

## أثر الهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر

أ. محمودي مليك

د- نوي نور الدين

جامعة محمد بوضياف المسيلة

### الملخص :

حاولت هذه الدراسة البحث في أثر العوامل المتحكمة في الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة على الأداء، حيث تم الاعتماد على القوائم المالية لعينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية مكونة من 219 مؤسسة، خلال الفترة 2010-2013 واستخدمت نماذج الانحدار المتعدد لتحليل البيانات.

وبعد إجراء عملية تحليل البيانات واختبار الفرضيات، توصلت الدراسة إلى عدد من النتائج أبرزها وجود علاقة ذات دلالة إحصائية في الاتجاه العكسي بين مؤشرات الهيكل المالي ومؤشرات الأداء.

**الكلمات المفتاحية:** الهيكل المالي، الأداء المالي، المردودية الاقتصادية، المردودية التجارية.

### ABSTRACT :

This study has tried to search the impact of the influential factors on smes's financial structure compositions on performance. On this basis, it has been relying on financial statements for the sample of algerian smes that have included 219 entreprise during the period (2010-2013). The study has been used multiple regression models for data analysis after a process of hypotheses testing. The study has reached a several results, the most important is a statistically significant relationship, in the reverse direction between financial structure indicators and performance indicators.

**Keywords:** Financial Structure, Economic Profitability, Trade Profitability

### مقدمة:

تولي الجزائر عناية خاصة بقطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال تبني جملة من السياسات والإجراءات المرافقة التي تشجع على خلق مناخ استثماري ملائم، بغية التخلص من تبعية الاقتصاد الوطني لقطاع المحروقات في ظل ما يعانيه هذا الأخير من اضطرابات في الآونة الأخيرة. وفي ظل المنافسة العالمية المتنامية؛ بات قيام المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بدورها في تحقيق التنمية الاقتصادية مرهوناً بمستوى الأداء الذي تبديه هذه المؤسسات، إلا أن تحقيق مستويات

عالية من الأداء (تعظيم قيمة المؤسسة أو تعظيم ثروة الملاك) يرتبط بمدى كفاءة القرارات المالية المتعلقة بجانب الاستثمار والتمويل.

ورغم أهمية قرار الاستثمار في إطار القرارات المالية التي تدعم الإستراتيجية المالية للمؤسسة، فإن هذا القرار يبقى مرتبطاً بالقرار التمويلي لهذا الاستثمار، والذي يختص بكيفية تدبير الاحتياجات التمويلية بالكم والنوع المطلوبين وفي الوقت المناسب.

لكن الصعوبة التي تواجه المسير تكمن في طريقة المزج بين مختلف مصادر التمويل والتي تضعه بين مجموعة من المزايا والمخاطر، تفرض عليه البحث عن الهيكل المالي الأمثل (إيجاد التوليفة المثلى للأموال الخاصة والديون) الذي يقود المؤسسة نحو النمو وبلوغ الأهداف المرجوة التي تتمحور حول تحقيق نجاعة الأداء.

من خلال ما سبق يمكن طرح التساؤل التالي :

**ما مدى تأثير العوامل المتحكمة في تركيبة المزيج التمويلي على أداء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر؟**

للإجابة عن هذا التساؤل تتطرق الدراسة من الفرضيات التالية :

- تؤثر تركيبة الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ايجابيا على أدائها من حيث المردودية الاقتصادية؛
- يؤثر الهيكل المالي عكسيا على أداء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من حيث مردوديتها التجارية.

وتهدف الدراسة إلى تحقيق مجموعة من الأهداف نوجزها في ما يلي :

- تخيص أهم ما توصلت إليه النظريات المفسرة للهيكل التمويلي للمؤسسات بصفة عامة والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بصفة خاصة في حقل الإدارة المالية، ومحاولة تفسير السلوك التمويلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية وتقييم مزيجها التمويلي؛
  - تفسير طبيعة العلاقة بين الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة والأداء المالي لها؛
  - تقديم بعض الاقتراحات والتوصيات التي من شأنها المساهمة في تحديد الهيكل المالي المناسب للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بما يسمح في تحسين أدائها وبالتالي نموها واستمرار نشاطها.
- و للوصول إلى تطلعات الدراسة والإلمام بمختلف جوانب المواضيع وتحليل أبعاده وكذا الإجابة على الإشكالية المطروحة، فقد تم الاعتماد على المناهج المستخدمة عادة في الدراسات المالية والاقتصادية وهو المنهج الوصفي في الجانب النظري، أما الجانب الميداني فقد تم الاستعانة بأسلوب المسح باستخدام العينات بمزيج من أدوات التحليل المالي والإحصاء الوصفي، والإحصاء الاستدلالي من خلال استخدام

برنامج (SPSS) النسخة الواحد والعشرون (21) لتحليل ومعالجة الكشوفات المالية للمؤسسات عينه الدراسة.

واقترنت الدراسة على بعض المتغيرات الكمية لصعوبة حصرها، في حين تم استبعاد كل المتغيرات الكيفية للدراسة لصعوبة قياسها وصعوبة دراستها في بحث واحد، وشملت الدراسة عينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر الفترة (2010-2013).

### 1- المقاربة النظرية لهيكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة :

سنحاول في هذا الجزء سرد لأهم ما إسهامات النظرية المالية في تفسير هياكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ، فإذا انطلقنا من نموذج 1958 Modigliani et Miller فسوف نجد أن أحد الفرضيات الأساسية للنموذج وهي وجود السوق المالي في حالة منافسة تامة، تبدو غير منسجمة مع حالات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة. فهذه النظرية لا تأخذ في الحسبان اثر الحجم أو درجة التطور على الهيكل المالي للمؤسسة<sup>(1)</sup>.

وفي دراسة (بكالاند وآخرون 1989) لاحظ إن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تستهدف نسبة معينة من الاستدانة، وأي نسبة استدانة أخرى تعتبر غير محددة حسب خصائص المؤسسة وبعيدة عن الاعتبارات النظرية المألوفة<sup>(2)</sup>.

أما في ما يخص مساهمة نظرية الوكالة في تفسير الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة فيشر (Colot et Michel 1996) في دراسة لهما حول مدى صلاحيتها في تفسير الهيكل المالي لها انه لا تعد الأداة الأحسن في تفسير الهيكل المالي بالرغم من حيازة هذه النظرية على القدرة التفسيرية الهائلة في معالجة إشكاليات المؤسسات المتوسطة والصغيرة. هذه النظرة التي دافع عليها العديد من الاختصاصيين مثل (Ang 1991، 1992) أو Charreaux 1984 بالرغم من ما توصلت إليه العديد من الدراسات الميدانية، فنظرية الوكالة تقوم على أساس مبدئين أساسيين<sup>(3)</sup>:

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

- هؤلاء الأعوان قادرين وبشكل عقلائي وبدون مجازفة على استطلاع اثر الوكالة على القيمة المستقبلية لزمهم المالية.

أما بالنسبة لنظريات التمويل التسلسلي التي تفترض وجود ترتيب بين مختلف أنماط التمويل، فنجد أن النماذج الأولى التي انطلقت منها هذه النظريات تقوم على فرضية انعدام التناظر في المعلومة (Myers et Majluf, 1984, Nrayanan, 1988) . بحيث أن الشروح التي قدمتها هذه النماذج تقوم على مبدأ أن المسيرين يعملون لمصلحة الملاك الموجودين على حساب المساهمين المستقبليين. بعد ذلك نلاحظ أن مبدأ انعدام التناظر في المعلومة قد تم التخلي عنه (Myers, 1990) دون التخلي عن مبدأ التسلسل.

وعلى العكس من ذلك، فإن النماذج التي هدفها تدنية تكاليف التعاقد في وضعية عدم التأكد (Cornell et Shapiro,1987 Williamson,1988,...) تصل إلى ترتيب للتمويل يختلف عن تلك التي تم الوصول إليها في النماذج السابقة.

كما ان نظرية التمويل التسلسلي تمكننا من الخلاص إلى فكرة استحالة الفصل بين قرارات التمويل و قرارات الاستثمار. غير أن هناك صعوبات تتعلق بإمكانية اختبار نظريات التمويل التسلسلي الذي يعود إلى أن نتائج هذه النماذج قد تكون متناقضة في بعض الأحيان.

وفيما يتعلق (م ص م)، فإن التسلسل الذي أوجده Myers et Majluf (1984) يبدو أنه الأكثر ملائمة لاختياراتها التمويلية. ففي وقع الأمر ليس فقط تفضيلات المسير التي تقرر الترتيب الذي يجب اعتماده، ولكن أيضا إمكانيات الوصول إلى الأسواق المالية. إضافة إلى الشكوك التي تعترض البنوك في الإقراض نتيجة تعاطم مخاطر الإفلاس.

أما الفرضية التي يمكن صياغتها انطلاقا من هذا النموذج هي أن المؤسسات التي تولد أرباح أكثر تلجأ إلى الاستدانة بشكل اقل، مهما كانت العوامل الأخرى

ومن النتائج التي توصل إليها Norton في دراسة تجريبية للنظريات الكلاسيكية أن الأخيرة لا تفسر السلوك التمويلي للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة كما أنه وبناء على ما تقدم من تحليل مختلف وجهات النظر، فإنه يمكن القول أن النظرية المالية الحديثة لم تسمح بعد بتناول اختيار هيكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة. وليس هذا ببعيد عن ما جاء في مقال كلاسيكي في ميدان المالية لـ (Myers 1984) حيث قال<sup>(4)</sup>: "بدأت بطلب: كيف تختار المؤسسات هيكلها المالي؟ ودائما الإجابة هي: لا نعرف!"

