الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي و البحث العلمي

جـــامعة باجي مختار- عنابة

BADJI MOKHTAR UNIVERSITY -ANNABA
UNIVERSITE BADJI MOKHTAR-ANNABA

كلية: العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم: علوم التسيير
مخبر الانتماء: مخبر المالية الدولية ودراسة الحوكمة والنهوض الاقتصادي LFIEGE

أطروحة دكتوراه

مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث

أثر الهيكل المالي على تسيير المؤسسة:
دراسة حالة عينة من المؤسسات الجزائرية

الشعبة: علوم التسيير / تخصص: إدارة المنظمات

للطالبة: ثوبي عايدة

مدير أطروحة التخرج: أ. شايب فاطمة الزهرة أستاذ التعليم العالي جامعة باجي مختار عنابة

أمام أعضاء اللجنة

الاسم واللقب	الرتبة العلمية	مؤسسة الانتماء	الصفة
حمدوش وفاء	أستاذ التعليم العالي	جامعة باجي مختار-عنابة	رئيسا
شايب فاطمة الزهرة	أستاذ التعليم العالي	جامعة باجي مختار-عنابة	مقررا
بن علي سمية	أستاذ محاضر أ	جامعة باجي مختار-عنابة	عضوا
بلهوشات آسيا	أستاذ محاضر أ	جامعة باجي مختار-عنابة	عضوا
بهلول نور الدين	أستاذ التعليم العالي	جامعة محمد الشريف مساعدية- جامعة سوق أهراس	عضوا
برايس نورة	أستاذ محاضر أ	جامعة باجي مختار-عنابة	عضوا

السنة الجامعية: 2025/2024

تصريـــح

أنا الممضي أسفله الطالبة الباحثة: ثوبي عايدة، أصرح بشرفي أن هذا العمل البحثي المتمثل في أطروحة الدكتوراه الموسومة: "**أثر الهيكل المالي على تسيير المؤسسة: دراسة حالة عينة من المؤسسات الجزائرية**"، والمقدم لنيل شهادة الدكتوراه للطور الثالث في علوم التسيير هو عمل أكاديمي خاص بي، كما أنه غير مقدم لا جزء منه ولا كله لأية مؤسسة علمية أخرى بهدف نيل شهادة أكاديمية أو غير ذلك. وأتحمل المسؤولية كاملة عن كل ما جاء في مضمونه.

ثوبي عايدة

الامضاء:

ملخص:

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار أثر الهيكل المالي على تسيير الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية من خلال الاعتماد على طريقة السلاسل الزمنية المقطعية (Panel Data) باستخدام البيانات المالية لعينة من 42 مؤسسة جزائرية ذات أسهم SPA ناشطة في قطاعات مختلفة للفترة الممتدة من 2011 إلى 2020، تم استخدام ثلاث مؤشرات لقياس الأداء المالي (المتغير التابع) هي العائد على الأصول، العائد على حقوق الملكية والعائد على المبيعات، أما بالنسبة للهيكل المالي (المتغير المستقل) فقد تم قياسه كذلك بثلاث مؤشرات هي الاستقلالية المالية، معدل المديونية الإجمالية ومعدل المديونية طويلة الأجل، إضافةً إلى ذلك تم اختبار أثر مجموعة متغيرات مفسّرة أخرى على الأداء المالي تمثلت في كل من حجم المؤسسة، معدل نموها، سيولتها وهيكل أصولها.

توصلت نتائج الدراسة إلى وجود أثر موجب ذو دلالة إحصائية للاستقلالية المالية على الأداء المالي مقاسا بكل من العائد على حقوق الملكية والعائد على المبيعات، أما الديون طويلة الأجل فقد كان لها تأثير سلبي دال احصائياً على الأداء المالي مقاسا بالعائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية، إلى جانب ذلك أسفرت النتائج إلى وجود أثر موجب ذو دلالة إحصائية لكل من معدل النمو ونسبة السيولة على الأداء المالي مقاسا بكل من معدل العائد على الأصول ومعدل العائد على حقوق الملكية بينما كان أثر السيولة على العائد على المبيعات سالب، وبالنسبة لهيكل الأصول فقد كان له أثر سلبي ذو دلالة إحصائية على الأداء المالي مقاسا بكل من العائد على الأصول والعائد على المبيعات، كما توصلت الدراسة إلى عدم وجود أي أثر ذو دلالة إحصائية لمتغير الاستدانة الكلية وحجم المؤسسة على الأداء المالي بجميع مؤشراته.

الكلمات المفتاحية: هيكل مالي، قرار التمويل، مزيج تمويلي، ديون، أداء المالي.

Abstract

This study seeks to examine the influence of financial structure on the financial performance management of economic enterprises. The research employs a panel data methodology, utilizing financial data from a sample of 42 Algerian Société par Actions (SPA)-type companies across various sectors over the period from 2011 to 2020. Financial performance, the dependent variable, is assessed through three indicators: return on assets, return on equity, and return on sales. In terms of financing structure, the independent variable is also evaluated using three indicators: financial independence, overall debt ratio, and long-term debt ratio. Furthermore, the study investigates the effect of several additional explanatory variables on financial performance, including firm size, growth rate, liquidity, and asset structure**.**

The results of the study indicated a statistically significant positive effect of financial independence on financial performance as measured by both return on equity and return on sales. Conversely, long-term debt exhibited a statistically significant negative effect on financial performance as measured by return on assets and return on equity. Additionally, the findings demonstrated a statistically significant positive effect of the growth rate and liquidity ratio on financial performance as measured by both return on assets and return on equity, whereas the impact of liquidity on return on sales was negative. In terms of asset structure, a statistically significant negative effect was observed on financial performance as measured by both return on assets and return on sales. Furthermore, the study concluded that there was no statistically significant impact of the total debt variable or company size on financial performance across all indicators.

Keywords: financial structure, Financing decision, financing mix, debts, financial performance

Résumé

Cette étude visait à tester l'impact de la structure financière sur la gestion de la performance financière des entreprises économiques en s'appuyant sur la méthode des données de panel en utilisant les données financières d'un échantillon de 42 entreprises algériennes de type SPA opérant dans différents secteurs pour la période de 2011 à 2020. Trois indicateurs ont été utilisés pour mesurer la performance financière (variable dépendante) : le rendement des actifs, le rendement des capitaux propres et le rendement des ventes. En ce qui concerne la structure de financement (variable indépendante), elle a également été mesurée par trois indicateurs : l'indépendance financière, le taux d'endettement global et le taux d'endettement à long terme. De plus, l'impact d'un ensemble d'autres variables explicatives sur la performance financière a été testé, notamment la taille de l'entreprise, son taux de croissance, sa liquidité et la structure de ses actifs.

Les résultats de l'étude ont révélé un effet positif statistiquement significatif de la variable d'indépendance financière sur la performance financière mesurée à la fois par le rendement des capitaux propres et par le rendement des ventes. En revanche, les dettes à long terme ont eu un effet négatif statistiquement significatif sur la performance financière mesurée par le rendement des actifs et le rendement des capitaux propres. De plus, les résultats ont montré un effet positif statistiquement significatif du taux de croissance et du ratio de liquidité sur la performance financière mesurée par le taux de rendement des actifs et le taux de rendement des capitaux propres, tandis que l'effet de la liquidité sur le rendement des ventes était négatif. En ce qui concerne la structure des actifs, elle a eu un effet négatif statistiquement significatif la performance financière mesurée par sur le rendement des actifs et le rendement des ventes. L'étude a également conclu qu'il n'y avait aucun effet statistiquement significatif de l’endettement total et de la taille de l'entreprise sur la performance financière dans tous ses indicateurs.

Mots-clés : Structure financière, Décision de financement, mélange financier, dettes, performance financière

شكر وترحّـــم

أشكر الله سبحانه وتعالى وأحمده على نعمه وتوفيقه أولاً وأخيراً

بقلوب مؤمنة بقضاء الله وقدره، أرفع أسمى آيات الدعاء بالرحمة والمغفرة إلى روح أستاذي المشرف المرحوم الأستاذ الدكتور نصيب رجم الذي وافته المنية قبل أن يرى ثمرة جهوده وتفانيه العلمي والإنساني في مرافقتي خلال إعداد هذه الأطروحة، لقد كان رحمه الله نِعم الأستاذ والموجّه بعلمه الغزير وأخلاقه الرفيعة وتواضعه وسندا أكاديمياً ومعنوياً لا يُقدر بثمن، أسأل الله العلي القدير أن يتغمده بواسع رحمته ويسكنه فسيح جناته، وأن يجعل ما قدمه في ميزان حسناته ويجزيه عني وعن كل من تتلمذ على يديه خير الجزاء.

أشكر الأستاذة الدكتورة شايب فاطمة الزهرة على مواصلة الاشراف على العمل، والأستاذة الدكتورة حمدوش وفاء والأستاذ الدكتور حولي محمد على حرصهم لإتمام وصية المرحوم.

كما أتقدم بخالص الشكر والتقدير إلى السادة أعضاء لجنة المناقشة الأفاضل، الذين تكرّموا بقبول مناقشة هذه الأطروحة وخصّوني من وقتهم وجهدهم لتقييم هذا العمل بارك الله في علمكم وجهودكم.

أخيرا أشكر كل أساتذتي في جامعة عنابة وجامعة سكيكدة، وكـل من كان سندا لي ولو بكلمة طيبة.

إهـــــــداء

أهدي هذا العمل إلى:

روح الأستاذ الدكتور نصيب رجم

الوالدين الكريمين

زوجي

إخوتي

أهلي

أصدقائي وزملائي

عايدة

فهرس المحتويات

فهرس المحتويات

التعيين	الصفحة
تصريح	
ملخص	
شكر وتقدير	
إهداء	
فهرس المحتويات	
قائمة الجداول	
قائمة الأشكال	
قائمة الملاحق	
مقدمة	أ- ك
الفصل الأول: التأصيل النظري للهيكل المالي في المؤسسات الاقتصادية	**01**
تمهيد	**02**
المبحث الأول: مدخل إلى هيكل تمويل المؤسسة الاقتصادية	**03**
المطلب الأول: قرار التمويل في المؤسسة الاقتصادية	**03**
المطلب الثاني: مفاهيم أساسية حول الهيكل المالي	**6**
المطلب الثالث: مناهج وقيود الهيكل المالي	**11**
المبحث الثاني: مصادر تمويل المؤسسة الاقتصادية	**13**
المطلب الأول: التمويل الممتلك	**13**
المطلب الثاني: التمويل عن طريق الاستدانة طويلة الأجل	**18**
المطلب الثالث: التمويل عن طريق الاستدانة قصيرة الأجل	**26**
المبحث الثـــــالث: تكلفة التمويل	**32**
المطلب الأول: التكلفة الكلية لرأس المال	**32**
المطلب الثاني: تكلفة مصادر التمويل	**34**
المطلب الثالث: المردودية وأثر الرفع المالي	**40**
خلاصة	**46**
الفصل الثاني: النظريات المالية المفسرة للهيكل المالي	**47**
تمهيد	**48**
المبحث الأول: النظريات المفسرة للهيكل المالي في ظل السوق التام	**49**
المطلب الأول: مدخل David Durand	**49**
المطلب الثاني: المدخل التقليدي	**55**
المطلب الثالث: المدخل الأول لمودلياني وميلر (MM 1958)	**58**
المبحث الثاني: النظريات المفسرة للهيكل المالي في ظل السوق غير التام	**64**
المطلب الأول: نظرية مودلياني وميلر في وجود الضرائب 1963	**64**
المطلب الثاني: نظرية التوازن في ظل تكلفة الافلاس	**66**
المطلب الثالث: نظرية التوازن في ظل تكلفة الوكالة	**70**
المبحث الثـــــالث: النظريات الحديثة للهيكل المالي ومحدداته	**76**
المطلب الأول: نظرية الإشارة	**76**

المطلب الثاني: نظرية التسلسل الهرمي ونظرية توقيت السوق	**78**
المطلب الثالث: محددات الهيكل المالي	**80**
خلاصة	**87**
الفصل الثالث: الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية	**89**
تمهيد	**90**
المبحث الأول: ماهية الأداء في المؤسسة الاقتصادية	**91**
المطلب الأول: مفهوم الأداء	**91**
المطلب الثاني: قياس وتقييم الأداء	**96**
المطلب الثالث: مداخل قياس وتقييم الأداء	**98**
المبحث الثاني: أساسيات الأداء المالي وعملية تقييمه	**104**
المطلب الأول: مفهوم الأداء المالي	**104**
المطلب الثاني: عملية تقييم الأداء المالي	**108**
المطلب الثالث: معلومات عملية تقييم الأداء المالي ومتطلبات نجاحها	**111**
المبحث الثـــالث: مؤشرات قياس وتقييم الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية	**115**
المطلب الأول: التحليل المالي بواسطة النسب	**115**
المطلب الثاني: المؤشرات السوقية	**120**
المطلب الثالث: المؤشرات المبنية على القيمة	**122**
خلاصة	**128**
الفصل الرابع: الدراسة التطبيقية لأثر الهيكل المالي على تسيير المؤسسة الاقتصادية	**129**
تمهيد	**130**
المبحث الأول: الإجراءات المنهجية والإطار القياسي للدارسة	**131**
المطلب الأول: الإطار المنهجي للدراسة	**131**
المطلب الثاني: الإطار القياسي المستخدم في التحليل	**135**
المطلب الثالث: متغيرات ونموذج الدراسة	**139**
المبحث الثاني: تقدير نماذج الدراسة	**145**
المطلب الأول: الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة	**145**
المطلب الثاني: تقدير النموذج الأول (ROA مقياسا للأداء)	**153**
المطلب الثالث: تقدير النموذج الثاني (ROE مقياسا للأداء المالي)	**155**
المطلب الرابع: تقدير النموذج الثالث (ROS مقياسا للأداء المالي)	**156**
المبحث الثـــالث: اختبار الفرضيات ومناقشة النتائج	**159**
المطلب الأول: اختبار الفرضية الأولى	**159**
المطلب الثاني: اختبار الفرضية الثانية	**162**
المطلب الثالث: اختبار الفرضية الثالثة	**165**
المطلب الرابع: مناقشة النتائج	**168**
خلاصة	**172**
الخاتمة	**173**
قائمة المراجع	**180**
الملاحق	**199**

قائمة الجداول

قائمة الجداول

الرقم	عنوان الجدول	الصفحة
01	مزايا وعيوب التمويل بالأسهم العادية	17
02	مزايا وعيوب التمويل بالأسهم الممتازة	18
03	مزايا وعيوب التمويل بالقروض طويلة الأجل	19
04	مزايا وعيوب التمويل عن طريق السندات	21
05	مقارنة بين الائتمان المصرفي والائتمان التجاري	30
06	نسب السيولة	116
07	نسب النشاط	117
08	نسب المديونية	118
09	نسب الربحية	119
10	طريقة قياس نسب السوق المالي	121
11	مؤسسات عينة الدراسة	132
12	متغيرات الدراسة وطرق حسابها	142
13	الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة	145
14	مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة	147
15	دراسة الاستقرارية لمتغيرات المعادلة الأولى	150
16	دراسة الاستقرارية لمتغيرات المعادلة الثانية	151
17	دراسة الاستقرارية لمتغيرات المعادلة الثالثة	152
18	نتائج تقدير النموذج الأول	153
19	نتائج تقدير النموذج الثاني	155
20	نتائج تقدير النموذج الثالث	156
21	نتائج اختبار Hausman (للنموذج الثالث)	158
22	نتائج تقدير المعادلة الأولى	160
23	نتائج تقدير المعادلة الثانية	163
24	نتائج تقدير المعادلة الثالثة	166
25	اختبار فرضيات الدراسة	175

قائمة الأشكال

قائمة الأشكال

الرقم	عنوان الشكل	الصفحة
01	الفرق بين الهيكل المالي وهيكل رأس المال	08
02	سير عملية التمويل التأجيري	23
03	مصادر تمويل المؤسسة	31
04	تمثيل بياني لتكلفة رأس المال	34
05	العلاقة بين نسبة الاقتراض وتكلفة الأموال وفقا لمدخل صافي الربح	51
06	العلاقة بين نسبة الاستدانة وقيمة المؤسسة وفقا لمدخل صافي الربح	52
07	العلاقة بين نسبة الاقتراض وكل من تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة وفقا لمدخل صافي ربح العمليات	54
08	العلاقة بين نسبة الاقتراض وتكلفة الأموال وفقا للمدخل التقليدي	57
09	النظرية التقليدية وقيمة المؤسسة	57
10	قيمة المؤسسة في ظل غياب الضرائب (MM, 1958)	60
11	تكلفة الأموال في ظل غياب الضرائب (MM, 1958)	62
12	تكلفة الأموال في ظل وجود الضرائب (MM 1963)	65
13	قيمة المؤسسة المستدينة في ظل وجود الضرائب (MM 1963)	66
14	العلاقة بين معدل الاستدانة وتكلفة الأموال في ظل وجود تكاليف الإفلاس	68
15	العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة في ظل وجود تكاليف الإفلاس	69
16	الهيكل المالي الأمثل حسب نظرية الوكالة	74
17	قيمة المؤسسة في ظل وجود تكلفة الإفلاس والوكالة	74
18	مصفوفة الكفاءة والفعالية	94
19	أصحاب المصالح	98
20	أبعاد بطاقة الأداء المتوازن	101
21	نموذج الدراسة	144

قائمة الملاحق

قائمة الملاحق

الرقم	عنوان الملحق	الصفحة
01	ملخص الدراسات السابقة	201
02	قاعدة البيانات	206
03	الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة	222
04	تقدير النموذج الأول (ROA متغير تابع)	223
05	تقدير النموذج الثاني (ROE متغير تابع)	225
06	تقدير النموذج الثالث (ROS متغير تابع)	227
07	اختبار Hausman (للنموذج الثالث)	229

مقدمـــــــــــة

مقدمـــــــــة:

إن المؤسسات الاقتصادية هي النواة الرئيسية التي تُغذي الاقتصاد والتنمية في أي مجتمع، لذلك فهي تحظى بعناية كبيرة من قبل جميع دول العالم بغض النظر عن اختلاف أنظمتها السياسية والاقتصادية وتباين مستويات تقدمها الاقتصادي باعتبارها مصدراً لخلق الثروة من خلال تأثيرها الإيجابي في توسيع القاعدة الانتاجية وزيادة مستويات الدخل القومي ومتوسط نصيب الفرد، مما يقود في النهاية إلى تحقيق تطلعات الأفراد والمجتمعات نحو حياة أفضل. لذا فإن ضمان بقاء وازدهار هذه المؤسسات الاقتصادية كان ولا يزال هدف وأولوية من أولويات أي دولة تسعى لدفع عجلة النمو وتحقيق الأهداف والطموحات الاقتصادية والاجتماعية للمجتمع.

من أجل المحافظة على بقاء واستمرارية هذه المؤسسات، تحتاج هذه الأخيرة إلى الموارد المالية الكافية لدعم عملياتها وتوسُّعاتها وتغطية تكاليفها، فالمال يُمثل عصب حياتها، والقوة الدافعة لها وأحد أهم عوامل الإنتاج، وبدونه لا تستطيع القيام بأي نشاط سواء كان (النشاط) استثماري، تجاري، صناعي أو حتى خدمي.

في ظل بيئة أعمال معاصرة ومتطورة، تعددت وتنوعت فيها البدائل التمويلية التي تنقسم من حيث مصدرها إلى مصادر تمويل ممتلكة تتمثل في حقوق الملكية، ومصادر تمويل مُستدانة تتمثل في كل أنواع الأموال المقتَرضة، هذه المصادر قد تختلف من مؤسسة إلى أخرى إلا أن مجموعها يُمثل اصطلاح مالي واحد يُعرف بالهيكل المالي الذي يُعبّر عن كافة الموارد المالية التي تحوزها المؤسسة والتي تظهر في الجانب الأيسر من الميزانية أي جانب الخصوم.

إن موضوع تشكيل الهيكل المالي حظى باهتمام كبير في أدبيات التمويل، فبعد أن كانت وظيفة الإدارة المالية تقتصر على تدبير الأموال أصبحت تهتم بالمفاضلة بين الخيارات التمويلية المتاحة بهدف تحقيق التوازن بين العائد والمخاطرة المصاحبة لكل خيار تمولي، حيث أن استخدام أموال الملكية في التمويل قد يوفر للمؤسسة مرونة أكبر وتحكم أفضل في اتخاذ القرارات لكنها قد تكون محدودة ومكلفة أكثر على المدى البعيد، من جهة أخرى، تعتبر الديون مصدراً سريعا للأموال ذات تكلفة منخفضة لما تحققه من ميزات ضريبية تؤدي إلى زيادة ربحيتها وتعظيم قيمتها، إلا أن الافراط في استخدامها تضعف استقلاليتها المالية كما تُفقدها ثقة المتعاملون الاقتصاديون مما يؤدي إلى الوقوع في مخاطر مالية قد تصل إلى الإفلاس. لهذا فمن الضروري لكل مؤسسة القيام بدراسة معمقة للمصادر التمويلية المختلفة واختيار التوليفة المناسبة لها سواء من أموال الملكية أو اللجوء إلى الديون أو بمزيج منها، بناءً على معايير ومحددات تتماشى مع نشاطها واستراتيجيتها بغية الوصول إلى ما يسمى بالهيكل المالي الأمثل الذي تنخفض عنده تكلفة التمويل وتتعظم فيه الأرباح وقيمة المؤسسة.

أثارت إشكالية الهيكل المالي الأمثل جدلا واسعاً بين المنظرين الماليين منذ بداية الخمسينات، أبرزها دراسة العالمين Modigliani & Miller سنة 1958 حيث قدمت إطاراً نظرياً لتفسير ومحاولة إيجاد التركيبة المثلى للهيكل المالي، وبالرغم من كل الانتقادات التي وُجهت لها خاصة منها المتعلقة بافتراض كمالية الأسواق المالية إلا أنها تمثل الحجر الأساس للإدارة المالية الحديثة فعلى أساسها برزت نظريات أخرى منها مؤيدة لها وأخرى معارضة، حيث تناولت هذه النظريات قرار التمويل بنقاش معرفي وجَدلي معمّق محاولةً تفسير السلوك التمويلي للمؤسسات وتأثيره على كل من تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة في ظروف وبيئات اقتصادية متباينة ساعدت الملاك والمسيرين على حسن إدارة وتسيير مؤسساتهم.

يهدف التسيير الجيد للمؤسسة إلى تحقيق الأمثلية في استخدام مواردها، وذلك من خلال الوصول إلى النتائج (المخرجات) بأقل تكلفة ممكنة (المدخلات)، بالإضافة إلى انجاز ما تم تسطيره مسبقا من أهداف. إن العلاقة بين المدخلات والمخرجات تعبر عن كفاءة المؤسسة، كما أن العلاقة بين الأهداف المحققة (ما تم إنجازه) والأهداف المتوقعة (الأهداف المسطرة) تعبر عن فعالية المؤسسة.

إن الحديث عن الكفاءة والفعالية يقود إلى مصطلح واحد في علم التسيير ألا وهو أداء المؤسسة، الذي يعتبر مرآة عاكسة لوضعية المؤسسة وجودة قراراتها خاصة منها تلك المتعلقة بالجانب المالي، حيث يُمكن الحكم على مدى نجاعة قرار تشكيل الهيكل المالي للمؤسسة بتقييم أداءها بصفة عامة وأداءها المالي بصفة خاصة، هذه العملية التي تعد أداة لتحفيز الإدارة والعمال لبذل المزيد من الجهد لتحقيق نتائج أفضل من خلال تشخيص الصحة المالية للمؤسسة وإعطاء صورة واضحة حول مستوى أداءها الكلي، ونجاح هذه العملية مرهون بقدرة المسيرين على اختيار أنسب المؤشرات والمعايير التي تعبر عن القرار المراد تقييمه، فالهدف منها هو هدف تسييري يعني بالبحث عن طريقة لضمان التسيير الفعال والكفء لاستراتيجية المؤسسة المتبعة في ظل المنافسة الشديدة والتقلبات الحاصلة في محيطها.

1. إشكالية الدراسة:

على ضوء ما سبق يُمكن طرح اشكالية الدراسة على النحو التالي:

ما هو أثر الهيكل المالي على الأداء المالي لشركات المساهمة الجزائرية خلال الفترة 2011-2020؟

انطلاقاً من هذه الإشكالية يتم طرح جملة من التساؤلات الفرعية التالية:

- هل تؤثر مؤشرات الهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية مقاسا بالعائد على الأصول؟

- هل تؤثر مؤشرات الهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية مقاسا بالعائد على حقوق الملكية؟
- هل تؤثر مؤشرات الهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية مقاسا بالعائد على المبيعات؟

2. فرضيات الدراسة:

إن الإجابة عن الإشكالية المطروحة يتطلب اختبار مجموعة من الفرضيات التي ستتم صياغتها على ضوء أدبيات الدراسة والتي تشكل إجابة للتساؤلات الفرعية السابقة حيث سيتم تقسيمها لاحقاً إلى فرضيات فرعية عند اختبار صحتها وهي:

- يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لمؤشرات الهيكل المالي على الأداء المالي معبرا عنه بالعائد على الأصول للمؤسسات محل الدراسة.
- يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لمؤشرات الهيكل المالي على الأداء المالي معبرا عنه بالعائد على حقوق الملكية للمؤسسات محل الدراسة.
- يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لمؤشرات الهيكل المالي على الأداء المالي معبرا عنه بالعائد على المبيعات للمؤسسات محل الدراسة.

3. أهمية الدراسة:

تبحث هذه الدراسة في مدى تأثير الهيكل المالي على الأداء المالي على مستوى المؤسسات الجزائرية، وتنبع أهميتها من تسليطها الضوء على أحد المواضيع الحيوية والذي شَغل ولا يزال بال المدراء الماليين والباحثين في مجال الإدارة المالية الحديثة ألا وهو الهيكل المالي نظرا لحاجة جميع المؤسسات إلى المال لاستمرار بقائها في بيئة الأعمال. كما أن العلاقة بين الهيكل المالي وأداء المؤسسة لاقت اهتماما واسعا خاصة في الدول المتقدمة التي طورت نظريات حول الموضوع وأصبحت تُشكل أساساً مرجعياً للدارسين والباحثين في المجال، حيث أن فهم هذا الأثر يساهم في توجيه القرارات المالية المتخذة من قبل المسيرين ويساعدهم في تحقيق التوازن المالي الأمثل، بالإضافة إلى التحوط من المخاطر التي ممكن أن تتعرض لها المؤسسات الاقتصادية مما يعزز استدامتها ونجاحها. كما تبرز أهمية الدراسة الحالية في كونها تختبر الأثر بين المتغيرين باختبار قياسي استناداً إلى بيانات واقعية من المؤسسات الجزائرية.

4. أهداف الدراسة:

تسعى هذه الدراسة إلى الوصول لمجموعة من الأهداف، يمكن بلورتها في النقاط التالية:

- الإلمام بموضوع الهيكل المالي والمفاهيم المرتبطة به والتعرف على مختلف مكوناته؛
- عرض أهم ما توصلت إليه النظريات المالية فيما يخص السلوك التمويلي للمؤسسات؛
- الإحاطة بموضوع الأداء المالي وأهم مؤشرات قياسه؛
- محاولة تفسير طبيعة الأثر بين الهيكل المالي المؤسسات الجزائرية ومؤشرات أداءها.

5. منهجية الدراسة:

بُغية الوصول إلى تطلعات الدراسة، يتم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي ضمن الفصول النظرية التي من خلالها يتم عرض الإطار النظري للهيكل المالي وأهم النظريات المفسرة له وكذا التعرف على الأداء المالي للمؤسسات وعملية تقييمه، وهذا بالاستعانة بمختلف المراجع مثل الكتب والمقالات العلمية والرسائل الجامعية. أما في الفصل الأخير للدراسة فيتم الاعتماد على منهج دراسة حالة لاختبار أثر الهيكل المالي على أداء المؤسسات محل الدراسة من خلال تحليل قياسي لأثر الهيكل المالي ومحدداته على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية اعتمادا على بيانات البانل.

6. حدود الدراسة:

تنحصر هذه الدراسة على عينة عشوائية من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية ذات الشكل القانوني "مؤسسة ذات أسهم" الناشطة في مختلف القطاعات الاقتصادية، بلغ عددها 42 مؤسسة متوزعة على مختلف ربوع الوطن لتشكل الحدود المكانية للدراسة، كما امتدت الدراسة على هذه المؤسسات في الفترة من سنة 2011 إلى سنة 2020 أي عشر سنوات لتشكل الحدود الزمانية.

7. صعوبات الدراسة:

واجهت هذه الدراسة العديد من الصعوبات تمثلت في صعوبة حصر المتغير التابع كون أن تسيير المؤسسة علم بحد ذاته، كذلك صعوبة الحصول على البيانات المالية من المؤسسات الجزائرية وحتى عند تحمل تكاليف مالية للحصول عليها لم تكن كافية لحساب مؤشرات مالية متقدمة، كذلك وفي كثير من المؤسسات لم تتوفر البيانات لكل السنوات وإن توفرت تكون ناقصة وأحيانا متناقضة مما أدى إلى تقليص حجم العينة.

8. الدراسات السابقة:

توجد العديد من الدراسات السابقة لموضوع البحث، تختلف من دراسات على المستوى المحلي إلى دراسات أكثر شمولية من الناحية الجغرافية، سيتم ذكرها حسب التسلسل الزمني لها.

- **دراسة Sumit K Majumdar (1997) مقال بعنوان: The impact of size and age on firm-level performance: some evidence from India**

باستخدام بيانات عينة واسعة تمثلت في 1020 مؤسسة هندية، بحثت هذه الدراسة عن التأثيرات التي يُحدثها كل من حجم المؤسسة وعمرها في مستوى الأداء من حيث الإنتاجية والربحية اللتان تم قياسهما بنسبة القيمة المضافة إلى قيمة المنتج ونسبة العائد على المبيعات على التوالي.

بينت نتائج الدراسة أن المؤسسات القديمة أكثر إنتاجية وأقل ربحية، وأن الشركات الأكبر حجما تكون أكثر إنتاجية وأقل ربحية، من بين نتائج الدراسة كذلك أن الرفع المالي له أثر سلبي معنوي في العائد على المبيعات على عكس حجم المؤسسة الذي كان له أثر موجب ومعنوي في العائد على المبيعات، أما هيكل الأصول والسيولة ومعدل النمو لم يكن لهم أي تأثير معنوي في العائد على المبيعات.

- **دراسة Narendar V.Rao et al (2007) مقال بعنوان: Capital structure and financial performance : Evidence from Oman**

اختبرت هذه الدراسة العلاقة بين هيكل رأس المال والأداء المالي بدافع الرغبة في تفسير استخدام الديون من قبل 93 مؤسسة أردنية، استخدم الباحثون مؤشر العائد على الأصول ROA كمقياس للأداء المالي ونسبة الديون إلى إجمالي الأصول كمقياس للرفع المالي كمتغير مُفسر رئيسي بالإضافة إلى بعض المتغيرات الضابطة الأخرى. أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة سلبية بين الرفع المالي والأداء المالي وهذا عكس نظرية التوازن، الأمر الذين رجحَهُ الباحثون إلى التكلفة المرتفعة للاستدانة وطبيعة سوق الإقراض غير المتطورة في عمان، كما بينت الدراسة وجود أثر سالب ومعنوي لكل من السيولة وهيكل الأصول في الأداء المالي وأثر موجب ومعنوي لعمر المؤسسة على الأداء المال، في حين عدم وجود أي أثر معنوي لكل من نسبة دوران الأصول والحجم.

- **دراسة Ibrahim el-sayed Ebaid (2009) مقال بعنوان: The impact of capital structure choice on firm performance: empirical evidence from Egypt**

هدفت هذه الدراسة لاختبار أثر قرارات هيكل رأس المال في أداء المؤسسات في مصر باعتبارها واحدة من الاقتصاديات الناشئة، تمثلت عينة الدراسة في 65 مؤسسة غير مالية مصرية مدرجة خلال الفترة 1997-2005، وذلك باستخدام تحليل الانحدار المتعدد لتقدير العلاقة بين الرفع المالي والأداء، اعتمد الباحث ثلاث مقاييس محاسبية للتعبير عن الأداء المالي وهي العائد على الأصول، العائد على حقوق الملكية والعائد على المبيعات. أسفرت نتائج الدراسة إلى أن هيكل رأس المال (معبرا عنه بنسبة الديون قصيرة الأجل ونسبة الديون طويلة الأجل ونسبة الديون الإجمالية) بصفة عامة له تأثير ضعيف إلى معدوم في الأداء المالي للمؤسسات محل الدراسة.

- **دراسة Panagiotis Liargovas and Konstantinos Skandalis (2010) مقال بعنوان: Factor affecting firms' performance: The case of Greece**

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل الإطار المفاهيمي للأداء المالي للمؤسسة من خلال دراسة تجريبية على المؤسسات الصناعية اليونانية والتي بلغ عددها 102مؤسسة خلال الفترة 1997-2004، حيث تختبر المحددات الرئيسية للأداء والذي تم قياسه بثلاث مقاييس: العائد على المبيعات، العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية. بينت النتائج أن كل من الرفع المالي، نشاط التصدير، موقع المؤسسة، حجم المؤسسة والسيولة لهم تأثير معنوي في الأداء المالي للمؤسسات الصناعية اليونانية.

- **دراسة Nirajini A and Priya K.B (2013) مقال بعنوان: Impact of capital structure on financial performance of the listed trading companies in Sri Lanka**

حاول الباحثان في هذه الدراسة تحليل هيكل رأس المال والأداء المالي لـ 11 مؤسسة تجارية مدرجة في سيريلانكا خلال الفترة من 2006 إلى 2010 وذلك باستخدام تحليل الارتباط والانحدار المتعدد، اعتمد الباحثان ثلاث مقاييس لهيكل رأس المال وهي (نسبة الدين إلى مجموع الأصول، نسبة الدين إلى حقوق الملكية ونسبة الاستدانة طويلة الأجل) وعدة مقاييس للأداء المالي منها (العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية). أظهرت النتائج وجود علاقة إيجابية معنوية بين هيكل رأس المال بجميع مؤشراته وكل مؤشرات الأداء المالي حيث يؤثر هيكل رأس المال بشكل كبير على الأداء المالي في هذه المؤسسات.

- **دراسة Khanam Farida et al (2014) مقال بعنوان: Impact of capital structure on firm's financial performance: Evidence from food sector of Pakistan**

هدفت هذه الدراسة إلى الوصول إلى أثر هيكل المال في الأداء المالي لـ 49 مؤسسة تنتمي لقطاع الأغدية مدرجة في بورصة Karachi في باكستان للفترة 2007–2012، تم استخدام خمس مؤشرات للتعبير عن الأداء المالي وهي: ROA،ROE ، ROS، ربح السهم والعائد على رأس المال المستخدم، أما المتغير المستقل فقد تم قياسه بأربع مؤشرات: نسبة الديون إلى حقوق الملكية، نسبة إجمالي الديون، نسبة الديون قصيرة الأجل ونسبة الديون طويلة الأجل، أظهرت نتائج الانحدار الخطي أن متغير الاستدانة الكلية والديون قصيرة الأجل لا يؤثران على الأداء المالي بكل مقاييسه، وأن متغير الديون طويلة الأجل له تأثير سلبي ومعنوي على كل المتغيرات التابعة ما عدا متغير ربحية السهم، أما متغير الرافعة المالية فقد كان له تأثير سالب ومعنوي على العائد على حقوق الملكية والعائد على رأس المال المستخدم فقط.

- **دراسة الكبيسي عبد الستار والقضاة مصطفى (2015) مقال بعنوان: أثر النسب المالية على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة الصناعية المدرجة في بورصة عمان المالي 2005–2011.**

حاولت هذه الدراسة التعرف على العوامل التي تؤثر على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة الصناعية الأردنية خلال الفترة 2005–2011 وقد تكونت العينة من 65 مؤسسة، استخدم الباحثان كل من مؤشر العائد على الأصول، العائد على حقوق الملكية، العائد على القيمة السوقية والعائد على المبيعات لقياس المتغير التابع والمتمثل في الأداء المالي، أما بالنسبة للمتغيرات المستقلة فقد استخدما كل من حجم المؤسسة، نسبة المديونية، عمر المؤسسة، نسبة السيولة، رضا العملاء، الإنتاجية ودرجة الرفع المالي. توصلت نتائج الدراسة إلى وجود أثر معنوي إيجابي لكل المتغيرات المستقلة مجتمعة على الأداء المالي للمؤسسات، وقد أوصت الدراسة ضرورة الأخذ بعين الاعتبار تأثير المديونية على الأداء المالي للمؤسسات عند اختيار الهيكل المالي، وكذا ضرورة تطوير واتباع السياسات والاستراتيجيات للمحافظة على الزبائن.

- **دراسة Joseph Muchiri Mwangi (2016) أطروحة دكتوراه بعنوان: Effect oh financial structure on financial performance of firms listed at East Africa security exchanges**

اختبر الباحث من خلال هذه الأطروحة أثر الهيكل المالي في الأداء المالي للمؤسسات المدرجة في الأسواق المالية لدول شرق إفريقيا (نيروبي، رواندا، أوغندا، دار السلام)، تكونت عينة الدراسة من 61 مؤسسة غير مالية للفترة الممتدة بين 2006 و2014، تم استخدام العائد على الأصول ROA والعائد على حقوق الملكية ROE لقياس الأداء المالي، ونسبة الديون طويلة الأجل ونسبة الديون قصيرة الأجل ونسبة الأرباح المحتجزة كمقاييس للهيكل المالي. بينت نتائج الدراسة أنه في حالة اختبار أثر كل مقياس من مقاييس الهيكل المالي في الأداء المالي على حدا فإن العلاقة بين كل المتغيرات كانت غير دالة احصائيا، أما في حالة اختبار أثر كل مؤشرات الهيكل المالي

مجمعة في نفس المعادلة على الأداء المالي كان للهيكل المالي أثر سلبي معنوي على العائد على الأصول وأثر إيجابي معنوي على العائد على حقوق الملكية، كما أسفرت نتائج الدراسة إلى أن معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي له تأثير مهم على أثر الهيكل المالي في الأداء المالي حيث أن عند إدراجه في معادلة الانحدار الخطي المتعدد ارتفع معامل التحديد بنسبة 9.2 % و 25.85% بالنسبة للعائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية على التوالي.

- **دراسة أمينة حمادة (2018) أطروحة دكتوراه بعنوان: أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي للمؤسسة دراسة تطبيقية على المؤسسات الاقتصادية الجزائرية للفترة 2010-2016.**

عملت هذه الدراسة على اختبار أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية والبالغ عددها 105 مؤسسة عمومية صناعية خلال الفترة 2010-2016، استخدمت الباحثة مؤشرين للأداء المالي (المتغير التابع) هما معدلي العائد على الأصول والعائد حقوق الملكية، ومؤشرين لهيكل رأس المال (المتغير المستقل) هما معدلي المديونية طويلة وقصيرة الأجل، بالإضافة إلى نشاط المؤسسة، سيولتها، هيكل الأصول، حجم المؤسسة ونموها كمتغيرات مستقلة إلى جانب هيكل رأس المال. توصلت الدراسة إلى وجود أثر سلبي معنوي لكل من المديونية طويلة الأجل وهيكل الأصول على الأداء المالي بمقياسيه، على عكس ذلك، للسيولة وحجم المؤسسة أثر موجب معنوي على الأداء المالي بمقياسيه، أما معدل المديونية قصيرة الأجل كان له أثر سلبي معنوي على العائد على الأصول، وأثر موجب معنوي على العائد على حقوق الملكية، كما بينت النتائج وجود أثر موجب معنوي لمعدل النمو على العائد على حقوق الملكية، وأثر موجب معنوي لنشاط المؤسسة على العائد على الأصول.

- **دراسة يمينة مسراتي وعبد الوهاب رميدي (2020) مقال بعنوان: أثر محددات الهيكل التمويلي على الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الجزائر: دراسة قياسية للفترة 2011-2017.**

حاولت هذه الدراسة إبراز تأثير محددات الهيكل المالي على الأداء المالي في للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الجزائر، تكونت عينة الدراسة من خمسة (05) مؤسسات خلال الفترة 2011-2017 اعتمادا على قاعدة بيانات البانل. استخدم الباحثان معدل العائد على الأصول كمقياس للأداء المالي، وحجم المؤسسة، السيولة، النمو ونسبة المديونية لقياس الهيكل المالي. توصلت الدراسة إلى وجود أثر سلبي دال احصائيا لنسبة المديونية على الأداء المالي، وأثر إيجابي دال احصائيا للسيولة على الأداء المالي، أما بالنسبة لمتغير الحجم والنمو لم يكن لهما أي أثر ذو دلالة إحصائية.

تم الاستناد إلى الدراسات السابقة في بناء الجانب النظري للدراسة الحالية، بالإضافة إلى الاستعانة بها في تحديد واختيار جملة من العوامل ودراسة تأثيرها مع الهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسات محل الدراسة، وتختلف هذه الدراسة عن سابقتها في حجم العينة المدروسة وفترتها، حيث تمت في بيئة اقتصادية جزائرية تشمل 42 مؤسسة وتمتد على طول الفترة من 2011 إلى 2020 أي عشرة سنوات التي تلت تبني الجزائر للنظام المحاسبي المالي، كما أن معظم الدراسات السابقة ركزت على قطاع معين في حين أن الدراسة الحالية شملت مختلف القطاعات.

9. هيكل الدراسة:

ستتم معالجة موضوع البحث وفق أربعة فصول ثلاثة منها نظرية والرابع تطبيقي، تسبقها مقدمة الدراسة التي ستعرض إشكالية وفرضيات الدراسة بالإضافة إلى أهمية وأهداف البحث، كما تليها خاتمة تضم مختلف النتائج المتوصل لها حيث:

يأتي الفصل الأول تحت عنوان "التأصيل النظري للهيكل المالي في المؤسسات الاقتصادية"، من خلال المبحث الأول سيتم التعرف على المفاهيم الأساسية حول الهيكل المالي بدء بالتعرف على قرار التمويل ومراحل تشكيله، وكذا تحديد الفرق بين الهيكل المالي وهيكل رأس المال، بالإضافة إلى قيود ومناهج التمويل المتبعة، أما المبحث الثاني فسيعرض أهم مصادر الأموال المتاحة من خلال تقسيمها إلى مصادر تمويل ممتلك ومصادر تمويل بالاستدانة مع تبيان مميزات وعيوب كل مصدر، وفي المبحث الثالث سيتم القاء الضوء على تكلفة أهم عناصر التمويل وأثر الرفع المالي.

يأتي بعده الفصل الثاني بعنوان "النظريات المالية المفسرة للهيكل المالي"، حيث سيطرح المبحث الأول منه النظريات التي قامت بدراسة الهيكل المالي في ظل الأسواق المالية التامة من مدخل David Durand ونظرية Modigliani & Miller سنة 1958 إلى النظرية التقليدية، أما المبحث الثاني سيتناول النظريات المفسرة للهيكل المالي في ظل الأسواق المالية غير التامة والتي بدأت بالمقال التصحيحي لـ Modigliani & Miller سنة 1963 ثم نظرية التوازن في ظل تكلفة الإفلاس وتكاليف الوكالة، والمبحث الأخير من هذا الفصل سيركز على النظريات الحديثة للهيكل المالي بالإضافة إلى أهم محدداته الكمية والنوعية.

يليه الفصل الثالث تحت عنوان "الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية" سيستعرض في المبحث الأول مدخل عام للأداء في المؤسسة الاقتصادية يشمل المفاهيم المرتبطة بالأداء وأنواعه وكذا مداخل قياسه وتقييمه،

في حين المبحث الثاني سيغطي المفاهيم النظرية للأداء المالي والعوامل المؤثرة فيه زيادة إلى خطوات ومتطلبات تقييمه، أما المبحث الثالث سيناقش مؤشرات قياس وتقييم الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية.

لتطبيق ما جاء في الفصول النظرية يأتي الفصل الأخير بعنوان "الدراسة التطبيقية لأثر الهيكل المالي على تسيير الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية" الذي سيعرف في المبحث الأول بالإجراءات المنهجية للدراسة الميدانية، ثم في المبحث الثاني سيعرض تقدير نماذج الدراسة الإحصائية وأخيرا اختبار الفرضيات ومناقشة النتائج في المبحث الثالث.

الفصل الأول:

التأصيل النظري للهيكل المالي في المؤسسات الاقتصادية

تمهيد:

تسعى المؤسسات الاقتصادية إلى سد احتياجاتها المالية من أجل القيام بنشاطها وضمان البقاء والاستمرارية، وتوفير المصادر المالية الضرورية يعد أحد القرارات الجوهرية التي تهتم الإدارة المالية بها. ومع تطور دور هذه الأخيرة أصبح لزاما عليها أن تقوم بتقدير الاحتياجات المالية ثم اختيار مصادر الأموال المناسبة لها لتشكيل ما يسمى بالهيكل المالي الذي يتمثل في المزيج من الأموال اللازمة لدعم وتمويل أنشطة المؤسسة سواء التشغيلية أو الاستثمارية.

أمام تعدد المصادر التمويلية المتاحة للمؤسسات من أموال ممتلكة وأخرى تتمثل في أموال الغير تجد المؤسسات صعوبة في الاختيار والتوفيق بينها، لذا وُضعت بعض القيود والمحددات هدفها توجيه المؤسسة نحو اختيار الهيكل المالي المناسب لها والذي يجب أن يؤدي إلى تعظيم الأرباح في الوقت نفسه يؤدي إلى تخفيض تكلفة التمويل والمخاطر المرتبطة به إلى أدنى حد لها.

من أجل الإلمام بهذا الموضوع سيتم في هذا الفصل تقديم مفهوم لقررا التمويل وتحليل الهيكل المالي وقيود تشكيله، إضافة إلى عرض أهم مصادر التمويل الشائعة والمتاحة أمام المؤسسات الاقتصادية والتعرف على تكلفة كل مصدر وطريقة حسابها وصولا إلى أثر الرفع المالي الناتج عن استخدام الديون وذلك من خلال المباحث الثلاثة التالية:

- المبحث الأول: مدخل إلى هيكل تمويل المؤسسة الاقتصادية
- المبحث الثاني: مصادر تمويل المؤسسات الاقتصادية
- المبحث الثالث: تكلفة التمويل والرفع المالي.

المبحث الأول: مدخل إلى هيكل تمويل المؤسسة الاقتصادية

يعتبر مفهوم التمويل نقطة الانطلاق لأي دراسة حول طريقة تدبير وتسيير المؤسسة لأموالها، كما يُعد التمويل العمود الفقري للإدارة المالية لأي مؤسسة تسعى إلى ضمان استمرارية نشاطها وتحقيق النمو والاستدامة من خلال محاولة الوصول إلى الهيكل المالي المستهدف وتحقيق الأمثلية في ظل مجموعة من الضوابط والمناهج التي تُحدد كيفية تدبير هذه الأموال بمعنى تشكيل هيكلها المالي.

سيتم في هذا المبحث التطرق إلى قرار التمويل داخل المؤسسة الاقتصادية ومراحل تشكيله، من ثم التعرف على الهيكل المالي داخل المؤسسة الاقتصادية وهل يوجد فرق بينه وبين هيكل رأس المال، كذلك التعرف على الهيكل المالي الأمثل والهيكل المالي المستهدف، وفي الأخير التعرض إلى المناهج والقيود التي تحدد تشكيل هذا القرار المالي.

المطلب الأول: قرار التمويل في المؤسسة الاقتصادية

يعتمد نجاح أي مؤسسة بالدرجة الأولى على كفاءة ونوعية الهيئات القائمة على إدارتها، وتعد الإدارة المالية من أهم هذه الإدارات التي تهتم بتسيير الأنشطة المالية والاستثمارية للمؤسسة، ومن بين القرارات التي تقوم باتخاذها هذه الإدارة (الإدارة المالية) هي القرارات المالية التي تتمثل في طريقة اختيار أموال المؤسسة وتوجيهها نحو الاستخدام الأفضل، ونظرا لأهمية هذه القرارات وأثرها على باقي القرارات المالية الأخرى (قرار الاستثمار وقرار توزيع الأرباح) تجتهد الإدارة المالية لخلق نوع من التوازن عند اتخاذها.

1. تعريف قرار التمويل

قبل الوصول إلى قرار التمويل يجذر التعرف أولا على مفهوم التمويل داخل المؤسسات الاقتصادية حيث يُعرّف على أنه دراسة إدارة وحركة الأموال وطرق جمعها، وفهم مصادر الأموال واستخداماتها إلى جانب مفهوم العائد والمخاطرة، وبالتالي فإن التمويل يُعد أداة للمساعدة في اتخاذ أفضل القرارات [1].

كما يُعرف التمويل بأنه إمداد المؤسسة بالأموال اللازمة في أوقات الحاجة إليها، وكذا توفير الأموال اللازمة لتطوير مشروع عام أو خاص [2]، أو بأنه مجموعة من الأسس التي تعمل على تدبير الأموال وطريقة استخدامها، سواء كانت هذه الأموال تخص الأفراد أو المؤسسات أو الأجهزة الحكومية [3].

---

[1] Julie Dahlquist and Rainford Knight, (2022): Principal of finance, OpenStax Rice University, P 08.

[2] محمد عبد الله شاهين محمد، (2017): سياسات التمويل وأثره على نجاح الشركات والمؤسسات المالية، القاهرة، مصر، دار حميثرا للنشر، ص 33.

[3] يوسف حسن يوسف، (2012): التمويل في المؤسسات الاقتصادية، الإسكندرية، مصر، دار التعليم الجامعي، ص 210.

إن اعتبار التمويل عملية الحصول على الأموال بغرض استخدامها لتشغيل وتطوير المشروع أصبح يمثل نظرة تقليدية، حيث تركز النظرة الحديثة للوظيفة التمويلية على تحديد أفضل مصدر تمويلي عن طريق المفاضلة بين عدة بدائل متاحة [1] وهذا ما يعرف بقرار التمويل.

فقرار التمويل يبحث في كيفية حصول المؤسسة على الأموال اللازمة لاستثماراتها، فهل يجب عليها اصدار أسهم جديدة أو اللجوء إلى الاقتراض. يرتبط هذا القرار بقرار الاستثمار ارتباطا وثيقا حيث تتم المقارنة بين معدل العائد على المشروع الاستثماري وتكلفة تمويله، وبالتالي على متخذ القرار المالي أن يختار المشاريع الاستثمارية التي تضمن أعلى مردودية مع أدنى تكلفة في ظل الموارد المالية المحدودة [2].

كما يعرف قرار التمويل بأنه عملية تحديد وصياغة أفضل هيكل تمويلي من خلال تحديد عناصر المزيج الأمثل لمصادر التمويل ونسبة كل عنصر منها داخل هيكل المؤسسة [3].

ويعرف أيضا بأنه القرار الذي يرتبط بكيفية اختيار المزيج التمويلي الأمثل، ويعني ذلك تحديد نسبة التمويل من كل مصدر من مصادر التمويل سواء كانت تلك المصادر قصيرة الأجل أم طويلة الأجل، مقترضة أو مصادر ممتلكة، وتجدر الإشارة إلى أن مصدر التمويل المناسب ذو أهمية كبيرة للمؤسسة كونه يحدد كلفة رأس المال ومستوى المخاطرة المالية الناجمة عن هذا الاختيار [4].

من خلال التعاريف السابقة يمكن استنتاج أن قرار التمويل يتمحور حول الطريقة التي تختار بها المؤسسة مصادرها التمويلية لسد احتياجاتها المالية، وهذا بالتعرف على مزايا وخصائص كل مصدر من مصادر التمويل والتكلفة الناتجة عنه، واختيار المزيج المناسب للمؤسسة والذي يسمح بتحقيق أهدافها ومصالحها.

2. مراحل تشكيل القرار التمويلي

بالرغم من اختلاف مناهج اتخاذ القرار التمويلي من مؤسسة إلى أخرى ومن قطاع إلى آخر وهذا حسب متغيرات عديدة كحجم المؤسسة وطبيعة نشاطها وكذا البيئة التي تعمل بها، إلا أنه يمكن تحديد بعض الخطوات الأساسية التي تشترك أغلب المؤسسات الاقتصادية في انتهاجها وهي:

[1] بوراس أحمد، (2008): تمويل المنشآت الاقتصادية، عنابة، الجزائر، دار العلوم للنشر والتوزيع، ص ص 24-25.

[2] زغيب مليكة وإلياس بوجعادة، (2009): دراسة أسس صناعة قرار التمويل بالمؤسسة الاقتصادية، الملتقى الدولي صنع القرار بالمؤسسة الاقتصادية، جامعة محمد بوضياف المسيلة، الجزائر، يومي 15/14 أفريل، ص 02.

[3] الزبيدي حمزة محمود، (2008): الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الثانية، الأردن، الوراق للنشر والتوزيع، ص 15.

[4] عدنان تايه النعيمي وآخرون، (2014): الإدارة المالية النظرية والتطبيق، عمان، دار الميسرة للنشر والتوزيع، ص 15.

أ- **تحديد الاحتياجات المالية للمؤسسة:** على المؤسسة أن تعرف احتياجاتها المالية خلال الفترة الحالية والفترة المستقبلية، من ثم يجب ترتيب هذه الاحتياجات حسب أهميتها وأولوياتها بما يتماشى وأهداف المؤسسة، الأمر الذي يتطلب وضع خطة مالية مرِنة تتغير بتغير الظروف والبيئة الاقتصادية للمؤسسة. والاحتياجات المالية لأي مؤسسة تنقسم إلى احتياجات قصيرة الأجل مرتبطة بدورة الاستغلال واحتياجات طويلة الأجل مرتبطة بدورة الاستثمار. كما تجدر الإشارة إلى أن هذه العملية يجب أن تكون مستمرة نظرا لاختلاف احتياجات التمويل حسب كل مرحلة من مراحل حياة المؤسسة بدء بمرحلة التأسيس إلى مرحلة النمو والتوسع فمرحلة النضج إلى مرحلة الانحدار.

ب-**تحديد حجم الأموال المطلوبة:** بعد التعرف على الاحتياجات المالية الضرورية تأتي مرحلة تحديد حجم الأموال اللازمة لتغطية هذه الاحتياجات، وبما أنه لا يمكن تقدير كمية الأموال بشكل دقيق يتم تحديد حدَّين لتمويل أي عملية، حد أعلى وحد أدنى ومحاولة الالتزام بهاذين الحدّين استناداً إلى حساب تكلفة الأصول الرأسمالية وتحديد تكلفة رأس المال العامل والنفقات الأخرى [1].

ج-**تحديد شكل التمويل المرغوب:** في هذه المرحلة يتم تحديد كل البدائل المتاحة أمام المؤسسة ذاتية المصدر كانت أم خارجية، طويلة أم قصيرة الأجل، مع الأخذ بعين الاعتبار العديد من العوامل منها طبيعة الاحتياج المالي، فإذا كان احتياج في دورة الاستغلال فإن التمويل قصير الأجل هو الأنسب، أما إذا كان استثمارا فالتمويل طويل الأجل هو المناسب [2].

د- **تقييم بدائل التمويل والمفاضلة بينها:** بعد تحديد البدائل التمويلية المتاحة أمام المؤسسة، تقوم الإدارة المالية بتقييم هذه البدائل والمفاضلة بينها حسب عدة معايير تخدم مصالح وأهداف المؤسسة من أهمها التكلفة التي ستتحملها والمردودية أو العائد الذي ستتلقاه عند استخدام كل بديل، بالإضافة إلى درجة المخاطرة المرتبطة بكل بديل تمويلي.

هـ-**وضع برنامج زمني للاحتياجات المالية:** يُفضل في هذه المرحلة وضع خطة بدلالة الزمن يُبيّن فيها تدفقات الأموال، مع الأخذ في الحسبان المدة اللازمة للحصول على الأموال من طرف المُمول [3].

---

[1] محمد الفاتح محمود المغربي، (2017): تمويل ومؤسسات مالية، القاهرة، مصر، دار النشر الجامعية، ص 154.

[2] بوشوشة محمد، (2016): تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية دراسة عينة من المؤسسات الجزائرية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، ص 94.

[3] موهون صفية، (2018): الاستثمار في المؤسسة الاقتصادية وفعاليات مصادر التمويل في نموها دراسة حالة مؤسسة رويبة لإنتاج وتوزيع المشروبات فترة 2005-2014، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في علوم التسيير، تخصص نقود ومالية، جامعة الجزائر 3، ص 118.

و- **وضع وتطوير الخطة التمويلية:** يجب أن تتضمن الخطة التمويلية النشاطات التي ستنفق فيها الأموال والعائد المتوقع منها، بالإضافة إلى الضمانات التي تساعد في الحصول على الأموال وحلول لتجنب مشاكل عدم القدرة على السداد، كما تبين الخطة التدفقات الداخلة والخارجة حتى يتمكن المقرضون من معرفة مواعيد استرداد أموالهم الأمر الذي يطمئنهم على منح التمويل [1].

ز- **تنفيذ الخطة التمويلية والرقابة عليها:** في هذه المرحلة تشرع المؤسسة في تنفيذ الخطة التمويلية الموضوعة مسبقاً بطريقة جيدة، مع ضرورة متابعة تنفيذها باستمرار وتصحيح الانحرافات التي قد تحدث عند التنفيذ أو لأسباب أخرى، كما يجب تحديث ومزامنة الخطة التمويلية وتعديلها وفقا للظروف المستجدة.

المطلب الثاني: مفاهيم أساسية حول الهيكل المالي

يحظى الهيكل المالي بأهمية بالغة في أدبيات الإدارة المالية، وتنبع أهميته من أهمية ومكانة قرار التمويل داخل المؤسسة الاقتصادية، ويقصد به توليفة الأموال التي يتم اختيارها بعناية وحسب عدة معايير لتحقيق الأهداف المرجوة، سيتم في هذا المطلب التعرف على الهيكل المالي في المؤسسة وكذا الهيكل المالي الأمثل والمستهدف.

1. مفهوم الهيكل المالي

عادة ما تقوم المؤسسات الاقتصادية بتمويل جزء فقط من أصولها بأموالها الخاصة، بينما الجزء الآخر يتم تمويلها من مصادر أخرى متمثلة في الالتزامات طويلة ومتوسطة الأجل والالتزامات قصيرة الأجل.

يعكس الهيكل المالي طريقة أو أسلوب حصول المؤسسة على أموالها اللازمة لتمويل إجمالي موجوداتها، ويتمثل في الجانب الأيسر من الميزانية أي جميع المطلوبات وحقوق الملكية [2]، وبتعبير آخر هو جميع مصادر التمويل التي تظهر في الجانب الأيسر من الميزانية العمومية أي أن:

الهيكل المالي= الالتزامات قصيرة الأجل+ الالتزامات طويلة الأجل+ حقوق المساهمين [3].

كما يعرف بأنه عبارة عن مجموعة القنوات التمويلية على شكل أموال قادمة للمؤسسة من مختلف المصادر سواء الداخلية أو الخارجية، وكذا مجموعة قنوات استخدام تلك الأموال من أصول ثابتة واستثمارات وسلع وغيرها

[1] بوطغان حنان، (2016): السياسة المالية ودورها في اختيار مصادر التمويل في المؤسسة الاقتصادية-دراسة حالة تطبيقية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة باجي مختار، عنابة، الجزائر، ص 82.

[2] المناصير سفيان خليل، (2010): القرارات المالية وأثرها في تحديد الخيار الاستراتيجي باستخدام استراتيجية النمو، الطبعة الأولى، الأردن، دار جليس الزمان للنشر والتوزيع، ص 41.

[3] فايز تيم، (2011): مبادئ الإدارة المالية، الطبعة الثانية، عمان، الأردن، إثراء للنشر والتوزيع، ص 339.

وأموال سائلة [1]، أو هو نتيجة لبعض القرارات المالية التي يتخذها المسير المالي لتحديد مصادر التمويل المناسبة من أجل المساهمة في تطوير استثمارات المؤسسة [2].

يعرف الهيكل المالي على أنه "تشكيلة المصادر التي حصلت منها المؤسسة على الأموال المطلوبة لغرض تمويل استثماراتها وهو يتضمن جميع الفقرات المكونة لجانب الخصوم وحقوق الملكية" [3]، كما يعرف بأنه تشكيلة خصوم المؤسسة أي النسبة الموافقة لديونها وأموالها الخاصة [4].

وهو مجموع مصادر الأموال التي يتم من خلالها تمويل أصول المؤسسة ويتضمن كل الأموال المقترضة والمملوكة [5]، أي جميع أشكال وأنواع التمويل سواء كانت أموال ملكية أو اقتراض، من مصادر طويلة الأجل أو قصيرة الأجل.

كما يعرف بأنه عملية توزيع الموارد بين الأموال الخاصة والديون، على ألاّ تتجاوز –في العموم– قيمة الديون الإجمالية قيمة أموال الملكية [6]، فهو بذلك يمثل العلاقة بين الديون وأموال الملكية.

ويعبر الهيكل المالي عن مختلف التوليفات من مصادر التمويل التي يمكن للمنشأة المفاضلة بينها لتحقيق مزايا متعددة وتوزيع قيمتها بين الأموال الخاصة والديون لتتمكن من تحقيق المزايا التي يوفرها كل مصدر من مصادر التمويل [7].

أما هيكل رأس المال فهو ذلك المزيج من المصادر التمويلية طويلة الأجل مثل الأسهم بنوعيها، السندات، القروض طويلة الأجل والأرباح المحتجزة، فهو بذلك يمثل التمويل الدائم للمؤسسة [8].

وبالتالي فإن الهيكل المالي يختلف عن هيكل رأس المال هذا الأخير الذي يعبر عن الأموال الدائمة في المؤسسة، أي مصادرها التمويلية طويلة الأجل من أموال مملوكة وديون طويلة الأجل، في حين الهيكل المالي يعبر عن كافة مصادر أموال المؤسسة سواء طويلة الأجل أو قصيرة الأجل. وبالتالي يمكن القول أن هيكل رأس المال هو جزء من الهيكل المالي. يوضح الشكل الموالي الفرق بين الهيكل المالي وهيكل رأس المال.

---

[1] مرسلي نزيهة، (2018): أثر الهيكل المالي على الأداء المالي في البنوك التجارية بالجزائر دراسة مقارنة بين مجموعة من البنوك العمومية والبنوك الخاصة للفترة 2006–2015، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه تخصص دراسات مالية، كلية العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، جامعة غرداية، الجزائر، ص 36.

[2] David Haritone Shikumo et al, (2023): Financial structure Firm size and financial growth of non-financial firms listed at the Nairobi securities exchange, Journal of finance accounting, Vol 11 (01), P 13.

[3] عدنان تايه النعيمي وأرشد فؤاد التميمي، (2009): الإدارة المالية المتقدمة، الأردن، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، ص 349.

[4] Ait sahed Imene et Ait Mohammed Mourad, (2018) : L'effet de l'endettement sur la rentabilité de l'entreprise, Revue d'études économiques et financières, Vol 11, N° 01, P 292.

