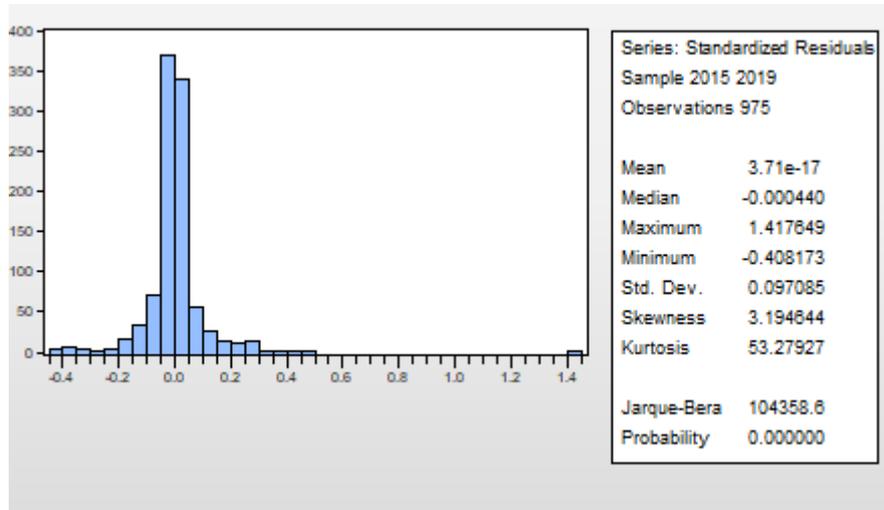
- وجود تأثير سلبي مع دلالة إحصائية لمتغير قيمة الموردون والحسابات الملحقمة، مما يدل على أن هذا المتغير يفسر المتغير التابع.
- وجود تأثير إيجابي مع دلالة إحصائية لمتغير مجموع الأصول، مما يدل على أن هذا المتغير يفسر المتغير التابع.
- وجود تأثير سلبي دون دلالة إحصائية لمتغير رقم الأعمال، مما يدل على أن هذا المتغير لا يفسر المتغير التابع.
- يختلف تأثير متغيرات الحجم وسمعة المؤسسة على نسبة الاقتراض داخل المؤسسة، وهذا راجع إلى وجود اختلافات.

### ثانيا: الاختبارات التشخيصية لنموذج التأثيرات المتغيرة

بعد تقدير النموذج المناسب وقبل مناقشة نتائجه يجب أن نقوم بإجراء الاختبارات التشخيصية لبواقي التقدير التي ينبغي أن تكون نقية فيما يلي:

#### 1- اختبار التوزيع الطبيعي:

الشكل رقم (5-5): التوزيع الطبيعي



المصدر: من مخرجات برنامج E-views10.

من خلال الشكل السابق نلاحظ أن البواقي لا تتبع التوزيع الطبيعي، لأن القيمة الإحصائية لإحصائية جاك بيرأ أقل من 5%، كذلك نجد أن قيمة النفرطح Kurtosis أكبر تماما من (3)، مما يدل على أن التوزيع يتجمع يمين المنوال مقارنة بالتوزيع الطبيعي.

## 2- اختبار ثبات تباين الأخطاء:

الجدول رقم (5-14): نتائج اختبار ثبات التباين

Method	df	Value	Probability
Bartlett	3	159.8023	0.0000
Levene	(3, 971)	5.441843	0.0010
Brown-Forsythe	(3, 971)	5.415932	0.0011

المصدر: من مخرجات برنامج Eviews10.

من خلال الجدول السابق نلاحظ أن تباين الأخطاء غير متجانس، حيث يتضح من إحصائية اختبار (Levene) أن القيمة الاحتمالية أقل من 5% مما يثبت وجود اختلاف في تباين الأخطاء.

## 3- الارتباط الذاتي بين الأخطاء:

الشكل رقم (5-6): نتائج الارتباط الذاتي بين الأخطاء

Date: 12/04/21 Time: 00:19  
Sample: 2015 2019  
Included observations: 975

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
		1	0.576	0.576	324.29	0.000
		2	0.365	0.051	455.01	0.000
		3	0.195	-0.051	492.36	0.000
		4	0.090	-0.025	500.30	0.000

المصدر: من مخرجات برنامج Eviews10.

يتضح من خلال نتائج الجدول السابق أنه توجد مشكلة الارتباط الذاتي بين الأخطاء وهذا وذلك بالنظر لإحصائية Q وقيمة احتماليتها التي تقل عن 5%.

#### 4- الارتباط الآني بين الأخطاء:

الجدول رقم (5-15): نتائج الارتباط الآني بين الأخطاء

Test	Statistic	d.f.	Prob.
Breusch-Pagan LM	28603.47	18915	0.0000
Pesaran scaled LM	49.81233		0.0000
Pesaran CD	6.626861		0.0000

المصدر: من مخرجات برنامج E-views10.

نلاحظ من خلال الجدول السابق وجود مشكلة الارتباط الآني بين الأخطاء بالنظر إلى إحصائية Pesaran Scaled LM والتي تظهر قيمتها الاحتمالية (0.0000) وهي أقل من 5%.

وعليه ومما سبق نستخدم طريقة المعادلات غير المرتبطة ظاهريا SUR لأجل معالجة المشاكل القياسية.

ثالثا: إعادة تقدير نموذج التأثيرات المتغيرة المرجحة

نعيد تقدير النموذج بعد ترجيح مقدار المربعات الصغرى بطريقة الأخطاء غير مرتبطة ظاهريا باعتبار الزمن (Period SUR).

الجدول رقم (5-16): نموذج التأثيرات المتغيرة المرجحة

البيان	المعامل	إحصائية t	الاحتمال
C	-0.004673	-0.148697	0.8819
R-squared	0.920970		
Adjusted R-squared	0.803635		
F-statistic	7.849077		
Prob(F-statistic)	0.000000		

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج E-views10.

يظهر من النتائج الموضحة في الجدول أعلاه والملحق رقم (7)، أن هناك تأثير لمحددات حجم المؤسسة وسمعتها على نسبة الاقتراض في المؤسسات محل الدراسة. حيث تفسر المتغيرات المفسرة نسبة 92,09% من التغيرات الاجمالية في المتغير التابع، وهي نسبة مقبولة جدا لتفسير العلاقة بين نسبة الاقتراض ومتغيرات حجم وسمعة المؤسسة. كما جاءت النتائج بما يلي:

- وجود علاقة سالبة وعدم وجود دلالة إحصائية بالنسبة لقيمة الثابت.
- بالنسبة للمتغيرات المفسرة فقد وجدنا هناك علاقة دون دلالة إحصائية لبعض المؤسسات. وهناك علاقة عكسية وذات دلالة إحصائية لبعض المؤسسات وعلاقة إيجابية وذات دلالة إحصائية للبعض الآخر، وهذا التأثير الخاص بكل مؤسسة على حدى، راجع إلى وجود اختلافات معتبرة بين هذه المؤسسات، أي عدم وجود التجانس بينها.
- بالنسبة للمعنوية الكلية للنموذج فهي مقبولة نظرا لقيمتها الاحتمالية لإحصائية فيشر التي تقل عن 5%.

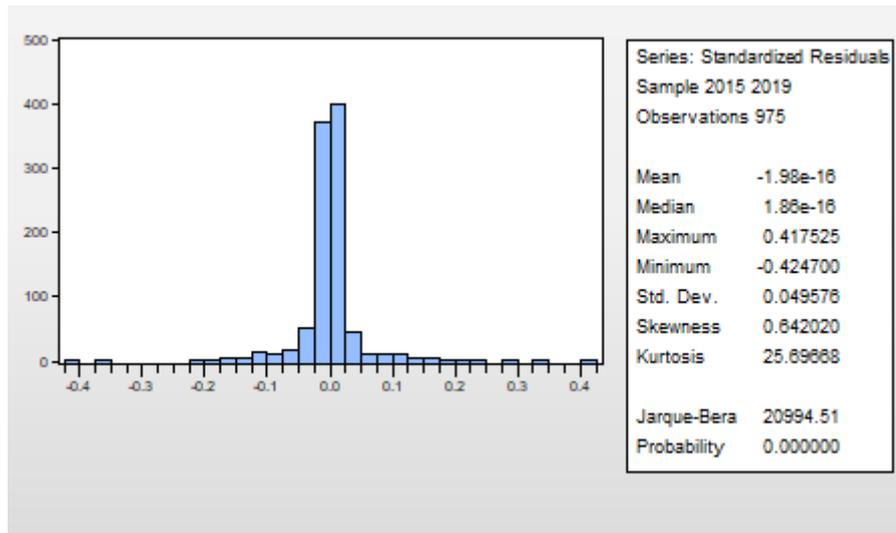
#### رابعاً: الاختبارات التشخيصية لبواقي تقدير النموذج المحسن

##### 1- اختبار التوزيع الطبيعي:

بعد تقديرنا لنموذج التأثيرات المتغيرة المرجح بطريقة SUR نعيد اختبارات تشخيص بواقي التقدير كما

يلي:

الشكل رقم (5-7): اختبار التوزيع الطبيعي بعد تقدير النموذج المحسن



المصدر: من مخرجات برنامج Eviews10.

نلاحظ من الشكل السابق أن البواقي مازالت لا تتبع التوزيع الطبيعي وهذا حسب إحصائية جاك بيرا التي جاءت أقل من 0,05، كما أن قيمة التفرطح أكبر تماما من (3).

## 2- اختبار ثبات التباين:

الجدول رقم (5-17): اختبار ثبات التباين

Method	Df	Value	Probability
Bartlett	4	86.76626	0.0000
Levene	(4, 970)	0.966304	0.4251
Brown-Forsythe	(4, 970)	0.776641	0.5404

المصدر: من مخرجات برنامج Eviews10.

من خلال الجدول السابق نلاحظ أن تباين الأخطاء متجانس، حيث يتضح من إحصائية اختبار (Levene) أن القيمة الاحتمالية أكبر من 5% مما يثبت عدم وجود اختلاف في تباين الأخطاء.

## 3- اختبار الارتباط الآني:

الجدول رقم (5-18): نتائج اختبار الارتباط الآني بعد تقدير النموذج المحسن

Test	Statistic	d.f.	Prob.
Breusch-Pagan LM	26860.98	18915	0.0000
Pesaran scaled LM	40.85352		0.0000
Bias-corrected scaled LM	16.47852		0.0000
Pesaran CD	0.922634		0.3562

المصدر: من مخرجات برنامج Eviews10.

نلاحظ من خلال الجدول السابق عدم وجود مشكلة الارتباط الآني بين الأخطاء وذلك لأن القيمة الاحتمالية لإحصائية اختبار Pesaran أكبر من 5%.

## خامسا: مناقشة نتائج النموذج الأول

تشير نتائج الجدول رقم (5-16) الذي يوضح نموذج التأثيرات المتغيرة المرجحة أن المتغيرات المفسرة التي يتضمنها النموذج الأول تفسر نسبة 92,09% من التغيرات الاجمالية في المتغير التابع، وهي نسبة مقبولة جدا لتفسير العلاقة بين نسبة الاقتراض ومتغيرات حجم وسمعة المؤسسة. ويتضح من خلال نتائج النموذج وجود علاقة عكسية بين نسبة الاقتراض وقيمة قروض الموردين عند مستوى معنوية 0,0006 وهذه النتيجة تشير إلى أن زيادة قيمة قروض الموردين بمقدار 1% يترتب عنه انخفاض في نسبة الاقتراض بـ 0,4% هو ما يشير إلى وجود أثر سالب تعود أسبابه إلى أن قروض الموردين هي عبارة عن ديون في ذمة المؤسسة وجب عليها سدادها، وزيادة حجمها (أي قروض الموردين) يمكن أن يجعل مدير البنك يتخذ قرارا بعدم منحه للقرض لهذه

المؤسسة. إضافة إلى أنه يمكن تفسير ذلك على أنه كلما قل حجم المؤسسة وعمرها كلما زاد لجؤها إلى طلب مهلة للسداد من الموردين حيث أن عدد المؤسسات المصغرة في نموذج دراستنا هو 82 مؤسسة، أي ما نسبته 42% من العدد الإجمالي للمؤسسات محل الدراسة؛ وتتوافق هذه النتيجة مع نتائج الدراسات السابقة مثل دراسة (برغر وأودل، 1998). كما توصلت إلى وجود علاقة طردية بين نسبة الاقتراض وقيمة مجموع الأصول عند مستوى معنوية 0,0024 وهذه النتيجة تشير إلى أن زيادة قيمة مجموع الأصول ب مقدار 1% يترتب عنه زيادة في نسبة الاقتراض ب 1,70%، وهو ما يشير إلى وجود أثر موجب تعود أسبابه إلى أن البنوك تطلب ضمانات عينية من المؤسسات الطالبة للقروض من أجل ضمان استرجاع أموالها في حالة إفلاس المؤسسة تتمثل هذه الضمانات في أصول المؤسسة. وهو ما يتوافق مع جميع الدراسات السابقة العربية والأجنبية مثل دراسة (مارغوليس، 1977)، ودراسة (برغر وأودل، 1998)، ودراسة (Cardone et Cazorlasapis, 2006) ودراسة (Chevallier et Miloudi, 2014) ودراسة (Bouhadiba, 2015) ودراسة (قدي ورفاع، 2013). وأظهرت نتائج الدراسة عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين قيمة رقم الأعمال ونسبة الاقتراض وهو ما لا يتفق مع بعض الدراسات، حيث أنه من المفترض أن تكون هناك علاقة طردية على اعتبار أنه كلما زاد رقم الأعمال لدى المؤسسة كلما أدى ذلك إلى زيادة قدرتها الاقتراضية، ويمكن أن نفسر ذلك بأنه طالما أن المؤسسة تعمل بشكل جيد وتحقق رقم أعمال فإن المسير سيعتمد على الأموال الداخلية ولن يرغب في اللجوء إلى القروض البنكية. وتتفق هذه النتيجة مع دراسة (معيزة، 2016).

وعليه يمكننا القول بأن نتائج النموذج الأول تشير إلى وجود أثر إيجابي للإشارة التي ترسلها متغيرات حجم المؤسسة وسمعتها للبنوك في رفع نسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي للمؤسسة م.

المطلب الثاني: نتائج الدراسة للنموذج الثاني (بالنسب المالية)

الفرع الأول: التحليل الوصفي لمجموعة الدراسة للنموذج الثاني (بالنسب المالية)

الجدول رقم (5-19): التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة

المتغير	المتوسط	الانحراف المعياري	القيمة الدنيا	القيمة القصوى
<b>DTF</b>	0,12	0,26	0	5
<b>RLG</b>	2,11	11,81	0,03	260,02
<b>CR</b>	0,83	42,83	-768.93	370,84
<b>RF</b>	2,30	28,19	-150.16	679,03

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على مخرجات برنامج E-views10.

يمثل الجدول السابق التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة للنموذج الثاني، ويضم كلا من المتوسط والانحراف المعياري والقيمة الدنيا، والقيمة القصوى، ونلاحظ من خلاله أن نسبة وزن الأعباء المالية كبيرة جدا بالنسبة للمؤسسات محل الدراسة.

الفرع الثاني: مصفوفة الارتباط بين المتغيرات

الجدول رقم (5-20): مصفوفة الارتباط

Correlation				
t-Statistic				
Probability	DTF	RLG	CR	RF
DTF	1.000000			
	-----			
	-----			
RLG	-0.027597	1.000000		
	-0.782328	-----		
	0.4343	-----		
CR	-0.019575	0.001436	1.000000	
	-0.554802	0.040697	-----	
	0.5792	0.9675	-----	
RF	-0.037551	-0.007489	-0.001806	1.000000
	-1.064852	-0.212234	-0.051185	-----
	0.2873	0.8320	0.9592	-----

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على مخرجات برنامج E-views10.

نلاحظ من الجدول السابق أن قيمة معامل الارتباط بين جميع المتغيرات المستقلة والمتغير التابع سالبة وتقع قيمتها في المجال  $-1 < r < 1$

- نلاحظ من الجدول السابق أن قيمة معامل الارتباط بين نسبة الاقتراض ونسبة السيولة العامة تساوي  $-0,027597$  مما يعني وجود علاقة ارتباط سالبة بين نسبة الاقتراض ونسبة السيولة العامة، أي أنها علاقة عكسية.

- نلاحظ من الجدول السابق أن قيمة معامل الارتباط بين نسبة الاقتراض ونسبة القدرة على التسديد تساوي  $-0.019575$  مما يعني وجود علاقة ارتباط سالبة بين نسبة الاقتراض ونسبة القدرة على التسديد، أي أنها علاقة عكسية.

- نلاحظ من الجدول السابق أن قيمة معامل الارتباط بين نسبة الاقتراض والمردودية المالية تساوي  $-0.037551$  مما يعني وجود علاقة ارتباط سالبة بين نسبة الاقتراض والمردودية المالية، أي أنها علاقة عكسية.

### الفرع الثالث: استقرار السلاسل الزمنية

يتوجب علينا أولاً أن نقوم بدراسة استقرار السلاسل الزمنية والمقطعية لمختلف المتغيرات الخاصة بنموذج الدراسة، ويجب هما إجراء اختبار استقرار السلاسل الزمنية والمقطعية من خلال الاعتماد على مختلف الاختبارات الأكثر استخداماً وشيوعاً والمتمثلة في اختبارات Fisher-ADF, IPS, LLC، بهدف الكشف عن خواص السلاسل الزمنية للمتغيرات المدروسة لنموذج البانل، بحيث قمنا بتطبيق هذه الاختبارات على كل متغيرة على حدى وتوصلنا إلى النتائج المبينة في الجدول الموالي:

الجدول رقم (5-21): نتائج اختبارات Fisher-ADF, IPS, LLC لدراسة استقرار معطيات البانل

عند التفاضل الأول I(1)1st Difference	عند المستوى I(0) Level	نوع الاختبار	
-30.3163 (0,000)	<sup>1</sup> -26.5001 (0,000)	LLC	نسبة الاقتراض
-	-3,2 E+14 (0,000)	IPS	

<sup>1</sup>ملاحظة: تمثل كل القيم الأولى في الجدول توضح الإحصائية (Statistic)، بينما تعبر القيم التي بين قوسين على قيمة الاحتمال لكل إحصائية.

395.728 (0,000)	287.849 (0,000)	ADF	
-113.904 (0,000)	-144.205 (0,000)	LLC	نسبة السيولة العامة
-	-E+107.6 (0,000)	IPS	
665.316 (0,000)	498.486 (0,000)	ADF	
-17972.8 (0,000)	-58624.4 (0,000)	LLC	نسبة القدرة على التسديد
-	-E+151.6 (0,000)	IPS	
427.926 (0,000)	309.135 (0,000)	ADF	
-132.436 (0,000)	-748.483 (0,000)	LLC	المردودية المالية
-	4.5-E+13 (0,000)	IPS	
811.862 (0,000)	609.280 (0,000)	ADF	

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج **E-views10**.