وإذا كان هذا صحيحا بالنسبة للمؤسسات الكبيرة، فإنه يمكننا الاعتقاد بأن الأمر كذلك أبلغ بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

أما فيما يتعلق بمدى توافق نظرية دورة الحياة و حسب Ang 1991 قبل أن تصبح المؤسسة الصغيرة والمتوسطة كبيرة، لابد من مرورها على عدة مستويات تطور، لذلك، لا يمكن إيجاد نظرية واحدة لتفسير الهياكل المالية للمؤسسات. وعليه، من المعقول جدا الافتراض بأنه توجد نظريات بالقدر الذي توجد به مستويات التطور؛ يعود مصدر هذه المقاربة (دورة حياة المؤسسة) في فهم السلوك التمويلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى نماذج مستويات التطور (حتى إذا وجدت قلة من المؤسسات الصغيرة التي ستصبح كبيرة، فإنه من المفيد استعمال هذه المقاربة لفهم السلوك المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة)، حيث تشير هذه النماذج إلى أن المؤسسة تعبر مختلف المستويات في تطورها، وأن أية مرحلة تتضمن عوامل خاصة بها؛ وبذلك يؤدي الانتقال من مستوى إلى آخر إلى إحداث تغيير على هيكل تمويل المؤسسة.<sup>(5)</sup>

أما فيما يخص نظرية الخيار الإداري، فحسب ما توصل إليه Norton 1991 في دراسته للسلوك التمويلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة فحسب الباحث تؤدي توقعات وآمال المقاولين دورا هاما في تحديد هيكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة يراعى في نموذج Norton تفسير هيكل التمويل دور المقاول، تفضيلاته واختياراته، ورغباته أي السلوك التمويلي.

كما قدم Matthews et Barton 1989 في سياق قرار إستراتيجي، خمسة اقتراحات للبحث بخصوص اختيار الهيكل التمويلي في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وفي الأصل أعدت هذه الاقتراحات القائمة على النموذج الاستراتيجي من قبل Andrews 1980 وهي:

- تعتبر قابلية المسيرين لتحمل درجة مرتفعة من الخطر عاملا ذو تأثير على اختيارهم لهيكل مالي معين. فمستوى الخطر الذي يشعر عنده المسيرون بالأمان خصوصا في المؤسسات الصغيرة، أين يتعين على المقاول تقديم ضمانات شخصية مقابل القروض المقدم له تأثير مباشر على الهيكل المالي؛

- تؤثر أهداف المقاول بخصوص مؤسسته على هيكلها المالي. فالواقع أن النظرية المالية الكلاسيكية لم تقدم نموذجا يحتوي قضية جوهرية وهي احترام المسيرين لهدف تعظيم ثروة المساهمين. وفي حالة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، فإن هذا النموذج لا معنى له إذا كان المقاول هو المساهم الوحيد، حيث تعتبر أهدافه الخاصة، التي هي بعيدة عن هدف تعظيم الثروة، عاملا مؤثرا على اختيار نمط التمويل، ومن أهمها: أهداف النمو، الاحتفاظ بالمعلومات الداخلية السرية، تسيير المؤسسة بكل أمان واطمئنان...؛

- يفضل المقاولون تمويل مؤسساتهم بموارد داخلية قبل الموارد الخارجية (استدانة أو طرح أسهم). فيسعى المسيرون إلى الاحتفاظ بدرجة عالية من السيطرة والمراقبة على المؤسسة، على القرارات المتخذة وعلى التسيير اليومي والاعتيادي للمؤسسة. وهذا ما يمنع بطريقة غير مباشرة دخول أي مستثمر خارجي في قراراتهم؛

- تؤثر قابلية المسيرين لمواجهة الخطر والخصائص المالية للمؤسسات وشروط الائتمان على مستوى الاستدانة، وما يمكن أن يزيد من تأكيد هذه الفرضية ما بينته نتائج بعض الأبحاث، حيث يميل مسيري المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى إجراء عمليات فقط مع بعض المؤسسات المالية في الغالب مؤسسة مالية واحدة. ذلك أنه من المفيد كثيرا الحفاظ على علاقات جيدة مع بنك معين، إذ يترتب عن ذلك فهم شخصية المقاول وقبول إجراءاته وقراراته الخاصة. وليس هذا ببعيد عن واقعنا، حيث تعد سمعة وعلاقة المقاول مع البنك العامل الرئيسي في قبول أو رفض هذا الأخير منح الائتمان<sup>(6)</sup>؛

- تؤثر الخصائص المالية للمؤسسة على قدرة المقاول في اختيار هيكل مالي مناسب ويعتبر هذا الاقتراح مقبولاً في حالة المؤسسات الكبرى.

وفيما يخص نظرية دورة حياة المؤسسة فحسب Ang 1991 قبل أن تصبح المؤسسة الصغيرة والمتوسطة كبيرة، لابد من مرورها على عدة مستويات تطور، لذلك، لا يمكن إيجاد نظرية واحدة لتفسير الهياكل المالية للمؤسسات. وعليه، من المعقول جداً الافتراض بأنه توجد نظريات بالقدر الذي توجد به مستويات التطور؛ يعود مصدر هذه المقاربة (دورة حياة المؤسسة) في فهم السلوك التمويلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى نماذج مستويات التطور (حتى إذا وجدت قلة من المؤسسات الصغيرة التي ستصبح كبيرة، فإنه من المفيد استعمال هذه المقاربة لفهم السلوك المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة)، حيث تشير هذه النماذج إلى أن المؤسسة تعبر مختلف المستويات في تطورها، وأن أية مرحلة تتضمن عوامل خاصة به؛ وبذلك يؤدي الانتقال من مستوى إلى آخر إلى إحداث تغيير على هيكل تمويل المؤسسة.<sup>(7)</sup>

## 2- الدراسات التجريبية حول علاقة الهيكل المالي بالأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

يظهر الأداء الاقتصادي للمؤسسات ممثلاً بالعوائد العادية وغير العادية من خلال بعض المؤشرات والمقاييس المالية التي تعكس هذا الأداء، وتعد العوائد المحاسبية ومن بينها المردودية الاقتصادية والمردودية التجارية من أهم المؤشرات المستخدمة في هذا المجال وعموماً فإن نتائج الواسع في الرفع المالي تعتمد على قدرة المؤسسة على استغلال الأموال المقترضة لزيادة العوائد المحاسبية، لذلك فإن الرفع المالي يحقق عوائد قد تكون أكبر من تكلفة الاقتراض أو مساوية لها أو أقل منها وبالتالي يمكن تصنيف نتائج التوسع في الرفع المالي كالتالي:<sup>(8)</sup>

أ- الرفع المالي الجيد: وهي الحالة التي يكون فيها العائد على الأموال المقترضة أكبر من تكلفة الاقتراض مما يترتب عليه ارتفاع العائد للملاك وزيادة نسبة العائد على الأصول والعائد على الملكية.  
ب- الرفع المالي المتوسط: وهي الحالة التي يكون فيها العائد على الأموال المقترضة مساوية لتكلفة الاقتراض مما يترتب عليه عدم إحداث أي تغيير في العائد للملاك وبقاء نسبة العائد على الأصول والعائد على الملكية كما هي دون تغيير.  
ت- الرفع المالي العكسي: وهي الحالة التي يكون فيها العائد على الأموال المقترضة أقل من تكلفة الاقتراض مما يترتب عليه انخفاض العائد للملاك مما يترتب عليه انخفاض نسبة العائد على الأصول والعائد على الملكية.

وقد أجريت العديد من الدراسات التجريبية التي اختبرت العلاقة بين الهيكل المالي (ممثلاً بالرفع المالي) والمردودية، ففي دراسة (Kestev 1986) ودراسة (Friend et lang 1988) وتوصلت هذه الدراسات إلى وجود علاقة عكسية بين مردودية المؤسسة وبين الاستدانة طويلة الأجل، وهذا ما

توصلت إليه دراسة (Pachori, Totaler 2012) ودراسة (Blact 1976) و(Christe 1982) إلى وجود علاقة عكسية بين درجة الرفع المالي وعوائد الأسهم وأن زيادة درجة الرفع المالي تزيد من تذبذب وتقلبات السهم والذي يقود بالنهاية إلى زيادة المخاطرة للاستثمار في السهم.

وفي دراسة (A Khtar et al 2012) والتي هدفت لقياس أثر الرفع المالي على الأداء المالي للشركات، أظهرت النتائج إلى أن الرفع المالي يؤدي إلى تحسين الوضع المالي للمؤسسات ومن ثم زيادة فرص نموها داخل القطاع الذي تعمل بداخله.

أما في دراسة (السبيعي 2012) العلاقة بين الرفع المالي والعائد على الأصول والتي أجريت على (54) مؤسسة كويتية توصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية بين الرفع المالي والعائد على الأصول.

وفي دراسة (M. Podit et Y. D. Gobardun, 2011) بينت أن مردودية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الحجم تتناسب عكسيا مع حجم الاقتراض طويل الأجل.