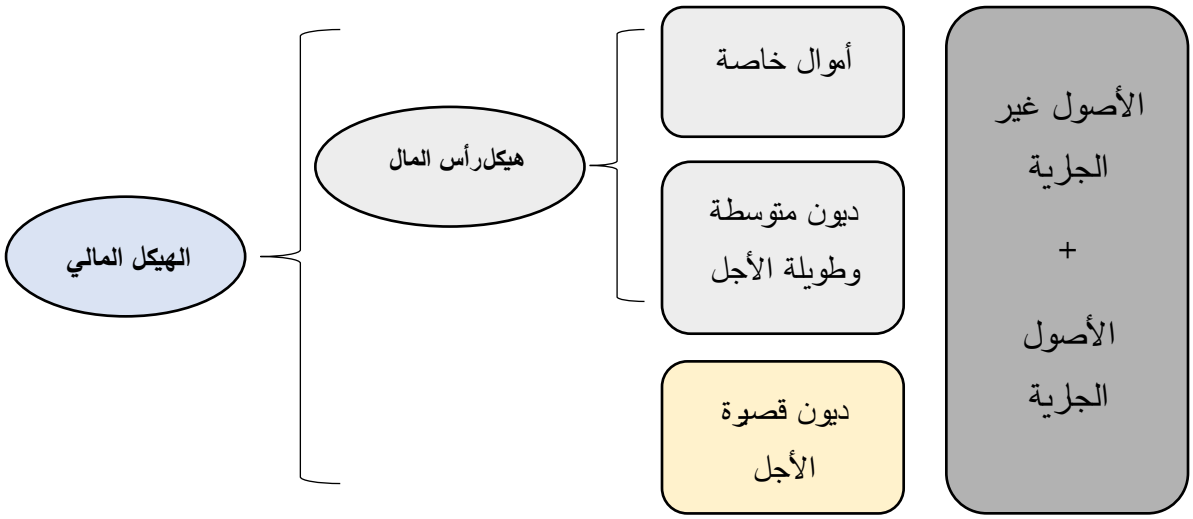
[5] Ali Abdulhassan Abbas et al, (2021): Measuring the extent of liquidity's impact on the financial structure, International journal of multicultural and multireligious understanding, Vol 08 (06), P 368.

[6] Doriath Brigitte et al, (2008) : Comptabilité et gestion des organisation, 6ème édition, Dunod, Paris, France, P 239.

[7] عسيري فاطمة، (2020): أثر هيكل التمويل على عائد السهم السوقي في الشركات السعودية دراسة تطبيقية. مجلة العون الاقتصادية والإدارية والقانونية، المجلد 04 (11)، ص 61.

[8] Paramasivan C and Subramanian T, (2009) : Financial management, New age international, P 47.

الشكل رقم (1): الفرق بين الهيكل المالي وهيكل رأس المال



المصدر: من إعداد الباحثة.

من خلال التعاريف السابقة والتي تصب جميعها في معنى واحد، يمكن استنتاج أن الهيكل المالي يمثل خليط الأموال الذي شكلته المؤسسة من أجل تمويل إجمالي أصولها، هذا الخليط يتكون من كافة أنواع مصادر التمويل سواء مملوكة أو مقترَضة، وبجميع آجالها الطويلة الأجل والقصيرة الأجل، بخلاف هيكل رأس المال الذي يتكون من مصادر التمويل طويلة الأجل فقط.

2. الهيكل المالي الأمثل والهيكل المالي المستهدف

لا يمكن الحديث عن الهيكل المالي دون التعرض إلى بعض المفاهيم الأساسية ذات العلاقة وهي الهيكل المالي الأمثل والهيكل المالي المستهدف.

1.2. تعريف الهيكل المالي الأمثل

إن امكانية المؤسسة من الوصول إلى نسبة تمويل معينة ممزوجة بين الأموال الخاصة والديون وبالشكل الذي يؤدي إلى تدنية تكلفة الأموال إلى حدها الأقصى، تعني وصولها إلى أفضل هيكل تمويلي تستطيع من خلاله تعظيم قيمتها [1].

يعرف الهيكل المالي الأمثل بأنه مزيج من الأموال الخاصة والديون، عنده تنخفض تكلفة الأموال وترتفع قيمة المؤسسة، وبالتالي تعظيم ثروة المساهمين [2]. ويعرف كذلك بأنه الهيكل المالي الذي يحقق التوازن بين أدنى متوسط التكلفة المرجحة للأموال وأعظم قيمة للمؤسسة [3]، وبالتالي فإن الهدف من تحقيق هيكل تمويل أمثل هو تعظيم قيمة المؤسسة وتدنية تكلفة الأموال.

[1] دادان عبد الوهاب، (2006): تحليل المقاربات حول أمثلية الهيكل المالي، مجلة الباحث، العدد 4، الجزائر، ص 108.
[2] Gagnon Jean Marie et Khouri Nabil, (1981) : Traité de gestion financière, 2ème édition, Paris, Gaetan Mourin, P 343.
[3] Paramasivan C and Subramanian T, Op.cit, P 49.

كما يعرف الهيكل المالي الأمثل بذلك الخليط من الديون وحقوق الملكية الذي يؤدي إلى إحداث التوازن بين العائد والمخاطرة مما يؤدي إلى تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة [1]. كما يقصد به ذلك الهيكل الذي تضبطه قرارات مستمدة من سعي الإدارة لتحقيق أهدافها بكفاءة عالية وتكلفة أقل [2].

وفي تعريف آخر للهيكل المالي الأمثل، فإنه يعبر عن نسبة الاستدانة المثلى التي تساعد المدير المالي في انتهاج السياسة التمويلية المناسبة للمؤسسة واتخاذ التدابير الوقائية للحد من الاستخدام المفرط للديون [3]، وبالتالي فالهيكل المالي الأمثل يعبر عن الحد الذي –من جهة– يجب أن تتوقف عنده المؤسسة عن الاستدانة، ومن جهة أخرى الذي يفضل الوصول إليه بالنسبة للمؤسسة التي لم تبلغه بعد من أجل الاستفادة من مزايا الاقتراض.

وفي تعريف أشمل للهيكل المالي الأمثل، هو المزيج من التمويل الممتلك والتمويل المقترض الذي يجعل المعدل الموزون لكلفة الأموال في أدنى حد ممكن له، وفي نفس الوقت يجعل العائد على حقوق الملكية في أقصى حد له مما يزيد من الفرص الاستثمارية وبالتالي يعظم ثروة الملاك [4].

من خلال التعاريف السابقة يمكن القول أن الهيكل المالي الأمثل هو التوليفة من الأموال المقترضة والمملوكة والتي شكلتها المؤسسة من بين مختلف البدائل التمويلية المتاحة، وتمت المفاضلة بين هذه البدائل على أساس البديل ذو أعلى عائد وأدنى كُلفة وأقل خطر، وبالتالي فهو يؤثر بشكل إيجابي على أداء المؤسسة الأمر الذي يعظم من قيمتها ويزيد في ثروة ملاكها.

يتميز الهيكل المالي الأمثل بخصائص يمكن حصرها في: [5]

- توفير الاحتياجات المالية بأقل تكلفة وأدنى مخاطر؛
- الموازنة بين المكونات الداخلية والخارجية للهيكل المالي والتنسيق بينه وبين الهيكل الاستثماري؛
- تعظيم العائد على الأموال المستثمرة وزيادة أرباح المؤسسة؛
- القدرة على الوفاء بالالتزامات المالية، حيث لا يجب أن تتجاوز المؤسسة حد الاقتراض الذي يعرضها للعسر المالي؛
- كونه مرناً، أي القدرة على تعديل عناصره تبعاً لتغير الظروف مع مراعاة عنصر التكلفة؛

[1] امهلهل عبد الله محمد والتائب علي مفتاح، (2015): هيكل التمويل وأثره على تنوع هيكل استثمارات الشركة (دراسة حالة تطبيقية على شركة ليبيا للتأمين)، مجلة جامعة سرت العلمية (العلوم الإنسانية)، المجلد 5 (02)، ص 37.

[2] عبو هودة وعبو ربيعة، (2021): الهيكل التمويلي الأمثل ومؤشرات تقييمه بالتطبيق على مؤسسة باتيمال عين الدفلى 2015–2018، مجلة القيمة المضافة لاقتصاديات الأعمال، المجلد 02 (02)، ص 81.

[3] Abd Halim Ahmad and Nur Adiana Hiau Abdullah, (2013): Investigation of optimal capital structure in Malaysia: a panel threshold estimation, Studies in economics and finance, Vol 30 (02), P 114.

[4] المناصير سفيان خليل، مرجع سبق ذكره، ص 44.

[5] السعيد جمعة فرحات، (2000): الأداء المالي لمنظمات الأعمال، التحديات الراهنة، الطبعة الأولى، الرياض، دار المريخ، ص ص 252–253.

- يوفر أفضل وأيسر الشروط للحصول على الأموال وبالتالي حماية المؤسسة من مخاطر فقدان الرقابة والسيطرة التي قد يفرضها المقرضون على إدارة المؤسسة.

2.2.الهيكل المالي المستهدف

يعرف الهيكل المالي المستهدف بأنه نسب خليط التمويل الذي ترغب المؤسسة في تشكيله، ويتكون من أموال خاصة وديون، على أن يُحقق هذا الخليط هدف المؤسسة من تعظيم قيمتها وزيادة ثروتها وخفض تكاليفها، كما أن هذه التشكيلة المستهدفة يمكن أن تتغير باختلاف الوقت والظروف عند اتخاذ قرار التمويل [1]، حيث يمكن للمؤسسة نظراً لتغير الظروف الداخلية التي تمر بها، أو لتغير ظروف الأسواق المالية وتكاليف التمويل، أو حتى عند انحراف هيكلها المالي عن المستويات المستهدفة أن تعدل أو تصحح من هيكل تمويلها للوصول به إلى الأمثلية، ويتحقق ذلك من خلال أربع طرق يتم تلخيصها في ما يلي:

أ. **إعادة هيكلة تركيبة الهيكل المالي:** تعد هذه الطريقة الأكثر سهولة وسرعة في تعديل الهيكل المالي، حيث تقوم المؤسسات ذات معدل الاستدانة الأقل من المعدل المستهدف أو المثالي برفع نسبة اقتراضها من خلال اقتراض أموال جديدة واستعمال عوائدها في إعادة شراء أسهمها، وبالتالي يتم إضعاف حجم الأموال الخاصة وزيادة حصة الاستدانة في الهيكل المالي. بينما تقوم المؤسسات ذات معدل الاستدانة المرتفع بمحاولة تخفيض هذا المعدل إما من خلال حث الدائنين على تحويل جزء من ديونهم إلى مساهمات داخل المؤسسة، أو من خلال إصدار أسهماً جديدة واستعمال متحصلاتها لتسديد ديون المؤسسة [2].

ب. **التنازل عن بعض الاستثمارات:** يمكن للمؤسسات القيام بتعديل هيكل تمويلها من خلال بيع بعض الأصول غير المستعملة أو الأقل مردودية واستعمال عوائد بيعها حسب وضعيتها وهدفها من العملية، فالمؤسسات الأقل استدانة والتي تهدف لرفع نسبة استدانتها تقوم باستعمال محصلة بيع تلك الأصول إما في إعادة شراء أسهمها المعروضة للبيع أو توزيع هذه المحصلة على المساهمين مما يؤدي إلى تخفيض نسبة الأموال الخاصة في الهيكل المالي وبالتالي رفع نسبة الاستدانة. أما المؤسسات التي تهدف إلى تخفيض نسبة استدانتها فعند قيامها ببيع الأصول تقوم بتسديد القروض المستحقة عليها باستخدام محصلة البيع، أي تخفيض نسبة الاستدانة في هيكلها المالي.

ج. **تكييف طريقة تمويل الاستثمارات الجديدة:** يمكن أن تؤدي عملية تجديد استثمارات المؤسسة حلا لتصحيح هيكلها المالي، فإذا كان هذا الأخير يتميز بكثرة الديون تلجأ المؤسسة إلى الاعتماد أكثر على أموالها الخاصة

[1] شكري علاء محمد، (2020): أثر مؤشرات السيولة والربحية والمديونية على المخاطر المنتظمة لأسهم قطاع العقارات المصرية، المجلة العربية للإدارة، مجلد 40 (1)، ص 6.

[2] حركاتي نبيل، (2018): تحليل قرارات التمويل وأثرها على ربحية وقيمة المؤسسة الاقتصادية –دراسة حالة الشركات الصناعية المدرجة في الأسواق المالية العربية للفترة 2007–2015، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس1، سطيف، الجزائر، ص 167.

في عند تمويل الاستثمارات الجديدة مما يؤدي إلى خفض نسبة الاقتراض، أما إذا كان هيكلها المالي يتميز بانخفاض مستوى الديون، فإنها تلجأ إلى الاقتراض أكثر في تمويل استثماراتها الجديدة [1].

د. **تعديل نسبة الأرباح الموزعة:** نظرا لكون الأرباح المحتجزة من أهم مصادر التمويل الذاتي وبالتالي الأموال الخاصة، فإن المؤسسة تستطيع استغلال سياسة توزيع الأرباح للتعديل من هيكل تمويلها، فإذا لم تستطع المؤسسة الوصول إلى النسبة المثالية للاستدانة وتهدف إلى زيادة الاقتراض يتوجب عليها الاتجاه أكثر نحو توزيع أكبر نسبة من الأرباح على المساهمين وبهذا تضعف قدرتها على التمويل الذاتي وبالتالي تقل نسبة الأموال الخاصة، أما إذا كانت المؤسسة تمتلك نسبة استدانة مرتفعة وتهدف إلى تقليلها فعليها التقليل من الأرباح الموزعة على المساهمين لرفع قدرتها على التمويل الذاتي ومن ثم تكون غير مجبرة على الاقتراض عند الحاجة إلى التمويل [2].

المطلب الثالث: مناهج وقيود الهيكل المالي

من أجل اختيار المزيج المناسب من مصادر التمويل تجد المؤسسة نفسها أمام مناهج وقيود تُحدد هذه العملية.

1. مناهج الهيكل المالي

تتخذ المؤسسة عند اختيارها لهيكل تمويلها أحد المناهج التالية:

أ. **منهج التوازن:** في ظل هذا المنهج تسعى المؤسسة لإبقاء هيكلها المالي في حالة توازن ومرونة مالية في ضوء تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل المتاحة والعائد المتوقع من **كل** بديل واتجاهات أسعار الفائدة، حيث تسعى المؤسسة إلى اختيار المزيج التمويلي الذي يحقق أفضل حالة توازن للعناصر المشكلة له ويجعل التكلفة في حدها الأدنى [3]؛

ب. **منهج التوازن المقارن:** يفترض هذا المنهج وجود معدل عائد إضافي يجب تحقيقه من طرف المؤسسة ويجب أن يفوق التكلفة، وبالتالي على المؤسسة صياغة هياكل تمويلية مختلفة ضمن خططها المالية لتقوم بعدها بتحديد أثر كل مزيج على التكلفة واختيار الهيكل المالي الذي يحقق ذلك العائد الإضافي الذي يفوق التكلفة [4]؛

---

[1] حمادي سعيدة وبوقرة أمحمد، (2020): العوامل المؤثرة على الهيكل المالي للمؤسسة الجزائرية حالة القطاع الخاص الصناعي للفترة 2016-2018، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، المجلد 07 (01)، ص 142.

[2] نفس المرجع، ص ص 142-143.

[3] آل شبيب دريد كامل، (2010): إدارة مالية الشركات المتقدمة، الأردن، اليازوري للنشر والتوزيع، ص 156.

[4] المرسي جلال الدين واللحلح أحمد عبد الله، (2009): الإدارة المالية، مصر، المكتب الجامعي الحديث، ص 287.

ج. **منهج التوازن الديناميكي:** يقوم هذا المنهج على أساس وجود متغيرين يؤثران على اختيار مزيج الأموال وهما المخاطر المالية ومخاطر الأعمال هذين الأخيرين اللذان يتأثران بالبيئة الداخلية والبيئة الخارجية، فعلى المؤسسة أخذ هذين المتغيرين في الاعتبار عند تشكيل هيكلها المالي [1].

2. قيود عملية التمويل

إن اختيار التوليفة المناسبة من مصادر التمويل يخضع إلى مجموعة من القيود والتي بالرغم من اعتبارها تقليدية إلا أنها مازالت تمثل أساسا للكثير من القرارات المالية وهي:[2]

أ. **قاعدة التوازن المالي الأدنى:** تفرض قاعدة التوازن المالي الأدنى أن الاستخدامات المستقرة يجب أن تمول بواسطة الموارد الدائمة، كما يجب تمويل استخدامات الاستغلال بموارد الاستغلال. وعدم تطبيق هذه القاعدة عند اتخاذ القرار المالي يؤدي إلى وقوع في مشاكل عديدة منها العجز المفاجئ في الخزينة وانخفاض حاد في رأس المال العامل؛

ب. **قاعدة الاستدانة العظمى:** تهدف قاعدة الاستدانة العظمى إلى تحقيق الاستقلالية المالية للمؤسسة، أي ضرورة عدم تجاوز مجموع الديون المالية للمؤسسة حجم أموالها الخاصة وبقاء نسبة مساهمة ملاك المؤسسة أكبر من نسبة مساهمة المقرضين لها، حيث إذا أدّت الاستدانة إلى الاخلال بهذه القاعدة يصبح هذا القرار ضد مصلحة المؤسسة من منظور الاستقلالية المالي ويحب تعويضه بقرار آخر كفتح رأس المال للمساهمة أو التنازل عن بعض الاستثمارات؛

ج. **قاعدة القدرة على السداد:** تقوم هذه القاعدة على أن الديون المالية يجب ألا تفوق ثلاث أضعاف القدرة على التمويل الذاتي السنوية المتوسطة المقدرة، بمعنى أن تستطيع المؤسسة تغطية إجمالي ديونها المالية بواسطة التمويل الذاتي لثلاث سنوات مستقبلية الأمر الذي يجعل هذه النسبة تشكل أساسا للمراقبة الداخلية من طرف متخذ القرار المالي وكذا أساسا للمراقبة الخارجية من طرف المقرضين بخصوص منح القرض من عدمه؛

د. **قاعدة الحد الأدنى للتمويل الذاتي:** تهدف هذه القاعدة إلى حث المؤسسة على تنويع مصادر تمويل مشاريعها الاستثمارية، وذلك عن طريق تمويل جزء من الاستثمارات ذاتياً (في حدود الثلث) والباقي عن طريق الاستدانة (في حدود الثلثين)، ففي حالة تمويل الاستثمار كليا بالقروض فإن ذلك قد يعرض المؤسسة لمخاطر تضخم تكاليف الاستدانة مقارنة بمردودية الاستثمار، وأما في حالة التمويل الذاتي الكلي للاستثمار فقد يحرم المؤسسة من الاستفادة من المزايا الضريبية للاستدانة وبالتالي فإن التنويع في مصادر التمويل يشكل أنسب حل.

---

[1] نفس المرجع، ص 287.

[2] بن ساسي إلياس وقريشي يوسف، (2006): التسيير المالي الإدارة المالية– دروس وتطبيقات، الطبعة الأولى، الأردن، دار وائل للنشر، ص 301–303.

المبحث الثاني: مصادر تمويل المؤسسة الاقتصادية

تتوفر أمام المؤسسة الاقتصادية العديد من المصادر لتمويل احتياجاتها المالية ما يمنحها فرصة التنويع والمفاضلة بين هذه الوسائل بهدف بلوغ المزيج التمويلي الأمثل الذي يوازن بين العوائد والمخاطر الناتجة عنه، تنقسم هذه المصادر إلى مصادر تمويل ممتلك يشمل كل من التمويل الذاتي وطرق الرفع من رأس المال نقدا، ومصادر تمويل بالاستدانة الذي يمثل كل الأموال التي تتحصل عليها المؤسسة من الغير سواء كانت طويلة ومتوسطة الأجل أو قصيرة الأجل. سيتم في هذا المبحث التعرف على أهم هذه المصادر من الأموال الممتلكة والأموال المستدانة مع ذكر مزايا وعيوب كل مصدر.

المطلب الأول: التمويل الممتلك

تتعدد مصادر التمويل الممتلك وتنقسم إلى مصادر تمويل ذاتي أو داخلي تنشأ أساسا من نتائج أعمالها كالاهتلاكات والمؤونات والأرباح المحتجزة، ومصادر خارجية تتمثل في الرفع من رأس المال نقدا.

1. التمويل الذاتي

يقصد به إمكانية تمويل المؤسسة نشاطها بنفسها من خلال مواردها الذاتية (الداخلية) دون اللجوء إلى الأموال المقترضة، أي أنه أول مصدر تمويلي تلجأ إليه المؤسسة وعلى أساسه تتحدد باقي مصادر التمويل الأخرى المتاحة لها، حيث يؤدي التمويل الذاتي إلى رفع القدرات المالية الخاصة للمؤسسة ودعم هيكلها المالي وهو ما يقوي مركزها المالي وبالتالي تسهيل حصولها على التمويل الخارجي.

ويتمثل أساسا في ذلك التمويل المتولد عن أنشطتها الاستغلالية والمالية والاستثنائية خلال الدورة الإنتاجية[1]، فهو مصدر للأموال الخاصة بالمؤسسة ويتكون من الاهتلاكات، المؤونات والأرباح غير الموزعة [2].

كما يعرف بأنه الفائض النقدي الذي تحصل عليه المؤسسة من نشاطها الاستغلالي والذي يبقى بحوزتها بصفة دائمة (أو لمدة طويلة نوعا ما)، ويمثل الادخار الداخلي المتولد عن نشاط المؤسسة والمخصص لتمويل استثماراتها بمختلف أشكالها وتعزيز رأس مالها [3]، وتكمن أهميته في: [4]

- تجديد الطاقة الإنتاجية للمحافظة على بقاء المؤسسة؛
- تغطية المخاطر من خلال المؤونات والاهتلاكات؛
- مكافأة رأس المال.

---

[1] بوراس أحمد، مرجع سبق ذكره، ص 28.

[2] Christine Collette, (1998) : Gestion fiscale des entreprises, Edition Ellipses, P 161.

[3] Khemici Chiha, (2012) : Finance d'entreprise (Approche stratégique), Algérie, Edition Houma, P 92.

[4] Gilles Meyer, (2010) : Finance d'entreprise, 1 ère édition, Paris, Edition Hachette supérieur, P 76.

وتجدر الإشارة إلى أن مفهوم التمويل الذاتي يختلف عن قدرة التمويل الذاتي، حيث أن هذا الأخير يمثل مجمل تدفقات الخزينة الممكن توليدها من قبل المؤسسة من خلال أنشطتها الجارية (قدرة التمويل الذاتي) بعد توزيع الأرباح من الأخذ بعين الاعتبار أسعار التنازل عن عناصر الأصول [1]، أي هو المبلغ المتبقي لدى المؤسسة من قدرة التمويل الذاتي بعد توزيع الأرباح على أصحابها.

ويمكن حسابها كالآتي:

القدرة على التمويل الذاتي= نتيجة الدورة الصافية+ حصص الاهتلاك+ حصص المخصصات والمؤونات ذات الطابع الاحتياطي.

التمويل الذاتي= قدرة التمويل الذاتي- الأرباح الموزعة.

التمويل الذاتي= الاهتلاكات+ المؤونات+ الأرباح المحتجزة.

انطلاقا من العلاقة السابقة يمكن استنتاج مكونات التمويل الذاتي وهي:

1.1. الاهتلاكات:

يعبر عن التدني التدريجي في قيمة الأصل الناتج عن استخدام هذا الأخير أو تقادمه سواء فنيا أو طبيعيا أو اقتصاديا [2]، ويعتبر من أهم مصادر تمويل الاستثمارات والتثبيتات فبفضل أقساط الاهتلاك المتراكمة تستطيع المؤسسة الحصول على استثمارات جديد عوض تلك المهتلكة بصورة كلية ولم تعد صالحة للاستخدام دون البحث عن مصدر تمويلي آخر [3].

2.1. المؤونات:

وهي تلك المبالغ المالية التي تخصصها المؤسسة بهدف تغطية التكاليف أو الخسائر المحتملة [4]، فمن أجل مقابلة الانخفاض في أحد عناصر الأصول أو الارتفاع في أحد عناصر الخصوم في المستقبل تقوم المؤسسة بتشكيل هذه مخصصات حتى في غياب أو عدم كفاية الأرباح وهذا عملا بمبدأ الحيطة والحذر.

وبما أن هذه الخسائر أو الأعباء أو المخاطر محتملة، فقد تحدث وسيتم تغطيتها بالمؤونة المخصصة، كما قد لا تحدث وبالتالي ستبقى تلك المخصصات تحت تصرف المؤسسة، وفي نهاية السنة المالية يتم ضمها إلى

[1] Alain Bulaud and Amaud Thauvron, (2016) : Finance d'entreprise, Paris, Edition Foucher, P 165.

[2] عدنان تايه النعيمي وياسين كاسب الخرشة، (2007): أساسيات في الإدارة المالية، عمان، الأردن، دار الميسرة للنشر والتوزيع، ص 87.

[3] عطية عبد الرحمان، (2009): المحاسبة العامة وفق النظام المحاسبي الجديد، دار النشر جيطلي، الجزائر، ص 126.

[4] Khemici Chiha, Op.Cit, P 28.

الاحتياطات وهذا بعد أن تفرض عليها ضريبة، وتسمى بالمؤونات ذات الطابع الاحتياطي والتي تندرج ضمن مصادر التمويل الذاتي.

3.1. الأرباح المحتجزة:

تقسم المؤسسة ربحها الصافي المتولد عن أنشطتها خلال الدورة إلى عدة أقسام، فجزء منه يوزع على حملة الأسهم ويسمى الأرباح الموزعة، وجزء تحتفظ به يسمى الأرباح المحتجزة.

تعرف الأرباح المحتجزة بأنها تلك الأرباح الحالية التي حجبت عن التوزيع على أصحاب الحقوق في المؤسسة وهي تعتبر من أموال الملكية [1]، تستخدمها في تسديد الالتزامات طويلة الأجل أو تنفيذ بعض عمليات التوسع أو لإعادة استثمارها بغية تحقيق عائد يفوق العائد المحقق حاليا.

حيث تقوم المؤسسة بتحويل هذا الجزء من الأرباح المسجل في الميزانية في حساب " النتيجة" ضمن الأموال الخاصة إلى حساب آخر من عناصر الأموال الخاصة وهو "الإحتياطات" [2]. وتقسم الاحتياطات إلى:[3]

- **الاحتياطات القانونية:** وهو الحد الأدنى من الاحتياطات التي يتوجب على المؤسسات تخصيصها إلزاما، تقدر نسبته بـ 5 % من الأرباح المحققة، على ألا تتعدى قيمته 10% من رأس المال.
- **الاحتياطات النظامية:** وهي احتياطات نص عليها العقد الأساسي للمؤسسة.
- **الاحتياطات الاختيارية:** يسمح القانون عادة للجمعية العامة للمؤسسة ويعطي لها حرية الاحتفاظ بكل الأرباح أو بجزء منها في حسابات الاحتياطات.
- **الأرباح المرحلة الدائنة:** تمثل جزء من الأرباح التي تقرر الجمعية العامة ترحيلها إلى السنة المقبلة، أما الأرباح المرحلة المدينة فهي تعبر عن الخسائر الناتجة عن الانخفاض في الأموال الخاصة.

2. الرفع من رأس المال نقدا

تتم عملية الرفع من رأس المال نقداً من خلال الزيادة في سيولة المؤسسة الأمر الذي سيُؤثر على الهيكل المالي، وذلك عن طريق طرح أسهم جديدة للاكتتاب في السوق المالي سواء كانت أسهم عادية أو أسهم ممتازة.

[1] الحاج طارق، (2010): مبادئ التمويل، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، دار صفاء للنشر والتوزيع، ص ص 143-144.
[2] Richard Jacques et al, (2018) : Comptabilité financière, 11° édition, Dunod, Paris, France, P 140.
[3] Mollet Michèle et al, (2015) : Finance d'entreprise, 6ème édition, Sup'Foucher, P 323.

1.2. الأسهم العادية

تعتبر الأسهم العادية من أهم مصادر التمويل الممتلك والتي تستخدم غالبا في المؤسسات الاقتصادية ذات الأسهم خاصة عند بدء تأسيسها، كما يمكن اللجوء إليها كوسيلة تمويل خلال حياة المؤسسة عن طريق طرح أسهم عادية جديدة للاكتتاب [1]، تمثل الأسهم العادية حق ملكية لحاملها في المؤسسة التي قام بشراء أسهمها وفي حالة انتهاء المؤسسة سواء بالبيع أو التصفية يتحصل أصحاب الأسهم العادية على مقابل حصصهم بعد تصفية ديون ومستحقات المؤسسة [2]. للأسهم العادية أربع قيم على الأقل وهي: [3]

- **القيمة الاسمية:** هي قيمة اصدار السهم يتم استخدامها لتسجيل حساب رأسمال المدفوع في القيود المحاسبية، وليس لها أي قيمة اقتصادية من وجهة نظر المستثمرين؛
- **القيمة الدفترية:** تعكس قيمة ما قدمه المساهمون كرأس مال لتمويل استثمارات المؤسسة مقابل كل سهم من أسهمها، وتحسب عن طريق قسمة حقوق المساهمين على عدد الأسهم العادية القائمة؛
- **القيمة السوقية:** تمثل سعر تداول السهم في السوق المالي وتتحدد بعوامل العرض والطلب، قد تكون هذه القيمة أعلى من القيمة الاسمية والقيمة الدفترية في حالة تزايد الطلب على السهم نتيجة تحقيق المؤسسة أرباحا مستمرة، كما قد تكون أقل في الحالة العكسية.
- **القيمة التصفوية:** تمثل نصيب السهم الواحد من قيمة تصفية موجودات المؤسسة بعد تسديد حقوق الدائنين وأصحاب الأسهم الممتازة.

يتمتع حملة الأسهم العادية بمجموعة من الحقوق تتمثل في: [4]

- حق الحضور في الجمعية العمومية بنسبة الأسهم المملوكة؛
- الحق في انتخاب وتعيين أعضاء مجلس الإدارة؛
- الحق في التصويت في مجلس الإدارة في حدود نسبتهم من رأس المال بموجب القانون الأساسي أو بموجب القانون.
- الحق في اعتماد أو التغيير الكلي أو الجزئي في القانون التأسيسي للمؤسسة؛
- حق الحصول على الأرباح في حالة قررت الجمعية العامة توزيعها.

---

[1] الحبيطي قاسم محسن ويحيى زياد هاشم، (2011): تحليل ومناقشة القوائم المالية، الدار النموذجية للطباعة والنشر، ص 283.

[2] عصران جلال عصران، (2012): الاستثمار والتمويل واستراتيجيات تسعير الأوراق المالية، الإسكندرية، مصر، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع، ص ص 22-23.

[3] جمال ناجي، (2012): مبادئ الاستثمار في اسواق التمويل، الطبعة الأولى، بيروت، لبنان، مجد المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، ص 52.

[4] Mansour Mansouri, (2002) : La bourse des valeurs mobilières d'Alger Algérie, Houma, P 161.

ويلخص الجدول الموالي مزايا وعيوب التمويل عن طريق الأسهم كما يلي:

الجدول رقم (1): مزايا وعيوب التمويل بالأسهم العادية

المزايا	العيوب
– المؤسسة غير ملزمة بالتوزيعات النقدية. – لا يمكن لحاملها استردادها ولكن له الحق في بيعها. – تؤدي إلى زيادة رأس المال ومنه تخفيض نسبة الاستدانة.	– ارتفاع العائد المطلوب من المستثمرين بسبب المخاطر ذات تكلفة مرتفعة. – لا توفر أي مزايا ضريبية بسبب أن التوزيعات لا تعتبر من التكاليف وتخصم من صافي الربح النهائي.

المصدر: وليم اندراوس عاطف، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006، ص 376.

3.2. الأسهم الممتازة

تعرف الأسهم الممتازة بأنها حصة في رأس مال المؤسسة، لها نسبة أرباح ثابتة إلا أن المؤسسة غير ملزمة بدفع قيمة هذا الربح في حالة تحقيق خسارة [1]، فهي بذلك تمثل حق ملكية له قيمة اسمية ودفترية وسوقية شأنه في ذلك شأن السهم العادي إلا أن القيمة الدفترية لها تحسب بقسمة قيمة الأسهم الممتازة كما تظهر في دفاتر المؤسسة على عدد الأسهم الممتازة المصدرة [2].

وتعد الأسهم الممتازة من أهم مصادر التمويل طويلة الأجل، تتمتع بالأولوية في أرباح المؤسسة قبل الأسهم العادية ولهذا سميت بهذا الاسم، وتعتبر من مصادر التمويل الهجينة كونها تجمع بين خصائص السند من جهة لأن لها معدل توزيعات أرباح ثابت، وخصائص الأسهم العادية فليس لها تاريخ استحقاق، كما أن عدم دفع أرباحها لا يؤدي بالمؤسسة إلى الإفلاس [3]. يتمتع حامل السهم الممتاز بمزايا أهمها: [4]

- أصوات إضافية في اجتماعات الجمعية العامة؛
- الأولوية في توزيع الأرباح عند التوزيع؛
- الأولوية في اقتسام أصول المؤسسة في حالة التصفية.

[1] محمد الفاتح محمود المغربي، (2011): تمويل ومؤسسات مالية، الطبعة الأولى، القاهرة، مصر، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، ص 198.

[2] عصران جلال عصران، مرجع سبق ذكره، ص 27.

[3] حداد فايز سليم، (2010): الإدارة المالية، الطبعة الثالثة، الأردن، الجامعة الأردنية، ص 188.

[4] بن ساسي إلياس وقريشي يوسف، (2011): التسيير المالي الإدارة المالية، الطبعة الثانية، الجزء الأول، عمان، الأردن، دار وائل للنشر والتوزيع، ص 444.

وكأي مصدر تمويلي للتمويل بالأسهم الممتازة مزايا وعيوب بالنسبة للمؤسسة يلخص البعض منها الجدول الموالي.

الجدول رقم (2): مزايا وعيوب التمويل بالأسهم الممتازة

المزايا	العيوب
- لا يفرض على دفع هذه التوزيعات أي التزام قانوني. - ليس لها تاريخ استحقاق محدد ولا تتطلب وجود احتياطي لاستهلاك هذه الأسهم لذلك يعتبر أكثر مرونة بالمقارنة مع السندات. - لا يتطلب على وجود أصول مرهونة كضمان كما في حالة القروض.	- معدل عائد الأسهم الممتازة أعلى من معدل العائد الخاص بالسندات. - لا تعطي التوزيعات الخاصة بالأسهم الممتازة أي إعفاء ضريبي كما في حالة التمويل بالقروض.

المصدر: يوسف حسن يوسف، (2012): التمويل في المؤسسات الاقتصادية، الإسكندرية، مصر، دار التعليم الجامعي، ص ص 263- 264.

المطلب الثاني: التمويل عن طريق الاستدانة طويلة الأجل

عند عدم كفاية الأموال الممتلكة تلجأ المؤسسة عادة إلى الاستدانة لمواصلة أعمالها وسد احتياجاتها والتزاماتها المالية، هذه الأموال قد تكون طويلة أو متوسطة الأجل.

1. الاستدانة طويلة الأجل

تنبع الحاجة إلى هذا النوع من التمويل من الحاجة في الحصول إما على وسائل الإنتاج من معدات وأدوات أو عقارات كالأراضي والمباني الصناعية والتجارية وغيرها، والتي توجه لمشاريع إنتاجية، وينقسم إلى نوعين: القروض المباشرة طويلة الأجل والسندات.

1.1. القروض المباشرة طويلة الأجل

تعتبر من أهم مصادر تمويل الفرص الاستثمارية، وتتمثل في الأموال التي تتحصل عليها المؤسسة المستثمرة من المؤسسات المالية المحلية أو الدولية مثل البنوك وشركات التأمين ومختلف المؤسسات المالية، هذه القروض تمثل التزاما من طرف المؤسسة المستثمرة اتجاه المؤسسة المقرضة يتوجب عليها الوفاء به خلال فترة معينة متفق عليها، حيث تلتزم المؤسسة المقترضة بسداد هذه الأموال على أقساط (أو مرة واحدة في تاريخ الاستحقاق المتفق

عليه) مضافا إليها فوائد وخدمات الإقراض [1]، هذه الفوائد تتمثل في نسبة محدودة من قيمة القرض إلا أن المُقرض قد يشترط عدم ثبات هذه النسبة خاصة إذا كانت معدلات الفائدة في السوق متجهة إلى الارتفاع [2].

هذا النوع من القروض تتجاوز مدته سبع سنوات وهي محدودة تطبيقيا بعشرين سنة [3]، عادة ما تخصص لتمويل نوع خاص من الاستثمارات كالحصول على العقارات والتجهيزات والمعدات الكبيرة، ونظرا لطبيعة هذه القروض (ضخامة الأموال وطول المدة) فإن المؤسسات المانحة لها عادة ما تكون مؤسسات متخصصة على خلاف البنوك التجارية العادية التي لا تقوى على تحملها، بالإضافة إلى المخاطر العالية التي تصاحب هذه القروض فعادة ما تمنح بمقابل ضمانات حقيقية ذات قيم كبيرة، أو اشتراك عدة مؤسسات في تمويل واحد لتوزيع تلك المخاطر [4]. وفيما يلي ملخص لأهم مزايا وعيوب التمويل عن طريق القروض طويلة الأجل:

الجدول رقم (3): مزايا وعيوب التمويل بالقروض طويلة الأجل

المزايا	العيوب
– يعتبر أقل تكلفة بفضل الوفورات الضريبية الناتجة عنه. – تكلفة الاقتراض المتمثلة في الفوائد الثابتة ولا تتغير بتغير مستوى الأرباح. – المقرضون ليس لهم الحق في التصويت بالجمعية العامة.	– الفشل في سداد قيمة الدين أو الفوائد في آجالها قد يؤدي إلى الإفلاس. – ينبغي توفير قدر كاف من السيولة للوفاء بالدين في التاريخ المناسب. – لا يكون متاحا لكل المؤسسات. – قد يفرض المقرض على المؤسسة المقترضة بعض القيود كحظر بيع وشراء الأصول الثابتة.

المصدر: حسين محمد حسين السمحان، (2015): أثر الهيكل المالي والرفع المالي والربحية على قيمة الشركات، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد 17، ص ص 145-146.

2.1. السندات

تعد الاستدانة بواسطة الدعوى العامة للادخار وسيلة من وسائل التمويل خاصة بالنسبة للمؤسسات الكبرى والهيئات العامة، حيث تلجأ المؤسسة إلى الجمهور بواسطة السوق المالي من أجل الاكتتاب وتوظيف أموالهم لديها [5]، فيما يلي يتم التعرف على ماهية السندات وأنواعها.

---

[1] سعيد عبد العزيز عثمان، (2003): دراسات في جدوى المشروعات بين النظرية والتطبيق، الإسكندرية، مصر، الدار الجامعية، ص 163.

[2] منير إبراهيم هندي، (2006): الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، الطبعة 6، الإسكندرية، مصر، المكتب العربي الحديث، ص 543.

[3] Michele Mollet, Op.cit, P 326.

[4] بوطغان حنان، مرجع سبق ذكره، ص 96.

[5] بوشوشة محمد، (2012): سياسة الاستدانة في المؤسسة– المفاضلة بين التمويل بالاقتراض البنكي والتمويل السندي، مجلة الاقتصاد الجديد، المجلد 02 (01)، ص 301.

تمثل السندات صكوك مديونية وهي جزء من قروض طويلة الأجل صادرة عن مؤسسات اقتصادية، لها تاريخ استحقاق وتعود على حاملها بفوائد ثابتة أو متغيرة يتحصل عليها دوريا في تاريخ محدد [1]. وبشكل عام تعتبر السندات أموالا مقترضة تستخدمها المؤسسة في التمويل طويل الأجل[2]، وهي مستند مديونية يتم طرحها للجمهور، تعطي لحاملها الحق في استرداد قيمتها في نهاية فترة معينة أو على عدد من السنوات بالإضافة إلى فائدة ثابتة في نهاية كل سنة على رصيد قيمة السند [3].

وبالتالي فإن السند هو صك أو ورقة تجارية قابلة للتداول في سوق المال على خلاف القروض طويلة الأجل، وهي تمثل أموال مقترضة مقسمة إلى أجزاء صغيرة يطلق على كل منها اسم "سند"، وتعبر عن علاقة مديونية بين طرفين الأول هو الطرف المدين (المقترض) وهو مصدر السندات، والثاني هو الطرف الدائن (المقرض) وهو المكتتب في السندات، يترتب على هذه العلاقة التزام المقترض بدفع فائدة محددة ومعلومة سابقا إلى المقرض بالإضافة إلى سداد قيمة السند في تاريخ استحقاقه.

يمكن أن تتغير قيمة السند حسب ظروف الأسواق المالية، وبالتالي نميز بين قيمتين للسندات هما:[4]

أ. **القيمة الاسمية:** أو سعر الإصدار، وهو المبلغ الذي تلتزم المؤسسة بدفعه عند حلول موعد استحقاق السند؛

ب. **القيمة السوقية:** وهي القيمة المتغيرة التي يستحقها السند في الأسواق المالية (قد تقل أو تزيد عن القيمة الاسمية)، وتجدر الإشارة إلى أن الفوائد المدفوعة تحسب على أساس القيمة الاسمية وليس القيمة السوقية، كما أن المؤسسة المقترضة لا تلتزم بدفع القيمة السوقية للسند عند الاستحقاق.

هناك علاقة عكسية بين قيمة السند وسعر الفائدة عليه، بحيث عندما يكون سعر الفائدة الاسمي للسند أكبر من سعر الفائدة السوقي يزداد الطلب على هذه السندات مما يؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية لهذا السند عن قيمته الاسمية، والعكس كذلك.

يلخص الجدول الموالي أهم مزايا وعيوب التمويل بالسندات بالنسبة للمؤسسة المصدرة لها.

[1] Frederik teulon, (1997) : Les marchés des capitaux, Paris, France, Seuil, P 15.
[2] Farouk Bouyakoub, (2003) : L'entreprise et le financement bancaire, Casbah éditions, Alger, Algérie, P 235.
[3] محمود عزت اللحام وآخرون، (2014): الإدارة المالية المعاصرة، دار الاعصار العلمي للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، ص 327.
[4] يونس خان وهشام صالح غرايبة، (2007): الإدارة المالية، عمان، الأردن، مركز الكتب الأردني، ص 192.

الجدول رقم (4): مزايا وعيوب التمويل عن طريق السندات

المزايا:	العيوب:
- غالبا ما تكون تكلفتها أقل من تكلفة الأسهم؛ - الاستفادة من الرفع المالي عندما تكون تكلفة السندات أقل من العائد المتوقع على استثمار الأموال الناجمة عن بيع هذه السندات؛ - فوائد السندات تخصم من الوعاء الضريبي وبالتالي الاستفادة من ميزة تخفيف العبء الضريبي؛ - حامل السند ليس له حق المشاركة في إدارة المؤسسة، وبالتالي المحافظة على سيطرة المساهمين؛ - توفر للمؤسسة المرونة في إدارة هيكلها المالي، من خلال وضع بعض الشروط عند إصدار السندات تتيح لها حق استدعاء السندات لإطفائها.	- في حالة تذبذب مكاسب المؤسسة، قد تعجز على دفع الفوائد الثابتة للسندات؛ - للسندات تاريخ استحقاق محدد، مما يحتم على المؤسسة تشكيل احتياطي لتسديد قيمتها وفوائدها في هذا التاريخ؛ - طالما أن السندات هي تمويل طويل الأجل، فهي تحمل درجة عالية من المخاطرة في حالة تغير الظروف التي أصدرت فيها المؤسسة هذه السندات؛ - محدودية القدرة على الاستفادة من السندات كقروض طويلة الأجل.

المصدر: من اعداد الباحثة اعتمادا على: عدنان تايه النعيمي وياسين كاسب الخرشة، (2007): أساسيات في الإدارة المالية، عمان، الأردن، دار الميسرة للنشر والتوزيع، ص 175.

وسليمان بوفاسة، (2008) تمويل الاستثمارات عن طريق الاقتراض وانعكاساته على التنمية الاقتصادية والاجتماعية–دراسة مقارنة، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، ص 38.

2. الاستدانة متوسطة الأجل

لا يقل التمويل بالاستدانة متوسطة الأجل أهمية عن التمويل بالاستدانة طويلة الأجل وفي حالات معينة قد يكون أفضل منه، تتعدى مدة هذا النوع من التمويل السنة ولا تزيد عن سبع سنوات، ويشمل القروض المباشرة متوسطة الأجل والتمويل بالاستئجار.

1.2. القروض المباشرة متوسطة الأجل

تشترك القروض متوسطة الأجل مع القروض طويلة الأجل كونها تُخصص لتمويل الاستثمارات من تجهيزات ووسائل انتاج لكن لمدة تتراوح في العادة من سنة إلى سبع (07) سنوات، في العادة يتم تقديمها من طرف البنوك أو شركات التأمين، يتم الاتفاق مسبقا بين المؤسسة المقترِضة والبنك المانح للقرض حول معدل الفائدة وتاريخ الاستحقاق وكذا أسلوب السداد حيث تلتزم المؤسسة عند حلول التاريخ المتفق عليه بسداد كل من أصل القرض والفائدة المستحقة إما دفعة واحدة أو على دفعات.

إن مدة هذه القروض تعتبر طويلة نوعا ما، الأمر الذي قد يعرض الجهة المانحة لها لمخاطر تجميد الأموال واحتمال عدم السداد، لذا قد يصاحب تقديم هذه القروض إلزام المؤسسة المقترضة بمجموعة من الشروط منها: [1]

- استخدام القروض للأغراض المتفق عليها كضمان لاسترجاع الأموال؛
- تحديد سقف المديونية حفاظا على ملائة المؤسسة وقدرتها على السداد مستقبلا؛
- فرض شروط على سياسة توزيع الأرباح على المساهمين للمحافظة على نسبة الأموال الممتلكة والقروض ضمن الهيكل المالي.

تنقسم القروض متوسطة الأجل بدورها إلى نوعين: [2]

أ. **قروض متوسطة الأجل قابلة للتحريك:** وهي القروض التي يمكن تحويلها إلى سيولة عن طريق قيام البنك المُقرض بخصمها لدى مؤسسة مالية متخصصة وهذه الأخيرة تقوم بإعادة خصمها لدى البنك المركزي، أو يقوم البنك بخصمها لدى البنك المركزي مباشرة، لذا فإن هذا النوع من القروض يكون أقل خطورة لأنه يمكن البنك من تجنب خطر تجميد الأموال والوقوع في أزمة سيولة.

ب. **قروض متوسطة الأجل غير قابلة للتحريك:** وهي القروض التي لا يمكن للبنك تحويلها إلى سيولة لأنها غير مضمونة بأوراق، وبالتالي يتعرض البنك إلى مخاطر تجميد الأموال واحتمالات عدم السداد التي قد تنتج جراء التغيرات التي يمكن أن تطرأ على المركز المالي للعميل المقترض، لذا تجب الدراسة الجيدة قبل منح هذه القروض لتجنب خطر السيولة.

2.2. التمويل الإيجاري

تعتبر تقنية التمويل الإيجاري تقنية حديثة نسبياً، إلا أن فكرتها مستوحاة بدرجة كبيرة من تقنيات قديمة كانت تستخدم في سنوات ما قبل الميلاد وتطورت بتطور النشاط الاقتصادي للإنسان عبر العصور، يعود انتشارها في الوقت الحاضر إلى تزايد أحجام وأنواع المشروعات وزيادة حاجتها إلى الأموال في ظل ارتفاع تكاليف الحصول على الأصول الرأسمالية وما يشهده العالم من تطورات في تكنولوجيا الإنتاج والتسويق.

أ. تعريف التمويل التأجيري

إن الغرض من شراء المؤسسة لأصولها الثابتة كالمعدات والآليات هو استعمالها والاستفادة من منافعها وليس ملكيتها، وبما أن الإيجار يمكّن المؤسسة من استعمال أصولها الثابتة فهو يعتبر وسيلة لتحقيق هذه الغاية

[1] لسوس مبارك، (2012): التسيير المالي، الطبعة الثانية، الجزائر، ديوان المطبوعات الجامعية، ص 190.

[2] ناصر سليمان، (2012): التقنيات البنكية وعمليات الائتمان، الجزائر، ديوان المطبوعات الجامعية، ص 49.

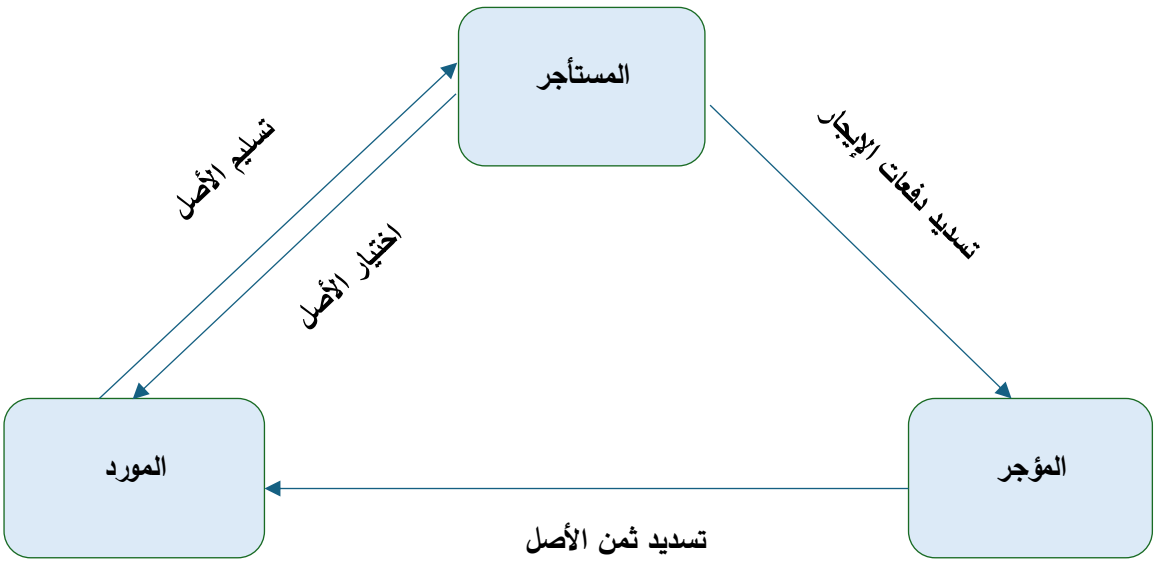
مثله مثل الشراء[1]. وتجدر الإشارة إلى وجود مصطلحات عديدة تعبر عن هذا النوع من التمويل، ففي أمريكا يسمى بعقد الليزينغ "Leasing"، وفي فرنسا يسمى بالقرض الإيجاري "Le crédit-bail" أما في اللغة العربية فيُستخدم مصطلح التمويل التأجيري، الاعتماد التأجيري والائتمان التأجيري للدلالة عليه.

يعرف التمويل التأجيري بأنه عقد من خلاله تقوم مؤسسات مالية بتأجير ممتلكات منقولة وغير منقولة للمستأجر، هذه الممتلكات اقتنيت خصيصا بغرض تأجيرها، وفي الموعد المحدد يكون للمستأجر إمكانية شراء الأصل المستأجر بسعر متفق عليه وهو ما يسمى بعقد التأجير مع خيار الشراء [2].

وفي تعريف آخر هو "عقد يبرم بين المؤجر والمستأجر لأصل معين لمدة محدودة من الوقت، يقوم خلالها المستفيد باستخدام الأصل مقابل دفع إيجار محدد لمالك هذا الأصل، ويمكن أن يكون الأصل منقولا مثل المعدات أو المركبات، أو غير منقول مثل المباني" [3].

وبالتالي إن الجوهر الأساسي من عملية التمويل بالاستئجار يكمن في احتفاظ المستأجر بالأصل لفترة محددة يستفيد خلالها من جميع المنافع الناتجة عن استخدام هذا الأصل، بمعنى آخر يكون المستأجر المالك الفعلي للأصل محل العقد ويكون الإيجار مجرد وسيلة للتمويل. تقوم هذه العملية بين ثلاثة أطراف يوضحها الشكل الموالي.

الشكل رقم (2): سير عملية التمويل التأجيري



Source : Charles Amélie et Redor Etienne, (2009) : Le financement des entreprise, Paris, Economica, P 58.

[1] مفلح محمد عقل، (2009): مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، الطبعة الأولى، الأردن، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، ص 128.
[2] Charles Amélie et Redor Etienne, (2009) : Le financement des entreprise, Paris, Economica, P 57.
[3] الصفدي الطوال عبير، (2016): التأجير التمويلي، الأردن، دار المناهج للنشر والتوزيع، ص 17.

حيث يقوم المستأجر أولا مع المورد باختيار الأصل المراد تأجيره وتحديد مواصفاته وثمن شراءه سواء كان أصلا منقولا أو غير منقول، وبعد قبول وإمضاء عقد التمويل التأجيري بين المستأجر والمؤجر يقوم هذا الأخير والمتمثل في مؤسسة قرض الإيجار أو أي مؤسسة مالية أخرى بشراء الأصل المتفق عليه من المورد وتسديد ثمنه ليصبح بعدها مالكاً له، بعدها يقوم المورد بتسليم الأصل مباشرة إلى المستأجر الذي يشرع في استعماله مع دفع أقساط الإيجار المتفق عليها إلى المؤجر طيلة فترة العقد.

وفي نهاية فترة العقد يكون أمام المؤسسة المستأجرة ثلاث خيارات، فإما أن تقوم بشراء الأصل من المؤجر وتصبح مالكة له، أو تقوم بتجديد العقد مع المؤسسة المؤجرة لمدة جديدة وشروط جديدة مع الأخذ في الحسبان تقادم الأصل، وأخيرا إرجاع الأصل إلى المؤسسة المؤجرة [1].

ب. أنواع التمويل التأجيري

للتمويل التأجيري العديد من الأنواع المصنفة حسب عدة معايير مختلفة يذكر منها باختصار ما يلي: فنجد التصنيف حسب طبيعة العقد، حسب نوع الأصل المُؤجر، حسب جنسية المتعاقدين.. الخ، سيتم فيما يلي ذكر أهم أربع أنواع من التمويل التأجيري باختصار.

- **حسب معيار نقل الملكية أو نقل الخطر:** نجد نوعين من قرض الإيجار، هما قرض الإيجار التشغيلي الذي يمنح للمؤسسة المستأجرة كل من التمويل والصيانة التي تحسب تكلفتها عند تقدير دفعات الايجار كما أنه عقد قابل للإلغاء والأصول المؤجرة لا تهتلك بشكل كامل، وقرض الإيجار المالي وهو عقد غير قابل للإلغاء ولا يوفر خدمة الصيانة والأصول المؤجرة ضمنه تهتلك كليا خلال مدة العقد.
- **حسب معيار طبيعة الأصل المؤجر:** نميز بين قرض الإيجار للأصول المنقولة وقرض الإيجار لأصول غير المنقولة.
- **حسب جنسية المتعاقدين:** نجد حسب هذا المعيار قرض الإيجار المحلي الذي يتم داخل حدود دولة واحدة، وقرض الإيجار الدولي الذي يربط بين طرفين من جنسيات مختلفة أي يشمل أكثر من دولة.

ج. مزايا وعيوب التمويل التأجيري

بما أن التطرق إلى التمويل عن طريق الاستئجار كان كمصدر تمويل للمؤسسة، لذا سيتم التركيز على مزايا وعيوب هذا المصدر التمويلي بالنسبة للمؤسسة المستأجرة فقط.

[1] Delahaye Jacqueline et Delahaye-Duprat Florence, (2013) : Finance d'entreprise manuel et applications, 4ème édition, Paris, Dunod, P 374.

- **مزايا التمويل التأجيري**

يحقق التمويل التأجيري كمصدر للتمويل العديد من المزايا للمؤسسة المستأجرة يتم فيما يلي ذكر أهمها:

- للمؤسسة التمويل الكلي للاستثمار المؤجَّر بنسبة 100% على عكس القروض التقليدية التي لا تتعدى نسبة تغطيتها للاستثمار 70 % أو 80 % [1]، مما يتيح للمؤسسات التي تعاني من صعوبة في الحصول على أموال مقترضة من تمويل استثماراتها دون التعرض إلى ضغوطات تمويلية؛

- يمكن التمويل التأجيري المؤسسة من حيازة الأصول الرأسمالية اللازمة لنشاطها دون تخصيص جزء من رأسمالها لشرائها [2]، أي تجنب تجميد أموالها وتوفير سيولة لتوظيفها في مجالات أخرى خاصة إذا كانت الحاجة للأصل المستأجر مؤقتة؛

- مرونة العقد وسهولة المعالجة للملف وسرعتها بحيث لا يتطلب تقديم ضمانات من المؤسسة المستأجرة [3]، فالمؤجر يحتفظ بملكية الأصل محل العقد مما يعتبر أفضل ضمان له؛

- يتيح هذا النوع من التمويل مواكبة التطورات التكنولوجية والاستفادة منها من خلال استئجار الأجهزة والمعدات الحديثة والمتطورة بتكلفة أقل [4]، حيث يجنب المؤسسة المستأجرة مخاطر التقادم التكنولوجي للأصول الاستثمارية واحلالها بالأحدث؛

- تحقيق وفورات ضريبية، حيث تعتبر الأقساط الإيجارية أعباء استغلالية تطرح من الوعاء الضريبي، بالإضافة إلى تخفيف ثقل الرسم على القيمة المضافة الذي يدفع ضمن الأقساط طيلة مدة العقد [5]؛

- يساهم في تحسين مستويات المؤشرات المالية للمؤسسة المستأجرة وكذا مركزها المالي، ذلك لأن الأصول المستأجرة لا تسجل في جانب الأصول رغم وجودها في التشغيل وبالتالي لا يتم تسجيل اهتلاكاتها في جانب الخصوم [6].

---

[1] Eric Garrido, (2003) : Le crédit-bail Outil de financement structurel et d'ingénierie commerciale, Paris, Revue banque, P 24.

[2] معراج هواري وحاج سعيد عمر، (2013): التمويل التأجيري المفاهيم والأسس، الطبعة الأولى، الجزائر، دار كنوز المعرفة، ص 97.

[3] محمد العيد وبن حمودة محبوب، (2007): الاعتماد الايجاري أداة لتمويل التنمية الاقتصادية في الجزائر، Les cahier du mecas، العدد 3، ص 325.

[4] خليل جلال ناصر وعزيز سليمان شيرزاد، (2008): نحو نظيم قانوني لعقد الليزينغ في إقليم كوردستان، مجلة القانون والسياسة، العدد 4، ص 29.

[5] بوراس أحمد وطلحي سماح، (2014): قرض الإيجار كاستراتيجية حديثة للتمويل–دراسة مقارنة بين الجزائر والمغرب، مجلة العلوم الإنسانية– جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد34، ص 99.

[6] بوطغان حنان، مرجع سبق ذكره، ص 110.

- **سلبيات التمويل التأجيري:**

بالنظر إلى المزايا العديدة التي يحققها التمويل بالاستئجار يمكن القول أنه يشكل بديلا تمويليا مناسبا خاصة للمؤسسات الناشئة والتي تعاني من ضعف مركزها المالي، إلا أنه كأي مصدر تمويلي لا يخلو من السلبيات أهمها: [1]

- ارتفاع تكلفته مقارنة بالقروض البنكية التقليدية، حيث تتضمن أقساط الايجار كل من اهتلاك الأصل، تكلفة المال المستثمر، تكلفة الخدمة المقدمة والأخطار المحتملة؛
- يعاب على التمويل التأجيري أنه يخدم مصلحة المؤسسة المؤجرة حيث في نهاية العقد تستفيد هذه الأخيرة من القيمة المتبقية للأصل واستيفاء معظم قيمته من أقساط الايجار؛
- في حالة عجز المؤسسة المستأجرة عن تسديد أقساط التأجير، قد تتحمل عواقب وتعويضات للمؤسسة المؤجرة حسب ما تم الاتفاق عليه؛
- وجود قيود وصعوبات للحصول على المواصفات والخصائص المطلوبة، كما أنه غير متاح بالنسبة لجميع الأصول.

المطلب الثالث: التمويل عن طريق الاستدانة قصيرة الأجل

يتسم هذا النوع من مصادر التمويل بمدته التي لا تتجاوز في الغالب سنة (12 شهر) حيث عادة ما تلجأ إليه المؤسسات لتمويل عملياتها الجارية، وتنقسم مصادر التمويل قصيرة الأجل إلى نوعين أساسين هما الائتمان التجاري والائتمان المصرفي.

1. الائتمان التجاري

يعرف الائتمان التجاري كأحد أنواع التمويل قصير الأجل الذي تحصل عليه المؤسسة من الموردين والمتمثل في قيمة المشتريات الآجلة للسلع التي تتاجر فيها أو تستخدمها في أنشطتها [2]، كما يعرف بأنه مصدر تمويلي تلقائي بمعنى أنه ينتج من العمليات التجارية العادية للمؤسسة [3].

[1] عياش زبير ومناصرة سميرة، (2014): التمويل بالاستئجار كبديل لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة العلوم الإنسانية، المجلد ب (41)، ص 297.

[2] بوراس أحمد، مرجع سبق ذكره، ص 36.

[3] يوسف حسن يوسف، مرجع سبق ذكره، ص 245.

كما يعرف بأنه أحد مصادر التمويل قصير الأجل الذي ينشأ من حصول المؤسسة على مشترياتها من الموردين بالدين، ومن مميزاته أنه يعتمد على حجم النشاط فكلما زاد حجم المبيعات زاد حجم الذمم الدائنة [1].

ويقصد به قيمة المشتريات على الحساب بغرض بيعها، أي رقم أوراق الدفع والحسابات الدائنة التي تنشأ نتيجة عدم دفع ثمن البضاعة المشتراة نقدا، على أن يتم تسديد قيمتها خلال فترة محددة بعد تاريخ تحرير الفاتورة، وتتحدد تكلفة الائتمان التجاري بشروط الموردين، إذ يمكن أن يكون مجانيا إذا تمكنت المؤسسة من استثماره واستخدامه بالشكل المناسب، كما يمكن أن يصبح ذا تكلفة عالية إذا لم تتمكن المؤسسة من استخدامه لصالحها[2].

- **أشكال الائتمان التجاري**

والمقصود به تلك الفترة التي يمنحها المورد للمشتري لتسديد قيمة مشترياته بحيث يتسنى للمؤسسة خلال هذه الفترة الاستفادة من تلك الأموال، ويأتي في ثلاث أشكال هي:

أ- **الحساب الجاري:** أو البيع على الحساب، يعتبر أكثر أشكال الائتمان استخداماً لسهولة اجراءاته، اذ يقوم على الثقة بين البائع والمشتري الناشئة من تمتع المشتري بملاءة مالية وسمعة جيدة في السوق، لذا لا يتطلب وجود أي اتفاق رسمي بينهما ولا حتى وثيقة محددة تبين التزام المشتري أمام البائع في هذا النوع من الائتمان، بينما تعد الفاتورة الاثبات الوحيد لتحديد مبلغ الائتمان لصالح المورد ويظهر هذا الدين في حسابات الذمم الدائنة لدى المشتري وحسابات الذمم المدينة لدى المورد.

ب-**الكمبيالات:** يستخدم هذا النوع في حالة عدم وجود ثقة كافية لدى البائع في المشتري، حيث يستدعي المركز المالي أو الاجتماعي لهذا الأخير توثيق العملية من أجل توفير دليلا على نشأة الدين، والكمبيالة عبارة عن شهادة أو وعد مكتوب ومُوقع بدفع مبلغ من طرفٍ (المشتري) لآخر (المورد) في تاريخ محدد، وتظهر في الميزانية كأوراق قبض بالنسبة للمورد وأوراق دفع بالنسبة للمشتري [3].

ج-**السند الاذني:** كما في النوع السابق، يطلب المورد من المشتري اعترافا رسميا بالدين ويشترط عليه التوقيع على السند الاذني لتسليم البضاعة، والسند الاذني عبارة عن أمر بالدفع في تاريخ محدد مستقبلا عند توقيع المشتري عليه يحدد البنك الذي سيدفع له قيمة السند في تاريخ الاستحقاق، وبالقبول يصبح السند قابلا للبيع إذا كانت السمعة الائتمانية للمشتري جيدة، وفي هذه الحالة يمكن للبائع إذا رغب في النقدية خصم السند [4].