تشير النتائج الموضحة في الجدول السابق بعد تطبيق الاختبارات LLC و IPS و Fisher-ADF تطابق فيما بينهم حيث تشير إلى غياب جذر الوحدة على مستوى جميع المتغيرات عند المستوى حيث أن قيمة احتمال لكل نماذج تساوي 0.000 أي أقل من 0.05 ومنه فإن النموذج مستقر عند الدرجة، أي أنها تكشف استقرار هذه المتغيرات. وبالتالي يمكن الاستغناء عن اختبار الاستقرارية لنفس المتغيرات عند التفاضل الأول.

#### الفرع الرابع: اختبار التجانس

الجدول رقم (5-22): نتائج اختبار التجانس

Hypotheses	F-Stat	P-Value
H1	0.281614	1.000000
H2	0.226140	1.000000
H3	1.065452	0.296285

المصدر: من مخرجات برنامج **Eviews10**.

نلاحظ من خلال الجدول السابق الذي يوضح لنا اختبار هاسيو للتجانس أن الفرضية الثانية هي الأهم وتوافق القيمة الاحتمالية لإحصائية فيشر قيمة أكبر من درجة المعنوية 5%، مما يدل على وجود تجانس كلي في بيانات بانل، أي أن كل من معاملات نسبة السيولة العامة ونسبة القدرة على التسديد والمردودية المالية للمؤسسات محل الدراسة غير مختلفة عن بعضها البعض.

### الفرع الخامس: نتائج نماذج البيانات الزمنية المقطعية والمفاضلة بينها

#### أولاً: نتائج نماذج البيانات المقطعية

الجدول رقم (5-23): معلمات نموذج الدراسة المقطرة باستخدام النماذج الثلاثة.

المتغير التابع: يمثل نسبة الاقتراض التي تساوي الديون المالية / إجمالي الخصوم DTF			
الفترة: 2015-2019 N= 161		T=5 مجموع مشاهدات البانل: 805	
المتغيرات التفسيرية	نموذج الانحدار التجميعي	نموذج التأثيرات الثابتة	نموذج التأثيرات العشوائية
<b>Constante</b>	0.0000	0.0000	0.0000
	5.773391	<sup>1</sup> 5.583401	5.291797
نسبة السيولة العامة <b>RLG</b>	0.1312 -1.511093	0.8730 -0.159917	0.4464 -0.761809
نسبة القدرة على التسديد <b>CR</b>	0.0000 18.29434	0.0000 9.313417	0.0000 14.19480
المردودية المالية <b>RF</b>	0.4012 -0.839863	0.4270 0.794846	0.9804 -0.024527
عدد المشاهدات	805	805	805
<b>R-Squared</b>	0.299526	0.647317	0.194836
<b>Adjusted R- squared</b>	0.296902	0.557633	0.191821
<b>Prob ( F- statistic)</b>	0.000000	0.000000	0.000000

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج التقدير ومخرجات **EvIEWS9**.

<sup>1</sup>تمثل كل القيم الثانية في الجدول القيمة الإحصائية ل t.statistic

## ثانيا: المفاضلة بينها

من خلال إجراء اختبار فيشر وهوسمان كما يلي:

### 1- اختبار فيشر:

واظهرت النتائج الخاصة به ما يلي:

الجدول رقم(5-24): نتائج اختبار فيشر

Effect test	Statistic	d.f	Prob
Cross-section F	3.950676	(160,641)	0.0000
Cross-section Chi-square	552.380603	160	0.0000

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج **E-views10**.

وعليه ومن الجدول السابق رقم (5-23) والملحق رقم (11) نختار الفرضية البديلة أي أن نموذج التأثيرات الثابتة هو الملائم وهذا لأن  $P < 0,05$ .

### 2- اجراء اختبار هوسمان:

والجدول الموالي يوضح النتائج المتحصل عليها من خلال هذا الاختبار بالاعتماد على برنامج **Eviews10**:

الجدول رقم (5-25): نتائج اختبار **Hausman**

P-Value	قيمة الاختبار (Chi-Square.Statistic)
39.804492	0.0000

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج **Eviews10**.

نلاحظ من الجدول السابق ومن الملحق رقم (12) أن الاحتمال المرفق بتوزيع  $X^2$  يساوي 0,0000 وهو أقل من 0,05 إذن نقبل الفرضية البديلة ونموذج التأثيرات الثابتة هو الأفضل.

### ثالثا: عرض نتائج ومعلومات النموذج الأفضل (نموذج التأثيرات الثابتة)

لاختبار المعنوية الإحصائية للمعلومات المقدرة ومن خلال الجدول رقم (5-22) والملاحق رقم(8-9-10) التي تعرض نتائج النماذج الثلاثة من بينها نموذج التأثيرات الثابتة والذي تبين أنه هو الأفضل، حيث أنه وانطلاقا من هذا الجدول نجد أن قيم الاحتمالات المرفقة للقيم المحسوبة **T-Statistic** أقل من مستوى المعنوية

الإحصائية 5% بالنسبة لمتغير نسبة القدرة على التسديد، وبالتالي هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بينه وبين المتغير التابع.

وأن قيم الاحتمالات المرفقة للقيم المحسوبة T-Statistic أكبر من مستوى المعنوية الإحصائية 5% لباقي المتغيرات المفسرة الأخرى والمتمثلة في نسبة السيولة العامة والمردودية المالية، وبالتالي ليس هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بينها وبين والمتغير التابع.

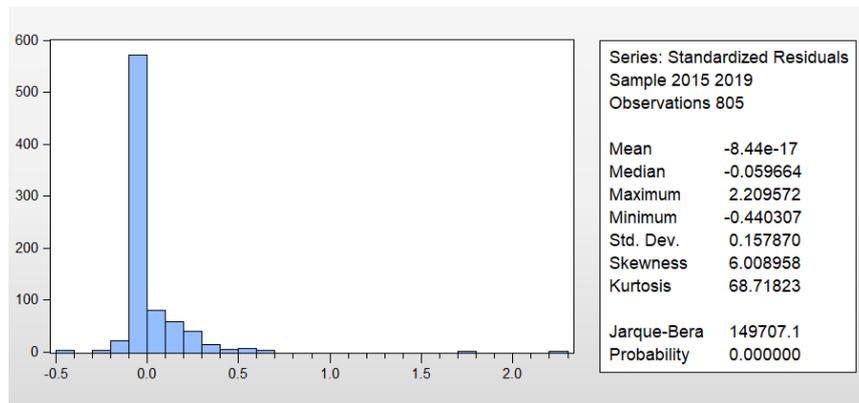
لاختبار المعنوية الكلية للنموذج المقبول نستعمل معامل التحديد  $R^2$  واختبار فيشر F والتي تظهر في الجدول السابق أيضا، حيث أن قيمة معامل التحديد  $R^2$  في النموذج مقدرة بـ 0.647317 وهي مقبولة جدا وعليه فإن المتغيرات المفسرة تفسر أو تتحكم في 64,73% من التغيرات التي تحصل في الحصول على القروض البنكية، مما يدل على أن هناك ارتباط قوي بين زيادة نسبة الاقتراض في الهيكل المالي للمؤسسة م والمتغيرات المفسرة. أما باقي النسبة فيمكن أن تفسرها عوامل أخرى غير مدرجة في النموذج ومتضمنة في حد الخطأ.

إن قيمة إحصائية فيشر المحسوبة  $F = 7.217757$  وقيمة احتماليتها تساوي 0.000000 وهي أقل من 0,05 وعليه فإن النموذج له معنوية.

#### رابعاً: اختبار التوزيع الطبيعي لأخطاء التقدير

فيما يلي يتم اختبار التوزيع الطبيعي لأخطاء التقدير في نموذج التأثيرات الثابتة كما يوضحه الشكل الموالي:

الشكل رقم (5-8): نتائج اختبار التوزيع الطبيعي لأخطاء التقدير



المصدر: من مخرجات برنامج E-views10.

من خلال نتائج الشكل السابق نلاحظ أن القيمة المحسوبة (JB=149707,1) وهي أكبر من القيمة الجدولية، كما أن الاحتمال (Prob= 0.0000) وهو أقل من 5% وعليه فإن بواقيا لنموذج لا تتبع التوزيع الطبيعي.

### خامسا: اختبار معنوية المعالم في المدى القريب (اختبار Wald)

وذلك لاختبار إمكانية انعدام أثر المتغيرات المفسرة على المتغير التابع في المدى القريب.

#### الجدول رقم (5-26): نتائج اختبار Wald

Wald Test:

Equation: Untitled

Test Statistic	Value	Df	Probability
F-statistic	0.329101	(2, 641)	0.7197
Chi-square	0.658201	2	0.7196

Null Hypothesis: C(2)=0, C(3)=0

Null Hypothesis Summary:

Normalized Restriction (= 0)	Value	Std. Err.
C(2)	-0.002362	0.014773
C(3)	0.006806	0.008563

Restrictions are linear in coefficients.

المصدر: مبيعات الطالب، بالاعتماد على مخرجات **Eviews10**.

نلاحظ من الجدول ان قيمة  $Prob < 0.05$  يعني انه لا يمكن ان نرفض فرضية العدم أي نقبلها، وهذا يعني أن هذين المتغيرين غير مؤثرين ويمكن حذفهما من النموذج لعدم المعالم الثلاثة.

### سادسا: مناقشة نتائج النموذج الثاني

تشير نتائج النموذج الملائم (نموذج التأثيرات الثابتة) إلى أن قيمة معامل التحديد  $R^2$  في النموذج مقدرة بـ 0.647317 وهي مقبولة جدا وعليه فإن المتغيرات المفسرة تفسر أو تتحكم في 64,73% من التغيرات التي تحصل في الحصول على القروض البنكية، مما يدل على أن هناك ارتباط قوي بين زيادة نسبة الاقتراض في الهيكل المالي للمؤسسة م والمتغيرات المفسرة. كما توصلت إلى وجود علاقة طردية بين نسبة الاقتراض ونسبة القدرة على التسديد عند مستوى معنوية 0,0000 وهذه النتيجة تشير إلى أن زيادة قيمة مجموع الأصول ب مقدار 1% يترتب عنه زيادة في نسبة الاقتراض ب 5,84%، وهو ما يشير إلى وجود أثر موجب تعود أسبابه إلى أن المؤسسات محل الدراسة قادرة على تسديد ديونها البنكية بالاعتماد على مواردها الذاتية وهو ما يجعلها قادرة على الحصول على التمويل البنكي. كما أشارت نتائج الدراسة إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية

بين نسبة السيولة العامة ونسبة الاقتراض، حيث أنه من المفترض أن تكون هناك علاقة طردية على اعتبار أنه كلما زادت سيولة المؤسسة كلما أدى ذلك إلى زيادة قدرتها الاقتراضية. كما أشارت أيضا إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الاقتراض والمردودية المالية، حيث كان من المفترض أن تكون علاقة طردية إذ أن المردودية المالية تمثل عوائد المؤسسة التي تحققها من الاستثمار في مشروع معين، وتفسر الطالبة هذه النتيجة بعدم رغبة المؤسسات محل الدراسة في الاقتراض من البنوك والاكتفاء بمواردها الذاتية.

وعليه يمكننا القول بأن نتائج النموذج الثاني تشير إلى وجود أثر إيجابي للإشارة التي ترسلها النتائج المالية الجيدة المحققة من طرف المؤسسة للبنوك في رفع نسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي للمؤسسة م.

## خلاصة الفصل الخامس

تضمن هذا الفصل دراسة قياسية لدور نظرية الإشارة في تفسير تمويل المؤ.ص.م بالقروض البنكية، باستخدام نموذجين، فالنموذج الأول جاء بالمبالغ الإجمالية لعينة مكونة من 195 مؤ ص م والنموذج الثاني جاء بالنسب المالية لعينة مكونة من 161 مؤ ص م تشتغل في القطاع الصناعي، خلال الفترة من سنة 2015 إلى غاية سنة 2019، باستخدام نموذج الانحدار المتعدد باستخدام طريقة المربعات الصغرى وفقا لأسلوب البيانات الزمنية المقطعية وأسفرت الدراسة إلى مجموعة من النتائج نوجزها باختصار فيما يلي:

✓ أظهرت نتائج الدراسة بالنسبة للنموذج الأول ومن خلال اختبار هاسيو للتجانس وجود عدم تجانس كلي لبيانات الدراسة، مع ضعف معامل التحديد للنموذج الملائم (نموذج التأثيرات العشوائية)، وهو ما جعلنا نتوجه إلى تقدير نموذج بانل الخطي غير المتجانس، من خلال تقدير نموذج التأثيرات المتغيرة ونموذج التأثيرات المتغيرة المرجحة، وهو ما أظهر وجود علاقة عكسية بين نسبة الاقتراض وقروض الموردين، وعلاقة طردية بين نسبة الاقتراض وقيمة مجموع الأصول، وعدم وجود علاق ذات دلالة إحصائية بين قيمة رقم الأعمال ونسبة الاقتراض، حيث كان من المفترض أن تكون علاقة طردية.

✓ أظهرت نتائج الدراسة بالنسبة للنموذج الثاني أن البيانات متجانسة ومعامل التحديد قوي ومقبول جدا للنموذج الملائم (نموذج التأثيرات الثابتة)، وأظهر هذا الأخير عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من نسبة السيولة العامة والمردودية المالية مع نسبة الاقتراض. وأظهرت وجود علاقة طردية بين نسبة الاقتراض ونسبة القدرة على التسديد.

وعليه يمكننا القول بأن نتائج الدراسة تشير إلى وجود أثر إيجابي للإشارة التي ترسلها متغيرات حجم المؤسسة وسمعتها للبنوك في رفع نسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي للمؤ ص م، إلا أن هذه النتيجة المتوصل إليها تبقى محل شك واختبار نظرا لعدة أسباب من بينها مدى صدق بيانات المؤسسات محل الدراسة أو الجزائية ككل، لاسيما ما تعلق منها بطريقة تمويلها ونتائجها المالية المحققة.

---

# الخاتمة العامة

---

عالجت هذه الدراسة بشقيها النظري والتطبيقي أحد المواضيع المهمة ضمن تخصص مالية المؤسسة، من خلال محاولة دراسة العوامل المحددة لمدى لجوء المؤ.ص.م الجزائرية لاستخدام التمويل بالقروض البنكية، وتمت الدراسة وفقا لمبادئ إحدى أهم النظريات المفسرة للهيكل التمويلي للمؤ.ص.م وهي نظرية الإشارة من خلال الإجابة على الإشكالية التالية: هل يمكن لنظرية الإشارة تفسير العوامل المحددة لقرارات التمويل على مستوى المؤ.ص.م الجزائرية؟

لقد تم في الفصل الأول التطرق لعنصر قرارات التمويل في المؤسسات الاقتصادية من خلال الإشارة إلى عدة عناصر تتعلق بقرارات اختيار الهيكل المالي للمؤسسات الاقتصادية، ومصادر الهيكل التمويلي ومحددات قرارات التمويل في المؤسسات الاقتصادية. أما الفصل الثاني فقد تم التطرق فيه للنظريات المفسرة لقرارات التمويل في المؤسسات الاقتصادية في ظل عدم تماثل المعلومات من خلال التطرق إلى النظريات المفسرة للهيكل التمويلي للمؤسسات الاقتصادية. وعلاقة المؤسسات الاقتصادية بالبنوك وعدم تماثل المعلومات. ونظرية ترتيب اختيار مصادر التمويل والإشارة والوكالة كمدخل مفسر لقرارات التمويل في ظل عدم تماثل المعلومات. كما تم في الفصل الثالث التطرق لنظرية الإشارة كمدخل مفسر لتمويل المؤ.ص.م.م بالتطرق أولا إلى مفاهيم عامة حول المؤ.ص.م، ومصادر تمويلها ومحددات الهيكل التمويلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة حسب نظرية الإشارة. وتم في الفصل الرابع التطرق إلى واقع تمويل المؤ.ص.م في الجزائر من خلال التطرق لتعريف المؤ.ص.م. محاسب القانون الجزائري ومراحل تطورها. والتعرف على مصادر الأموال للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية ومحددات قرارات تمويلها. أما الفصل الأخير فقد خصصناه للدراسة الاحصائية لتحديد العوامل المحددة لمدى لجوء المؤ.ص.م في الجزائر للقروض البنكية من خلال دراسة قياسية لمجموعة من المؤ.ص.م بولاية سطيف للفترة من 2015 إلى غاية 2019 بحيث اعتمدنا فيها على الميزانيات وجداول حساب النتيجة المستخرجة من المركز الوطني للسجل التجاري لتطوير نموذجين للدراسة. تناول النموذج الأول (بالمبالغ الإجمالية) دراسة العلاقة بين نسبة الاقتراض كمتغير تابع وقيمة كل من قروض الموردين ومجموع الأصول ورقم الأعمال كمتغيرات مفسرة. أما النموذج الثاني (بالنسب المالية) فقد تناول دراسة العلاقة بين نسبة الاقتراض كمتغير تابع ونسبة كل من السيولة العامة والقدرة على التسديد والمردودية المالية كمتغيرات مفسرة.

ولقد توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج والتي تمثل في نفس الوقت إجابة عن الإشكالية المطروحة، نوجزها فيما يلي:

**النتائج المتعلقة بالجانب النظري:** من خلال اطلاعنا على مختلف المساهمات النظرية والدراسات السابقة التطبيقية حول تمويل المؤ.ص.م بالقروض البنكية يمكننا الخروج بمجموعة من النتائج نوجزها فيما يلي:

- تشير العديد من النظريات إلى وجود نتائج متضاربة حول مدى تأثير الهيكل التمويلي على قيمة المؤسسة، حيث أشارت بعض النظريات إلى وجود ما يعرف بالهيكل التمويلي الأمثل الذي يعظم القيمة السوقية للمؤسسة إلى أقصى حد، في حين تؤكد نظريات أخرى على عدم وجود هذا النوع من العلاقات وأن قيمة المؤسسة محددة بحجم نشاطها وليس بهيكلها التمويلي.

- من خلال الدراسات السابقة التي تناولت محددات الهيكل المالي للمؤ.ص.م اتضح جليا أن هذه المؤسسات لا تشترك فيما بينها بنسبة محددة من الميزج التمويلي من الأموال المقترضة والأموال الخاصة، بل تختلف من بلد لآخر حسب طبيعة وصيغ التمويل المتاحة في كل بلد، إلا أنها تشترك مع بعضها في تفضيلها في الاعتماد على الموارد الذاتية في التمويل كمصدر رئيسي ومهم قبل اللجوء إلى المصادر الخارجية بالاعتماد أولا على القروض البنكية ثم اللجوء إلى الإصدار، وهذا ما ينطبق أيضا على المؤ.ص.م الجزائرية.

- من خلال الدراسات التي تطرقت إلى دور نظرية الإشارة في تفسير محددات الهيكل المالي للمؤ.ص.م، فقد اتضح أن استراتيجية الإشارة يمكن أن تتم بالاعتماد على العديد من المؤشرات مثل حجم المؤسسة ممثلا بإجمالي الأصول ورقم الأعمال مثلا، وسمعة المؤسسة أمام الشركاء التجاريين ممثلة بقروض الموردين، ومدى قدرة المؤسسة على تحقيق نتائج إيجابية.