وفي دراسة أخرى لـ (Singopuroko, 2011) أوضحت الدراسة أن للديون أثرا إيجابيا على مردودية المؤسسة وأن المؤسسات التي لديها قدرة على تحقيق عوائد تتوجه إلى استخدام الديون ضمن الهيكل التمويلي لأصولها وتختلف العلاقة بين الرفع المالي والمردودية باختلاف القطاع الذي تعمل به المؤسسة.

أما في دراسة الباحثان (Mojtaba Akbarpour et Shahoo Aghabeygzadeh, 2011)<sup>(9)</sup> فقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة مابين المتغير التابع المردودية الاقتصادية والمتغيرات المستقلة المتعلقة بالهيكل المالي، في حين لم تظهر علاقة مابين المتغير التابع ممثلا بالمردودية التجارية والمتغير المستقل نسبة الاستدانة .

في حين أظهرت دراسة (Sohail YOUNUS et al, 2014)، على عينة من المؤسسات الباكستانية وجود علاقة إيجابية ضعيفة بين الهيكل المالي والأداء المالي للمؤسسات<sup>(10)</sup>، وأشارت دراسة (Mirie Mwangi, Edwin Maranga Birundu, 2015) في دراسة لتأثير الهيكل المالي على الأداء لـ 30 مؤسسة صغيرة ومتوسطة في كينيا إلى عدم وجود علاقة مابين الهيكل المالي والمردودية الاقتصادية وتم تفسير هذه النتائج إلى أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تلجأ إلى مصادر التمويل الداخلية نظرا لصعوبة حصولها على التمويل من المصادر الخارجية خاصة البنوك.<sup>(11)</sup>

في حين أشارت دراسة (Abbasali Pouraghajan , Esfandiar Malekian, 2012) في بحثها لتأثير الهيكل المالي على الأداء المالي للشركات المدرجة في بورصة طهران إلى وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين معدل العائد على الأصول ونسبة الديون للمؤسسات عينة الدراسة،<sup>(12)</sup> وتوصل إلى نفس النتائج (Kwame Mireku et al, 2014) أن للهيكل المالي أثر على الأداء المالي للمؤسسات في

غينيا وأن كلما كان اعتماد المؤسسات على الديون أقل كلما كانت الربحية أعلى وهو ما يؤكد وجود علاقة عكسية ما بين نسبة الدين والأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة<sup>(13)</sup>.

وفي دراسة (جميل حسن النجار، 2013) فيما يتعلق بأثر الرفع المالي على أداء المؤسسات المدرجة في بورصة فلسطين وفقا للمؤشرات المالية التقليدية، بينت الدراسة وجود أثر سلبي للرفع المالي على العائد على حقوق الملكية ويبرر ذلك بعدم لجوء المؤسسات إلى الاقتراض إلا في حال عدم كفاية الأرباح المجتررة.<sup>(14)</sup>

دراسة (Hayajneh, Soumadi, 2010)، هدفت هذه الدراسة إلى تحليل أثر الهيكل المالي على أداء المؤسسات باستخدام عينة مكونة من (76) مؤسسة أردنية عامة مدرجة في سوق الصرف "عمان" خلال الفترة الممتدة بين 2001 إلى غاية 2006، وأظهرت النتائج أن الهيكل المالي يرتبط سلبيا مع أداء المؤسسات عينة الدراسة، كما توصلت الدراسة إلى عدم وجود اختلاف ذو دلالة لأثر الرافعة المالية بين المؤسسات "شديدة الرفع" و"منخفضة الرفع" على أدائها<sup>(15)</sup>. كما سعت دراسة (Abdul, 2012) إلى الكشف عن مدى توافق أدبيات النظرية المالية الخاصة بالموضوع مع بيئة الدراسة (الاقتصاديات الناشئة)، حيث أجريت على عينة من المؤسسات الباكستانية، وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين الرافعة المالية والأداء ممثلاً بالمردودية الاقتصادية ومؤشر توبين، في حين لم تجد الدراسة علاقة ذات دلالة إحصائية بين الأداء ممثلاً بالمردودية المالية و الرافعة المالية.<sup>(16)</sup>

اختبر (Mwangi et al, 2014) العلاقة بين الهيكل المالي وأداء المؤسسات الغير المالية الكينية المدرجة في سوق الأوراق المالية "Nairobi"، ولتحقيق ذلك أجريت الدراسة على عينة قوامها (42) مؤسسة خلال الفترة (2006-2012)، وتم استخدام تحليل الارتباط والانحدار المتعدد لاختبار فرضيات الدراسة، والتي توصلت إلى عدة نتائج أهمها وجود علاقة ذات دلالة إحصائية في الاتجاه العكسي بين الرافعة المالية ومؤشرات الأداء معبراً عنها بالمردودية المالية والمردودية الاقتصادية، وقد أوصت الدراسة إدارة المؤسسات عينة البحث بتخفيض اعتمادها على الديون طويلة الأجل في تمويل احتياجاتها.<sup>(17)</sup>

كما قدّم (Bokhtiar et al, 2014) دراسة هدفت إلى اختبار أثر الهيكل المالي على أداء المؤسسات بينغلاش، اعتماداً على البيانات المالية لعينة مكونة من (36) مؤسسة مدرجة في سوق الصرف خلال الفترة (2007-2012)، ومن خلال تقدير أربعة نماذج تجسّد العلاقة بين المتغيرات (التابعة والمستقلة) بيّنت الدراسة وجود علاقة سلبية بين الأداء ممثلاً بالمردودية الاقتصادية والهيكل المالي، كما أثبتت الدراسة عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الأداء ممثلاً بالمردودية المالية ومؤشر توبين، ومن



جانب آخر وجود علاقة إيجابية بين نسبة سعر السهم إلى ربحه (EPS) ونسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالي الأصول، وخلصت الدراسة أن للهيكل المالي تأثير سلبي على أداء المؤسسات و الذي تتفق مع الطرح النظري لنظرية الالتقاط التدريجي<sup>(18)</sup>.

أما دراسة (Holz,2002) فقد هدفت إلى إثبات صحة فرضية الأثر الإيجابي للهيكل المالي على أداء المؤسسات الصينية، وقد أشارت نتائج هذه الدراسة إلى صحة الفرضية المختبرة، وبالتالي ضرورة اعتماد هذه المؤسسات على الاقتراض لتمويل استثماراتها وذلك بغية تعظيم الأداء، وفي ذات السياق قدّم (Roberta & Donald,2003) دراسة تطبيقية تثبت العلاقة الطردية بين الرافعة المالية والأداء، مفسرين ذلك بأن المؤسسات منخفضة النمو تحاول اللجوء إلى الاقتراض رغبة منها في استغلال فرص النمو المحتملة واستثمار الأموال المقترضة في مشاريع مربحة، وبالتالي الرفع من مستوى الأداء.

وبالمقابل هدفت دراسة (Khalaf Al-Taani,2013) الدراسة إلى التعرف على مدى تأثير الهيكل المالي على أداء المؤسسات الصناعية الأردنية عينة الدراسة المكونة من (45) مؤسسة، خلال الفترة (2005-2009)، وقد تمّ استخدام الانحدار المتعدد لدراسة العلاقة بين أداء المؤسسات مُمثلاً بالمردودية الاقتصادية وهامش الربح وبين ثلاثة نسب مالية معبرة عن الهيكل المالي والمتمثلة في: نسبة الديون قصيرة الأجل إلى مجموع الأصول، الديون طويلة الأجل إلى مجموع الأصول ونسبة مجموع الديون إلى مجموع الأصول، وأثبتت نتائج الدراسة أن نسبة مجموع الديون إلى مجموع الأصول تؤثر إيجاباً على المردودية الاقتصادية وسلباً على الهامش التجاري، وقد أشارت نتائج التحليل الإحصائي أن الهيكل المالي لا يمكن اعتباره كمحدد أساسي لأداء المؤسسات؛ كما أوصت الدراسة بضرورة توخي الحذر عند الاعتماد على المديونية في تركيب الهيكل المالي، والتي من شأنها التأثير سلباً على أداء المؤسسات.

في حين أثبتت نتائج دراسة (Saeedi and Mahmoodi ,2011) عند اختبار طبيعة العلاقة بين الهيكل المالي وأداء المؤسسات المدرجة في سوق طهران للصرف، وباستخدام تحليل الانحدار للنموذجين المقترحين (الأول لاختبار العلاقة بين الهيكل المالي والمردودية الاقتصادية، أما النموذج الثاني فيتعلق باختبار العلاقة بين الهيكل المالي والمردودية المالية) أنّ العلاقة بين متغيرات الدراسة ايجابية بالنسبة للنموذج الأول، فيما أثبت التحليل عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات المدرجة في النموذج الثاني.<sup>(19)</sup>

وهدفت دراسة (Ebaid, 2009) إلى معرفة أثر تركيبية الهيكل المالي (مستوى الرفع المالي) على أداء عينة من المؤسسات المصرية مكونة من (64) مؤسسة خلال الفترة (1997-2005) وقد تم اختبار العلاقة باستخدام تحليل الانحدار الخطي المتعدد، حيث أشارت النتائج إلى ضعف تأثير الهيكل المالي على أداء المؤسسات<sup>(20)</sup>؛ وهذه النتائج تتناقض مع العديد من الدراسات التجريبية والتي أثبتت وجود أثر إيجابي الرافعة المالية واختيار الهيكل المالي (Hadlock and James, 2002) ودراسة (2000, Ghosh et al)، وبالمقابل أثبتت دراسة (Gleason et al., 2000) وجود علاقة سلبية بين الهيكل المالي وأداء المؤسسات.