---

[1] الدوري مؤيد عبد الرحمن وسلامة حسين محمد، (2013): أساسيات الإدارة المالية، عمان، دار الراية للنشر والتوزيع، ص 328.

[2] محمد صالح الحناوي، (1998): الإدارة المالية والتمويل، مصر، الدار الجامعية، ص 390.

[3] أبو صبحا سليمان، (2013): الإدارة المالية، مصر، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، ص 308.

[4] نفس المرجع، ص 309.

- **مزايا استخدام الائتمان التجاري:**

يتمتع الائتمان التجاري بمزايا تدفع المؤسسات الراغبة في الحصول على تمويل طويل الأجل أن تلجأ إليه من أهمها:[1]

- **التكلفة:** حيث يمكن أن يكون هذا النوع من التمويل مجاني وبدون تكلفة، إذا ما استطاعت المؤسسة المدينة تسديد قيمة مشترياتها في الأجل المحدد، وخاصة إذا ما تحصلت على خصم تجاري.
- **التوافر:** خاصة بالنسبة للمؤسسات حديثة النشأة أو صغيرة الحجم والتي عادة ما تواجه صعوبة في الحصول على تمويل قصير الأجل من المؤسسات المالية، يصبح الائتمان التجاري المصدر الوحيد المتاح لها.
- **السهولة:** لا يتطلب الائتمان التجاري عادة إجراءات معقدة مثل باقي المصادر التمويلية، كما لا توجد حدود دقيقة لما يمكن منحه.
- **المرونة:** حيث يمكن الاعتماد على الائتمان التجاري عند الحاجة إليه، ففي حالة التوسع في المبيعات (لمواجهة طلب موسمي مثلا) تستطيع المؤسسة المدينة زيادة الائتمان بزيادة الكميات من البضاعة المشتراة، وبعد انتهاء الحاجة إليه تقوم بتسديد التزاماتها اتجاه الموردون المانحون للائتمان.

بالرغم من مزايا التمويل عن طريق الائتمان التجاري إلا أنه قد ينقلب إلى تمويل مكلّف جدا، فعند عدم تسديد المؤسسة لمستحقات الموردين في آجال استحقاقها يؤدي ذلك إلى الإساءة بسمعتها في السوق، الأمر الذي قد يفقدها مركزها التنافسي إذا ما طال أمده.

2. الائتمان المصرفي:

يأتي الائتمان المصرفي في الدرجة الثانية من حيث درجة اعتماد المؤسسة عليه كمصدر تمويل خارجي قصير الأجل وهذا بعد الائتمان التجاري، وهو عبارة عن قروض قصيرة الأجل لا يتعدى أجلها السنة الواحدة تتحصل عليها المؤسسة من البنوك بغرض تمويل احتياجاتها المالية قصيرة الأجل لذلك تسمى بقروض الاستغلال تمييزا عن القروض طويلة ومتوسطة الأجل.

يأتي الائتمان المصرفي في شكل نقد وليس بضاعة أو مواد أولية كالائتمان التجاري، وقد يستخدم كمصدر تمويل للمؤسسات التي تعاني من صعوبة في الحصول على التمويل طويل الأجل كما قد يتطلب هذا النوع من مصادر التمويل تقديم ضمانات من طرف المؤسسة [2].

[1] يوسف حسن يوسف، مرجع سبق ذكره، ص 247.

[2] الدوري مؤيد عبد الرحمن وسلامة حسين محمد، مرجع سبق ذكره، ص 329.

ويقوم الائتمان المصرفي على الثقة التي يوليها البنك للمؤسسة وذلك بوضعه مبلغ من المال تحت تصرفها، أو تقديمه تعهدا لفترة محددة متفق عليها من الطرفين بموجبه يقوم المقترض في نهاية الفترة المتفق عليها بالوفاء بجميع التزاماته في مقابل فائدة يحصل عليها البنك [1]، وكقاعدة عامة يمكن للمؤسسة الحصول على دفعات متعاقبة من القروض حتى يصل إجمالي الأموال المقترضة إلى الحد الأقصى المتفق عليه وعندئذ لا يمكنها الحصول على أية قروض أخرى [2].

وتجدر الإشارة إلى أن عملية اختيار البنك المناسب من الأمور الأساسية بالنسبة للمؤسسة التي تهدف لاستخدام الائتمان المصرفي قصير الأجل في تمويلها، حيث يجب عليها الأخذ بعين الاعتبار ما يلي: [3]

- **حجم البنك:** يجب أن يتناسب حجم البنك مع حجم المؤسسة التي تريد الحصول على القروض، وذلك لوجود قيود اقتصادية وقانونية لمقدار القروض التي يمكن لأي بنك أن يمنحها لعميل واحد؛
- **سياسة البنك الائتمانية:** من المهم أن تختار المؤسسة البنك الذي يتبع سياسات ائتمانية تتماشى مع حاجياتها وظروفها من حيث مدة الاقتراض وكلفته ومقداره؛
- **النصح والمشورة والولاء للعملاء:** في حالة معرفة وخبرة البنك بعمليات المؤسسة يكون قادرا على مدِّها بالمشورة المالية، كذلك يكون من المستحسن تجنب تعامل المؤسسة مع البنوك ذات العلاقة الوثيقة مع المشروعات المنافسة حتى لا تتسرب معلوماتها لهذه المؤسسات المنافسة؛
- **علاقة البنك مع البنوك الأخرى:** لابد من اختيار البنك الذي يتمتع بعلاقة جيدة مع البنوك الأخرى والبنك المركزي، بحيث يستطيع التعاون معها في تلبية الاحتياجات الضخمة لعملائه؛
- **سلامة المركز المالي للبنك:** ينبغي التعامل مع البنوك القوية ذات المركز المالي السليم والإدارة الواعية الرشيدة.

– مقارنة بين الائتمان التجاري والائتمان المصرفي:

يوضح الجدول الموالي مقارنة بين الائتمان المصرفي والائتمان التجاري من حيث معيار التكلفة، السهولة واليسر، المرونة والضمانات.

[1] آيت ساحد إيمان، (2020): تأثير خيار التمويل بالديون على أداء المؤسسات في ظل النظريات الحديثة للهيكل المالي، مجلة الاقتصاد الجديد، المجلد 11 (1)، ص 194.

[2] بوراس أحمد، مرجع سبق ذكره، ص 38.

[3] النجار عبد العزيز، (2007): أساسيات الإدارة المالية، الإسكندرية، مصر، المكتب العربي الحديث، ص 472.

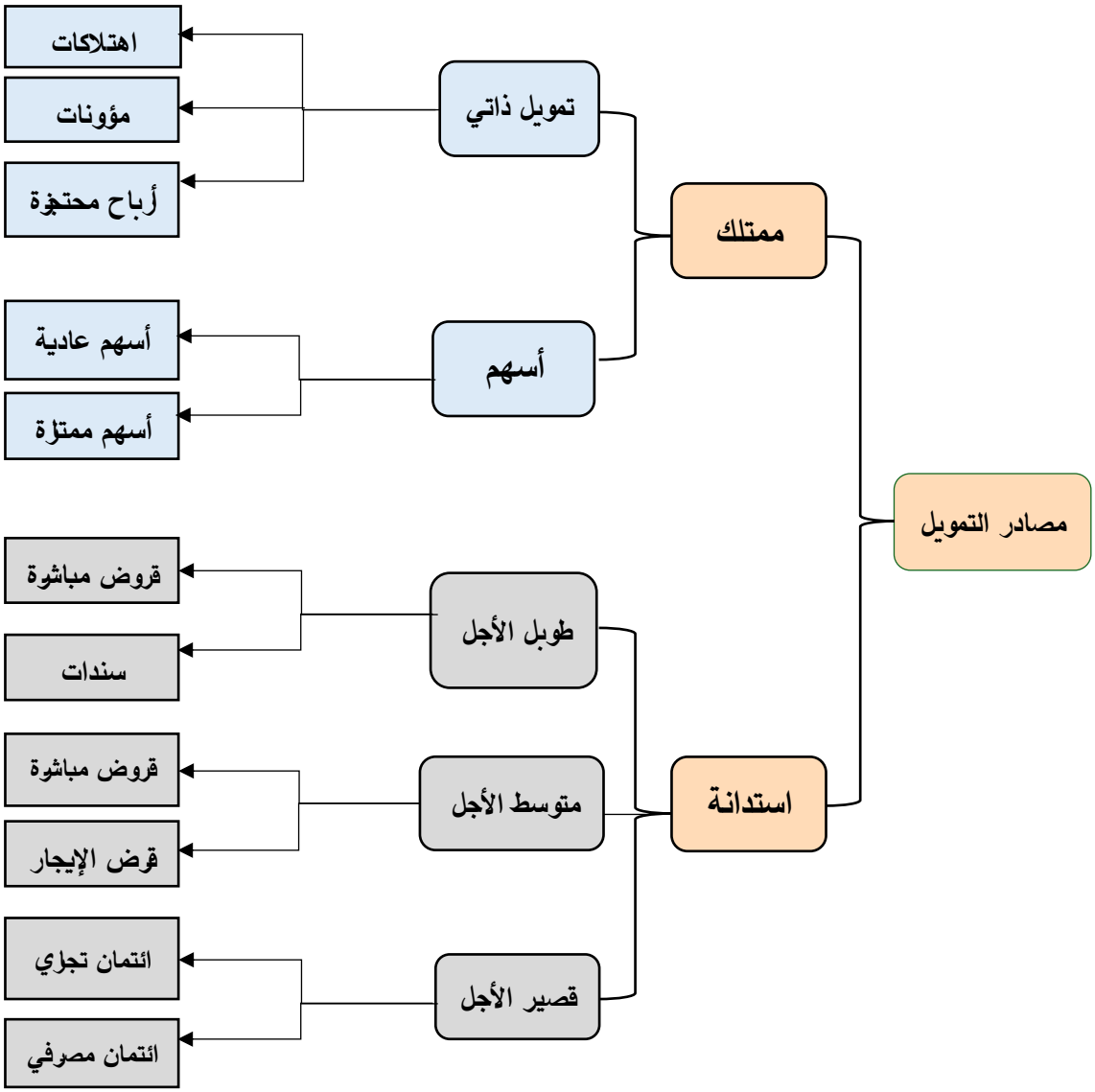
الجدول رقم (5): مقارنة بين الائتمان المصرفي والائتمان التجاري

المعيار	الائتمان المصرفي	الائتمان التجاري
التكلفة	يعتبر الائتمان المصرفي أقل تكلفة مقارنة بالائتمان التجاري في حالة عدم الاستفادة من الخصم.	ارتفاع تكلفته في حالة عدم الاستفادة من الخصم.
السهولة	يتطلب الحصول عليه تقديم طلب إلى البنك الذي يقوم بدراسة وتحليل وضعية العميل، ومن ثم تقديم القيام بالإجراءات اللازمة في حالة قبول الطلب.	الحصول عليه أسهل، إذ لا يحتاج إلى تقديم طلب أو أية إجراءات روتينية.
المرونة	يعتبر أقل مرونة مقارنة بالائتمان التجاري خاصة من حيث طريقة التسديد، إذ أن البنك لا يعطي مهلة تسديد للعميل الذي لم يتمكن من الدفع في الأجل المحدد، أو يحسب عليه فوائد التأخير.	يتمتع بمرونة عالية من حيث طريقة التسديد إذ يستطيع المورد الدائن إعطاء مهلة أخرى للتسديد في حالة لم يتمكن المدين من السداد في التاريخ المتفق عليه. كما أن هذا الائتمان التجاري يزداد بزيادة حجم المبيعات.
الضمانات	في الغالب يتطلب الحصول عليه تقديم ضمانات للبنك.	لا يتطلب الحصول عليه في الغالب تقديم ضمانات للمورد.

المصدر: من اعداد الباحثة اعتمادا على: الحاج طارق، (2010): مبادئ التمويل، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع ص، ص 52-51.

من خلال ما تقدم يمكن تلخيص أهم أنواع مصادر التمويل من حيث معيار الملكية في الشكل رقم (03).

الشكل رقم (3): مصادر تمويل المؤسسة



المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على ما سبق ذكره .

المبحث الثـــالث: تكلفة التمويل

تُعد تكلفة مصادر التمويل من بين أهم المواضيع التي تشغل بال متخذي القرار حين تشكيل الهيكل المالي، حيث يعتبر محدد رئيسي للمفاضلة بين البدائل التمويلية والذي من شأنه أن يساهم في الوصول إلى التركيبة المثالية أين يكون العائد في حدوده القصوى وتنخفض درجة المخاطر إلى حدودها الدنيا، كما أنها تُحدد أثر الرفع المالي في حالة استخدام المؤسسة للديون. وعلى أساس أن الهيكل المالي يختلف عن هيكل رأس المال، فمن البديهي أن تختلف تكلفة التمويل عن تكلفة رأس المال هذه الأخيرة التي تتعلق بمصادر التمويل طويلة الأجل، وغالبا ما يتم الاهتمام عند حساب التكلفة بهذه المصادر على اعتبار أنها المصدر الأساسي لتمويل الاستثمار وحيازة الموجودات الثابتة.

سيتم في هذا المبحث التعرف على طريقة حساب التكلفة الكلية لرأس المال من خلال المطلب الأول، أما في المطلب الثاني سيتم عرض تكلفة كل مصدر تمويلي مع طريقة حسابها، وفي المطلب الثالث سيتم تناول المردودية بمختلف أنواعها وأثر الرفع ومزاياه بالإضافة إلى المخاطر المرتبطة به.

المطلب الأول: التكلفة الكلية لرأس المال

انطلاقا من أن الهيكل المالي يختلف عن رأس المال لابد أن يتم التمييز كذلك بين تكلفة التمويل وكلفة رأس المال، هذه الأخيرة التي تعبر عن تكلفة مصادر التمويل طويلة الأجل فقط، بينما تمثل تكلفة التمويل تكلفة الهيكل المالي أي تكلفة جميع مصادر التمويل بما فيها المصادر قصيرة الأجل.

ينظر إلى تكلفة التمويل على أنها حجر الزاوية عند اتخاذ قرار التمويل وقرار الاستثمار، إذ أن الهيكل المالي الأمثل والذي من شأنه تعظيم قيمة المؤسسة يتمثل في ذلك المزيج الذي تكون فيه تكلفة الأموال في حدها الأدنى، كما أن نجاح أي استثمار يعتمد على مدى قدرة المؤسسة في الحصول على مصادر تمويل في الوقت المناسب وبأقل تكلفة، وبالتالي يجب على متخذ القرار المقارنة بين العائد المتوقع والتكلفة التي تترتب على الأموال المستخدمة عند المفاضلة بين البدائل التمويلية المتاحة وتشكيل هيكل تمويل المؤسسة.

وتعرف تكلفة التمويل على أنها ثمن الحصول على الأموال [1]، أو هي عبارة عن المعدل الأدنى للعائد الذي يجب على المؤسسة تحقيقه [2] والذي يُعد كشرط أساسي لقبول استخدام مصادر التمويل في المؤسسة. أي أن المؤسسة عند تمويل استثماراتها سوف تعتمد على مجموعة من المصادر التمويلية من المموّلين الذي يتوقعون

[1] Ibrahim Mohammed and Ibrahim Ali, (2015): The effect of sme's cost of capital on their financial performance in Nigeria, Journal of finance and accounting, vol 3 (01), P 09.

[2] الحسناوي سالم صلال راهي، (2015): أساسيات الإدارة المالية، الطبعة الأولى، الأردن، الدار المنهجية للنشر والتوزيع، ص 126.

تحقيق عوائد نتيجة قبولهم لتمويل هذه الاستثمارات، هذه العوائد تعتبر تكلفة بالنسبة للمؤسسة، وبالتالي من أجل قبول المصادر التمويلية على المؤسسة أن تكون على دراية بتكلفتها ومقارنتها مع العائد المتوقع تحقيقه من استخدام تلك المصادر بحيث يجب أن يكون العائد أكبر من التكلفة حتى يستفيد المساهمين من نتيجة الاستثمار ولا تقع في الخسارة.

ومما لا شك فيه أن تكلفة كل نوع من مصادر التمويل تختلف عن الآخر لذا فإن حساب تكلفة رأس المال الكلية تتطلب أولا حساب تكلفة كل مصدر تمويلي على حدا، ثم حساب الوزن النسبي لكل عنصر نسبة إلى إجمالي مصادر التمويل وأخيرا حساب المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال [1]، لذا تعرف تكلفة رأس المال كذلك بأنها المتوسط الحسابي المرجح للتكاليف الناتجة عن الموارد المالية المختلفة للمؤسسة [2].

يتم حساب التكلفة الكلية لرأس المال أو ما يسمى كذلك بالتكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال (WACC) أو التكلفة المركبة لرأس المال، وهي عبارة عن معدل المردودية المفروض الواجب تحقيقه من طرف الأصول الاقتصادية المُمولة بالأموال الخاصة والديون [3]، أما رياضيا فهي تتمثل في متوسط التكلفة المستقبلية المتوقعة للأموال المستخدمة عن طريق ترجيح تكلفة كل عنصر من رأس المال حسب نسبته في هيكل تمويل المؤسسة[4] وتعطى الصيغة العامة لحساب هذه التكلفة (WACC) كالتالي:[5]

$$\boldsymbol{WACC = Wd * Kd\,(1 - t) + We * Ke}$$

حيث:

Wd: الوزن المرجح للديون ضمن هيكل رأس المال، **Kd:** تكلفة الديون،

We: الوزن المرجح للأموال الخاصة ضمن هيكل رأس المال،

Ke: تكلفة الأموال الخاصة، **t:** نسبة الضريبة على الأرباح.

وتجدر الإشارة إلى أن وزن كل مصدر تمويلي في هيكل رأس المال يتمثل في نسبة كل عنصر إلى مجموع العناصر المكونة لهيكل رأس المال والمتمثلة في الأموال الخاصة والديون، حيث إذا كان هيكل رأس مال المؤسسة

[1] فايز تيم، (2011): مرجع سبق ذكره، ص 285-286.

[2] Barreau Jean et Delahaye Jacqueline, (2000) : Gestion financière Manuel & application, 9ème éd, Paris, Dunod, P 152.

[3] فرماج عبد القادر وآخرون، (2021): تأثير الأداء المالي على تكلفة التمويل- دراسة قياسية لعينة من شركات المساهمة الجزائرية من 2010 إلى 2017، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية (ABPR)، المجلد 10 (01)، ص 66.

[4] Paramasivan C and Subramanian T, Op.cit, P 77.

[5] Ramiz ur Rehman and Awais Raoof, (2010): Weighted average cost of capital (WACC) traditional Vs new approach for calculating the value of firm, International research journal of finace and economics, vol 45, P 07.

مكون من ثلاث مصادر تمويلية (أسهم عادية، أسهم ممتازة وديون) يمكن إعادة صياغة معادلة التكلفة المتوسطة المرجحة كالتالي:[1]

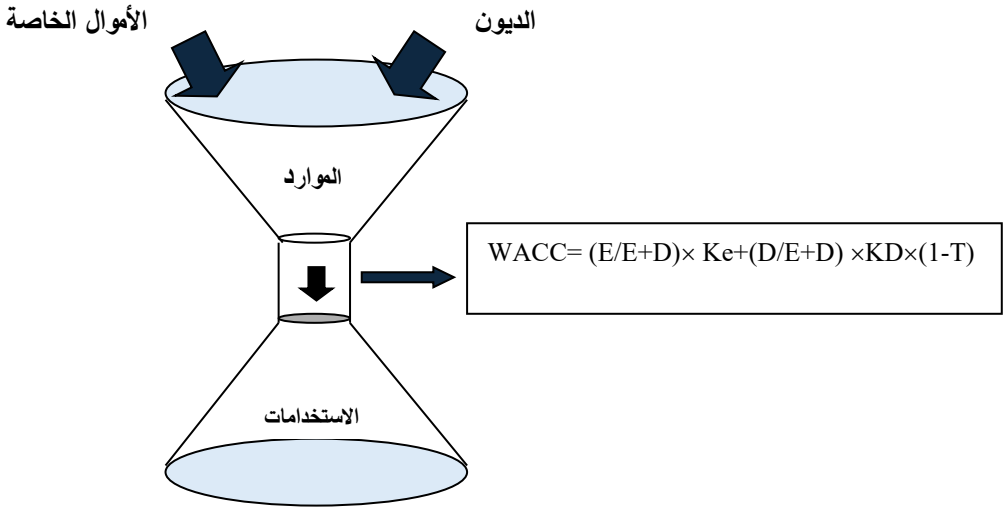
$$WACC = \frac{E}{E+P+D} \times Ke + \frac{P}{E+P+D} \times Kp + \frac{D}{E+P+D} \times Kd \times (1-T)$$

حيث:

E: قيمة الأسهم العادية، P: قيمة الأسهم الممتازة، D: قيمة الديون، Ke: تكلفة الأسهم العادية، Kp: تكلفة الأسهم الممتازة، K: تكلفة الديون.

يمكن تمثيل تكلفة رأس المال بيانيا في الشكل الموالي:

الشكل رقم (4): تمثيل بياني لتكلفة رأس المال



المصدر: دادن عبد الوهاب، (2006): تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي الإسهامات النظرية الأساسية، مجلة الباحث، العدد 04 (4)، ص 108.

المطلب الثاني: تكلفة مصادر التمويل

بعد أن تم التعرف في المبحث السابق على مختلف البدائل التمويلية المتاحة أمام المؤسسة، وكذا في المطلب الأول على التكلفة الاجمالية للتمويل سيتم في هذا المطلب التطرق إلى تكلفة هذه الأموال.

[1] Justyna Franc-Dabrowska et al, (2021): Energy sector risk and cost of capital assessment-companies and investors perspective Energies, MDPI, vol 14 (06), P 07.

1. تكلفة الأموال الممتلكة

تتكون الأموال الممتلكة من عناصر التمويل الذاتي الذي يتكون بدوره من الأرباح المحتجزة ومخصصات الاهتلاكات والمؤونات، بالإضافة إلى الأسهم بنوعيها العادية والممتازة.

1.1. تكلفة الأسهم العادية

تُعرف تكلفة التمويل عن طريق الأسهم العادية بأنها الحد الأدنى لمعدل العائد على الاستثمارات الممولة عن طريق هذه الأسهم والواجب تحقيقه للحفاظ على القيمة السوقية للسهم [1] وهو بذلك يتمثل في معدل الخصم المستخدم من طرف المستثمرون لخصم التوزيعات المتوقعة لأرباح الأسهم العادية من أجل تحديد السعر السوقي للسهم [2]، ويتم اتباع عدة نماذج لحسابها أشهرها نموذج تحيين، نموذج تسعير الأصول الرأسمالية.

أ. نموذج تحيين عائد السهم

انطلاقا من توقعات المستثمرين حول أرباح المؤسسة المستقبلية وحجم توزيعات الأرباح، يتم حسب هذا النموذج تقييم السهم العادي من خلال تحيين هذه التدفقات النقدية المستقبلية ومن ثم استنتاج معدل الخصم (تكلفة الأسهم العادية بالنسبة للمؤسسة المصدرة) الذي يساوي بين القيمة السوقية للسهم والتدفقات المُحينة. وحيث أن الأسهم العادية ليس لها تاريخ استحقاق معين فإن التدفقات النقدية تتثمل فقط في الأرباح التي يتحصل عليها المستثمر كما توضحه المعادلة التالية: [3]

$$P_0 = \sum_{n=1}^{\infty} \frac{D_n}{(1+k)^n} = \frac{D_1}{(1+k)^1} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \cdots + \frac{D_\infty}{(1+k)^\infty}$$

حيث:

P_0: السعر السوقي للسهم العادي، D: الأرباح السنوية الموزعة (ثابتة)، K: العائد الذي يحصل عليه حملة الأسهم.

نميز بين حالتين:

- حالة افتراض بقاء أرباح الأسهم ثابتة: أي قيمة D ثابتة فإن المعادلة تصبح كالتالي:

$$K = \frac{D_1}{P_0} \quad \text{ومنه} \quad P_0 = \frac{D_1}{K}$$

[1] Paramasivan C and Subramanian T, Op.cit, P 68.

[2] حداد فايز سليم، مرجع سبق ذكره، ص 188.

[3] منير إبراهيم هندي، (2006)، مرجع سبق ذكره، ص 562-563.

- حالة افتراض نمو أرباح الأسهم بمعدل ثابت **(نموذج *Gordan*)**: بافتراض أن الأرباح الموزعة على الأسهم العادية تنمو سنويا بمعدل ثابت (g)، فإذا كانت D تمثل أرباح السهم للسنة الحالية فإن D (1+g) هي الأرباح المتوقعة للسهم في السنة الأولى أي D_1 وبالتالي وفق هذا النموذج فإن معدل العائد على السهم العادي يحسب كما يلي:[1]

$$K = \frac{D_1}{P_0} + g$$

وعند إصدار أسهم جديدة على المؤسسة أن تأخذ في الحسبان تكلفة إصدار تلك الأسهم، حيث يتم بيع الأسهم الجديد بقيمة أقل من قيمتها الاسمية وفي المقابل يطلب المساهمين عائدا أكبر مما يؤدي إلى رفع تكلفة الأسهم [2] ولحساب هذه التكلفة يتم تكييف نموذج *Gordan* ليتضمن تكاليف الإصدار F كما يلي:[3]

$$K = \frac{D_1}{P_0(1-F)} + g$$

بالرغم من بساطة وسهولة تطبيق هذا النموذج إلا أنه لا يخلو من العيوب، أهمها أنه يُطبق على المؤسسات التي تقوم بتوزيع الأرباح فقط وحتى هذه الأخيرة يُستثنى منها تلك التي لها معدل توزيع أرباح غير ثابت، كما أنه لا يأخذ في الحسبان عنصر المخاطرة.

ب. نموذج تسعير الأصول الرأسمالية

يعتمد هذا النموذج على الموازنة بين العائد المتوقع والمخاطر المرافقة للاستثمار في السوق المالي، حيث يأخذ في الحسبان المخاطر النظامية والتي لا يمكن تجنبها [4] ويتم قياسها عن طريق التباين في عائد أصل معين عن عوائد السوق [5] أي أنه يحدد أدنى حد للعائد على السهم الذي يجب تحقيقه حتى يتفادى المستثمر المخاطر النظامية. يمكن صياغة معادلة نموذج تسعير الأصول المالية كالتالي: [6]

$$R_i = R_F + \beta[R_M - R_F]$$

حيث:

R_i: العائد المتوقع على السهم العادي (تكلفة السهم العادي)؛

[1] Kaya Halil D, (2016): Cost of capital and its components an application, International journal of academic research in business and social sciences, Vol 6 (05), P 248.

[2] بوشوشة محمد، مرجع سبق ذكره، ص 175.

[3] غربي حمزة وبدروني عيسى، (2019): العوامل المحددة لحساب تكلفة رأس المال في المؤسسة، مجلة الحوكمة المسؤولية الاجتماعية والتنمية المستدامة، المجلد 01 (2)، ص 150.

[4] حامد أحمد وآخرون، (2021): العلاقة بين الإفصاح المحاسبي عن تقارير استدامة الشركات وجودة الأرباح المحاسبية وانعكاساتها على تكلفة رأس المال– دراسة تطبيقية على البيئة المصرية، مجلة المحاسبة والمراجعة لاتحاد الجامعات العربية، المجلد 10 (3)، ص 593.

[5] Rossi Matteo, (2016): The capital asset pricing model- a critical literature review, Global business and economics review, Vol 18 (5), P 605.

[6] Patrick Piget, (2005) : Gestion financière de l'entreprise, 2ème édition, Paris, Economica, P 408.

R_F: معدل عائد الاستثمار الخالي من الخطر (معدل الفائدة بدون خطر)؛

R_M: عائد محفظة السوق (العائد المتوقع على جميع الأسهم المدرجة في السوق)؛

$\beta[R_M-R_F]$: علاوة الخطر كدالة لمعامل الحساسية β.

β: مقياس احصائي للمخاطر العامة أو النظامية التي يتعرض لها عائد السهم العادي في السوق ويتم حسابه كالتالي:[1]

$$\beta = \frac{cov(R_i, R_M)}{Var(R_M)}$$

يكتسب هذا النموذج أهمية كبيرة في حساب تكلفة التمويل الممتلك لأنه يأخذ بعين الاعتبار العلاقة بين عائد السهم والمخاطرة المصاحبة له، كما أنه قابل للتطبيق على المؤسسات ذات معدل نمو توزيعات الأرباح غير ثابت.

2.1. تكلفة الأسهم الممتازة

تعرف تكلفة الأسهم الممتازة بأنها معدل العائد الذي يجب تحقيقه على الاستثمارات التي تم تمويلها بواسطة هذا النوع من الأسهم حتى يمكن الاحتفاظ بالإيرادات المتوفرة لحملة الأسهم العادية [2]، وتتمثل في نسبة التوزيعات على الأسهم الممتازة إلى صافي تحصيلات المؤسسة من بيع هذه الأسهم الممتازة، وحيث أن عملية الإصدار تترتب عليها مصروفات وإذا تم التعبير عن تكلفة الأسهم الممتازة بـ Kp فإنها تحسب كما يلي:[3]

$$\mathrm{Kp} = \frac{\mathrm{dt}}{\mathrm{p}(1-\mathrm{f})}$$

حيث:

Kp: تكلفة السهم الممتاز، dt: توزيعات الأرباح على الأسهم الممتازة، P: السعر السوقية للسهم الممتاز، f: تكلفة اصدار السهم الجديد.

ويتم حساب تكلفة الأسهم الممتازة دون أي تعديلات ضريبية، وهذا راجع لكون أرباح هذه الأسهم غير قابلة للخصم من الوعاء الضريبي وبالتالي لا تتحقق أي وفورات ضريبية جراء استخدام الأسهم الممتازة [4].

---

[1] بن الضب علي وعياد سيدي امحمد، (2013): تكلفة رأس المال ومؤشرات إنشاء القيمة–دراسة تطبيقية ببورصة الدار البيضاء، مجلة أداء المؤسسات الاقتصادية، العدد 3، ص 131.

[2] النجار عبد العزيز، مرجع سبق ذكره، ص 428.

[3] Babusiaux Denis, (1990) : Décision d'investissement et calcul économique dans l'entreprise, Paris, édition économica, P 385.

[4] علي عباس، (2008): الإدارة المالية، عمان، الأردن، إثراء للنشر والتوزيع، ص 172.

3.1.تكلفة الأرباح المحتجزة

بما أن الأرباح المحتجزة ما هي إلا أرباحا صافية تحققت وتم احتجازها بدلا من توزيعها على المساهمين العاديين بهدف إعادة استثمارها، فإن المؤسسة ملزمة بتحقيق عائد على هذا الاستثمار يساوي على الأقل معدل العائد الذي يمكن أن يحصل عليه المساهمين لو استثمروا أموالهم من توزيعات الأرباح في فرص استثمارية أخرى[1]. وبالتالي فبالرغم من أن التمويل عن طريق احتجاز الأموال لا يترتب عليه أي مصروفات متعلقة بالإصدار إلا أنه لا يعد مجانيا حيث تتمثل تكلفته في تكلفة الفرصة البديلة التي تساوي معدل العائد الذي يطلبه المساهمين لقاء قبولهم احتجاز أرباحهم والذي يمكن حسابه باستخدام أحد نماذج حساب تكلفة الأسهم العادية التي سبق ذكرها [2]، ويمكن حسابها كالتالي:[3]

$$\mathbf{Ks} = \frac{D_1}{P} + g$$

حيث:

Ks: تكلفة الأرباح المحتجزة، **D_1:** الربح المتوقع للسهم، **P:** القيمة السوقية للسهم، **g:** معدل النمو المتوقع للأرباح.

2. تكلفة الاستدانة

تُعبّر تكلفة الاستدانة أو الديون عن تكلفة الأموال الخارجية المستخدمة من طرف المؤسسة سواء كانت ديون طويلة ومتوسطة الأجل أو سندات تم إصدارها، وتتمثل في معدل الفائدة الفعلي المدفوع إلى الدائنين بعد استبعاد الوفورات الضريبية.

وعند حساب تكلفة الاقتراض تُراعي المؤسسة الأضرار التي قد تمُس بحقوق حملة الأسهم من انخفاض في القيمة السوقية للأسهم وهو عامل مهم للحكم على قبول أو رفض التمويل بالسندات أو القروض طويلة الأجل[4].

1.2.تكلفة الديون طويلة الأجل

تعرف تكلفة الديون طويلة ومتوسطة الأجل بأنها معدل العائد الذي يجب تحقيقه على الاستثمارات الممولة بهذه الأموال المقترضة حتى لا تتأثر المكاسب المرتبطة بحملة الأسهم العادية [5]، وبالتالي فهي تتمثل في معدل

[1] العبيدي جواد، (2017): مقدمة في الإدارة المالية، عمان، الأردن، دار أمجد للنشر والتوزيع، ص 82.

[2] محمد صالح الحناوي وآخرون، (2004): الإدارة المالية "مدخل اتخاذ القرارات"، الإسكندرية، مصر، الدار الجامعية، ص 407.

[3] فايز تيم، (2013): مبادئ الإدارة المالية، الطبعة الثالثة، الأردن، إثراء للنشر والتوزيع، ص ص 293-294.

[4] لسوس مبارك، مرجع سبق ذكره، ص 192.

[5] العارضي جليل كاظم مدلول، (2014): الإدارة المالية المتقدمة- مفاهيم نظرية وتطبيقات عملية، الطبعة الأولى، الأردن، دار صفاء للنشر والتوزيع، ص 357.

الفائدة الفعلي على القرض المدفوع إلى الجهة المانحة للقرض سواء البنك أو أي مؤسسة مالية أخرى، وبما أن فوائد القروض من الأعباء التي تُطرح من الوعاء الضريبي عند حساب النتيجة في قائمة الدخل فإنها تحقق وفورات ضريبية للمؤسسة أي أن تكلفة القروض تنخفض بعد الضريبة حيث تحسب كالتالي: [1]

$$\mathbf{K= r- (r \times t)}$$

حيث:

Kd: تكلفة الديون بعد الضريبة، **r:** تكلفة الديون قبل الضريبة (معدل الفائدة على الدين)، t: معدل الضريبة على الأرباح، **(r × t):** الوفر الضريبي.

2.2. تكلفة السندات

تتوقف تكلفة السندات على عدة عوامل تتمثل في الفوائد السنوية المدفوعة والقيمة الاسمية للسند وسعر بيعه وكذا مدته، وتحسب كما يلي: [2]

$$K_{BBT} = \frac{i + \frac{VN - P}{A}}{\frac{VN + P}{2}}$$

حيث:

K_{BBT}: تكلفة السندات قبل الضريبة، **i:** معدل الفائدة على السند، **VN:** القيمة الاسمية، **P:** سعر البيع الصافي (القيمة الاسمية–عمولة الإصدار)، **A:** فترة الدين.

ويتم التعديل الجبائي لتكلفة السندات بخصم الضريبة على الأرباح حيث **Kd** تكلفة السندات بعد الضريبة وتحسب كما يلي:

$$\mathbf{Kd= K_{BBT}- (K_{BBT} \times 1)}$$

[1] غربي حمزة وبدروني عيسى، مرجع سبق ذكره، ص 153.

[2] شريط صلاح الدين وبلهادي سفيان، (2018): الصيغة الرياضية لتكلفة التمويل البنكي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الحجم، مجلة الإصلاحات الاقتصادية والاندماج في الاقتصاد العالمي، المجلد 13 (26)، ص 04.

3.2.تكلفة قرض الإيجار

تتمثل في ذلك المعدل الذي يجعل قيمة الأقساط المدفوعة تساوي إجمالي القرض المتحصل عليه [1]، ويتم حسابها كما يلي: [2]

$$F_0 = \sum_{i=1}^{n} \frac{L_i(1-T) + A_i(T)}{(1+k_{CB})^i} + \frac{VR_n}{(1+k_{CB})^n}$$

حيث:

F_0: قيمة الاستثمار الممول بالقرض الإيجاري، **L_i:** قسط إيجار الفترة i، **A_i:** قسط اهتلاك الأصل، **T:** معدل الضريبة على أرباح الشركات، **VR_n:** القيمة المتبقية للأصل (قيمة خيار الشراء)، **K_{CB}:** تكلفة قرض الايجار.

إن مفهوم تكلفة التمويل يكتسي أهمية كبرى في إطار مالية المؤسسة كونه يساعد متخذي القرار في تحديد أدنى عائد يجب أن تُحققه القرارات المالية، من خلال اختيار البديل التمويلي المناسب ذو التكلفة المنخفضة وبالتالي الوصول إلى هيكل مالي أمثل، وكذا تحديد الاستثمارات التي تحقق مردودية عالية.

المطلب الثالث: أثر الرفع المالي

تلجأ المؤسسات الاقتصادية في غالب الأحيان إلى الاعتماد على الديون لتمويل احتياجاتها لعدم كفاية أموالها الذاتية وكذا لما تحوزه أموال الاستدانة من مزايا متمثلة أساسا في الوفورات الضريبية، لكن هذه المزايا قد تتحول إلى مخاطر في حالة الافراط من الديون كل هذا يبينه أثر الرفع المالي الذي يقارن بين المردودية أو العوائد المتأتية من استخدام الأموال والمخاطر الناجمة عنها.

1. المردودية وأنواعها

تكتسي المردودية أهمية بالغة لكونها أداة لقياس فعالية المؤسسة بالإضافة إلى أنها معيار لاتخاذ القرارات وبالتالي فهي وسيلة يرتكز عليها متخذي القرارات المالية.

وتتجلى المردودية في جانبين مختلفين لكن مترابطين في نشاط المؤسسة، الأول باعتبارها عائد وبالتالي وسيلة لمكافأة أصحاب الموارد مثل المساهمين [3] والثاني باعتبارها مؤشر للفعالية عن طريق القيام بمقارنة النتائج

---

[1] مداني شهرزاد، (2021): أثر تكلفة رأس المال على ربحية الشركات دراسة عينة من الشركة المدرجة في بورصة عمان، المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية، المجلد 07 (02)، ص 45.

[2] بوجلال محمد وبورقبة شوقي، (2010): تكلفة التمويل في البنوك التقليدية والبنوك الإسلامية– دراسة مقارنة، مجلة جامعة الملك عبد العزيز الاقتصاد الإسلامي، المجلد 23 (2)، ص 22.

[3] Hubert De La Bruslerie, (2014) : Analyse financière Information financière évaluation diagnostic, 5ème édition, Paris, Dunob, P 09.

التي تم تحقيقها مع الوسائل المستخدمة فهي بذلك تعبر عن قدرة رأس المال على توليد الأرباح [1]، أي أن المردودية تعبر عن العلاقة بين النتيجة ورأس المال المستخدم للحصول عليها كالتالي:[2]

$$\text{المردودية} = \frac{\text{النتيجة}}{\text{رأس المال المستثمر}}$$

يتم تقسيم المردودية إلى ثلاث أنواع رئيسية تتمثل في المردودية الاقتصادية، المردودية المالية والمردودية التجارية.

2.1.المردودية الاقتصادية Re

تهدف المردودية الاقتصادية إلى تقييم مدى فعالية الأصول المستخدمة في تأدية النشاط، حيث يتم قياس أداء الاستثمارات وأدوات الإنتاج بشكل منفصل عن هيكل تمويل المؤسسة [3]. أي أنها تترجم قدرة المؤسسة على تحقيق نتيجة من استثماراتها بغض النظر عن نمط التمويل المتبع [4].

وتهتم المردودية الاقتصادية بالنشاط الأساسي للمؤسسة مستبعدة الأنشطة الثانوية والاستثنائية وترتكز في مكوناتها على نتيجة الاستغلال من حسابات النتائج والأصول الاقتصادية من الميزانية [5]، ويمكن حساب المردودية الاقتصادية بدلالة الفائض الإجمالي للاستغلال وتسمى المردودية الاقتصادية الإجمالية أو بدلالة نتيجة الاستغلال وتسمى المردودية الاقتصادية الصافية وتعطى بالعلاقة: [6]

$$Re = \frac{Rexp}{CPNE}$$

Re: المردودية الاقتصادية، Rexp: نتيجة الاستغلال، CPNE: رأس المال المستثمر= الأموال الخاصة+ الديون المالية.

كما يمكن حساب المردودية الاقتصادية بعد الضرائب، حيث t يمثل معدل الضريبة على الأرباح فإن:

$$Re = \frac{Rexp.(1-t)}{CPNE}$$

---

[1] Ramage Pierre, (2001) : Analyse et diagnostic financier, Paris, Edition d'organisation, P 145.
[2] Gérard Melyon, (2007) : Gestion financière, 4ème édition, France, Bréal édition, P 166.
[3] Cabane Pierre, (2008) : L'essentiel de la finance à l'usage des managers, 2ème édition, Paris, Eyrolles d'organisation, P 199.
[4] بشيشي وليد وآخرون، (2018): أثر تغير سعر الصرف على المردودية الاقتصادية في المؤسسة دراسة حالة مؤسسة مطاحن بن عمر، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، المجلد 5 (02)، ص 116.
[5] بن يونس ياسر وآخرون، (2020): دراسة تحليلية إحصائية لأثر الهيكل المالي على المردودية الاقتصادية في مؤسسة مطاحن عمر بن عمر للفترة 2018/2010، مجلة المالية & لأسواق، المجلد 08 (01)، ص 192.
[6] بن ناصر عبد الكريم وسائحي يوسف، (2023): أثر الرافعة المالية على مردودية المؤسسات الاقتصادية الخدمية–دراسة حالة مؤسسة سونلغاز بقالمة للفترة 2017/2019، مجلة الاجتهاد للدراسات القانونية والاقتصادية، المجلد 12 (01)، ص 511.

2.1. المردودية المالية RF

تقيس المردودية المالية العلاقة بين النتيجة المحققة والأموال الخاصة التي قدمها المساهمون لذا تسمى كذلك بالعائد على الأموال الخاصة، وعلى عكس المردودية الاقتصادية فأن المردودية المالية تهتم بإجمالي أنشطة المؤسسة وتأخذ بعين الاعتبار أساليب تمويلها وتحسب بالعلاقة التالية: [1]

$$Rf = \frac{Rnet}{CP}$$

حيث أن:

Rf: المردودية المالية، Rnet: النتيجة الصافية، CP: الأموال الخاصة.

3.1. المردودية التجارية ROS

تسمى كذلك بالربحية أو العائد على المبيعات وتمثل مقياسا للثروة المولدة من طرف المؤسسة من خلال حجم مبيعاتها فهي تعكس العلاقة بين النتيجة والمبيعات [2]، وترتبط بسياسة التسعير الخاصة بالمؤسسة وهامش الربح الذي تفرضه على تكلفة السلع المباعة [3] ويتم حسابها عن طريق قسمة النتيجة قبل الضرائب على رقم الأعمال Ch. A [4] أي:

المردودية التجارية= صافي الربح قبل الضريبة/المبيعات

2. أثر الرفع المالي

يرتبط الرفع المالي ارتباطا وثيقا بالهيكل المالي اذ يعكس مدى استخدام المؤسسة للأموال المقترضة كمصادر تمويل أقل تكلفة، حيث تزداد درجة الرفع المالي كلما زادت الأموال المقترضة، مما يؤثر على أرباح المساهمين وكذا درجة المخاطرة التي يتعرضون إليها.

فهو يعبر عن استخدام المؤسسة للتكاليف الثابتة المتولدة عن الديون في هيكلها المالي بهدف زيادة أرباح المساهمين [5] ومن جهة أخرى فهو يعبر كذلك عن مدى مساهمة الملاك في الهيكل المالي نسبةً للأموال المقترضة[6].

---

[1] Cabane Pierre, Ibid, P 201.

[2] Belouard Ali Nabil, (2013) : Etude de la rentabilité des entreprise-Privées Vs publiques-Algériennes-Test de difference de moyenne, Revue Nouvelle économie, Vol 04 (02), P 45.

[3] Solnik Bruno, (2001) : Gestion financière, 6ème édition, Paris, Dunod, P 41.

[4] Ait sahed Imene et Ait mohammed Mourad, Op.Cit, P 294.

[5] حجاج مراد وآخرون، (2019): قياس أثر الرفع المالي على الأداء المالي–دراسة حالة عينة من شركات الاسمنت الجزائرية خلال الفترة 2010–2016، المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية، المجلد 05 (02)، ص 82.

[6] بلقاسمي الزايدي وشلابي نعيمة، الرفع المالي وأثره على القيمة السوقية للشركات المدرجة في البورصة–دراسة قياسية لعينة من الشركات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية للفترة 2010–2020، مجلة أبحاث ودراسات التنمية، المجلد 09 (01)، ص 127.

أي هو مدى اعتماد المؤسسة سواء على القروض من المؤسسات المصرفية والمالية لتمويل احتياجاتها وتتمثل التكاليف الثابتة في هذه الحالة في الفوائد على القروض، أو على اصدار أسهم ممتازة وهنا تتمثل التكاليف الثابتة في الأرباح الموزعة على حملة الأسهم الممتازة (بحكم أن أرباح الأسهم الممتازة محددة ومضمونة) [1].

ويطلق عليه أيضا مصطلح المتاجرة بالملكية، أي استخدام أموال الغير بغية تحقيق عائد أكبر للملاك وتتمثل في نسبة اجمالي الديون (طويلة وقصيرة الأجل) إلى إجمالي الأصول [2].

ويعتمد الباحثين على العديد من النسب لحساب مساهمة الديون في الهيكل المالي أشهرها:[3]

- نسبة الديون إلى الأموال المملوكة= إجمالي الديون / الأموال الخاصة؛
- نسبة الديون طويلة الأجل = الديون طويلة الأجل/ الأموال الخاصة؛
- نسبة المديونية العامة= إجمالي الديون / إجمالي الموجودات.

وفي حين أن الرفع المالي يشير إلى نسبة الديون في الهيكل المالي، فأثر الرفع المالي هو ترجمة لحساسية النتيجة الصافية لمستوى الاستدانة في الهيكل المالي [4]، أو تقدير الأثر (الإيجابي أو السلبي) للجوء المؤسسة إلى الاستدانة في مردوديتها المالية أي في العائد على أموالها الخاصة [5].

وفي تعريف آخر أثر الرفع المالي هو ارتفاع معدل المردودية المالية للمساهمين بمعدل أكبر من معدل المردودية الاقتصادية نتيجة التوسع في استعمال الديون في الهيكل المالي للمؤسسة [6] والذي يمكن قياسه بدلالة المردودية المالية والمردودية الاقتصادية، حيث إذا كان:

Re: المردودية الاقتصادية، Rf: المردودية المالية، CP: الأموال الخاصة، D: الديون المالية، i: تكلفة الدين، (D.i): المصاريف المالية للدين (مبلغ الفائدة)، Rn: النتيجة الصافية، Rex: نتيجة الاستغلال، t: معدل الضريبة على الأرباح.

ولدينا: $Re = \frac{Rex}{CP+D}$

[1] بودن إسلام وقتال عبد العزيز، (2023): أثر المزيج التمويلي للمؤسسة على الرافعة المالية–حالة مؤسسة الأوراسي خلال الفترة 2015–2019، مجلة الدراسات الاقتصادية الكمية، المجلد 09 (01)، ص 400.

[2] تيماوي عبد المجيد، (2015): أثر الرفع على ربحية السهم في المؤسسات الخدمية الجزائرية حالة مؤسسة التسيير الفندقي سلسلة الأوراسي، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، المجلد 08 (02)، ص 820.

[3] حططاش عبد السلام وشوادر حمزة، (2016): تحليل أثر معيار الرفع المالي لبازل III على التحكم في المخاطر المالية بين المصارف التقليدية والمصارف الإسلامية، مجلة تنمية الموارد البشرية، المجلد 07 (02)، ص 214.

[4] Ramage Pierre, Op.Cit, P 146.

[5] Tari Mohammed larbi et Attari Abdennasser, (2018) : Le processus du financement bancaire de l'exploitation des PME et la notion d'effet de levier financier, Revue des économies financières bancaires et de management, Vol 07 (01), P 44.

[6] Gérard Melyon et Bernard Rebouh, (2002) : Comptabilité des sociétés commerciales, Paris, Bréal, P 151.

بالتالي: $Rex = Re.(CP + D) = Re.CP + Re.D$

و: $Rn = Rex - (D.i).(1 - t)$

وبالتالي: $Rn = [\ Re.CP + Re.D - (D.i)](1 - t)$

ومنه: $Rf = \frac{[\ Re.CP + Re.D - (D.i)](1-t)}{CP}$

بعد اخراج D كعامل مشترك وتبسيط المعادلة نجد:

$$Rf = [Re + (Re - i).\frac{D}{CP}](1 - t)$$

تمثل النسبة $\frac{D}{CP}$ الرفع المالي أو ذراع الرافعة، أما العبارة $(Re - i).\frac{D}{CP}(1 - t)$ تسمى أثر الرفع المالي وبالتالي يمكن استنتاج صيغة أثر الرفع المالي كما يلي:

أثر الرفع المالي= المردودية المالية –المردودية الاقتصادية

إن مبدأ أثر الرفع المالي يتمثل في أنه عند قيام المؤسسة بالاقتراض واستثمار هذه الأموال المقترضة يتوجب عليها تحقيق عائد يفوق التكاليف المالية للاقتراض (الفوائد المدفوعة على القروض أو الأرباح الموزعة على حملة الأسهم الممتازة) وإلا فلا داعي للاستثمار، وهكذا تشكل المؤسسة فائض ينتج عن الفرق بين النتيجة المحققة وتكاليف الاقتراض هذا الفائض يعود على ملاك المؤسسة ويعظم مردودية الأموال الخاصة[1].

يلجأ المسير المالي إلى استخدام الديون في الهيكل المالي للمؤسسة بهدف الاستفادة من مميزات تقنية الرفع المالي وتأثيرها على عوائد المساهمين، حيث تقِل تكلفة القروض عن تكلفة باقي المصادر كما أن المصاريف المالية الناتجة عنها تخصم من الوعاء الضريبي مما ينتج عنه وفورات ضريبية، بالرغم من هذا فإن المبالغة في الاستدانة قد تعرض المؤسسة لمخاطر مخاطر مالية.

3. مخاطر الرفع المالي

يرتبط مفهوم الرفع المالي بالمخاطرة المالية، حيث أن زيادة اعتماد المؤسسة على الديون في هيكلها المالي يصاحبه ارتفاع درجة المخاطر التي يواجهها المساهمون.

يقصد بالمخاطر المالية تلك المخاطر الإضافية المفروضة على المساهمين العاديين نتيجة قرار التمويل بالديون حيث يواجه المساهمون في الأصل قدرا معينا من المخاطر المرتبطة بعمليات المؤسسة الناتجة عن عدم

[1] Tari Mohammed larbi et Attari Abdennasser, Op.Cit, P 44.

التأكد في التوقعات المستقبلية للأرباح [1]، كما تعرف بأنها تذبذب عائد المساهمين بسبب التكاليف الثابتة المتولدة عن استخدام الديون واحتمال عدم القدرة على سداد الالتزامات في تواريخ استحقاقها، فالمخاطر المالية ترتبط طرديا مع حجم الديون في الهيكل المالي، والأصل في هذه المخاطرة ليست الديون بذاتها وإنما احتمال انخفاض مستوى الأرباح المتوقع تحقيقها عن مستوى تكاليف الديون مما يعرض المؤسسة إلى خسائر [2]. وهو ما تم ترجمته خلال الصيغة الرياضية السابقة لأثر الرافعة المالية حيث أن أثر الاستدانة مرهون بإشارة الفرق بين معدل المردودية الاقتصادية ومعدل تكلفة الديون (الفائدة على الديون)، وتبعا لذلك يتم تمييز ثلاث حالات لأثر الرفع كالتالي: [3]

- **أثر الرافعة الحيادي:** في هذه الحالة تتساوى معدل المردودية الاقتصادية مع معدل الفائدة على الديون ما يؤدي إلى جعل أثر الرفع المالي حيادي وحينها تتساوى كل من مردودية الأموال الخاصة والمردودية الاقتصادية؛
- **أثر الرافعة الإيجابي:** لما يرتفع معدل المردودية الاقتصادية عن معدل الفائدة على الديون فإن ارتفاع نسبة الرفع المالي يصاحبه ارتفاع مردودية الأموال الخاصة وبالتالي ارتفاع الربحية دون وجود للمخاطر المالية؛
- **أثر الرافعة السلبي:** في حالة انخفاض معدل المردودية الاقتصادية عن معدل الفائدة على الديون فإن ارتفاع مستوى الديون في الهيكل المالي يؤدي إلى انخفاض مردودية الأموال الخاصة وبالتالي ارتفاع المخاطر المالية.

مما سبق يمكن اعتبار الرفع المالي سلاح ذو حدين يمكن أن يحسن من ربحية المؤسسة ويكون في صالح المساهمين، كما يمكن أن يؤدي إلى نتائج وخيمة تضعف استقلالية المؤسسة وتزيد من درجة المخاطر المالية التي تتعرض لها، لذا يجب على المسير المالي قبل اتخاذ أي قرار بشأن الهيكل المالي أن يوازن بين تكلفة الديون والعائد المتوقع وكذا درجة المخاطرة من خلال دراسة أثر الرفع المالي لمعرفة حدود استخدام الديون للوصول إلى هيكل مالي مناسب.

[1] Ehrhardt Michael C and Brigham Eugenef, (2011): Financial management-Theory and practice, 13ème edition, USA, SouthWestern cengage learning, P 607.

[2] تكواشت رانية، (2022): أثر الرافعة المالية على الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية، مجلة إدارة الأعمال والدراسات الاقتصادية، المجلد 08 (01)، ص 287.

[3] Mehouachi Driss, (2001) : Le levier financier et son impact sur la croissance des fermes, Medit, Vol 12 (03), P 47.

خلاصة الفصل:

من أجل تسيير العمليات وتوسيع النشاط والوفاء بالالتزامات تسعى الإدارة المالية لكل المؤسسات الاقتصادية إلى تحديد احتياجاتها المالية بدقة وتدبير الأموال اللازمة والملائمة لها وبالتالي تشكيل الهيكل المالي الذي يعكس نسبة الأموال المستخدمة سواء كانت هذه الأخيرة ممتلكة أو أموال استدانة، طويلة أو قصيرة الأجل، حيث وفي ظل تعدد البدائل التمويلية في الوقت الراهن أصبح التحدي الذي يواجه الإدارة المالية يكمن في طريقة المزج بين هذه البدائل والحصول على الهيكل المالي الذي يُحقق أهداف المؤسسة.

بالحديث عن مصادر التمويل نجد تنوعا كبيرا بين مصادر التمويل الممتلك كالتمويل الذاتي والأسهم بأنواعها والتمويل بالاستدانة كالديون طويلة وقصيرة الأجل، حيث تختلف هذه المصادر من حيث تكلفتها، توافرها، درجة المخاطرة المصاحبة لها وكذا المزايا المترتبة عنها، فقد يتميز التمويل بأموال الملكية بتمتع المؤسسة باستقلالية مالية وسلطة في اتخاذ القرارات مما يؤدي إلى الاستقرار وتقليل المخاطر لكنه في المقابل قد يكون ذو تكلفة مرتفعة، كما أن اشتمال الهيكل المالي على الديون قد يحقق للمؤسسة وفورات ضريبية تكمن في أن فوائد الاقتراض تقتطع من الوعاء الضريبي مما يسمح بتكوين تدفقات نقدية ترفع من عوائد المؤسسة، في المقابل فإن الافراط في استخدام الدين دون كفاءة قد يؤدي إلى ارتفاع تكلفته مما يعرض المؤسسة لخطر العسر المالي وحتى الإفلاس، لذا ينبغي على متخذ القرار إجراء تقييم شامل ودقيق لكل بديل تمويلي عند المفاضلة بينها مع التركيز على تحقيق أثر رفع مالي موجب وذلك من خلال تقليل التكلفة ورفع المردودية وتقليل المخاطرة بالتالي الوصول إلى ما يُعرف بالهيكل المالي الأمثل، في هذا الصدد نشأت عدة نظريات مالية ناقشت سلوك الهيكل المالي واختلفت في نتائجها سيتم التعرف عليها في الفصل الثاني.

الفصل الثاني:

النظريات المالية المفسرة للهيكل المالي

تمهيد:

شكّلت مسألة اختيار البدائل التمويلية في المؤسسات الاقتصادية والمفاضلة بينها للوصول إلى هيكل مالي أمثل تنخفض عنده تكلفة التمويل وترتفع فيه قيمة المؤسسة محور العديد من الأبحاث في مجال الإدارة المالية منذ الخمسينات إلى يومنا هذا، حيث أثارت جدل الكثير من المهتمين بمالية المؤسسة منهم من يؤيد فكرة أمثلية الهيكل المالي ومنهم المعارض لها، لهذا برزت العديد من المقاربات النظريات كمحاولةٌ لإيجاد التشكيلة المثلى للهيكل المالي لعل أشهرها نظرة مودلياني وميلر في مقالهما سنة 1958 والتي رغم الانتقادات التي وُجهت لها حول عدم واقعية افتراضاتها إلا أنها اعتُبرت الحجر الأساس للإدارة المالية الحديثة حيث يعود الفضل إليها في دراسة الهيكل المالي بشكل متخصص كما ارتكزت عليها النظريات والأبحاث التي جاءت بعدها.

اختلفت الظروف والفرضيات التي بُنيت على أساسها نظريات الهيكل المالي حيث تم تقسيمها إلى نظريات مفسرة لسلوك الهيكل المالي في ظل كمال الأسواق (السوق التام) وأخرى تفسر سلوكه في ظل عدم كمالية الأسواق (السوق غير التام) كما ظهرت نظريات أخرى تحت مسمى النظريات الحديثة للهيكل المالي ، من خلال هذا الفصل سيتم التطرق إلى هذه النظريات وفق التسلسل الزمني لظهورها بالإضافة إلى أهم المحددات التي تؤثر على الهيكل المالي من خلال المباحث الثلاثة التالية:

- المبحث الأول: النظريات المالية المفسرة للهيكل المالي في ظل السوق التام
- المبحث الثاني: النظريات المالية المفسرة للهيكل المالي في ظل السوق غير التام
- المبحث الثالث: النظريات الحديثة للهيكل المالي ومحدداته

المبحث الأول: النظريات المفسرة للهيكل المالي في ظل السوق التام

يُقصد بافتراض كمال السوق انعدام الضرائب على أرباح المؤسسة وعدم وجود تكلفة الإفلاس إضافة إلى أن المؤسسة تقوم بتوزيع كل الأرباح أي لا توجد أرباح محتجزة، كما أن سلوك المستثمرين يتميز بالرشد عند اتخاذ القرارات وأن المعلومات متوافرة للكل وبدون تكلفة مما يجعل توقعاتهم متجانسة بخصوص احتمالية ربح الأعمال. تتمثل المداخل التي بحثت في الهيكل المالي في ظل السوق التام في ثلاث مداخل أساسية هي مدخل David Durand والمدخل التقليدي وكذا المدخل الأول لمودلياني وميلر 1958 سيتم التعرف عليها من خلال هذا المبحث.

المطلب الأول: مدخل David Durand (مدخل صافي الربح، صافي ربح العمليات)

في 1952 اقترح David Durand مدخلين أساسيين متناقضين لتقييم المؤسسات بدلالة نسب الاقتراض في هياكلها التمويلية والمتمثلين في: مدخل صافي الربح Net Income (NI)، ومدخل صافي ربح العمليات Net Operating Income (NOI).

1. مدخل صافي الربح Net Income Approach

نظرية صافي الربح كغيرها من النظريات المالية التي اهتمت بتفسير العلاقة بين الهيكل المالي والقيمة السوقية للمؤسسة، وفقا لهذا المدخل فإن من مصلحة المؤسسة تضمين هيكلها التمويلي أكبر نسبة ممكنة من القروض ولو تم تمويل المؤسسة بالكامل عن طريق الأموال المقترضة، علما أن هذا المدخل يقوم على افتراض أساسي هو أن استخدام القروض لن يغير من مفهوم المستثمرين للمخاطر المالية، تُعرف هذه النظرية باسم صافي الربح (NI) لأنها تؤكد على فكرة أن القيمة السوقية للمؤسسة وسعر حصتها من الأسهم يعتمدان على إجمالي دخلها المتاح لمساهميها[1].

يعود أصل هذه النظرية إلى 1952 على يد David Durand[2] الذي كان أول من اهتم بتفسير الهيكل المالي، حيث توصل خلال دراسته إلى أن قرار تشكيل هيكل تمويلي للمؤسسة لا يتم بطرق عشوائية غير مدروسة وإنما تكون له علاقة وطيدة بالقيمة السوقية للمؤسسة، وتوصل إلى أن المؤسسة عندما تضطر لتغيير هيكلها التمويلي سيؤثر ذلك مباشرة على التكلفة وبالتالي يؤثر على القيمة السوقية[3]، حسب هذا المدخل فإن قيمة المؤسسة (القيمة الإجمالية للاستثمار) ستتغير بتغير نسبة مساهمة القروض في الهيكل المالي، وافترض Durand ثبات كل من تكلفة الاقتراض وتكلفة الأموال الخاصة (الأسهم العادية) وهذا عند كل مستوى من مستويات اقتراض

[1] Muhammad Asghar Khan et al, (2021): Capital Structure Theories, A Comprehensive Review, REVISTA GEINTEC-GESTAO INOVACAO E TECNOLOGIAS, vol 11 (03), p 1563.

[2] David Durand, (1952): Costs of debt and equity funds for business, trends and problems of measurement, In: Conference on research in business finance, NBER, 1952, p 227.

[3] منير إبراهيم هندي، (2007): الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، مصر، ص 489.

المؤسسة، وعند تغيير الهيكل المالي الذي تستخدمه المؤسسة (زيادة الدين في الهيكل المالي) فإن التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال لا تتغير مادامت تكلفة الدين أقل من تكلفة اصدار أسهم جديدة، وزيادة نسبة القروض ستعمل على تخفيض التكلفة المرجحة للأموال وترفع من قيمة المؤسسة.

قامت نظرية صافي الربح كغيرها من النظريات على مجموعة فرضيات تتمثل في: [1]

- أن الإفراط في استخدام القروض لا يغير إدراك المستثمرين (ملاك، دائنين) بالمخاطر، لذا فإن المعدل المطلوب من طرفهم يبقى ثابت ولا يتغير بتغير الرفع المالي.
- باعتبار أن الملاك يجمعون صافي الربح بعد الفائدة فمن الممكن أن ترتفع المخاطر التي يتعرضون لها أكثر من أصحاب القروض (الفوائد على سندات).
- حجم الاستثمارات دائما ثابت ما يعني أن القيمة الإجمالية للعناصر التي يتضمنها هيكل رأس المال ثابتة أي لا يوجد مانع إذا أرادت المؤسسة أن تغير هيكلها التمويلي، وبافتراض أن المؤسسة تعتمد في تمويلها على مصدرين تمويليين فقط السندات (قروض) والأسهم (أموال خاصة)، فإن:

$$\mathbf{V = D + E}$$

V : القيمة السوقية للمؤسسة؛

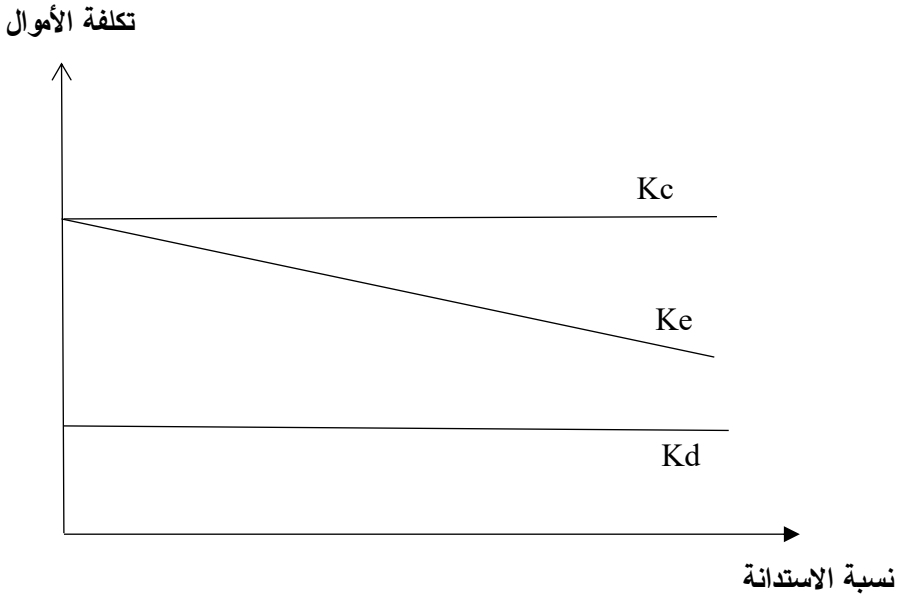
D: القيمة السوقية للسندات (القروض)؛

E: القيمة السوقية للأسهم المؤسسة (الأموال الخاصة).