**النتائج المتعلقة بالجانب التطبيقي:** من خلال الدراسة القياسية التي تم إجراؤها على مجموعة من المؤ.ص.م خلال الفترة من 2015 إلى 2019 تم التوصل إلى النتائج التالية:

## نتائج الدراسة للنموذج الأول:

تشير نتائج الدراسة للنموذج الأول الذي يوضح نموذج التأثيرات المتغيرة المرجحة إلى أن المتغيرات المفسرة التي يتضمنها النموذج الأول تفسر نسبة 92,09% من التغيرات الاجمالية في المتغير التابع، وهي نسبة مقبولة جدا لتفسير العلاقة بين نسبة الاقتراض ومتغيرات حجم وسمعة المؤسسة وهو ما يتوافق مع الفرضية الأولى H1 التي تفيد بأنه يمكن تفسير قرارات التمويل في المؤ.ص.م وفقا لنظرية الإشارة بالاعتماد على المعايير المتعلقة بالحجم، المعايير المتعلقة بسمعة المؤسسة. حيث تعتبر هذه المعايير كإشارة عن القدرة الاقتراضية للمؤسسات مما يؤدي إلى التغير في نسبة الأموال المقترضة في الهيكل المالي.

ويتضح من خلال نتائج النموذج وجود علاقة عكسية بين نسبة الاقتراض وقيمة قروض الموردين عند مستوى معنوية 0,0006، وهذه النتيجة تشير إلى أن زيادة قيمة قروض الموردين ب مقدار 1% يترتب عنه انخفاض في نسبة الاقتراض ب 0,4% هو ما يشير إلى وجود أثر سالب تعود أسبابه إلى أن قروض الموردين هي عبارة عن ديون في ذمة المؤسسة وجب عليها سددها، وزيادة حجمها (أي قروض الموردين) يمكن أن يجعل مدير البنك يتخذ قرارا بعدم منحه للقرض لهذه المؤسسة، إضافة إلى ذلك فإنه كلما قل حجم المؤسسة وعمرها كلما زاد لجوئها إلى طلب مهلة للسداد من الموردين حيث أن عدد المؤسسات المصغرة في نموذج دراستنا هو 82 مؤسسة، أي ما نسبته 42% من العدد الإجمالي للمؤسسات محل الدراسة، وعليه يتم رفض الفرضية الثانية H2 التي تفيد بأنه يمكن تفسير قرارات التمويل في المؤ.ص.م وفقا لنظرية الإشارة بالاعتماد على المعايير المتعلقة بسمعة المؤسسة، والممثلة بحجم قيمة الموردون والحسابات الملحقة حيث يعتبر هذا المعيار كإشارة عن القدرة الاقتراضية للمؤسسات مما يؤدي إلى التغير في نسبة الأموال المقترضة في الهيكل المالي.

ومن جانب آخر، فقد تم التوصل إلى وجود علاقة طردية بين نسبة الاقتراض وقيمة مجموع الأصول عند مستوى معنوية 0,0024 وهذه النتيجة تشير إلى أن زيادة قيمة مجموع الأصول ب مقدار 1% يترتب عنه زيادة في نسبة الاقتراض ب 1,70%، وهو ما يشير إلى وجود أثر موجب تعود أسبابه إلى أن البنوك تطلب ضمانات عينية من المؤسسات الطالبة للقرض من أجل ضمان استرجاع أموالها في حالة إفلاس المؤسسة، تتمثل هذه الضمانات في أصول المؤسسة. وهو ما يتوافق مع الفرضية الفرعية الأولى H1-1 التي تنص على أن زيادة حجم إجمالي الأصول يعتبر كإشارة جيدة عن قدرتها على تقديم ضمانات كافية مما يؤدي إلى زيادة نسبة الأموال المقترضة في الهيكل المالي للمؤ ص م الجزائرية.

كما أظهرت نتائج الدراسة عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين قيمة رقم الأعمال ونسبة الاقتراض وهو ما لا يتفق مع بعض الدراسات، حيث أنه من المفترض أن تكون هناك علاقة طردية على اعتبار أنه كلما زاد رقم الأعمال لدى المؤسسة كلما أدى ذلك إلى زيادة قدرتها الاقتراضية، ويمكن أن نفسر ذلك بأنه طالما أن المؤسسة تعمل بشكل جيد وتحقق رقم أعمال فإن المسير سيعتمد على الموارد الداخلية ولن يرغب في اللجوء إلى القروض البنكية. وعليه نرفض الفرضية الفرعية الثالثة H1-2 التي تنص على أن زيادة حجم المبيعات هو إشارة إيجابية في زيادة نسبة الاقتراض في الهيكل المالي.

### نتائج الدراسة للنموذج الثاني:

تشير نتائج النموذج الملائم (نموذج التأثيرات الثابتة) إلى أن قيمة معامل التحديد  $R^2$  في النموذج مقدرة بـ 0.647317، وهي مقبولة جدا وعليه فإن المتغيرات المفسرة تفسر أو تتحكم في 64,73% من التغيرات التي تحصل في الحصول على القروض البنكية، مما يدل على أن هناك ارتباط قوي بين زيادة نسبة الاقتراض في الهيكل المالي للمؤسسة م والمتغيرات المفسرة. وهو ما يتوافق مع الفرضية الثالثة H3 التي مفادها أنه يمكن تفسير قرارات التمويل في المؤسسة.م وفقا لنظرية الإشارة بالاعتماد على مجموعة من النسب المالية حيث تعتبر هذه المعايير كإشارة عن القدرة الاقتراضية للمؤسسات مما يؤدي إلى التغير في نسبة الأموال المقترضة في الهيكل المالي كما توصلت إلى وجود علاقة طردية بين نسبة الاقتراض ونسبة القدرة على التسديد عند مستوى معنوية 0,0000 وهذه النتيجة تشير إلى أن زيادة قدرة المؤسسة على التسديد بمقدار 1% يترتب عنه زيادة في نسبة الاقتراض بـ 5,84%، وهو ما يشير إلى وجود أثر موجب تعود أسبابه إلى أن المؤسسات محل الدراسة قادرة على تسديد ديونها البنكية بالاعتماد على مواردها الذاتية وهو ما يجعلها قادرة على الحصول على التمويل البنكي، وهو ما يتوافق مع الفرضية الفرعية الثالثة H3-2 التي مفادها أن ارتفاع نسبة القدرة على التسديد يعتبر كإشارة إيجابية عن قدرتها على تمويل استثماراتها الجديدة وتسديد ديونها بالاعتماد على الموارد الذاتية مما يؤدي إلى زيادة نسبة الاقتراض في الهيكل المالي.

كما أشارت نتائج الدراسة إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة السيولة العامة ونسبة الاقتراض، حيث أنه من المفترض أن تكون هناك علاقة طردية على اعتبار أنه كلما زادت سيولة المؤسسة كلما أدى ذلك إلى زيادة قدرتها الاقتراضية. وعليه نرفض الفرضية الفرعية الأولى H3-1 التي مفادها أن زيادة قيمة

نسبة السيولة العامة يعتبر كإشارة جيدة عن قدرتها على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل والاستمرار في نشاطها مما يؤدي إلى زيادة نسبة الأموال المقترضة في الهيكل المالي للمؤصم الجزائرية.

كما توصلت الدراسة أيضا إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الاقتراض والمردودية المالية، حيث كان من المفترض أن تكون علاقة طردية إذ أن المردودية المالية تمثل عوائد المؤسسة التي تحققها من الاستثمار في مشروع معين، وتفسر الطالبة هذه النتيجة بعدم رغبة المؤسسات محل الدراسة في الاقتراض من البنوك والاكتفاء بمواردها الذاتية. وعليه نرفض الفرضية الفرعية الثالثة H3-3 زيادة قيمة المردودية المالية للمؤسسة يعبر على قدرتها على تحقيق الأرباح بصفة دائمة في إطار نشاطها وهو إشارة إيجابية في زيادة نسبة الاقتراض في الهيكل المالي.

#### اقتراحات الدراسة:

من خلال نتائج هذه الدراسة يمكننا صياغة الاقتراحات التالية:

- وجوب إيجاد آليات جديدة تقلل من عدم تماثل المعلومات بين المؤصم.م الجزائرية والبنوك وذلك من خلال إنشاء قاعدة بيانات مثلا تضم مختلف المعلومات الدقيقة الخاصة بالمؤصم.م الجزائرية كتعدادها وقطاع نشاطها وبياناتها المالية السنوية؛
- وجوب إجبار المؤصم.م على التصريح ببياناتها سنويا (ملء استمارة معلومات خاصة بها داخل قاعدة البيانات مثلا) وذلك من خلال سن قوانين وتشريعات ردية لكل من يقوم بالتصريح بمعلومات مغلوبة قد تؤدي بمدير البنك أو أي شخص طبيعي أو معنوي آخر له مصلحة إلى اتخاذ قرار خاطئ؛
- تطوير أنظمة الاستعلام الائتماني التي توفر معلومات هامة عن طالب القرض المصرفي إما بتطوير مركزيات المخاطر داخل المصارف أو اللجوء إلى مصادر معلومات ائتمانية خارجية مثل وكالات الاستعلام الائتماني؛
- العمل على زيادة عدد منصات التمويل الجماعي إذ أنه وحاليا لا توجد إلى منصة تمويل واحدة في الجزائر وهي منصة نانفيستي الفرنسية الجزائرية والتي يمكن أن تكون مصدرا هاما لتمويل المؤصم.م في الجزائر؛
- محاولة توفير بيئة تمويلية مناسبة للمؤصم.م بتحفيز الجهات الممولة كالبنوك على تقديم تمويل بشروط ومعايير مناسبة مع تقديم الدعم الاستشاري.

## آفاق الدراسة:

أثناء دراسة هذا الموضوع «قرارات تمويل المؤسسات الاقتصادية في ظل عدم تماثل المعلومات - نظرية الإشارة كمدخل مفسر لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالقروض البنكية-» بدت فيه جوانب مهمة ومسائل بحثية تستدعي من الباحثين الاقتصاديين التطرق لدراستها وتحليلها وفي هذا السياق يمكن توسيع هذا البحث مستقبلاً وإنجاز بحوث مكتملة لمختلف جوانب موضوعنا، لذلك تبادر في أذهاننا بعض المواضيع التي نراها جديرة لأن تكون إشكاليات أبحاث أخرى من بينها:

- عدم تماثل المعلومات وتأثيره في العلاقات التمويلية القائمة على المشاركة بين المؤ.ص.م والبنوك الإسلامية؛
- عدم تماثل المعلومات وتأثيراته في قرارات تمويل منظومة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من طرف منصات التمويل الجماعي، دراسة حالة منصة متخصصة في التمويل الجماعي.

---

**الملاحق**

---

## الملحق رقم(1): يوضح نتائج نموذج الإنحدار التجميعي للنموذج الأول

Dependent Variable: DTF  
Method: Panel Least Squares  
Date: 08/14/22 Time: 09:21  
Sample: 2015 2019  
Periods included: 5  
Cross-sections included: 195  
Total panel (balanced) observations: 975

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.312121	0.056298	-5.544085	0.0000
F	-0.002313	0.001248	-1.853961	0.0640
ASS	0.027285	0.003553	7.678525	0.0000
CA	-0.003299	0.001100	-3.000537	0.0028
R-squared	0.062368	Mean dependent var		0.105363
Adjusted R-squared	0.059471	S.D. dependent var		0.176349
S.E. of regression	0.171025	Akaike info criterion		-0.689923
Sum squared resid	28.40124	Schwarz criterion		-0.669892
Log likelihood	340.3373	Hannan-Quinn criter.		-0.682300
F-statistic	21.52909	Durbin-Watson stat		0.533196
Prob(F-statistic)	0.000000			

## الملحق رقم(2): يوضح نتائج نموذج التأثيرات الثابتة للنموذج الأول

Dependent Variable: DTF  
Method: Panel Least Squares  
Date: 08/14/22 Time: 09:24  
Sample: 2015 2019  
Periods included: 5  
Cross-sections included: 195  
Total panel (balanced) observations: 975

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.144917	0.095445	-1.518335	0.1293
F	-0.004279	0.001236	-3.462919	0.0006
ASS	0.017097	0.005612	3.046449	0.0024
CA	-0.000324	0.001326	-0.244296	0.8071
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.696918	Mean dependent var		0.105363
Adjusted R-squared	0.620075	S.D. dependent var		0.176349
S.E. of regression	0.108698	Akaike info criterion		-1.421328
Sum squared resid	9.180470	Schwarz criterion		-0.429818
Log likelihood	890.8975	Hannan-Quinn criter.		-1.044022
F-statistic	9.069353	Durbin-Watson stat		1.630100
Prob(F-statistic)	0.000000			

## الملحق رقم (3): يوضح نتائج نموذج التأثيرات العشوائية للنموذج الأول

Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)				
Date: 08/14/22 Time: 09:24				
Sample: 2015 2019				
Periods included: 5				
Cross-sections included: 195				
Total panel (balanced) observations: 975				
Swamy and Arora estimator of component variances				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.240322	0.071916	-3.341726	0.0009
F	-0.003846	0.001137	-3.383499	0.0007
ASS	0.022735	0.004317	5.265989	0.0000
CA	-0.001218	0.001147	-1.062167	0.2884
Effects Specification				
			S.D.	Rho
Cross-section random			0.132584	0.5980
Idiosyncratic random			0.108698	0.4020
Weighted Statistics				
R-squared	0.029845	Mean dependent var		0.036270
Adjusted R-squared	0.026848	S.D. dependent var		0.110308
S.E. of regression	0.108817	Sum squared resid		11.49771
F-statistic	9.957054	Durbin-Watson stat		1.302446
Prob(F-statistic)	0.000002			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.055926	Mean dependent var		0.105363
Sum squared resid	28.59638	Durbin-Watson stat		0.523673

## الملحق رقم(4): يوضح نتائج إختبار فيشر للنموذج الأول

Redundant Fixed Effects Tests				
Equation: Untitled				
Test cross-section fixed effects				
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.	
Cross-section F	8.385425	(194,777)	0.0000	
Cross-section Chi-square	1101.120462	194	0.0000	
Cross-section fixed effects test equation:				
Dependent Variable: DTF				
Method: Panel Least Squares				
Date: 08/14/22 Time: 09:27				
Sample: 2015 2019				
Periods included: 5				
Cross-sections included: 195				
Total panel (balanced) observations: 975				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.312121	0.056298	-5.544085	0.0000
F	-0.002313	0.001248	-1.853961	0.0640
ASS	0.027285	0.003553	7.678525	0.0000
CA	-0.003299	0.001100	-3.000537	0.0028
R-squared	0.062368	Mean dependent var	0.105363	
Adjusted R-squared	0.059471	S.D. dependent var	0.176349	
S.E. of regression	0.171025	Akaike info criterion	-0.689923	
Sum squared resid	28.40124	Schwarz criterion	-0.669892	
Log likelihood	340.3373	Hannan-Quinn criter.	-0.682300	
F-statistic	21.52909	Durbin-Watson stat	0.533196	
Prob(F-statistic)	0.000000			

## الملحق رقم(5): يوضح نتائج اختبار هوسمان للنموذج الأول

Correlated Random Effects - Hausman Test				
Equation: Untitled				
Test cross-section random effects				
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.	
Cross-section random	5.122259	3	0.1631	
Cross-section random effects test comparisons:				
Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
F	-0.004279	-0.003846	0.000000	0.3715
ASS	0.017097	0.022735	0.000013	0.1158
CA	-0.000324	-0.001218	0.000000	0.1787
Cross-section random effects test equation:				
Dependent Variable: DTF				
Method: Panel Least Squares				
Date: 08/14/22 Time: 09:29				
Sample: 2015 2019				
Periods included: 5				
Cross-sections included: 195				
Total panel (balanced) observations: 975				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.144917	0.095445	-1.518335	0.1293
F	-0.004279	0.001236	-3.462919	0.0006
ASS	0.017097	0.005612	3.046449	0.0024
CA	-0.000324	0.001326	-0.244296	0.8071
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.696918	Mean dependent var	0.105363	
Adjusted R-squared	0.620075	S.D. dependent var	0.176349	
S.E. of regression	0.108698	Akaike info criterion	-1.421328	
Sum squared resid	9.180470	Schwarz criterion	-0.429818	
Log likelihood	890.8975	Hannan-Quinn criter.	-1.044022	
F-statistic	9.069353	Durbin-Watson stat	1.630100	
Prob(F-statistic)	0.000000			

## الملحق رقم(6): يوضح نموذج التأثيرات المتغيرة

Dependent Variable: DTF  
 Method: Panel Least Squares  
 Date: 08/14/22 Time: 09:47  
 Sample: 2015 2019  
 Periods included: 5  
 Cross-sections included: 195  
 Total panel (balanced) observations: 975

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.254193	0.110021	-2.310401	0.0211
CROSSID=1	0.053457	0.071050	0.752394	0.4520
CROSSID=2	0.308741	0.068805	4.487219	0.0000
CROSSID=3	0.127458	0.068901	1.849856	0.0647
CROSSID=4	0.126436	0.069089	1.830049	0.0676
CROSSID=5	0.019198	0.068818	0.278968	0.7803
CROSSID=6	0.201251	0.068825	2.924107	0.0036
CROSSID=7	0.012162	0.068859	0.176620	0.8599
CROSSID=8	0.141850	0.075989	1.866722	0.0623
CROSSID=9	0.051682	0.070511	0.732966	0.4638
CROSSID=10	0.232069	0.069389	3.344451	0.0009
CROSSID=11	0.082871	0.071104	1.165492	0.2442
CROSSID=12	-0.004831	0.069319	-0.069688	0.9445
CROSSID=13	0.414627	0.069759	5.943732	0.0000
CROSSID=14	0.053901	0.068831	0.783087	0.4338
CROSSID=15	-0.006196	0.072103	-0.085935	0.9315
CROSSID=16	0.053367	0.068885	0.774725	0.4387
CROSSID=17	0.235214	0.069150	3.401488	0.0007
CROSSID=18	0.187080	0.070404	2.657220	0.0080
CROSSID=19	-0.021172	0.070513	-0.300256	0.7641
CROSSID=20	0.097322	0.068826	1.414034	0.1578
CROSSID=21	0.182009	0.068899	2.641688	0.0084
CROSSID=22	0.453226	0.068827	6.585045	0.0000
CROSSID=23	0.363956	0.069065	5.269771	0.0000
CROSSID=24	0.015007	0.068846	0.217982	0.8275
CROSSID=25	0.093970	0.069459	1.352890	0.1765
CROSSID=26	0.179099	0.068783	2.603843	0.0094
CROSSID=27	-0.084692	0.076436	-1.108016	0.2682
CROSSID=28	0.085585	0.071010	1.205248	0.2285
CROSSID=29	0.029327	0.068896	0.425671	0.6705
CROSSID=30	0.253561	0.072928	3.476840	0.0005
CROSSID=31	0.233172	0.068855	3.386413	0.0007
CROSSID=32	0.050829	0.073777	0.688958	0.4911
CROSSID=33	0.369632	0.070280	5.259447	0.0000
CROSSID=34	0.027225	0.069248	0.393151	0.6943
CROSSID=35	0.020666	0.068986	0.299572	0.7646
CROSSID=36	0.007934	0.068908	0.115144	0.9084
CROSSID=37	0.162959	0.069650	2.339699	0.0196
CROSSID=38	-0.013956	0.071248	-0.195877	0.8448
CROSSID=39	-0.036532	0.069663	-0.524414	0.6001
CROSSID=40	0.026785	0.069136	0.387424	0.6985
CROSSID=41	0.006372	0.068771	0.092657	0.9262
CROSSID=42	0.384918	0.069538	5.535342	0.0000
CROSSID=43	0.030516	0.069352	0.440011	0.6601
CROSSID=44	0.024330	0.069417	0.350485	0.7261
CROSSID=45	0.319913	0.069306	4.615964	0.0000
CROSSID=46	0.075579	0.069047	1.094610	0.2740
CROSSID=47	0.169357	0.068782	2.462234	0.0140