### 3- الدراسة الإحصائية لنموذج أثر الهيكل المالي على أداء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

#### 3-1- منهجية الدراسة ووصف العينة:

نحاول في هذا المطلب تحديد منهجية الدراسة من خلال تحديد عينة الدراسة وكذا طريقة بناء النموذج وبالإضافة إلى تحديد المتغيرات التابعة والمتغيرات المستقلة .  
أولاً- عينة الدراسة:

مثلت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية مجتمعا لهذه الدراسة، ورغبة في الحصول على البيانات اللازمة للبحث، تم التوجه إلى المركز الوطني للسجل التجاري، الذي يقع على عاتقه مهمة تسيير الإشهارات القانونية، حيث يعد بمثابة مرصد يتكفل بالمعلومة التجارية، ويلعب دور أساسي في جمع، حفظ ومعالجة هذه المعلومات، والذي تحصلنا من خلاله على النشرات الرسمية المتعلقة بالإعلانات القانونية للسنة التاسعة والأربعون التالية :

- النشرة الرسمية رقم 01 الصادرة في 07 أبريل 2013، للسنة 49.

- النشرة الرسمية رقم 02 الصادرة في 28 أبريل 2013، للسنة 49.

- النشرة الرسمية رقم 03 الصادرة في 12 ماي 2013، للسنة 49.

- النشرة الرسمية رقم 04 الصادرة في 02 جوان 2013، للسنة 49.

وبغرض ضمان تجانس عينة البحث تم استبعاد المؤسسات التالية:

- المؤسسات المصغرة، والتي حددها المشرع الجزائري بأنها : " مؤسسة إنتاج السلع و/أو الخدمات، تشغل من 1 إلى 09 شخصا (أجراء بصفة دائمة خلال سنة واحدة )، حيث لا يتجاوز رقم أعمالها السنوي 20 مليون دينار جزائري، و مجموع حصيلتها السنوية 10 مليون دينار جزائري، كما يجب أن تستوفي معايير الاستقلالية"

- المؤسسات ذات الطابع المالي: بنوك، تأمين...؛

- المؤسسات التي لم يتمكن من الحصول على بياناتها المالية للفترة الزمنية المحددة للدراسة؛

- المؤسسات في بداية نشاطها ؛

- المؤسسات بدون رقم أعمال.

وبعد القيام بهذا العمل تم الحصول في النهاية على عينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عددها 219 مؤسسة.

إن البيانات التي تم الحصول عليها لغرض الدراسة الميدانية تتمثل في معطيات محاسبية عن المؤسسات المكونة لعينة الدراسة، وتشمل ثلاث جداول (جدول الأصول، جدول الخصوم، جدول حسابات النتائج)، ولبوغ أهداف الدراسة ومعرفة أثر الهيكل المالي على مؤشرات الأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، سيتم الاعتماد على طريقة تحلل القوائم المالية باستخدام مجموعة من النسب المالية التي تمثل ترجمة محاسبية للقرارات والنتائج المالية، بحيث تسمح بتفسير إحصائي غني بالمعلومات وذا موضوعية. هذا بالإضافة إلى الاعتماد على طريقة نموذج الانحدار المتعدد لمعالجة المعطيات و تحلل النتائج. الاستعانة ببرنامج حزمة التحليل الإحصائي للعلوم الاجتماعية (SPSS) النسخة 21.

ثانيا: متغيرات الدراسة :

### 1- المتغير التابع:

يمثل الأداء المتغير التابع لنموذج الدراسة الحالية، حيث يُعرّف عموما أنه عمل أو إنجاز أو نشاط أو تنفيذ مهمة، ومن ناحية المنظور المالي يمثل الأداء المالي المفهوم الضيق لأداء المؤسسات، حيث يركز على استخدام مؤشرات مالية لقياس مدى انجاز الأهداف، ويعبر الأداء المالي عن أداء المؤسسات ذلك أنه الداعم الأساسي للأعمال المختلفة التي تمارسها المؤسسة، وقد اعتمدت الدراسات السابقة على عدة مؤشرات مالية للتعبير عن الأداء وفي هذه الدراسة سوف يعتمد على مؤشرين هما :

أ- المردودية الاقتصادية:

استخدمت معظم الدراسات الميدانية السابقة لقياس المردودية ما يعرف بالمردودية الاقتصادية التي تحسب بالعلاقة بين النتيجة العملياتية (النتيجة قبل الفوائد و الضريبية) إلى إجمالي الأصول، فقد اعتمدت بوصا نجاة في حساب المردودية الاقتصادية بنسبة النتيجة قبل الضريبة على رقم الأعمال. في الدراسة الحالية سوف يتم الاعتماد على المردودية الاقتصادية وفق العلاقة التالية:

$$RO_e = \frac{R_{net}}{TA}$$

حيث:

$R_{net}$ : النتيجة الصافية؛

$RO_e$ : المردودية الاقتصادية؛

TA : مجموع الأصول.

ب- المردودية التجارية:

تمثل هذه النسبة مردودية رقم الأعمال، فضخامة رقم الأعمال أحياناً تكون مظلمة، لأن زيادة النشاط في المؤسسة يتزايد في العادة مع زيادة الأعباء الكلية، وقد تمتص هذه الأعباء كل رقم الأعمال وتتبرخ معها الأرباح، وبالتالي فهذه النسبة تبين كفاءة المسيرين في إدارة كل رقم الأعمال والأعباء الكلية. وتحسب هذه النسبة كما يلي:

$$RO_{Ca} = \frac{R_{net}}{CA}$$

حيث:  $RO_{Ca}$ : المردودية التجارية؛  $R_{net}$ : النتيجة الصافية؛ CA : رقم الأعمال.

## 2- المتغيرات المستقلة:

تركيبية الهيكل المالية تمثل المتغيرات المستقلة، وقد استخدمت العديد من المؤشرات المالية للتعبير عن الهيكل المالي ففي دراسة تيتمان وويسالس (Titman&Wessels1988) استخدم الباحثان ثلاثة مؤشرات للهيكل المالية، وهي نسبة الديون الطويلة ومتوسطة الأجل إلى مجموع الأصول الخاصة، نسبة الديون قصيرة الأجل إلى مجموع الأصول الخاصة ونسبة الديون القابلة للتحويل إلى الأموال الخاصة.

في هذه الدراسة سيتم الاعتماد على ثلاث مؤشرات:

أ- نسبة الاستدانة الطويلة والمتوسطة الأجل: والتي يتم حسابها بقسمة الديون المتوسطة والطويلة الأجل على مجموع الميزانية، ويرمز لها بالرمز **TDLM**.

$$TDLM = \frac{DLM}{AT}$$

**TDLM** : نسبة الاستدانة المتوسطة والطويلة الأجل؛

**DLM** : إجمالي الديون المتوسطة والطويلة الأجل ؛ **TA** : إجمالي الأصول.

ب- نسبة الاستدانة القصيرة الأجل: والتي يتم حسابها بقسمة الديون القصيرة الأجل على مجموع الميزانية، ويرمز لها بالرمز **TDC**.

$$TDC = \frac{DC}{AT}$$

**TDC** : نسبة الاستدانة المتوسطة والطويلة الأجل؛

**DC** : إجمالي الديون المتوسطة والطويلة الأجل؛ **TA** : إجمالي الأصول

ج- نسبة الرفع المالي: الرفع المالي يعني استخدام الأموال الخارجية في التمويل لغرض زيادة الأرباح والتي يتم حسابها بقسمة مجموع الديون على مجموع الأموال الخاصة، ويرمز لها بالرمز.

$$FL = \frac{D}{CP}$$

**FL** : الرفع المالي؛ **D**: إجمالي الديون ؛ **CP** : الأموال الخاصة

ثالثاً- نموذج الدراسة:

سيتم دراسة تأثير تركيبة الهيكل المالي من خلال متغيرات مستقلة (نسبة الديون طويلة والمتوسطة الأجل، نسبة الديون قصيرة الأجل، نسبة الرفع المالي) على مؤشرات الأداء المحاسبية التقليدية كمتغيرات تابعة (المردودية الاقتصادية والمردودية التجارية) وذلك باستعمال نموذج الانحدار الخطي المتعدد. وعليه فإن هذه الدراسة سوف تبحث عن تأثير كل متغيرة مستقلة (مؤشرات الهيكل المالي) على المتغير التابع الأداء والمعبر عنه بالمردودية الاقتصادية والتجارية، ومنه فالدراسة الحالية نموذج ستكون ملخصة في النموذجين التاليين :

**النموذج الأول:** ويتعلق بدراسة اثر الهيكل المالي على المردودية الاقتصادية لعينة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال نموذج الانحدار المتعدد التالي :

$$RO_e = B_0 + B_1.TDLM + B_2.TDC + B_3.FL$$

النموذج الثاني: ويتعلق بدراسة اثر الهيكل المالي على المردودية التجارية لعينة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال نموذج الانحدار المتعدد التالي:

$$RO_{Ca} = B_0 + B_1.TDLM + B_2.TDC + B_3.FL$$

ويمكن تلخيص المتغيرات المتعلقة بالدراسة ونموذج الدراسة في الجدول التالي :

#### الجدول رقم (01): نموذج الدراسة وكيفية قياس المتغيرات

المتغيرات	طريقة الحساب
المتغير التابع: الأداء	
RO <sub>e</sub> المردودية الاقتصادية	النتيجة الصافية / مجموع الأصول
RO <sub>Ca</sub> المردودية التجارية	النتيجة الصافية / رقم الأعمال
المتغيرات المستقلة: الهيكل المالي	
نسبة الديون طويلة الأجل إلى مجموع الأصول TDLM	الديون طويلة الأجل / مجموع الأصول
نسبة الديون قصيرة الأجل إلى مجموع الأصول TDC	الديون قصيرة الأجل / مجموع الأصول
الرافعة المالية FL	إجمالي الديون / الأموال الخاصة
نماذج الدراسة	
النموذج الأول: $RO_e = B_0 + B_1.TDLM + B_2.TDC + B_3.FL$	
النموذج الثاني: $RO_{Ca} = B_0 + B_1.TDLM + B_2.TDC + B_3.FL$	

المصدر : من إعداد الباحث .