يمكن توضيح نتائج هذا المدخل بيانيا، من خلال الشكل رقم (5) الموالي.

[1] محمد صالح الحناوي وجلال إبراهيم العيد، (2002): الإدارة المالية "مدخل القيمة واتخاذ القرارات"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، ص317.

الشكل رقم (5): العلاقة بين نسبة الاقتراض وتكلفة الأموال وفقا لمدخل صافي الربح



المصدر: العمار رضوان وغيا إبراهيم دانيا، (2018): نظريات الهيكل التمويلي وأثرها على قيمة المنشأة (عرض وتحليل)، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، المجلد 40 (06)، ص67.

Kc: تكلفة الأموال الخاصة؛

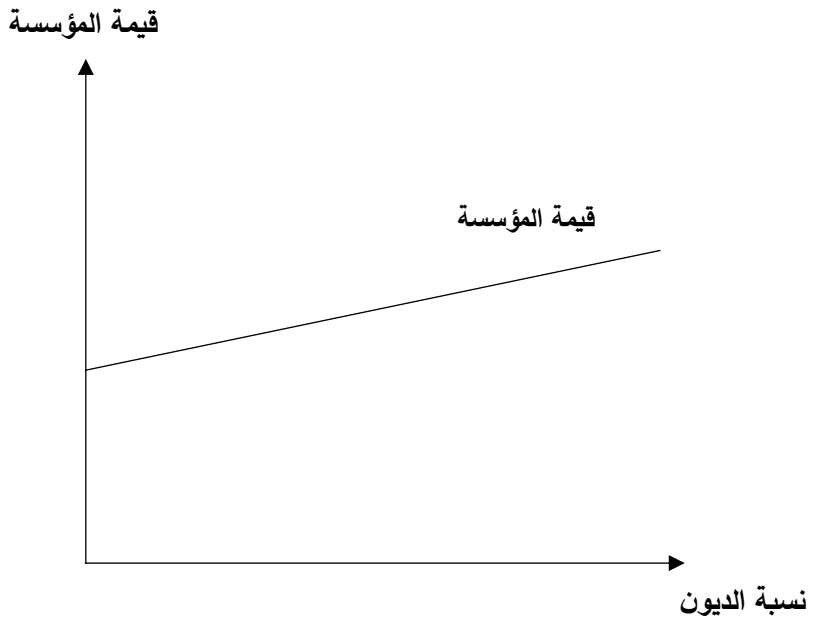
Ke : التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال؛

Kd : تكلفة الديون.

يُبين الشكل رقم (5) أنه وفقاً لنظرية صافي الربح، فإن التكلفة المرجحة للأموال تنخفض كلما ارتفعت نسبة الديون في الهيكل المالي مقابل انخفاض نسبة الأموال المملوكة، ومع ثبات تكلفة كل من الديون والأموال الخاصة نظراً لكون الديون مصدر تمويلي منخفض التكلفة.

وبما أن القيمة السوقية للمؤسسة ترتفع كلما انخفضت تكلفة الأموال، فإنه حسب هذه النظرية الهيكل المالي الأمثل هو ذلك الهيكل الذي يضم أكبر نسبة ممكنة من الديون حيث تكون عنده القيمة السوقية للمؤسسة في أقصى قيمة لها، وتكلفة الأموال في أدنى قيمة لها كما يبينه الشكل رقم (06).

الشكل رقم (06): العلاقة بين نسبة الاستدانة وقيمة المؤسسة وفقا لمدخل صافي الربح



المصدر: منير إبراهيم هندي، (2005): الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، الطبعة الثانية، مصر، منشأة المعارف، ص 99.

إن أهم ما يعاب على مدخل صافي الربح، افتراضه المتعلق بثبات كل من تكلفة الديون (السندات)Kd وتكلفة الأموال الخاصة Kc عندما يرتفع مستوى اقتراض المؤسسة، كما أنه لم يأخذ بعين الاعتبار المخاطر المالية من وجهة نظر المستثمرين في أسهمها وسنداتها والتي تنجم عن ارتفاع نسبة القروض في الهيكل المالي.

2. مدخل صافي ربح العمليات Net Operating Income (NOI)

يفترض المدخل الثاني لـ **David Durand** أن تكلفة القروض ثابتة لا تتغير مع تغيُّر حجم اقتراض المؤسسة، ولكن الاستخدام المتزايد لها قد ينظر إليه الملاك على أنه زيادة في المخاطر المالية التي قد تتعرض لها المؤسسة، وبالتالي يقومون برفع معدل العائد المطلوب والذي يُمثل تكلفة الأموال الخاصة، وبهذا فإن التكلفة الكلية للأموال تبقى ثابتة [1]. فعلى خلاف مدخل صافي الربح لا يَنص مدخل صافي ربح العمليات على وجود هيكل تمويلي أمثل، وقد ارتكز على مجموعة من الفرضيات من بينها: [2]

- تتحدد القيم السوقية للمؤسسة ككُل بخصم صافي ربح العمليات بمعدل خصم يساوي تكلفة الأموال المُرجحّة، لذلك ليس من المهم تقسيم تلك القيم بين الاقتراض والملكية؛
- يتحدد معدل خصم صافي ربح العمليات بدرجة مخاطر الأعمال لذلك فإذا ما ظَلَّت مخاطر الأعمال ثابتة لا تتغير فإن معدل الخصم (تكلفة الأموال المرجحة) يَظل ثابتاً لا يتغير أيضاً؛

[1] Nafhanti Difa Tsaniya and Darmawan Darmawan, (2019): Understanding the Corporate Values of Islamic Commercial Banks with the Theory of MM Preposition and David Durand in Capital Structure Theory, Review of Islamic Economics and Finance, Vol 02 (01), P 04.

[2] محمد صالح الحناوي وجلال إبراهيم العيد، مرجع سبق ذكره، ص333.

- زيادة مستويات الرفع المالي من خلال الحصول على قروض بطرح سندات وحيث يعتبر مصدر تمويل منخفض التكلفة يترتب عليه زيادةٌ في درجة المخاطر المالية التي يتعرض لها حملة الأسهم العادية، لذلك فإن المزايا الناجمة عن استخدام القروض (السندات) تضيع بمطالبة الملاك بمعدل عائد أعلى لتعويضهم عن المخاطر الإضافية التي يتعرضون لها، الأمر الذي يجعل تكلفة التمويل المُمتلك متصاعدة كلما زادت مستويات الرفع المالي؛
- ثبات التكلفة الكُلية للأموال مهما تغيرت نسبة الرفع المالي؛
- ثبات تكلفة الاقتراض، وتغير تكلفة الأموال الخاصة بتغير نسبة الاقتراض؛
- لا توجد ضريبة على دخل المؤسسات.

يجادل مؤيدو هذه النظرية بأن إجمالي المخاطر التي يتكبدها جميع حاملي الأوراق المالية في شركة معينة لا يمكن تغييرها بمجرد تغيير نسب الرسملة. يمكن لمثل هذا التغيير أن يغير فقط نسبة مجموع المخاطر لكل فئة من حاملي الأوراق المالية [1].

وبالتالي فإن تقدير السوق لقيمة المؤسسة تكون متكاملة، حيث يُستخدم معيار التكلفة المتوسطة للأموالWACC لرسملة صافي ربح العمليات، وتتوقف قيمة هذا المؤشر على عنصر خطر الأعمال، فإذا ما افترضنا ثبات عنصر المخاطرة، أصبحت قيمة التكلفة المتوسّطة للأموال ثابتة القيمة بالتبعية وتصبح بالتالي قضية الفصل بين الأموال الخاصة والقروض غير ذات أهمية [2]، فبافتراض أن المؤسّسة تعتمد في تمويلها على مصدرين تمويليَّين فقط: السندات (قروض) والأسهم العادية (أموال خاصة). فإنّ:

القيمة السوقيّة للمؤسسة= القيمة السوقيّة للسندات + القيمة السوقية للأسهم العادية.

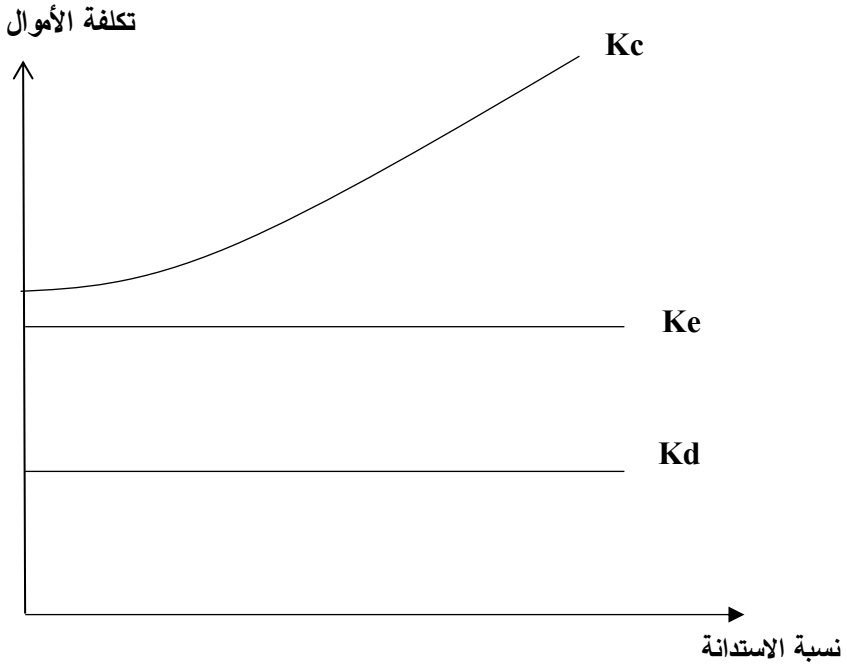
$$V = D + E$$

يُمكن توضيح نتائج هذا المدخل بيانيا، من خلال الشكل الموالي.

[1] David Durand, Op.cit, p 228.

[2] حركاتي نبيل، (2018): تحليل قرارات التمويل وأثرها على ربحية وقيمة المؤسسة الاقتصادية –دراسة حالة الشركات الصناعية المدرجة في الأسواق المالية العربية للفترة 2007–2015، مرجع سبق ذكره، ص84.

الشكل رقم (7): العلاقة بين نسبة الاقتراض وكل من تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة وفقا لمدخل صافي ربح العمليات



المصدر: منير ابراهيم الهندي، (2005)، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، منشأة المعارف، الإسكندرية، ط2، ص 104.

حيث أن:

Kc: تكلفة الأموال الخاصة؛

Ke: التكلفة الكلية للأموال؛

Kd: تكلفة الديون.

يُظهر الشكل أعلاه أن تكلفة هيكل رأس المال تبقى ثابتة مهما ارتفعت درجات الرفع المالي، كما نلاحظ وجود علاقة طردية بين تكلفة الأموال الخاصة ومعدل الاستدانة، ويرجع السبب وراء ارتفاع تكلفة الأموال الخاصة إلى كون الزيادة في نسب الاستدانة تؤدي إلى زيادة المخاطر المالية، وهو ما ينعكس على معدل العائد المطلوب من قبل المساهمين الذين يطالبون بعائد أكبر، وبالتالي فإن الزيادة في نسبة العائد على حقوق الملكية تؤدي إلى ارتفاع في تكلفة الأموال الخاصة من جهة وانخفاض في تكلفة الاستدانة بنفس القيمة من جهة أخرى، وهو ما يؤدي إلي إعادة التوازن لتكلفة رأس المال لتبقى ثابتة.

لكن وكسابقتها انتُقِدت نظرية صافي ربح العمليات، حيث أن أهم ما يعيبها هو أن ارتفاع نسبة الاستدانة بالمساهمين سيؤدي إلى الرفع من معدل العائد المطلوب على الأموال الخاصة، والذي يقابله مطالبة من قبل الدائنين برفع معدل الفائدة بسبب ارتفاع درجة المخاطر التي يمكن أن تلحق بالدائنين، ما يؤدي في المُجمل إلى

ارتفاع التكلفة المتوسّطة لرأس المال وهو ما يتنافى مع فرضية ثبات التكلفة الكلية للأموال بالرغم من تغير نسبة الرفع المالي.

المطلب الثاني: المدخل التقليدي

يطلق مصطلح المدخل التقليدي في موضوع الهيكل المالي على تلك الدراسات التي تسلم بوجود هيكل تمويلي أمثل، حيث أن كل دراسة في هذا المجال تُصنَّف من قبل الباحثين في الإدارة المالية ضمن المدخل التقليدي، وكونها صُنِّفت بالتقليدية لا يعني أنها اكتسبت صفة القِدم، بل إن الوصف يستند إلى أن هذه الدراسات افترضت ودون برهنة على صحة الفرضية التي تفيد بوجود هيكل تمويلي أمثل، وأن بإمكان المؤسسة أن ترفع من قيمتها عن طريق الاستعمال الصائب للقروض [1].

جاء هذا المدخل على يد كل من David Durand & Gordan Shapiro، وتقوم النظرية التقليدية على فكرة وجود معدل أمثل للمديونية تنخفض عنده التكاليف وتتعظم القيمة السوقية للمؤسسة، من خلال اختيار مزيج مناسب من الديون يسمح ببناء هيكل رأس مال أمثل للمؤسسة، بشكل أساسي، توضح هذه النظرية أنه يمكن اكتشاف وجود هيكل مالي مثالي أو مناسب للمؤسسة عندما يتم تقليل تكلفة رأس المال، أي متوسط التكلفة المرجحّة، وتكون قيمة المؤسسة في ذُروتها. [2]

حسب النظرية التقليدية، فإن الثروة لا تنشأ فقط من خلال الاستثمارات في الأصول التي تحقق عائدًا إيجابيًا على الاستثمار، بل وشراء تلك الأصول بمزيج مثالي من حقوق الملكية والديون أمر مهم بنفس القدر. تعتقد هذه النظرية أنه عندما يتم تقليل المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال (WACC)، فإن القيمة السوقية للأصول يتم تعظيمها، وسيتشكل الهيكل الأمثل لرأس المال. باختصار، تقول إن قيمة الشركة ترتفع إلى أن تصل إلى مستوى معين من الاستدانة يكون هو الأمثل، وبعده تميل إلى أن تظل ثابتة، وتبدأ في النهاية في الانخفاض [3].

تقوم هذه النظرية على عدة افتراضات نذكر من بينها:[4]

- على المؤسسة أن تقوم باستخدام نوعين من المصادر التمويلية فقط: القروض والأموال الخاصة؛
- مخاطر الأعمال تكون ثابتة ومستقلة عن هيكل رأس المال والمخاطر المالية؛
- تفترض أن يكون هناك توزيع كلي للأرباح ولا يتم احتجاز أي جزء منها حتى لا يتغير هيكل رأس المال؛

[1] محمد علي العامري، (2013): الإدارة المالية الحديثة، الطبعة 1، الأردن، دار وائل للنشر، ص311.

[2] Muhammad Asghar Khan et al, Op.Cit, p 1565.

[3] Abdul Hadi et al, (2017): The relevance of capital structure theories to consumer product firms at bursa Malaysia, Asia-Pacific Management Accounting Journal (APMAJ), vol 12, no 1, p146.

[4] محمد صالح الحناوي وآخرون، (2003): الإدارة المالية "التحليل المالي للمشروعات الجديدة"، الإسكندرية، الدار الجامعية، ص ص338-339.

- تفترض غياب كلي للضرائب على دخل المؤسسة.

وبالتالي فإن قيمة المؤسسة الكلية وفقا لهذه النظرية:

$$V= E/ D$$

حيث أن:

E: الأموال الخاصة؛

D: الأموال المقترضة.

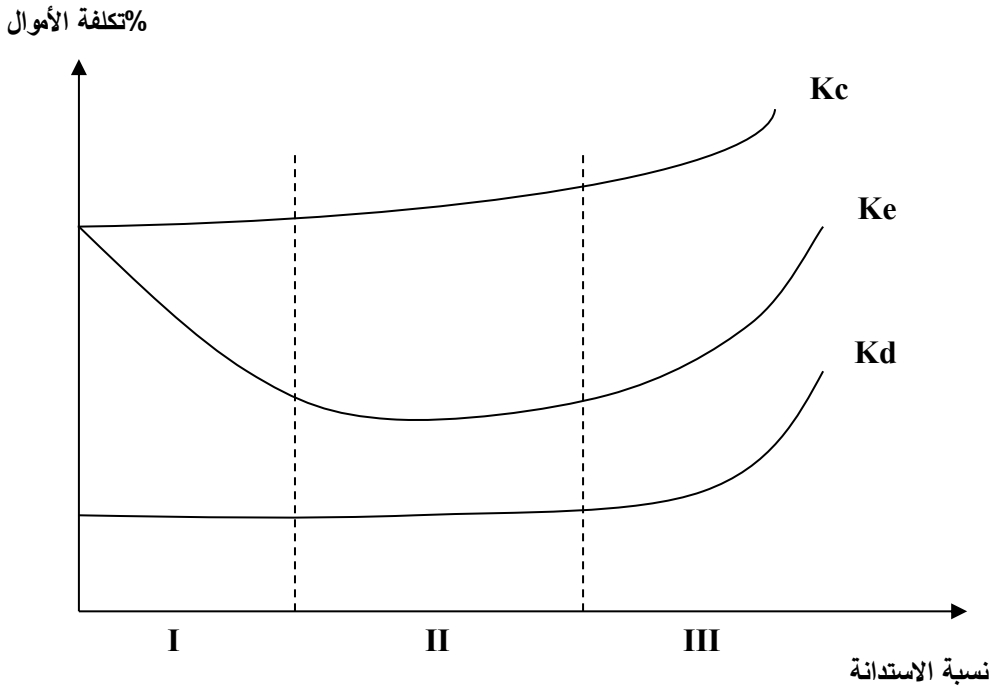
ويمكن توضيح هذه النظرية في ثلاث مراحل مختلفة:[1]

- **المرحلة الأولى (I):** توضح أن تكلفة حقوق الملكية (Ke) قد تزيد قليلاً أو تظل في مرحلة ثابتة مع زيادة مستوى ديون الشركة. علاوة على ذلك، في هذه المرحلة لا تزيد تكلفة الدين الإجمالي (Kd) عن تكلفة حقوق الملكية (Ke) وفي هذه المرحلة تكون تكلفة الدين (kd) ثابتة أيضًا، لذلك تؤدي الزيادة في مستوى الديون إلى انخفاض طفيف في التكلفة الكلية للأموال مما يؤدي إلى زيادة إجمالي قيمة الشركة (v).
- **المرحلة الثانية (II):** تفترض أنه إذا ارتفع حجم الدين، فإن تكلفة الأموال الخاصة (ke) سترتفع أيضًا بشكل أسرع من مرحلتها السابقة، وتكون تكلفة رأس المال (ko) للشركة عند أدنى مستوى لها وبالتالي تصل قيمتها الإجمالية إلى أقصى مستوى، ومن ثم في هذه المرحلة يتم تحقيق أفضل أو أفضل مزيج من هيكل رأس المال.
- **المرحلة الثالثة (III):** توضح أنه نظرًا للزيادة في حجم ديون الشركة، بعد نقطة معينة، تبدأ تكلفة أموال الملكية (ke) في الزيادة بوتيرة أسرع نتيجة لارتفاع المخاطر المالية الناتجة عن الافراط في استخدام الديون. وبالتالي، يتحرك (ko) إلى الأعلى، ومنه تبدأ قيمة الشركة في الانخفاض.

يمثل الشكل أدناه جميع المراحل الثلاث للنظرية التقليدية بطريقة بيانية.

[1] Muhammad Asghar Khan et al, Op.Cit, p 1565.

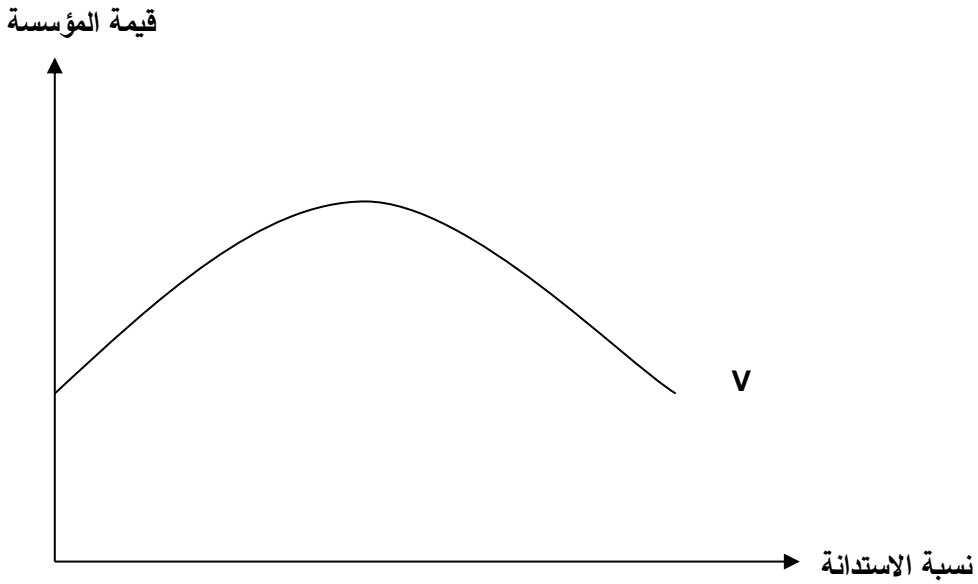
الشكل رقم (8): العلاقة بين نسبة الاقتراض وتكلفة الأموال وفقا للمدخل التقليدي



Source: Afrasiabishani Javad et al, (2012): A Comprehensive Review on Capital Structure Theories, School of doctoral studies (European Union) journal, N° 4, p39.

كما يمكن التعبير عن العلاقة بين الهيكل المالي من حيث نسبة الاستدانة وقيمة المؤسسة حسب النظرية التقليدية بيانيا كما يلي:

الشكل رقم (09): النظرية التقليدية وقيمة المؤسسة



المصدر: محمد علي العامري، (2010): الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة 1، الأردن، إثراء للنشر والتوزيع، ص 174.

وقد تعرضت هذه النظرية للعديد من الانتقادات بسبب تجاهلها الضريبة والمخاطر المالية التي قد يتعرض لها الملاك بسبب ارتفاع مستويات الرفع المالي، وتجاهل تكلفة الإفلاس، بالإضافة لافتراضها ثبات المعدل الذي يطلبه المساهمون.

المطلب الثالث: المدخل الأول لمودلياني وميلر (MM 1958)

يعتبر العمل الذي قدمه كل من موديلياني وميلر سنة 1958[1] (اختصاراً يطلق عليهما MM) أساس التمويل الحديث حيث لم تكن هناك نظرية مقبولة بشكل عام للهيكل المالي قبلها. وقد توصلا من خلال دراستهما أن قيمة المؤسسة لا علاقة لها بالهيكل المالي أو قرار التمويل [2].

ولقد اعتمد الباحثان في بناء نظريتهما على جملة من الافتراضات التي بالكاد تكون صحيحة في العالم الحقيقي وهي: [3]

- عدم وجود ضرائب؛
- يتم تصنيف المؤسسات حسب درجة المخاطرة التي يمكن أن تُحسب على أساس التباين في الأرباح قبل الفوائد والضرائب، فالمؤسسات التي تحقق نفس الأرباح تنتمي إلى نفس فئة المخاطر؛
- يتم تداول الأسهم والسندات في ظل سوق مثالي، أي لا وجود لتكاليف الوساطة كما أنه يمكن للمستثمرين الاقتراض بنفس معدل اقتراض المؤسسات؛
- لدى المستثمرين توقعات متجانسة حول الأرباح المستقبلية للمؤسسات والمخاطر المرتبطة بها؛
- ديون المؤسسات والأفراد خالية من المخاطر؛
- غياب عدم التأكد في التدفقات النقدية المتوقعة من السندات أي أنها تقدم عائد ثابت؛

أي أن قيمة المؤسسة التي لا تعتمد على التمويل الخارجي تتساوى مع قيمة المؤسسة التي تعتمد على تمويل خارجي ولو كان جزئياً. وفي حال عدم التساوي فإن المراجحون يتكفلون بعملية إعادة قيم تلك المؤسسات إلى التساوي. بالتالي فإن قيمة المؤسسة تتحدد بناء على أدائها وحسن اتخاذها للقرارات الاستثمارية وليس على مصادر تمويلها.

[1] Modigliani Franco and Miller Merton H, (1958): The cost of capital- corporation finance and the theory of investment, The American economic review, 48 (03).
[2] Luigi Popescu and Visinescu Sorin, (2009): A review of the capital structure theories, Annals of Faculty of Economics, vol 3 (01), p 315
[3] Keddi Abdelmadjid and Hammada Amina, (2016): Effect of financial structure on value of the company: An empirical study on the nonfinancial companies listed in Kuwait stock exchange 2010-2014, Dirassat Journal Economic Issue, Vol 7 (2), p 240.

ومن خلال هذا المدخل قدّم الباحثان اقتراحين هما:

الاقتراح الأول يتعلق بأثر الهيكل المالي على القيمة السوقية للمؤسسة، حيث برهنا الباحثان على أنه في ظل أسواق مالية مثالية وانعدام الضرائب على الأرباح، يتطلب التوازن في سوق رأس المال أن تكون قيمة الشركة مستقلة عن نسب الدين وحقوق الملكية في هيكل تمويل المؤسسة [1].

وأن قيمة المؤسسة تتحدد بقيمة أصولها بغض النظر عن الطريقة التي تم بها تمويل تلك الأصول، فمهما كان خليط التمويل فلن يكون له أي أثر على قيمة المؤسسة فهي تبقى ثابتة، وتتحدد برسملة العائد المتوقع على أساس معدل رسملة (متوسط تكلفة الأموال) يتمثل في العائد على الاستثمار للأسهم العادية لمؤسسة تنتمي إلى نفس فئة المخاطر ولكنها تعتمد على أموال الملكية فقط [2]، أي أن:

قيمة المؤسسة المستدينة (المرفوعة)= قيمة المؤسسة غير المستدينة (غير المرفوعة)

ويمكن التعبير عنها بالمعادلة التالية: [3]

$$V_L = V_U = CP_L + D = \frac{EBIT}{K_{cpU}}$$

حيث أن:

V_L: قيمة المؤسسة غير المستدينة (غير مرفوعة)؛

V_U: قيمة المؤسسة المستدينة (مرفوعة)؛

CPL: القيمة السوقية لأسهم المؤسسة المستدينة؛

D: القيمة السوقية للديون؛

EBIT: الأرباح قبل الفوائد والديون؛

K_{cpu}: تكلفة الأموال الخاصة للمؤسسة الممولة بالملكية كلياً.

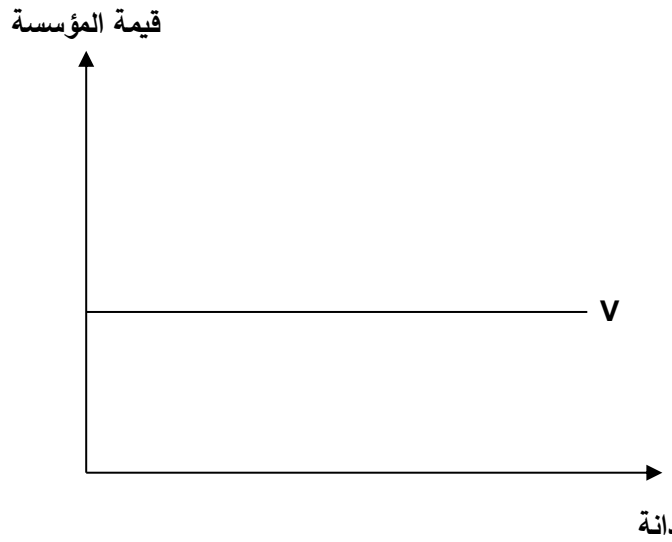
[1] Stein Frydenberg, (2011): Theory of capital structure-a review, Bulletin of Indonesia Economic Studies, Vol 35 (01), P 4.

[2] زيدان محمد وقدام جمال، (2015): اختيار الهيكل المالي للمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر دراسة قياسية للفترة 2011– 2013، مجلة رؤى الاقتصادية، 5 (9)، ص 127.

[3] Ross Stephen et all, (2010): Fundamentals of corporate finance, 9th edition, New york, Standard edition, p p 523-524.

ويمكن تمثيل ذلك بيانياً من خلال الشكل الموالي.

الشكل رقم (10): قيمة المؤسسة في ظل غياب الضرائب (MM, 1958)



المصدر: محمد علي العامري، (2010): الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الأولى، الأردن، إثراء للنشر والتوزيع، ص 176.

في هذه المرحلة أيد الباحثان التحليل المقدم في مدخل صافي ربح العمليات من حيث أن قيمة المؤسسة تعتمد على العوائد المتولدة عن استثماراتها، ويتحقق ذلك حتى في وجود مؤسستين إذا ما افترض عدم اختلافهما إلا من حيث الهيكل المالي، فمن المتوقع أن تتساويا في القيمة رجوعاً إلى ثبات التكاليف الإجمالية وانتماءهما إلى نفس درجة الخطر، وإن تفوقت المؤسسة المستدينة من حيث القيمة، فإن المستثمر سيرى أن من صالحه أن يتنازل عن أسهمه في المؤسسة المقترضة وتعويضها بأسهم في المؤسسة المعتمدة على أموال الملكية فقط بالاستعانة برفع مالي شخصي ، إذ يكون من المتوقع أن يحقق نفس العائد في ظل نفس المستوى من المخاطر ولكن باستثمار أقل، وهذه الميزة ستجذب الكثير من المستثمرين للقيام بنفس التصرف، ما يكون سببا في زيادة الطلب على أسهم المؤسسة غير المقترضة وبالتالي ارتفاع قيمتها مقابل زيادة في عرض أسهم المؤسسة المقترضة وبالتالي انخفاض قيمتها، ويستمر هذه الوضع إلى أن تتساوى قيمة المؤسستين، وهذا ما يندرج تحت مسمى المراجحة (عملية بيع تتبع بعملية شراء حقوق أخرى أو شراء وبيع نفس القيم في أسواق مختلفة للحصول على عائد من الفرق في القيمة السوقية للقيم) [1].

والاقتراح الثاني للباحثين فهو منبثق من الاقتراح الأول ويهتم بأثر الهيكل المالي على تكلفة التمويل، حيث يشير إلى أن معدل العائد المطلوب عن السهم العادي لمؤسسة تمزج في تمويلها بين الديون والأموال، يعادل معدل العائد المطلوب على السهم العادي لمؤسسة أخرى مماثلة لها وتنتمي إلى نفس فئة المخاطرة لكنها لا تعتمد على

[1] صديقي أحمد وآخرون، (2017): تأثير الهيكل التمويلي على القرارات المالية في المؤسسة، مجلة الاقتصاد وإدارة الأعمال، جامعة أدرار، المجلد 1، العدد 1، ص83.

الديون في هيكلها المالي، مضافاً إليه عائداً إضافياً كتعويض للمخاطر المالية التي قد تنجم عن الاقتراض [1]. تقاس هذه المكافئة أو التعويض بضرب نسبة الديون إلى الأموال الخاصة في الفرق بين معدل العائد للسهم العادي لمؤسسة تعتمد كليا على الأموال الخاصة ومعدل الفائدة على القروض والتي يمكن صياغتها رياضيا في المعادلة التالية: [2]

$$Kcpu + (Kcpu-Kd) \times \frac{D}{CP_L}$$

حيث أن:

Kcp_L: تكلفة الأموال الخاصة لمؤسسة مستدينة؛

Kcpu: تكلفة الأموال الخاصة لمؤسسة غير مستدينة؛

K_D: تكلفة الديون؛

D: قيمة الديون؛

CP_L: قيمة أسهم مؤسسة مستدينة؛

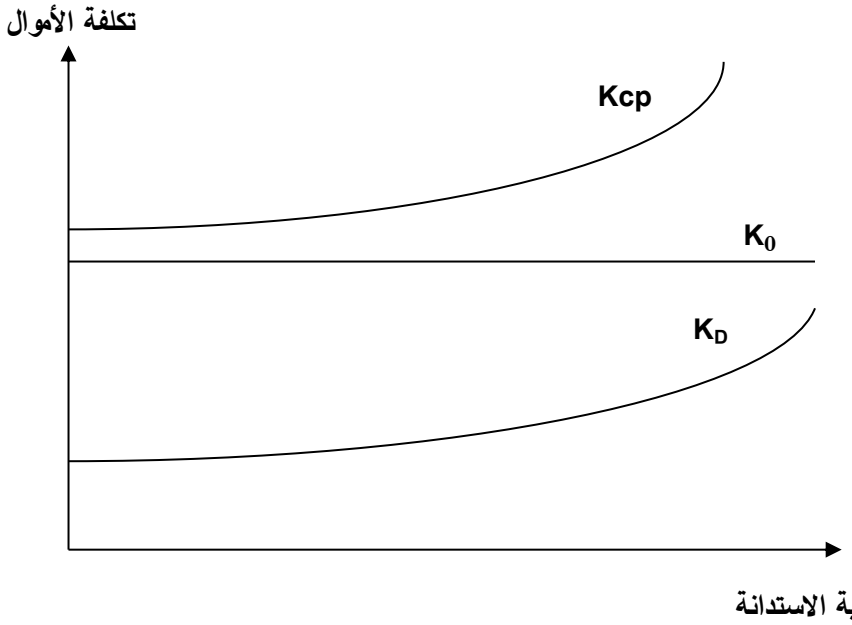
$(Kcpu-Kd) \times \frac{D}{CP_L}$: عائد إضافي بدل الخطر.

كما يمكن التعبير عن الاقتراح الثاني لـ MM في ظل غياب الضرائب من خلال الشكل البياني رقم (11).

[1] سهايلية نبيلة وبوكثير جبار، (2017): عناصر الهيكل المالي وأثرها على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة ديون مجمع صيدال الجزائري، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، العدد (5)، ص 248.

[2] Jonathan Berk et Peter Demarzo, (2008): Finance d'entreprise, Paris, Pearson education, p 489.

الشكل رقم (11): تكلفة الأموال في ظل غياب الضرائب (MM, 1958)



Source: Pierre Vernimmen et al, (2005) : Finance d'entreprise, 6ème édition, Paris, Edition Dalloz, p 666.

من خلال الشكل رقم (11) يتبين وجود علاقة طردية بين نسبة الاستدانة وتكلفة الأموال الخاصة، حيث كلما زاد الاعتماد على الديون ارتفعت تكلفة أموال الملكية بسبب زيادة المخاطر المالية التي يُمكن أن يتعرض لها المساهمون، بالرغم من ذلك فإن التكلفة المرجحة للأموال تبقى ثابتة الباحثان ذلك إلى ذلك الارتفاع في تكلفة الأموال الخاصة سيعوضه الانخفاض في تكلفة الأموال المقترضة كلما تم التوسع في الاعتماد عليها.

وعليه فإن الباحثان من خلال هذه النظرية وفي ظل غياب الضرائب ينفيان وجود هيكل مالي أمثل تنخفض فيه تكلفة الأموال وتتعظم القيمة السوقية للمؤسسة، وأن هذه الأخير لا تتأثر بتشكيلة الأموال وإنما بقيمة استثماراتها وبالتالي على العائد المتوقع من هذه الاستثمارات.

تم توجيه العديد من الانتقادات لنظرية (Modigliani and Miller) وأبرزها:[1]

- إن افتراض قدرة المؤسسات والأفراد على الإقراض والاقتراض بنفس معدل الفائدة فرض غير واقعي، إذ تتمتع المؤسسات بثقة أكبر لدى مانحي القروض مقارنة بالأفراد، حيث تملك حجم معين من الأصول التي تُعد كضمانات؛

[1] طالب محمد الأمين وليد، (2016): دور الجباية في اختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، المجلد 3 (02)، ص ص 226-227.

- إن افتراض أن الرفع المالي الشخصي يحل محل الرفع المالي للمؤسسات غير مقبول، لأنه في حالة افلاس إحدى المؤسسات المستخدمة للرفع فإن الخسارة تقع على كل مستثمر بمقدار حصته، لأما في حالة إفلاس أحد المستثمرين المستخدمين للرفع المالي الشخصي فإنه يخسر حصته ويُلزم بسداد الدين؛
- إن إدخال الضرائب على الدخل سيُغير نتائج هذا المدخل، إذ أن الفوائد القروض تعتبر من التكاليف التشغيلية التي تُخصم من الوعاء الضريبي لأرباح المؤسسة.

كل هذه الانتقادات ساهمت في ظهور مقال آخر للباحثين موديغلياني وميلر يعتبر مقال تصحيحي لما جاء الدراسة السابقة، سيتم التطرق إليه في المبحث الثاني.

المبحث الثاني: النظريات المفسرة للهيكل المالي في ظل السوق غير التام

بعد الانتقادات العديدة من طرف الباحثين حول عدم واقعية الفرضيات التي جاء بها Modigliani وMiller سنة 1958 وأبرزها افتراض كمالية الأسواق وتجاهل بعض العوامل المهمة التي تعكس واقع السوق كالضرائب وتكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة، برزت نظريات جديدة أخذت في الحسبان هذه النقائص وخصائص السوق غير التام سيتم التطرق لها من خلال هذا المبحث الذي يتناول في المطلب الأول نظرية مودلياني وميلر في ظل وجود الضرائب في مقالهما سنة 1963 الذي يُعتبر نظرة تصحيحية لمقالهما السابق (1958)، وفي المطلب الثاني سيتم عرض نظرية التوازن التي قامت بإدخال تكلفة تكاليف الإفلاس وفي المطلب الثالث نظرية التوازن في ظل تكاليف الوكالة.

المطلب الاول: نظرية مودلياني وميلر في وجود الضرائب 1963

عاد الباحثان بمقال تصحيحي سنة 1963، أساس هذا المقال هو إبراز المزايا الضريبية للتمويل بالديون[1]، حيث خلصا إلى أن قيمة مؤسسة مستدينة تساوي قيمة مؤسسة أخرى غير مستدينة مضافا إليه القيمة الحالية للوفورات الضريبية المتأتية من استخدام الديون [2]، كما توضحه المعادلة التالية:[3]

$$V_L = V_u + (T.D)$$

حيث:

V_L: قيمة المؤسسة المقترِضة،

V_u: قيمة المؤسسة غير المقترِضة،

T: معدل الضريبة على الأرباح؛

D: قيمة الديون؛

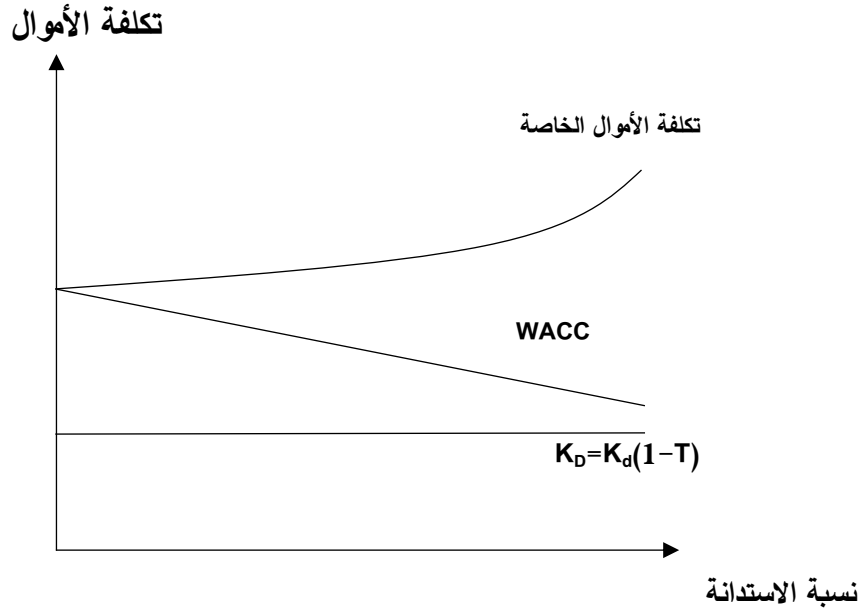
(T. D): القيمة الحالية للوفورات الضريبية للمؤسسة المقترضة.

فعند فرض الضريبة على أرباح مؤسسة تستخدم الديون في هيكل تمويلها، فإن الفائدة المطلوبة على تلك القروض تعد مصاريف مالية يتم خصمها من دخل المؤسسة قبل فرض الضريبة عليها، ومنه تنخفض قيمة

[1] Modigliani Franco and Miller Merton H, (1963): Corporate income taxes and the cost of capital: A correction, The American economic review, 53 (3), P 442.
[2] Keddi Abdelmadjid and Hammada Amina, Op.Cit, P 242.
[3] Modigliani Franco and Miller Merton H, (1963), Ibid, P 436.

الاقتطاعات الضريبية وتنخفض معها تكلفة الأموال المرجحة كلما زاد استخدام الديون في التمويل، وهذا ما يوضحه الشكل رقم (12).

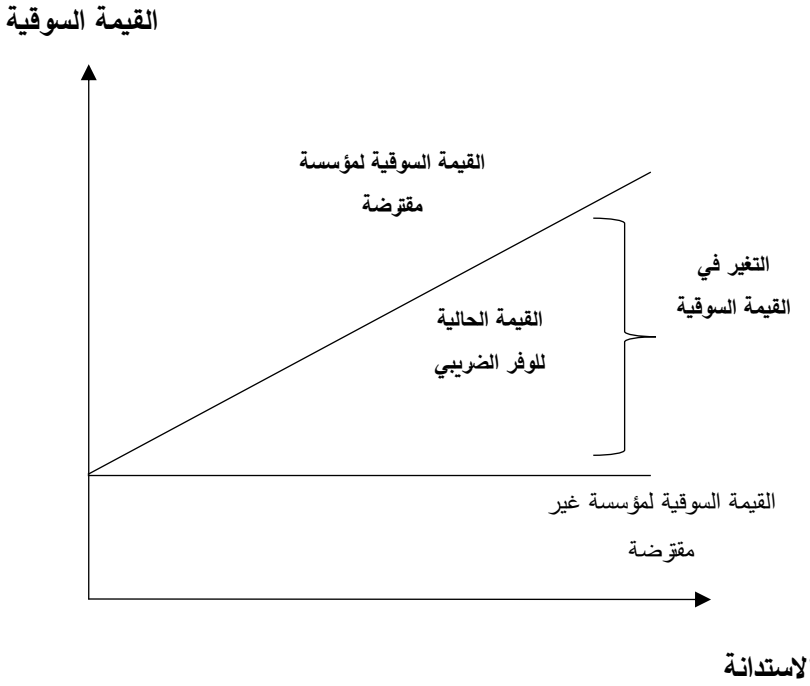
الشكل رقم (12): تكلفة الأموال في ظل وجود الضرائب (MM 1963)



Source : Alboury Michel, (2003): Décisions Financières et création de valeur, 2ème édition, Paris, Edition économica, P 347.

إن انخفاض الاقتطاعات الضريبية وتكلفة الأموال يؤدي إلى زيادة الأرباح الموزَعة على حملة الأسهم الأمر الذي يؤثر على قيمة المؤسسة بالإيجاب، حيث كلما ارتفعت الرافعة المالية (الناتجة عن استخدام الديون) كلما انخفضت التكلفة المرجحة للأموال وارتفعت القيمة السوقية للمؤسسة كما يبينه الشكل رقم (13).

الشكل رقم (13): قيمة المؤسسة المستدينة في ظل وجود الضرائب (MM 1963)



Source: Ross Stephen et al, (2010): Fundamentals of corporate finance, 9th edition, New york, Standard edition, P 521.

وبالتالي حسب نظرة العالمين MM (1963) فإن قيمة المؤسسة مرتبطة بشكل أساسي بهيكل تمويلها، حيث مع وجود ديون بنسبة 100 % فإن للهيكل المالي فائدة إضافية تتمثل في الوفورات الضريبية [1]. وعليه فإن الهيكل المالي الأمثل حسب هذه النظرة هو الذي يستخدم أكبر حجم ممكن من الديون من أجل الاستفادة من الوفورات الضريبية وتخيض تكلفة الأموال المستخدمة.

إن أهم ما يُعاب على هذه النظرية أنها أهملت تكاليف أخرى ناتجة عن الإفراط في استخدام الديون كتكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة التي تضمنتها نظرية التوازن التي سيتم التطرق إليها في المطلب الموالي.

المطلب الثاني: نظرية التوازن في ظل تكلفة الافلاس

تفترض النظرية وجود هيكل تمويل أمثل من خلال الموازنة بين الوفورات الضريبية وتكلفة الافلاس وتكلفة الوكالة، فالهيكل المالي الأمثل يتحقق عند تعظيم قيمة المؤسسة مع الأخذ بعين الاعتبار جميع المتغيرات، حيث

[1] REHMAN Obaid Ur, (2016): Impact of capital structure and dividend policy on firm value, Journal of Poverty Investment and Development, 21 (1), P 42.

أن القرار الأمثل للاستدانة والذي يضمن أعلى قيمة سوقية للمؤسسة ما هو إلا محصلة للتوازن بين الأثر الايجابي الذي تحدثه القيمة الحالية للوفورات الضريبية والأثر السلبي الذي تسببه تكلفة الافلاس[1].

ظهرت نظرية التوازن أو الموازنة استجابة للانتقادات التي طالت النظريات السابقة لـ Modigliani وMiller حيث أدخلت بعض التعديلات على نموذج M&M جاءت هذه التعديلات على مرحلتين، المرحلة الأولى تم إدخال أثر تكلفة الافلاس على نموذج MM (1963) أما في المرحلة الثانية تم إدخال أثر تكلفة الوكالة على نفس النموذج (MM) في وجود تكلفة الافلاس.

بعد التحليل الذي قاما به الباحثان MM والذي استبعد مخاطر الإفلاس المترتبة عن الاستدانة، قام العديد من العلماء بإسقاط افتراض أن الديون خالية من الخطر، حيث أن فشل المؤسسة في سداد قيمة القروض والفوائد في تواريخ الاستحقاق يعطي الحق للمقرضين باتخاذ اجراءات قانونية قد تنتهي بإعلان إفلاس المؤسسة، أما بالنسبة للمؤسسة التي يتكون هيكل تمويلها من أموال خاصة فقط فإنها لا تلتزم تجاه الملاك برد قيمة الأسهم التي يمتلكونها أو اجراء توزيعات حتى لو تحققت أرباحاً، من تم لا تكون عرضة لمثل هذه الإجراءات القانونية [2]. يترتب عن مخاطر الافلاس تحمل المؤسسة لبعض التكاليف يطلق عليها اسم تكاليف الافلاس التي تقسم إلى نوعين: [3]

- **تكاليف مباشرة:** والمتمثلة في التكاليف الإدارية وتكاليف إعادة التنظيم، التكاليف المالية وتكاليف الإنابة وتكاليف البيع القصري والمستعجل للأصول والتكاليف الاجتماعية؛
- **تكاليف غير مباشرة:** وتشمل التكاليف الناتجة عن تدهور سمعة المؤسسة أي تضرر المصداقية المالية والتجارية، إضافة إلى تكاليف ضياع الفرص.

وحتى يتجنب المقرضون مثل هذه المخاطر إذا ما وقعت، يقومون من البداية بنقل هذه التكاليف إلى الملاك تحسبا لوقوع الإفلاس وذلك من خلال المطالبة بمعدل عائد مرتفع للاستثمار في سندات المؤسسة أو من خلال رفع معدل الفائدة على القروض التي يقدمونها للمؤسسة، وهذا من أجل تغطية الانخفاض في القيمة السوقية للسندات ولو جزئيا، حيث يمكن ألا تكفي أموال التصفية لسداد مستحقاتهم بالكامل. في المقابل وبعد نقل تكلفة الافلاس إلى الملاك سوف يطالب هؤلاء بمعدل أعلى على استثماراتهم لتعويضهم عنها، هذا يعني وجود علاقة

[1] خواني ليلى وشعيب بغداد، (2006): الأسس النظرية لهياكل تمويل المؤسسات ومصادر تمويلها–دراسة حالة هياكل دعم المؤسسات المصغرة في الجزائر، مجلة المالية والأسواق، المجلد 4، العدد 02، ص69.

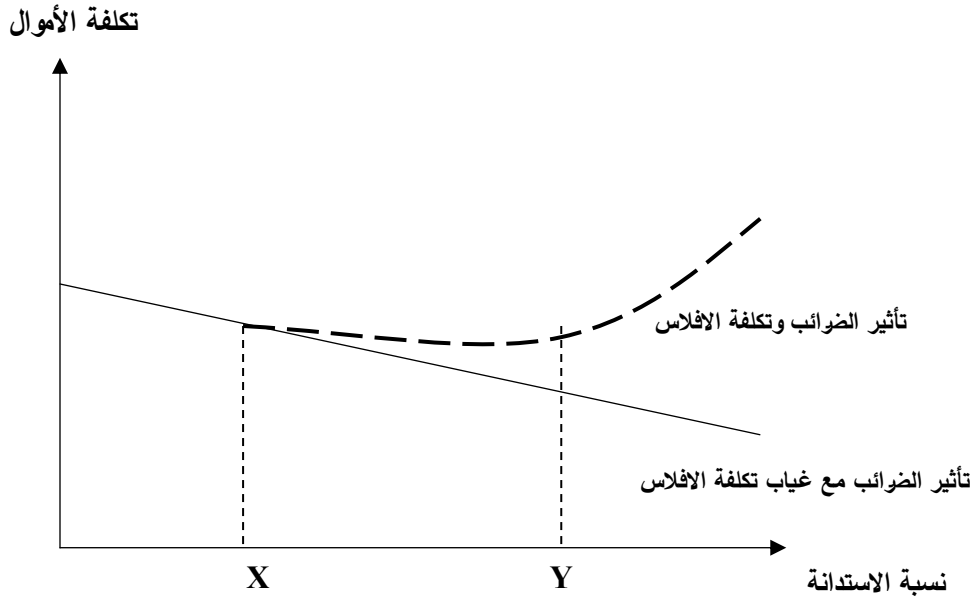
[2] بن ساسي إلياس وقريشي يوسف (2006)، مرجع سبق ذكره، ص 375.

[3] بن ساسي إلياس وقريشي يوسف، (2011): مرجع سبق ذكره، ص 414.

غير مباشرة بين زيادة الاقتراض وبين العائد المطلوب من قبل الملاك، وبالتالي ارتفاع تكلفة الأموال المرجحة مما يؤدي إلى انخفاض في القيمة السوقية للمؤسسة [1].

يمكن شرح تأثير الاستدانة على تكلفة الأموال في ظل وجود تكاليف الإفلاس حسب نظرية التوازن بيانيا في الشكل التالي.

الشكل رقم (14): العلاقة بين معدل الاستدانة وتكلفة الأموال في ظل وجود تكاليف الإفلاس



المصدر: منير ابراهيم هندي، (2005): الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، الطبعة 2، الإسكندرية، منشأة المعارف، ص671.

يوضح الشكل رقم (14) العلاقة بين تكلفة الأموال ومعدل الاستدانة في ظل وجود الضرائب مع تكلفة الافلاس وغيابها، حيث يلاحظ أنه في وجود الضرائب وغياب تكلفة الافلاس فإن العلاقة بين تكلفة الأموال ومعدل الاستدانة هي علاقة عكسية، فكلما ارتفعت الأموال المقترضة كلما انخفضت تكلفة الأموال وهذا راجع إلى الميزة الضريبية (الوفر الضريبي) التي توفرها الديون.

بينما في حالة وجود الضرائب وتكاليف الإفلاس فإن تكلفة الأموال انطلاقا من النقطة x التي تظهر فيها تكلفة الافلاس تستمر في الانخفاض لكن بوتيرة ضعيفة مقارنة بالحالة الأولى، لأن تكلفة الإفلاس في هذه المرحلة تكون أقل من قيمة الوفورات الضريبية، ولكن ابتداء من النقطة y تبدأ تكاليف الإفلاس بالارتفاع بمعدل أكبر من قيمة الوفورات الضريبية الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع التكلفة الاجمالية للأموال بشكل ملاحظ.

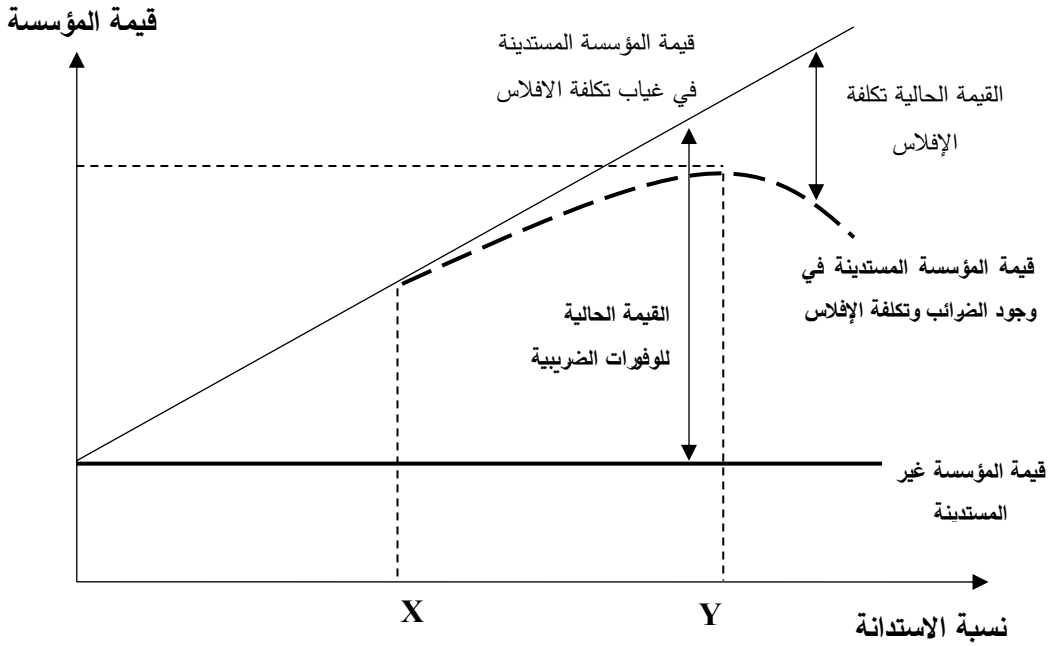
[1] زيدان محمد وقدام جمال، مرجع سبق ذكره، ص ص 129-130.

وبالتالي في هذه الحالة، إن لزيادة نسبة الاقتراض في هيكل تمويل المؤسسة أثرين متضادين في تكلفة الأموال الكلية، حيث تنخفض هذه التكلفة بسبب زيادة الوفورات الضريبية التي تمنحها القروض إلى حد معين أين تفوق تكاليف الإفلاس الميزة الضريبية للقروض ما يترتب عليه ارتفاع في تكلفة الأموال، وعليه، في ظل وجود تكلفة الإفلاس فإن الهيكل المالي الأمثل والذي تكون فيه تكلفة الأموال اقل ما يمكن يتحدد بالنقطة Y في الشكل رقم (14).

تبعا للتحليل السابق، يُلاحظ من خلال الشكل رقم (15) أن قيمة المؤسسة وفي ظل وجود الضرائب وتكلفة الإفلاس تستمر فالارتفاع نتيجة لزيادة نسبة الأموال المقترضة بسبب انخفاض تكلفة الأموال، وعند ظهور تكاليف الإفلاس (النقطة x) تستمر قيمة المؤسسة فالارتفاع لكن بوتيرة ضعيفة إلى غاية النقطة Y لأن تكلفة الإفلاس تُنقص من قيمة الوفورات الضريبية حيث تكون قيمة المؤسسة عند مستوى النقطة Y في أقصى حدٍّ لها وهي نفس النقطة من الشكل السابق (14) التي كانت عندها تكلفة الأموال في أدنى قيمة لها.

في حين بعد هذه النقطة Y تبدأ قيمة المؤسسة فالانخفاض نظراً لتفوق تكاليف الإفلاس على قيمة الوفورات الضريبية.

الشكل رقم (15): العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة في ظل وجود تكاليف الإفلاس



المصدر: منير ابراهيم هندي، (2005): الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، منشأة المعارف، الطبعة 2، الإسكندرية، ص 669.

وبالتالي تصبح القيمة السوقية لمؤسسة تعتمد في هيكلها المالي على القروض إلى جانب الأموال الخاصة مساوية للقيمة السوقية لمؤسسة مماثلة يتكون هيكلها المالي من الأموال الخاصة فقط مضافا إليها القيمة الحالية للوفورات الضريبية مطروحا منها القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس [1]. وهو ما توضحه المعادلة التالية: [2]

$$V=V^*+ DT- CF$$

حيث:

V: القيمة السوقية لمؤسسة مستدينة؛

*V: *القيمة السوقية لمؤسسة* غير مستدينة؛

DT: القيمة الحالية للوفورات الضريبية؛

CF: القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس.

وكما هو ملاحظ فإن هذه النظرة تجاهلت تكاليف أخرى تتمثل في تكلفة الوكالة.

المطلب الثالث: نظرية التوازن في ظل تكلفة الوكالة

يعرف كل من Jensen &Meckling الوكالة على أنها عقد بموجبه يقوم شخص أو أكثر (الموكل) باشراك شخص آخر (الوكيل) لأداء بعض الخدمات نيابة عنهم، وينطوي ذلك على تفويض سلطة اتخاذ بعض القرارات للوكيل [3].

إن تعدد الأطراف ذات العلاقة مع المؤسسة واختلاف مصالحهم، تجعل كل طرف يبحث عن تعظيم منفعته الخاصة على حساب منفعة المؤسسة الأمر الذي يؤدي إلى بروز صراع بين هؤلاء المتعاملين الاقتصاديين سواء بين المساهمين والمسيرين من جهة، أو بين المساهمين والمقرضين من جهة أخرى، هذا ما ينجر عنه ما يعرف بمشكلة الوكالة التي تولد جملة من التكاليف تعرف بتكاليف الوكالة، تنعكس هذه الأخيرة بالضرورة على اختيار هيكل تمويل المؤسسة.

تُقسم تكاليف الوكالة حسب الصراعات بين الأصيل والوكيل إلى ثلاثة أنواع:[4]

[1] زيدان محمد وقدام جمال، مرجع سبق ذكره، ص 130.

[2] Shahar Wan Shahdila Shah et al, (2015): A review of capital structure theories: Trade-off theory, pecking order theory, and market timing theory, In Proceeding of the 2nd International Conference on Management and Muamalah, Selangor, Malaysia, 16th- 17th November, P 243.

[3] Jensen Michael C and Meckling William H, (1976): Theory of the firm Managerial Behavior Agency Costs and Ownership Structure, Journal of Financial Economics, V 3, N 4, P 5.

[4] بن عزيزة صورية وزعيبط نور الدين، (2019): أثر هيكل الاستدانة في تكاليف الوكالة: حالة الشركات المساهمة المدرجة في بورصة الجزائر للفترة 2010-2017، مجلة الباحث الاقتصادي، 7 (11)، ص ص 240 241.

- **تكاليف المراقبة:** أو تكاليف الاشراف التي يتحملها الموكل (المالك أو المقرض) من أجل التحقق من أن تسيير الوكيل منسجم مع هدف تعظيم منفعته؛
- **تكاليف البرهنة:** وتسمى أيضا تكاليف الالتزام أو الاخضاع وتكون مجسدة في المصاريف التي يقوم بها الوكيل من أجل التدليل على نوعية سلوكه للموكل؛
- **التكاليف الباقية:** والتي تظهر عندما تتجاوز تكاليف المراقبة العائد الحدي لهذا التوكيل، أي التي تنجم عن استحالة ممارسة مراقبة شاملة لتسيير الوكيل، كالتخصيص السيء للموارد والاختيار الاستراتيجي غير الأمثل.

بهدف حل هذا الصراع قدم الباحثان Jensen & Meckling في مقالهما سنة 1976 [1] خصائص التعاقد الأمثل الذي يؤدي إلى الإيفاء بالالتزامات التعاقدية لجميع الأطراف من ثم تخفيض حالة عدم التأكد واختيار الهيكل المالي الأمثل[2].

ويشير الباحثان إلى وجود نوعين من الصراع الذي يمكن أن ينشأ بين أصحاب المصالح داخل المؤسسة، يمتثل الأول في الصراع بين المساهمين والمسيرين، أما الثاني فينشأ بين المساهمين والمقرضين.

- **تكاليف الوكالة الناتجة عن الصراع بين المساهمين والمسيرين:**

عادة ما يكون لدى المؤسسات الكبيرة عدد كبير من المساهمين الذين يشكلون ملكية المؤسسة، وعادة ما تلجأ هذه الأخيرة إلى فصل الإدارة عن هؤلاء المساهمين، مما يُمكن المؤسسة من توظيف مختلف المهنيين والخبراء لإدارة العمليات الرئيسية وضمان حسن تسييرها. لكن قد يؤدي هذا الأمر إلى ظهور مشاكل أخرى، حيث قد يقوم هؤلاء المسيرون باتخاذ قرارات تخدم مصالحهم الذاتية أو حتى إساءة استخدام أموال المؤسسة مما يؤثر سلبا على هيكل تمويلها وسيولتها وفي النهاية على أسعار أسهمها، من هنا تنشأ ما يعرف بتكلفة وكالة الأموال الخاصة[3].

إن الكثير من الكتاب أمثال Jensen & Meckling و Grossman & Hart، بينوا أن اللجوء إلى الاقتراض كفيل بأن يُسهل حل هذه الصراعات. حيث قدم Jensen & Meckling اقتراحات من أجل التخفيف من مشكلة الوكالة أهمها زيادة مساهمة المسيرين في ملكية المؤسسة لكي تتوافق اهتماماتهم مع اهتمامات الملاك و/أو زيادة استخدام الدَّين الذي سوف يقلل من الملكية الأساسية وهذا الذي سوف يؤدي إلى زيادة نسبة ملكية المسيرين[4].

---

[1] Meckling William and Jensen Michael, (1976): Theory of the firm Managerial behavior Agency costs and Ownership structure, Journal of financial economics, Vol 3 (4).

[2] حفصي رشيد وآخرون، (2018): العوامل المحددة للهيكل المالي في المؤسسات الخدماتية المدرجة في بورصة الخرطوم للأوراق المالية خلال الفترة 2014-2016، مجلة رؤى الاقتصادية، المجلد 8، العدد 1، ص 37.

[3] Julie Dahlquist and Rainford Knight, Op.Cit, p 51 52.