CROSSID=48	-0.008615	0.070961	-0.121410	0.9034
CROSSID=49	0.033223	0.072867	0.455941	0.6486
CROSSID=50	0.245449	0.072202	3.399455	0.0007
CROSSID=51	0.422815	0.070234	6.020100	0.0000
CROSSID=52	0.036431	0.069456	0.524521	0.6001
CROSSID=53	0.048568	0.068855	0.705361	0.4808
CROSSID=54	0.566663	0.071167	7.962396	0.0000
CROSSID=55	0.027244	0.069270	0.393304	0.6942
CROSSID=56	0.647552	0.069299	9.344310	0.0000
CROSSID=57	0.032640	0.068976	0.473211	0.6362
CROSSID=58	0.005934	0.068957	0.086054	0.9314
CROSSID=59	0.030642	0.069472	0.441070	0.6593
CROSSID=60	-0.008467	0.072030	-0.117547	0.9065
CROSSID=61	0.146742	0.070741	2.074348	0.0384
CROSSID=62	0.238585	0.070874	3.366333	0.0008
CROSSID=63	0.084221	0.068935	1.221733	0.2222
CROSSID=64	-0.032560	0.071395	-0.456057	0.6485
CROSSID=65	0.012959	0.069060	0.187649	0.8512
CROSSID=66	0.229425	0.070611	3.249130	0.0012
CROSSID=67	0.144179	0.069189	2.083834	0.0375
CROSSID=68	0.099469	0.069097	1.439548	0.1504
CROSSID=69	0.265879	0.068766	3.866431	0.0001
CROSSID=70	0.326770	0.069495	4.702089	0.0000
CROSSID=71	0.015933	0.068908	0.231226	0.8172
CROSSID=72	-0.025349	0.073276	-0.345934	0.7295
CROSSID=73	0.030416	0.068874	0.441608	0.6589
CROSSID=74	0.150107	0.068833	2.180744	0.0295
CROSSID=75	0.119886	0.071199	1.683828	0.0926
CROSSID=76	0.218637	0.068845	3.175771	0.0016
CROSSID=77	0.025958	0.069385	0.374110	0.7084
CROSSID=78	-0.036022	0.070218	-0.512997	0.6081
CROSSID=79	0.084354	0.068861	1.224992	0.2209
CROSSID=80	0.057136	0.068827	0.830145	0.4067
CROSSID=81	0.030646	0.069473	0.441115	0.6593
CROSSID=82	0.089222	0.069060	1.291956	0.1968
CROSSID=83	-0.009757	0.071876	-0.135742	0.8921
CROSSID=84	0.072093	0.068806	1.047768	0.2951
CROSSID=85	0.027049	0.070402	0.384204	0.7009
CROSSID=86	0.002715	0.070356	0.038593	0.9692
CROSSID=87	-0.009219	0.068818	-0.133957	0.8935
CROSSID=88	0.128202	0.069215	1.852235	0.0644
CROSSID=89	0.008749	0.068801	0.127158	0.8988
CROSSID=90	0.128652	0.068869	1.868072	0.0621
CROSSID=91	0.155523	0.069547	2.236234	0.0256
CROSSID=92	0.089154	0.069185	1.288633	0.1979
CROSSID=93	0.193153	0.068957	2.801073	0.0052
CROSSID=94	0.016725	0.068891	0.242778	0.8082
CROSSID=95	0.015378	0.069108	0.222516	0.8240
CROSSID=96	0.236843	0.069155	3.424799	0.0006
CROSSID=97	0.274879	0.069720	3.942641	0.0001
CROSSID=98	0.090394	0.069143	1.307342	0.1915
CROSSID=99	0.347842	0.071192	4.885967	0.0000
CROSSID=100	0.022132	0.069772	0.317210	0.7512
CROSSID=101	0.008123	0.069289	0.117226	0.9067
CROSSID=102	-0.012054	0.069272	-0.174010	0.8619
CROSSID=103	0.017122	0.068954	0.248315	0.8040
CROSSID=104	0.026821	0.070438	0.380775	0.7035
CROSSID=105	0.044100	0.070300	0.627316	0.5306
CROSSID=106	0.132719	0.069570	1.907712	0.0568
CROSSID=107	0.002414	0.068833	0.035070	0.9720
CROSSID=108	0.029992	0.068776	0.436077	0.6629
CROSSID=109	0.017061	0.073450	0.232276	0.8164

CROSSID=110	-0.016576	0.069036	-0.240106	0.8103
CROSSID=111	0.039186	0.068901	0.568738	0.5697
CROSSID=112	-0.020691	0.069352	-0.298353	0.7655
CROSSID=113	-0.008831	0.068963	-0.128058	0.8981
CROSSID=114	0.048750	0.070517	0.691316	0.4896
CROSSID=115	0.009148	0.068834	0.132894	0.8943
CROSSID=116	0.040695	0.069930	0.581932	0.5608
CROSSID=117	0.171377	0.068789	2.491345	0.0129
CROSSID=118	0.285212	0.070038	4.072231	0.0001
CROSSID=119	0.185389	0.069336	2.673759	0.0077
CROSSID=120	-0.002328	0.069006	-0.033742	0.9731
CROSSID=121	0.005050	0.068766	0.073442	0.9415
CROSSID=122	-0.045981	0.072908	-0.630667	0.5284
CROSSID=123	0.113445	0.069219	1.638934	0.1016
CROSSID=124	-0.014668	0.072094	-0.203460	0.8388
CROSSID=125	0.049118	0.068887	0.713029	0.4760
CROSSID=126	0.030885	0.069246	0.446016	0.6557
CROSSID=127	0.012127	0.069011	0.175725	0.8606
CROSSID=128	0.004970	0.068777	0.072263	0.9424
CROSSID=129	0.243823	0.069412	3.512710	0.0005
CROSSID=130	0.337448	0.072172	4.675607	0.0000
CROSSID=131	0.357876	0.068963	5.189421	0.0000
CROSSID=132	0.166909	0.070393	2.371106	0.0180
CROSSID=133	0.137843	0.069018	1.997207	0.0462
CROSSID=134	0.247019	0.069120	3.573760	0.0004
CROSSID=135	0.023123	0.075758	0.305218	0.7603
CROSSID=136	0.034346	0.069226	0.496144	0.6199
CROSSID=137	0.018692	0.068805	0.271673	0.7859
CROSSID=138	0.008018	0.068825	0.116499	0.9073
CROSSID=139	0.023083	0.069149	0.333815	0.7386
CROSSID=140	0.208817	0.069102	3.021865	0.0026
CROSSID=141	0.043185	0.069045	0.625465	0.5318
CROSSID=142	0.038185	0.069475	0.549613	0.5827
CROSSID=143	0.625571	0.072823	8.590252	0.0000
CROSSID=144	0.448877	0.068840	6.520577	0.0000
CROSSID=145	0.014253	0.075031	0.189962	0.8494
CROSSID=146	0.298141	0.070461	4.231298	0.0000
CROSSID=147	0.014283	0.068842	0.207479	0.8357
CROSSID=148	0.011960	0.068826	0.173775	0.8621
CROSSID=149	-0.069318	0.073992	-0.936841	0.3491
CROSSID=150	0.033537	0.071207	0.470977	0.6378
CROSSID=151	-0.019129	0.069224	-0.276340	0.7824
CROSSID=152	0.041188	0.068834	0.598359	0.5498
CROSSID=153	0.067238	0.073213	0.918391	0.3587
CROSSID=154	0.027945	0.068768	0.406368	0.6846
CROSSID=155	-0.001212	0.068799	-0.017623	0.9859
CROSSID=156	0.531974	0.069121	7.696228	0.0000
CROSSID=157	-0.017747	0.071577	-0.247949	0.8042
CROSSID=158	0.110651	0.071171	1.554705	0.1204
CROSSID=159	0.096759	0.069213	1.397994	0.1625
CROSSID=160	-0.016436	0.070621	-0.232743	0.8160
CROSSID=161	0.137367	0.071180	1.929853	0.0540
CROSSID=162	0.008154	0.069703	0.116980	0.9069
CROSSID=163	0.099701	0.068774	1.449693	0.1475
CROSSID=164	0.031413	0.069418	0.452525	0.6510
CROSSID=165	0.382813	0.069974	5.470823	0.0000
CROSSID=166	0.031188	0.068843	0.453031	0.6507
CROSSID=167	0.012906	0.070096	0.184121	0.8540
CROSSID=168	0.401920	0.069593	5.775263	0.0000
CROSSID=169	0.016295	0.068886	0.236553	0.8131
CROSSID=170	0.018963	0.068989	0.274869	0.7835
CROSSID=171	0.441956	0.068870	6.417276	0.0000

CROSSID=172	0.001888	0.070665	0.026714	0.9787
CROSSID=173	0.030588	0.069548	0.439808	0.6602
CROSSID=174	0.054466	0.071016	0.766944	0.4433
CROSSID=175	0.109640	0.072938	1.503208	0.1332
CROSSID=176	0.016760	0.069555	0.240956	0.8097
CROSSID=177	0.010597	0.068898	0.153801	0.8778
CROSSID=178	0.139767	0.068924	2.027828	0.0429
CROSSID=179	-0.029456	0.070080	-0.420313	0.6744
CROSSID=180	0.010875	0.068809	0.158053	0.8745
CROSSID=181	0.435316	0.068906	6.317536	0.0000
CROSSID=182	0.009457	0.068847	0.137364	0.8908
CROSSID=183	0.470999	0.069766	6.751107	0.0000
CROSSID=184	0.015282	0.074523	0.205060	0.8376
CROSSID=185	0.404713	0.072771	5.561493	0.0000
CROSSID=186	0.015696	0.068936	0.227681	0.8200
CROSSID=187	0.142752	0.069263	2.061011	0.0396
CROSSID=188	0.279882	0.069841	4.007443	0.0001
CROSSID=189	0.020606	0.069011	0.298591	0.7653
CROSSID=190	0.139687	0.068778	2.030987	0.0426
CROSSID=191	0.047132	0.072958	0.646022	0.5185
CROSSID=192	0.038425	0.068821	0.558331	0.5768
CROSSID=193	0.148331	0.069451	2.135770	0.0330
CROSSID=194	0.028901	0.069408	0.416392	0.6772
F	-0.004279	0.001236	-3.462919	0.0006
ASS	0.017097	0.005612	3.046449	0.0024
CA	-0.000324	0.001326	-0.244296	0.8071
<hr/>				
R-squared	0.696918	Mean dependent var	0.105363	
Adjusted R-squared	0.620075	S.D. dependent var	0.176349	
S.E. of regression	0.108698	Akaike info criterion	-1.421328	
Sum squared resid	9.180470	Schwarz criterion	-0.429818	
Log likelihood	890.8975	Hannan-Quinn criter.	-1.044022	
F-statistic	9.069353	Durbin-Watson stat	1.630100	
Prob(F-statistic)	0.000000			

## الملاحق رقم(7): يوضح إعادة تقدير نموذج التأثيرات المتغيرة المرهجة

Dependent Variable: DTF  
 Method: Panel Least Squares  
 Date: 08/14/22 Time: 09:51  
 Sample: 2015 2019  
 Periods included: 5  
 Cross-sections included: 195  
 Total panel (balanced) observations: 975

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.004673	0.031426	-0.148697	0.8819
(CROSSID=1)*F	-2.93E-05	0.086159	-0.000340	0.9997
(CROSSID=2)*F	-0.043874	0.033590	-1.306147	0.1923
(CROSSID=3)*F	-0.086319	0.161212	-0.535438	0.5927
(CROSSID=4)*F	-0.038946	0.223469	-0.174279	0.8617
(CROSSID=5)*F	0.051809	0.167283	0.309711	0.7569
(CROSSID=6)*F	-0.066164	0.098479	-0.671861	0.5021
(CROSSID=7)*F	0.000822	0.117981	0.006971	0.9944
(CROSSID=8)*F	-0.008105	0.067881	-0.119406	0.9050
(CROSSID=9)*F	-3.20E-05	0.108929	-0.000294	0.9998
(CROSSID=10)*F	-0.259837	0.074031	-3.509850	0.0005
(CROSSID=11)*F	0.064873	0.345121	0.187970	0.8510
(CROSSID=12)*F	-0.000298	0.032964	-0.009051	0.9928
(CROSSID=13)*F	0.028235	0.244574	0.115445	0.9082
(CROSSID=14)*F	0.012736	0.115896	0.109896	0.9125
(CROSSID=15)*F	-0.000444	0.092860	-0.004785	0.9962
(CROSSID=16)*F	-0.001809	0.477701	-0.003786	0.9970
(CROSSID=17)*F	-0.020187	0.005991	-3.369785	0.0008
(CROSSID=18)*F	-0.395027	0.204426	-1.932366	0.0540
(CROSSID=19)*F	0.075583	0.571245	0.132313	0.8948
(CROSSID=20)*F	-0.193856	0.069986	-2.769912	0.0059
(CROSSID=21)*F	-0.262819	0.141127	-1.862288	0.0633
(CROSSID=22)*F	-0.065127	0.040890	-1.592723	0.1120
(CROSSID=23)*F	0.063891	0.246054	0.259662	0.7953
(CROSSID=24)*F	0.002157	0.118648	0.018182	0.9855
(CROSSID=25)*F	-0.028156	0.007785	-3.616881	0.0003
(CROSSID=26)*F	-0.202610	0.649691	-0.311855	0.7553
(CROSSID=27)*F	1.02E-05	0.006258	0.001633	0.9987
(CROSSID=28)*F	-0.010765	0.103778	-0.103727	0.9174
(CROSSID=29)*F	-0.008138	0.021013	-0.387307	0.6987
(CROSSID=30)*F	0.255255	0.303554	0.840890	0.4009
(CROSSID=31)*F	-0.008211	0.023665	-0.346972	0.7288
(CROSSID=32)*F	0.000144	1.319979	0.000109	0.9999
(CROSSID=33)*F	-0.034567	0.008365	-4.132180	0.0000
(CROSSID=34)*F	-0.000528	0.040693	-0.012974	0.9897
(CROSSID=35)*F	0.008130	0.018186	0.447057	0.6551
(CROSSID=36)*F	0.040074	0.080241	0.499415	0.6178
(CROSSID=37)*F	-0.113241	0.166726	-0.679205	0.4974
(CROSSID=38)*F	8.88E-06	0.007226	0.001229	0.9990
(CROSSID=39)*F	-4.82E-07	0.023585	-2.04E-05	1.0000
(CROSSID=40)*F	0.003554	0.033070	0.107478	0.9145
(CROSSID=41)*F	-2.75E-05	0.038436	-0.000716	0.9994
(CROSSID=42)*F	-0.021925	0.007193	-3.048010	0.0025
(CROSSID=43)*F	-0.000367	0.078837	-0.004657	0.9963
(CROSSID=44)*F	0.091822	0.231358	0.396884	0.6917
(CROSSID=45)*F	-0.003234	0.006305	-0.512898	0.6083
(CROSSID=46)*F	-0.022651	0.064215	-0.352743	0.7245
(CROSSID=47)*F	-0.045107	0.045113	-0.999872	0.3180

(CROSSID=48)*F	-1.58E-05	0.009228	-0.001707	0.9986
(CROSSID=49)*F	3.47E-05	0.005921	0.005863	0.9953
(CROSSID=50)*F	-0.044478	0.295275	-0.150633	0.8803
(CROSSID=51)*F	-0.369300	0.053900	-6.851532	0.0000
(CROSSID=52)*F	-0.003059	1.499750	-0.002040	0.9984
(CROSSID=53)*F	-0.016556	0.008588	-1.927821	0.0546
(CROSSID=54)*F	0.011231	0.008448	1.329442	0.1845
(CROSSID=55)*F	0.000144	0.124385	0.001156	0.9991
(CROSSID=56)*F	0.026486	0.047380	0.559016	0.5765
(CROSSID=57)*F	-0.044185	0.139280	-0.317236	0.7512
(CROSSID=58)*F	0.000977	0.009775	0.099919	0.9205
(CROSSID=59)*F	0.000787	0.053163	0.014801	0.9882
(CROSSID=60)*F	0.649494	42.40832	0.015315	0.9878
(CROSSID=61)*F	-0.021563	0.007233	-2.981397	0.0030
(CROSSID=62)*F	-0.086503	0.018204	-4.751851	0.0000
(CROSSID=63)*F	-0.204263	0.267558	-0.763436	0.4457
(CROSSID=64)*F	-0.078297	44.17572	-0.001772	0.9986
(CROSSID=65)*F	-0.000957	0.050879	-0.018807	0.9850
(CROSSID=66)*F	-0.071946	0.084380	-0.852638	0.3944
(CROSSID=67)*F	0.026414	0.031941	0.826965	0.4088
(CROSSID=68)*F	-0.250684	0.041969	-5.973143	0.0000
(CROSSID=69)*F	-0.036086	0.056832	-0.634950	0.5258
(CROSSID=70)*F	-0.252412	0.100724	-2.505990	0.0126
(CROSSID=71)*F	0.000448	0.096230	0.004655	0.9963
(CROSSID=72)*F	-0.593534	47.90487	-0.012390	0.9901
(CROSSID=73)*F	-0.056020	0.187290	-0.299110	0.7650
(CROSSID=74)*F	0.001077	0.097199	0.011077	0.9912
(CROSSID=75)*F	-0.096768	0.099296	-0.974540	0.3304
(CROSSID=76)*F	-0.109163	0.033912	-3.219040	0.0014
(CROSSID=77)*F	-0.005031	0.247881	-0.020296	0.9838
(CROSSID=78)*F	0.000379	0.180472	0.002101	0.9983
(CROSSID=79)*F	-0.091015	0.139944	-0.650365	0.5158
(CROSSID=80)*F	-0.110040	0.054401	-2.022749	0.0438
(CROSSID=81)*F	0.000656	0.071303	0.009197	0.9927
(CROSSID=82)*F	-0.488967	0.157578	-3.103012	0.0021
(CROSSID=83)*F	0.718657	49.13844	0.014625	0.9883
(CROSSID=84)*F	-0.083882	0.081566	-1.028391	0.3044
(CROSSID=85)*F	-0.001491	0.129018	-0.011556	0.9908
(CROSSID=86)*F	-0.000132	0.008508	-0.015501	0.9876
(CROSSID=87)*F	0.000961	0.065318	0.014706	0.9883
(CROSSID=88)*F	0.000672	0.017953	0.037444	0.9702
(CROSSID=89)*F	8.61E-05	0.033722	0.002554	0.9980
(CROSSID=90)*F	0.049499	0.037677	1.313781	0.1897
(CROSSID=91)*F	0.026050	0.016491	1.579659	0.1150
(CROSSID=92)*F	0.001470	0.008363	0.175798	0.8605
(CROSSID=93)*F	-0.034321	0.016543	-2.074664	0.0387
(CROSSID=94)*F	0.002548	0.064401	0.039561	0.9685
(CROSSID=95)*F	0.000128	0.078646	0.001624	0.9987
(CROSSID=96)*F	-0.296294	0.124989	-2.370549	0.0182
(CROSSID=97)*F	0.023176	0.187837	0.123385	0.9019
(CROSSID=98)*F	-0.098248	0.784184	-0.125287	0.9004
(CROSSID=99)*F	0.043379	0.006269	6.919636	0.0000
(CROSSID=100)*F	-0.040372	0.183460	-0.220059	0.8259
(CROSSID=101)*F	0.000110	0.021658	0.005087	0.9959
(CROSSID=102)*F	0.003145	0.149533	0.021029	0.9832
(CROSSID=103)*F	0.002510	0.282663	0.008881	0.9929
(CROSSID=104)*F	-0.000102	0.005240	-0.019542	0.9844
(CROSSID=105)*F	-0.001439	0.025795	-0.055796	0.9555
(CROSSID=106)*F	0.016498	0.006723	2.454122	0.0146
(CROSSID=107)*F	0.000197	0.039549	0.004992	0.9960
(CROSSID=108)*F	0.001757	0.119986	0.014641	0.9883
(CROSSID=109)*F	0.829633	88.54366	0.009370	0.9925