#### 4- تحليل نموذج الانحدار الخطي المتعدد لمؤشر المردودية الاقتصادية

##### أولاً- بناء نموذج الانحدار الخطي المتعدد:

إن تحليل النموذج يتمثل في معرفة مستوى دلالة نموذج الانحدار للمردودية الاقتصادية وذلك باستعمال اختبار فيشر، ومعرفة المتغيرات المفسرة للنموذج باستعمال اختبار ستودنت، يمكن صياغة النموذج الرياضي التالي:

$$RO_e = B_0 + B_1.TDLM + B_2.TDC + B_3.FL$$

حيث:

RO<sub>e</sub>: المرودية الاقتصادية؛ TDLM: نسبة الاستدانة المتوسطة والطويلة الأجل؛

TDC: نسبة الاستدانة القصيرة الأجل؛ FL: الرافعة المالية.

وتمثل هذه المعادلة نموذجًا قياسيًّا تبين العلاقة بين المتغير التابع المرودية الاقتصادية والمتغيرات المستقلة الخاصة بتركيب الهيكل المالي.

بعدها يتم إجراء تحليل الانحدار للنموذج والذي يتضمن كافة المتغيرات للمؤسسات موضع الدراسة، وباستخدام طريقة المربعات الصغرى.

الجدول رقم (02): يوضح بعض النتائج تحليل الانحدار المتعدد لمؤشر المرودية الاقتصادية.

القيم	الإحصائيات
0.545	معامل الارتباط R
0.287	معامل التحديد المعدل R <sup>2</sup>

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج SPSS النسخة 21.

يحتوي الجدول (02) على بعض المقاييس التي تم حسابها للنموذج المقدر، إذ يبين معامل الارتباط R يساوي 0.545 بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، أما معامل التحديد المعدل R<sup>2</sup> والذي يوضح القوة التفسيرية للنموذج القياسي حيث يشير هنا إلى أن متغيرات المستقلة التي يتضمنها النموذج تساهم في تفسير 28.7% من المتغيرات الحاصلة في المتغير التابع المعتمد والباقي يعزى على عوامل أخرى.

الجدول رقم (03): نتائج تحليل التباين ANOVA لاختبار معنوية الانحدار الخطي المتعدد لمؤشر المرودية

#### الاقتصادية

المرحلة	مجموع المربعات	درجة الحرية	متوسط المربعات	إحصائية F	المعنوية
1	0.576	3	0.192	30.293	0.000
الباقي	1.363	215	0.006		
المجموع	1.940	218			

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على نتائج برنامج SPSS النسخة 21

يبين الجدول (03) بأن الإحصائية F التي تقيس معنوية النموذج ككل تساوي 30.293 وتشير قيمته إلى أنه معنوي عند مستوى 0.000 % وهو أقل من مستوى معنوية الفرضية الصفرية 0.05، ومنه يتم رفض الفرضية الصفرية وقبول الفرضية البديلة والتي وهي أن الانحدار معنوي مما يؤكد القوة التفسيرية العالية لنموذج الانحدار الخطي المتعدد من الناحية الإحصائية، بمعنى وجود علاقة ما بين المتغيرات المستقلة (نسبة الديون الطويلة والمتوسطة الأجل، نسبة الديون القصيرة الأجل، نسبة الرفع المالي) والمتغير التابع (المرودية الاقتصادية).

الجدول رقم (04): قيمة الثابت ومعاملات نموذج الانحدار الخطي المتعدد لمؤشر المردودية الاقتصادية

المتغير التابع	ROe	قيمة المعامل B (الإحصائية t)	المعنوية
الحد الثابت الغير معياري	$B_0$	0.331 (11.410)	0.000
المتغيرات المستقلة	$TDLM$	-0.458 (-7.353)	0.000
	$TDC$	0.292- (7.571-)	0.000
	$FL$	0.000 (0.411-)	0.681

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على نتائج برنامج SPSS النسخة 21

يبين الجدول (04) قيمة الثابت ومعاملات الانحدار نموذج الانحدار الخطي المتعدد لمؤشر المردودية الاقتصادية التي أسفر عليها التحليل ويمكن تفسيرها كما يلي:

ظهور متغيرين مستقلين لهما دلالة إحصائية في علاقتهما بالمتغير التابع وهما المتغير نسبة الديون الطويلة والمتوسطة الأجل، والمتغير نسبة الديون القصيرة الأجل. حيث تشير النتائج إلى وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين نسبة الديون الطويلة والمتوسطة الأجل (مستوى ثقة 100%) وبين المتغير التابع المردودية الاقتصادية. وعلاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين نسبة الديون القصيرة الأجل (مستوى ثقة 100%) وبين المتغير التابع المردودية الاقتصادية، في حين لم يكن للمتغير المستقل نسبة الرفع المالي دلالة إحصائية في تفسير المتغير التابع. وعليه يكون نموذج مؤشر المردودية الاقتصادية كالتالي:

$$RO_e = 0.331 - 0.458 TDLM - 0.292 TDC$$

ثانياً - اختبار افتراضات تحليل الانحدار المتعدد

في هذه الخطوة يتم اختبار نموذج الدراسة من خلال اختبار مدى توافر الافتراضات التي يقوم عليها التحليل الإحصائي باستخدام أسلوب تحليل الانحدار المتعدد.

#### 1- اختبار خطية المتغيرات:

يمكن اختبار مدى توافر شرط الخطية للمتغيرات المستقلة التي تضمنها نموذج الدراسة من خلال تحليل نتائج الانحدار فإذا كان معامل التحديد للنموذج  $R^2$  ومجموع مربعات الانحدار لا تساوي صفر

وكانت قيمة كل من اختبار المعنوية F للنموذج ككل واختبار T للمتغيرات المستقلة التي يتضمنها النموذج ذات دلالة إحصائية كان ذلك دليلاً على توافر شرط الخطية.

ومن خلال مراجعة نتائج تحليل الانحدار لنموذج الدراسة و التي توضحها الجداول (01) و(02) و(03) يتبين توافر شرط الخطية للمتغيرات التي تضمنتها دالة الانحدار حيث لم يكن أو مجموع مربعات الانحدار مساوياً للصفر، كما كانت قيمة اختبارات R معامل التحديد للنموذج للمتغيرات المستقلة ذات دلالة إحصائية.

## 2- اختبار استقلالية المتغيرات المستقلة و عدم وجود ازدواج خطي

إن من بين شروط استخدام طريقة المربعات الصغرى العادية أن لا يكون بين المتغيرات المستقلة ازدواج خطي قوي، إذا بلغ معامل ارتباط بيرسون بين متغيرين نسبة 70% فإن ذلك يشير إلى وجود مشكلة ارتباط خطي.

في هذه الخطوة يتم حساب مصفوفة معاملات الارتباط للمتغيرات المستقلة، حيث تم الكشف على النتائج الموضحة في الجدول (04).

### الجدول رقم (05): معاملات ارتباط بيرسون للمتغيرات المستقلة للدراسة.

المتغيرات	نسبة الديون الطويلة والمتوسطة الأجل	نسبة الديون القصيرة الأجل	نسبة الرفع المالي
نسبة الديون الطويلة والمتوسطة الأجل	1.00	0.582	-0.415
نسبة الديون القصيرة الأجل		1.00	-0.540
نسبة الرفع المالي			1.00

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج SPSS النسخة 21.

يبين الجدول (05) الذي يوضح معاملات ارتباط بيرسون لجميع متغيرات المستقلة للدراسة، حيث نجد أنه لا توجد مشكلة الارتباط الخطي المتعدد بين المتغيرات المستقلة للدراسة، حيث وجد أن أعلى نسبة ارتباط سجلت هي 58.2% بين نسبة الديون الطويلة والمتوسطة الأجل و نسبة الديون القصيرة الأجل.

## 3- اختبار استقلالية الأخطاء وعدم وجود ارتباط ذاتي بينها

تعد مشكلة الارتباط الذاتي بين البواقي من المشاكل الحساسة التي تظهر أثناء التحليل الإحصائي للبيانات، يعد اختبار Durbin-Watson من أشهر الاختبارات التي يعتمد عليها في الكشف عن وجود أو عدم وجود الارتباط الذاتي بين البواقي، حيث يتم الاختبار من خلال مقارنة إحصائية Durbin-Watson التي تظهرها مخرجات نظام SPSS مع القيمة الجدولية من جدول Durbin-Watson الذي يعطي الحد الأقصى ( $d_U$ )، والحد الأدنى ( $d_L$ )، ويتم الحصول على القيمتين بدلالة درجة حرية الخطأ وعدد المتغيرات المستقلة ومستوى المعنوية 5%.