[4] حركاتي نبيل، (2018): تحليل قرارات التمويل وأثرها على ربحية وقيمة المؤسسة الاقتصادية -دراسة حالة الشركات الصناعية المدرجة في الأسواق المالية العربية للفترة 2007-2015 مرجع سبق ذكره، ص 106.

ومن الجدير بالذكر وكما أشار إليه Easterbrook و Jensen أن مشكلة الوكالة تتعاظم في حالة توفر تدفقات نقدية حرة[1]، والتي عرفها Jensen بأنها الفوائض من التدفقات النقدية بعد أن تقوم المؤسسة بتمويل كافة مشاريعها الاستثمارية التي يكون صافي القيمة الحالية لها موجبا[2]، فقد توصل Jensen إلى أن المسيرين في المؤسسات التي يكون لديها التدفقات النقدية الحرة مرتفعة يميلون إلى إنفاق تلك التدفقات في مشاريع غير مجدية اقتصاديا مما يؤدي إلى تحمل المؤسسة تكاليفا تسمى بتكلفة المبالغة في الاستثمار التي تُعرف على أنها التكاليف التي يتحملها المساهمون نتيجة قيام المسيرون باستثمار التدفقات النقدية الحرة في المشاريع غير المجدية اقتصاديا[3].

وبالتالي فإن المؤسسات التي تحقق أرباحا عالية يتوقع أن تواجه تكاليفاً مرتفعة للتدفقات النقدية الحرة وذلك لأن احتمالية استهلاك السيولة الزائدة في المشاريع غير المجدية سوف تكون مرتفعة نسبيا كما يّتوقع أن تزيد هذه المؤسسات من استخدام الدَّين من أجل تخفيض قيمة التدفقات النقدية الحرة التي تكون تحت تصرف المسيرين[4].

دراسات عديدة حاولت تفسير سلوك المسيرين في المؤسسة، حيث خلص Donadson إلى أن المدراء يتأثرون بعاملين هما: [5]

- استمرارية المؤسسة: يحاول المسيرون دائما التحكم في الموارد المتاحة من أجل تجنب وقوع المؤسسة في حالة إفلاس.
- الاستقلالية المالية: حيث يفضل المسيرون دائما اللجوء إلى التمويل الذاتي وتجنب الاقتراض، في هذه الحالة فهم يحثون على الاحتفاظ بالأموال كاحتياطي بدل توزيعها في شكل أرباح موزعة.

كما قدم كل من Harris & Raviv [6] في مقال لهما سنة 1990 نموذجا لتأثير الهيكل المالي على علاقات الوكالة بين المسيَرين والمساهمين مفاده أن الاقتراض يعتبر من بين الآليات الكفيلة بحل النزاع بين المتعاقدين، حيث أكّدا أن اللجوء للقروض في التمويل يحثُّ المسيرين على تحسين مردودية المؤسسة من أجل تفادي إفلاسها

[1] Khan Asma et al, (2012): Impact of financial leverage on agency cost of free cash flow: Evidence from the manufacturing sector of Pakistan, Journal of basic and applied scientific research, 2 (7), P 6694.

[2] Jensen Michael C, (1986): Agency costs of free cash flow corporate finance and takeovers, The American Economic Review, vol 76 (2), p 2.

[3] زريقات زياد محمد وآخرون، (2016): تكاليف الوكالة والحاكمية المؤسسية– دليل من الشركات الصناعية الأردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد12، العدد 2، ص 310.

[4] Zurigat Ziad, (2009): Pecking Orther Theory Trade-Off Theory and Determinants of Capital Structure: Emîrical Evidence from Jordan, Submitted for the degree of Doctor of Philosophy, School of management and languages, Heriot-Watt University, P 16.

[5] Donaldson Gordon, (1984): Managing corporate wealth: The operations of a comprehensive financial goals system, Praeger publishers.

[6] Harris Milton and Raviv Artur, (1990): Capital structure and the informational role of debt, The journal of finance, XLV (2).

وخسارة مناصبهم وامتيازاتهم بالتبعية، وبالتالي فهم مُجبرون على تعظيم أرباح وقيمة المؤسسة وهذا ما يتفق وأهداف الملاك [1].

- **تكاليف الوكالة الناتجة عن الصراع بين المساهمين والمقرضين:**

يعتبر الدّين أداة تمويل تسمح بالحفاظ على استقلالية إدارة المؤسسة وتقليل تكاليف الوكالة لحقوق الملكية، مع ذلك فإنه يؤدي بدوره إلى تضارب في المصالح بين المقرضين والمساهمين وعدم تناسق المعلومات بين الأخيرين هو مصدر تضارب حول قرارات التمويل والاستثمار وسياسة توزيع الأرباح.

بفضل حقهم في الحصول على التدفقات النقدية الصافية يميل المساهمون إلى تفضيل القرارات التي من تؤدي إلى تعظيم هذه التدفقات، ولو أدى ذلك إلى زيادة المخاطر التي يتعرض لها المقرضين المتمثلة في عدم قدرتهم على تحصيل حقوقهم من فوائد الديون، من جهة أخرى يسعى المقرضون إلى المحافظة أو رفع درجة الأمان على حقوقهم [2]. وعليه فإن المؤسسات باتخاذها لقرار الاقتراض سوف تتعرض لهذا النوع من تضارب المصالح وما له من آثار سلبية، حيث يقوم المقرضون برفع معدل الفائدة على القروض نتيجة تحمل تكاليف مراقبة ما يجري داخل المؤسسة لضمان حقوقهم وهو ما يسمى بتكلفة وكالة الدين [3].

من جانب آخر قام Myers [4] سنة 1977 بتحديد نوع آخر من تضارب المصالح بين المقرضين والمساهمين، حيث لاحظ أن ملاك المؤسسات التي تستشعر احتمال قرب إفلاسها لا يرون فائدة في منح تمويل إضافي للمؤسسة حتى وإن كان ذلك يعظم من قيمة أسهمهم وذلك لكونهم سيتحملون إجمالي تكلفة الاستثمار، بينما قد يستفيد المقرضون من جزء من هذه العوائد. وعليه فارتفاع معدلات الاقراض قد يؤدي إلى رفض مشاريع مربحة وقادرة على تعظيم قيمة المؤسسة مما يعني تحمل تكلفة وكالة بسبب رفض الاستثمار في بدائل مربحة[5].

يتشكل الهيكل المالي الأمثل حسب نظرية الوكالة من خلال تحقيق الموازنة بين التكاليف والفوائد الناتجة عن استخدام الديون [6]، وبالتالي فهذه النظرية تبحث عن إيجاد حل لإرضاء جميع الأطراف بالمؤسسة وتدنئة الصراع القائم بين أصحاب المصالح وهذا ما يوضحه الشكل رقم (16).

---

[1] حركاتي نبيل، (2018): تحليل قرارات التمويل وأثرها على ربحية وقيمة المؤسسة الاقتصادية –دراسة حالة الشركات الصناعية المدرجة في الأسواق المالية العربية للفترة 2007–2015 مرجع سبق ذكره، ص 107.

[2] حططاش عبد السلام، (2017): نظرية الهيكل التمويلي في إطار نظام المشاركة دراسة تقييمية للهياكل التمويلية لعينة من المؤسسات الاقتصادية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في علوم التسيير، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، ص 75.

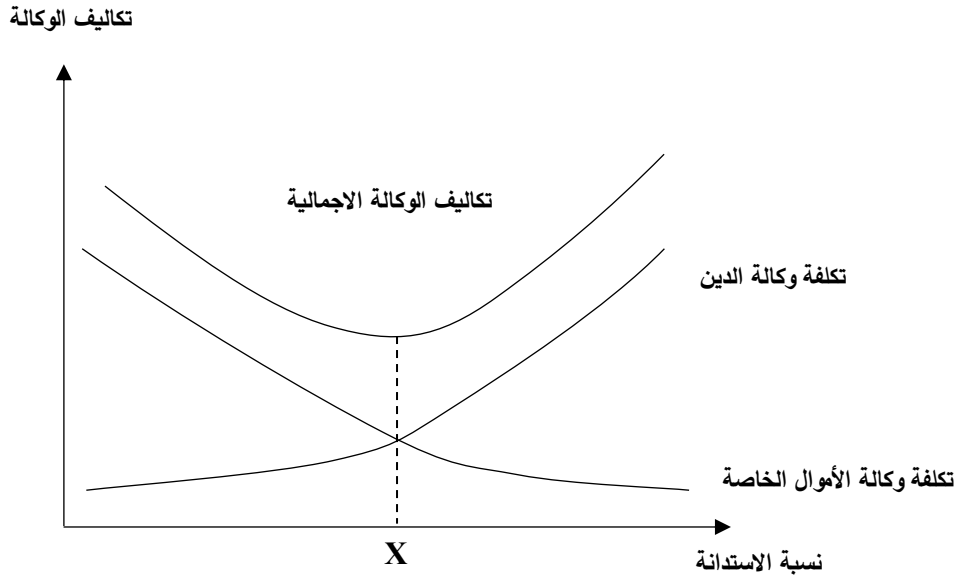
[3] زغيب مليكة، (2009): علاقة الهيكل المالي بالقيمة السوقية للمنشأة من خلال النظرية المالية –دراسة نظرية تحليلية، مجلة العلوم الانسانية بحوث إقتصادية، المجلد ب (31)، ص 168.

[4] Myers Stewart, (1977): Determinants of corporate borrowing, Journal of financial economics, Vol 5 (2).

[5] Milton Harris and Artur Raviv, (1991): The theory of capital structure, The journal of finance, vol XIVI (1), P 301.

[6] REHMAN Obaid Ur, Op.cit, p 42.

الشكل رقم (16): الهيكل المالي الأمثل حسب نظرية الوكالة

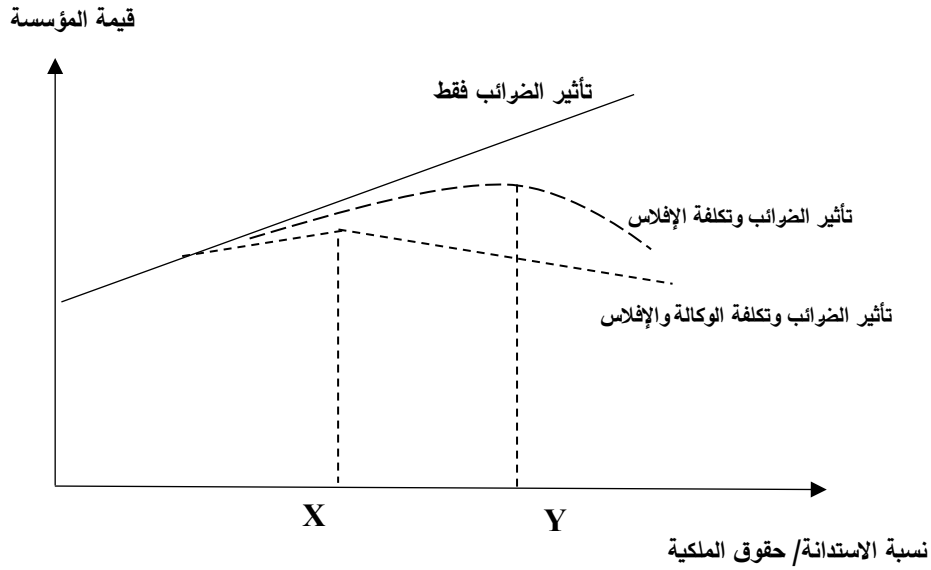


Source : Jacques Teulie & Patrick Topsacalian, (1997) : Finance, 2eme Edition, Vuibert, p 369.

يبين الشكل رقم (16) أن تكلفة وكالة الديون تزداد كلما زادت نسبة الديون في الهيكل المالي للمؤسسة، في المقابل تنخفض تكلفة وكالة الأموال الخاصة بزيادة الديون أي انخفاض نسبة الأموال الخاصة، كما أن النسبة المثلى للاستدانة تتحقق عند مستوى النقطة **X** أين تكون كل من تكلفة وكالة الديون والأموال الخاصة في حدها الأدنى، وبالتالي تكون تكلفة الوكالة الاجمالية في أدنى قيمة لها كذلك.

أما الشكل رقم (17) فيُترجم تأثير تكلفة الاستدانة على قيمة المؤسسة في ظل وجود تكلفة الإفلاس والوكالة.

الشكل رقم (17): قيمة المؤسسة في ظل وجود تكلفة الإفلاس والوكالة



المصدر: زغيب مليكة، (2009): علاقة الهيكل المالي بالقيمة السوقية للمنشأة من خلال النظرية المالية –دراسة نظرية تحليلية، مجلة العلوم الانسانية بحوث اقتصادية، المجلد ب (31)، ص 169.

يلاحظ من خلال الشكل رقم (17) أن ظهور تكلفة الوكالة إلى جانب تكلفة الإفلاس والضرائب ينتج عنه علاقة طردية بين قيمة المؤسسة ونسبة الاستدانة إلى غاية النقطة x حيث تبلغ قيمة المؤسسة أعلى قيمة لها (نقطة تساوي القيمة الحالية للوفورات الضريبية مع مجموع تكاليف الوكالة والإفلاس)، بعد هذا المستوى من الاستدانة تبدأ قيمة المؤسسة في الانخفاض.

وبالتالي فإن وجود تكاليف الوكالة يتطلب تخفيض في مستوى استخدام الديون من المستوى Y إلى المستوى x أين يتحقق الهيكل المالي الأمثل ويمكن التعبير عن قيمة المؤسسة رياضيا حسب هذه النظرية كما يلي:[1]

$$V= V^*+ DT- CF- CA$$

حيث أن CF هي القيمة الحالية لتكلفة الوكالة.

[1] صديقي أحمد وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 87.

المبحث الثالث: النظريات الحديثة للهيكل المالي ومحدداته

كتكملةً ومواصلةً لجهود الباحثين في تفسير سلوك الهيكل المالي ظهرت عدة نظريات حديثة في منتصف السبعينات عُرفت بالنظريات متعددة الأشكال التي درست الموضوع في بيئات وظروف مختلفة في ظل عدم تماثل المعلومات بين الأعوان الاقتصادية، سيتم التطرق لها من خلال هذا المبحث حيث يتناول المطلب الأول نظرية الإشارة، المطلب الثاني نظرية أولوية مصادر التمويل ونظرية السوق، وأخيرا خصص المطلب الثالث لعرض أهم أهم المحددات التي تؤثر على تشكيل الهيكل المالي.

المطلب الاول: نظرية الاشارة

جاءت هذه النظرية من أجل تفسير سلوك الإدارة وكيفية تحديدها لمزيج الهيكل المالي بطريقة تعكس المعلومات الموجودة داخل المؤسسة.، ويعتبر نموذج Ross (1977) الأساس الذي بني عليه هذا المدخل.

فعلى عكس النظريات التقليدية التي تفترض توفر المعلومات الكاملة لجميع المتعاملين الاقتصاديين، تقوم هذه النظرية على أساس انعدام التناظر في المعلومة داخل الأسواق المالية حيث أن المعلومات التي ينشرها المسيرون ليست بالضرورة حقيقية وصادقة [1]، كما تستند النظرية إلى أنه في حالة ما إذا كانت المعلومات منشورة ومتوفرة لدى الجميع فإنها لا تدرك ولا تفهم بنفس الطريقة [2].

وأكدت النظرية على أن مسيري المؤسسات الأحسن أداءً هم الذين باستطاعتهم إصدار مؤشرات (إشارات خاصة وفعالة) تميزها عن غيرها من المؤسسات الأقل أداء، ويجب أن تكون هذه الإشارات من الصعب تقليدها من المؤسسات الأخرى ذات الأداء الضعيف [3]. تتمثل هذه الإشارات في الصورة التي يحاول المسيرون إعطاءها لمختلف المتعاملين مع المؤسسة وخاصة المستثمرين، وقد تكون إما كوصف لتكلفة التمويل أو سياسة توزيعات الأرباح أو إعادة شراء أسهم أو إصدار سندات.

إن استعمال الهيكل المالي كوسيلة للإشارة، يتطلب أن يكون هناك عدم تماثل معلوماتي بين المستثمرين أو المساهمين الذين يملكون تفويض المسؤولية من جهة، والمستثمرين أو المساهمين العاديين من جهة أخرى، وبما

[1] بن ساسي إلياس وقريشي يوسف، (2011): التسيير المالي الإدارة المالية– أجوبة تمارين وحلول، الطبعة الثانية، الجزء الثاني، الأردن، دار وائل للنشر، ص 304.

[2] دادن عبد الوهاب، (2006): تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي–الاسهامات النظرية الأساسية، مجلة الباحث، المجلد 4 (4)، ص 112.

[3] سهايلية نبيلة وبوكثير جبار، مرجع سبق ذكره، ص 253.

أن هؤلاء المستثمرين غير قادرين على تمييز المؤسسات الكفؤة عن بعضها يظهر الهيكل المالي كوسيلة للإشارة[1] في النماذج التالية:

- **نموذج(Ross, 1977) الإشارة بواسطة مستوى الاستدانة:** انطلق **Ross** من فكرة أن المسيرين على علم بالتوزيع الحقيقي لعوائد المؤسسة على عكس المستثمر، لذا يقوم المسيرون بإرسال إشارة للمستثمرين تعكس جودة المؤسسة ووضعها المالي الحقيقي عن طريق الافصاح على مستوى الاستدانة في الهيكل المالي، الذي يعتبر كدليل على صحة المؤسسة وقدرتها على الاستفادة من أثر الرفع المالي الموجب وفعالية إدارتها للمخاطر الخاصة بها الأمر الذي يشكل حافزا للمستثمرين للإقبال على الاستثمار في هذا النوع من المؤسسات[2]، على عكس عملية إصدار أسهم جديدة بشكل عام التي تعتبر إشارة سلبية للمستثمرين[3]. وبالتالي فإن المؤسسات التي تتوقع أداء جيد تفضل التمويل عن طريق الديون مما يدل على أنها لا تريد توزيع أرباح الاستثمارات الجديدة على مستثمرين جدد، في حين المؤسسات التي تتوقع أداء ضعيف تلجأ إلى التمويل عن طريق إصدار أسهم الذي يمكن أن يفسر كمحاولة لجلب مستثمرين جدد لتحمل الخسارة المستقبلية[4].
- **نموذج (Lelland & Pyle ; 1977) نسبة الأسهم الممتلكة كوسيلة للإشارة:** اقترح Lelland & Pyle أن نسبة الأسهم المملوكة من طرف المسيرين تعتبر إشارة على نوعية المؤسسة، ذلك أن المسيرين عادة ما يميلون إلى الابتعاد عن المخاطرة (وهم أدرى بمستقبل المؤسسة) وبالتالي كلما كانت توقعاتهم حول التدفقات المالية المستقبلية للمؤسسة جيدة كلما سعوا إلى زيادة حصتهم في رأس مالها، في نفس الوقت سيلجؤون إلى الاقتراض من أجل الاستفادة من أثر الرفع الموجب مما يعطي إشارة جيدة للسوق المالي.

وعلى العكس من ذلك فإن بيع المسير لحصته من أسهم المؤسسة يمثل إشارة سيئة للسوق المالي، حيث تفسر بوجود معلومات داخل المؤسسة على أن التدفقات المالية المستقبلية تحمل مخاطر أكبر مما يبشر بانخفاض في القيمة السوقية لأسهم المؤسسة [5].

[1] بوشوشة محمد، مرجع سبق ذكره، ص 213.

[2] Ross Stephen, (1977): The determination of financial structure: The incentive-signalling approach, The bell journal of economics, vol 08 (01), pp 23-40.

[3] Connelly Brian L et al, (2011): Signaling Theory: A review and assessment, Journal of management, vol 37 (01), P 44.

[4] Keddi Abdelmajid et Hammada Amina, Op.cit, P 247.

[5] زيدان محمد وقدام جمال، مرجع سبق ذكره، ص 135.

المطلب الثاني: نظرية التسلسل الهرمي ونظرية توقيت السوق

يعرض هذا المطلب كل من نظرية التسلسل الهرمي ونظرية توقيت السوق.

1. نظرية التسلسل الهرمي Pecking-Order Theory POT

خلافاً لنظرية التوازن فإن نظرية التسلسل الهرمي التي تسمى كذلك بنظرية ترتيب مصادر التمويل أو نظرية الالتقاط تنفي وجود هيكل تمويل أمثل للمؤسسة، وتقوم هذه النظرية على افتراض عدم تماثل المعلومات بالنسبة للتدفقات النقدية المستقبلية المحققة من جهة، وبالنسبة للخطر الذي تتحمله المؤسسة من جهة أخرى، كما أن المسير يقوم بإدارة المؤسسة لفائدة المساهمين، وحسب هذه النظرية الهيكل المالي ما هو إلا نتيجة تسلسلاً هرميًا مثاليًا لقرارات التمويل عبر الزمن.

ظهرت هذه النظرية بداية خلال دراسة Donaldson سنة 1961 التي أُجريت على عينة من المؤسسات الأمريكية، لاحظ من خلالها أن إدارة هذه المؤسسات تستخدم بصورة كبيرة المصادر الداخلية للأموال وتستبعد اللجوء إلى الأموال الخارجية إلا في حالة نفاد الأموال الداخلية [1].

طُورت بعدها من طرف Stewart Meyers سنة 1984، الذي أوضح في مقاله أن المؤسسات في الأغلب تُفضل تمويل استثماراتها الجديدة عن طريق أرباحها الداخلية وفي حالة عدم كفايتها ستلجأ إلى الديون ثم إلى إصدار أسهم جديدة كآخر خيار [2]. حيث شرح Meyers أنه في ظل عدم تماثل المعلومات فإن أسهم المؤسسة لن تقيم بقيمتها الحقيقية في السوق المالي ومنه فإن لجوؤها إلى طرح أسهم جديدة سيعود بالنفع على المساهمين الجدد أكثر منها.

في نفس السياق أكد Meyers & Majluf (1984) أنه بسبب عدم تماثل المعلومات ستفضل المؤسسة تمويل استثماراتها عن طريق الأرباح المحتجزة على الديون، والديون قصيرة الأجل على الديون طويلة الأجل، والديون على حقوق الملكية[3]، حيث تلعب تكاليف المعاملات دورا مهما في قرار الهيكل المالي، فتكاليف المعاملات المرتبطة بالحصول على تمويل خارجي جديد أعلى من تكاليف الحصول على تمويل داخلي[4] لهذا جاءت عملية إصدار الأسهم في المرتبة الأخيرة، بالإضافة إلى ذلك يرجع هذا الترتيب السلمي في مصادر التمويل

[1] صبيحة قاسم هاشم وهالة تركي ناجي، (2015): نظريات هيكل التمويل الحديثة: تطبيق عملي لنظرية الالتقاط ودورة حياة الشركة–بحث تحليلي لعينة من الشركات الأجنبية، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 21، العدد 83، ص 80.

[2] Agha Jahanzeb et al, (2013): Trade-Off-Theory Pecking Order Theory and Market Timing Theory: A comprehensive review of capital structure theories, International journal of management and commerce innovations, Vol 1 (1), P 12.

[3] Myers Stewart C and Majluf Nicholas S, (1984): Corporate financing and investment decisions when firms have information the investors do not have, Journal of financial economics, vol 13 (2), P 187-221.

[4] Chen Li-Ju and Chen Shun-Yu, (2011): How the pecking-order theory explain capital structure, Journal of International Management Studies, Vol 6 (3), P 94.

إلى أن المؤسسة تحاول تخفيض مجهوداتها في الحصول على التمويل لهذا جاء التمويل الذاتي في المرتبة الأولى[1].

حسب هذه النظرية فإن العلاقة بين الربحية والاستدانة علاقة عكسية، فكلما زادت قدرة المؤسسات على تجميع أرباح أكثر كلما قل لجوؤها إلى استخدام الدين [2].

ظهرت عدة تعديلات على نظرية الالتقاط من أبرزها نموذج (Williamson, 1988) ونموذج (Myers, 1990). ففي نموذج (Williamson, 1988) الذي شمل تكلفة المعاملات التي تشبه إلى حد ما نظرية الوكالة، قام Williamson بتحليل الهيكل المالي كمعاملة خاصة، أين درجة خصوصية الأصل المُمول تلعب دورا رئيسيا في اختيار نوع التمويل المستخدم[3]، ففي حالة تمويل أصل خاص يستحسن الاعتماد على التمويل بالأسهم عن طريق اصدار حجم مقبول من الأسهم، مثلا إذا كان الاستثمار الخاص هو مشروع بحث وتطوير، يكون ذلك مقبولا أكثر من طرف المساهمين مقارنة بالمقرضين كونه لا يولد العوائد المنتظرة في المواعيد المحددة، أما في حالة تمويل أصل غير خاص فيفضل استخدام الديون كون الاستثمار في هذه الأصول يسمح بتوليد عوائد منتظمة تتوافق مع المواعيد المحددة لتسديد الفوائد والديون[4].

أما (Myers, 1990) فينظر إلى المؤسسة على أساس كونها تحالف يبحث عن زيادة حجم الأموال الخاصة والفوائض التنظيمية (أي سلطته على إعادة توزيع العلاوات على المستخدمين)، في هذه الحالة يفضل الرفع من رأس المال (إصدار أسهم) على الاستدانة إذا كان من الضروري اللجوء إلى تمويل خارجي [5].

2. نظرية توقيت السوق

طُورت هذه النظرية من طرف Baker Malcolm & Wurgler Jeffrey سنة 2002، اللذان قدما توقيت السوق كجانب مهم من جوانب السياسة التمويلية الحقيقية للمؤسسات، تقوم على فكرة أن قرار التمويل الذي يتخذه المسيرون يعتمد على الاستغلال الجيد لتقلبات الأسعار في الأسواق المالية، بحيث يتم اللجوء إلى اصدار أسهم عندما تكون قيمتها السوقية مرتفعة مقارنة بقيمتها الدفترية في حين يتم اللجوء إلى الدين أو إعادة شراء الأسهم عندما تنخفض القيمة السوقية لهذه الأخيرة عن قيمتها الحقيقية [6].

---

[1] Pierre Vernimmen, (2002) : Finance d'entreprise, 5ème Edition, Paris, Dalloz, P 664.

[2] Serrasqueiro Zélia and Caetano Ana, (2015): trade-off theory versus pecking order theory: Capital structure decisions in a peripheral region of Portugal, Journal of Business Economics and Management, Vol 16 (2), P 450.

[3] Charreaux Gérard, (1992) : Théorie financière et stratégie financière, Revue française de gestion, N 92, P 19.

[4] سهايلية نبيلة وبوكثير جبار، مرجع سبق ذكره، ص 152.

[5] شرايبي باية كنزة، (2014): العوامل المحددة لبناء الهيكل المالي للمؤسسة– حالة عينة من المؤسسات الجزائرية، رسالة ماجستير، علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، ص 130.

[6] Baker Malcolm and Jeffrey Wurgler, (2002): Market timing and capital structure, The journal of finance, vol 57 (01), P 1.

خلص الباحثان إلى أن تقلبات التقييم في الأسواق المالية لها تأثير واسع في الهيكل المالي يمتد إلى أجل طويل، هذه النتيجة حسب الباحثان ستكون صعبة الفهم بالنسبة للنظريات التقليدية للهيكل المالي [1]، حيث أن الهيكل المالي لا ينتج عن الاختيار الواعي للنسب المثلى وإنما من خلال تراكمات القرارات المُتخذة في الماضي حسب بيئة السوق المالي [2].

وبالتالي حسب نظرية توقيت السوق إذا كان المسيرون يعملون لمصلحة المساهمون فعليهم الاستجابة لتقلبات السوق عند اتخادهم لقرار التمويل، أي إصدار أسهم عند تحديد الفترات التي تكون فيها تكاليف الإصدار منخفضة (بسبب التقييم المرتفع لأسهم المؤسسة في السوق)، واللجوء إلى الدين أو إعادة شراء الأسهم عندما ترتفع تكاليف الاصدار (بسبب التقييم المنخفض لأسهم المؤسسة في السوق).

المطلب الثالث: محددات الهيكل المالي

عند القيام باختيار الخليط من الأموال من مختلف المصادر التمويلية سواء تلك المتأتية من مصادر داخلية أو خارجية، تجد المؤسسة نفسها أمام عدة ظروف وعوامل يجب أن تُأخذ بعين الاعتبار خلال بناء الهيكل المالي لما لها من تأثير عليه، هذه المحددات قد كمية وقد تكون نوعية.

1. المحددات الكمية للهيكل المالي

هناك العديد من المحددات الكمية التي تؤثر على عملية تشكيل الهيكل المالي وهي: حجم لمؤسسة، عمر المؤسسة، فرص النمو المتاحة أمامها، ربحية المؤسسة، سيولتها وهيكل أصولها.

- **حجم المؤسسة:**

اختلفت الآراء حول تأثير حجم المؤسسة معبرا عنه بمؤشرات مختلفة كاللوغاريتم الطبيعي لحجم الأصول، المبيعات السنوية وحجم الموظفين، على هيكلها المالي وهذا حسب النظريات المالية والدراسات التطبيقية المختلفة.

فحسب نظرية الموازنة ونظرية الإشارة، حجم المؤسسة له تأثير إيجابي على نسبة الهيكل المالي في المؤسسة، فكلما زاد حجم المؤسسة انخفض احتمال افلاسها وهذا راجع إلى التنوع الكبير في أنشطة المؤسسات

[1] Baker Malcolm and Jeffrey Wurgler, Op.Cit, P 29.
[2] Kebewar Mazen, (2012) : La structure du capital et son impact sur la profitabilité et sur la demande de travail : Analyses théorique et empiriques sur données de panel Françaises, Thèse de doctorat, Université d'Orléans, France, P 19.

الكبيرة، وإلى سهولة دخولها إلى أسواق الإقراض [1]، وهذا عكس المؤسسات الأقل حجما التي تجد صعوبة في الحصول على القروض.

أما نظرية التسلسل الهرمي ترى وجود علاقة عكسية بين حجم المؤسسة وهيكلها المالي، استنادا على أن المؤسسات الكبيرة تميل عادة إلى توفير معلومات أكثر حول وضعيتها المالية مقارنة بالمؤسسات الصغيرة، مما يؤدي إلى انخفاض تكاليف المراقبة بالنسبة لهذه المؤسسات الأمر الذي يفسر قدرتها على استخدام أدوات مالية أكثر حساسية للمعلومات [2]، وبالتالي كلما ضعف حجم المؤسسة كلما ارتفع مستوى عدم تماثل المعلومات بين المؤسسة والمستثمرين، ما يدفع هذه المؤسسات (صغيرة الحجم) إلى الاستدانة كأسلوب للتمويل بدل طرح أسهم جديدة في السوق المالي بسبب نفور المستثمرين (ارتفاع مستوى الخطر) من جهة، وعدم قدرتها على تحمل التكاليف من جهة أخرى.

- **عمر المؤسسة:**

يمكن التعبير عن عمر المؤسسة بعدد السنوات منذ تأسيسها، ويعتبر كمقياس لسمعة ونضوج المؤسسة واستدامتها في النشاط الاقتصادي. فحسب نظرية التوازن العلاقة بين عمر المؤسسة ونسبة الاستدانة علاقة موجبة، هذا الأثر تفسره علاقة الثقة بين المؤسسة الأكبر عمراً ومقرضيها على مر الوقت [3]، بالإضافة إلى أنه كلما عمّرت المؤسسة كلما امتلكت ضمانات أكثر تقدمها للمقرضين.

على النقيض من ذلك ترى نظرية التسلسل الهرمي أن المؤسسات حديثة النشأة احتمال امتلاكها للأموال الداخلية اللازمة لاستثماراتها ضعيف، وبالتالي فهي تلجأ إلى التمويل الخارجي والأولوية هنا للاستدانة [4]، في المقابل المؤسسات القديمة تستعمل ديون أقل لأنها تمتلك على مدى وجودها قدر هام من الأموال الداخلية بفضل تمويلها الذاتي، وبالتالي فعلاقة العمر بنسبة الاستدانة حسب هذه النظرية هي علاقة عكسية.

[1] Haidara Amadou and Kone Bakary, (2022) : Analyse des déterminants traditionnels de la structure financière des entreprises maliennes du secteur des bâtiment et travaux publics (BTP), Revue française d'économie et de gestion, Vol 3, (05), P 440.
[2] Kouao Guy Serge, (2011) : Incidence des facteurs institutionnels dans l'évolution de la structure financière des entreprises : Cas d'entreprises françaises cotées à la bourse de Paris, Thèse de doctorat, Science de gestion, Université Montesquieu- Bordeaux IV, P 51.
[3] Colot Olivier and Croquet Mélanie, (2007) : Les déterminants de la structure financière des entreprises Belges, Reflets et perspectives de la vies économique, Vol 46, (02), P 182.
[4] Niyuhire Prisca, (2019) : Les déterminants de la structure financière des sociétés à participation publique Burundaises, Finance et finance internationale, N° 15, P 09.

- **فرص النمو:**

يعرف النمو على أنه توسع أنشطة المؤسسة وامتداد منتجاتها إلى أسواق جديدة، أو زيادة منتجاتها وخدماتها المقدمة للأسواق الحالية [1]، ويتم قياسه بعدة طرق من بينها معدل نمو المبيعات. تفترض نظرية التوازن وجود علاقة موجبة بين نمو المؤسسة ونسبة القروض في هيكلها المالي، فازدياد فرص النمو أمام المؤسسة يفرض عليها الحصول على أموال جديدة لتمويل هذا التوسع في النشاط مما يدفعها إلى اللجوء إلى الاقتراض كمصدر لتمويل الاحتياجات المتزايدة [2].

على خلاف من ذلك توصلت دراسات أخرى إلى وجود علاقة عكسية بين معدل نمو المؤسسات ونسبة استدانتها، مبررين ذلك بأن المؤسسات التي تنتمي لصناعات تتميز بتنوع الفرص الاستثمارية متاحة للنمو ترتفع عندها تكلفة الوكالة للديون في حالة تمويل هذه الفرص بالقروض مما يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الأموال المقترضة، وبالتاي يفضل الملاك الاعتماد على التمويل الذاتي في تمويل الفرص الاستثمارية المتاحة [3].

- **ربحية المؤسسة:**

تعبر الربحية على مقدرة المؤسسة على توليد الأرباح وبالتالي فهي مقياس لكفاءة الإدارة في تسيير مختلف الأنشطة الاستثمارية والتشغيلية والتمويلية [4]. بالنسبة لعلاقة الربحية بهيكل تمويل المؤسسة ترى نظرية الموازنة أن المؤسسات التي تحقق معدلات عالية من الربحية تفضل التمويل بالديون على التمويل الذاتي من أجل الاستفادة من الوفورات الضريبية التي تتيح لها خصم فوائد القروض من النتيجة قبل احتساب الضريبة على الأرباح من جهة، وقدرتها على الوفاء بالتزاماتها وتحمل فوائد القرض من جهة أخرى [5]، كما تؤيد نظرية الإشارة هذه العلاقة الطردية فبالإضافة إلى ما جاءت به النظرية السابقة ترى بأن المؤسسات ذات الربحية المرتفعة تعطي إشارة على إمكانيتها العالية في القدرة على السداد الأمر الذي يبعث بإشارة جيدة لسوق المقرضين حول هذه المؤسسات[6].

---

[1] زيد منير عبوي، (2010): إدارة المؤسسات العامة وأسس تطبيق الوظائف الإدارية عليها، الطبعة الأولى، عمان، الشروق للنشر والتوزيع، ص 83.

[2] بولرياح غريب وآخرون، (2017): تأثير متغيرات البيئة المالية على إعادة هيكلة مصادر التمويل، دراسة قياسية على شركات المساهمة الجزائرية (2010-2015)، مجلة رؤى الاقتصادية، جامعة الوادي، المجلد 7، العدد 2، ص 59.

[3] حركاتي نبيل، (2018): محددات الهيكل التمويلي للشركات الصناعية المساهمة بولاية سطيف خلال الفترة 2009-2014، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المجلد 1 (1)، ص 221.

[4] بضياف عبد الباقي وآخرون، (2021): تأثير عوامل المحيط المالي على تكلفة التمويل-دراسة حالة شركات المساهمة الجزائرية 2010-2017، مجلة التكامل الاقتصادي، المجلد 09، العدد 2، ص 257.

[5] Khelassi Réda, (2011) : Management financière : diversité et actions économiques, Algérie, Editions Houma, P 99.

[6] Haidara Amadou and Kone Bakary, Op.Cit, P 441.

أما من منظور نظرية التسلسل الهرمي فإن المؤسسات ذات الربحية تفضل التمويل عن طريق أموالها الداخلية على الأموال الخارجية، وهذه المفضلة تقوم على أساس اختيار المصدر الأقل تكلفة والأقل مخاطرة [1].

- **السيولة:**

تبين السيولة مستوى النقد لدى المؤسسة وقدرتها على تحويل أصولها المتداولة إلى نقد لمواجهة التزاماتها قصيرة الأجل في مواعيد استحقاقها [2]. وكما هو الحال بالنسبة للمحددات الأخرى، اختلفت النظريات والدراسات التطبيقية حول علاقة سيولة المؤسسة بهيكلها المالي، حيث نجد علاقة سالبة ترجع إلى أن المستويات المرتفعة من السيولة تعبر عن قدرة المؤسسة على تمويل استثماراتها ذاتياً مما يقلل من استخدام الديون وهذا ما تقر به نظرية التسلسل الهرمي لمصادر التمويل [3].

في المقابل ترى نظرية الموازنة أن توفر السيولة يدل على قدرة المؤسسة على سداد التزاماتها وبالتالي يخفض من احتمال وقوعها في الإفلاس ويرفع من فرص الاستفادة من القروض [4].

- **هيكل الأصول:**

تتوقع النظريات المالية الأساسية وجود علاقة طردية بين هيكل أصول المؤسسة ونسبة استدانتها، فحسب نظرية المبادلة ونظرية الوكالة تعود هذه العلاقة إلى أن الأصول الملموسة تشكل ضمانات وتقدم حماية للمقرضين في حالة تعرض المؤسسة لعسر مالي أو إفلاس [5].

أما وجهة نظر نظرية التسلسل الهرمي حول هذا الموضوع تتسم ببعض الغموض، فمن جهة ترى أن المؤسسات التي تمتلك حجم كبير من الأصول الملموسة هي على الأرجح أكثر أماناً بالنسبة للمقرضين مما يجعل دخولها إلى سوق الإقراض سهل (علاقة طردية)، ومن جهة أخرى ترى أن المؤسسات ذات مستوى ضعيف من الأصول الملموسة توفر ضمانات أقل وبالتالي فهي أكثر حساسية لعدم تماثل المعلومات في السوق المالي وكنتيجة لذلك فهي تفضل الديون كوسيلة للتمويل، بالأخص الديون قصيرة الأجل التي لا تتطلب ضمانات كبيرة [6].

---

[1] Al shubiri Faris, (2010): Determinants of capital structure choice: A case study of Jordanian industrial companies, An-Najah Univ.J. of Res (Humanities), Vol 24, (08), P 2474.

[2] بلولو زكرياء وعوينان عبد القادر، (2021): محددات الهيكل المالي: دراسة قياسية لعينة من المؤسسات الجزائرية الصغيرة والمتوسطة للفترة 2014-2017، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، المجلد 14، العدد 3، ص 985.

[3] Kara Esen and Acar Erdur Duygu, (2015): Determinants of capital structure: Research on sectors that contribute to exports in Turkey, Istanbul university journal of the school of business, Vol 44 (02), P 32.

[4] Niyuhire Prisca, Op.Cit, P 09.

[5] Kartobi Salah Eddine, (2013) : Déterminants de la structure financière et réactions du marché bourcier aux décisions de financement cas des sociétés cotées à la bourse des valeurs de Casablanca, Thèse de doctorat, Gestion et management, Université Nice Sophia Antipolis, Université Cadi Ayyad Marrakech, Maroc, P 204.

[6] Kouao Guy Serge, Op.Cit, P 55.

2. المحددات النوعية للهيكل المالي

توجد محددات أخرى تفسر الهيكل المالي للمؤسسات تتصف بالنوعية وهي: مخاطر التشغيل، النشاط التي تشغل فيه، الوفورات الضريبية للاقتراض والوفورات الضريبية البديلة، وكذا سعر الفائدة السائد وتمركز الملكية داخل المؤسسة.

- **مخاطر التشغيل**

يؤدي التقلب المستمر في أرباح المؤسسة إلى زيادة مخاطر الضائقة المالية، وهذا يؤدي إلى أثر غير مرغوب في إمكانية استعمال الديون، ففي هذه الحالة تنخفض قدرة المؤسسة على تغطية الدين ومنه تقل نسبة الاستدانة تجنبا للمخاطر[1]، بالإضافة إلى أنه كلما كانت نتائج المؤسسة غير مستقرة كلما ارتفعت تكلفة وكالة الديون، حيث يقوم المقرضين برفع معدل الفائدة المطلوب على الدين وهذا ما يؤثر سلبا على مستوى المديونية، كما بررت نظرية ترتيب مصادر التمويل هذه العلاقة بأن المؤسسات ذات التقلبات الكبيرة في نتائجها تحاول دائما جمع النقدية خلال الدورات الجيدة لتجنب الأزمات المحتملة [2].

- **قطاع النشاط:**

يعتبر قطاع النشاط (الصناعة) من محددات هيكل تمويل المؤسسة وقرار الاستدانة كونه يرتبط بالعديد من المحددات الأخرى مثل هيكل الأصول، فمثلا المؤسسات الناشطة في مجال الخدمات والتجزئة يكون لها استخدام ضئيل للديون بما أنها لا تتوفر على أصول كافية لتقدمها كضمان للمقرضين، في المقابل المؤسسات في قطاع الصناعة تتميز بهيكل أصول كبير مما يسهل لها الحصول على الأموال المقترضة [3]، وهذا ما أكدته العديد من الدراسات التطبيقية التي توصلت إلى أن المؤسسات التي تنشط في صناعة معينة عادة ما يكون لها نفس مستوى الاستدانة ويرجع ذلك كون المؤسسات التي تنتمي لنفس القطاع تنتج منتجات متشابهة وتعتمد على نفس التكنولوجيا المرتبطة بالإنتاج وتتعرض إلى نفس المخاطر وتتحمل مستوى متقارب من التكاليف.

- **الوفورات الضريبية للاقتراض:**

تعتبر الفوائد المدفوعة نتيجة استخدام الديون من التكاليف التي تخصم من الإيرادات قبل حساب الضريبة على أرباح المؤسسات وهذا ما يميز القروض كمصدر تمويلي عن غيره من المصادر، فعند اقتطاع تلك الفوائد

[1] Tchankam Jean-Paul and Feudjo Jules Roger, (2012) : Les déterminants de la structure financière : comment expliquer le Paradoxe de l'insolvabilité et de l'endettement des PMI au Cameroun ? Revue international P.M.E, Vol 25 (02), P 107.
[2] Akingunola Richard and Oyetayo Oluwatosin, (2014): Determinant of financial structure decision in small and medium enterprises: A pilo study of selected registered companies in Nigeria, Journal of economics and finance, Vol 03 (01), P 03.
[3] Oudgou Mohamed, (2020): The determinants of capital structure: An applied study on SMEs in the city of Meknes-Moroco, Atlens journal of mediterranean studies, Vol 10 (Y), P 06.

من الربح الخاضع للضريبة سيؤدي ذلك إلى تقليل الوعاء الضريبي ومنه انخفاض العبء الضريبي (الضرائب واجبة الدفع) الذي سيولد تدفقات نقدية (وفورات ضريبية)، الأمر الذي يؤثر إيجابا على النتيجة الصافية للمؤسسة.

وبالتالي فإنه حسب نظرية مودلياني وميلر 1963 فإن المؤسسات التي تخضع إلى معدلات ضريبة على الأرباح مرتفعة ستفضل الاعتماد على الديون في تمويلها من أجل الاستفادة من مزايا هذه الأخيرة. وعليه فان العلاقة بين معدل الضريبة على أرباح المؤسسة (كمؤشر للفورات الضريبية للاقتراض) والمديونية في هيكلها المالي هي علاقة طردية.

- **الوفورات الضريبية البديلة:**

تستطيع المؤسسات أن تخصم من وعائها الضريبي مصاريف أخرى غير مالية بخلاف أعباء القروض مثل أقساط الإهتلاكات والمؤونات والاعفاءات الضريبية وغيرها، وجود هذه المزايا الضريبية يمكن أن يحث المؤسسات على تقليل أموالها المقترضة للحصول على نتيجة ضريبية موجبة. يتبع ذلك وجود علاقة سلبية بين الوفورات الضريبية غير المرتبطة بالديون ونسبة الاستدانة. وكان DeAngelo & Masulis (1980) أول من سلطا الضوء على هذه العلاقة حيث أكدا في عملهما أن المزايا الضريبية غير المرتبطة بالديون يمكن أن تكون بديلا عن تلك المرتبطة بالديون [1]. وبالتالي كلما استطاعت المؤسسات أن تحقق وفرات ضريبية غير مرتبطة بالقروض كلما انخفضت نسبة الاستدانة في هيكلها المالي.

- **سعر الفائدة:**

لأسعار الفائدة الخاصة بالقروض تأثيرا مباشرا على قرارات الاستدانة، فعند ارتفاع هذه الأسعار تقل رغبة المؤسسات في تمويل استثماراتها الجديدة عن طريق الديون نتيجة ارتفاع تكلفة هذا المصدر التمويلي. بالإضافة إلى ذلك، فإن للمقرضين أيضا تفضيلاتهم، حيث أن المبالغة في استخدام القروض للتمويل من شأنه أن يرفع المخاطر التي تتعرض لها المؤسسة الأمر الذي يدفع المقرضين على الرفع من أسعار الفائدة التي يطلبونها أو رفض منح القروض من الأساس تحوطا من خطر عدم القدرة على السداد أو إفلاس المؤسسة ذات المديونية المرتفعة [2].

لذلك فإن أسعار الفائدة المطلوبة على القروض ترتبط عكسيا بمعدلات الاستدانة في الهيكل المالي باعتبارها مقياسا لتكلفة التمويل.

[1] Kartobi Salah Eddine, Op.Cit, P 206.
[2] Tugba Bas, (2012): Capital structure and debt maturity choices of firms in developing countries, A thesis submited for the degree of doctor of philosophy, Faculty of finance, Cass business school, London, United Kingdom, P 59.

- **تمركز الملكية:**

يعد تمركز الملكية بمثابة ضمان لفعالية رقابة المدراء على تسيير المؤسسة، حيث يجد المساهمون المسيطرون أنفسهم بين قرارين متناقضين حول استخدام الديون في التمويل، الأول هو زيادة الاعتماد على الديون للحد من تخفيف ملكيتهم وسيطرتهم، والثاني هو التقليل من الاستدانة لتخفيض خطر الوقوع في الإفلاس [1].

في الأخير فإن قرار تحديد مصادر الأموال المستخدمة وأنواعها يُمثل حصيلة التوفيق بين أغلب المحددات السابقة الذكر، حيث يجب أن يكون في النهاية لصالح المؤسسة ويخدم أهدافها مع الأخذ بالاعتبار الظروف الداخلية للمؤسسة وكذا الظروف الخارجية ممثلةً بالبيئة المحيطة بها.

[1] Tchankam Jean-Paul and Feudjo Jules Roger, Op.Cit, P 107-108.

خلاصة:

عرض الفصل الثاني أهم النظريات المالية التي فسرت سلوك الهيكل المالي وأثره على كل من تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة، حيث اختلفت هذه المقاربات النظرية وانقسمت حسب الافتراضات التي بُنيت عليها، ففي ظل افتراض كمالية السوق ظهرت النظريات الكلاسيكية مُتمثلة في كل من نظرية صافي الربح التي بيّنت أن الزيادة في استخدام الديون يؤدي إلى انخفاض تكلفة الأموال وبالتالي ارتفاع قيمة المؤسسة أي أن الهيكل المالي الأمثل هو ذلك الذي يحتوي على ديون فقط، أما نظرية صافي ربح العمليات فقد توصلت إلى أن تكلفة الأموال تبقى ثابتة مهما تغيرت نسبة الاستدانة لأن انخفاض تكلفة الديون يصاحبه ارتفاع في تكلفة الأموال الخاصة وتبعا لذلك فإن قيمة المؤسسة أيضا تبقى ثابتة، وآخرها النظرية التقليدية التي أكدت وجود هيكل مالي أمثل تنخفض عنده تكلفة الأموال وتكون قيمة المؤسسة في أعلى مستوى لها.

بعد النظريات الكلاسيكية وفي ظل افتراض السوق التام حيث لا وجود للضرائب برزت نظرية الباحثان موديلياني وميلر سنة 1958 التي نفت وجود أثر للهيكل المالي على تكلفة الأموال وقيمة مؤسسة غير مستدينة تساوي قيمة مؤسسة مستدينة لكن هذه الدراسة تعرضت لانتقادات واسعة ما دفع نفس الباحثين لتعديلها حيث وفي ظل افتراض السوق غير التام قاما بإدراج عامل الضرائب في دراستهما سنة 1963 وتوصلا إلى أن قيمة مؤسسة مستدينة تفوق قيمة مثيلتها غير مستدينة وذلك بفضل الوفورات الضريبية التي يحققها استخدام الديون في الهيكل المالي. بعدها تم تصحيح نظرية موديلياني وميلر (1963) ضمن نظرية التوازن وذلك بإدخال نوعين من التكاليف عليها، يتمثل الأول في تكلفة الإفلاس حيث يُقر رواد هذه النظرية بوجود هيكل مالي أمثل يتحقق عندما تتساوى مزايا الاقتراض مع تكاليفه أي تكلفة الإفلاس، أما النوع الثاني من التكاليف فهو تكلفة الوكالة التي قد تنشأ بين المسيرين وباقي أصحاب المصالح من داخل وخارج المؤسسة، حيث أكدت نظرية الوكالة أن هذه التشكيلة المثلى للهيكل المالي هي تلك التي تقلل من التكاليف الاجمالية للوكالة.

وبما أن الموضوع مازال محل اهتمام الباحثين، فقد ظهرت أبحاث أخرى سميت بالنظريات الحديثة أولها نظرية الإشارة التي أظهرت أن المؤسسة تستطيع استخدام الديون كوسيلة للإشارة على عوائدها في ظل عدم تماثل المعلومات مما يؤثر على قيمتها، أما النظرية الثانية فهي نظرية التمويل التدريجي التي تفترض أن المؤسسة تفضل الاعتماد على التمويل الذاتي لتمويل استثماراتها وفي حالة عدم كفايتها تلجأ إلى الديون وتترك الأسهم كخيار أخير، أما نظرية توقيت السوق فترى أن نجاح قرار الهيكل المالي مرتبط بقدرة المسيرين على قراءة إشارات السوق، حيث تقوم المؤسسة بإصدار أسهم جديدة عندما تكون قيمتها السوقية مرتفعة عن قيمتها الحقيقية والعكس صحيح.

إن تشكيل الهيكل المالي تحكمه جملة من المحددات تم تقسيمها إلى محددات كمية متمثلة في حجم المؤسسة، عمرها، فرص النمو المتاحة لها، السيولة وهيكل الأصول، بالإضافة إلى محددات كيفية تتلخص في مخاطر التشغيل، القطاع الذي تنشط فيه المؤسسة، الوفورات الضريبية للاقتراض والبديلة، سعر الفائدة وتمركز الملكية.

مما سبق تتضح أهمية الهيكل المالي في التأثير على قيمة المؤسسة، هذه الأخيرة التي تعكس الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية والذي خُصص له الفصل الموالي من البحث.

الفصل الثالث:

الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية

تمهيد:

يحظى موضوع الأداء بصفة عامة بحيّز كبير من الأهمية في مجال تسيير المؤسسة، اذ أنه يعكس مدى قدرة المؤسسة على استغلال مواردها سواء المادية أو المالية أو حتى البشرية استغلالا كفـءّ حتى تكون فعالة من خلال الوصول إلى أهدافها المسطرة من قبل، وهذا ما يعبر عن التسيير الجيد للمؤسسة وضمان نموها وبقائها وازدهارها.

كما يعتبر الأداء المالي كأحد أهم أنواع الأداء في المؤسسة والذي يشغل بال المساهمين والمسيرين وباقي الأطراف ذات المصلحة كونه يترجم النتيجة من وراء كل استثمار أو أموال مستخدمة وبالتالي فهو بمثابة العصب الحيوي الذي ينصب حوله كل جهود المسيرين وأهم دافع لوجود أي مؤسسة اقتصادية.

حتى تتمكن المؤسسة الاقتصادية من تشخيص وضعيتها المالية ومعرفة وتعزيز نقاط قوتها وتجنب مواطن ضعفها لابد لها من تقييم أدائها المالي بصفة مستمرة، هذه العملية التي تقوم بتوفير معلومات مهمة يستند المسيرين عليها في اتخاذ القرارات المالية المناسبة وذلك من خلال مجموعة من الأساليب والمؤشرات التي تصف مختلف جوانب الأداء المالي.

بناء على ما سبق يأتي الفصل الثالث لتحليل الجوانب النظرية المرتبطة بالأداء المالي من خلال المباحث التالية:

- المبحث الأول: ماهية الأداء في المؤسسة الاقتصادية
- المبحث الثاني: أساسيات الأداء المالي وعملية تقييمه
- المبحث الثالث: مؤشرات قياس وتقييم الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية

المبحث الأول: الأداء في المؤسسة الاقتصادية

حفلت الأدبيات التسييرية بالعديد من الأبحاث النظرية والعملية حول موضوع الأداء نظرا لكونه يمثل مقياسا للنجاح على مستويات عديدة في المؤسسة، ويتصف مفهوم الأداء بالشمولية والاستمرار حيث يختلف في معناه حسب الزاوية التي تخص القائم على تعريفه وهذا ما يُفسر المعاني العديدة التي تم تطويرها لهذا الموضوع. من خلال هذا المبحث سيتم التطرق إلى مفهوم الأداء من زوايا مختلفة وهذا في المطلب الأول، أما المطلب الثاني سيعرض عملية قياس وتقييم الأداء وفي المطلب الثالث سيحتوي على مختلف مداخل تقييم الأداء في المؤسسة الاقتصادية.

المطلب الأول: مفهوم الأداء

نظراً لكون مفهوم الأداء مفهوم متعدد الاستعمال والمكونات، لا يزال أغلب الباحثون في حقل التسيير منشغلين بمناقشته كمصطلح فني فمنهم من تطرق إليه من منظور الكفاءة والفعالية، ومنهم من ركز على الجانب المالي في الأداء ومع تطور الفكر التسييري تطور مفهوم الأداء ليأخذ بعدا استراتيجيا يتعلق بمدى تحقيق المؤسسة لأهدافها الاستراتيجية.

1. تعريف الأداء

يتبنى الأداء في الواقع عدة تعريفات مختلفة تعتمد على السياق الذي تستخدم فيه، ويرجع أصل كلمة الأداء في القرن الثالث عشر إلى الكلمة اللاتينية «Performer» والتي تعني "ينجز أو ينفذ" ثم جاء بعده الفعل الإنجليزي «to perform» في القرن الخامس عشر بدلالة أوسع حيث يشير إلى انجاز العمليات من جهة، ومن جهة أخرى إلى النتائج المتحصل عليها وكذا النجاح الذي يمكن تحقيقه [1]، من ثم جاء مصطلح «Performance» الذي يقابل كلمة الأداء بمعنى التنفيذ الفعلي لمراحل العمل أي مستوى المهارة والجهد المبذول في التنفيذ [2].

يعرف الأداء بصفة عامة بأنه القدرة على التنفيذ الحسن للعمليات، بمعنى اظهار شكل من أشكال الاتقان والمهارة [3]. كما يعرف على أنه النتائج المتحققة نتيجة تفاعل العوامل الداخلية على اختلاف أنواعها، والتأثيرات الخارجية واستغلالها من قبل المنظمة في تحقيق أهدافها [4].

---

[1] Jacquet Stéphane, (2011) : Management de la performance-des concepts aux outils, Centre de ressources en économie gestion CREG, P 02.

[2] المطيري حسين، (2023): أثر الهيكل المالي في السيولة والربحية المصرفية، مجلة الإدارة والاقتصاد، جامعة كربلاء، عدد خاص، ص 562.

[3] Zbyněk Halìř, (2012): Different perspectives on business performance and impact on performance system design, European financial and accounting journal, Vol 7 (02), P 56.

[4] بشرى عباس محمد، (2015): تأثير الرضا الوظيفي في الأداء المنظمي، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 21 (81)، ص 175.

كما يعرف الأداء بأنه قدرة المؤسسة على البقاء والاستمرارية مع تحقيق التوازن بين رضا الملاك والعمال، أي هو انعكاس لطريقة استخدام المؤسسة لمواردها المادية والبشرية واستغلالها بشكل يمكنها من الوصول إلى أهدافها طويلة الأجل [1]، من خلال هذا التعريف يمكن استخلاص بعدين لمفهوم الأداء، الأول يركز في طريقة استخدام المؤسسة لمواردها أي كفاءتها، والثاني يركز على قدرتها على تحقيق أهدافها أي فعاليتها.

وهناك من الباحثين من يضيف البعد الاستراتيجي إلى مفهوم الأداء بالإضافة إلى بعدي الكفاءة والفعالية، حيث أن الأداء يتمحور في قدرة المؤسسة على تنفيذ استراتيجيتها وكذا على البقاء ومواجهة القوى المنافسة لها[2]، أي أنه حتى تحقق المؤسسة أداء جيدا يجب أن تكون قادرة على عرض منتجات وخدمات تناسب رغبات الزبائن في ظل وجود منافسين في السوق.

من خلال التعاريف السابقة يمكن استنتاج أن الأداء هو الهدف من العملية التسييرية داخل المؤسسة ويتمثل في القدرة على تحقيق الأهداف المسطرة في إطار الاستراتيجية الموضوعة مع الاستغلال الأمثل والرشيد للموارد المادية والمالية والبشرية، بمعنى الحكم على النتيجة المحققة وكيفية تحقيقها مع مراعاة الأهداف التي سبق تحديدها أي أن الكفاءة والفعالية عنصران متلازمان للحكم على أداء المؤسسة.

2. المفاهيم المرتبطة بمفهوم الأداء

يُنظر إلى الأداء في موسوعة التسيير وإدارة الأعمال من حيث الثلاثية: الأهداف المرجوة، الوسائل المستخدمة والنتائج المحققة، هذه الثلاثية يتم التعبير عنها من خلال مصطلحي الكفاءة والفعالية كما تم الإشارة إليه سابقا.

1.2. الكفاءة

يعد مفهوم الكفاءة مفهوم جوهري في الأدبيات التسييرية، حيث يرتبط ارتباطا وثيقاً بنتائج المؤسسة والموارد المستخدمة ومنه بأدائها [3]، حيث يجيب معيار الكفاءة عن التساؤل التالي: هل النتائج المحققة تبرر الوسائل المستخدمة لتحقيقها؟ [4].

[1] بويعاية حسان وآخرون، (2022): مراجعة الأداء الاستراتيجي للمؤسسات الاقتصادية، الطبعة الأولى، القاهرة، مصر، دار حميثرا للنشر، ص 66.

[2] بريش السعيد ويحياوي نعيمة، (2012): أهمية التكامل بين أدوات مراقبة التسيير في تقييم الأداء المنظمات وزيادة فعاليتها–دراسة حالة ملبنة الأوراس، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، المجلد 1 (01)، ص 29.

[3] بومجان عادل، (2020): أساسيات الأداء وبطاقة الأداء المتوازن، الطبعة الأولى، الأردن، دار الراية للنشر والتوزيع، ص 21.

[4] Ravelomanantsoa Michel Stella et al, (2019): A state of the art and comparison of approaches for performance measurement systems definition and design, International journal of production research, Vol 57 (15), P 5028.

وتعرف الكفاءة على أنها القدرة على انجاز المهام المطلوبة بأقل الوسائل الممكنة والعمل الكفء هو العمل الأقل تكلفة [1]. وفي تعريف آخر للكفاءة هي الحصول على الكثير مقابل القليل أي إبقاء التكلفة في حدودها الدنيا والأرباح في حدودها القصوى [2].

وبالتالي فإن الكفاءة تعبر عن الطريقة التي تستخدم بها المؤسسة مواردها المتاحة لتحقيق النتائج المرجوة حيث يجب أن يكون الاستخدام رشيدا، بمعنى الاستفادة القصوى للموارد المتاحة بأقل تكلفة ممكنة لتحقيق أهدافها، فهي تعبر عن العلاقة بين المدخلات (الاستخدامات) والمخرجات (النتائج). وتقاس الكفاءة بإحدى النسب التالية:[3]

الكفاءة= المخرجات/المدخلات

أو: **الكفاءة= النتائج المتنبأ بها/ الموارد المتنبأ استخدامها لتحقيق النتائج المتنبأ بها.**

2.2. الفعالية

تعتبر الفعالية مقياسا لقدرة المؤسسة على تحقيق أهدافها الموضوعة مسبقا، بمعنى يتم قياس فعالية المؤسسة بنسبة ما تحققه من نتائج فعلية مقارنة بالنتائج التي كانت ترغب في تحقيقها تبعا لخطتها [4]، فحسب هذا التعريف فإن الفعالية تهتم بالمخرجات دون الأخذ بعين الاعتبار كمية المدخلات المستخدمة.

وحسب Donnelly فإن الفعالية تعبر عن درجة التطابق بين أهداف المؤسسة في حدود مواردها المتاحة[5]، وبالتالي فإن الفعالية تهتم بمدى انجاز ما تم تخطيطه من أهداف أي مقارنة النتائج المحققة (الأهداف) مع النتائج المتوقعة، ويمكن قياسها بالعلاقة التالية: [6]

الفعالية= النتائج المحققة/ النتائج المتوقعة

وعلى أساس أن الفعالية هي قدرة المؤسسة على الوصول إلى أهدافها فإن الكفاءة تعتبر أحد المدخلات لتحقيقها، كما أن تحقيق الفعالية لا يعني بالضرورة الوصول إلى الكفاءة، حيث بإمكان المؤسسة بلوغ أهدافها المسطرة لكن بطريقة غير كفؤة أي باستخدام أكثر للموارد بتكلفة عالية، كما أن المؤسسة التي حققت كفاءة في

[1] Plauchu Vincent, (2006) : Mesure et amélioration de la performance industrielle, France, Université pierre mendés, P 06.

[2] الشيخ الداوي، (2009): تحليل الأسس النظرية لمفهوم الأداء، مجلة الباحث، العدد 07، ص 220.

[3] نفس المرجع، ص 221.

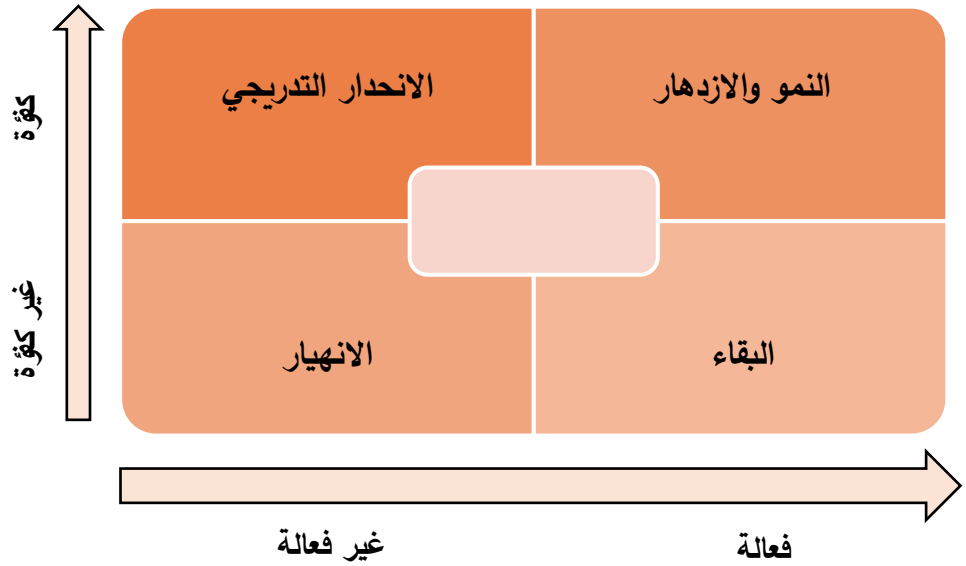
[4] خريف نادية، (2012): أساليب قياس الأداء والفعالية بالمؤسسة الصحية وسبل تطويرها، مجلة رؤى الاقتصادية، العدد 03، ص 98.