(CROSSID=110)*F	0.001072	0.066403	0.016145	0.9871
(CROSSID=111)*F	-0.048349	0.046684	-1.035658	0.3010
(CROSSID=112)*F	-2.76E-05	0.006688	-0.004120	0.9967
(CROSSID=113)*F	0.003057	0.044300	0.069013	0.9450
(CROSSID=114)*F	-0.002257	0.199866	-0.011294	0.9910
(CROSSID=115)*F	0.000358	0.076297	0.004690	0.9963
(CROSSID=116)*F	0.001663	0.382461	0.004348	0.9965
(CROSSID=117)*F	0.041198	0.119797	0.343899	0.7311
(CROSSID=118)*F	-0.025997	0.073420	-0.354082	0.7235
(CROSSID=119)*F	-0.159977	0.118299	-1.352312	0.1771
(CROSSID=120)*F	-0.001032	0.081650	-0.012644	0.9899
(CROSSID=121)*F	0.001138	0.167740	0.006787	0.9946
(CROSSID=122)*F	-3.62E-05	0.004899	-0.007387	0.9941
(CROSSID=123)*F	0.064854	0.176925	0.366561	0.7141
(CROSSID=124)*F	-9.08E-05	0.008419	-0.010779	0.9914
(CROSSID=125)*F	0.007263	0.013075	0.555463	0.5789
(CROSSID=126)*F	-0.014523	0.055693	-0.260763	0.7944
(CROSSID=127)*F	0.007835	0.853073	0.009185	0.9927
(CROSSID=128)*F	-0.003481	0.058275	-0.059737	0.9524
(CROSSID=129)*F	-0.034464	0.153421	-0.224639	0.8224
(CROSSID=130)*F	0.038785	0.006366	6.092532	0.0000
(CROSSID=131)*F	-0.029252	0.035841	-0.816158	0.4149
(CROSSID=132)*F	0.502640	0.225611	2.227911	0.0265
(CROSSID=133)*F	0.190754	0.107561	1.773446	0.0769
(CROSSID=134)*F	0.018571	0.007149	2.597749	0.0097
(CROSSID=135)*F	-0.107059	48.59505	-0.002203	0.9982
(CROSSID=136)*F	-0.024012	0.111736	-0.214896	0.8300
(CROSSID=137)*F	0.010645	0.028739	0.370408	0.7113
(CROSSID=138)*F	1.62E-05	0.085951	0.000189	0.9998
(CROSSID=139)*F	0.000125	0.021083	0.005908	0.9953
(CROSSID=140)*F	-0.359606	0.167769	-2.143461	0.0327
(CROSSID=141)*F	0.014263	0.188780	0.075551	0.9398
(CROSSID=142)*F	0.119641	0.218935	0.546469	0.5851
(CROSSID=143)*F	-0.002005	0.006740	-0.297428	0.7663
(CROSSID=144)*F	-0.036273	0.164757	-0.220163	0.8259
(CROSSID=145)*F	0.517891	94.83414	0.005461	0.9956
(CROSSID=146)*F	0.202600	0.231651	0.874593	0.3823
(CROSSID=147)*F	0.004724	0.516028	0.009154	0.9927
(CROSSID=148)*F	-0.001054	0.119596	-0.008811	0.9930
(CROSSID=149)*F	0.314107	54.91394	0.005720	0.9954
(CROSSID=150)*F	-0.001685	0.038431	-0.043849	0.9650
(CROSSID=151)*F	0.003278	0.038139	0.085951	0.9315
(CROSSID=152)*F	0.410205	0.331278	1.238252	0.2164
(CROSSID=153)*F	-183.7342	89.78404	-2.046401	0.0414
(CROSSID=154)*F	-0.003144	0.020435	-0.153842	0.8778
(CROSSID=155)*F	0.000940	0.121744	0.007722	0.9938
(CROSSID=156)*F	-0.056020	0.057464	-0.974874	0.3302
(CROSSID=157)*F	0.016682	90.54644	0.000184	0.9999
(CROSSID=158)*F	-0.012531	0.009353	-1.339795	0.1811
(CROSSID=159)*F	0.010329	0.070382	0.146762	0.8834
(CROSSID=160)*F	5.63E-05	0.008574	0.006570	0.9948
(CROSSID=161)*F	0.177288	0.194385	0.912044	0.3623
(CROSSID=162)*F	1.33E-05	0.004955	0.002685	0.9979
(CROSSID=163)*F	-0.018446	0.070934	-0.260045	0.7950
(CROSSID=164)*F	2.51E-05	0.038092	0.000659	0.9995
(CROSSID=165)*F	-0.140981	0.007618	-18.50683	0.0000
(CROSSID=166)*F	-0.045186	0.087384	-0.517095	0.6054
(CROSSID=167)*F	4.94E-06	0.005119	0.000965	0.9992
(CROSSID=168)*F	-0.024601	0.005044	-4.877396	0.0000
(CROSSID=169)*F	-0.001427	0.161265	-0.008846	0.9929
(CROSSID=170)*F	0.020665	0.519555	0.039775	0.9683
(CROSSID=171)*F	-0.051384	0.037685	-1.363517	0.1735

(CROSSID=172)*F	-2.17E-05	0.007363	-0.002947	0.9976
(CROSSID=173)*F	0.000185	0.041174	0.004491	0.9964
(CROSSID=174)*F	-0.000369	0.050296	-0.007343	0.9941
(CROSSID=175)*F	124.2936	78.69095	1.579516	0.1150
(CROSSID=176)*F	-8.45E-05	0.014264	-0.005921	0.9953
(CROSSID=177)*F	-0.000185	0.049718	-0.003713	0.9970
(CROSSID=178)*F	0.412712	0.375670	1.098605	0.2726
(CROSSID=179)*F	0.003648	0.166891	0.021857	0.9826
(CROSSID=180)*F	-0.001054	0.196688	-0.005358	0.9957
(CROSSID=181)*F	0.080172	0.154417	0.519191	0.6039
(CROSSID=182)*F	-0.001904	0.313252	-0.006077	0.9952
(CROSSID=183)*F	-0.008970	0.149500	-0.060001	0.9522
(CROSSID=184)*F	0.424016	898.6853	0.000472	0.9996
(CROSSID=185)*F	-356.4950	100.6730	-3.541120	0.0004
(CROSSID=186)*F	-3.23E-05	0.051419	-0.000628	0.9995
(CROSSID=187)*F	-0.016736	0.047251	-0.354199	0.7234
(CROSSID=188)*F	-0.197743	0.269265	-0.734381	0.4632
(CROSSID=189)*F	-0.001581	0.164627	-0.009601	0.9923
(CROSSID=190)*F	-0.067329	0.062798	-1.072150	0.2843
(CROSSID=191)*F	-0.000103	0.005610	-0.018380	0.9853
(CROSSID=192)*F	-0.030779	0.035445	-0.868372	0.3857
(CROSSID=193)*F	-0.042482	0.078654	-0.540108	0.5894
(CROSSID=194)*F	-0.000245	0.049533	-0.004936	0.9961
(CROSSID=1)*ASS	0.001032	0.110453	0.009345	0.9925
(CROSSID=2)*ASS	0.231798	0.166688	1.390610	0.1651
(CROSSID=3)*ASS	0.333543	0.343052	0.972280	0.3315
(CROSSID=4)*ASS	0.019846	0.088324	0.224700	0.8223
(CROSSID=5)*ASS	-0.041310	0.433685	-0.095253	0.9242
(CROSSID=6)*ASS	-0.182455	0.303648	-0.600875	0.5483
(CROSSID=7)*ASS	-0.001678	0.214338	-0.007827	0.9938
(CROSSID=8)*ASS	0.012052	0.098544	0.122302	0.9027
(CROSSID=9)*ASS	0.000876	0.145246	0.006032	0.9952
(CROSSID=10)*ASS	0.090479	0.077297	1.170541	0.2425
(CROSSID=11)*ASS	-0.061508	0.329018	-0.186945	0.8518
(CROSSID=12)*ASS	0.000424	0.018512	0.022899	0.9817
(CROSSID=13)*ASS	-0.114130	0.209133	-0.545731	0.5856
(CROSSID=14)*ASS	-0.222857	0.362548	-0.614697	0.5391
(CROSSID=15)*ASS	-0.000726	0.109473	-0.006632	0.9947
(CROSSID=16)*ASS	-0.019786	0.911385	-0.021709	0.9827
(CROSSID=17)*ASS	0.052733	0.211226	0.249654	0.8030
(CROSSID=18)*ASS	0.036444	0.386069	0.094398	0.9248
(CROSSID=19)*ASS	-0.099150	0.748292	-0.132502	0.8947
(CROSSID=20)*ASS	0.624646	0.163219	3.827036	0.0002
(CROSSID=21)*ASS	0.072505	0.276899	0.261847	0.7936
(CROSSID=22)*ASS	0.191590	0.104643	1.830895	0.0679
(CROSSID=23)*ASS	-0.031326	0.194944	-0.160693	0.8724
(CROSSID=24)*ASS	-0.000904	0.114112	-0.007924	0.9937
(CROSSID=25)*ASS	-0.009459	0.068019	-0.139060	0.8895
(CROSSID=26)*ASS	1.012875	0.477941	2.119246	0.0347
(CROSSID=27)*ASS	0.000210	0.004240	0.049517	0.9605
(CROSSID=28)*ASS	0.255071	0.428452	0.595331	0.5520
(CROSSID=29)*ASS	0.060572	0.274035	0.221039	0.8252
(CROSSID=30)*ASS	-0.160363	0.206457	-0.776739	0.4378
(CROSSID=31)*ASS	0.018017	0.014858	1.212592	0.2260
(CROSSID=32)*ASS	-0.000469	3.785729	-0.000124	0.9999
(CROSSID=33)*ASS	0.033498	0.004931	6.793226	0.0000
(CROSSID=34)*ASS	0.000852	0.084701	0.010061	0.9920
(CROSSID=35)*ASS	-0.008055	0.072258	-0.111477	0.9113
(CROSSID=36)*ASS	-0.010158	0.073209	-0.138759	0.8897
(CROSSID=37)*ASS	-0.161773	0.671009	-0.241090	0.8096
(CROSSID=38)*ASS	0.000269	0.003655	0.073510	0.9414
(CROSSID=39)*ASS	9.01E-05	0.033903	0.002658	0.9979

(CROSSID=40)*ASS	-0.006825	0.102965	-0.066288	0.9472
(CROSSID=41)*ASS	0.000752	0.172973	0.004350	0.9965
(CROSSID=42)*ASS	0.074853	0.035496	2.108779	0.0356
(CROSSID=43)*ASS	-0.001147	0.142342	-0.008058	0.9936
(CROSSID=44)*ASS	-0.093097	0.243883	-0.381730	0.7029
(CROSSID=45)*ASS	0.061540	0.057682	1.066874	0.2867
(CROSSID=46)*ASS	0.146892	0.332393	0.441923	0.6588
(CROSSID=47)*ASS	0.012499	0.052897	0.236297	0.8133
(CROSSID=48)*ASS	0.000191	0.147353	0.001299	0.9990
(CROSSID=49)*ASS	0.000286	0.005146	0.055504	0.9558
(CROSSID=50)*ASS	0.047358	0.222643	0.212707	0.8317
(CROSSID=51)*ASS	2.749105	0.928791	2.959876	0.0033
(CROSSID=52)*ASS	0.002727	1.605807	0.001698	0.9986
(CROSSID=53)*ASS	0.011842	0.731705	0.016184	0.9871
(CROSSID=54)*ASS	0.033552	0.005097	6.582397	0.0000
(CROSSID=55)*ASS	0.000543	0.185201	0.002929	0.9977
(CROSSID=56)*ASS	0.107278	0.040642	2.639564	0.0086
(CROSSID=57)*ASS	0.036938	0.115851	0.318837	0.7500
(CROSSID=58)*ASS	0.018573	0.194879	0.095303	0.9241
(CROSSID=59)*ASS	-0.001237	0.766802	-0.001614	0.9987
(CROSSID=60)*ASS	-0.000214	0.119741	-0.001786	0.9986
(CROSSID=61)*ASS	0.119224	0.129179	0.922935	0.3566
(CROSSID=62)*ASS	-0.504570	0.115404	-4.372191	0.0000
(CROSSID=63)*ASS	0.084033	0.061744	1.360991	0.1743
(CROSSID=64)*ASS	-0.000437	0.129400	-0.003377	0.9973
(CROSSID=65)*ASS	0.001867	0.186421	0.010017	0.9920
(CROSSID=66)*ASS	0.077181	0.078664	0.981154	0.3271
(CROSSID=67)*ASS	0.047923	0.122131	0.392391	0.6950
(CROSSID=68)*ASS	0.187389	0.031506	5.947634	0.0000
(CROSSID=69)*ASS	-0.130873	0.413502	-0.316499	0.7518
(CROSSID=70)*ASS	0.248392	0.087257	2.846672	0.0047
(CROSSID=71)*ASS	-0.000169	0.264064	-0.000640	0.9995
(CROSSID=72)*ASS	0.000364	0.003330	0.109198	0.9131
(CROSSID=73)*ASS	0.071780	0.256452	0.279896	0.7797
(CROSSID=74)*ASS	0.156042	0.240820	0.647962	0.5174
(CROSSID=75)*ASS	0.514773	0.400397	1.285657	0.1993
(CROSSID=76)*ASS	0.954478	0.287438	3.320644	0.0010
(CROSSID=77)*ASS	0.005708	0.250677	0.022769	0.9818
(CROSSID=78)*ASS	-0.004345	0.670550	-0.006480	0.9948
(CROSSID=79)*ASS	0.027398	0.154766	0.177026	0.8596
(CROSSID=80)*ASS	0.094257	0.095447	0.987537	0.3240
(CROSSID=81)*ASS	-0.001456	0.113039	-0.012879	0.9897
(CROSSID=82)*ASS	0.345761	0.127782	2.705856	0.0071
(CROSSID=83)*ASS	0.000873	0.144127	0.006059	0.9952
(CROSSID=84)*ASS	0.252953	0.205055	1.233586	0.2181
(CROSSID=85)*ASS	0.001593	0.113979	0.013976	0.9889
(CROSSID=86)*ASS	0.001563	0.139888	0.011170	0.9911
(CROSSID=87)*ASS	0.001814	0.284967	0.006367	0.9949
(CROSSID=88)*ASS	-0.106649	0.215115	-0.495777	0.6203
(CROSSID=89)*ASS	-0.002391	0.253539	-0.009429	0.9925
(CROSSID=90)*ASS	-0.293649	0.311500	-0.942693	0.3464
(CROSSID=91)*ASS	-0.014378	0.010660	-1.348678	0.1782
(CROSSID=92)*ASS	0.001930	0.040641	0.047493	0.9621
(CROSSID=93)*ASS	0.046623	0.066399	0.702166	0.4830
(CROSSID=94)*ASS	-0.003295	0.244698	-0.013465	0.9893
(CROSSID=95)*ASS	0.000343	0.081538	0.004204	0.9966
(CROSSID=96)*ASS	0.950212	0.337862	2.812430	0.0052
(CROSSID=97)*ASS	0.031443	0.136965	0.229572	0.8185
(CROSSID=98)*ASS	0.063408	0.479989	0.132104	0.8950
(CROSSID=99)*ASS	0.001475	0.003784	0.389707	0.6970
(CROSSID=100)*ASS	-0.016349	0.332090	-0.049231	0.9608
(CROSSID=101)*ASS	0.000273	0.004971	0.054895	0.9563