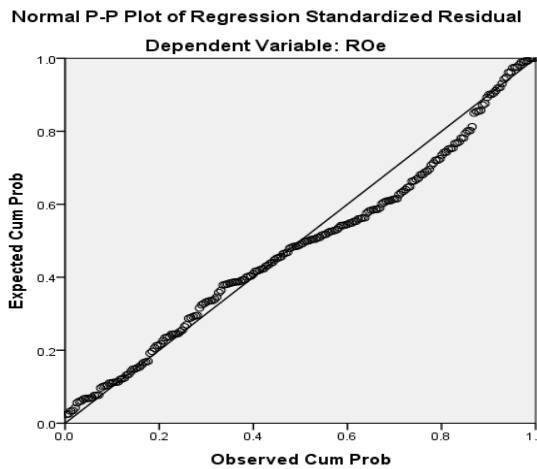
ويتم إتباع القاعدة التالية للقيام بهذا الاختبار:

- إذا كان  $(d_L) < (D-W) < 0$  فإنه يوجد ارتباط ذاتي موجب بين الأخطاء؛
  - إذا كان  $(d_U) < (D-W) < (d_L)$  فإنه لا يوجد حسم في وجود أو عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء؛
  - إذا كان  $(d_U) < (D-W) < (4-d_U)$  عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء؛
  - إذا كان  $(4-d_U) < (D-W) < (4-d_L)$  فإنه لا يوجد حسم في وجود أو عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء؛
  - إذا كان  $(4-d_U) < (D-W) < 4$  فإنه يوجد ارتباط ذاتي سالب بين الأخطاء؛
- وتم الكشف عن القيم المناظرة  $(d_U, d_L)$  لإحصائية Durbin-Watson المحسوبة من الجدول عند عدد المتغيرات المستقلة بالنموذج ودرجات حرية الخطأ ومستوى المعنوية 5%، فوجد أن الحد الأدنى  $(d_L=1.738)$ ، والحد الأقصى  $(d_U=1.799)$ ، ولما كانت قيمة إحصائية Durbin-Watson التي تظهرها مخرجات نظام SPSS هي 2.059 فإنه لا وجود لارتباط ذاتي بين الأخطاء.

#### 4- اختبار اعتدالية توزيع الأخطاء

يمكن الكشف عن توزيع الأخطاء من خلال رسم شكل الانتشار بين منحنى الاحتمال الطبيعي، فإذا كانت النقاط تتجمع أو تتوزع بطريقة عشوائية حول الخط المائل والذي يمثل منحنى التوزيع الطبيعي فإن الشكل يبين أن البيانات والتي هي البواقي القياسية في هذه الحالة تتبع توزيعا طبيعيا. وقد كشف الشكل الانتشاري لتوزيع الأخطاء كما يوضحه الشكل (01) أن جميع الأخطاء تتوزع بطريقة عشوائية حول هذا الخط الواصل بين الركن الأيمن العلوي و الركن الأيسر السفلي لشكل الانتشار مما يؤكد اعتدالية توزيع الأخطاء.

الشكل رقم (01): شكل الانتشار بين الأخطاء المشاهدة والأخطاء المتوقعة للمتغير التابع (المردودية الاقتصادية)



المصدر: مخرجات برنامج SPSS النسخة 21

## 5- تحليل نموذج الانحدار الخطي المتعدد لمؤشر المردودية التجارية

قصد اختبار اتجاه أثر تركيبة الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة على الأداء من حيث المردودية التجارية، سوف يتم التطرق في هذا المطلب الى بناء النموذج واختباره إحصائيا كما يلي:

### أولاً- تحديد نموذج الانحدار الخطي المتعدد لمؤشر المردودية التجارية

إن تحليل النموذج يتمثل في معرفة مستوى دلالة نموذج الانحدار للمردودية التجارية وذلك باستعمال اختبار فيشر، ومعرفة المتغيرات المفسرة للنموذج باستعمال اختبار ستيودنت، يمكن صياغة النموذج الرياضي التالي:

$$RO_{Ca} = B_0 + B_1.TDLM + B_2.TDC + B_3.FL$$

حيث:  $RO_{Ca}$ : المردودية الاقتصادية؛  
 TDLM: نسبة الاستدانة المتوسطة والطويلة الأجل؛

TDC: نسبة الاستدانة القصيرة الأجل؛ FL: الرافعة المالية.

وتمثل هذه المعادلة نموذجاً قياسياً تبين العلاقة بين المتغير التابع المردودية التجارية والمتغيرات المستقلة الخاصة بتركيب الهيكل المالي.

بعدها يتم إجراء تحليل الانحدار للنموذج والذي يتضمن كافة المتغيرات للمؤسسات موضع الدراسة، وباستخدام طريقة المربعات الصغرى.

الجدول(06): بعض النتائج تحليل الانحدار المتعدد لمؤشر المردودية التجارية.

القيم	الإحصائيات
0.389	معامل الارتباط R
0.140	معامل التحديد المعدل $R^2$

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج SPSS النسخة 21.

يحتوي الجدول(06) على بعض المقاييس التي تم حسابها للنموذج المقدر، إذ يبين معامل الارتباط R يساوي 0.389 بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، أما معامل التحديد المعدل  $R^2$  والذي يوضح القوة التفسيرية للنموذج القياسي حيث يشير هنا إلى أن متغيرات المستقلة التي يتضمنها النموذج تساهم في تفسير 14.0% من المتغيرات الحاصلة في المتغير التابع المعتمد والباقي يعزى على عوامل أخرى.

الجدول (07): نتائج تحليل التباين ANOVA لاختبار معنوية الانحدار الخطي المتعدد لمؤشر المردودية التجارية

المرحلة	مجموع المربعات	درجة الحرية	متوسط المربعات	إحصائية F	المعنوية

0.000	12.797	0.076	3	0.228	الانحدار	1
		0.006	215	1.277	الباقى	
			218	1.506	المجموع	

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج SPSS النسخة 21

يبين الجدول (07) بأن الإحصائية F التي تقيس معنوية النموذج ككل تساوي 12.797 وتشير قيمته إلى أنه معنوي عند مستوى 0.000 % وهو أقل من مستوى معنوية الفرضية الصفرية 0.05، ومنه يتم رفض الفرضية الصفرية وقبول الفرضية البديلة والتي وهي أن الانحدار معنوي مما يؤكد القوة التفسيرية العالية لنموذج الانحدار الخطي المتعدد من الناحية الإحصائية، بمعنى وجود علاقة ما بين المتغيرات المستقلة (نسبة الديون الطويلة والمتوسطة الأجل، نسبة الديون القصيرة الأجل، نسبة الرفع المالي) والمتغير التابع (المردودية التجارية).

الجدول (08): قيمة الثابت ومعاملات نموذج الانحدار الخطي المتعدد لمؤشر المردودية التجارية

المعنوية	قيمة المعامل B (الإحصائية t)	ROca	المتغير التابع
0.000	0.256 (9.101)	$B_0$	الحد الثابت الغير معياري
0.000	-0.305 (-5.059)	$TDLM$	المتغيرات المستقلة
0.000	0.205- (5.495-)	$TDC$	
0.438	0.000 (0.777)	$FL$	

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج SPSS النسخة 21

يُبين الجدول (08) قيمة الثابت ومعاملات الانحدار نموذج الانحدار الخطي المتعدد لمؤشر المردودية التجارية التي أسفر عليها التحليل ويمكن تفسيرها كما يلي:  
ظهور متغيرين مستقلين لهما دلالة إحصائية في علاقتهما بالمتغير التابع وهما المتغير نسبة الديون الطويلة والمتوسطة الأجل، والمتغير نسبة الديون القصيرة الأجل. حيث تشير النتائج إلى وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين نسبة الديون الطويلة والمتوسطة الأجل (مستوى ثقة 100%) وبين المتغير التابع المردودية التجارية. وعلاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين نسبة الديون القصيرة الأجل (مستوى ثقة 100%) وبين المتغير التابع المردودية التجارية. في حين لم يكن للمتغير المستقل نسبة الرفع المالي دلالة إحصائية في تفسير المتغير التابع.

ثانيا: اختبار افتراضات تحليل الانحدار المتعدد

في هذه الخطوة يتم اختبار نموذج الدراسة من خلال اختبار مدى توافر الافتراضات التي يقوم عليها التحليل الإحصائي باستخدام أسلوب تحليل الانحدار المتعدد.

### 1- اختبار خطية المتغيرات

يمكن اختبار مدى توافر شرط الخطية للمتغيرات المستقلة التي تتضمنها نموذج الدراسة من خلال تحليل نتائج الانحدار فإذا كان معامل التحديد للنموذج  $R^2$  ومجموع مربعات الانحدار لا تساوي صفر وكانت قيمة كل من اختبار المعنوية F للنموذج ككل واختبار T للمتغيرات المستقلة التي يتضمنها النموذج ذات دلالة إحصائية كان ذلك دليلاً على توافر شرط الخطية.

ومن خلال مراجعة نتائج تحليل الانحدار لنموذج الدراسة والتي توضحها الجداول (05) و(06) و(07) يتبين توافر شرط الخطية للمتغيرات التي تضمنتها دالة الانحدار حيث لم يكن أو مجموع مربعات الانحدار مساوياً للصفر، كما كانت قيمة اختبارات R معامل التحديد للنموذج للمتغيرات المستقلة ذات دلالة إحصائية.