[5] قرومي حميد، (2010): أوجه تحسين الأداء والفعالية في المنظمات الاقتصادية، مجلة معارف، العدد 08، ص 262.

[6] خريف نادية، نفس المرجع، ص 98.

استخدام مواردها ليست بالضرورة فعالة إذا لم تبلغ المستوى المطلوب من الأهداف، وهذا ما توضحه المصفوفة التالية:

الشكل رقم (18): مصفوفة الكفاءة والفعالية



المصدر: الغالبي طاهر محسن وإدريس وائل محمد، (2007): الإدارة الاستراتيجية منظور منهجي متكامل، الطبعة الأولى، عمان، دار وائل، ص 486.

3. أنواع الأداء

ينقسم الأداء داخل المؤسسة إلى أنواع عديدة تختلف باختلاف المعيار المعتمد في التصنيف كغيره من الظواهر الاقتصادية التي تطرح اشكالية اختيار المعيار الذي يمكن الاعتماد عليه، سيتم في هذا المطلب التطرق باختصار إلى هذه الأنواع حسب معيار المصدر، معيار الشمولية ومعيار الوظيفة.

1.3. أنواع الأداء حسب معيار المصدر: بعد انفتاح المؤسسة على البيئة الخارجية انقسم الأداء حسب هذا المعيار إلى أداء داخلي وأداء خارجي.

أ. **الأداء الداخلي**: وهو الأداء الناتج عن دمج وحُسن استغلال كل ما تملكه المؤسسة من موارد ضرورية لسير نشاطها وتتمثل هذه الموارد في الموارد البشرية (الأداء البشري)، المالية (الأداء المالي) والمادية (الأداء التقني).

ب. **الأداء الخارجي**: ويتمثل في أداء المؤسسة الذي يتولد عند استجابة المؤسسة للتغيرات التي تطرأ على محيطها الخارجي، ويمكن أن يظهر في النتائج الجيدة التي تحققها المؤسسة نتيجة لأحد الظروف الخارجية كارتفاع

رقم أعمالها نتيجة زيادة الطلب على المنتوجات أو خروج أحد منافسيها من السوق [1]، وبالتالي يجب على المؤسسة المتابعة المستمرة لهذه التغيرات التي قد تؤثر بالسلب أو الإيجاب في مسارها.

2.3.أنواع الأداء حسب معيار الطبيعة: ينقسم الأداء حسب هذا المعيار وفق تصنيف أهداف المؤسسة إلى أهداف اقتصادية، اجتماعية، تكنولوجية وسياسية إلى: [2]

أ. **الأداء الاقتصادي:** يعد تحقيق الأداء الاقتصادي المهمة الرئيسية لأي مؤسسة اقتصادية ويتمثل في الفوائض الاقتصادية الناتجة عن تعظيم النواتج من ربح، قيمة مضافة، رقم أعمال...الخ مع تدنية الاستخدامات من الموارد من رأس مال، مواد أولية، عمال... الخ؛

ب. **الأداء الاجتماعي:** يتمثل في تحقيق المؤسسة لأهدافها الاجتماعية التي تمثل قيوداً من مجتمعها الداخلي (الأفراد) والخارجي (البيئة الخارجية) بشرط أن يكون تحقيقها متزامن مع الأهداف الاقتصادية لها؛

ج. **الأداء التكنولوجي:** ينشأ في حالة قيام المؤسسة بتسطير أهداف تكنولوجية في أول نشاطها، كهدف السيطرة على مجال تكنولوجي معين؛

د. **الأداء السياسي:** يتجسد عند بلوغ المؤسسة أهدافها السياسية التي تعتبر وسائل لتحقيق أهداف أخرى كقيامها بتمويل الحملات الانتخابية بغية إيصال شخص معين إلى مركز القرار ليخدم مصالحها فيما بعد.

3.3. أنواع الأداء حسب معيار الشمولية: ينقسم الأداء حسب شموليته لوحدات وأنظمة المؤسسة إلى أداء كلي وأداء جزئي كما يلي:

أ. **الأداء الكلي:** أو الأداء الشامل، يتمثل في الإنجازات التي تحققت بمساهمة جميع وظائف وأنظمة المؤسسة الفرعية الداخلية منها والخارجية بحيث لا يمكن أن تنسب (الإنجازات) إلى أي عنصر دون باقي العناصر، وبالتالي فإن الأداء الكامل يعبر عن الأهداف الشاملة للمؤسسة كالاستمرارية والنمو وغيرها [3].

ب. **الأداء الجزئي:** هو ذلك الأداء الذي يتحقق على مستوى الأنظمة الفرعية والوحدات داخل المؤسسة ويتم تقسيمه عادة حسب المعيار الوظيفي كما يلي:

- **الأداء المالي:** أي أداء الوظيفة المالية التي تمثل الدعامة الرئيسية لباقي الوظائف داخل المؤسسة، ويتحقق الأداء المالي عندما تتوفق المؤسسة في تحقيق توازن مالي بتوفير الأموال اللازمة لنشاطها مع تعظيم الأرباح وتدنية التكاليف.

[1] زرقون محمد وعرابة الحاج، (2014): أثر إدارة المعرفة على الأداء في المؤسسة الاقتصادية، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، العدد 01، ص 125.

[2] بويعاية حسان وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص ص 111 112.

[3] مزهودة عبد المليك، (2001): الأداء بين الكفاءة والفعالية–مفهوم وتقييم، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 01، ص 89.

- **الأداء الإنتاجي:** وهو ذلك الأداء الذي يتحقق عندما تصل المؤسسة إلى مستويات إنتاجية معتبرة مقارنة بمثيلاتها، مع التركيز على جودة منتوجاتها وتدنية تكاليف ومدة انتاجها ما يسمح لها بالمنافسة [1].
- **الأداء التمويني:** يرتبط بأنشطة الشراء والتخزين والامداد لضمان استمرارية العملية الإنتاجية من خلال توفير كل ما تحتاجه من الموارد والمواد بالتكلفة المناسبة والجودة المطلوبة والوقت المناسب وحسن استغلال أماكن التخزين بما يسهل تدفق المواد ويضمن تخفيض تكاليف التخزين [2].
- **الأداء التسويقي:** يعبر عن مستوى تحقيق المؤسسة لأهدافها التسويقية وذلك من خلال مدى اشباعها لحاجات ورغبات زبائنها من خلال التحسين المستمر لجودة منتجاتها وتحسين العلاقة معهم لتكوين صورة وسمعة جيدة عن المؤسسة بهدف كسب ولائهم ورضاهم، وكسب عملاء جدد مما يؤدي إلى زيادة مبيعاتها وحصتها السوقية [3].
- **أداء الموارد البشرية:** أو الأداء البشري ويرتبط بأداء الموظفين في المؤسسة باعتبارهم مورد استراتيجي قادر على صنع القيمة وتحسين الوضعية التنافسية، ويعبر عنه بمستوى كفاءة كل موظف مقارنة بزملائه ومدى مساهمته في تحقيق الأهداف [4].

المطلب الثاني: قياس وتقييم الأداء

يعتبر تقييم الأداء المرحلة الأخيرة للعملية الإدارية والتي من خلالها يتم الحكم على نتيجة نشاطات المنظمة وعملياتها، ولقد اختلفت وتعددت المفاهيم التي قدمها الباحثون حول مفهوم تقييم الأداء.

فيعرف على أنه العملية المنظمة التي تهتم بجمع المعلومات وتحليلها لغرض تحديد درجة تحقيق الأهداف واتخاذ القرارات بشأنها، ولمعالجة جوانب الضعف وتعزيز جوانب القوة [5].

كما يعرف بأنه عملية تهتم بقياس النتائج التي تحققها المؤسسة خلال السنة المالية على ضوء معايير تحددها مسبقا وبعد تلك الحسابات تقدم أحكام على طبيعة الموارد المستخدمة، وهو عنصر مهم للمؤسسة خاصة في العمليات الإدارية لأنه يقدم معلومات وبيانات تستخدمها للتعرف على مدى تحقيق أهدافها ونجاح المؤسسة مستقبلا [6].

---

[1] George R Terry et Stephen G Franklin, (1985) : Les principes du management, 8ème édition, Paris, Economica, P 325.

[2] بومجان عادل، مرجع سبق ذكره، ص ص 30 31.

[3] نفس المرجع، ص 31.

[4] حفاظ رانية وعلي عبد الله، (2019): دور التعلم التنظيمي في تحسين الأداء البشري–دراسة ميدانية بشركة اسمنت عين التوتة باتنة، مجلة دراسات وأبحاث اقتصادية في الطاقات المتجددة، المجلد 06 (02)، ص 55.

[5] عادل هادي حسين البغدادي وهاشم فوزي دباس العبادي، 2010، التعلم التنظيمي والمنظمة المتعلمة وعلاقتهما بالمفاهيم الإدارية المعاصرة، الطبعة الأولى، عمان، دار الوراق للنشر والتوزيع، ص 374.

[6] الزبيدي حمزة محمود، (2000): التحليل المالي تقييم الاداء والتنبؤ بالفشل، عمان، مؤسسة الوارث للنشر والتوزيع، ص 85.

يتم اتباع اتجاهين في تقييم الأداء هما: الاتجاه المالي (التقليدي) والاتجاه غير المالي (الحديث).

1. الاتجاه المالي لتقييم الأداء:

يتميز الاتجاه المالي (ويسمى أيضا بالاتجاه المحاسبي أو التقليدي) بكونه يتماشى مع المبادئ المحاسبية بالإضافة إلى أنه سهل الاستخدام، ويرتكز على العلاقة بين سعر السهم ونصيب السهم من الأرباح التي حققتها المؤسسة كما أن هذه الأرباح هي التي تحدد أسعار الأسهم [1]، إن أساس قياس وتقييم الأداء حسب هذا الاتجاه يتمثل في التحليل المالي، هذا الأخير بالرغم من تعدد أساليبه كالتحليل العمودي والأفقي لفقرات القوائم المالية إلا أن التقنية الأساسية التي تستخدم للقياس من خلاله هي النسب المالية التي يرى الباحثون وعلى رأسهم David أنها من أكثر المعايير الكمية شيوعا واستخداما في تقييم الأداء الكلي عامة والأداء المالي خاصة وتكمن أهميتها في قدرتها على إظهار أهم جوانب المركز المالي ذلك لارتباطها المباشر بالأهداف طويلة الأجل للمؤسسة الاقتصادية والتي دائما ما تكون أهدافا مالية بالإضافة إلى أن حسن اختيار هذه المقاييس المالية يعطي صورة شاملة عن أداء المؤسسات[2].

تم تقسيم هذ النسب المالية إلى خمس مجموعات بحيث تركز كل مجموعة منها على جانب من جوانب الأداء، تتمثل هذه المجموعات في: نسب الربحية، نسب السيولة، نسب النشاط، نسب الهيكل المالي والنسب السوقية، سيتم التطرق لهذه النسب ببعض من التفصيل خلال المبحث الثالث من هذا الفصل.

2. الاتجاه غير المالي لتقييم الأداء:

كشفت المتغيرات الاقتصادية الحديثة على قصور مقاييس الأداء المحاسبية في إعطاء صورة متكاملة عن الأداء بأبعاده المختلفة، وبالأخص عدم القدرة على الكشف عن مدى مساهمة جهود الإدارة في تعظيم ثروة المساهمين، على عكس ذلك اتجه الأسلوب غير المالي أو الحديث إلى الاهتمام بالتوجهات الاستراتيجية للمؤسسة وتدعيم قدراتها التنافسية الأمر الذي أدى إلى توجه المؤسسات نحو تطوير أساليب التقييم بهدف تطوير وتحديث نفعية التقارير المالية لتلبية احتياجات مستخدمي المعلومات المالية [3].

---

[1] دلول عماد عبد الحسين ومهدي محمد فوزي، (2016): تقييم الأداء المالي باستخدام بعض مؤشرات خلق القيمة–دراسة تحليلية لعينة مختارة من المصارف العراقية، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 23 (99)، ص 468.

[2] الغالبي طاهر محسن وإدريس وائل محمد، (2007): الإدارة الاستراتيجي منظور منهجي متكامل، الطبعة الأولى، عمان، دار وائل، ص 482.

[3] شعشوع أحمد وآخرون، (2021): دور الأساليب الحديثة للتحليل المالي في تقييم الأداء والرفع من القيمة السوقية للمؤسسة– دراسة تحليلية مقارنة بين القيمة الاقتصادية المضافة والمؤشرات المالية التقليدية، مجلة التكامل الاقتصادي، المجلد 09 (01)، ص ص 253 254.

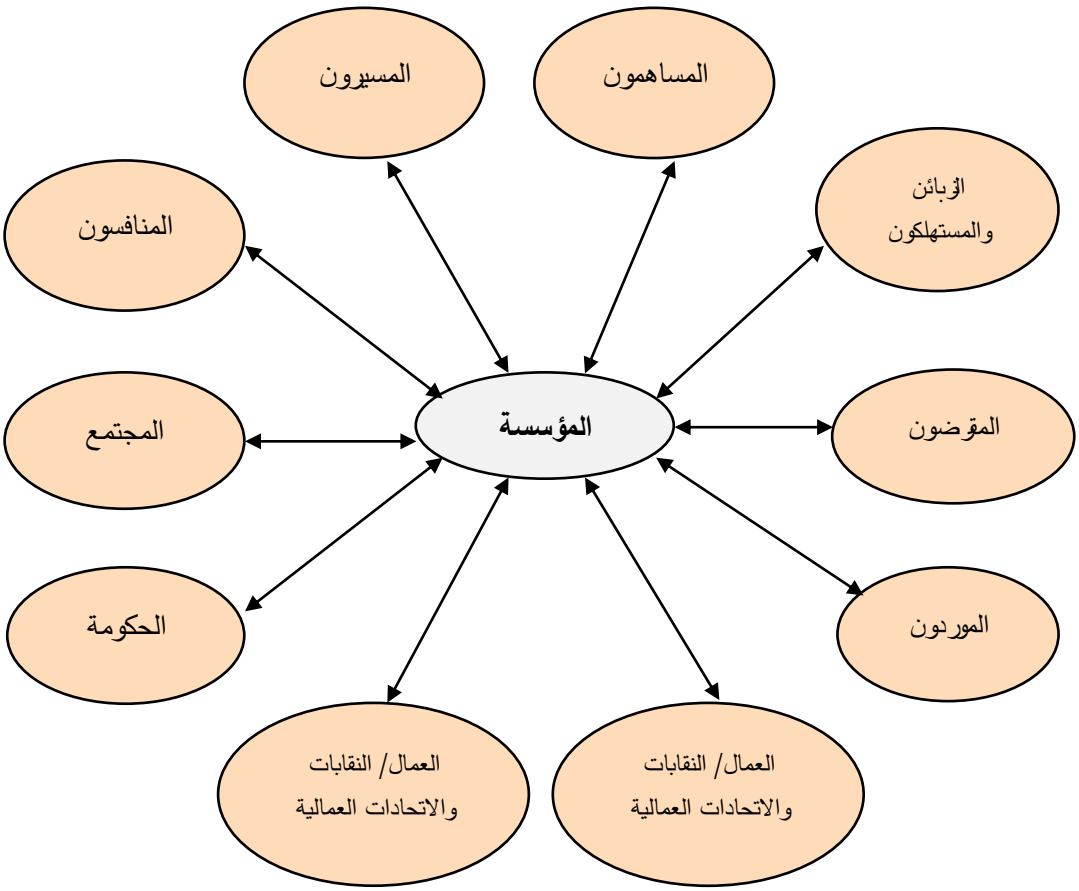
المطلب الثالث: مداخل قياس وتقييم الأداء

من أجل الحصول على تقييم شامل ودقيق للأداء داخل المؤسسة، لا بد من توفر أساليب وأدوات تقييمية تشتمل على مجموعة متنوعة ومتكاملة من المؤشرات سواء المالية وغير المالية لتعطي نظرة متكاملة حول أداء المؤسسة.

1. مدخل أصحاب المصلحة:

يُعرف Freeman أصحاب المصلحة أو الأطراف ذات المصالح بأنهم كل الأفراد أو المجموعات التي يمكن أن تؤثر أو تتأثر بنشاطات المؤسسة والتي تساهم في تحقيق أهدافها وبالتالي فإن المؤسسة تعتمد عليها لضمان بقائها واستمرارها [1]، تتعدد هذه الأطراف وتختلف من مؤسسة إلى أخرى مُشكّلة مفردات البيئة الداخلية والخارجية للمؤسسة ويمكن تلخيص بعض هذه الأطراف في الشكل الموالي:

الشكل رقم (19): أصحاب المصالح



Source: Johnson Gerry et al, (2020): Exploring strategy, 12th edition, United Kingdom, Pearson, P 135.

[1] Mitchell Ronald K et al, (1997): Toward a theory of stakeholder identification and salience-Defining the principle of who and what really counts, The academy of management review, Vol 22(4), P 858.

يرى منظرو أصحاب المصلحة وعلى رأسهم Freeman أن النماذج التقليدية للمؤسسة (نظرية المساهمين) تركز على تحقيق مصلحة المساهمين فقط مع استبعاد باقي الأطراف الفاعلة في المؤسسة، فهم لا يرفضون فكرة اتجاه المؤسسات نحو كسب المزيد من الأرباح ولا أن للمسيرين واجبات اتجاه المساهمين بل يؤكدون على ضرورة الاهتمام بمجموعة واسعة من أصحاب المصلحة (مثل جماعات الضغط البيئية، المجتمع المحلي والمنافسين...الخ)، كما أن لهؤلاء المسيرين التزامات نحو تلك المجموعة التي تمتد إلى ما هو أبعد من المساهمين[1]، كما يؤكد الباحثون على أهمية أهداف أصحاب المصالح والحقوق باعتبارها مجالات أداء رئيسية ينبغي على المؤسسة قياس أدائها من خلال وضع مقياسا أو أكثر لكل مجموعة منها ويرجع هذا لتشابك أهداف المؤسسة وحاجات تلك المجموعات [2].

في نفس السياق يؤكد Yahchouchi على أن المؤسسات التي تنجح في كسب علاقات جيدة مع الأطراف ذات المصالح ستستفيد من تدفقات أكبر للموارد وتكون قادرة على خلق قيمة أكثر من تلك المؤسسات ذات العلاقة الضعيفة مع أطرافها الفاعلة [3] وهذا ما أكده Zellweger Thomas و Nason Robert عندما توصلا إلى أن النتائج الجيدة للأداء المالي وغير المالي من شأنها أن ترفع مستوى رضا أصحاب المصالح [4].

2. مدخل لوحة القيادة:

يرجع استخدام لوحة القيادة في حقل الإدارة المالية إلى سنة 1932، ومفهومها مأخوذ من لوحات القيادة الموجودة في السيارات والطائرات التي تُظهر مؤشرات حول أداءها مثل السرعة ومستوى الوقود والمسافة المقطوعة وغيرها.

تعرف لوحة القيادة بأنها مجموعة من مؤشرات التسيير التي تعد بشكل دوري على حسب احتياج المسؤول، تعمل على توجيه قراراته بغية تحقيق أهداف الأهداف [5]، فلكل مسؤول لوحة قيادة خاصة به تشمل أهم النقاط التي تسمح بمتابعة أداء قسمه.

[1] Jones Thomas M et al, (2017): Stakeholder theory-The state of the art- The Blackwell guide to business ethics, Norman E. Bowie, P 19-20.

[2] الغالبي طاهر محسن وإدريس وائل محمد، مرجع سبق ذكره، ص 492.

[3] Yahchouchi Georges, (2007) : Valeur ajoutée par les parties prenantes et création de valeur de l'entreprise, Revue des sciences de gestion, N (2), P 86.

[4] Zellweger Thomas M and Nason Robert S, (2008): A stakeholder perspective on family firm performance, Family business review, Vol 21 (3), P 203.

[5] Doriath Brigitte, (2008) : Contrôle de gestion, 5ème édition, Paris, Dunod, P 143.

تختلف مؤشرات لوحة القيادة من مؤسسة لأخرى تبعا لتغير الغاية والهدف، تسمح هذه المؤشرات للمسيرين بمعرفة درجة تقدم العمليات في مختلف المستويات ومعرفة الوضعية الحقيقية ودرجة الانحرافات بمقارنة الأهداف الفعلية بالأهداف المعيارية وبالتالي اتخاذ الإجراءات التصحيحية في الوقت المناسب [1].

3. مدخل بطاقة الأداء المتوازن:

بدأ استخدام بطاقة الأداء المتوازن أو جدول القيادة الاستشرافي في بداية التسعينات وتعود بوادرها إلى جهود كل من Kaplan R.S و Norton D.P، حيث رأى الباحثين أن مقاييس الأداء التقليدية نجحت بشكل جيد في العصر القديم إلا أنها لم تعد تتماشى مع المهارات والكفاءات التي تحاول المؤسسات إتقانها اليوم [2] فبطاقة الأداء المتوازن لا تعتبر عملية تجديد مطلق في أساليب التقييم وإنما كرَد فعل وتزامنا مع المتغيرات والتحولات الجديدة الحاصلة وخاصة منها في إطار التنافسية [3] وهي تعتبر الأداة المطورة عن لوحة القيادة.

وتعرف بطاقة الأداء المتوازن على أنها أداة تسيير وتقييم تساعد على ترجمة الخطط الاستراتيجية للمؤسسة إلى أهداف وخطوات اجرائية قابلة للقياس والتحقيق اعتمادا على العلاقات المتشابكة بين أربع أبعاد أساسية لخلق التوازن في مقاييس الأداء [4] على المدى القصير والطويل من خلال تحديد مؤشرات مالية وغير مالية لكل بعد من الأبعاد التي يلخصها الشكل رقم (20).

---

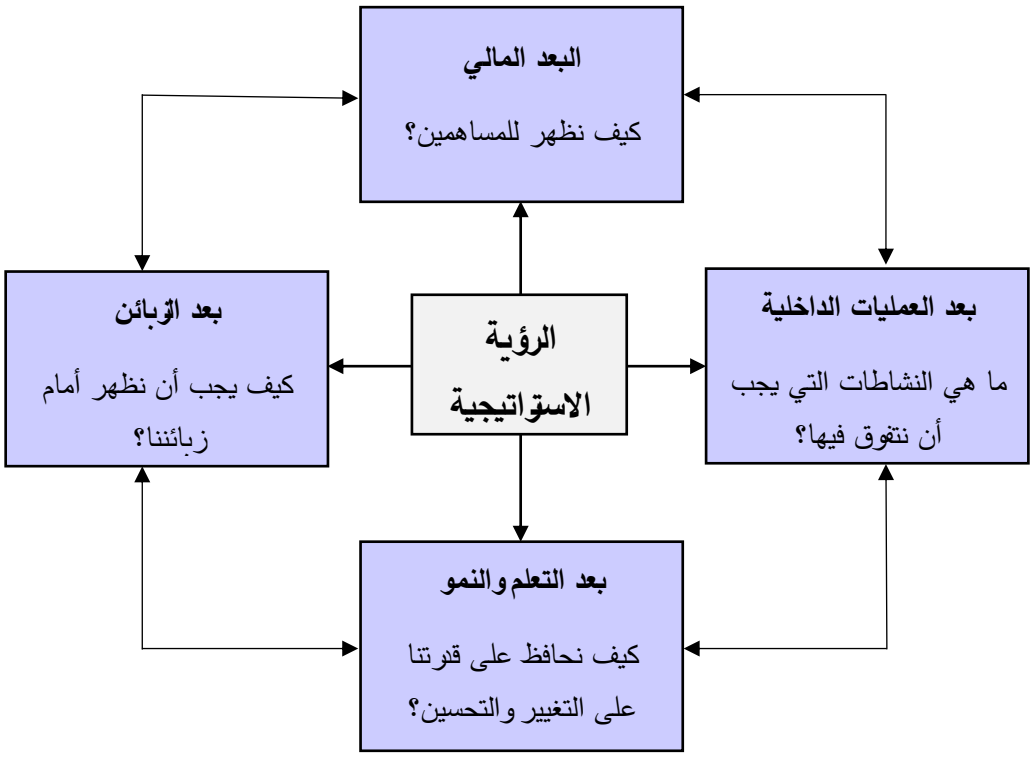
[1] الشيخ الضاوي، مرجع سبق ذكره، ص 224.

[2] Kaplan Robert S and Norton David P, (1992): The balanced scorecard-measures that drive performance, Harvard business review, Vol 70 (01), P 71.

[3] بومجان عادل، مرجع سبق ذكره، ص 75.

[4] شوقي السيد فودة، (2005): إطار مقترح لتقييم الأداء الاستراتيجي في بيئة الإنتاج الحديثة من خلال مقياس بطاقة الأداء المتوازن دراسة نظرية وتطبيقية، التجارة والتمويل، المجلد 25 (2)، ص ص 22 23.

الشكل رقم (20): أبعاد بطاقة الأداء المتوازن



Source: Wen Cheng Lin and Shmuel Yahalom, (2009): Target performance management for an international shipping harbor-An integration activity-based budgeting with a balanced scorecard approach the case of Keelung harbor, African journal of business management, Vol 3 (9), P 455.

يتضح من خلال الشكل رقم (20) أن الأبعاد التي تقوم عليها بطاقة الأداء المتوازن هي البعد المالي الذي يعتبر أول وأهم بعد فيها حيث تعمل باقي أبعاد البطاقة على دعمه ويعبر عن الجانب المالي من الأداء، بعد العمليات الداخلية الذي يهتم بعمليات الإنتاج وكيفية إيصال الخدمات وتوفير منتجات جديدة لاستقطاب عملاء جدد من خلال امتلاكها طاقات بشرية قادرة على التعلم والابتكار وأنظمة معلومات تضمن التحسين المستمر لعملياتها (بعد التعلم والنمو) ما ينتج عنه إلى سلع وخدمات بأعلى جودة وأقل تكلفة بما يحقق رضا الزبائن وكسب ولائهم (بعد الزبائن)، الأمر الذي يؤدي إلى تحقيق الأرباح للمساهمين.

4. مدخل لوحة قيادة رأس المال الفكري

أو Navigateur de Skandia تم تطوير هذا النموذج من لوحة القيادة من طرف Malone و Edvinsson سنة 1999 على مستوى مؤسسة تأمين سويدية تدعى Skandia AFS، حيث قدم الباحثان من خلال قيادة رأس

المال الفكري فكرة أساسية مفادها أن المكونات غير الملموسة تعد مصدر الأداء وتشكل نسبة هامة من أصول المؤسسة [1].

تشبه هذه اللوحة بطاقة الأداء المتوازن في كونها تقدم نظرة شاملة لقياس الأداء بحيث تغطي خمس مجالات المجال الأول يتعلق بالجانب المالي، أما المجالات الأخرى ترتبط وتشكل رأس المالي الفكري الذي ينقسم بدوره إلى رأس مال بشري ورأس مال هيكلي بحيث: [2]

- **رأس المالي البشري:** ويشمل كفاءة العمال على أساس معارفهم ومهاراتهم الثقافية أي رغبتهم وقابليتهم للبحث والتجديد؛
- **رأس المال الهيكلي:** يشمل علاقات المؤسسة مع الأطراف المرتبطة بها مع التركيز على الزبائن (رأس مال الزبون)، بالإضافة إلى البنى التحتية، ثقافة المؤسسة وأنظمة حركة المعارف والمعلومات داخلها (رأس المال التنظيمي)، كما يشمل رأس المال الهيكلي التجديد والتطوير المقاس من خلال: عدد المنتجات الجديدة، سوق جديد أو تكنولوجيا جديدة، النفقات البحوث، التكوين وغيرها من المؤشرات التي تعبر عن رأس المال الابتكاري.

5. مدخل القياس المقارن:

عرف المركز الأمريكي للإنتاجية والجودة المقاييس المرجعية على أنها عملية منتظمة ومستمرة تقوم على تقييم ومقارنة عمليات وأنشطة المؤسسة مع مثيلاتها الرائدة في المجال بشكل مستمر، والحصول على المعلومات اللازمة لاتخاذ الإجراءات الضرورية لتطوير وتحسين أدائها [3]، تنقسم هذه المقاييس المرجعية إلى أنواع عديدة وفق معايير مختلفة، فحسب مصدر المقياس توجد ثلاثة أنواع هي: [4]

أ. **المقاييس المرجعية الداخلية:** تتم من خلالها مقارنة نشاط بنشاط آخر ناجح ومتميز داخل المؤسسة، وتهدف إلى تحديد فجوات أداء العمليات الداخلية المتشابهة والارتقاء بها لرفع مستوى الأداء؛

ب. **المقاييس المرجعية التنافسية:** وفق هذه المقاييس تقوم المؤسسة بمقارنة أدائها الحالي مع الأداء الحالي لمنافسيها الذين يقدمون نفس المنتج أو الخدمة لضمان البقاء؛

---

[1] نعمون محمد عز الدين، (2020): تطور اختصاص وممارسات مراقبة التسيير في المؤسسات الاقتصادية، مجلة أبعاد اقتصادية، المجلد 10 (01)، ص 113.

[2] مقدم وهيبة، (2020): خلق القيمة في المنظمة من خلال رأس المال الفكري–مستكشف سكندیا نموذجا، مجلة الدراسات الاقتصادية المعمقة، المجلد 05 (3)، ص 04.

[3] المهدي مفتاح السريتي، (2013): مدى إمكانية استخدام مؤشرات تقييم الأداء في بيئة التصنيع الحديثة في القطاع الصناعي الليبي، المجلة الجامعة، المجلد 3 (15)، ص 195.

[4] بابكر موسى عيسى محمد وآخرون، (2019): استخدام مداخل القياس المرجعي لخفض تكاليف الخدمات المصرفية ودعم المقدرة التنافسية للمصارف دراسة ميدانية على فروع المصارف العاملة في مدينة النهود جمهورية السودان، مجلة الإدارة والتنمية للبحوث والدراسات، المجلد 8 (01)، ص ص 315 316.

ج. **المقاييس المرجعية العامة:** من خلالها تتم مقارنة أداء المؤسسة مع أفضل الممارسات لأفضل المؤسسات حتى تستفيد من تجاربها وتحسين من أداءها بشكل عام.

المبحث الثاني: أساسيات الأداء المالي وعملية تقييمه

تقوم الإدارة المالية بتوفير الموارد المالية اللازمة للمؤسسة واختيار التوليفة المناسبة من البدائل التمويلية سعيا منها إلى تحقيق نتائج مرضية يترجها الأداء المالي الجيد، ونظرا لأهميته لدى أصحاب المصالح فمن الضروري أن يقوم المسير بقياس وتقييم مستوى الأداء المالي باستمرار انطلاقا من الأهداف المسطرة سابقا لمعرفة مدى تحقيقها، من خلال هذا المبحث سيتم التطرق إلى مفهوم الأداء المالي في المطلب الأول، وكذا التعرف على عملية تقييمه وأهميتها في المطلب الثاني بالإضافة إلى مصادر معلومات هذه العملية التقييمية ومتطلبات نجاحها في المطلب الثالث.

المطلب الأول: مفهوم الأداء المالي

يُشكل الأداء المالي أحد الأنواع الأساسية للأداء في المؤسسة، حيث تعددت التعاريف المقدمة له وتطورت باختلاف الأبحاث والدراسات حوله، خصص هذا المطلب لاستعراض بعض هذه التعاريف وأسباب الاختلاف فيها، وكذا العوامل المؤثرة فيه.

1. تعريف الأداء المالي وأسباب اختلافه

لطالما اقترن تطور مفهوم الأداء المالي بالتطورات التي شهدها الفكر المالي جراء التحولات العميقة التي طالت المشهد الاقتصادي على مر الأزمنة، فبعد توسع دائرة اختصاص الإدارة المالية التي تطور هدفها الأساسي المتمثل في توفير الأموال لسد الاحتياجات التمويلية للمؤسسة ليشمل كذلك الاهتمام بتكلفة الأموال كأحد أهم محددات الأداء المالي، توسع المحتوى الفكري لهذا الأخير مما أدى إلى توسيع المؤشرات لتقييم مدى قدرة الإدارة على تخفيض تكلفة الأموال. كما امتد مفهوم الأداء المالي ليشمل البعد الاستراتيجي توازيا مع تطور دور الإدارة المالية في عملية صياغة استراتيجية المؤسسة لضمان نجاح الأهداف المالي بفعالية، وبالإضافة إلى هذا فقد أكدت النظرة الاستراتيجية المعاصرة على ضرورة تبني البعد البيئي عند تحديد الأهداف المالية بهدف تحسين الأداء المالي على المدى البعيد [1].

لقد تعدد التعاريف المقدمة للأداء المالي حسب زاوية نظر كل باحث ومختص، ويرجع هذا الاختلاف في تحديد مفهوم موحّد حسب دراسة **دادن** (2006) إلى الأسباب التالية: [2]

[1] نمري نصر الدين، (2015): تحليل النمو وخلق القيمة في المؤسسة الاقتصادية ودوره في تقييم وقيادة الأداء المالي–دراسة حالة ثلاث شركات تأمين ناشطة في الجزائر، أطروحة دكتوراه، تخصص مالية المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، جامعة امحمد بوقرة بومرداس، ص 31.

[2] دادن عبد الغني، (2006): قراءة في الأداء المالي والقيمة في المؤسسات الاقتصادية، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 04، ص 42.

- **اختلاف رؤى الباحثين حول تحديد مفهوم الوظيفة المالية:** حيث أسندتها بعض التعاريف إلى القرارات المالية والاستراتيجية والسياسة المالية وكذا مجابهة تحديات المالية، وبسبب عدم شمول هذه المفاهيم وعدم توحيدها فهي غير قادرة على تحديد طبيعة الوظيفة المالية بشكل دقيق؛
- **تطور النظرية المالية الكلاسيكية إلى نظرة مالية معاصرة:** فحسب النظرية المالية الكلاسيكية تعتبر الوظيفة المالية في المؤسسة كمزود للأموال وتسييرها وتعرف بـ "مالية المؤسسة" وتهدف إلى تعظيم الربح في ظل مستقبل مؤكد الحدوث، إلا أن هذه النظرية واجهت تحديات وظروفاً غير مؤكدة كازدياد التدخل الحكومي والتقدم التكنولوجي وحدة المنافسة وغيرها من الأحداث التي أدت إلى انهيارها، في الوقت نفسه برز هدف مالي تقليدي دعّمه الملاك هدفه تعظيم القيمة السوقية لسعر السهم وكان نقطة بزوغ النظرية المالية شبه التقليدية التي هدفت إلى تعظيم قيمة المؤسسة في البورصة ومن هنا كان ميلاد نظرية تكلفة الأموال. ثم جاءت النظرية المالية المعاصرة خلال الفترة 1950 إلى 1960 التي اعتبرها البعض نموذج خارجي للمؤسسة يخضع لقوانين سوق الأصول من خلال الفصل بين رأس المال الاقتصادي ورأس المال المالي؛
- **تطور المؤشرات المحاسبية إلى مؤشرات مالية واقتصادية:** تميزت طبيعة المؤشرات بالطابع المحاسبي والمالي إذ أنها ذات صلة مباشرة بقياس العوائد والأرباح إلى غاية سنة 1995 اتجه الاهتمام نحو مؤشرات المردودية لعدم نفعية المؤشرات المحاسبية في بعض الظروف كالتضخم، وفي نفس السنة تم المزج بين المؤشرات المحاسبية والمردودية سواء تعلق الأمر بالأموال الخاصة أو بالأصول الاقتصادية أو بتدفقات عوائد الاستثمار أي إدخال البعد المستقبلي كأسلوب لقياس الأداء والقيمة. بالإضافة إلى ذلك تم التركيز على المؤشرات الاقتصادية بجانب المؤشرات السوقية لما تكتسبه هذه المؤشرات من قوة تفسيرية للبيئة الاقتصادية والضوابط السوقية التي تحكم المؤسسة.

كل هذا أدى إلى تعدد التعاريف المقدمة للأداء المالي والتي يتم ذكر البعض منها فيما يلي:

يعرف الأداء المالي على أنه المؤشر الرئيسي لنجاح المؤسسات، فالمؤسسات ذات المستوى الجيد والصحي من الأداء المالي تتمتع بمزايا مستدامة تجعلها قادرة على تقديم قيمة للأطراف ذات المصلحة معها [1].

يُعرف E. Scosip الأداء المالي على أنه الفرق بين القيمة المقدمة للسوق ومجموع القيم المستهلكة والمتمثلة في تكاليف مختلف الأنشطة [2]، يشير هذا التعريف إلى أن الأداء المالي يعبر عن قدرة المؤسسة على خلق القيمة من خلال عملياتها.

[1] Mahgoub Jimmy, (2020): Factors affecting the financial performance of US children's hospitals-An exploratory study, Doctoral dissertation, Robinson college of business, Georgia state university, P 21.

[2] دادن عبد الوهاب وحفصي رشيد، (2014): تحليل الأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية باستخدام طريقة التحليل العاملي التمييزي AFD خلال الفترة 2006-2011، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، المجلد (02)، ص 24.

أما M. Friedman فيرى بأن الأداء المالي يتوقف على الاستغلال الأمثل لموارد المؤسسة وتحقيق أقصى عائد ممكن [1]، من خلال هذا التعريف فإن الأداء المالي يعكس مدى كفاءة المؤسسة.

وتضيف J. St Pierre بأن الأداء المالي يعبر عن قدرة المسيرين على تحقيق أهدافهم من خلال نمو المعدل السنوي للمبيعات وكذا من خلال تحقيقهم لنسب مالية معينة [2]، أما هذا التعريف فيرى أن الأداء المالي يتمحور حول فعالية المسيرين في تحقيق أهداف المؤسسة.

ويعرفه البعض بأنه المفهوم الضيق لأداء المؤسسات حيث يقيس مدى انجاز الأهداف الموضوعة باستخدام مؤشرات مالية، كما يعتبر الدعامة الأساسية لمختلف وظائف المؤسسة اذ يساهم في تلبية احتياجات أصحاب المصالح عن طريق خلق فرص استثمارية في ميادين متعددة وتوفير الموارد المالية اللازمة [3]، وحسب هذا التعريف فإن الأداء المالي هو مرآة تعكس أداء المؤسسة ككل وليس الوظيفة المالية فقط.

كما يصف الأداء المالي الصحة المالية للمؤسسة خلال فترة زمنية معينة، وبعبارة أخرى هو إجراء مالي لتحقيق مبيعات وربحية أعلى للمساهمين من خلال إدارة الأصول المتداولة وغير المتداولة والموارد المالية وكذا الإيرادات والمصروفات بغية توفير معلومات تفيد المساهمين وكل الأطراف ذات المصلحة [4].

يلاحظ من خلال التعاريف السابقة أنه لا يوجد تعريف موحد للأداء المالي فكل يعرفه من منظور مختلف، ولكن يمكن القول أن الأداء المالي هو انعكاس لوضعية المؤسسة وصحتها المالية، من حيث مدى تحقيقها للأهداف التي يتطلع لها المساهمون وطريقة استغلالها للموارد المالية المتاحة لتحقيق النتائج بأقل التكاليف وقدرتها على خلق قيمة من أنشطتها، كل هذا من خلال تحليل مؤشرات تستخرج من القوائم المالية المختلفة مع دراسة تأثير المحيط الخارجي للمؤسسة من (اقتصادي، مالي، بيئي..).

2. العوامل المؤثرة على الأداء المالي

هناك العديد من العوامل التي تؤثر على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية تم تصنيفها حسب مصدره إلى عوامل داخلية وأخرى خارجية.

[1] منير إبراهيم هندي، (2000): الأوراق المالية والتمويل، الإسكندرية منشأة المعارف، ص 26-27.

[2] Josée St Pierre, (1999) : La gestion financière des PME théories et pratique, Presses de l'université du Québec, P263.

[3] الخطيب محمود، (2018): الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات المساهمة، عمان، الأردن، دار الحامد للنشر والتوزيع، ص 45.

[4] Naz Farah et al, (2016): Financial performance of firms-Evidence from Pakistan cement industry, Journal of teaching and education, Vol 5 (01), P 82.

1.2. العوامل الداخلية: يتأثر الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية بعوامل داخلية عديدة يتم فيما يلي ذكر أهمها:[1]

- **الهيكل التنظيمي:** يؤثر الهيكل التنظيمي على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية من خلال المساهمة في التنفيذ الحسن لخططها واتخاذ القرارات المناسبة، كونه يعد الإطار الذي تتفاعل فيه جميع المتغيرات المتعلقة بالمؤسسة وأعمالها حيث يحدد المسؤوليات والمهام الواجب القيام بها ومن ثم تخصيص الموارد اللازمة لها بالإضافة لتحديد أدوار الموظفين.
- **التكنولوجيا:** تعد من أبرز التحديات التي تواجه المؤسسات ويقصد بها تلك لأساليب والمهارات المعتمدة من طرف المؤسسة لتحقيق أهدافها والتي تربط بين المصادر والاحتياجات، فعلى المؤسسة تحديد نوع التكنولوجيا المناسبة لطبيعة نشاطها والمنسجمة مع أهدافها وكذا التكيف مع التكنولوجيا واستيعابها بهدف الموائمة بين القنية والأداء وبالتالي زيادة الأرباح.
- **حجم المؤسسة:** تصنف المؤسسات لاقتصادية حسب حجمها إلى مؤسسات صغيرة أو متوسطة أو كبيرة الحجم، وهذا اعتمادا على عدة مؤشرات منها إجمالي الموجودات أو إجمالي المبيعات، وقد يكون تأثير الحجم على الأداء المالي سلبيا كما قد يكون إيجابيا.

2.2. العوامل الخارجية: يتأثر الأداء المالي بعوامل خارجة عن تحكم المؤسسة يتم ذكر منها ما يلي: [2]

- **السوق:** يتأثر الأداء المالي بحالة السوق من ناحية العرض والطلب، فإذا كان السوق في مرحلة الانتعاش يعني الطلب مرتفع فإن ذلك سيؤثر على الأداء المالي بالإيجاب، أما في حالة الركود فإن الطلب ينخفض ويتأثر الأداء المالي للمؤسسات سلبا؛
- **شدة المنافسة:** تعتبر المنافسة سلاح ذو حدين بالنسبة لأداء المؤسسة المالي، فقد تكون عامل محفز لتحسينه عندما تحاول المؤسسة البقاء في مضمار المنافسة، ومن جهة أخرى قد تكون سببا في تدهوره عندما لا تستطيع المؤسسة مواكبة منافسيها؛
- **الأوضاع الاقتصادية:** تعد الأوضاع الاقتصادية من أهم العوامل المؤثرة على الأداء المالي للمؤسسة باعتباره مصدرا لمواردها وسوقا لمنتجاتها، ومن بين المتغيرات الاقتصادية المؤثرة: الأزمات المالية، التضخم، سياسة التجارة الخارجية، أسعار الفائدة...الخ.

[1] الكبيسي عبد الستار والقضاة مصطفى، (2015): أثر النسب المالية على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة الصناعية المدرجة في بورصة عمان المالي 2005-2011، المنارة للبحوث والدراسات، المجلد 21 (1)، ص 06.

[2] شايب إيمان وآخرون، (2021): تقييم كفاءة الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية باستخدام تحليف مغلف البيانات DEA-دراسة حالة عينة من المؤسسات البترولية الجزائرية خلال الفترة 2016/2010، مجلة الدراسات الاقتصادية الكمية، المجلد 07 (01)، ص 352.

بالإضافة إلى ما سبق ذكره من عوامل خارجية تؤثر على الأداء المالي قد يتأثر هذا الأخير كذلك بالعوامل السياسية والقانونية (مثل قرار التأميم، القوانين الخاصة بحماية المستهلك والأخرى الخاصة بتنظيم علاقة المؤسسة بالموظفين...الخ) والتي يجب على المؤسسة أن تتأقلم معها نظرا لصعوبة التحكم فيها، كما أن للعوامل الثقافية والاجتماعية تأثير على الأداء المالي (كالتركيبة السكانية، التوزيع الجغرافي، الأنماط الاستهلاكية ومستويات التعليم... الخ) نظرا للارتباط الوثيق بين المؤسسة والمجتمع.

المطلب الثاني: عملية تقييم الأداء المالي

تعتبر عملية تقييم الأداء المالي أحد الركائز الأساسية في تحديد مستقبل المؤسسة ونجاحها إذ توفر للإدارة المعلومات اللازمة التي تقيس مدى تحقيق أهدافها والتعرف على اتجاهات الأداء فيها وبالتالي فهي عنصر أساسي في العملية الإدارية، لذا سيتم التعرف على أهمية وأهداف هذه العملية التقييمية وخطواتها.

1. تعريف عملية تقييم الأداء المالي وأهميتها

يعرف تقييم الأداء المالي بأنه تقديم حكم ذو قيمة حول تسيير المؤسسة الاقتصادية لمواردها المالية والمادية ومدى تحقيق أهداف ومنافع الأطراف ذات الصلة بها [1]، تناول هذا التعريف عملية تقييم الأداء المالي بصفتها عملية تقييم مستوى الفعالية والكفاءة للمؤسسة.

كما يرى كل من Poster & Streib أن عملية تقييم الأداء المالي تعتبر مراجعة لكل ما تم إنجازه من الأعمال اعتمادا على معايير محددة من طرف المؤسسة وفقا لخططها وأهدافها الاستراتيجية، حيث تعمل هذه المعايير كمراقب ومرشد للأنشطة [2]، كما يرى هذا التعريف أن عملية تقييم الأداء المالي تعتمد على وضع معايير مسبقة من أجل مقارنة النتائج المحققة وبالتالي فهي قائمة على الرقابة المستمرة على أنشطة المؤسسة.

وهو عملية تحليل الوضع المالي للمؤسسة من خلال مجموعة الأدوات والمؤشرات المالية المناسبة، بغية الكشف عن نقاط القوة والضعف ذات الطبيعة المالية [3]، من خلال هذا التعريف فإن تقييم الأداء المالي يتم باستخدام مؤشرات مالية معينة لقياس النتائج.

---

[1] بورنيسة مريم وخنفري خيضر، (2017): دور النسب والمؤشرات المالية في تقييم أداء المالي للمؤسسات الاقتصادية، مجلة دراسات اقتصادية، المجلد 17 (01)، ص 58.

[2] إسماعيل هيثم وجنيعر سلوان، (2020): أثر التحولات الهيكلية في إطار دلالات المؤشرات المالية لهيكل التمويل الممتلك وانعكاسها على الأداء المالي للمصارف التجارية للمدة 2009–2018– بحث تطبيقي لعينة من المصارف التجارية العراقية المدرجة سوق العراق للأوراق المالية، Journal of kufa studies center، المجلد 1 (60)، ص 542.

[3] شعشوع أحمد وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 253.

مما سبق يمكن القول بأن عملية تقييم الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية هي عملية تشخيص الأوضاع المالية عن طريق قياس النتائج المحققة باستخدام مؤشرات مالية يتم حسابها انطلاقا من الكشوفات المالية للمؤسسة من ثم مقارنة هذه المؤشرات مع المعايير الموضوعة سلفا، ما يسمح لها بتحديد الانحرافات وكشف مواضع القوة والضعف واتخاذ الإجراءات التصحيحية اللازمة.

من خلال التعاريف المطروحة يتبن أن لعملية تقييم الأداء المالي أهمية بالغة بالنسبة للمؤسسة الاقتصادية يتم ذكر أبرزها كما يلي: [1]

- رصد أنشطة المؤسسات ومراجعة سلوكها وتقييم مستوى أدائها وفعاليتها وتوجيه إلى الاتجاه الصحيح من خلال تحديد مواضع الضعف وأسبابها واقتراح الإجراءات التصحيحية، وترشيد الاستخدامات الاستثمارات بما يخدم الأهداف العامة للمؤسسة، وكذا المساهمة في اتخاذ القرارات السليمة لضمان الاستمرارية والبقاء؛
- يسمح بغربلة الموارد البشرية عن طريق الكشف عن العناصر الناجحة ومحاولة الاستفادة منها إلى أقصى حد والاستغناء عن العناصر غير الكفؤة للوصول إلى الأداء الجيد؛
- الكشف عن التطور الذي حققته المؤسسة سواء نحو الأفضل أو العكس من خلال نتائج التنفيذ الفعلي للأداء زمنيا ومكانيا، مما يسمح بالتنبؤ بالأداء المستقبلي اعتمادا على النتائج السابقة؛
- تسمح عملية تقييم الأداء المالي بأن تكون المؤسسات أكثر قدرة على مواكبة فرص وتهديدات البيئة الخارجية.

كما تساهم عملية تقييم الأداء المالي في: [2]

- التأكد من مدى مطابقة الأداء الفعلي مع ما هو مخطط له؛
- المقارنة بين أداء مختلف أقسام المؤسسة؛
- المساعدة في عملية الرقابة والتخطيط، وكذا في تحديد استراتيجية المؤسسة على المدى الطويل.

بالإضافة إلى ما سبق تسمح عملية تقييم الأداء المالي بتوفير معلومات يستفيد منها المستثمرين والدائنين للحكم على وضعية المؤسسة المالية السابقة والحالية وتوقع الفرص المستقبلية المتاحة أمامها، من خلال تقدير قدرة المؤسسة على توليد الأرباح وحجم الأرباح التي توزعها وأسعار أسهمها في السوق المالي، بالإضافة تقييم قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها ومدى استقلاليها المالية.

[1] شنين عبد النور وزرقون محمد، (2015): دراسة قدرة المؤشرات التقليدية والحديثة على تفسير الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة– دراسة حالة بورصة الجزائر للفترة 2013/2000، مجلة الدراسة الاقتصادية الكمية، المجلد 1 (1)، ص 243.

[2] بورنيسة مريم وخنفري خيضر، (2019): الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية على ضوء النماذج الكمية العالمية للتنبؤ بالفشل المالي "دراسة حالة المجمع الصناعي صيدال"، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، المجلد 12 (02)، ص 820.

2. أهداف تقييم الأداء المالي

تهدف المؤسسة الاقتصادية عند قيامها بعملية تقييم أدائها المالي إلى تحقيق جملة من الأهداف أهمها:

- **التوازن المالي:** يعتبر التوازن المالي هدفا رئيسيا تسعى الإدارة المالية لتحقيقه دائما فهو يترجم مقدرة المؤسسة على مواجهة التزاماتها ويتحقق من خلال إحداث التوازن بين بين رأس المال المستخدم والمصادر التمويلية المعتمدة خلال فترة زمنية محددة [1]، وبالتالي فإن تحقيق التوازن المالي يؤدي إلى رفع الاستقلالية المالية وللمؤسسات ومتعها باليسر المالي وبالتالي تقليل المخاطر المالية التي يمكن أن تواجهها.
- **توفر السيولة المالية:** إن توفر السيولة المالية يعني قدرة المؤسسة على مواجهة التزاماتها قصيرة الأجل عن طريق أصولها المتداولة بعد تحويلها إلى سيولة بالسرعة المطلوبة وفي الوقت المناسب، من جهة أخرى فإن وجود سيولة جامدة يعني ضياع الفرص البديلة لاستثمارها وما قد ينتج عنها من عوائد، لذا يهدف تقييم الأداء المالي إلى التسيير الفعال للخزينة للوصول إلى المستوى الأمثل من السيولة الذي يوازن بين مواجه الالتزامات وتدنية تكلفة الفرص البديلة.
- **تحقيق الربحية:** تمثل الربحية نتيجة السياسات والقرارات المالية التي تتخذها إدارة المؤسسة وتقيس مدى كفاءة وفعالية هذه الأخيرة في توليد الأرباح من استثماراتها [2]، ويعتبر تعظيم الربح هدفا أساسيا لتقييم الأداء المالي وللإدارة ككل باعتباره عنصرا ضروريا لبقائها واستمرارها.
- **تدنية تكلفة الهيكل المالي:** تهتم الإدارة المالية بموضوع تكلفة الهيكل المالي كثيرا ذلك لأن معظم القرارات المالية تعتمد عليه، حيث تسعى دائما إلى اختيار المزيج الأمثل من الهيكل المالي الذي يجعل التكلفة في حدها الأدنى.

3. خطوات تقييم الأداء المالي

تمر عملية تقييم الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية بالعديد من المراحل التي يتم تلخيصها كما يلي:[3]

- الحصول على مجموعة القوائم المالية السنوية وقائمة الدخل لاستخراج البيانات المالية الضرورية للتقييم؛
- بعد اعداد وتحديد الأدوات المالية التي ستخدم في عملية التقييم يتم حساب المقاييس المختلفة مثل نسب الربحية والسيولة؛
- دراسة وتقييم النسب لمعرفة الانحرافات ونقاط الضعف في الأداء المالي، وذلك من خلال مقارنته بالأداء المتوقع أو بأداء المؤسسات الأخرى الناشطة في نفس القطاع؛

[1] نمري نصر الدين، مرجع سبق ذكره، ص 34.

[2] السعيد جمعة فرحات، مرجع سبق ذكره، ص 247.

[3] الخطيب محمود، مرجع سبق ذكره، ص ص 51-52.

- وضع التوصيات الملائمة اعتماداً على عملية تقويم الأداء المالي من خلال النسب، وهذا بعد معرفة أسباب الانحرافات والفروقات وأثرها على المؤسسة.

المطلب الثالث: معلومات عملية تقييم الأداء المالي ومتطلبات نجاحها

حتى تضمن المؤسسة السير الجيد لعملية تقييم أدائها المالي يجب على القائمين على هذه العملية ضمان جودة المعلومات الخاصة بها وكذا الالتزام بمجموعة من الخصائص والشروط التي تساعد على السير الجيد لها وتساهم في تحقيق الأهداف المرجوة منها، في هذه الجزئية من البحث سيتم التعرف على أهم مصادر معلومات عملية تقييم الأداء المالي إضافة إلى متطلبات وشروط القيام بها.

1. مصادر معلومات عملية تقييم الأداء المالي

تُعد مرحلة جمع المعلومات أول وأهم خطوة في عملية تقييم الأداء المالي، هذه المعلومات قد تكون مصادرها داخلية أو خارجية، كما أن القوائم المالية تعتبر من أهم المصادر التي يتم الاعتماد عليها خلال هذه العملية.

1.1. المصادر الداخلية:

تتمثل المصادر الداخلية التي يتم الاعتماد عليها في عملية تقييم الأداء المالي أساسا في مخرجات النظام المحاسبي التي تقدم معلومات تخص نتائج تاريخية حقيقية حول أداء المؤسسة قابلة للقياس والمقارنة، كما أنها تستخدم وحدة قياس مفهومة وموحدة (وحدة النقد) وتتمثل باختصار في:

أ. **الميزانية المحاسبية (قائمة المركز المالي):** عبارة عن كشف مالي يعبر عن الذمة المالية للمؤسسة خلال فترة محددة عادة ما تكون سنة، حيث يصف بشكل منفصل ومفصل مكونات أصول المؤسسة وخصوم المؤسسة على الشكل التالي:[1]

- **الأصول:** تظهر الميزانية أصول المؤسسة في شكل كتلتين كالتالي:
  - الأصول الثابتة وتتضمن استثمارات المؤسسة مقسمة إلى ثلاث أقسام: ملموسة، غير ملموسة ومالية؛
  - الأصول الجارية وتتضمن المخزون، مستحقات العملاء والخزينة.
- **الخصوم:** كما تقسم خصوم المؤسسة إلى كتلتين:
  - رؤوس الأموال الخاصة والاحتياطات؛
  - الديون التي بدورها تقسم إلى قروض وديون مالية، وديون قصيرة الأجل المرتبطة بالموردين والضرائب.

ب. **قائمة الدخل (حساب النتائج):** كما يطلق عليها قائمة الأرباح والخسائر حيث توفر بيانات تفصيلية عن الإيرادات والمصاريف سواء الخاصة بالنشاط الرئيسي للمؤسسة أو تلك المتولدة عن أنشطة استثنائية قامت

[1] Ogien Dov, (2018) : Gestion financière de l'entreprise, 4 ème édition, Dunod, P 09.

بها خلال فترة زمنية محددة، يحظى هذا النوع من القوائم المالي بأهمية كبيرة في عملية تقييم الأداء المالي حيث يسمح بمعرفة نتائج المؤسسة سواء ربح أو خسارة، ويحدد مختلف مستويات نتائج المؤسسة وهي: الهامش الإجمالي، القيمة المضافة، نتيجة الاستغلال، النتيجة الاجمالية قبل الضريبة، النتيجة الصافية.

ج. **قائمة التدفقات النقدية:** هي كشف بالمقبوضات والمدفوعات النقدية للمؤسسة خلال فترة زمنية محددة، حيث يتم تبويبها حسب الأنشطة إلى ثلاثة أقسام: تدفقات نقدية تشغيلية، تدفقات نقدية استثمارية وتدفقات نقدية تمويلية. تكمن أهمية هذا النوع من القوائم المالية في توفير معلومات تساعد في تقييم جودة ونوعية أرباح المؤسسة وتقدير التدفقات المستقبلية لها، وكذا تقييم السيولة الجارية وسياسة التمويلية التي تتبعها المؤسسة[1].

2.1. المصادر الخارجية:

تتمثل في جميع المصادر من خارج المؤسسة وهي: [2]

أ. **المعلومات العامة:** ترتبط هذه المعلومات بالظروف والأوضاع الاقتصادية العامة المحيطة بالمؤسسة، وتكتسي أهميتها من كونها تُقدم صورة شاملة لمؤشرات الاقتصاد السائدة كالتضخم وما ينجر عنه.

ب. **المعلومات القطاعية:** هذا النوع من المعلومات يستخدم لإجراء المقارنات من خلال استخراج نسب قطاعية، تتحصل عليه المؤسسة من تقارير المنظمات الاقتصادية والمالية الدولية، النشرات الاقتصادية، المجلات المتخصصة في اجراء الدراسات المالية والاقتصادية وغيرها.

2. متطلبات عملية تقييم الأداء المالي

ينفرد نظام تقييم الأداء المالي الجيد بمجموعة من الخصائص والمتطلبات التي تساعد على تحقيق الأهداف المرجوة منه يتم ذكر البعض منها فيما يلي:[3]

- **الصدق والسلامة:** أي مدى قدرة أداة القياس على إعطاء صورة صادقة وصحيحة وتقديم تقييم سليم لحول أداء المؤسسة؛
- **الثبات والوفاء:** أي الحصول على ذات النتائج عند استعمال نفس أداة القياس لتقييم نفس الشيء لعدة فترات؛
- **الحساسية:** يقصد بها قدرة المؤشرات المستخدمة في عملية التقييم على التمييز بين عدة درجات من الأداء المالي وتداركه سواء كان الاختلاف بين نتيجة لأخرى أو بين فترة إلى أخرى؛

---

[1] محمد الفاتح محمود المغربي، (2022): التحليل المالي، الطبعة الأولى، مصر، الأكاديمية الحديثة للكتاب الجامعي، ص ص 29 30.

[2] السيسي صلاح الدين حسن، (1998): نظم المحاسبة والرقابة وتقييم الأداء في المصارف والمؤسسات المالية، الطبعة 1، لبنان، دار الوسام للطبع والنشر، ص 102.

[3] خلادي عبد الغني وهزلة أنيس، (2018): مساهمة النظام المحاسبي SCF في قياس وتقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية، مجلة الميادين الاقتصادية، المجلد 01 (01)، ص 69.

- **الكفاية والشمولية:** وهي إمكانية اسقاط التقييم على جميع جوانب الأداء المالي داخل المؤسسة.
- **ملائمة المعدلات المعيارية:** أي استخدام معايير تقييم ملائمة وموحدة لنفس القطاع أو النشاط تمكنها من مقارنة أدائها ومدى تطوره؛
- **الاستمرارية:** أي عدم اقتصار عملية التقييم على فترة زمنية محددة بل يجب أن تمتد طول وتستمر طول فترة حياة المؤسسة.

كما يشترط نجاح عملية تقييم الأداء جملة من المتطلبات التالية: [1]

- أن يتصف الهيكل التنظيمي للمؤسسة بالوضوح، حيث تكون المسؤوليات والصلاحيات لكل مسؤول محددة بدقة لتفادي التداخل بينها؛
- توفر أفراد ذوي كفاءة ودراية تامة بطبيعة نشاط المؤسسة للقيام بعملية التقييم بشكل صحيح؛
- توفر نظام فعال ومتكامل لنقل المعلومات بانسيابية وسرعة يساعد المسؤولين على اتخاذ القرارات السليمة في الوقت المناسب لتصحيح الأخطاء وتفادي الخسائر؛
- تناسق إجراءات ومسار عملية تقييم الأداء ووضوحها بين الإدارات المسؤولة عن التقييم من أعلى مستوى إلى غاية مركز المسؤولية لتجنب تعرقل العملية واختلالها.

كما يرى حابي والزبيدي (2015) أن عملية تقييم الأداء ينبغي أن تؤدي إلى تحسينه وذلك من خلال: [2]

- أن يكون هدف تقييم الأداء ليس كشف الخلل والانحرافات فقط بل يتعدى ذلك لمعرفة الأسباب ومحاولة إيجاد الحلول؛
- أن يتصف نظام تقييم الأداء بالبساطة، بحيث يعتمد على أقل عدد ممكن من المعايير والمؤشرات.

إن عملية تقييم الأداء بصفة عامة وإن حظيت بشيء من الاتفاق من قبل الباحثين والمنظرين على المستوى النظري، وبالرغم من كونها قد تبدو سهلة من حيث قيام المسيرون من خلالها بقياس نتائج وإنجازات المؤسسة والحكم على مدى كفاءتها وفعاليتها، فإنها على المستوى التطبيقي تطرح إشكالات معقدة ترجع من جهة إلى أن إنجازات المؤسسة تعتبر نتاج تفاعل العديد من العوامل والظواهر غير المتجانسة فيما بينها، ومن جهة أخرى إلى صعوبة تكميم البعض من هذه الإنجازات [3]، لذا قد تواجه عملية تقييم الأداء بصفة عامة والأداء المالي بصفة

[1] الكرخي مجيد، (2008): تقويم الأداء في الوحدات الاقتصادية باستخدام النسب المالية، عمان، دار المناهج للنشر والتوزيع، ص ص 42 43.

[2] حابي أحمد وزبيدي البشير، (2015): دور حوكمة الشركات في تحسين الأداء المالي، مجلة المناجير، المجلد 2 (2)، ص 77.

[3] مزهودة عبد المليك، مرجع سبق ذكره، ص 98.

خاصة بعض الصعوبات والتحديات التي تعيق سيرها وتحقيق الأهداف التي قامت لأجلها وبالتالي تحد من فعاليتها.

المبحث الثالث: مؤشرات قياس وتقييم الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية

تعتمد المؤسسات على مجموعة من المقاييس والمؤشرات لتقييم أدائها المالي وتقديم الاقتراحات التي يتم على ضوئها التخطيط للمستقبل، وكذا تحديد الانحرافات واتخاذ الإجراءات التصحيحية والقرارات اللازمة لتحقيق الأهداف المسطرة، فبدون وجود مقاييس ومؤشرات واضحة ومتفق عليها سيغلب الطابع الشخصي والانطباعي للقائم على عملية التقييم في الحكم على العمليات والنتائج، في هذا الصدد وضعت وتعددت مؤشرات الأداء المالي وتطورت بتطور الفكر التسييري بداية من أقدمها وأكثرها شهرة وهو التحليل المالي باستخدام النسب المالية سيتم تاولها في المطلب الأول باعتبارها مؤشرات كلاسيكية لازالت تحظى باهتمام المحللين الماليين، فمؤشرات السوق في المطلب الثاني وصولا إلى المؤشرات القائمة على منظور القيمة في المطلب الثالث.