(CROSSID=102)*ASS	-0.002398	0.125355	-0.019130	0.9847
(CROSSID=103)*ASS	-0.009082	0.859111	-0.010571	0.9916
(CROSSID=104)*ASS	0.000299	0.005335	0.056083	0.9553
(CROSSID=105)*ASS	-0.000807	0.039759	-0.020307	0.9838
(CROSSID=106)*ASS	0.000160	0.005949	0.026853	0.9786
(CROSSID=107)*ASS	0.001022	0.382648	0.002670	0.9979
(CROSSID=108)*ASS	-0.039280	0.192925	-0.203605	0.8388
(CROSSID=109)*ASS	0.000352	0.003670	0.095825	0.9237
(CROSSID=110)*ASS	0.000239	0.004315	0.055493	0.9558
(CROSSID=111)*ASS	0.000340	0.005000	0.067907	0.9459
(CROSSID=112)*ASS	0.000255	0.033591	0.007587	0.9939
(CROSSID=113)*ASS	-0.069737	0.529483	-0.131707	0.8953
(CROSSID=114)*ASS	0.001743	0.176101	0.009896	0.9921
(CROSSID=115)*ASS	-0.000325	0.122660	-0.002653	0.9979
(CROSSID=116)*ASS	-0.001843	0.354276	-0.005201	0.9959
(CROSSID=117)*ASS	0.076279	0.157004	0.485842	0.6274
(CROSSID=118)*ASS	0.438051	0.557575	0.785636	0.4326
(CROSSID=119)*ASS	0.120210	0.061667	1.949344	0.0520
(CROSSID=120)*ASS	0.001418	0.094897	0.014941	0.9881
(CROSSID=121)*ASS	-0.001470	0.230019	-0.006389	0.9949
(CROSSID=122)*ASS	0.000288	0.002970	0.097113	0.9227
(CROSSID=123)*ASS	-0.010842	0.145425	-0.074553	0.9406
(CROSSID=124)*ASS	0.000335	0.003441	0.097372	0.9225
(CROSSID=125)*ASS	-0.158970	0.158998	-0.999824	0.3180
(CROSSID=126)*ASS	0.133525	0.333456	0.400429	0.6891
(CROSSID=127)*ASS	-0.007043	0.802248	-0.008779	0.9930
(CROSSID=128)*ASS	0.011232	0.054300	0.206848	0.8362
(CROSSID=129)*ASS	0.831660	0.425241	1.955737	0.0512
(CROSSID=130)*ASS	0.000328	0.004766	0.068891	0.9451
(CROSSID=131)*ASS	-0.001595	0.041647	-0.038306	0.9695
(CROSSID=132)*ASS	-0.392797	0.181242	-2.167250	0.0308
(CROSSID=133)*ASS	-0.321210	0.391440	-0.820584	0.4124
(CROSSID=134)*ASS	2.43E-05	0.007981	0.003047	0.9976
(CROSSID=135)*ASS	0.000349	0.004747	0.073537	0.9414
(CROSSID=136)*ASS	0.786671	1.404016	0.560301	0.5756
(CROSSID=137)*ASS	-0.178363	0.252764	-0.705653	0.4808
(CROSSID=138)*ASS	-0.001121	0.171565	-0.006537	0.9948
(CROSSID=139)*ASS	0.000770	0.115099	0.006690	0.9947
(CROSSID=140)*ASS	0.502995	0.131321	3.830259	0.0001
(CROSSID=141)*ASS	-0.030758	0.496479	-0.061953	0.9506
(CROSSID=142)*ASS	0.002421	0.107174	0.022594	0.9820
(CROSSID=143)*ASS	0.034570	0.004297	8.044319	0.0000
(CROSSID=144)*ASS	0.210668	0.113341	1.858708	0.0638
(CROSSID=145)*ASS	0.000359	0.005820	0.061722	0.9508
(CROSSID=146)*ASS	-0.185363	0.226359	-0.818889	0.4133
(CROSSID=147)*ASS	-0.006436	0.771904	-0.008338	0.9934
(CROSSID=148)*ASS	0.000522	0.310214	0.001682	0.9987
(CROSSID=149)*ASS	0.000253	0.003156	0.080267	0.9361
(CROSSID=150)*ASS	0.003038	0.242093	0.012549	0.9900
(CROSSID=151)*ASS	-0.049389	0.657728	-0.075091	0.9402
(CROSSID=152)*ASS	-0.224864	0.347083	-0.647868	0.5174
(CROSSID=153)*ASS	0.011035	0.003155	3.497823	0.0005
(CROSSID=154)*ASS	0.021740	0.173487	0.125311	0.9003
(CROSSID=155)*ASS	-0.000681	0.244577	-0.002785	0.9978
(CROSSID=156)*ASS	-0.093636	0.210429	-0.444977	0.6566
(CROSSID=157)*ASS	0.000806	0.065312	0.012341	0.9902
(CROSSID=158)*ASS	-0.502935	0.210823	-2.385577	0.0175
(CROSSID=159)*ASS	-0.045242	0.092209	-0.490651	0.6239
(CROSSID=160)*ASS	-0.000852	0.106700	-0.007988	0.9936
(CROSSID=161)*ASS	-0.119326	0.468415	-0.254745	0.7991
(CROSSID=162)*ASS	-0.001728	0.231455	-0.007465	0.9940
(CROSSID=163)*ASS	0.020445	0.082299	0.248420	0.8039

(CROSSID=164)*ASS	0.003736	0.070212	0.053209	0.9576
(CROSSID=165)*ASS	0.182543	0.031788	5.742439	0.0000
(CROSSID=166)*ASS	0.020125	0.077981	0.258074	0.7965
(CROSSID=167)*ASS	0.001693	0.068543	0.024705	0.9803
(CROSSID=168)*ASS	0.030289	0.004049	7.480507	0.0000
(CROSSID=169)*ASS	0.001501	0.154476	0.009720	0.9922
(CROSSID=170)*ASS	-0.035272	0.484562	-0.072791	0.9420
(CROSSID=171)*ASS	0.116341	0.217439	0.535050	0.5929
(CROSSID=172)*ASS	0.001222	0.158943	0.007691	0.9939
(CROSSID=173)*ASS	-0.000773	0.101934	-0.007579	0.9940
(CROSSID=174)*ASS	0.001865	0.049880	0.037397	0.9702
(CROSSID=175)*ASS	0.019571	0.005658	3.458891	0.0006
(CROSSID=176)*ASS	0.008611	0.665133	0.012947	0.9897
(CROSSID=177)*ASS	-0.001000	0.151627	-0.006593	0.9947
(CROSSID=178)*ASS	-0.189718	0.343765	-0.551881	0.5813
(CROSSID=179)*ASS	-0.002785	0.053429	-0.052118	0.9585
(CROSSID=180)*ASS	0.000394	0.167987	0.002347	0.9981
(CROSSID=181)*ASS	-0.290910	0.128602	-2.262093	0.0242
(CROSSID=182)*ASS	0.002280	0.354568	0.006430	0.9949
(CROSSID=183)*ASS	0.348719	0.657351	0.530491	0.5961
(CROSSID=184)*ASS	0.000344	0.004018	0.085629	0.9318
(CROSSID=185)*ASS	-0.349776	0.139264	-2.511612	0.0124
(CROSSID=186)*ASS	0.000263	0.107808	0.002437	0.9981
(CROSSID=187)*ASS	0.008548	0.088586	0.096494	0.9232
(CROSSID=188)*ASS	0.172437	0.319244	0.540144	0.5894
(CROSSID=189)*ASS	0.000981	0.117073	0.008376	0.9933
(CROSSID=190)*ASS	-0.212384	0.387679	-0.547835	0.5841
(CROSSID=191)*ASS	0.000417	0.005116	0.081413	0.9352
(CROSSID=192)*ASS	-0.053664	0.074021	-0.724977	0.4689
(CROSSID=193)*ASS	0.229915	0.135153	1.701151	0.0897
(CROSSID=194)*ASS	0.000324	0.034153	0.009482	0.9924
(CROSSID=1)*CA	-0.000702	0.071660	-0.009797	0.9922
(CROSSID=2)*CA	-0.175370	0.167708	-1.045692	0.2963
(CROSSID=3)*CA	-0.251174	0.212191	-1.183716	0.2372
(CROSSID=4)*CA	0.019126	0.144329	0.132517	0.8946
(CROSSID=5)*CA	-0.004393	0.332322	-0.013218	0.9895
(CROSSID=6)*CA	0.253250	0.255814	0.989976	0.3228
(CROSSID=7)*CA	0.001271	0.224546	0.005661	0.9955
(CROSSID=8)*CA	-0.000584	0.088490	-0.006598	0.9947
(CROSSID=9)*CA	6.31E-05	0.115562	0.000546	0.9996
(CROSSID=10)*CA	0.149731	0.121080	1.236632	0.2170
(CROSSID=11)*CA	0.002680	0.006032	0.444324	0.6571
(CROSSID=12)*CA	8.11E-05	0.006564	0.012352	0.9902
(CROSSID=13)*CA	0.110224	0.202285	0.544895	0.5861
(CROSSID=14)*CA	0.213765	0.384361	0.556156	0.5784
(CROSSID=15)*CA	0.001067	0.112298	0.009505	0.9924
(CROSSID=16)*CA	0.024389	0.513098	0.047533	0.9621
(CROSSID=17)*CA	-0.029212	0.228986	-0.127570	0.8986
(CROSSID=18)*CA	0.336541	0.473690	0.710467	0.4778
(CROSSID=19)*CA	0.026808	0.246198	0.108889	0.9133
(CROSSID=20)*CA	-0.445229	0.125826	-3.538441	0.0005
(CROSSID=21)*CA	0.185969	0.202970	0.916238	0.3601
(CROSSID=22)*CA	-0.110511	0.108642	-1.017196	0.3097
(CROSSID=23)*CA	-0.004842	0.017455	-0.277391	0.7816
(CROSSID=24)*CA	-0.000864	0.117450	-0.007359	0.9941
(CROSSID=25)*CA	0.033275	0.071468	0.465589	0.6418
(CROSSID=26)*CA	-0.836994	0.492170	-1.700620	0.0898
(CROSSID=27)*CA	0.735797	127.8215	0.005756	0.9954
(CROSSID=28)*CA	-0.253824	0.460572	-0.551106	0.5819
(CROSSID=29)*CA	-0.050793	0.252735	-0.200974	0.8408
(CROSSID=30)*CA	556.9557	1114.621	0.499682	0.6176
(CROSSID=31)*CA	0.000893	0.005673	0.157379	0.8750

(CROSSID=32)*CA	0.000645	2.703877	0.000239	0.9998
(CROSSID=33)*CA	0.019926	0.006952	2.866357	0.0044
(CROSSID=34)*CA	-0.000101	0.090221	-0.001120	0.9991
(CROSSID=35)*CA	0.002989	0.068644	0.043544	0.9653
(CROSSID=36)*CA	-0.025695	0.067721	-0.379420	0.7046
(CROSSID=37)*CA	0.277132	0.760041	0.364628	0.7156
(CROSSID=38)*CA	-8.60E-07	0.006150	-0.000140	0.9999
(CROSSID=39)*CA	0.000162	0.026044	0.006238	0.9950
(CROSSID=40)*CA	0.004066	0.097903	0.041527	0.9669
(CROSSID=41)*CA	2.46E-05	0.203367	0.000121	0.9999
(CROSSID=42)*CA	-0.045622	0.043637	-1.045482	0.2964
(CROSSID=43)*CA	0.001741	0.099837	0.017434	0.9861
(CROSSID=44)*CA	0.008774	0.144090	0.060894	0.9515
(CROSSID=45)*CA	-0.044588	0.062746	-0.710610	0.4777
(CROSSID=46)*CA	-0.125273	0.282028	-0.444184	0.6572
(CROSSID=47)*CA	0.037698	0.072330	0.521187	0.6025
(CROSSID=48)*CA	0.000114	0.150934	0.000754	0.9994
(CROSSID=49)*CA	0.614027	22.95331	0.026751	0.9787
(CROSSID=50)*CA	-0.884871	54.32490	-0.016288	0.9870
(CROSSID=51)*CA	-2.611029	0.987769	-2.643360	0.0085
(CROSSID=52)*CA	0.000654	0.161661	0.004045	0.9968
(CROSSID=53)*CA	0.004239	0.775156	0.005469	0.9956
(CROSSID=54)*CA	0.000638	0.006714	0.094999	0.9244
(CROSSID=55)*CA	-0.000408	0.263040	-0.001553	0.9988
(CROSSID=56)*CA	-0.101091	0.061243	-1.650663	0.0996
(CROSSID=57)*CA	0.001058	0.005375	0.196852	0.8440
(CROSSID=58)*CA	-0.019822	0.210479	-0.094178	0.9250
(CROSSID=59)*CA	0.000829	0.752508	0.001102	0.9991
(CROSSID=60)*CA	0.000537	0.122881	0.004374	0.9965
(CROSSID=61)*CA	-0.097400	0.133909	-0.727358	0.4674
(CROSSID=62)*CA	0.627976	0.138909	4.520769	0.0000
(CROSSID=63)*CA	0.112649	0.269354	0.418220	0.6760
(CROSSID=64)*CA	0.000669	0.119207	0.005610	0.9955
(CROSSID=65)*CA	-0.000780	0.147056	-0.005306	0.9958
(CROSSID=66)*CA	0.001379	0.005822	0.236824	0.8129
(CROSSID=67)*CA	-0.065443	0.136753	-0.478551	0.6325
(CROSSID=68)*CA	0.021183	0.005574	3.800740	0.0002
(CROSSID=69)*CA	0.182216	0.397173	0.458784	0.6466
(CROSSID=70)*CA	-0.009408	0.005361	-1.754756	0.0801
(CROSSID=71)*CA	5.52E-05	0.280737	0.000196	0.9998
(CROSSID=72)*CA	0.024366	7.699019	0.003165	0.9975
(CROSSID=73)*CA	-0.017622	0.198832	-0.088628	0.9294
(CROSSID=74)*CA	-0.150118	0.174528	-0.860136	0.3902
(CROSSID=75)*CA	-0.429311	0.353438	-1.214671	0.2252
(CROSSID=76)*CA	-0.866080	0.287135	-3.016282	0.0027
(CROSSID=77)*CA	-0.001108	0.140335	-0.007897	0.9937
(CROSSID=78)*CA	0.004265	0.778369	0.005479	0.9956
(CROSSID=79)*CA	0.069815	0.060879	1.146773	0.2522
(CROSSID=80)*CA	0.007277	0.064224	0.113302	0.9098
(CROSSID=81)*CA	0.001114	0.071165	0.015648	0.9875
(CROSSID=82)*CA	0.138834	0.066714	2.081051	0.0381
(CROSSID=83)*CA	-0.000657	0.170236	-0.003860	0.9969
(CROSSID=84)*CA	-0.178675	0.247394	-0.722229	0.4706
(CROSSID=85)*CA	4.65E-05	0.005062	0.009195	0.9927
(CROSSID=86)*CA	-0.001134	0.129065	-0.008786	0.9930
(CROSSID=87)*CA	-0.002295	0.292607	-0.007842	0.9937
(CROSSID=88)*CA	0.116805	0.235120	0.496788	0.6196
(CROSSID=89)*CA	0.002785	0.262191	0.010622	0.9915
(CROSSID=90)*CA	0.259069	0.312674	0.828560	0.4079
(CROSSID=91)*CA	0.005574	0.006059	0.919813	0.3582
(CROSSID=92)*CA	0.002806	0.041530	0.067576	0.9462
(CROSSID=93)*CA	-0.008217	0.066944	-0.122737	0.9024

(CROSSID=94)*CA	0.001890	0.250914	0.007534	0.9940
(CROSSID=95)*CA	-0.000143	0.100743	-0.001415	0.9989
(CROSSID=96)*CA	-0.697025	0.270972	-2.572312	0.0105
(CROSSID=97)*CA	-0.040966	0.120577	-0.339748	0.7342
(CROSSID=98)*CA	0.018695	0.144098	0.129739	0.8968
(CROSSID=99)*CA	0.001260	0.006166	0.204354	0.8382
(CROSSID=100)*CA	0.055619	0.217194	0.256083	0.7980
(CROSSID=101)*CA	-7.17E-05	0.020588	-0.003484	0.9972
(CROSSID=102)*CA	-0.000246	0.013461	-0.018285	0.9854
(CROSSID=103)*CA	0.007491	0.677996	0.011048	0.9912
(CROSSID=104)*CA	0.000122	0.006981	0.017497	0.9860
(CROSSID=105)*CA	0.002604	0.034486	0.075513	0.9398
(CROSSID=106)*CA	0.000136	0.006661	0.020406	0.9837
(CROSSID=107)*CA	-0.000921	0.413475	-0.002228	0.9982
(CROSSID=108)*CA	0.040716	0.250064	0.162822	0.8707
(CROSSID=109)*CA	-0.772057	82.39342	-0.009370	0.9925
(CROSSID=110)*CA	-0.001019	0.065556	-0.015548	0.9876
(CROSSID=111)*CA	0.046987	0.043455	1.081280	0.2802
(CROSSID=112)*CA	1.40E-05	0.033602	0.000416	0.9997
(CROSSID=113)*CA	0.067096	0.546083	0.122869	0.9023
(CROSSID=114)*CA	0.000849	0.043978	0.019300	0.9846
(CROSSID=115)*CA	0.000323	0.109946	0.002938	0.9977
(CROSSID=116)*CA	0.000542	0.138089	0.003925	0.9969
(CROSSID=117)*CA	-0.103965	0.146866	-0.707890	0.4794
(CROSSID=118)*CA	-0.393833	0.499846	-0.787908	0.4312
(CROSSID=119)*CA	0.031399	0.073088	0.429608	0.6677
(CROSSID=120)*CA	-0.000199	0.083172	-0.002389	0.9981
(CROSSID=121)*CA	0.000828	0.135199	0.006122	0.9951
(CROSSID=122)*CA	0.333200	90.23526	0.003693	0.9971
(CROSSID=123)*CA	-0.045099	0.089426	-0.504316	0.6143
(CROSSID=124)*CA	-6.54E-05	0.005918	-0.011049	0.9912
(CROSSID=125)*CA	0.145246	0.145299	0.999637	0.3181
(CROSSID=126)*CA	-0.119583	0.295481	-0.404706	0.6859
(CROSSID=127)*CA	0.000330	0.049532	0.006668	0.9947
(CROSSID=128)*CA	-0.009108	0.073499	-0.123919	0.9014
(CROSSID=129)*CA	-0.792910	0.466905	-1.698226	0.0903
(CROSSID=130)*CA	-511.2427	87.78319	-5.823925	0.0000
(CROSSID=131)*CA	0.046465	0.040679	1.142235	0.2541
(CROSSID=132)*CA	0.002047	0.006274	0.326215	0.7444
(CROSSID=133)*CA	0.169671	0.435166	0.389899	0.6968
(CROSSID=134)*CA	0.001831	0.005571	0.328685	0.7426
(CROSSID=135)*CA	0.485945	78.24886	0.006210	0.9950
(CROSSID=136)*CA	-0.782521	1.500690	-0.521441	0.6024
(CROSSID=137)*CA	0.172615	0.241449	0.714910	0.4751
(CROSSID=138)*CA	0.001399	0.181199	0.007722	0.9938
(CROSSID=139)*CA	-0.000615	0.120830	-0.005087	0.9959
(CROSSID=140)*CA	-0.173233	0.057716	-3.001442	0.0029
(CROSSID=141)*CA	0.018543	0.329574	0.056263	0.9552
(CROSSID=142)*CA	-0.105426	0.146285	-0.720688	0.4715
(CROSSID=143)*CA	13.19424	46.59909	0.283144	0.7772
(CROSSID=144)*CA	-0.161052	0.183386	-0.878214	0.3804
(CROSSID=145)*CA	0.016010	57.72693	0.000277	0.9998
(CROSSID=146)*CA	0.009255	0.013980	0.662065	0.5083
(CROSSID=147)*CA	0.002512	0.332105	0.007565	0.9940
(CROSSID=148)*CA	0.000703	0.357501	0.001966	0.9984
(CROSSID=149)*CA	-0.297143	51.66656	-0.005751	0.9954
(CROSSID=150)*CA	-0.001783	0.294208	-0.006059	0.9952
(CROSSID=151)*CA	0.049212	0.661063	0.074444	0.9407
(CROSSID=152)*CA	-0.144014	0.279058	-0.516073	0.6061
(CROSSID=153)*CA	-183.6276	89.77185	-2.045491	0.0415
(CROSSID=154)*CA	-0.018662	0.180094	-0.103621	0.9175
(CROSSID=155)*CA	0.000164	0.168342	0.000974	0.9992