### 2- اختبار استقلالية المتغيرات المستقلة و عدم وجود ازدواج خطي

إن من بين شروط استخدام طريقة المربعات الصغرى العادية أن لا يكون بين المتغيرات المستقلة ازدواج خطي قوي، إذا بلغ معامل ارتباط بيرسون بين متغيرين نسبة 70% فإن ذلك يشير إلى وجود مشكلة ارتباط خطي.

في هذه الخطوة يتم حساب مصفوفة معاملات الارتباط للمتغيرات المستقلة، حيث تم الكشف على النتائج الموضحة في الجدول (09).

الجدول (09): معاملات ارتباط بيرسون للمتغيرات المستقلة للدراسة.

المتغيرات	نسبة الديون الطويلة والمتوسطة الأجل	نسبة الديون القصيرة الأجل	نسبة الرفع المالي
نسبة الديون الطويلة والمتوسطة الأجل	1.00	0.582	0.415-
نسبة الديون القصيرة الأجل		1.00	0.540-
نسبة الرفع المالي			1.00

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج برنامج SPSS النسخة 21.

يبين الجدول (09) الذي يوضح معاملات ارتباط بيرسون لجميع متغيرات المستقلة للدراسة، حيث نجد أنه لا توجد مشكلة الارتباط الخطي المتعدد بين المتغيرات المستقلة للدراسة، حيث وجد أن أعلى نسبة ارتباط سجلت هي 58.2% بين نسبة الديون الطويلة والمتوسطة الأجل و نسبة الديون القصيرة الأجل.

### 3- اختبار استقلالية الأخطاء وعدم وجود ارتباط ذاتي بينها

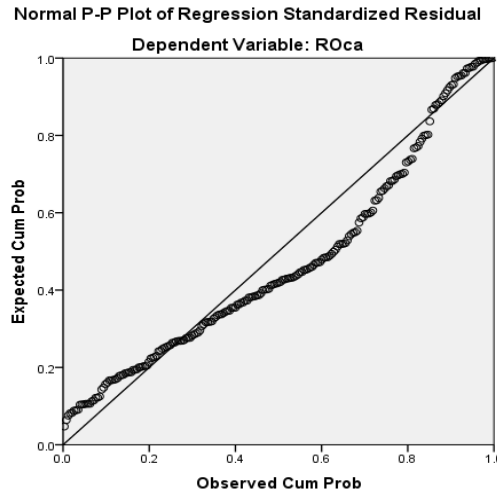
تم الكشف عن القيم المناظرة  $(d_U, d_L)$  لإحصائية Durbin-Watson المحسوبة من الجدول عند عدد المتغيرات المستقلة بالنموذج ودرجات حرية الخطأ ومستوى المعنوية 5%، فوجد أن الحد الأدنى

( $d_L=1.738$ )، والحد الأقصى ( $d_U=1.799$ )، ولما كانت قيمة إحصائية Durbin-Watson التي تظهرها مخرجات نظام SPSS هي 2.006 فإنه لا وجود لارتباط ذاتي بين الأخطاء.

#### 4-اختبار اعتدالية توزيع الأخطاء

وقد كشف الشكل الانتشاري لتوزيع الأخطاء كما يوضحه الشكل (02) أن جميع الأخطاء تتوزع بطريقة عشوائية حول هذا الخط الواصل بين الركن الأيمن العلوي و الركن الأيسر السفلي لشكل الانتشار مما يؤكد اعتدالية توزيع الأخطاء.

الشكل (02): شكل الانتشار بين الأخطاء المُشاهدة والأخطاء المتوقعة للمتغير التابع (المردودية الاقتصادية)



المصدر: مخرجات برنامج SPSS النسخة 21

#### ثالثا - تحليل نتائج الدراسة والتعليق عليها :

فيما يخص نتائج الدراسة المتعلقة بأثر تركيبة الهيكل المالي على أداء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة فيمكن تفسير النتائج على النحو التالي :

أ - أثر الهيكل المالي على المردودية التجارية :

توصلت الدراسة إلى ظهور متغيرين مستقلين لهما دلالة إحصائية في علاقتهما بالمتغير التابع وهما المتغير نسبة الديون الطويلة والمتوسطة الأجل، والمتغير نسبة الديون القصيرة الأجل. حيث تشير النتائج إلى وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين نسبة الديون الطويلة والمتوسطة الأجل (مستوى ثقة 100%) وبين المتغير التابع المردودية التجارية. وعلاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين نسبة الديون القصيرة الأجل ( مستوى ثقة 100%) وبين المتغير التابع المردودية التجارية.

في حين لم يكن للمتغير المستقل نسبة الرفع المالي دلالة إحصائية في تفسير المتغير التابع، وتتفق هذه الدراسة مع دراسة كل من (Gleason et al., 2000) ودراسة (Hadlock et James 2002)، كما تتفق مع دراسة (Ghosh et al, 2000) في حين تتعارض نتائج هذه الدراسة مع نتائج كل من (Roberta & Donald, 2003) ودراسة (Holz, 2002)، ويمكن تفسير النتائج كما يلي :

- ترتبط المردودية التجارية (ROS) بنسبة مجموع الديون إلى مجموع الأصول (TDTA) عكسياً، مما يعني عدم إتباع هذه المؤسسات لقاعدة التوازن المالي ( خطأ في السياسة المالية)، الأمر الذي من شأنه عرقلة أدائها التجاري؛

- لم يكن هناك ارتباط مهم إحصائياً بين نسبة الرافعة المالية (FL) و المتغيرين التابعين (الأداء)، أو بقية المتغيرات المستقلة، ويمكن تفسير ذلك باعتماد هذه المؤسسات على مواردها الخاصة؛  
- توجد علاقة ارتباط عكسية بين نسبة الديون طويلة الأجل إلى مجموع الأصول (LDTA) و نسبة مجموع الديون إلى مجموع الأصول (TDTA)؛ وهي نتيجة متوقعة.

وعليه يمكن القول، أنّ اعتماد المؤسسات المدروسة على الديون طويلة الأجل فقط قد يشكل خطراً على أدائها، نتيجة التكلفة المرتفعة لهذا المصدر من التمويل وعليه يجب على المؤسسات البحث عن مصادر أخرى بديلة عن التمويل الطويل الأجل .

#### ب - أثر الهيكل المالي على المردودية الاقتصادية :

بينت هذه الدراسة، ظهور متغيرين مستقلين لهما دلالة إحصائية في علاقتهما بالمتغير التابع وهما المتغير نسبة الديون طويلة والمتوسطة الأجل، والمتغير نسبة الديون القصيرة الأجل. حيث تشير النتائج إلى وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين نسبة الديون طويلة والمتوسطة الأجل (مستوى ثقة 100%) وبين المتغير التابع المردودية الاقتصادية. وعلاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين نسبة الديون القصيرة الأجل ( مستوى ثقة 100%) وبين المتغير التابع المردودية الاقتصادية، في حين لم يكن للمتغير المستقل نسبة الرفع المالي دلالة إحصائية في تفسير المتغير التابع.

وتتفق هذه الدراسة مع دراسة كل من وتتفق هذه الدراسة مع دراسة كل من (Gleason et al., 2000) ودراسة (Hadlock et James 2002)، كما تتفق مع دراسة (2007) و (Ghosh et al, 2000) في حين تتعارض نتائج هذه الدراسة مع نتائج كل من (Roberta & Donald, 2003) ودراسة هنايدة موفق (2007) التي بينت وجود علاقة ايجابية، ودراسة (Roberta & Donald, 2003)، ودراسة (Saeedi and Mahmoodi, 2011) التي توصلت في نتائجها إلى وجود علاقة موجبة.

ويمكن تفسير النتائج المتحصل عليها، إن العلاقة العكسية بين المردودية الاقتصادية (الأداء) ونسبة مجموع الديون إلى مجموع الأصول TDTA يمكن تفسيرها بتوجه المؤسسات الصغيرة

والمتوسطة للاعتماد على الديون القصيرة الأجل (القروض التجارية) أكثر من اعتمادها على الديون طويلة الأجل والذي يمكن ملاحظته من خلال العلاقة العكسية بين نسبة الديون طويلة الأجل إلى مجموع الأصول LDTA والأداء، وبعبارة أخرى فان ضمان كفاءة استغلال هذه المؤسسات لأصولها يتوقف على حسن تسييرها واستغلالها للديون القصيرة الأجل بحكم محدودية الموارد المالية ذات الأجل الطويل أو المتوسط (نظرا لخصوصية هذا النوع من المؤسسات).

### خلاصة :

حاولت هذه الورقة البحثية دراسة أثر تركيبية الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر على الأداء المالي لها ، من خلال الإجابة على التساؤل الرئيسي والذي مفاده "ما مدى تأثير العوامل المتحكمة في تركيبية المزيج التمويلي على أداء للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر"، ومن خلال ما تم التطرق إليه في الجزء النظري بينت الدراسات النظرية ان عملية اختيار المزيج التمويلي للمؤسسات تخضع لمجموعة من العوامل أو المحددات التي يمكنها التأثير عليه وهو ما يفسر اختلاف الهياكل المالية للمؤسسات.