المطلب الأول: التحليل المالي بواسطة النسب

يُستعمل التحليل المالي من طرف مراقبي التسيير في المؤسسات لتقييم الأداء المالي باستخدام العديد من الأساليب، ومنها استخدام أسلوب النسب المالية، الذي يعتبر من الأساليب الأكثر شيوعا في مجال مراقبة التسيير، كونه يوفر العديد من المؤشرات المالية التي تساهم في تقييم الأداء المالي للمؤسسات.

يُعرف التحليل المالي بأنه دراسة تحليلية انتقادية مفصلة للقوائم المالية، وتحليل المعلومات المفيدة والملائمة والضرورية المرتبطة بشكل مباشر وغير مباشر بالمؤسسة، إضافةً إلى تحليل السياسات والخطط والأهداف والمعايير [1].

وتُعرف النسب المالية بأنها علاقة تربط بين بُندين أو أكثر من بنود القوائم المالية، وقد تتواجد البنود التي تدخل في اشتقاق النسب المالية على القائمة المالية نفسها كما قد تتواجد هذه البنود على قائمتين ماليتين [2].

وحتى يكون التحليل بالنسب المالية ذو دلالة يشترط أن يتم مقارنة هذه النسب بنسب ذاتها لسنوات سابقة لمعرفة تطورها واتجاهها، أو مقارنتها بنسب معيارية لتحديد درجة الانحراف وإجراء المقارنة مع مؤسسات تنتمي إلى نفس القطاع [3]، وتتعدد النسب المالية بتعدد الأهداف المرجوة من التحليل المالي سيتم فيما يلي التطرق إلى أكثرها شيوعاً في مجال تقييم الأداء المالي للمؤسسات.

---

[1] دادي عدون ناصر وعبد الله قويدر الواحد، مراقبة التسيير والأداء في المؤسسة الاقتصادية، الجزائر، المؤسسة العمومية العامة، دار المحمدية العامة، ص 134.

[2] الصيرفي محمد، (2014): التحليل المالي وجهة نظر محاسبية إدارية، الطبعة الأولى، مصر، دار الفجر للنشر والتوزيع، ص 231.

[3] لعراف زهية وفرحات عباس، (2017): تقييم الأداء المالي للبنوك التجارية الجزائرية في ظل قيد السيولة، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية–العدد الاقتصادي، المجلد 34 (1)، ص 348.

1. نسب السيولة

تقيس نسب السيولة مدى قدرة المؤسسة على الوفاء بالالتزامات قصيرة الأجل عند تاريخ استحقاقها [1]، فوجود سيولة كافية للعمليات اليومية في المؤسسة يجعلها قادرة على تسديد الفواتير، وهناك العديد من النسب الخاصة بالسيولة، لعل أهمها مقياسان أساسيان هما نسبة التداول ونسبة السيولة السريعة، والجدول رقم (6) يوضح طريقة قياسهما ومدلولهما.

الجدول رقم (6): نسب السيولة

تسمية النسب	طريقة قياس النسب	تحليل النسب
السيولة العامة (نسبة التداول)	الأصول المتداولة/ الخصوم المتداولة	قياس مدى قدرة الأصول المتداولة على تغطية الالتزامات الجارية.
نسبة السيولة المختصرة	(الأصول المتداولة –المخزون) /الخصوم المتداولة	قياس مدى قدرة المؤسسة على تغطية التزاماتها الجارية دون أن تضطر إلى البيع العاجل للمخزون.
نسبة السيولة الآنيّة (الحالية)	النقدية/ الخصوم المتداولة	تعبر عن قدرة المؤسسة على تغطية التزاماتها قصيرة الأجل بالاعتماد على النقدية المتوفرة لديها فقط.

المصدر: من اعداد الباحثة اعتمادا على:

Khendek Samira, (2022) : Analyse financière par les ratios étude comparative-cas de la société Saidal et la société Biopharm, Revue de l'économie financière & des affaires, Vol 6 (03), P 544.

يتضح من خلال الجدول رقم (6) أن نسبة نسبة التداول لا يميز بين عناصر الأصول المتداولة (المخزون، أوراق القبض، النقدية)، وتُعتبر مقياساً شائع الاستخدام لمعرفة ملاءة المؤسسة، في حين أن نسبة السيولة المختصرة باستبعادها للمخزون تُعبر بشكل جيد عن مدى مساهمة كل من نسبة النقدية وأوراق القبض في تغطية الالتزامات الجارية، ومن أسباب استبعاد المخزون عند حساب نسبة السيولة السريعة هو أن المخزون يتم بيعه في أغلب الأحيان بالأجل الأمر الذي يجعله يسجل كذمم مالية قبل أن يتحول إلى نقد، وكذلك هناك أصناف من المخزون لا يمكن بيعها بسهولة وعليه يمكن القول أن عملية تحويل المخزون إلى سيولة يحتاج إلى وقت، أما نسبة السيولة الآنية فهي تقيس قدرة المتاحات النقدية على تمويل الديون قصيرة الأجل.

[1] Lawrence J Gitman and Chad J Zutter, (2015): Principles of Managerial Finance, 14th edition, Global edition, P 119.

كلما اقتربت هذه النسب إلى الواحد (100 %) كلما دل ذلك على قدرة الموجودات المتداولة على سد الالتزامات قصيرة الأجل، لكن الأفراط فيها (خاصة نسبة السيولة الآنية) يعكس وجود قدر معتبر من الأموال المجمدة.

2. نسب النشاط

يطلق على هذه النسب أيضا نسب الدوران (Turnover ratios)، وتقيس مدى كفاءة المؤسسة في استخدام أصولها [1]، أي أنها تحدد السرعة التي يتم بها تحويل الحسابات المختلفة إلى مبيعات، أو نقد (تدفقات واردة، أو تدفقات صادرة) [2]، وهناك العديد من النسب التي تستخدم لقياس مدى كفاءة استخدام الأصول من خلال التركيز على عدة جوانب (المخزون، الحسابات المدينة...)، والجدول رقم (7) يلخص أهم النسب الشائعة في هذا المجال.

الجدول رقم (7): نسب النشاط

تسمية النسب	طريقة قياس النسب	تحليل النسب
معدل دوران الأصول الثابتة	صافي المبيعات/ إجمالي الأصول الثابتة	يعتبر مؤشرا على مدى كفاءة المؤسسة في استغلال أصولها غير الجارية لتوليد المبيعات
معدل دوران المخزون	تكلفة المبيعات/ متوسط رصيد المخزون	تعبر عن عدد المرات التي تحول فيها المخزون إلى مبيعات، وكلما انخفض كلما دل على أن المؤسسة تعاني من بطء في تصريف منتجاتها ما يعني تجميد جزء من الأموال على شكل مخزون كما أن زيادته تعني زيادة النشاط.
معدل دوران المدينون	صافي المبيعات الآجلة/ رصيد الحسابات المدينة	تسمى بفترة التحصيل، وتظهر المدة الزمنية التي تنتظرها المؤسسة لتحصل على ثمن مبيعاتها.
معدل دوران إجمالي الأصول	صافي المبيعات/ إجمالي الأصول	تقيس العائد المتحقق من استثمار أموال أصحاب المؤسسة.

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على: محمد علي العامري، (2007): الإدارة المالية، الطبعة الأولى، الأردن، دار المناهج، ص 107-110.

[1] Van Horne James C & Wachowicz John M, (2008): Fundamentals of Financial Management, 13th edition, England, Prentice Hall, P 142.
[2] Lawrence J Gitman and Chad J Zutter, Op.Cit, P 121.

3. نسب المديونية

يُطلق على هذه النسب أيضا نسب الرفع المالي (Financial Leverage ratios) أو نسب تكوين الهيكل المالي وتقيس نسبة تمويل المؤسسة من الديون [1]، وهي من النسب المهمة بالنسبة للمقرضين والمستثمرين فضلاً عن الإدارة إذ أنها تُظهر مدى مساهمة الديون (الالتزامات الطويلة أو قصيرة الأجل) في تمويل موجودات المؤسسة مقارنة بمساهمة الملّاك، وعن طريق نسب الرفع المالي يمكن معرفة نسبة حقوق المساهمين وكذلك نسبة القروض أو الديون الخارجية [2]، وقد تم تلخيص أهم نسب المديونية في الجدول رقم (8).

الجدول رقم (8): نسب المديونية

تسمية النسبة	طريقة قياس النسب	تحليل النسب
المديونية العامة أو الاستدانة الكلية	إجمالي الديون / إجمالي الأصول	تسمى أيضا بنسبة التمويل الخارجي تقيس حجم الديون التي ساهم بها الغير في إجمالي أصول المؤسسة وكلما انخفضت كلما دل ذلك على اعتماد المؤسسة على أموالها الخاصة في تمويل ديونها.
نسبة المديونية طويلة الأجل	الديون طويلة الأجل/ مجموع الأصول	تبين هذه النسبة الأهمية النسبية للديون طويلة الأجل في تمويل المؤسسة.
نسبة المديونية قصيرة الأجل	الديون قصيرة الأجل/ مجموع الأصول	تبين هذه النسبة تأثير الديون قصيرة الأجل في هيكل تمويل المؤسسة.
الاستقلالية المالية	الأموال الخاصة / إجمالي الأصول	تقيس هذه النسبة وزن الأموال الخاصة داخل الهيكل المالي، وتعبر عن استقلاليتها عن شركائها الماليين حيث كلما ارتفعت هذه النسبة كلما دلّت على مدى استقرار وسلامة المركز المالي في الأجل الطويل.
القدرة على السداد	الديون المالية/ القدرة على التمويل الذاتي	تساعد في قياس وتحديد قدرة المؤسسة على تسديد ديونها باستخدام قدرتها على التمويل الذاتي.

المصدر: من اعداد الباحثة اعتمادا على:

- بورديمة سعيدة ومريمت عديلة، (2019): دور التشخيص المالي في تقييم الأداء المالي للشركة دراسة شركة الرويبة للفترة 2011-2017، الملتقى الوطني حول الأساليب الكمية المطبقة في التسيير ودورها في اتخاذ القرار، جامعة 8 ماي 45 قالمة، يوم 2019/10/02، ص 10.
- الصيرفي محمد، (2014): التحليل المالي وجهة نظر إدارة محاسبية، الطبعة الأولى، مصر، دار الفجر، ص 244.

[1] Van Horne James C & Wachowicz John M, Op.Cit, P 140.

[2] العارضي جليل كاظم مدلول، مرجع سبق ذكره، ص 61.

يتضح من خلال الجدول رقم (8) أن نسب المديونية تقيس مدى مساهمة كل من المساهمين والدائنين الخارجيين في تمويل أصول المؤسسة من خلال تحديد الأهمية النسبية لكل مصدر من مصادر التمويل، وبالتالي فهي تقيس الملائمة المالية للمؤسسة على المدى الطويل كما تعبر هذه النسب على نسبة المخاطرة المالية التي تواجه المؤسسة.

4. نسب الربحية

بينما تقيس كل مجموعة من النسب السابقة التي جرى تناولها جوانب معينة من أداء المؤسسة فإن نسب الربحية الأداء الكلي للمؤسسة، فهي تُوجِّد الأثر لأغلب القرارات التسييرية من خلال فحص قدرة المؤسسة على توليد الأرباح من المبيعات والموجودات وحقوق الملكية، فالأرباح هي مقياس لفعالية سياسة إدارة المؤسسة الاستثمارية والتمويلية والتشغيلية، والقرارات المتخذة المتعلقة بهذه السياسات [1].

وعموماً يتم استخدام هذه النسب بشكل كبير من قبل المستثمرين الحاليون أو المُتوقّعون بهدف تحليل الفرص المربحة والمخاطر وبالتالي تحديد مسار أموالهم، كما يُعد الربح من أهم مصادر الأموال التي تغطي ديون المؤسسة، وبالتالي فهو يحظى بأهمية كبيرة بالنسبة للمقرضين أيضاً، وقد تم تلخيص أهم نسب الربحية في الجدول رقم (9).

الجدول رقم (9): نسب الربحية

تسمية النسب	طريقة قياس النسب	تحليل النسب
هامش مجمل الربح	مجمل الربح/ صافي المبيعات	تبين المؤشرات العالية لهذه النسبة قدرة المؤسسة على تحقيق الأرباح من نشاطها الرئيسي والعكس صحيح
العائد على المبيعات	صافي الربح قبل الفوائد والضرائب/ صافي المبيعات	تقيس هذه النسبة مساهمة كل دينار من المبيعات في تحقيق الأرباح، كما تعبر عن الكفاءة التسعيرية للمؤسسة وقدرتها على توليد مبيعات والسيطرة على التكاليف وبالتالي فهي مقياس عام لكفاءة التشغيل.
العائد على الأصول	النتيجة الصافية/ مجموع الأصول	توضح هذه النسبة مدى كفاءة المؤسسة في استخدام أصولها أي مدى مساهمة مجموع الأصول في تحقيق الأرباح.
العائد على حقوق الملكية	النتيجة الصافية/ حقوق الملكية	تقيس هذه النسبة مدى نجاح الإدارة في تحقيق أرباح من استخدام أموال المساهمين لذا فإن ارتفاع هذه النسبة يدُل على الأداء الكفء للإدارة.

المصدر: من اعداد الباحثة اعتمادا على: صخر مرعي حسن بني خالد وأيوب وائل موسى، (2019): النسب المالية وعلاقتها بالعائد على السهم للشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية المدرجة في بورصة عمان–دراسة تحليلية للفترة من عام 2005–2015، مجلة إدارة الأعمال والدراسات الاقتصادية، المجلد 05 (02)، ص ص 257–258.

[1] محمد علي العامري، (2007): الإدارة المالية، الأردن، دار المناهج، ص 102.

من خلال الجدول رقم (9) نلاحظ أن نسب الربحية لا تقتصر على جانب محدد من جوانب الأداء في المؤسسة، بل تعكس الأداء الكلي للمؤسسة (مبيعات، استثمار، أصول، حقوق الملكية، أسهم)، الأمر الذي يجعل التحليل المالي باستخدام نسب الربحية فعّال في تقييم الأداء المالي للمؤسسات وبالتالي ترشيد معظم القرارات الإدارية وخاصة المالية منها.

المطلب الثاني: المؤشرات السوقية

تستخدم هذه النسب من قبل المتعاملين في أسواق المال، وغالبا ما تصدرها البورصات العالمية في صورة مقارنة وذلك في نشرات دورية تصدر عنها [1]، وتعكس النسب السوقية قيمة أسهم المؤسسة مقارنةً بباقي الأوراق المالية المتداولة في السوق بالربط بين قيمة الأسهم السوقية والقوائم المالية للمؤسسة [2]، فهي تربط بين المعلومات المحاسبية ومعلومات السوق.

وغالباً ما تكون هذه المجموعة من النسب قريبة من المجموعات الأربعة سابقة الذكر المرتكزة، فمثلا إذا دلّت النسب المالية الأخرى على ارتفاع مخاطر المؤسسة وانخفاض ربحيتها فإن هذه المؤشرات المحاسبية ستظهر على شكل سعر سوقي منخفض لأسهم المؤسسة [3]، وقد تم تلخيص أهم النسب المتعلقة بتقييم الأداء المالي في السوق ضمن الجدول رقم (10).

[1] الصيرفي محمد، مرجع سبق ذكره، ص 251.

[2] أمين السيد أحمد لطفي، (2006): التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة، مصر، الدار الجامعية، ص 387.

[3] مفلح محمد عقل، مرجع سبق ذكره، ص 336.

الجدول رقم (10): نسب السوق المالي

تسمية النسب	طريقة قياس النسب	تحليل النسب
عائد السهم العادي	(صافي الربح بعد الضريبة وتوزيعات الأسهم الممتازة) / متوسط عدد الأسهم العادية	قياس عائد المساهم العادي على كل سهم يحمله من أسهم المؤسسة.
ريع السهم العادي	الأرباح الموزعة للسهم العادي/ السعر السوقي للسهم	تقترن هذه النسبة بالعائد على السهم وتُستخدم للحكم على الفرص البديلة للاستثمار، حيث يدل المعدل المرتفع لها على أن المستثمرون يتوقعون نمواً بطيئاً للتوزيعات على أسهمهم.
نسبة سعر السهم إلى ربحيته (أو مضاعف عائد السهم)	السعر السوقي للسهم العادي/ عائد السهم العادي	تعكس المعدلات المرتفعة لها ثقة المستثمرين قي استقرار ونمو المؤسسة لذا تعتبر مؤشراً جيداً للتعرف على اتجاهات أسعار الأسهم السوقية في المستقبل عند اتخاذ قرار بيع أو شراء الأسهم في الأسواق.
القيم الدفترية للسهم العادي	حقوق المساهمين/ عدد الأسهم العادية	توضح نصيب السهم العادي من حقوق المساهمين، أي نصيبه من رأس المال المقدم وعلاوات الإصدار والاحتياطات والأرباح المحتجزة.
القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للسهم	السعر السوقي للسهم/ القيمة الدفترية للسهم	تحسب هذه النسبة بالمرات، وتشير القيم المرتفعة لها إلى الأداء الجيد للمؤسسة من وجهة نظر المستثمرين مما أدى إلى ارتفاع السعر السوقي لأسهمها.

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على: مؤيد راضي خنفر وغسان فلاح المطارنة، (2009): تحليل القوائم المالية، الأردن، دار المسيرة، ص 146- 154.

بالإضافة إلى النسب السابقة توجد نسبة شهيرة أخرى تندرج ضمن مؤشرات السوق وهي نسبة Q لجيمس توبين.

- **نسبة Q لجيمس توبين Q Tobin's**

تم استخدام هذه النسبة من طرف العالم James Tobin سنة 1969 للتنبؤ بالربحية المستقبلية للاستثمار، وهي أداة تستخدم عادة في مجال المالية والاقتصاد كمؤشر لأداء المؤسسات وتتميز باستخدامها للقيمة السوقية لرؤوس الأموال، والتي تشمل عوامل الخطر وربحيتها [1].

[1] Al Dulaimi Jinan Abdul Abbas Baqer and Kadhim Ezzaddin Hasan, (2022): Transparency of information in the financial statements and the extent to which it discloses the future expectations of economic units using the Tobin's Q index, International Journal of professional business review, 7 (05), P 09.

وبما أن خلق القيمة على المدى البعيد هو مقياس لقدرة المسيرين على تنفيذ استراتيجيات المؤسسة، فإن نسبة **Q Tobin's** تُعد مقياساً لفرص النمو على النحو المبيّن في استراتيجياتها الاستثمارية، حيث يقارن القيمة السوقية للمؤسسة مع تكلفة استبدال أصولها، كما أن زيادة هذه النسبة تدل على زيادة العائد الحقيقي على الاستثمار[1]، يتم حساب هذه النسبة بالعلاقة التالية: [2]

نسبة Q Tobin's = القيمة السوقية للمؤسسة/ القيمة الاستبدالية للأصول

فإذا كانت قيمة **Q Tobin's** أكبر من الواحد دلّ ذلك على أن القيمة السوقية أكبر من تكلفة استبدال الأصول وبالتالي فإن للمستثمرين نظرة إيجابية حول فرص نمو المؤسسة مما يدل على الأداء الجيد لها، أما إذا كانت قيمة **Q Tobin's** أقل من الواحد أي أن قيمتها السوقية أقل من قيمة أصولها فإن ذلك يدل على أن المؤسسة مقيّمة بأقل من قيمتها وأن للمستثمرين نظرة سلبية حول فرص النمو المتاحة أمامها وحول طريقة تسييرها.

المطلب الثالث: المؤشرات المبنية على القيمة

تُعتبر الإدارة القائمة على القيمة إحدى المقاربات الحديثة في مجال التسيير التي ظهرت في منتصف الثمانينات من القرن المنصرم، حيث حاول الاقتصاديون آنذاك دمج الفرضيات المالية مع الاستراتيجية الاقتصادية للمؤسسات فاقترحوا إطار عمل يربط بين استراتيجية المؤسسة وقيمتها في السوق المالي تحت مسمى Value-Based Management، كما استُخدمت هذه المقاربة في أدبيات الفكر الاستراتيجي الذي أصبح يرتكز على مفهوم خلق القيمة الذي يولد في النهاية ميزة تنافسية [3]، تتمثل الفكرة الأساسية هنا في قدرة المؤسسة على خلق ثروة للمساهم عن طريق تحقيق عوائد على رأس المال المستثمر تفوق تكلفته وقد برزت العديد من المؤشرات الحديثة لخلق القيمة في المؤسسة يتم التطرق للبعض منها باختصار في هذا المطلب.

1. القيمة الاقتصادية المضافة EVA

تُعد القيمة الاقتصادية المضافة الشكل المُطوّر لمفهوم الدخل المتبقي[4]، ترجع جذورها إلى الفكر الاقتصادي الكلاسيكي على يد الاقتصادي الإنجليزي Alfred Marshall حين أدخل مصطلح الربح الاقتصادي في كتابه "أساسيات الاقتصاد" والذي عرفه على أنه المكاسب الصافية الاجمالية مطروح منها الفائدة على رأس المال

[1] سويسي الهواري ورمضاني حميدة، (2017): قياس أداء المؤسسة الاقتصادية الجزائرية من منظور خلق القيمة باستخدام مؤشرات الأداء الحديثة–دراسة حالة مجمع صيدال للفترة 2010– 2015، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، المجلد 10، العدد 02، ص 806.

[2] Al Dulaimi Jinan Abdul Abbas Baqer and Kadhim Ezzaddin Hasan, Op.Cit, P 09.

[3] بن عيشة كريمة ونجار حياة، (2021): أثر المخاطر المالية على خلق القيمة في المؤسسة الاقتصادية– دراسة لعينة من المؤسسات المدرجة في السوق المالي السعودي باستخدام نماذج البانل، مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد 7 (01)، ص 335.

[4] دلول عماد عبد الحسين ومهدي محمد فوزي، مرجع سبق ذكره، ص 470.

المستثمر [1]، وفي بداية التسعينات من القرن الماضي تم تطوير هذا المفهوم من قبل مؤسسة (Stern & Steward) وهي مؤسسة أمريكية للخدمات الاستشارية من خلال بعض التعديلات التي اقترحتها على عدداً من البنود المحاسبية[2]، حيث استند مؤسّسيها Joel Stern & G Benet Stewart بالإضافة إلى مفهوم الربح المتبقي إلى النموذج الاقتصادي لقيمة المؤسسة الذي قدمه M&M سنة 1961 وإلى أعمال W Mecling & M.C Jensen في مجالات السلوك التنظيمي وتكاليف الوكالة، ليقوما بتقديم مؤشراً للأداء يساعد المسيرين في التوجيه الأمثل لموارد المؤسسة وتعظيم ثروة المساهمين [3]، حيث قاما بنشر هذا المفهوم وتسجيل طريقة حسابه كعلامة تجارية مميزة تحت تسمية EVA.

تم تعريف مؤشر القيمة الاقتصادية من طرف Stern & Steward على أنه مقياس للإنجاز المالي من خلال تقدير الربح الحقيقي الذي يرتبط بتعظيم ثروة المساهمين، وهي الفرق بين صافي الربح التشغيلي المعدّل بعد الضرائب وتكلفة رأس المال [4].

كما تُعد مؤشراً لقياس الأداء وطريقة للتسيير في الوقت نفسه ووسيلة للتحفيز، فهي تُستخدم لقياس أداء مسيري المؤسسات أمام المساهمين لتصبح بذلك وسيلة فعالة تدفعهم لبذل المزيد من الجهد لتحسين أداء مؤسساتهم، ويزداد هذا التحفيز قوةً إذا ما ارتبط نظام المكافآت والحوافر مع هذا المؤشر، وتتجلى قدرته على ترشيد قرارات المسيرين من خلال استخدامه في تقييم الاستراتيجيات والمشاريع الاستثمارية ووضع أهداف الأداء التسييري [5].

ينص مضمون مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على أن المؤسسة التي تخلق ثروة هي تلك التي تُحقق عائد أكبر من تكلفة رأس المال التي تُمثل الحد الأدنى المقبول لمعدل العائد، والذي بدوره يُمثل تكلفة الاستثمار [6] ويتم حسابها كالتالي: [7]

$$EVA = NOPAT - (WACC \times Ca)$$

حيث:

EVA: القيمة الاقتصادية المضافة؛

[1] صيفي حسينة وبن عمارة نوال، (2015): قياس الأداء المالي باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة، مجلة الباحث، العدد 15، ص 181.

[2] نمري نصر الدين، مرجع سبق ذكره، ص 156.

[3] سويسي هواري، (2009): دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة، مجلة الباحث، العدد 07، ص 61.

[4] صيفي حسينة وبن عمارة نوال، نفس المرجع، ص 181.

[5] سويسي هواري، نفس المرجع، ص 61.

[6] نمري نصر الدين، مرجع سبق ذكره، ص 156.

[7] Vasilescu Laura and Popa Ana, (2011): Economic Value Added- Pros and cons, Finance- Challenges of the Future, Vol (01) 13, P 61.

NOPAT: صافي الربح الناتج عن عمليات التشغيل؛

WACC: التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال؛

Ca: رأس المال المستثمر.

عند تحليل نتائج هذا المؤشر تنتج ثلاث حالات وهي:

- EVA > 0: يدل المؤشر في هذه الحالة على أن العوائد المحققة تفوق التكلفة المرجحة للأموال المستخدمة وبالتالي هناك خلق ثروة للمساهمين؛
- EVA = 0: في هذه الحالة تكون المؤسسة قد حققت عوائد مساوية للتكلفة المرجحة للأموال؛
- EVA < 0: يدل المؤشر هنا على أن عوائد المؤسسة لم تكن كافية لتغطي تكلفة الأموال المستثمرة، أي هناك تدهور وتآكل في قيمة المؤسسة.

2. القيمة السوقية المضافة MVA

في حين أن القيمة الاقتصادية المضافة تُعد مقياساً للقيمة في فترة واحدة، فإن القيمة السوقية المضافة هي مقياس تراكمي للقيمة الناشئة والتي تتجاوز رأس المال المستثمر [1]، وتُعرف القيمة السوقية المضافة بأنها الفرق بين القيمة السوقية للمؤسسة ورأس المال المستثمر من طرف المساهمين والدائنين [2]، كما تم تعريفها بأنها الفرق بين القيمة السوقية لأسهم المؤسسة والقيمة الدفترية لحقوق المساهمين [3] وتحسب حسب طريقة صافي حقوق المساهمين في ظل افتراض ثبات القيمة السوقية والدفترية للديون بالعلاقة التالية: [4]

$$MVA = MVE - BVE$$

حيث:

MVA: القيمة السوقية المضافة؛

MVE: القيمة السوقية لأسهم المؤسسة؛

BVE: القيمة الدفترية لحقوق المساهمين.

[1] Kramer Jonathan and Peters Jonathan, (2001): An interindustry analysis of economic value added as a proxy for market value added, Journal of applied finance, 11 (01), P 41-42.

[2] عدنان تايه النعيمي وأرشد فؤاد التميمي، (2007): التحليل والتخطيط المالي اتجاهات معاصرة، دار اليازوري، ص 139.

[3] Willy Poltak Silitonga et al, (2018): The effect of economics value-added Market value-added Total asset ratio and Price earnings ratio on stock return, Journal Akuntansi Trisakti, Vol 5 (02), P 242.

[4] عدنان تايه النعيمي وأرشد فؤاد التميمي، (2007): نفس المرجع، ص 140.

كما يمكن حساب القيمة السوقية المضافة انطلاقاً من القيمة الاقتصادية المضافة باعتبارها تُمثل القيمة الحالية للقيم الاقتصادية المضافة المستقبلية المتوقعة مخصومة بتكلفة رأس المال [1] وفقاً للعلاقة التالية: [2]

$$MVA = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{EVA_t}{(1+K_0)^t}$$

حيث:

EVA_t: القيمة الاقتصادية المضافة للفترة t؛

K_0: التكلفة المرجحة للأموال في الفترة t.

وبالتالي، إذا كانت القيمة السوقية لأسهم المؤسسة أكبر من القيمة الدفترية لحقوق الملكية يكون للقيمة السوقية المضافة تأثير إيجابي على عوائد المساهمين [3]، كما يعكس هذا المؤشر تقييم السوق المالي للمؤسسة وبالتالي تقييم أداءها الخارجي، بينما يعكس مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة تقييم الأداء الداخلي للمؤسسة.

3. مؤشر عائد التدفق النقدي على الاستثمار CFROI

يُعد مؤشر عائد التدفق النقدي على الاستثمار من أهم المؤشرات لخلق القيمة حيث يُستخدم في تقييم المؤسسة ككُل كما يستخدم في اختيار وتقييم المشاريع المراد تمويلها [4]، كما يُمثل معدل العائد الداخلي لاستثمارات المؤسسة ويحسب بقسمة التدفقات النقدية للاستغلال على مجموع الأموال الاقتصادية الخاصة [5] كما يلي:

عائد التدفق النقدي على الاستثمار= التدفقات النقدية للاستغلال/ مجموع الأموال الاقتصادية الخاصة

تتم مقارنة هذا المؤشر بعد حسابه مع التكلفة المرجحة للأموال لمعرفة ما إذا شكلت المؤسسة قيمة أم لا، فإذا كان الفارق بين عائد التدفق النقدي على الاستثمار وتكلفة الأموال مضروباً في مبلغ الاستثمار موجباً دلّ ذلك على إنشاء للقيمة، وإذا كان سالبً دلّ على وجود تدمير للقيمة [6].

---

[1] نايت عطية مريم، (2018): محددات عملية خلق القيمة على مستوى المؤسسات الصناعية الجزائرية وفقا لفرع نشاطها الصناعية دراسة تطبيقية للفترة 2001-2014، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، المجلد 5 (01)، ص 717.

[2] Hubert De La Bruslerie, (2010) : Analyse financière Information financière diagnostic et évaluation, 4ème édition, Paris, Dunod, P 03.

[3] Willy Poltak Silitonga et al, OpCit, P 242.

[4] شنين عبد النور وزرقون محمد، مرجع سبق ذكره، ص 245.

[5] بريكة السعيد ومسعي سمير، (2009): تقييم المنشأة الاقتصادية-مدخل القيمة الاقتصادية المضافة EVA، الملتقى الدولي صنع القرار في المؤسسة الاقتصادية، جامعة محمد بوضياف- المسيلة، الجزائر، أفريل، ص 17.

[6] شنين عبد النور وزرقون محمد، مرجع سبق ذكره، ص 245.

4. مؤشر القيمة النقدية المضافة CVA

يقوم هذا المؤشر كلياً على أساس التدفق النقدي وقد تم تطويره من قبل الاقتصاديان السويديان Erik Ottoson & Fredrik Weissenrieder في منتصف التسعينات [1]، كما يُطلق عليه أحياناً التدفق النقدي المتبقي وهو عبارة عن التدفق النقدي الصافي بعد طرح تكلفة الأموال [2].

يتم تقسيم الاستثمارات حسب هذا المؤشر إلى استثمارات استراتيجية وهي تلك الاستثمارات التي تساهم بشكل مباشر في خلق قيمة جديدة للمساهمين، وإلى استثمارات غير استراتيجية وتتمثل في كل الاستثمارات التي تهدف إلى المحافظة على استمرارية القيمة التي تم خلقها عن طريق الاستثمارات الاستراتيجية، بمعنى آخر هي تلك التكاليف التي تُنفق من أجل تحقيق الاستثمارات الاستراتيجية [3]. يُعبر عن القيمة النقدية المضافة بالفرق بين التدفق النقدي التشغيلي OCF والتدفق النقدي التشغيلي المطلوب OCFD كما يلي: [4]

$$\mathbf{CVA} = OCF - OCFD$$

حيث OCFD هو التدفق النقدي التشغيلي المطلوب لمقابلة المتطلبات المالية للاستثمارات الاستراتيجية للمؤسسة أي تكلفة الأموال من فوائد وتوزيعات الأرباح. أما OCF فهو التدفق النقدي التشغيلي يتم حسابه بالعلاقة التالية:

$$\mathbf{OCF} = EBDIT + \Delta WK - NSI$$

حيث:

EBDIT: الأرباح قبل الاهتلاك والفوائد والضرائب؛

ΔWK: التغير في رأس المال العامل من سنة إلى أخرى؛

NSI: الاستثمارات غير الاستراتيجية.

كما يتم حساب القيمة النقدية المضافة حسب مجموعة بوسطن الاستشارية BCG كما يلي:[5]

$$CVA = AOCF_j - K_c \times CI$$

حيث:

$AOCF_j$: التدفق النقدي التشغيلي المعدّل؛ K_c : تكلفة الأموال؛ CI: إجمالي الاستثمارات.

---

[1] Dinca Marius Sorin and Dinca Gheorghita, (2010): Integrating the ABC method of costs calculation and cash value added, Editura Universităţii Alexandru Ioan Cuza University, vol 57 (01), P 164.

[2] بريكة السعيد ومسعي سمير، مرجع سبق ذكره، ص 17.

[3] دلول عماد عبد الحسين ومهدي محمد فوزي، مرجع سبق ذكره، ص 471.

[4] Dinca Marius Sorin and Dinca Gheorghita, Ibid, P 165.

[5] Petravicius Tomas and Tamosiuniene Rima, (2008): Corporate performance and the measures of value added, Transport, Vol 23 (03), P 198.

ويُعطى التدفق النقدي التشغيلي المعدّل بالعلاقة التالية:

$$AOCF_j = NOPAT_j - Dep_j \times En_j$$

حيث: $NOPAT_j$: الأرباح التشغيلية الصافية بعد الضريبة؛ Dep_j: مخصصات الاهتلاك والإطفاء؛ En_j: الاهتلاك الاقتصادي الذي بدوره يُحسب كما يلي:

$$\mathbf{En_j} = RC_j \times \frac{K_C}{(1+K_C)^n - 1}$$

حيث RC_j يمثل إجمالي الأصول الثابتة.

كما يمكن تعويض التدفق النقدي التشغيلي المعدّل بالتدفق النقدي للعائد على الاستثمار $CFROI_j$ لتصبح:

$$CVA = CFROI_j - K_c \times CI$$

خلاصة:

مما سبق يمكن القول أن الأداء يمثل هدف العملية التسييرية داخل أي مؤسسة اقتصادية ويتمثل في القدرة على الوصول إلى الأهداف المرجوة مع الاستغلال الرشيد للموارد في ظل استراتيجية موضوعة من قبل، أي أن مفهوم الأداء مرتبط بالكفاءة والفعالية وينقسم داخل المؤسسة إلى عدة أنواع حسب المعيار المعتمد ويُعد يعد الأداء المالي أحد أنواع الأداء الذي بالرغم من تشعب مفهومه بين الباحثين وتباينه الراجع لعدة أسباب منها اختلاف رؤى الباحثين حول تحديد مفهوم الوظيفة المالية وتطور النظرية المالية الكلاسيكية إلى نظرة مالية معاصرة وكذا تطور المؤشرات المحاسبية إلى مؤشرات مالية إلا أنه يمكن تعريفه على أنه ملخص للوضعية المالية المؤسسة وإجابة للتساؤل التالي: هل قامت بتحقيق الأهداف التي يطمح إليها المساهمون وكيف قامت باستغلال مواردها المالية لتحقيق تلك الأهداف؟

للإجابة على هذا التساؤل تقوم المؤسسة بتقييم أدائها المالي بصورة مستمرة لتحديد الانحرافات وتصحيحها ومعرفة نقاط القوة وتعزيزها كون أن الأداء المالي يمثل صورة المؤسسة أمام مختلف الأطراف ذات المصلحة كالمستثمرين لذا على المسير أن يولي أهمية كبيرة لعملية تقييم الأداء المالي وأن يحسن اختيار المقاييس والمؤشرات التي تساعده على كشف الوضعية الحقيقية لكل نشاط، هذه المؤشرات التي تتعدد وتختلف حسب الغرض من عملية التقييم، فمنها المؤشرات التقليدية التي تقوم على تحليل النسب المالية والتي لا زالت تحظى باهتمام لدى المحللين حيث تعتبر من أكثر الأساليب شيوعا القائمة على البيانات المحاسبية والتي تعكس جوانب عديدة للأداء المالي، ومع تطور الوظيفة المالية تطورت معها أساليب تقييم الأداء لتنتقل من الطابع المحاسبي إلى الطابع المالي من خلال استخدام البيانات التي توفرها الأسواق المالية لتنشأ مؤشرات السوق والتي من أشهرها نسبة Qلجميس توبين، ثم تم تدعيمها بالطابع الاقتصادي لتخلق المؤشرات المبنية على أساس القيمة أشهرها القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة والتي قدمت صورة أكثر شمولية لأداء المؤسسة.

الفصل الرابع:

الدراسة التطبيقية لأثر الهيكل المالي على تسيير الأداء المالي لعينة من المؤسسات الجزائرية

تمهيد:

بعد تناول مختلف الأسس النظرية المرتبطة بموضوع الدراسة في الفصول السابقة، بدءً بالتعرف على هيكل تمويل المؤسسة الاقتصادية وخيارات التمويل المتاحة أمامها من التمويل الذاتي إلى المديونية طويلة وقصيرة الأجل، بالإضافة إلى التعرض إلى أهم النظريات المفسرة لسلوك الهيكل المالي والعوامل المحددة له مروراً إلى الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية والمفاهيم المرتبطة به والمؤشرات التي تُعبر عنه، واستعراض الدراسات التطبيقية السابقة للموضوع والتي اختلفت نتائجها حسب عينة الدراسة وبيئتها، يهدف هذا الفصل لاختبار إشكالية الدراسة وفرضياتها من خلال دراسة تطبيقية تبحث حول أثر الهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسات لتكون امتداداً لسابقاتها وذلك بالتطبيق على عينة من المؤسسات الجزائرية ذات الأسهم خلال الفترة الممتدة من 2011 إلى 2020 بالاعتماد على بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (بيانات البانل).

من أجل ذلك سيتم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث على النحو التالي:

- المبحث الأول: الإجراءات المنهجية للدراسة الميدانية
- المبحث الثاني: تقدير نماذج الدراسة
- المبحث الثالث: اختبار الفرضيات ومناقشة النتائج

المبحث الأول: الإجراءات المنهجية والإطار القياسي للدارسة

قبل البدء في الجانب التطبيقي للدراسة لابد من توضيح الخطوات العملية والإجراءات المنهجية التي سيتم الاعتماد عليها والتعريف بالأسلوب القياسي المستخدم في التحليل، لذا سيتم من خلال هذا المبحث تقديم مجتمع وعينة الدراسة وطريقة جمع البيانات، وكذا الأدوات الإحصائية ومختلف الاختبارات المستخدمة من خلال المطلب الأول، إضافة إلى عرض إجراءات تقدير النموذج من خلال عرض أسلوب بيانات البانل في المطلب الثاني، من ثم التعريف بمتغيرات الدراسة وطرق حسابها وعرض نموذج الدراسة في المطلب الثالث.

المطلب الأول: الإطار المنهجي للدراسة

تعتبر عملية تشكيل عينة الدراسة وطريقة جمع البيانات من بين أهم الخطوات لأي دراسة استقرائية لما لها من تأثير على صحة نموذج الدراسة وبالتالي نتائجها، من خلال هذا المطلب سيتم تعريف مجتمع وعينة الدراسة ومصادر جمع البيانات المستخدمة بالإضافة إلى الأدوات الإحصائية المستخدمة.

1. مجتمع وعينة الدراسة

يتمثل مجتمع الدراسة في جميع المؤسسات ذات الأسهم SPA الناشطة في مختلف القطاعات الاقتصادية في البيئة الجزائرية، حيث تتمتع هذه المؤسسات بدرجة من الإفصاح والشفافية الأمر الذي يعطي مصداقية للقوائم المالية والتي تعتبر المصدر الأساس لجمع البيانات في الدراسة الحالية.

بما أن الدراسة تستخدم أسلوب الانحدار المتعدد، فيجب أن يُراعى عند تحديد حجم العينة كفاية عدد المفردات من أجل تقدير معادلات الانحدار، وقد تم الاجماع على أن عدد المفردات اللازم لتطبيق الانحدار المتعدد مرتبط بعدد المتغيرات المستقلة للدراسة.

شملت عينة الدراسة 42 مؤسسة جزائرية ذات أسهم تنشط بقطاعات اقتصادية مختلفة وهذا نظرا لصعوبة تحديد قطاع معين بسبب عدم توفر قائمة تصنف المؤسسات حسب كل قطاع للفترة الممتدة من 2011 إلى غاية 2020 ليقدر عدد المشاهدات الاجمالية بـ 420 مشاهدة، اعتمادا على مجموعة من الشروط، حيث يجب أن تتوفر هذه المؤسسات على جميع البيانات اللازمة لاحتساب متغيرات الدراسة في قائمة المركز المالي وقائمة الدخل طوال فترة الدراسة (عشر سنوات متتالية)، إضافة إلى توفر بيانات سنة سابقة لفترة الدراسة لحساب بعض المتغيرات، كما تم استبعاد المؤسسات ذات الطابع المالي نظرا لخصوصية نظامها المحاسبي.

يلخص الجدول الموالي المؤسسات محل الدراسة.

الجدول رقم (11): مؤسسات عينة الدراسة

	اسم المؤسسة	المقر	قطاع النشاط
1	Nouvelle BISCUITERIE CHERCHELL	تيبازة	إنتاج المنتجات الزراعية والصناعات الغذائية
2	TORREFACTION ET MOUTURE LA BELLE TOMOCA	بومرداس	إنتاج المنتجات الزراعية والصناعات الغذائية
3	COLPA	البويرة	صناعة منتجات سيراميك البناء والأجهزة البلاستيكية
4	SASACE	الجزائر العاصمة	صناعة مواد التعبئة والتغليف
5	EVEMAC	بجاية	الإنتاج الصناعي لمنتجات الخرسانة غير المجمعة
6	CHINA CHEN INTERNATIONAL	الجزائر العاصمة	صناعة الماكينات والمعدات الكهربائية
7	UNILEVER ALGERIE	وهران	صناعة مستحضرات التجميل
8	MILOK	الأغواط	إنتاج المياه المعدنية ومياه الينابيع
9	ENTREPRISE DES INDUSTRIES DES CABLES DE BISKRA	بسكرة	صناعة الأسلاك الكهربائية والهاتفية
10	CEVITAL	بجاية	إنتاج المنتجات الزراعية والصناعات الغذائية
11	CHIALI TUBES	سيدي بلعباس	صناعة الأنابيب البلاستيكية الحرارية
12	DANONE DJURDJURA ALGERIE	بجاية	إنتاج المنتجات الزراعية والصناعات الغذائية
13	AFRICAVER	جيجل	صناعة منتجات الكيمياء المعدنية
14	GIPLAIT UNITE EL MANSOURAH	تلمسان	إنتاج المنتجات الزراعية والصناعات الغذائية
15	Entreprise Nationale de Véhicules Industriels SNVI	الجزائر العاصمة	تصنيع المركبات والمعدات الزراعية
16	Nouvelle Verrerie/NOVER	الشلف	صناعة الزجاج والأدوات الزجاجية
17	BRIQUETERIE BRANIS	بسكرة	الإنتاج الصناعي لمنتجات الطين للبناء
18	Montage & Assemblage de Véhicules Industriels Algérie/ MAVIA	الجزائر العاصمة	تصنيع المركبات
19	SOCIETE DE TUBES PLASTIQUES/ SOTUPLAST	الشلف	صناعة الأنابيب البلاستيكية والمقاطع
20	GROUPE INDISTRUEL GOUMIDI/GIG	البليدة	إنتاج المنتجات الزراعية والصناعات الغذائية
21	SOCIETE DE FABRICATION METALLIQUE ET INDUSTRIELLE/ SFMAI	وهران	أشغال البناء لجميع التخصصات
22	METIDJA CIMENTERIE	البليدة	صناعة الاسمنت
23	MANUFACTURES DE CHAUSSURES SETIFIENNES/MACS	سطيف	انتاج القماش والأحذية الرياضية
24	GROUPE INDUSTRIEL SAIDAL	الجزائر العاصمة	منتجات صيدلانية
25	GESITP	الجزائر العاصمة	أشغال البناء لجميع التخصصات
26	METAPLAST INDUSTRIE	سطيف	صناعة أدوات بلاستيكية
27	NESTLE WATERS ALGERIE	البليدة	إنتاج المياه المعدنية ومياه الينابيع
28	ALG AGRO INDUSTRIE	تلمسان	صناعة المعدات الزراعية
29	L'AlGERIENNE DES PHYTOSANITAIRES/ ALPHYT	الجزائر العاصمة	صناعة منتجات الصيانة والأسمدة ومبات الحشرات
30	ALCAHYD PRECAST	الجزائر العاصمة	بناء الهياكل الهندسية
31	BITUMELK	وهران	صناعة الزيوت المشتقة

32	STE DE PLATRE & DERIVES GHARDAIA	غرداية	إنتاج المنتجات المصنعة من الخرسانة والجبس
33	CATEL FIBROPTIC	الجزائر العاصمة	صناعة الأسلاك الكهربائية والهاتفية
34	STE MAGHREBINE PRODUITS CHIMIQUES ALUMINEUX/ SMPCA	وهران	صناعة الألمنيوم
35	LES GRANDS MOULINS BELGHIT	سوق أهراس	صناعة المنتجات الغذائية وتغذية الحيوانات
36	TEKNA CHEM ALGERIE	سيدي بلعباس	صناعة المواد اللاصقة والدهانات
37	SOCIETE TRACTEUR ETRAG	قسنطينة	صناعة الماكينات الفلاحية
38	FROMAGERIE BEL ALGERIE	الجزائر العاصمة	إنتاج المنتجات الزراعية والصناعات الغذائية
39	SOMEDIAL	الجزائر العاصمة	منتجات صيدلانية
40	ANABIB	الجزائر العاصمة	صناعة الأنابيب ومعدات الري
41	FOREMHYD	الجزائر العاصمة	الأشغال العمومية الكبرى والري
42	LAITERIE ET FROMAGERIE TESSALA	سيدي بلعباس	إنتاج المنتجات الزراعية والصناعات الغذائية

المصدر: من اعداد الباحثة اعتمادا على موقع https://elmouchir.caci.dz/index.php

- **مصادر جمع البيانات**

لتحقيق هدف الدراسة الميدانية تم جمع البيانات انطلاقا من القوائم المالية للمؤسسات والمتمثلة في كل من قائمة المركز المالي وقائمة الدخل، وتغطي الدراسة الفترة الممتدة من 2011 إلى 2020 بالإضافة إلى سنة 2010 كسنة سابقة لفترة الدراسة لحساب بعض المتغيرات.

نظرا لصعوبة الحصول على هاته القوائم من المقر الاجتماعي للمؤسسات وعدم توفر قاعدة للمعطيات المالية للمؤسسات الجزائرية، تم الاعتماد على المعطيات المتوفرة لدى المركز الوطني للسجل التجاري (CNRC).

2. الأدوات الإحصائية المستخدمة

بعد استخراج المعلومات اللازمة من القوائم المالية للمؤسسات المشكلة لعينة الدراسة، تمت الاستعانة ببرنامج Microsoft Office Excel 2016 لحساب المتغيرات المستقلة وكذا التابعة لكل مؤسسة (42 مؤسسة) للحصول على سلسلة زمنية مقطعية بإجمالي مشاهدات يقدر بـ 420 مشاهدة، ليتم بعدها استخدام برنامج Eviews اصدار 8 لمعالجة هذه البيانات وفق نموذج الانحدار الخطي المتعدد لمعرفة أثر مجموعة من المتغيرات المستقلة مجتمعة على المتغير التابع.

من أجل ذلك تمت الاستعانة بمجموعة من الأساليب والاختبارات منها الإحصائية ومنها الاستدلالية التالية:

- **الإحصاء الوصفي:**

تم وصف كل متغير من متغيرات الدراسة من خلال المقاييس الإحصائية المتمثلة في:

- المتوسط الحسابي: يتم حسابه من خلال قسمة مجموع قيم المتغير الواحد على عددها، يساعد في إعطاء حكم على اجمالي قيم المجموعة؛
- الوسيط: بعد ترتيب قيم المتغير تصاعديا أو تنازليا، يمثل الوسيط القيمة التي تتوسط هذه القيم؛
- الانحراف المعياري: هو الذي يحدد مدى انحراف وتشتت القيم عن وسطها الحسابي؛
- أدنى قيمة وأقصى قيمة وذلك بالنسبة لجميع متغيرات الدراسة.

- **دراسة الارتباط**

تتم دراسة الارتباط لمعرفة قوة العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع إضافة إلى قوة العلاقة بين المتغيرات المستقلة فيما بينها بالنسبة لكل معادلة على حدا، وهذا استنادا إلى معامل الارتباط الذي يدل على وجود ارتباط قوي إذا كانت قيمته أكبر من 0.65، أما إذا كانت قيمته محصورة بين 0.3 و0.65 فيدل على وجود علاقة ارتباط متوسطة، أما إذا كانت أقل من 0.3 فتكون علاقة الارتباط ضعيفة، وبخصوص معنوية علاقة الارتباط فيجب أن يكون مستوى المعنوية أقل من 5 % [1].

- **المعنوية الكلية والمعنوية الجزئية للانحدار**

يمكن الحكم على المعنوية الكلية لكل معادلة من معادلات الانحدار اعتمادا على مستوى المعنوية للقيمة F، حيث تكون المعادلة معنوية إذا كان مستوى المعنوية أقل من 5 % الأمر الذي يدل على أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير التابع وأحد المتغيرات المستقلة على الأقل. كذلك الأمر بالنسبة للمعنوية الجزئية للمعادلات، إذ يتم الحكم عليها من خلال معنوية معاملات انحدارها حيث يتم القول أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل والمتغير التابع إذا كان مستوى المعنوية لمعامل انحداره أقل من 5 % والعكس صحيح. كما تم قبول بعض العلاقات عند مستوى معنوية 10%، وذلك بالنظر إلى طبيعة البيانات الاقتصادية التي قد تتسم بالتقلبات وعدم الاستقرار، مما يستدعي في بعض الحالات توسيع هامش القبول بهدف عدم استبعاد علاقات قد تكون ذات دلالة عملية، رغم ضعف دلالتها الإحصائية.

- **القدرة التفسيرية**

يستخدم معامل التحديد المعدل (R^2) كمقياس للقدرة التفسيرية، حيث يعبر عن مساهمة المتغيرات المستقلة في تفسير جزء من التغيرات التي تحدث في المتغير التابع في معادلة الانحدار، وتتراوح قيمته بين الصفر والواحد

[1] كيموش بلال، (2016)، البدائل المحاسبية المتعلقة بالعناصر غير الملموسة وأثرها على قيمة المؤسسة دراسة مجموعة من المؤسسات الجزائرية الفرنسية والانجايزية، أطروحة دكتوراه، جامعة فرحات عباس سطيف، الجزائر، ص 125.

أي ($0 \leq R^2 \leq 1$)، فإذا اختلفت قيمته عن الصفر سيدل ذلك على وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير التابع وأحد المتغيرات المستقلة على الأقل، وبأن أحد المتغيرات المفسرة على الأقل يفسر جزء من التغيرات التي تحدث في المتغير التابع، حيث كلما اقترب (R^2) إلى الواحد دلّ ذلك على زيادة القدرة التفسيرية للمتغيرات المستقلة[1].

- **اختبار الاستقرارية (جذر الوحدة)**

بغية تقدير نموذج الدراسة وتجنب بعض المشاكل القياسية مثل مشكلة الانحدار الزائف والتي تعطي نتائج مضللة، تتم دراسة استقرارية السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة من خلال اختبار جذر الوحدة (Unit Root Test) لكل متغير على حدا، بحيث تأتي الفرضية الصفرية التي تنص على وجود جذر الوحدة في السلسة الزمنية للمتغير بمعنى أنه غير مستقر، ويتم الحكم عليها وفقا لقيمة الاحتمالية (Probability) فإذا كانت هذه الأخيرة أقل من 0.10 يتم رفض الفرضية الصفرية أي عدم وجود جذر الوحدة والحكم على السلسة الزمنية للمتغير بالاستقرار، ومن أهم الاختبارات المستعملة للحكم على استقرارية السلاسل الزمنية هي: (Im, Levin, Lin & Chu t (LLC)، Pesaran and Shin W-stat (IPS)، ADF-Fisher Chi-square (ADF)[2].

المطلب الثاني: الإطار القياسي المستخدم في التحليل

جاءت هذه الدراسة في شكل دراسة حالة مجموعة من المؤسسات الجزائرية على مدى عدة فترات زمنية، لهذا سيتم استخدام بيانات السلاسل الزمنية المقطعية أو كما تعرف بيانات البانل أو البيانات الطولية والتي لاقت رواجا كبيرا خاصة في الدراسات الاقتصادية.

1. مفهوم طريقة بيانات البانل

تعرف بيانات البانل بأنها تجمع وتدمج خصائص كل من بيانات السلاسل الزمنية التي تصف سلوك مفردة واحدة خلال عدة فترات زمنية، والبيانات المقطعية التي تصف سلوك مجموعة مفردات أو وحدات مقطعية عند فترة زمنية واحدة. أي أنها تتكون من ملاحظات على العديد من الوحدات الفردية على مدى فترتين زمنيتين أو أكثر، عادة ما يشار إلى الوحدات الفردية على أنها وحدات مقطعية مثل المؤسسات، الأفراد، الدول وغيرها، أي

[1] نفس المرجع، ص 126.

[2] حركاتي نبيل، (2018): تحليل قرارات التمويل وأثرها على ربحية وقيمة المؤسسة الاقتصادية –دراسة حالة الشركات الصناعية المدرجة في الأسواق المالية العربية للفترة 2007–2015 مرجع سبق ذكره، ص 211.

أن هذه البيانات تتغير على مستويين، الأول المستوى الأفقي الذي يتمثل في البيانات المقطعية والثاني العمودي ويتمثل في السلسلة الزمنية.

تتميز بيانات البانل في استخدامها مقارنة باستخدام البيانات المقطعية أو بيانات السلسلة الزمنية لوحدها بالعديد من المزايا منها:[1]

- السيطرة على عدم التجانس الفردي الذي قد يظهر عند استخدام البيانات المقطعية أو الزمنية، والذي يؤدي إلى نتائج متحيزة؛
- توفر بيانات البانل بيانات متنوعة وأكثر إفادة، بالإضافة إلى أن مشكلة الارتباط المتداخل بين المتغيرات يكون أقل حدة عندها، كما تتميز بعدد أكبر من درجات الحرية وكفاءة أكثر؛
- تعتبر بيانات البانل أكثر قدرة على دراسة ديناميكيات التعديل التي قد تخفيها البيانات المقطعية، والأنسب لدراسة فترات الحالات الاقتصادية للدول مثل البطالة والفقر، وإذا كانت هذه البيانات طويلة بما يكفي يمكنها إلقاء الضوء على سرعة التعديلات في السياسة الاقتصادية؛
- لبيانات البانل القدرة على تحديد وقياس التأثيرات التي لا يمكن اكتشافها ببساطة في البيانات المقطعية أو الزمنية؛
- تسمح بيانات البانل ببناء واختبار نماذج سلوكية أكثر تعقيدا مثل الكفاءة التقنية.

2. النماذج الأساسية لتحليل بيانات البانل

تأخذ بيانات البانل ثلاث أشكال رئيسية تتمثل في نموذج الانحدار التجميعي، نموذج الآثار الثابتة ونموذج الآثار العشوائية. وبافتراض المتغيرين العشوائيين: Y المتغير التابع، X المتغير المستقل، وبافتراض أنه لدينا N من المشاهدات المقطعية مقاسة في T من الفترات الزمنية، فإنه يمكن كتابة نموذج بيانات البانل في صيغته العامة على الشكل التالي:

$$Y_{it} = \alpha_i + \sum_{j=1}^{K} \beta_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it}$$

i= 1, 2, …….N t= 1, 2,……T

[1] Baltagi Badi H, (2005): Econometric analysis of panel data, 3ème édition, John Wiley & Sons, P 4-6.

حيث أن:

i يمثل البعد الفردي (الأفراد)؛

t يمثل البعد الزمني (الزمني)؛

Y_{it} هي قيمة المتغير التابع في المشاهدة i عند الفترة الزمنية t؛

α_i قيمة نقطة التقاطع في المشاهدة i؛

β_j قيمة ميل خط الانحدار ؛

$X_{j\,(it)}$ يمثل قيمة نقطة التقاطع في المشاهدة i عند الفترة الزمنية t؛

ε_{it} قيمة الخطأ في المشاهدة i عند الفترة الزمنية t.

يعتمد تقدير المعلمات للنموذج في المعادلة الرئيسية السابقة على نوع نموذج السلاسل المقطعية الزمنية (بانل)، إذ تأتي في ثلاثة أشكال رئيسية حسب اختلاف الأثر الفردي β_j على الوحدات المقطعية وهي: [1]

النموذج المجمع: Pooled Regression

أو نموذج الانحدار التجميعي، يعتبر أبسط نماذج البيانات الطولية إذ أنه يهمل تأثير الزمن والوحدات بافتراض أنها غير مهمة، حيث تكون فيه جميع المعاملات (β_j α_i) ثابتة لجميع الفترات الزمنية ويتم تقديره حسب طريقة المربعات الصغرى OLS.

- **نموذج التأثيرات الثابتة: Fixed Effects Model**

في هذا النموذج يكون الهدف هو معرفة سلوك كل مجموعة بيانات مقطعية على حدا من خلال جعل معلمة القطع α_i تتفاوت من مجموعة إلى أخرى مع بقاء معاملات الميل β_j ثابتة لكل مجموعة بيانات مقطعية،

- **نموذج التأثيرات العشوائية: Random Effects Model**

على عكس نموذج التأثيرات الثابتة يتم التعامل مع الآثار الناتجة عن الاختلافات الزمنية والمقطعية هنا بوصفها معالم عشوائية وليست ثابتة، لذا تعتبر مكونات لحد الخطأ العشوائي في النموذج، وذلك بافتراض أن تلك الآثار غير مرتبطة بالمتغيرات التفسيرية.

[1] رتيعة محمد، (2014): استخدام نماذج بيانات البانل في تقدير دالة النمو الاقتصادي في الدول العربية، المجلة الجزائرية للاقتصاد والمالية، العدد 02، ص ص 155 156.

المفاضلة بين النماذج

من أجل المفاضلة بين النماذج الثلاثة السابقة الذكر والوصول إلى النموذج الأنسب لتحليل البيانات، يتم في هذه الدراسة الاعتماد على اختبارين، يستخدم الأول وهو اختبار فيشر (F) المقيد للمفاضلة بين النموذج التجميعي ونموذج الآثار الثابتة، حيث إذا أسفرت نتائجه إلى ملائمة النموذج التجميعي سيتم الحكم على هذا الأخير بأنه الأكثر ملائمة ويتم التوقف في هذه المرحلة، أما إذا أشارت نتائجه إلى أن نموذج الآثار الثابتة أفضل من النموذج التجميعي فيتم الانتقال إلى اختبار ثاني وهو اختبار Hausman للاختيار بين نموذج الآثار الثابتة ونموذج الآثار العشوائية.

- **اختبار فيشر Fisher**

يُستخدم اختبار فيشر (F) المقيد لمعرفة إذا ما كان النموذج التجميعي أفضل من نموذج الآثار العشوائية، حيث تنص الفرضية الصفرية له بأن النموذج التجميعي هو الأفضل أما الفرضية البديلة فتنص بأن نموذج الآثار الثابتة هو الأفضل، وتحسب قيمة F وفق المعادلة التالية: [1]

$$F(N-1, NT-N-K) = \frac{(R^2_{FEM} - R^2_{PM})/(N-1)}{(1-R^2_{FEM})/(NT-N-K)}$$

حيث:

K: تمثل عدد المعلمات المقدرة؛

R^2_{FEM}: تمثل معامل التحديد لنموذج التأثيرات الثابتة؛

R^2_{PM}: تمثل معامل التحديد لنموذج الانحدار التجميعي؛

N: عدد أفراد العينة.

تتم مقارنة نتيجة المعادلة السابقة أو F المحسوبة مع F الجدولية، حيث إذا كانت F المحسوبة أقل من قيمة F الجدولية (أو إذا كانت قيمة P-Value أكبر من 0.05) فسيتم قبول الفرضية الصفرية أي أن النموذج التجميعي هو الأنسب ويتم الاعتماد عليه في اختبار الفرضيات، أما في الحالة العكسية فسيتم قبول الفرضية البديلة أي نموذج الآثار الثابتة (أو نموذج الآثار العشوائية) هو الأنسب لتأتي بعدها مرحلة المفاضلة بينه وبين نموذج الآثار العشوائية.

[1] الجمال زكريا يحيى، (2012): اختيار النموذج في نماذج البيانات الطولية الثابتة والعشوائية، المجلة العراقية للعلوم الإحصائية، العدد 21، ص 274.

- **اختبار Hausman**

يستخدم اختبار Hausman لمعرفة أي من النموذجين أنسب للدراسة نموذج الآثار الثابتة أو نموذج الآثار العشوائية، حيث تصاغ فرضياته كالتالي:

H_0: نموذج الآثار العشوائية هو الملائم لتقدير نموذج الدراسة؛

H_1: نموذج الآثار الثابتة هو الملائم لتقدير نموذج الدراسة.

تعطى الصيغة العامة لاختبار Hausman كالتالي: [1]

$$H = (\hat{\beta}_{FEM} - \hat{\beta}_{REM})'[Var(\hat{\beta}_{FEM}) - Var(\hat{\beta}_{REM})]^{-1}(\hat{\beta}_{FEM} - \hat{\beta}_{REM})$$

حيث أن:

$(\hat{\beta}_{FEM} - \hat{\beta}_{REM})$: الفرق بين مقدرات الآثار الثابتة والآثار العشوائية؛

$Var(\hat{\beta}_{FEM}) - Var(\hat{\beta}_{REM})$: الفرق بين مصفوفة التباين المشترك لمقدرات الآثار الثابتة والآثار العشوائية.

تتبع الإحصائية H ضمن الفرضية الصفرية توزيع مربع كاي χ^2 بدرجة حرية k، حيث إذا كانت القيمة المحسوبة لها أكبر من القيمة الجدولة لإحصائية χ^2 سيتم رفض الفرضية الصفرية وقبول الفرضية البديلة والعكس صحيح [2]، كما يمكن الاعتماد على القيمة الاحتمالية للاختبار للحكم على النموذج الأنسب فإذا كانت القيمة الاحتمالية أقل أو تساوي 0.05 تُرفض الفرضية الصفرية وتقبل الفرضية البديلة والعكس صحيح [3].

فإذا كان الاختبار معنويا عند مستوى يقل عن 5%، يتم رفض الفرضية الصفرية وقبول الفرضية البديلة، ليتم الاعتماد على نموذج الآثار الثابتة والعكس صحيح.

المطلب الثالث: متغيرات ونموذج الدراسة

تحتوي الدراسة على متغيرين أساسيين هما المتغير التابع والمتغير المستقل، فيما يلي سيتم التعرف عليهما وكذا طريقة حساب المؤشرات الخاصة بهما، اضافةً إلى تقديم النموذج المستخدم في الدراسة.

[1] حركاتي نبيل، (2018): تحليل قرارات التمويل وأثرها على ربحية وقيمة المؤسسة الاقتصادية –دراسة حالة الشركات الصناعية المدرجة في الأسواق المالية العربية للفترة 2007–2015 مرجع سبق ذكره، ص 217.