(CROSSID=156)*CA	0.179207	0.191437	0.936113	0.3498
(CROSSID=157)*CA	-0.000552	0.071486	-0.007717	0.9938
(CROSSID=158)*CA	0.516355	0.215192	2.399505	0.0169
(CROSSID=159)*CA	0.039833	0.111424	0.357487	0.7209
(CROSSID=160)*CA	0.001227	0.114201	0.010746	0.9914
(CROSSID=161)*CA	-0.034119	0.309136	-0.110368	0.9122
(CROSSID=162)*CA	0.002084	0.236843	0.008799	0.9930
(CROSSID=163)*CA	0.001047	0.035627	0.029387	0.9766
(CROSSID=164)*CA	-0.003911	0.048707	-0.080305	0.9360
(CROSSID=165)*CA	-0.071428	0.036650	-1.948910	0.0520
(CROSSID=166)*CA	0.024001	0.063455	0.378236	0.7055
(CROSSID=167)*CA	-0.001439	0.071246	-0.020195	0.9839
(CROSSID=168)*CA	0.006667	0.004109	1.622492	0.1055
(CROSSID=169)*CA	5.81E-05	0.029404	0.001976	0.9984
(CROSSID=170)*CA	0.014072	0.232807	0.060447	0.9518
(CROSSID=171)*CA	-0.049847	0.207286	-0.240473	0.8101
(CROSSID=172)*CA	-0.000992	0.173198	-0.005728	0.9954
(CROSSID=173)*CA	0.000888	0.100931	0.008794	0.9930
(CROSSID=174)*CA	-0.001276	0.007209	-0.176947	0.8596
(CROSSID=175)*CA	-0.019600	0.006496	-3.017175	0.0027
(CROSSID=176)*CA	-0.008441	0.672117	-0.012558	0.9900
(CROSSID=177)*CA	0.001442	0.171248	0.008420	0.9933
(CROSSID=178)*CA	-0.116236	0.104142	-1.116132	0.2650
(CROSSID=179)*CA	1.50E-05	0.164964	9.11E-05	0.9999
(CROSSID=180)*CA	0.000879	0.092073	0.009547	0.9924
(CROSSID=181)*CA	0.279133	0.120722	2.312199	0.0213
(CROSSID=182)*CA	-0.000203	0.065448	-0.003107	0.9975
(CROSSID=183)*CA	-0.328884	0.569184	-0.577816	0.5637
(CROSSID=184)*CA	2.04E-05	0.007026	0.002902	0.9977
(CROSSID=185)*CA	0.492824	0.178527	2.760493	0.0060
(CROSSID=186)*CA	2.36E-05	0.077298	0.000306	0.9998
(CROSSID=187)*CA	0.014204	0.090122	0.157612	0.8748
(CROSSID=188)*CA	0.017577	0.222363	0.079048	0.9370
(CROSSID=189)*CA	0.000734	0.093155	0.007877	0.9937
(CROSSID=190)*CA	0.296329	0.382441	0.774837	0.4389
(CROSSID=191)*CA	-4.05E-06	0.005584	-0.000725	0.9994
(CROSSID=192)*CA	0.082853	0.085083	0.973789	0.3308
(CROSSID=193)*CA	-0.190765	0.081935	-2.328257	0.0204
(CROSSID=194)*CA	0.000212	0.030045	0.007068	0.9944

R-squared	0.920970	Mean dependent var	0.105363
Adjusted R-squared	0.803635	S.D. dependent var	0.176349
S.E. of regression	0.078146	Akaike info criterion	-1.975765
Sum squared resid	2.393839	Schwarz criterion	0.943682
Log likelihood	1546.185	Hannan-Quinn criter.	-0.864809
F-statistic	7.849077	Durbin-Watson stat	2.330882
Prob(F-statistic)	0.000000		

## الملحق رقم(8): يوضح نتائج الانحدار التجميعي للنموذج الثاني

Dependent Variable: DTF  
 Method: Panel Least Squares  
 Date: 08/14/22 Time: 10:49  
 Sample: 2015 2019  
 Periods included: 5  
 Cross-sections included: 161  
 Total panel (balanced) observations: 805

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.062618	0.010846	5.773391	0.0000
RLG	-0.016683	0.011040	-1.511093	0.1312
RF	-0.005880	0.007001	-0.839863	0.4012
CR	0.099289	0.005427	18.29434	0.0000
R-squared	0.299526	Mean dependent var		0.107465
Adjusted R-squared	0.296902	S.D. dependent var		0.186551
S.E. of regression	0.156425	Akaike info criterion		-0.867523
Sum squared resid	19.59951	Schwarz criterion		-0.844214
Log likelihood	353.1780	Hannan-Quinn criter.		-0.858571
F-statistic	114.1703	Durbin-Watson stat		1.215220
Prob(F-statistic)	0.000000			

## الملحق رقم(9): يوضح نتائج نموذج التأثيرات الثابتة للنموذج الثاني:

Dependent Variable: DTF  
 Method: Panel Least Squares  
 Date: 08/14/22 Time: 10:51  
 Sample: 2015 2019  
 Periods included: 5  
 Cross-sections included: 161  
 Total panel (balanced) observations: 805

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.072365	0.012961	5.583401	0.0000
RLG	-0.002362	0.014773	-0.159917	0.8730
RF	0.006806	0.008563	0.794846	0.4270
CR	0.058445	0.006275	9.313417	0.0000

## Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.647317	Mean dependent var	0.107465
Adjusted R-squared	0.557633	S.D. dependent var	0.186551
S.E. of regression	0.124077	Akaike info criterion	-1.156194
Sum squared resid	9.868199	Schwarz criterion	-0.200545
Log likelihood	629.3683	Hannan-Quinn criter.	-0.789185
F-statistic	7.217757	Durbin-Watson stat	2.199498
Prob(F-statistic)	0.000000		

## الملحق رقم (10): يوضح نتائج نموذج التأثيرات العشوائية للنموذج الثاني

Dependent Variable: DTF  
 Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)  
 Date: 08/14/22 Time: 10:52  
 Sample: 2015 2019  
 Periods included: 5  
 Cross-sections included: 161  
 Total panel (balanced) observations: 805  
 Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.068207	0.012889	5.291797	0.0000
RLG	-0.009097	0.011941	-0.761809	0.4464
RF	-0.000178	0.007244	-0.024527	0.9804
CR	0.077423	0.005454	14.19480	0.0000

## Effects Specification

	S.D.	Rho
Cross-section random	0.087476	0.3320
Idiosyncratic random	0.124077	0.6680

## Weighted Statistics

R-squared	0.194836	Mean dependent var	0.057564
Adjusted R-squared	0.191821	S.D. dependent var	0.141153
S.E. of regression	0.126895	Sum squared resid	12.89801
F-statistic	64.60954	Durbin-Watson stat	1.732666
Prob(F-statistic)	0.000000		

## Unweighted Statistics

R-squared	0.283849	Mean dependent var	0.107465
Sum squared resid	20.03814	Durbin-Watson stat	1.115270

## الملحق رقم(11): يوضح نتائج اختبار فيشر للنموذج الثاني

Redundant Fixed Effects Tests				
Equation: Untitled				
Test cross-section fixed effects				
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.	
Cross-section F	3.950676	(160,641)	0.0000	
Cross-section Chi-square	552.380603	160	0.0000	
Cross-section fixed effects test equation:				
Dependent Variable: DTF				
Method: Panel Least Squares				
Date: 08/14/22 Time: 10:54				
Sample: 2015 2019				
Periods included: 5				
Cross-sections included: 161				
Total panel (balanced) observations: 805				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.062618	0.010846	5.773391	0.0000
RLG	-0.016683	0.011040	-1.511093	0.1312
RF	-0.005880	0.007001	-0.839863	0.4012
CR	0.099289	0.005427	18.29434	0.0000
R-squared	0.299526	Mean dependent var	0.107465	
Adjusted R-squared	0.296902	S.D. dependent var	0.186551	
S.E. of regression	0.156425	Akaike info criterion	-0.867523	
Sum squared resid	19.59951	Schwarz criterion	-0.844214	
Log likelihood	353.1780	Hannan-Quinn criter.	-0.858571	
F-statistic	114.1703	Durbin-Watson stat	1.215220	
Prob(F-statistic)	0.000000			

## الملحق رقم(12): يوضح نتائج اختبار هوسمان للنموذج الثاني

## Correlated Random Effects - Hausman Test

Equation: Untitled

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	39.804492	3	0.0000

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
RLG	-0.002362	-0.009097	0.000076	0.4388
RF	0.006806	-0.000178	0.000021	0.1260
CR	0.058445	0.077423	0.000010	0.0000

Cross-section random effects test equation:

Dependent Variable: DTF

Method: Panel Least Squares

Date: 08/14/22 Time: 10:55

Sample: 2015 2019

Periods included: 5

Cross-sections included: 161

Total panel (balanced) observations: 805

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.072365	0.012961	5.583401	0.0000
RLG	-0.002362	0.014773	-0.159917	0.8730
RF	0.006806	0.008563	0.794846	0.4270
CR	0.058445	0.006275	9.313417	0.0000

## Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.647317	Mean dependent var	0.107465
Adjusted R-squared	0.557633	S.D. dependent var	0.186551
S.E. of regression	0.124077	Akaike info criterion	-1.156194
Sum squared resid	9.868199	Schwarz criterion	-0.200545
Log likelihood	629.3683	Hannan-Quinn criter.	-0.789185
F-statistic	7.217757	Durbin-Watson stat	2.199498
Prob(F-statistic)	0.000000		

---

# قائمة المراجع

---

## المراجع باللغة العربية

## الكتب

1. إبراهيم, ا. م. (2013). المعلومات ودورها في دعم واتخاذ القرار الاستراتيجي. القاهرة، مصر: المجموعة العربية للتدريب والنشر.
2. أحمد, ع. ا. (2008). التمويل وإدارة المؤسسات المالية. عمان الأردن: دار الحامد للنشر والتوزيع .
3. اندراوس, ع. و. (2006). التمويل والإدارة المالية. الاسكندرية : دار الفكر الجامعي .
4. ببوراس, أ. (2008). تمويل المنشآت الاقتصادية. عنابة، الجزائر : دار العلوم للنشر والتوزيع .
5. براق , م & , غربي , ح. (2015). مدخل إلى السياسة المالية للمؤسسة، الطبعة الأولى. الجزائر: المكتب الجامعي الحديث.
6. يرغام, أ. (2010). الإدارة المالية: أسس تقييم المشاريع، تقييم الشركات، القرارات التمويلية، الاستراتيجية. حلب، سورية : شعاع للنشر والعلوم .
7. التميمي, ع. ت. (2012). الإدارة المالية المتقدمة. دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة .
8. توفيق, ج. أ. (1986). أساسيات الإدارة المالية. بيروت لبنان: دار النهضة العربية للنشر والتوزيع.
9. الحاج, ط. (2002). مبادئ التمويل. عمان الأردن : دار صفاء للنشر والتوزيع.
10. حسن, ص. (2013). دعم وتنمية المشروعات الصغيرة لحل مشاكل البطالة والفقر. القاهرة، مصر : دار الكتاب الحديث .
11. الحسنواوي, س. ص. (2016). أساسيات الإدارة المالية. عمان الاردن : الدار المنهجية للنشر والتوزيع.
12. الحناوي, م. ص. (2005). الإدارة المالية. الاسكندرية : الدار الجامعية .
13. خبابة, ع. ا. (2013). المؤسسات الصغيرة والمتوسطة آلية لتحقيق التنمية. الاسكندرية، مصر : دار الجامعة الجديدة.
14. الخرشنة, ع. ت. (2007). أساسيات في الإدارة المالية. عمان الأردن: دار المسيرة للنشر والتوزيع.
15. الخولي, ج. ب. (1995). محددات الهيكل التمويلي للمنشآت الصناعية بالقطاعات العام والخاص. كلية التجارة، مصر: جامعة عين شمس.
16. الرحمان, ع. ع. (2011). المحاسبة المعمقة وفق النظام المحاسبي المالي. برج بوعريريج، الجزائر: دار النشر جيطلي.
17. الزبيدي, ح. م. (2006). أساسيات الإدارة المالية. عمان، الأردن : مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع .
18. ساسي, ي. ق. (2006). التسيير المالي دروس وتطبيقات. عمان الأردن: دار وائل للنشر والتوزيع .
19. شاهين, م. ع. (2019). سياسات التمويل وأثره على نجاح الشركات والمؤسسات المالية. الطبعة الثانية. القاهرة، مصر: دار حميثرا للنشر.
20. شبيب, د. ك. (2009). مقدمة في الإدارة المالية. عمان الأردن: دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة.
21. الشيباني, ع. ا. (2011). نظم المعلومات المالية. عمان الأردن : الوراق للنشر والتوزيع .

22. الصباح, ع. ا. (2010). نظم المعلومات الإدارية. عمان، الأردن: دار زهران للنشر والتوزيع.
23. صخري, ع. (2006). اقتصاد المؤسسة. الجزائر : ديوان المطبوعات الجزائرية .
24. العامري, ع. ا. (2003). الإدارة المالية أطر نظرية وحالات عملية. عمان الأردن: دار وائل للنشر والتوزيع .
25. العامري, م. ع. (2009). الإدارة المالية المتقدمة. عمان الاردن: دار إثراء للنشر والتوزيع.
26. عبد الحميد, ع. (2008). اقتصاديات تمويل المشروعات الصغيرة. الاسكندرية: الدار الجامعية.
27. عبدالسلام, ع. ا. (2001). إدارة المشروعات الصغيرة. عمان، الأردن: دار صفاء للنشر والتوزيع .
28. العزيز, س. م. (1998). اقتصاديات الاستثمار و التمويل و التحليل المالي. الإسكندرية، مصر: مكتبة الإشعاع الفنية.
29. العساف, ح. م. (2015). تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة بين التمويل الإسلامي والتمويل التقليدي. عمان الأردن : دار المسيرة للنشر والتوزيع .
30. عطية, ع. ا. (2009). المحاسبة العامة وفق النظام المحاسبي المالي. برج بوعرييج، الجزائر: دار النشر جيطلي .
31. العطية, م. (2002). إدارة المشروعات الصغيرة. الطبعة الأولى. عمان، الأردن: دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة.
32. عقل, م. م. (2009). مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي. عمان الأردن : مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع.
33. العلي, أ. ح. (2010). الإدارة المالية. عمان الأردن : دار وائل للنشر والتوزيع.
34. علي, ب. ه. (1991). القاموس الجديد. الجزائر : المؤسسة الوطنية للكتاب .
35. الفضل, م. م. (2015). العلاقة بين حوكمة الشركات وجودة الإفصاح المحاسبي في ضوء نظرية الوكالة. القاهرة، مصر: منشورات المنظمة العربية للتنمية الإدارية.
36. قرقاص, ع. ا. (2000). أساسيات الاستثمار والتمويل. الاسكندرية مصر : مؤسسة شباب الجامعة.
37. قريشي, إ. ب. (2006). التسيير المالي دروس وتطبيقات. الطبعة الأولى. عمان، الأردن: دار وائل للنشر والتوزيع.
38. قريشي, ا. ب. (2011). الإدارة المالية. عمان، الاردن : دار وائل للنشر والتوزيع .
39. كراجة وآخرون, ع. ا. (2006). الإدارة والتحليل المالي. عمان الأردن : دار صفاء للنشر والتوزيع.
40. كراجة, ع. ا. (2006). الإدارة والتحليل المالي. عمان، الأردن: دار صفاء للنشر والتوزيع.
41. اللحام, م. ع. (2014). الإدارة المالية المعاصرة. عمان الأردن: مكتبة المجمع العربي للنشر والتوزيع.
42. المغربي, م. ا. (2011). تمويل ومؤسسات مالية. أم درمان السودان : الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات.
43. مليكاوي, م. (2019). استراتيجيات التمويل في المؤسسات الاقتصادية. الجزائر : دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع.
44. ن عبد الرحمان , أ. (2015). تطور النظام المصرفي الجزائري. دار البيضاء، الجزائر: دار بلقيس للنشر.
45. النازور, ض. (2015). المشروعات الصغيرة والمتناهية الصغر بين وسائل التمويل التقليدية والإسلامية. الاسكندرية، مصر : دار التعليم الجامعي .
46. الهندي, م. إ. (2003). الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات. الاسكندرية، مصر: توزيع منشأة المعارف.
47. يوسف, ي. ح. (2012). التمويل في المؤسسات الاقتصادية. الاسكندرية : دار الكتب المصرية.

48. خوني , ر , وحساني , ر . (2008). المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومشكلات تمويلها. الطبعة الأولى .(القاهرة، مصر: ايتراك للنشر والتوزيع.

49. ناصر, ع. ا. (2015). حوكمة الشركات في الأسواق الناشئة. القاهرة، مصر : مركز الخبرات المهنية للإدارة.

### الرسائل الجامعية

50. العايب ياسين . (2011). إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية: دراسة حالة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر. كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير , قسنطينة .

51. العقون , ع . (2020). أثر السياسة المالية على النمو الاقتصادي في الجزائر دراسة تحليلية قياسية مقارنة مع بعض دول الخليج العربي خلال الفترة 1990-2016.

52. بوروية, ك . (2018). إشكالية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر وسبل تطوير الآليات التمويلية في ظل المتغيرات الاقتصادية الراهنة. سطيف , كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير, الجزائر: جامعة فرحات عباس .

53. حركاتي, ن . (2015). تحليل قرارات التمويل وأثرها على ربحية وقيمة المؤسسة الاقتصادية-دراسة حالة الشركات الصناعية المدرجة في الاسواق المالية العربية للفترة 2007 .- كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير , سطيف.

54. حطاش, ع. ا. (2008). محددات الهيكل التمويلي واثره على قيمة المنشأة في ظل النظام التقليدي ونظام المشاركة -مدخل مقارن .- سطيف , كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير , جامعة سطيف .

55. زغيب, م . (2006). إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية : دراسة محددات الهيكل المالي لمجمع جيبي . سطيف, كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير, الجزائر.

56. صحراوي, إ. (2018). تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية كمدخل لتحسين فرص تمويلها البنكي: دراسة ميدانية لبعض المؤسسات بولاية سطيف . كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير , سطيف .

57. معيزة , م . (2016). مصادر تمويل الاحتياجات الاستثمارية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في ظل اقتصاد الاستدانة: دراسة حالة التمويل بالقروض البنكية . كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير, سطيف، الجزائر.

58. هوام, ج , وشاوي , ش . (2011). المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر: واقع/تطور. الملتقى الوطني حول دور المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في تحقيق التنمية بالجزائر خلال الفترة 2000-2010 . جامعة بومرداس, الجزائر.

### المقالات المنشورة في مجلات علمية محكمة

59. بقاش, ع. ب . (2019). حاجة المؤسسات الاقتصادية إلى التمويل في ظل التمايز بين مصادر التمويل التقليدية والإسلامية. مجلة الدراسات الاقتصادية المعاصرة. 53-68 ,

60. بن عمرة , ع . (2021). خطوات تطبيق Panel Data Model باستخدام برنامج E-views10 . ReserchGate, 1-33.