وبينت النظريات المالية للمؤسسات منذ بداية أبحاث موديلجاني وميلر 1958، من خلال تفسير أثر الهياكل المالية للمؤسسات على قيمتها، إضافة إلى نظرية صافي الربح والنظرية التقليدية وما يلاحظ على هذه المداخل المفسرة على أنها تقوم فرضيات غير واقعية. غير أنه ومنذ أبحاث ميلر ومود جيلجاني 1963 والتي رفضت فكرة انعدام أثر عدم وجود الضرائب على الهيكل المالي وأكدت انه في ظل وجود الضريبة على الدخل يمكن هذه الحالة تحديد ما يعرف بالهيكل المالي الأمثل، وتوالت الدراسات حول علاقة الهيكل المالي بإدخال تكاليف الوكالة ونظرية الإشارة ونظرية الترتيب السلمي لهياكل التمويل.

كما أكدت العديد من الدراسات التجريبية حول محددات الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، على أن العوامل المتعلقة بحجم المؤسسة وقطاع النشاط، ومعدل السيولة وكذا مردودية المؤسسة وحجم الضمانات التي تتوفر عليها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لها تأثير في تحديد تركيبية الهيكل المالي والذي من شأنه التأثير على أداء المؤسسات، وفي ما يخص نتائج الدراسة المتعلقة بالدراسة:

-ترتبط المردودية التجارية (ROC) بنسبة مجموع الديون إلى مجموع الأصول (TDTA) عكسياً، مما يعني عدم إتباع هذه المؤسسات لقاعدة التوازن المالي ( خطأ في السياسة المالية)، الأمر الذي من شأنه عرقلة أدائها التجاري؛

-لم يكن هناك ارتباط مهم إحصائياً بين نسبة الرافعة المالية (FL) والمتغيرين التابعين (الأداء)، أو بقية المتغيرات المستقلة، ويُمكن تفسير ذلك باعتماد هذه المؤسسات على مواردها الخاصة؛

- توجد علاقة ارتباط عكسية بين نسبة الديون طويلة الأجل إلى مجموع الأصول (LDTA) ونسبة مجموع الديون إلى مجموع الأصول (TDTA)؛ وهي نتيجة متوقعة.
- وعليه يمكن القول، أنّ اعتماد المؤسسات المدروسة على الديون طويلة الأجل فقط قد يشكل خطرا على أدائها، نتيجة التكلفة المرتفعة لهذا المصدر من التمويل.
- أظهرت الدراسة وجود علاقة عكسية بين المردودية الاقتصادية (الأداء) ونسبة مجموع الديون إلى مجموع الأصول TDTA يمكن تفسيرها بتوجه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة للاعتماد على الديون القصيرة الأجل (القروض التجارية) أكثر من اعتمادها على الديون طويلة الأجل والذي يمكن ملاحظته من خلال العلاقة العكسية بين نسبة الديون طويلة الأجل إلى مجموع الأصول LDTA والأداء، وبعبارة أخرى فإن ضمان كفاءة استغلال هذه المؤسسات لأصولها يتوقف على حسن تسييرها واستغلالها للديون القصيرة الأجل بحكم محدودية الموارد المالية ذات الأجل الطويل أو المتوسط (نظرا لخصوصية هذا النوع من المؤسسات).
- وخلاصة لما سبق، وكإجابة عن التساؤل المطروح، فإنتركيب الهيكل المالي يؤثر على الأداء المالي لهذه الأخيرة، وهذا ما لاحظناه من خلال وجود علاقة بين تأثير الهيكل المالي على المردودية الاقتصادية والمردودية التجارية، وهذا ما يفسر طبيعة العلاقة التبادلية بين تأثير المردودية على الهيكل المالي والعكس.
- وعليه فإن لإشكالية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية أثر على مزيجها التمويلي وهو بدوره يؤثر على مردوديتها مما يعد من تحقق أهدافها من نمو واستمرار نشاطها، وهذا ما يؤثر سلبا على دورها التنموي في الاقتصاد الوطني.
- ولهذا فعلى مخططي السياسة الاقتصادية في الجزائر، اتخاذ بعض الإجراءات الكفيلة لتجاوز هذه العقبات، وفيما يلي تقديم لأهم التوصيات المتعلقة بالبحث:
- ضرورة تفعيل دور السوق المالي الجزائري بما يتيح للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالدخول إليه.
- اتخاذ إجراءات جديدة من شأنها تسهيل العلاقة ما بين المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والبنوك الوطنية في عمليات منح القروض وتمويل أنشطة هذه المؤسسات.
- ضرورة تعزيز الشفافية والإفصاح بما يتلاءم مع المعايير الدولية ووجوب تكيف النظام المحاسبي الجديد مع محاسبة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
- اتخاذ إجراءات صائبة من شأنها تحسين المحيط الجبائي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، بما يسمح من تحقيق العبء الضريبي الذي تتحمله.



- التمييز بين نوعية المشاريع المدعومة من طرف الدولة، مع التركيز على المشروعات التي تساهم في نقل التكنولوجيا.

- تعزيز الدعم المالي بالدعم الفني والإداري، كون غالبية المؤسسات ترجع إلى شباب يفنقر إلى الخبرة والمهارة اللازمة.

### المراجع:

(1) ايت بازة مريم ، المساهمات النظرية المفسرة لهيكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ، الملتقى الوطني حول الإدارة المالية: رفع أساسي لتحسين أداء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ، عنابة ، 26/25 نوفمبر 2014 ، ص10

(2) غربي حمزة ، محددات السياسة المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، أطروحة دكتوراه غير منشورة، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2014، ص 173

(3) الياس بن ساسي ويوسف قريشي، خصائص ومحددات الهياكل التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، الملتقى الدولي: متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية يومي 17 ، 18 افريل 2006 ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، مخبر العولمة واقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2006، ص 431

(4) يوسف قريشي ، سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، رسالة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر، الجزائر، 2005، ص 320.

(5) بن عزيزة صورية ، تحليل المقاربات النظرية حول امثلية الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ، الملتقى الوطني حول الإدارة المالية: رفع أساسي لتحسين أداء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ، عنابة ، 26/25 نوفمبر 2014 ، ص12

(6) ايت بازة مريم، مرجع سبق ذكره، ص 12.

(7) صورية بن عزيزة، مرجع سبق ذكره، ص 11

(8) سليمان شلاش، علي البقوم، العوامل المحددة للهيكل المالي في شركات الأعمال حالة تطبيقية في الشركات المساهمة، مجلة المنارة، المجلد 14، العدد الأول، 2008، ص79.

(9) Reviewing Relationship between Financial Structure and Firms Performance in Firms Traded on the Tehran Stock Exchange, International Journal of Business Administration Vol. 2, No. 4; November 2011, p179

Sohail YOUNUS, Khurram ISHFAQ, Muhammad USMAN, Muhammad AZEEM, Capital (10)

Structure and Financial Performance: Evidence from Sugar Industry in Karachi Stock Exchange Pakistan International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences, Vol. 4, No.4, October 2014, pp. 272–279

(11) Mirie Mwangi, Edwin Maranga Birundu, The Effect of Capital Structure on the Financial Performance of Small and Medium Enterprises in Thika Sub-County, Kenya, International Journal of Humanities and Social Science Vol. 5, No. 1; January 2015, p155

(12) Abbasali Pouraghajan , Esfandiar Malekian , The Relationship between Capital Structure and Firm Performance Evaluation Measures: Evidence from the Tehran Stock Exchange, International Journal of Business and Commerce Vol. 1, No. 9: May 2012, p 176

(13) Kwame Mireku , Samuel Mensah , Emmanuel Ogoe, The Relationship between Capital Structure Measures and Financial Performance: Evidence from Ghana , International Journal of Business and Management; Vol. 9, No. 6; 2014, p152

- (14) جميل حسن النجار، مدى تأثير الرفع المالي على الأداء المالي للشركات المساهمة (دراسة اختيارية)، مجلة العلوم الإنسانية، المجلد 15، العدد 1، غزة (فلسطين)، 2013، ص 316
- (15) Mustafa M Soumadi ,Capital Structure And Corporate Performance Osama Suhail Hayajneh Empirical Study On The Public Jordanian Shareholdings Firms Listed In The Amman Stock Market , European Scientific Journal October edition vol. 8, No.22 , p173-189
- (16) Abdul,G .K. The Relationship of Capital Structure Decisions with Firm Performance: A Study of the Engineering Sector of Pakistan. International Journal of Accounting and Financial Reporting,vol 2,No 1,2012, p
- (17) Relationship between Capital Structure and Performance of Non-Financial Companies Listed In the Nairobi Securities Exchange . Lucy Wamugo , Muathe Stephen Makau, George Kosimbei. Mwangi Kenya Global Journal of Contemporary Research in Accounting, Auditing and Business Ethics (GJCRA) An Online International Research Journal Vol1, No 2 , 2014,p
- (18) Bokhtiar Hasan, Mainul Ahsan, Afzalur Rahaman & Nurul Alam,Influence of Capital Structure on Firm Performance: Evidence from Bangladesh, International Journal of Business and Management; Vol. 9, No. 5, 2014,p184-194
- (19) Saeedi ,A. & Mahmoodi,I. ,Capital Structure and Firm Performance: Evidence from Iranian Companies. International Research Journal of Finance and Economics, vol 70 ,No4,2011, p20-29
- (20) Ebaid, E. aI.. The impact of capital-structure choice on firm performance: empirical evidence from Egypt. The Journal of Risk Finance, Vol10,No 5,2009,p35-48