61. بھياني , ر , وبختي , ف . (2020). الحرية الاقتصادية والنمو الاقتصادي في الدول العربية -دراسة قياسية باستخدام نماذج بانل الديناميكي خلال الفترة 2006-2017. مجلة الاستراتيجية والتنمية . 192- 211 ,

62. بورقبة, ش. (2010). دور نظرية الإشارة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية. مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير. (10)
63. بوفليسي, ن. (2016), العوامل المحددة لهياكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، العدد 12، جامعة سكيكدة، الجزائر، 2016، ص. 347-348. مجلة البحوث والدراسات الإنسانية، 339-362،
64. بوقفة, ع. و. ومايو, ع. (2018). مساهمة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في التنمية الاقتصادية والصعوبات التي تواجهها. مجلة الآفاق للدراسات الاقتصادية. (5)
65. دادن, ع. ا. (2006). تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي: الاسهامات النظرية الأساسية. مجلة الباحث. (4)
66. دباش, م. ج. (2015). أثر التدفقات النقدية على اتخاذ القرارات المالية دراسة حالة البنوك التجارية بولاية جيجل. مجلة البحوث الاقتصادية والمالية. 65-83،
67. زهواني, ر. (2014). دور الإدارة المالية في صنع القرارات المالية - قرار التمويل، قرار الاستثمار، وقرار توزيع الأرباح. مجلة العلوم الإدارية والمالية. 261-237،
68. عزيز, س. (2011, 06). مساهمة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في التنمية الاقتصادية والاجتماعية. مجلة العلوم الإنسانية والاجتماعية. (2)
69. مداحي, ع. (2018). أهمية ودور المعلومات في اتخاذ القرارات. مجلة الإدارة والتنمية للبحوث والدراسات, (1)7، 234-244.
70. معيزة, م. أ. (2016). نظرية الإشارة كمدخل لتفسير محددات التمويل بالفروض الاستثمارية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في ظل ظروف عدم تماثل المعلومات: دراسة حالة عينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر. مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير. (16), 104-129،
71. ناصر, س. و. وحديدي, آ. (2015, 6). تأهيل النظام المصرفي الجزائري في ظل التطورات العالمية الراهنة، أي دور لبنك الجزائر؟. المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية. (2)
72. العايب, ي. مخاطر عدم تماثل المعلومات بين قصور صيغ التمويل التقليدية وحلول الصناعة المالية الإسلامية. مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية/ <https://kantakji.com/2565/> Récupéré sur 1-15،
73. الساعدي, ع. ع. (2012). هيكل رأس المال والعوامل المؤثرة فيه. مجلة الاقتصاد الخليجي, 136-158.
74. عبد الرحمان رشوان. (2017). قياس أثر المعلومات المحاسبية الخاطئة لظاهرة عدم تماثل المعلومات وانعكاساته على جودة الأرباح المحاسبية. مجلة الاجتهاد للدراسات القانونية والاقتصادية، 404-438.
75. سالم مكرودي، و علي صاري. (2011). تباين القرارات الاستثمارية في أسواق المال في ظل عدم تناظر المعلومات. المجلة الجزائرية للدراسات المالية والمصرفية، 110-129.
76. عبد الجبار سالمي، و سعيد صحراوي. (2021). تفعيل حوكمة المؤسسات وتخفيض عدم تماثل المعلومات في الأسواق المالية: نموذج لجودة المعلومات وفقا لمعايير التقارير المالية الدولية. دراسات اقتصادية، (1)8، 1-17.

ملتقيات وأوراق عمل

77. بنونة، س. س. (2006, 04 17-18). المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر ومشكلات تمويلها. الملتقى الدولي بعنوان متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية. جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف.
78. رزاز ، ر.و.بن عمروش ، ف. (2017, 12 6-7). المؤسسات الصغيرة والمتوسطة كآلية لدعم الاقتصاد الوطني . الملتقى الدولي بعنوان إشكالية استدامة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة .الوادي , جامعة الشهيد حمة لخضر, الجزائر .

منشورات وتقارير

79. مؤسسة التمويل الدولية مجموعة البنك الدولي . دليل المعرفة المصرفية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة .
80. هبة عبد المنعم ، الوليد طلحة ، و طارق إسماعيل . (2019). النهوض بالمشروعات متناهية الصغر والصغيرة والمتوسطة في الدول العربية. الإمارات العربية المتحدة: صندوق النقد العربي.
81. الهيئة العامة للمنشآت الصغيرة والمتوسطة منشآت . (2022). تقرير "منشآت" -الربع الأول لعام 2022 م. السعودية.

قوانين ومراسيم

82. الجريدة الرسمية .(14 1 1996). المادة 02 من الأمر رقم 96-09. (3) .
83. القانون التجاري الجزائري .(25 04 1993). المادة 563 مكرر2 ومكرر3 ، من المرسوم التشريعي رقم 93-08 . الجريدة الرسمية 27 .
84. القانون التجاري الجزائري .(25 04 1993). المادة 715 مكرر 42 من المرسوم التشريعي 93-08.
85. القانون التوجيهي رقم 01-18 . (15 12 2001). القانون التوجيهي لترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة .(77) . الجريدة الرسمية.
86. القانون التوجيهي لتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة .(2) .(10 01 2017). الجريدة الرسمية.
87. وزارة المالية المصرية .(2004). تطبيق تجربة رأس المال المخاطر مع المشروعات الصغيرة والمتوسطة.

المواقع الالكترونية

88. ONS.
89. كمامسي، إ. ب-Consulté le 02 20, 2020, sur dspace.univ-ouargla.dz: <https://dspace.univ-ouargla.dz/jspui/handle/123456789/7627> .(2014, 11 02).
90. الموقع الالكتروني لمصرف السلام الجزائر [www.alsalamalgeria.com](http://www.alsalamalgeria.com) . (2020) .
91. الموقع الالكتروني لبنك [www.bank-abc.com/ar/abcworld/africa/algeria/pages/default.aspx](http://www.bank-abc.com/ar/abcworld/africa/algeria/pages/default.aspx) : ABC . (2020) .
92. الموقع الالكتروني لبنك [www.trust-bank-algeria.com](http://www.trust-bank-algeria.com) : Trust Bank Algeria . (2020) .

93. El Djazaïr BNP Paribas. (2020). Récupéré sur الموقع الالكتروني لبنك [www.bnpparibas.dz](http://www.bnpparibas.dz)
94. FRANSABANK El Djazaïr SPA. (2020). Récupéré sur الموقع الالكتروني لبنك [www.fransabank.dz](http://www.fransabank.dz)
95. H.S.B.C. ALGERIA. (2020). Récupéré sur الموقع الالكتروني لبنك [www.algeria.hsbc.com](http://www.algeria.hsbc.com)
96. الموقع الالكتروني لبنك الاسكان للتجارة والتمويل الجزائر (2020). Récupéré sur [www.housingbankdz.com](http://www.housingbankdz.com)
97. الموقع الالكتروني لبنك البركة الجزائري [www.albaraka-bank.com](http://www.albaraka-bank.com) (2020).
98. الموقع الالكتروني لبنك التنمية المحلية [www.bdl.dz](http://www.bdl.dz) (2020).
99. الموقع الالكتروني لبنك الخليج الجزائر [www.agb.dz](http://www.agb.dz) (2020).
100. الموقع الالكتروني لبنك الفلاحة والتنمية الريفية [www.badr-bank.dz](http://www.badr-bank.dz) (2020).
101. الموقع الالكتروني لبنك سوسيتي جينيرال الجزائر [www.societegenerale.dz](http://www.societegenerale.dz) (2020).
102. الموقع الالكتروني لبنك نتيكسيس الجزائر [www.natixis.dz](http://www.natixis.dz) (2020).
103. الموقع الالكتروني للبنك الخارجي الجزائري [www.bea.dz](http://www.bea.dz): 2020 (s.d.).
104. الموقع الالكتروني للبنك العربي الجزائر [www.arabbank.dz](http://www.arabbank.dz) (2020).
105. الموقع الالكتروني للبنك الوطني الجزائري [www.bna.dz](http://www.bna.dz) (2020).
106. الموقع الالكتروني للصندوق الوطني للتوفير والاحتياط - بنك [www.cnepbanque.dz](http://www.cnepbanque.dz) (2020).

### المراجع باللغة الفرنسية

#### Livre

1. AswathDamodran. (2006). **Finance d'entreprise**. Paris, france: éditions de Boeck Université.
2. charreaux, G. (2014). **finance d'entreprise**. france: editions EMS.
3. Coussergus, S. (1984). **Autofinancement**. paris.
4. Dai, M. (2002). **Le Capital-risque et les innovation technologie**. l'innovation en Europe.
5. Dèpallens, G. (1987). **Gestion financière de l'entreprise**. sirvey.
6. Guyot, Janssen, & Lohest. (2007). **Facteurs influençant la croissance de l'emploi des PME wallonnes**. UCL.
7. Hemici, P. c. (2002). **Gestion financière de l'entreprise**, 10ème édition, , France, 2002,p.38. . paris: Dunod.
8. Mourgues, N. (1999). **financement et cout du capital de l'entreprise**. paris france : economica.
9. Rollande, L. B. (2008). **Principes de technique bancaire**. paris France: dunod.
10. sonlik, B. (2001). **Gestion Financière**. Paris ,France: Dunod,.

11. VERNIER E. (2005). **le financement bancaire de la création d'entreprise**,. Laboratoire Redéploiement Industriel et Innovation.
12. Cleary, L. B. (2013). **Corporate Finance**. french: jhon wiley.

### Thèses

1. Belghiti, H. (2006, Dec). **Les déterminants de la structure du capital : Application pour les entreprises Canadiennes et Américaines de 1995 à 2005**. Université du Québec, Montréal.
2. Chtourou, A. (2013, 08). **l'impact de la structure de propriété avec la présence de sociétés de capital du risque sur la relation entre la structure financière et les décisions d'investissement : le cas des pme québécoises**. al'université du québec trois-rivières.
3. Eric , v., & Flament, S. (2004). **La personnalité du créateur d'entreprise facteur déterminant dans l'octroi d'un prêt**. Revue Banquestratégie(220).
4. Janssen , F., & Wtterwulge;, R. (s.d.). **l'influence de l'interpénétration du dirigeant et de son entreprise sur l'endettement bancaire des p.m.e.: état de la question**. Institut d'Administration et de Gestion Université Catholique, Centre Européen de la P.M.E.
5. Nahas, V. (s.d.). **La validité de la théorie du financement hiérarchique : le cas des entreprises françaises et libanaises**. Récupéré sur <https://hal.archives-ouvertes.fr/hal-01718696/document>
6. Séverin, E. (2002). **L'endettement des entreprises: incidences sur la valorisation des firmes**. France: e-theque.

### Article

7. Bigsten, A., & et autres . (2003). **Credit constraints in manufacturing enterprises in Africa**. Journal of African Economies,, 12(1).
8. BOUCHIKHI, M. R. (2015). **Décision bancaire sous asymétrie informationnelle « Etude de cas de la banque nationale d'Algérie agence de Mascara**. Revue Chercheur Economique(4).
9. BOUHADIBA, B. (2015, 12). **l'effet du partage de l'information sur les contraintes de financement des pme de la région de mena**. université du québec .
10. DECHEBA, F. (s.d.). **Les déterminants de la structure d'endettement des PME au Tchad**. Consulté le 12 19, 2020, sur <https://www.memoireonline.com/04/11/4422/Les-determinants-de-la-structure-dendettement-des-PME-au-Tchad.html>
11. Merzouk, F. (2009, 10). **PME et compétitivité en Algérie**. La revue de l'Économie et de Management(9).
12. Nakamura, J. L. (1999). **Relation Banque-PME**. Revue d'économie financière(54), France.
13. Ngongong, D. (2017). **analyse du recours au capital risque par les PME Comerounaises**. Journal of Acadimic Finance(8).
14. R.castainias. (1983). Bankruptcy risk and optimal structure. journal of finance.
15. Abdelkader Chachi , & Abul Hassan. (2004). **financing small and medium businesses: the british experimen**. Revue des Sciences Économiques et de Gestion(3).

### Publications et rapports

16. KPMG. (2015). guide des banques et des établissements financiers en Algérie. Alger, Algérie.
17. KPMG. (2017 ). guide investir en Algérie. Alger, Algérie.

### المراجع باللغة الإنجليزية

#### Books

1. Stephen. A. ROSS, R. w. (2002). **Corporate finance** (éd. sixth ). McGraw- Hill.
2. Stevenson, L. . (2010). **Private sector and enterprise development: fostering growth in the Middle East and North Africa**. IDRC.
3. Subramanian, C. P. (2009). **Financial Management**. New Delhi: new age international (P) limited.
4. Vernimmen, P. (2005). **corporate finance- theory and practice**. india: chennai.

#### Articles

5. Erdur, E. K. (2015). **Determinants of capital structure: a research on sectors that contribute to exports in turkey** , Vol 44, No 2, 2015, pp.27-38. Istanbul University Journal of the School of Business, Turkey, 27-38.
6. Kira, A. R. (2013). **Determinants of Financing Constraints in East African Countries SMEs**. International Journal of Business & Management, 8(8).
7. majluf, S. c. (1984). **corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have**. journal of financial economics(13).
8. Uchida, H, & et autres. (2012). **Loan officers and relationship lending to SMEs**. Journal of Financial Intermediation, 21(1).
9. Pedro Proença., R. M. (2014). **Determinants of capital structure and the 2008 financial crisis: evidence from Portuguese SMEs** . Procedia - Social and Behavioral Sciences, 182-191.
10. March.P. (1982). **the choice between equity and debt**. journal of finance.
11. Vaughn, K. (2011). **Constraints for Women Entrepreneurs in the Middle East and North Africa: Insights from Morocco**. Associates, 3(3).
12. A.Ross, S. (1973, 05). **the economic theory of agency:the principl's problem**. decision marking under uncertainty, 63(2).
13. Michel c. jencen, w. H. (1976, 10). **theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure**. journal financial economics, 3(4).
14. JOSEPHE, STIGLITZ , & ANDREWWEIS. (1981, 06). **Credit Rationing in Markets with Imperfect Information**. the american economic review, 71(3).
15. AW, K. A. (September 2014). **Financing of small and medium enterprises (SMEs): Determinants of access bank loan** . African Journal of Business Management, 8(17).

#### Publications and reports

16. Beek, T., -Kunt., D., & Vojislav , M. (2004). **THE DETERMINANTS OF FINANCING OBSTACLES**,. World Bank Policy Research Working Paper 3204.
17. Eropean Court of Auditors .(2022) . ERDF support for SME competitiveness .
18. SBA Office of Advocacy 2020 .(2020) .Small Business Profile .

## الملخص:

جاءت هذه الدراسة البحثية بهدف تحليل العوامل المفسرة لإشكالية محدودية لجوء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة للقروض البنكية لتمويل احتياجاتها الاستثمارية، وقد ارتكز هذا التحليل على نظرية الإشارة لعينة مكونة من 195 مؤسسة للنموذج الأول و161 مؤسسة للنموذج الثاني خلال الفترة من 2015 إلى 2019. ولقد تم استخدام أسلوب بيانات البانل وأظهرت نتائج الدراسة بالنسبة للنموذج الأول وجود علاقة عكسية بين نسبة الاقتراض وقروض الموردين، وعلاقة طردية بين نسبة الاقتراض وقيمة مجموع الأصول، وعدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين قيمة رقم الأعمال ونسبة الاقتراض، حيث كان من المفترض أن تكون علاقة طردية. كما أظهرت نتائج الدراسة بالنسبة للنموذج الثاني أن عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من نسبة السيولة العامة والمردودية المالية مع نسبة الاقتراض. وأظهرت وجود علاقة طردية بين نسبة الاقتراض ونسبة القدرة على التسديد. وعليه يمكننا القول بأن نتائج الدراسة تشير إلى وجود أثر إيجابي للإشارة التي ترسلها متغيرات حجم المؤسسة وسمعتها للبنوك في رفع نسبة الاقتراض في الهيكل التمويلي للمؤ.ص.م، إلا أن هذه النتيجة المتوصل إليها تبقى محل شك واختبار نظرا لعدة أسباب من بينها مدى صدق بيانات المؤسسات محل الدراسة لاسيما ما تعلق منها بطريقة تمويلها ونتائجها المالية المحققة.

**الكلمات المفتاحية:** المؤسسات الصغيرة والمتوسطة؛ عدم تماثل المعلومات؛ نظرية الإشارة؛ القروض البنكية؛ الهيكل التمويلي.

## Summary:

This research study came with the aim of analyzing the explanatory factors for the problem of limited use of small and medium-sized enterprises to bank loans to finance their investment needs. The results of the study showed for the first model that there is an inverse relationship between the borrowing rate and the suppliers' loans, and a direct relationship between the borrowing percentage and the value of total assets, and the absence of a statistically significant relationship between the value of the turnover and the borrowing ratio, as it was supposed to be a direct relationship. The results of the study for the second model also showed that there was no statistically significant relationship between the general liquidity ratio and financial profitability with the borrowing ratio. It showed a positive relationship between the borrowing rate and the ability to repay. Accordingly, we can say that the results of the study indicate that there is a positive effect of the signal that the institution's size and reputation variables send to banks in raising the borrowing rate in the organization's financing structure. However, this result remains questionable and tested due to several reasons, including the extent of the validity of data The institutions under study, especially those related to their financing method and their achieved financial results.

**Keywords:** small and medium enterprises; information asymmetry; Signal theory; bank loans; financing structure.

## Résumé:

Cette étude de recherche est venue dans le but d'analyser les facteurs explicatifs du problème de recours limité des petites et moyennes entreprises aux prêts bancaires pour financer leurs besoins d'investissement. Les résultats de l'étude ont montré que pour le premier modèle, il existe une relation inverse relation entre le taux d'emprunt et les crédits fournisseurs, et une relation directe entre le pourcentage d'emprunt et la valeur de l'actif total, et l'absence de relation statistiquement significative entre la valeur du chiffre d'affaires et le taux d'emprunt, car il était censé être un relation directe. Les résultats de l'étude pour le deuxième modèle ont également montré qu'il n'y avait pas de relation statistiquement significative entre le ratio général de liquidité et la rentabilité financière avec le taux d'endettement. Il a montré une relation positive entre le taux d'emprunt et la capacité de remboursement. Ainsi, on peut dire que les résultats de l'étude indiquent qu'il y a un impact positif du signal que les variables de taille et de réputation de l'institution envoient aux banques dans l'augmentation du taux d'emprunt dans la structure de financement de l'organisation, mais ce résultat reste discutable et testé en raison à plusieurs raisons, dont l'étendue de la validité des données Les institutions à l'étude, en particulier celles liées à leur mode de financement et leurs résultats financiers atteints.

**Mots clés :** petites et moyennes entreprises ; asymétrie de l'information; Théorie du signal ; prêts bancaires; structure de financement.