[2] الجمال زكريا يحيى، مرجع سبق ذكره، ص 460.

[3] مرسلي نزيهة، مرجع سبق ذكره، ص 156.

1. متغيرات الدراسة وطرق حسابها

سيتم تقديم المتغيرات المستعملة في هذه الدراسة والدراسات السابقة التي تناولت الموضوع والتي سبق ذكرها في مقدمة البحث.

- **المتغير التابع:**

يتمثل المتغير التابع في الأداء المالي للمؤسسة والذي يمكن التعبير عنه بعدة مؤشرات شائعة الاستعمال في أدبيات الإدارة المالية والدراسات التجريبية، منها المؤشرات المحاسبية كالعائد على الأصول ROA والعائد على حقوق الملكية ROE والعائد على المبيعات ROS وهامش الربح الصافيNPM ...الخ، وأخرى مؤشرات سوقية كمعدل العائد على السهم، نسبة Q توبين، العائد على التدفقات النقدية..... الخ.

عادة ما يقاس الأداء المالي في معظم الدراسات السابقة بالمؤشرات المحاسبية، ولعل الهدف من هذا القياس هو تقييم الأداء من وجهة نظر إدارية، حيث أن هذه المؤشرات تعكس الكفاءة التي تتمتع بها المؤسسات أي مدى جودة استخدام الإدارة للأصول لتوليد عوائد محاسبية في كل وحدة نقدية من الأصول أو المبيعات أو الأموال الخاصة.

هناك من الدراسات من اعتمدت على مؤشر واحد للأداء المالي وهو العائد على الأصول ROA (مثل دراسة يمينة مسراتي وعبد الوهاب رميدي)، وهناك من أضاف عليه العائد على حقوق الملكية ROE (مثل دراسة Joseph Muchiri Mwangi، أمينة حمادة، الكبيسي مصطفى والقضاة عبد الله)، بالإضافة إلى المؤشرين السابقين هناك من أضاف معدل العائد على المبيعات ROS (دراسة الكبيسي عبد الستار والقضاة مصطفى). كما توجد دراسات اعتمدت على نسب المردودية وهوامش الربح وغيرها من المقاييس المحاسبية.

تم الاعتماد على ثلاث مقاييس للتعبير عن الأداء المالي للمؤسسات في هذه الدراسة، وهذا اعتمادا على الدراسات السابقة وكذلك لتوفر المعلومات اللازمة لحسابها، ونظرا لكون معظم المؤسسات محل الدراسة هي مؤسسات غير مدرجة في السوق المالي فقد تم استبعاد المؤشرات السوقية.

يتم حساب هذه المؤشرات كالتالي:

- **العائد على الأصول ROA:** يعبر عن كفاءة المؤسسة في استخدام أصولها ويحسب من خلال قسمة النتيجة بعد الضريبة على مجموع الأصول؛

- **العائد على حقوق الملكية ROE:** يركز على قدرة المؤسسة في تحقيق ثروة للمساهمين ويحسب بقسمة النتيجة الصافية على حقوق الملكية.
- **العائد على المبيعات ROS:** يعكس الأداء التشغيلي للمؤسسة وقدرتها على تحقيق نتائج من خلال مبيعاتها ويحسب بقسمة النتيجة قبل الضريبة على المبيعات؛

➢ **المتغيرات المستقلة:**

يتمثل المتغير المستقل للدراسة في الهيكل المالي والذي تم التعبير عنه في مختلف الأدبيات بمؤشرات عديدة، حيث هناك من عبر عن الهيكل المالي بنسبة الاستدانة الكلية إلى مجموع الأصول (دراسة يمينة مسراتي وعبد الوهاب رميدي، الكبيسي مصطفى والقضاة عبد الله، دراسة ، Narendar V.Rao et al)، وهناك من استعمل نسبة كل نوع من أنواع الديون إلى مجموع الأصول أي نسبة الديون طويلة ومتوسطة الأجل ونسبة الديون قصيرة الأجل (Joseph Muchiri Mwangi، دراسة أمينة حمادة)، أيضا هناك من اعتمد بالإضافة إلى المؤشرات السابقة على نسبة الاستقلالية المالية (Joseph Muchiri Mwangi).

في الدراسة الحالية سيتم التعبير عن الهيكل المالي بثلاث مؤشرات وهي:

- **الاستقلالية المالية FI:** تعبر عن مدى قدرة المؤسسة على تمويل أصولها الثابتة من مواردها الخاصة وتحسب بقسمة الأموال الخاصة على مجموع الميزانية؛
- **الاستدانة الكلية DT:** تقيس مدى مساهمة الأموال المقترضة في إجمالي الأصول، وتحسب بقسمة مجموع الديون على مجوع الأصول؛
- **الاستدانة على المدى الطويل LD:** تركز على مدى اعتماد المؤسسة على القروض طويلة الأجل بعد استبعاد الديون قصيرة الأجل وتحسب بقسمة الديون طويلة ومتوسطة الأجل على مجموع الأصول.

بالإضافة إلى المتغير المستقل الرئيسي (الهيكل المالي) سيتم دراسة تأثير بعض المتغيرات المفسرة الأخرى والتي تندرج ضمن محددات الهيكل المالي وهي:

- **حجم المؤسسةSIZE:** كباقي المتغيرات السابقة تم التعبير عن حجم المؤسسة في الدراسات السابقة بعدة مقاييس مثل اللوغاريتم الطبيعي لمجموع الأصول (يمينة مسراتي وعبد الوهاب رميدي)، أو اللوغاريتم الطبيعي لمجموع المبيعات (Narendar V.Rao et al)، في الدراسة الحالية سيتم التعبير عن حجم المؤسسة باللوغاريتم الطبيعي لمجموع الأصول؛

- **معدل النموGRW:** لقياس معدل النمو السنوي للمؤسسة استخدمت العديد من الدراسات السابقة معدل نمو المبيعات (الكبيسي والقضاة، Sumit K & Majumdar) ومعدل نمو الأصول (أمينة حمادة، يمينة مسراتي)، يتم الاعتماد في الدراسة الحالية على معدل نمو المبيعات ويتم حسابه من خلال حساب التغير في قيمة المبيعات من سنة إلى أخرى؛
- **سيولة المؤسسة LIQ:** تعبر السيولة عن مدى قدرة المؤسسة على مواجهة التزاماتها قصيرة الأجل، ولها عدة أنواع أهمها السيولة العامة (نسبة التداول)، السيولة المختصرة والسيولة الجاهزة، سيتم الاعتماد في هذه الدراسة على نسبة التداول والتي تقاس من خلال قسمة الأصول المتداولة على الخصوم المتداولة تماشيا مع دراسة كل من أمينة حمادة والقضاة؛
- **هيكل الأصول TANG:** تم قياسه في دراسة أمينة حمادة و**Narendar V.Rao et al** بنسبة الأصول الثابتة إلى مجموع الأصول، وهو نفس المقياس الذي سيتم اعتماده في هذه الدراسة.

يوضح الجدول رقم (12) متغيرات الدراسة، طرق حسابها ورموزها.

الجدول رقم (12): متغيرات الدراسة وطرق حسابها

	اسم المتغير	الرمز	طريقة الحساب
المتغيرات التابعة	**العائد على الأصول**	ROA	النتيجة الصافية/ مجموع الأصول.
	العائد على حقوق الملكية	ROE	النتيجة الصافية/ حقوق الملكية.
	العائد على المبيعات	ROS	النتيجة قبل الضريبة/ المبيعات.
المتغيرات المستقلة	**الاستقلالية المالية**	FI	الأموال الخاصة/ مجموع الأصول.
	الاستدانة الكلية	TD	مجموع الديون/ مجوع الأصول.
	الاستدانة على المدى الطويل	LD	الديون طويلة ومتوسطة الأجل/ مجموع الأصول.
	حجم المؤسسة	SIZE	اللوغاريتم الطبيعي لمجموع الأصول.
	معدل النمو	GRW	(مبيعات السنة $_{ن}$ – مبيعات السنة $_{ن-1}$) /مبيعات السنة$_{ن}$.
	السيولة	LIQ	الأصول المتداولة/ الخصوم المتداولة.
	هيكل الأصول	TANG	الأصول الثابتة/ مجموع الأصول.

المصدر: من إعداد الباحثة.

2. نموذج الدراسة

تختبر الدراسة أثر الهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسات ذات أسهم في الجزائر، لهذا الغرض تم اعتماد نموذج قياسي يربط بين المتغير التابع المتمثل في الاداء المالي للمؤسسة معبرا عنه بثلاث مؤشرات: العائد على الأصول ROA، العائد على حقوق الملكية ROE والعائد على المبيعات ROS، والمتغير المستقل (الهيكل المالي) بالإضافة إلى متغيرات أخرى متمثلة في حجم المؤسسة، معدل نموها، السيولة وهيكل الأصول.

يتكون النموذج من ثلاث معادلات أساسية تأخذ شكل الانحدار الخطي المتعدد يمكن توضيحها رياضيا كالتالي:

- **المعادلة الأولى: الأداء المالي مقاسا بالعائد على الأصول**

$$ROA_{it} = C_{it} + \alpha_1 FI_{it} + \alpha_2 TD_{it} + \alpha_3 LD_{it} + \alpha_4 SIZE_{it} + \alpha_5 GRW_{it} + \alpha_6 LIQ_{it} + \alpha_7 Tang_{it} + \varepsilon_{it}$$

- **المعادلة الثانية: الأداء المالي مقاسا بالعائد على حقوق الملكية**

$$ROE_{it} = C_{it} + \alpha_1 FI_{it} + \alpha_2 TD_{it} + \alpha_3 LD_{it} + \alpha_4 SIZE_{it} + \alpha_5 GRW_{it} + \alpha_6 LIQ_{it} + \alpha_7 Tang_{it} + \varepsilon_{it}$$

- **المعادلة الثالثة: الأداء المالي مقاسا بالعائد على المبيعات**

$$ROS_{it} = C_{it} + \alpha_1 FI_{it} + \alpha_2 TD_{it} + \alpha_3 LD_{it} + \alpha_4 SIZE_{it} + \alpha_5 GRW_{it} + \alpha_6 LIQ_{it} + \alpha_7 Tang_{it} + \varepsilon_{it}$$

حيث أن:

i: 1، 2، 3،.....42. وهي عبارة عن مجموعة المؤسسات المشكلة لعينة الدراسة.

t: 1، 2، 3،.....10. وهي عبارة عن الزمن بالسنوات من 2011إلى 2020.

C_{it}: ثابت يعبر عن قيمة المتغير التابع عندما تكون قيمة كل المتغيرات المستقلة تساوي الصفر (0).

ROA_{it}: معدل العائد على الأصول للمؤسسة (i) للفترة (t)؛

ROE_{it}: معدل العائد على حقوق الملكية للمؤسسة (i) للفترة (t)؛

ROS_{it}: معدل العائد على المبيعات للمؤسسة (i) للفترة (t)؛

FI_{it}: الاستقلالية المالية للمؤسسة (i) للفترة (t)؛

TD_{it}: الرفع المالي للمؤسسة (i) للفترة (t)؛

LD_{it}: نسبة المديونية طويلة الأجل للمؤسسة (i) للفترة (t)؛

$SIZE_{it}$: حجم المؤسسة (i) للفترة (t)؛

GRW_{it}: نمو المؤسسة (i) للفترة (t)؛

LIQ_{it}: سيولة المؤسسة (i) للفترة (t)؛

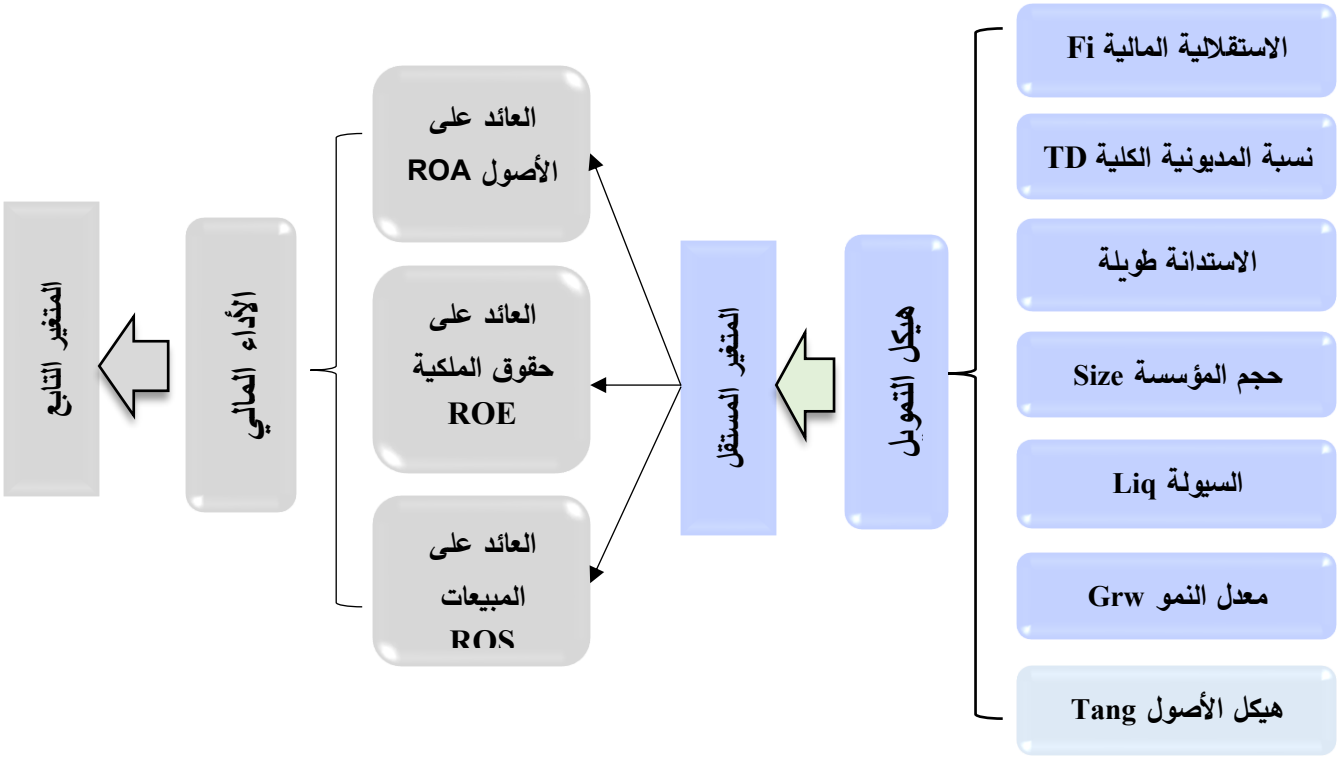
$Tang_{it}$: هيكل أصول المؤسسة (i) للفترة (t)؛

$\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3, \ldots\ldots \alpha_7$ معاملات الانحدار لمتغيرات الدراسة؛

ε_{it}: متغير عشوائي يعبر عن البواقي المعياري.

يلخص الشكل التالي النموذج العام للدراسة:

الشكل رقم (21): نموذج الدراسة



المصدر: من إعداد الباحثة.

المبحث الثاني: تقدير نماذج الدراسة

من أجل الوصول إلى أنسب نموذج لكل معادلة، يتم المفاضلة بين النماذج الثلاث التالية: النموذج المجمع، نموذج الآثار الثابتة ونموذج الآثار العشوائية وذلك اعتمادا على الأدوات الإحصائية المذكورة سابقا. من خلال هذا المبحث ستتم المفاضلة بين النماذج السابقة لكن قبل ذلك يتم تقديم التوصيف الإحصائي لمتغيرات الدراسة من خلال المطلب الأول، بعدها يتم تقدير النموذج الأول حيث العائد على الأصول متغيرا تابعا في المطلب الثاني، ثم تقدير النموذج الثاني أين يكون العائد على حقوق الملكية متغير تابع في المطلب الثالث، وأخيرا في المطلب الرابع تقدير النموذج الثالث حيث يكون العائد على المبيعات متغير تابع.

المطلب الأول: الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

قبل البدء في اختيار النموذج الملائم لطبيعة بيانات البانل محل الدراسة، يتم من خلال هذا المطلب تقديم إحصاء وصفي لمتغيرات الدراسة بالإضافة إلى دراسة الارتباط بينها وكذا دراسة الاستقرارية.

1. الإحصاء الوصفي للمتغيرات

يتمثل الإحصاء الوصفي في كل من الوسط الحسابي، الوسيط، أقصى قيمة، أدنى قيمة والانحراف المعياري لكل متغير من متغيرات الدراسة، كما يوضحه الجدول الموالي.

الجدول رقم (13): الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

	الوسط	الوسيط	أعلى قيمة	أدنى قيمة	الانحراف المعياري	عدد المشاهدات
ROA	0.0266	0.0162	0.8148	−2.0056	0.1451	420
ROE	0.01112	0.0387	2.5410	−2.9312	0.5059	420
ROS	0.0006	0.0297	1.9157	−1.9405	0.3934	420
FI	0.5264	0.5002	28.8210	−2.5324	1.4242	420
TD	0.5458	0.5078	3.5324	0.0188	0.3143	420
LD	0.1658	0.0971	0.8380	0.0000	0.1849	420
SIZE	9.5105	9.4860	11.8150	6.1317	0.7412	420
GRW	0.1236	0.0404	3.7173	−1.3395	0.5952	420
LIQ	1.8746	1.4395	6.8596	−0.8810	1.3545	420
TANG	0.4576	0.4628	0.9603	0.0003	0.2382	420

المصدر: من اعداد الباحثة اعتمادا على مخرجات EVIEWS

يتضح من خلال الجدول رقم (13) أن:

- المتوسط الحسابي لمتغير العائد على الأصول ROA بلغ 0.026 أي 2.6 % وهي تقريبا مساوية للوسيط الحسابي، كما قدرت أعلى قيمة وأدنى قيمة له بـ 0.81 و2- على التوالي مع انحراف معياري بقيمة 0.14 وهو مقبول.
- بلغ المتوسط الحسابي لمتغير العائد على حقوق الملكية ROE قيمة 0.011 أي حوالي 1.1 % وهي قريبة للوسيط الحسابي الذي قدر بـ 0.016 وسجلت أعلى قيمة له بـ 2.54 وأدنى قيمة بـ 2.01- بانحراف معياري قدر بـ 0.51.
- المتوسط الحسابي لمتغير العائد على المبيعات قدر بـ 0.001 وهي نسبة ضئيلة تدل على عدم تحقيق المؤسسات محل الدراسة لعائد من مبيعاتها، وبلغت أقصى قيمة لهذا المتغير 1.92 أما أدنى قيمة 1.94- وانحراف معياري قدر بـ 0.39.
- المتوسط الحسابي لمتغير الاستقلالية المالية FI بلغ 0.53 وهو قريب من الوسيط الذي قُدر بـ 0.50، أقصى قيمة له 28.82 وأدنى قيمة 2.53-، وسجل هذا المتغير أكبر انحراف معياري قدر بـ 1.42 الذي قد يكون بسبب اشتمال عينة الدراسة على مؤسسات متباينة في الحجم.
- المتوسط الحسابي لمتغير اجمالي الديون TD بلغ 0.545 أي 54.5% وهي قريبة من قيمة الوسيط الذي بلغ 0.508، أقصى قيمة لهذا المتغير بلغت 3.53 وأدنى قيمة 0.02 بانحراف معياري 0.31.
- المتوسط الحسابي لمتغير الديون طويلة الأجل LD بلغ 0.166 أي نسبة 16.6 % من الديون هي ديون طويلة الأجل، بلغت أقصى وأدنى قيمة لهذا المتغير 0.83 و00 على التوالي بانحراف معياري 0.18.
- المتوسط الحسابي لمتغير الحجم SIZE بلغ 9.51 وهي قريبة جدا لقيمة الوسيط 9.48، أقصى قيمة له 11.81 أما أدنى قيمة 6.13 بانحراف معياري 0.74.
- المتوسط الحسابي لمتغير النموGRWT والسيولة LIQ بلغ على التوالي 0.12 و1.87، أقصى قيمة بلغت عند متغير النمو 3.72 وعند متغير السيولة 6.86، أما أدني قيمة فبلغت 1.34- بالنسبة لمتغير النمو و0.88- بالنسبة لمتغير السيولة، بانحراف معياري 0.59 و1.35 على التوالي.
- المتوسط الحسابي لمتغير هيكل الأصول Tang بلغ 0.46 وهي مساوية لقيمة الوسيط 6، أقصى وأدنى قيمة لهذا المتغير 0.96 و0.0003 تواليا بانحراف معياري 0.24.

2. دراسة الارتباط بين متغيرات الدراسة

يجب دراسة الارتباط بين متغيرات الدراسة قبل اختبار النماذج، وذلك للتأكد من خلو هذه الأخيرة من مشكلة التداخل الخطي بين المتغيرات المستقلة، ويتم ذلك من خلال تطبيق مصفوفة الارتباط.

الجدول رقم (14): مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة

	ROA_{it}	ROE_{it}	ROS_{it}	FI_{it}	TD_{it}	LD_{it}	$SIZE_{it}$	GRW_{it}	LIQ_{it}	$Tang_{it}$
ROA_{it}	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ROE_{it}	-	1	-	-	-	-	-	-	-	-
ROS_{it}	-	-	1	-	-	-	-	-	-	-
FI_{it}	0.064 0.183	0.451** 0.001	0.248*** 0.000	1	-	-	-	-	-	-
TD_{it}	-0.061 0.653	-0.033 0.122	-0.043 0.180	0.093 0.656	1	-	-	-	-	-
LD_{it}	-0.281** 0.013	-0.141** 0.002	-0.263*** 0.000	-0.035 0.352	0.12*** 0.000	1	-	-	-	-
$SIZE_{it}$	-0.283 0.087	-0.063 0.191	-0.108** 0.026	-0.034 0.451	0.047 0.175	0.054 0.176	1	-	-	-
GRW_{it}	0.123** 0.022	0.033** 0.022	0.046 0.340	0.072 0.115	0.005 0.52	0.017 0.733	0.052 0.279	1	-	-
LIQ_{it}	0.241*** 0.000	0.078** 0.018	0.076 0.113	-0.051 0.23	-0.27*** 0.000	-0.243*** 0.000	-0.101** 0.039	-0.031 0.554	1	-
$Tang_{it}$	-0.254*** 0.000	-0.010 0.099	-0.300*** 0.000	-0.155*** 0.001	0.043 0.356	0.018*** 0.000	0.022 0.651	0.006 0.895	-0.108*** 0.000	1

***دال إحصائيا عند 1%. **دال إحصائيا عند5%.

المصدر: مخرجات البرنامج الاحصائي Eviews.

يبين الجدول رقم (14) والذي يلخص معاملات الارتباط لمتغيرات الدراسة وجود ارتباط موجب ذو دلالة معنوية بين المتغير التابع معدل العائد على الاصول ROA وكل من المتغير المستقل معدل النمو GRW (12%) والمتغير المستقل السيولة LIQ (24%). بالإضافة إلى وجود ارتباط سالب ذو دلالة معنوية بين معدل العائد على الاصول ROA وكل من متغير الديون طويلة الأجل LD (28%−) ومتغير هيكل الأصول Tang (25%−)، أما معاملات الارتباط بين متغير العائد على الأصول ROA وباقي المتغيرات المستقلة الأخرى المتمثلة في الاستقلالية المالية FI وإجمالي الديون TD فتشير إلى وجود ارتباطات لكن ليست ذات دلالة معنوية.

كما يبين نفس الجدول وجود ارتباط موجب وذو دلالة إحصائية بين المتغير التابع العائد على حقوق الملكية ROE وكل من متغير الاستقلالية المالية FI (45%)، متغير النمو GRW (3%) ومتغير السيولة LIQ (7%). كذلك وجود ارتباط سالب ذو دلالة إحصائية بين متغير العائد على حقوق الملكية ROE ومتغير الديون طويلة

الأجل LD (14%-). أما معاملات الارتباط بين المتغير التابع وباقي المتغيرات المستقلة (اجمالي الديون، الحجم وهيكل الأصول) فهي غير دالة احصائيا.

أما بالنسبة لمتغيرات المعادلة الثالثة فيُلاحظ من خلال الجدول رقم (14) وجود علاقة ارتباط موجبة وذات دلالة إحصائية بين المتغير التابع معدل العائد على المبيعات ROS وبين متغير الاستقلالية المالية FI (24%)، بالإضافة إلى وجود علاقة سالبة ذات دلالة إحصائية بين المتغير التابع ROS وكل من متغير الديون طويلة الأجل LD (26.3)، متغير الحجم SIZE (10%-) ومتغير هيكل الأصول Tang (30%-)، أما بالنسبة لعلاقة المتغير التابع ROS بباقي المتغيرات المستقلة (إجمالي الديون، النمو والسيولة) فكلها ليست دالة احصائيا.

وبالنظر لعلاقة الارتباط بين المتغيرات المستقلة فيما بينها، فيبين الجدول رقم (14) وجود ارتباط موجب ذو دلالة إحصائية بين متغير الاستقلالية المالية FI ومتغير إجمالي الديون TD (9.3%)، بين متغير إجمالي الديون TD ومتغير الديون طويلة الأجل LD (12%) وبين متغير الديون طويلة الأجل LD ومتغير هيكل الأصول Tang (1.8%).

بالإضافة إلى وجود ارتباط سالب ذو دلالة إحصائية بين كل من متغير الاستقلالية المالية FI ومتغير هيكل الأصول Tang (15%-)، متغير الديون طويلة الأجل LD ومتغير السيولة LIQ (24.3%-) ومتغير الحجم SIZE والسيولة LIQ (10%-) وبين متغير السيولة LIQ ومتغير هيكل الأصول Tang (10.8%-).

بالتالي يُلاحظ على معاملات الارتباط بين المتغيرات المستقلة أنها معاملات ضعيفة نسبيا حيث بلغت أعلى نسبة ارتباط بينها (24%)، كما يتضح من خلال نفس الجدول عدم وجود علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات المستقلة الأخرى فيما بينها وبالتالي يمكن الحكم بعدم وجود مشكلة التداخل الخطي بين المتغيرات المستقلة.

3. دراسة الاستقرارية (اختبار جذر الوحدة)

قبل تقدير نموذج الدراسة لابد من فحص استقرارية السلاسل المقطعية لجميع متغيرات نماذج الدراسة، اعتمادا على الاختبارات الأكثر استخداما، حيث تفترض الفرضية الصفرية لهذه الاختبارات وجود جذر وحدة (أي عدم الاستقرارية) لبيانات السلسلة المقطعية.

- **المعادلة الأولى:**

تبين نتائج الاختبارات الثلاثة الملخصة في الجدول رقم (15) إلى غياب جذر الوحدة بالنسبة لجميع متغيرات المعادلة الأولى، حيث بلغ مستوى المعنوية أقل من 5%، وتشير هذه النتائج إلى استقرار جميع متغيرات المعادلة عند المستوى I(0).

الجدول رقم (15): دراسة الاستقرارية لمتغيرات المعادلة الأولى

Statistics									
	Method	**ROA_{it}**	**FI_{it}**	**LD_{it}**	**TD_{it-1}**	**$SIZE_{it}$**	**GRW_{it}**	**LIQ_{it}**	**$Tang_{it}$**
Individual intercept	Null: Unit root (assumes common unit root process)								
	Levin, Lin & Chu t	-28.3947***	-20.0462***	-10.3470***	-6. 18667***	-4.34458***	-11.2296***	-5.22606***	-48.5506***
	Null: Unit root (assumes individual unit root process)								
	Im, Pesaran and Shin W	-3.37313***	-5.19329***	-2.82690***	-1.61678	0.16845	-5.21866***	-1.16428	-8.11888***
	ADF - Fisher Chi-square	113.819**	168.703***	148.798***	121.172***	96.1002	176.666***	108.311**	138.360***
	PP - Fisher Chi-square	119.934***	276.552***	208.251***	175.322***	133.992***	290.691***	139.606***	113.546**
Individual intercept and trend	Null: Unit root (assumes common unit root process)								
	Levin, Lin & Chu t Breirung t-stat	29.2271***- 3.16658	21.8669***- 1.61702	-17.6807*** 2.71559	-2.71701*** 3.46036	-13.5968*** 3.82347	-14.3523*** -0.50448	-8.68654*** 2.35610	-54.6961*** 0.79485
	Null: Unit root (assumes individual unit root process)								
	Im, Pesaran and Shin W	-2.30556**	-1.66226**	-1.20872	1.03205	0.06375	-1.72767**	0.16983	-3.24611***
	ADF - Fisher Chi-square	142.149***	140.809***	132.409***	96.6608	102.563	141.690***	91.5770	128.086***
	PP - Fisher Chi-square	173.941***	299.407***	186.969***	138.416***	95.1969	319.250***	139.772***	127.585***
None	Null: Unit root (assumes common unit root process)								
	Levin, Lin & Chu t	-5.30334***	-1.83758**	-6.44307***	-3.37991***	1.15507	-14.8727***	0.31379	-2.16894**
	Null: Unit root (assumes individual unit root process)								
	ADF - Fisher Chi-square	142.580***	119.907***	149.053***	107.901**	36.4200	289.681***	56.9709	95.5575
	PP - Fisher Chi-square	170.456***	211.143***	190.728***	171.281***	34.1390	422.296***	69.8553	123.266***

***دال إحصائيا عند1%. **دال إحصائيا عند 5%.

المصدر: مخرجات البرنامج الاحصائي Eviews.

- **المعادلة الثانية:**

من خلال الجدول رقم (16)، يتضح كذلك أن كل متغيرات المعادلة الثانية مستقرة عند المستوى I(0) لأن مستوى المعنوي كان أقل من 5% في معظم الاختبارات

الجدول رقم (16): دراسة الاستقرارية لمتغيرات المعادلة الثانية

Statistics									
	Method	**ROE_{it}**	**FI_{it}**	**LD_{it}**	**TD_{it-1}**	**$SIZE_{it}$**	**GRW_{it}**	**LIQ_{it}**	**Tan_{it}**
Individual intercept	Null: Unit root (assumes common unit root process)								
	Levin, Lin & Chu t	-41.1833***	-23.7342***	-10.3470***	-6.018667***	-4.34458***	-117.760***	-3.23564***	-48.5506***
	Null: Unit root (assumes individual unit root process)								
	Im, Pesaran and Shin W	-8.99649***	-6.16857***	-2.82690***	-1.61678**	0.16845	-16.4981***	-0.76954	-8.11888***
	ADF - Fisher Chi-square	170.347***	151.701***	415.083***	121.172***	96.1002	168.458***	101.875**	138.360***
	PP - Fisher Chi-square	182.842***	318.716***	760.135***	175.322***	133.992***	230.194***	150.979***	113.546**
Individual intercept and trend	Null: Unit root (assumes common unit root process)								
	Levin, Lin & Chu t Breirung t-stat	-33.2457*** 1.19789	43.9465***- 1.27992	-17.6807*** 2.71559	-2.71701*** 3.46036	-13.5968*** 1.47663	-72.4500*** 1.47663	-8.29223*** 3.28652	-54.6961*** 0.79485
	Null: Unit root (assumes individual unit root process)								
	Im, Pesaran and Shin W	-3.72720***	-3.18733**	-1.20872	1.03205	0.06375	-5.50906**	0.20451	-3.24611***
	ADF - Fisher Chi-square	169.309***	133.727***	132.409***	96.6608	102.563**	152.458***	98.1424	128.086***
	PP - Fisher Chi-square	200.593***	337.427***	186.969***	138.416***	95.1969	266.282***	155.342***	127.585***
None	Null: Unit root (assumes common unit root process)								
	Levin, Lin & Chu t	-16.6386***	-7.68874**	-6.44307***	-3.37991***	1.15507	-101.680***	0.29989	-2.16894**
	Null: Unit root (assumes individual unit root process)								
	ADF - Fisher Chi-square	215.785***	191.283***	149.053***	107.901**	36.4200	271.348***	60.0562	95.5575
	PP - Fisher Chi-square	258.388***	343.658***	190.728***	171.281***	34.1390	371.765***	79.1313	123.266***

***دال إحصائيا عند1%. **دال إحصائيا عند 5%.

المصدر: مخرجات البرنامج الاحصائي Eviews.

- **المعادلة الثالثة**

يتضح من الجدول رقم (17) أنه لا يوجد جذر الوحدة بالنسبة لجميع المتغيرات.

الجدول رقم (17): دراسة الاستقرارية لمتغيرات المعادلة الثالثة

Statistics									
	Method	**ROE_{it}**	**FI_{it}**	**LD_{it}**	**TD_{it-1}**	**$SIZE_{it}$**	**GRW_{it}**	**LIQ_{it}**	**Tan_{it}**
Individual intercept	Null: Unit root (assumes common unit root process)								
	Levin, Lin & Chu t	-14.3389***	-23.7342***	-10.3470***	-6.018667***	-4.34458***	-117.760***	-3.23564***	-48.5506***
	Null: Unit root (assumes individual unit root process)								
	Im, Pesaran and Shin W	-3.30062***	-6.16857***	-2.82690***	-1.61678**	0.16845	-16.4981***	-0.76954	-8.11888***
	ADF - Fisher Chi-square	146.170***	151.701***	415.083***	121.172***	96.1002	168.458***	101.875**	138.360***
	PP - Fisher Chi-square	185.798***	318.716***	760.135***	175.322***	133.992***	230.194***	150.979***	113.546**
Individual intercept and trend	Null: Unit root (assumes common unit root process)								
	Levin, Lin & Chu t	-10.9124***	-43.9465***	-17.6807***	-2.71701***	-13.5968***	-72.4500***	-8.29223***	-54.6961***
	Breirung t-stat	2.34550	1.27992	2.71559	3.46036	1.47663	1.47663	3.28652	0.79485
	Null: Unit root (assumes individual unit root process)								
	Im, Pesaran and Shin W	-0.73060	-3.18733**	-1.20872	1.03205	0.06375	-5.50906**	0.20451	-3.24611***
	ADF - Fisher Chi-square	128.758**	133.727***	132.409***	96.6608	102.563*	152.458***	98.1424	128.086***
	PP - Fisher Chi-square	219.663***	337.427***	186.969***	138.416***	95.1969	266.282***	155.342***	127.585***
None	Null: Unit root (assumes common unit root process)								
	Levin, Lin & Chu t	-7.80710***	-7.68874**	-6.44307***	-3.37991***	1.15507	-101.680***	0.29989	-2.16894**
	Null: Unit root (assumes individual unit root process)								
	ADF - Fisher Chi-square	155.539***	191.283***	149.053***	107.901**	36.4200	271.348***	60.0562	95.5575
	PP - Fisher Chi-square	210.367***	343.658***	190.728***	171.281***	34.1390	371.765***	79.1313	123.266***

***دال إحصائيا عند1%. **دال إحصائيا عند 5%.

المصدر: مخرجات البرنامج الاحصائي Eviews

بالتالي من خلال نتائج اختبار جذر الوحدة يُمكن القول أن كل المتغيرات لكل المعادلات مستقرة عند المستوى I(0)، وهو ما يدل على أن السلاسل الزمنية مستقرة ولا تحتوي على اتجاه عام، الأمر الذي يؤدي إلى تجنب المشاكل القياسية وفي مقدمتها الانحراف الزائف.

المطلب الثاني: تقدير النموذج الأول (ROA مقياسا للأداء)

يلخص الجدول رقم (18) نتائج تقدير النموذج الأول.

الجدول رقم (18): نتائج تقدير النموذج الأول

المتغير التابع: ROA		n= 42	t= 10	عدد المشاهدات= 420
المتغيرات المفسرة		طريقة التقدير		
		النموذج المجمع	نموذج الآثار الثابتة	نموذج الآثار العشوائية
Constant	القيمة	0.156151	0.539761	0.230585
	إحصائية t	1.749805	3.105830	2.152425
	معنوية t	0.0809	0.0020	0.0319
FI_{it}	القيمة	0.000319	$-7.04^{E}-05$	0.000138
	إحصائية t	0.743651	-0.148943	0.319387
	معنوية t	0.4575	0.8817	0.7496
TD_{it}	القيمة	-0.001510	0.001633	-0.000291
	إحصائية t	-0.319139	0.350729	-0.064167
	معنوية t	0.7498	0.7260	0.9489
LD_{it}	القيمة	-0.150996	-0.125279	-0.152896
	إحصائية t	-3.814464	-2.214962	-3.503213
	معنوية t	0.0002	0.0274	0.0005
$SIZE_{it}$	القيمة	-0.011358	-0.054340	-0.019591
	إحصائية t	-1.262911	-2.999512	-1.796674
	معنوية t	0.2073	0.0029	0.0731
GRW_{it}	القيمة	0.032207	0.023535	0.027218
	إحصائية t	2.882277	2.059538	2.499358
	معنوية t	0.0042	0.0401	0.0128
LIQ_{it}	القيمة	0.016264	0.006634	0.013378
	إحصائية t	3.123042	0.889467	2.325515

	معنوية t	0.0019	0.3743	0.0205
$Tang_{it}$	القيمة	−0.072224	0.019550	−0.047528
	إحصائية t	−2.342525	0.436308	−1.379491
	معنوية t	0.0196	0.6629	0.1685
R^2		0.146958	0.332523	0.090267
Adj. R^2		0.132465	0.246165	0.074811
إحصائية F		10.13963	3.850511	5.840046
معنوية F		0.000000	0.000000	0.000002
Durbin-Watson		1.701377	2.130224	1.865295

المصدر: مخرجات Eviews.

بناء على اختبار F المقيد يتم المفاضلة بين النموذج المجمع ونموذج الآثار الثابتة، حيث تصاغ فرضيات هذا الاختبار كما يلي:

H_0: النموذج المجمع هو الملائم لتقدير نموذج الدراسة.

H_1: نموذج الآثار الثابتة و/أو نموذج الآثار العشوائية هو الملائم لتقدير نموذج الدراسة.

يتم حساب قيمة F كالتالي:

$$F\ (42\text{-}1,\ 420\text{-}42\text{-}8) = ((0.246 - 0.132)/(42 - 1))/((1 - 0.246)/(420 - 42 - 8)) = 1.364$$

أما قيمة F الجدولية عند درجة حرية 41 (اتجاه أفقي) و370 (اتجاه عمودي) ومستوى معنوية 5 % فهي محصورة بين F عند درجتي حرية (40؛300) والتي تساوي 1.43 وبين F عند درجتي حرية (45؛500) والتي تساوي 1.40، وبالتالي فإن قيمة F الجدولية عند (41؛370) ستكون بالضرورة أكبر من قيمة F المحسوبة والتي بلغت 1.36. وبالتالي يتم قبول الفرضية الصفرية ورفض الفرضية البديلة أي أن النموذج المجمع هو الملائم لتقدير نموذج الدراسة.

المطلب الثالث: تقدير النموذج الثاني (ROE مقياسا للأداء المالي)

يلخص الجدول رقم (19) نتائج تقدير النموذج الأول.

الجدول رقم (19): نتائج تقدير النموذج الثاني

المتغير التابع: ROE	n= 42	t= 10	**عدد المشاهدات= 420**
المتغيرات المفسرة	**طريقة التقدير**		
	النموذج المجمع	**نموذج الآثار الثابتة**	**نموذج الآثار العشوائية**
Constant القيمة	0.246323	0.488493	0.264552
Constant إحصائية t	0.753297	0.726387	0.731347
Constant معنوية t	0.4517	0.4681	0.4650
FI_{it} القيمة	0.003749	0.002663	0.003499
FI_{it} إحصائية t	2.383214	1.456507	2.172921
FI_{it} معنوية t	0.0176	0.1461	0.0304
TD_{it} القيمة	-0.005221	0.002915	-0.003614
TD_{it} إحصائية t	-0.301172	0.161790	-0.208886
TD_{it} معنوية t	0.7634	0.8716	0.8346
LD_{it} القيمة	-0.336995	-0.183422	-0.327704
LD_{it} إحصائية t	-2.323315	-0.838061	-2.118018
LD_{it} معنوية t	0.0206	0.4025	0.0348
$SIZE_{it}$ القيمة	-0.336995	-0.065658	-0.034895
$SIZE_{it}$ إحصائية t	-0.980045	-0.936584	-0.952894
$SIZE_{it}$ معنوية t	0.3276	0.3496	0.3412
GRW_{it} القيمة	0.092347	0.088644	0.091220
GRW_{it} إحصائية t	2.255411	2.004668	2.212105
GRW_{it} معنوية t	0.0246	0.0457	0.0275
LIQ_{it} القيمة	0.034750	0.017426	0.032991
LIQ_{it} إحصائية t	1.821079	0.603780	1.619331
LIQ_{it} معنوية t	0.0693	0.5464	0.1061
$Tang_{it}$ القيمة	0.038114	0.231717	0.059930
$Tang_{it}$ إحصائية t	0.337370	1.336400	0.493910
$Tang_{it}$ معنوية t	0.7360	0.1822	0.6216
R2	0.057369	0.177429	0.046818
Adj. R2	0.041354	0.071004	0.030623
F	3.582106	1.667183	2.890902
معنوية F	0.000935	0.005146	0.005848
Durbin-Watson	1.947116	2.198306	2.004944

المصدر: من اعداد الباحثة اعتمادا على مخرجات Eviews.

بنفس الطريقة تتم المفاضلة بين النماذج عن طريق اختبار F المقيد وذلك بمقارنة F المحسوبة وF الجدولية حيث:

H_0 : النموذج المجمع هو الملائم لتقدير نموذج الدراسة.

H_1 : نموذج الآثار الثابتة و/أو نموذج الآثار العشوائية هو الملائم لتقدير نموذج الدراسة.

تحسب F المحسوبة كما يلي:

$$F\ (42\text{-}1,\ 420\text{-}42\text{-}8) = ((0.071 - 0.041)/(42 - 1))/((1 - 0.071)/(420 - 42 - 8)) = 0.291$$

أما بالنسبة لقيمة F الجدولية فهي تساوي قيمة F الجدولية للنموذج الأول لأن صيغة النموذج لم تتغير، وبالتالي F الجدولية المحصورة بين 1.40 و1.43 هي أكبر من قيمة F المحسوبة التي تساوي 0.29 وعليه يكون النموذج المجمع هو الأنسب لتقدير النموذج الثاني كذلك.

المطلب الرابع: تقدير النموذج الثالث (ROS مقياسا للأداء المالي)

يلخص الجدول رقم (20) نتائج تقدير النموذج الثالث.

الجدول رقم (20): نتائج تقدير النموذج الثالث

المتغير التابع: ROS		**n= 42**	**t= 10**	**عدد المشاهدات= 420**
المتغيرات المفسرة		**طريقة التقدير**		
		النموذج المجمع	**نموذج الآثار الثابتة**	**نموذج الآثار العشوائية**
Constant	**القيمة**	0.631853	0.991124	0.832576
	إحصائية t	2.645444	2.269101	2.665193
	معنوية t	0.0085	0.0238	0.0080
FI_{it}	**القيمة**	0.005069	0.004978	0.004950
	إحصائية t	4.412441	4.192144	4.401069
	معنوية t	0.0000	0.0000	0.0000
TD_{it}	**القيمة**	−0.008050	−0.006416	−0.007583
	إحصائية t	−0.635790	−0.548174	−0.658756
	معنوية t	0.5253	0.5839	0.5104
LD_{it}	**القيمة**	−0.362963	−0.023546	−0.219910
	إحصائية t	−3.425841	−0.165640	−1.836503
	معنوية t	0.0007	0.8685	0.0670

$SIZE_{it}$	القيمة	−0.047178	−0.067643	−0.058511
	إحصائية t	−1.960030	−1.485596	−1.829853
	معنوية t	0.0507	0.1382	0.0680
GRW_{it}	القيمة	0.025149	−0.019523	−0.004679
	إحصائية t	0.840903	−0.679762	−0.167811
	معنوية t	0.4009	0.4971	0.8668
LIQ_{it}	القيمة	−0.009156	−0.083405	−0.045137
	إحصائية t	−0.656921	−4.449371	−2.857632
	معنوية t	0.5116	0.0000	0.0045
$Tang_{it}$	القيمة	−0.334351	−0.501055	−0.431872
	إحصائية t	−4.051743	−4.449171	−4.547258
	معنوية t	0.0001	0.0000	0.0000
R^2		0.168401	0.426206	0.135314
Adj. R^2		0.154272	0.351968	0.120623
F		11.91874	5.741111	9.210540
معنوية F		0.000000	0.000000	0.000000
Durbin-Watson		1.244692	1.673196	1.487043

المصدر: من اعداد الباحثة بناء على مخرجات Eviews.

اعتمادا على اختبار F المقيد والذي تصاغ فرضياته كالتالي:

H_0: النموذج المجمع هو الملائم لتقدير نموذج الدراسة.

H_1: نموذج الآثار الثابتة و/أو نموذج الآثار العشوائية هو الملائم لتقدير نموذج الدراسة.

بلغت قيمة F المحسوبة

$$F\ (42\text{-}1,\ 420\text{-}42\text{-}8) = ((0.351 - 0.154)/(42 - 1))/((1 - 0.351)/(420 - 42 - 8)) = 2.739.$$

بما أن صيغة النموذج الثالث هي نفس صيغة النموذج الأول والثاني (حيث تغير المتغير التابع فقط) فإن قيمة F الجدولية تبقى نفسها ومحصورة بين 1.40 و1.43 بالتالي فهي أقل من قيمة F المحسوبة والتي تساوي 2.739، وعليه يتم رفض الفرضية الصفرية وقبول الفرضية البديلة أي أن نموذج الآثار الثابتة و/أو نموذج الآثار العشوائية هو النموذج الأنسب لتقدير النموذج الثالث.

- **المفاضلة بين نموذج الآثار الثابتة ونموذج الآثار العشوائية**

بعد ما أظهر اختبار F المقيد أن نموذج الآثار الثابتة أفضل من النموذج المجمع، يتم في هذه الخطوة اللجوء إلى اختبار Hausman للمفاضلة بين نموذج الآثار الثابتة ونموذج الآثار العشوائية.

تصاغ فرضيات اختبار Hausman كالتالي:

H_0: نموذج الآثار العشوائية هو الملائم لتقدير نموذج الدراسة؛

H_1: نموذج الآثار الثابتة هو الملائم لتقدير النموذج الدراسة.

الجدول رقم (21): نتائج اختبار Hausman (للنموذج الثالث)

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f	Prob.
Cross-section random	20.447385	7	0.0047

المصدر: مخرجات البرنامج الاحصائي Eviews.

يتضح من خلال الجدول رقم (21) أن قيمة احتمال إحصائية Chi-Sq تساوي 0.0047 وهي أقل من مستوى المعنوية 0.05 وبالتالي يتم رفض الفرضية الصفرية التي تنص على أن نموذج الآثار العشوائية هو الملائم، وقبول الفرضية البديلة أي أن نموذج الآثار الثابتة هو الملائم والأنسب لتقدير النموذج الثالث.

المبحث الثالث: اختبار الفرضيات ومناقشة النتائج

بعد اجراء الاختبارات المناسبة والوصول إلى أنسب نموذج لدراسة بيانات الدراسة لكل معادلة، سيتم من خلال هذا المبحث اختبار الفرضيات المطروحة سابقا والتي تتفرع بذاتها إلى فرضيات فرعية، بالإضافة إلى مناقشة النتائج التي سيتم التوصل إليها ومقارنتها مع نتائج الدراسات السابقة لها. حيث في المطلب الأول يتم اختبار الفرضية الأولى، وفي المطلب الثاني اختبار الفرضية الثانية، وفي المطلب الثالث اخبار الفرضية الثالثة أما المطلب الرابع سيخصص لمناقشة النتائج.

المطلب الأول: اختبار الفرضية الأولى

تنص الفرضية الرئيسية الأولى على: **وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لمؤشرات الهيكل المالي على الأداء المالي معبرا عنه بالعائد على الأصول للمؤسسات محل الدراسة،** وتتفرع إلى عدة فرضيات فرعية هي:

- **الفرضية الفرعية 1-1:** يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية للاستقلالية المالية على العائد على الأصول؛
- **الفرضية الفرعية 1-2:** وجود تأثير ذو دلالة إحصائية للمديونية الكلية على العائد على الأصول؛
- **الفرضية الفرعية 1-3:** وجود تأثير ذو دلالة إحصائية للديون طويلة الأجل على العائد على الأصول؛
- **الفرضية الفرعية 1-4:** وجود تأثير ذو دلالة إحصائية للحجم على العائد على الأصول؛
- **الفرضية الفرعية 1-5:** وجود تأثير ذو دلالة إحصائية للنمو على العائد على الأصول؛
- **الفرضية الفرعية 1-6:** وجود تأثير ذو دلالة إحصائية للسيولة على العائد على الأصول؛
- **الفرضية الفرعية 1-7:** وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لهيكل الأصول على العائد على الأصول.

للإجابة على هذه الفرضيات يتم الاعتماد على نتائج تقدير النموذج الأول حيث تم التوصل إلى أن نموذج الانحدار التجميعي هو الأنسب، ويلخص الجدول رقم (22) نتائج هذه المعادلة التي تضم العائد على الأصول ROA كمتغير مفسر للأداء المالي.

الجدول رقم (22): نتائج تقدير المعادلة الأولى

المتغيرات المفسرة		طريقة التقدير
		الانحدار التجميعي
Constant	القيمة	0.156151
	إحصائية t	1.749805
	معنوية t	0.0809
FI_{it}	القيمة	0.000319
	إحصائية t	0.743651
	معنوية t	0.4575
TD_{it}	القيمة	−0.001510
	إحصائية t	−0.319139
	معنوية t	0.7498
LD_{it}	القيمة	−0.150996
	إحصائية t	−3.814464
	معنوية t	0.0002
$SIZE_{it}$	القيمة	−0.011358
	إحصائية t	−1.262911
	معنوية t	0.2073
GRW_{it}	القيمة	0.032207
	إحصائية t	2.882277
	معنوية t	0.0042
LIQ_{it}	القيمة	0.016264
	إحصائية t	3.123042
	معنوية t	0.0019
$Tang_{it}$	القيمة	−0.072224
	إحصائية t	−2.342525
	معنوية t	0.0196
R2		0.146958
Adj. R2		0.132465
F		10.13963
معنوية F		0.000000
Durbin-Watson		1.701377
عدد المشاهدات		420

المصدر: مخرجات البرنامج الاحصائي Eviews.

- تشير النتائج إلى أن النموذج معنويا عند مستوى 1% وذلك بالرجوع إلى القيم الاحتمالية لإحصائية (F-statistic)، كما قُدر معامل التحديد ($Adj-R^2$) بـ 0.1324 أي أن المتغيرات المستقلة تفسر ما نسبته

13.24% من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع، ومنه **يتم قبول الفرضية الرئيسية الأولى** التي تنص بأن هناك تأثير ذو دلالة إحصائية لمؤشرات الهيكل المالي على الأداء المالي مقاسا بالعائد على الأصول للمؤسسات محل الدراسة.

- أظهرت النتائج وجود تأثير إيجابي لكن ليس ذو دلالة معنوية لمتغير الاستقلالية المالية على الأداء المالي مقاسا بالعائد على الأصول، وبالتالي **يتم رفض الفرضية الفرعية (1-1)** التي تنص على وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لمتغير الاستقلالية المالية على الأداء المالي مقاسا بالعائد على الأصول.
- أظهرت النتائج وجود تأثير سلبي ليس ذو دلالة إحصائية لمتغير إجمالي الديون على الأداء المالي مقاسا بالعائد على الأصول، وبالتالي **يتم رفض الفرضية الفرعية (1-2)** التي تنص على وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لمتغير إجمالي الديون على الأداء المالي مقاسا بالعائد على الأصول.
- تشير النتائج إلى وجود تأثير سلبي ذو دلالة إحصائية عند مستوى 1% لمتغير الديون طويلة الأجل على الأداء المالي مقاسا بالعائد على الأصول، حيث كلما ارتفعت نسبة الديون طويلة الأجل بـ 1% انخفض العائد على الأصول بنسبة 15.10%، وبالتالي **يتم قبول الفرضية الفرعية (1-3)** التي تنص على وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لمتغير الديون طويلة الأجل على الأداء المالي مقاسا بالعائد على الأصول.
- تشير النتائج إلى وجود تأثير سلبي ليس ذو دلالة إحصائية لمتغير الحجم على الأداء المالي مقاسا بالعائد على الأصول، وبالتالي **يتم رفض الفرضية الفرعية (1-4)** التي تنص بوجود تأثير ذو دلالة إحصائية لمتغير الحجم على الأداء المالي مقاسا بالعائد على الأصول.
- توضح النتائج وجود تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية عند مستوى 1% لمتغير النمو على الأداء المالي مقاسا بالعائد على الأصول حيث كلما ارتفعت نسبة نمو المبيعات بـ 1 % ارتفعت نسبة العائد على المبيعات بنسبة 3.22%، وبالتالي **يتم قبول الفرضية الفرعية (1-5)** التي تنص بوجود تأثير لمتغير النمو على الأداء المالي مقاسا بالعائد على الأصول.
- تبين النتائج وجود تأثير إيجابي وذو دلالة إحصائية عند مستوى 1% لمتغير السيولة على الأداء المالي مقاسا بالعائد على الأصول حيث كلما ارتفعت نسبة السيولة بـ 1% ارتفع العائد على الأصول بنسبة 1.63%، وبالتالي **يتم قبول الفرعية (1-6)** التي تنص على وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لمتغير السيولة على الأداء المالي مقاسا بالعائد على الأصول.
- تشير النتائج إلى وجود تأثير سلبي وذو دلالة إحصائية عند مستوى 5% لمتغير هيكل الأصول على الأداء المالي مقاسا بالعائد على الأصول حيث كلما ارتفعت نسبة الأصول الثابتة بـ 1% انخفض العائد على الأصول

بنسبة 7.22%، وبالتالي **يتم قبول الفرضية الفرعية (1-7)** التي تنص على وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لمتغير هيكل الأصول على الأداء المالي مقاسا بالعائد على الأصول.

المطلب الثاني: اختبار الفرضية الثانية

تنص الفرضية الرئيسية الثانية على: **وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لمؤشرات الهيكل المالي على الأداء المالي معبرا عنه بالعائد على حقوق الملكية للمؤسسات محل الدراسة**، وتتفرع إلى عدة فرضيات فرعية هي:

- **الفرضية الفرعية 1-1:** يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية للاستقلالية المالية على العائد على حقوق الملكية؛
- **الفرضية الفرعية 1-2:** وجود تأثير ذو دلالة إحصائية للمديونية الكلية على العائد على حقوق الملكية؛
- **الفرضية الفرعية 1-3:** وجود تأثير ذو دلالة إحصائية للديون طويلة الأجل على العائد على حقوق الملكية؛
- **الفرضية الفرعية 1-4:** وجود تأثير ذو دلالة إحصائية للحجم على العائد على حقوق الملكية؛
- **الفرضية الفرعية 1-5:** وجود تأثير ذو دلالة إحصائية للنمو على العائد على حقوق الملكية؛
- **الفرضية الفرعية 1-6:** وجود تأثير ذو دلالة إحصائية للسيولة على العائد على حقوق الملكية؛
- **الفرضية الفرعية 1-7:** وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لهيكل الأصول على العائد على حقوق الملكية.

يتم الاعتماد على نتائج التقدير الملخصة في الجدول رقم (23) لاختبار الفرضيات السابقة، حيث كان النموذج الملائم هو الانحدار التجميعي.

الجدول رقم (23): نتائج تقدير المعادلة الثانية

المتغيرات المفسرة		طريقة التقدير
		الانحدار التجميعي
Constant	القيمة	0.246323
	إحصائية t	0.753297
	معنوية t	0.4517
FI_{it}	القيمة	0.003749
	إحصائية t	2.383214
	معنوية t	0.0176
TD_{it}	القيمة	-0.005221
	إحصائية t	-0.301172
	معنوية t	0.7634
LD_{it}	القيمة	-0.336995
	إحصائية t	-2.323315
	معنوية t	0.0206
$SIZE_{it}$	القيمة	-0.336995
	إحصائية t	-0.980045
	معنوية t	0.3276
GRW_{it}	القيمة	0.092347
	إحصائية t	2.255411
	معنوية t	0.0246
LIQ_{it}	القيمة	0.034750
	إحصائية t	1.821079
	معنوية t	0.0693
$Tang_{it}$	القيمة	0.038114
	إحصائية t	0.337370
	معنوية t	0.7360
R2		0.057369
Adj. R2		0.041354
F		3.582106
معنوية F		0.000935
Durbin-Watson		1.947116
عدد المشاهدات		420

المصدر: من اعداد الباحثة اعتمادا على برنامج Eviews.

- يتبن من الجدول رقم (23) أن المعنوية الكلية للنموذج بلغت 0.0009 أي أن النموذج معنوي عند مستوى 1% وذلك بالرجوع إلى القيم الاحتمالية الإحصائية (F-statistic) كما قدر معامل التحديد بـ 0.0414 أي

أن المتغيرات المستقلة تفسر ما نسبته 4.14 % من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع، ومنه **يتم قبول الفرضية الرئيسية الثانية** التي تنص بأن هناك تأثير ذو دلالة إحصائية لمؤشرات الهيكل المالي على الأداء المالي مقاسا بالعائد على حقوق الملكية للمؤسسات محل الدراسة.

- تشير النتائج إلى وجود تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية عند مستوى 5 % لمتغير الاستقلالية المالية على الأداء المالي مقاسا بالعائد على حقوق الملكية، حيث أن أي زيادة بـ 1 % في متغير الاستقلالية المالية تؤدي إلى زيادة العائد على حقوق الملكية بنسبة 0.37 %، ومنه **يتم قبول الفرضية الفرعية (1-1)** التي تنص على وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لمتغير الاستقلالية المالية على الأداء المالي مقاسا بالعائد على حقوق الملكية.
- تشير النتائج إلى وجود تأثير سلبي لكن ليس ذو دلالة إحصائية لمتغير اجمالي الديون على الأداء المالي مقاسا بالعائد على حقوق الملكية، وبالتالي **يتم رفض الفرضية الفرعية (1-2)** التي تنص على وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لمتغير اجمالي الديون على الأداء المالي مقاسا بالعائد على حقوق الملكية.
- تشير النتائج إلى وجود تأثير سلبي ذو دلالة احصائية لمتغير الديون طويلة الأجل عند مستوى 5% على الأداء المالي مقاسا بالعائد على حقوق الملكية، أي أن أي زيادة بـ 1 % في نسبة الديون طويلة الأجل تؤدي إلى انخفاض العائد على حقوق الملكية بنسبة 33.7% ومنه **يتم قبول الفرضية الفرعية (1-3)** التي تنص على وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لمتغير الديون طويلة الأجل على الأداء المالي مقاسا بالعائد على حقوق الملكية.
- تشير النتائج إلى وجود تأثير سلبي لكن ليس ذو دلالة إحصائية لمتغير الحجم على الأداء المالي مقاسا بالعائد على حقوق الملكية، وبالتالي **يتم رفض الفرضية الفرعية (1-4)** التي تنص على وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لمتغير الحجم على الأداء المالي مقاسا بالعائد على حقوق الملكية.
- تشير النتائج إلى وجود تأثير ايجابي ذو دلالة احصائية عند مستوى 5% لمتغير النمو على الأداء المالي مقاسا بالعائد على حقوق الملكية، حيث أن ارتفاع نسبة النمو بـ 1 % تؤدي إلى ارتفاع العائد على حقوق الملكية بنسبة 9.23 % ومنه **يتم قبول الفرضية الفرعية (1-5)** التي تنص على وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لمتغير النمو على الأداء المالي مقاسا بالعائد على حقوق الملكية.
- تشير النتائج إلى وجود تأثير ايجابي ذو دلالة احصائية عند مستوى 10 % لمتغير السيولة على الأداء المالي مقاسا بالعائد على حقوق الملكية، أي أن كل زيادة بـ 1 % في نسبة السيولة تؤدي إلى ارتفاع العائد على حقوق الملكية بنسبة 3.48 % ومنه **يتم قبول الفرضية الفرعية (1-6)** التي تنص على وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لمتغير السيولة على الأداء المالي مقاسا بالعائد على حقوق الملكية.

- تشير النتائج إلى وجود تأثير ايجابي لكن ليس ذو دلالة إحصائية لمتغير هيكل الأصول على الأداء المالي مقاسا بالعائد على حقوق الملكية، وبالتالي **يتم رفض الفرضية الفرعية (1-7)** التي تنص على وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لمتغير هيكل الأصول على الأداء المالي مقاسا بالعائد على حقوق الملكية.

المطلب الثالث: اختبار الفرضية الثالثة

تنص الفرضية الرئيسية الثانية على: **وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لمؤشرات الهيكل المالي على الأداء المالي معبرا عنه بالعائد على المبيعات للمؤسسات محل الدراسة**، وتتفرع إلى عدة فرضيات فرعية هي:

- **الفرضية الفرعية 1-1:** يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية للاستقلالية المالية على العائد على المبيعات؛
- **الفرضية الفرعية 1-2:** وجود تأثير ذو دلالة إحصائية للمديونية الكلية على العائد على المبيعات؛
- **الفرضية الفرعية 1-3:** وجود تأثير ذو دلالة إحصائية للديون طويلة الأجل على العائد على المبيعات؛
- **الفرضية الفرعية 1-4:** وجود تأثير ذو دلالة إحصائية للحجم على العائد على المبيعات؛
- **الفرضية الفرعية 1-5:** وجود تأثير ذو دلالة إحصائية للنمو على العائد على المبيعات؛
- **الفرضية الفرعية 1-6:** وجود تأثير ذو دلالة إحصائية للسيولة على العائد على المبيعات؛
- **الفرضية الفرعية 1-7:** وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لهيكل الأصول على العائد على المبيعات.

بعدما أظهرت نتائج المفاضلة بين النماذج أن نموذج الآثار الثابتة هو الملائم للدارسة، يتم إعادة تلخيص النتائج في الجدول الموالي من أجل اختبار الفرضيات المطروحة.

الجدول رقم (24): نتائج تقدير المعادلة الثالثة

المتغيرات المفسرة		طريقة التقدير
		نموذج الآثار الثابتة
Constant	القيمة	0.991124
	إحصائية t	2.269101
	معنوية t	0.0238
FI_{it}	القيمة	0.004978
	إحصائية t	4.192144
	معنوية t	0.0000
TD_{it}	القيمة	−0.006416
	إحصائية t	−0.548174
	معنوية t	0.5839
LD_{it}	القيمة	−0.023546
	إحصائية t	−0.165640
	معنوية t	0.8685
$SIZE_{it}$	القيمة	−0.067643
	إحصائية t	−1.485596
	معنوية t	0.1382
GRW_{it}	القيمة	−0.019523
	إحصائية t	−0.679762
	معنوية t	0.4971
LIQ_{it}	القيمة	−0.083405
	إحصائية t	−4.449371
	معنوية t	0.0000
$Tang_{it}$	القيمة	−0.501055
	إحصائية t	−4.449171
	معنوية t	0.0000
R2		0.426206
Adj. R2		0.351968
F		5.741111
معنوية F		0.000000
Durbin-Watson		1.673196
عدد المشاهدات		420

المصدر: مخرجات برنامج Eviews.

- تشير نتائج التقدير إلى أن النموذج معنوي عند مستوى 1 %، أما معامل التحديد فقد بلغ 0.3520 أي أن المتغيرات المستقلة للنموذج تفسر ما نسبته 35.2% من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع المتمثل في

العائد على المبيعات. وبالتالي **يتم قبول الفرضية الرئيسية الثالثة** التي تنص على وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لمؤشرات الهيكل المالي على الأداء المالي مقاسا بالعائد على المبيعات في المؤسسات محل الدراسة.

- تظهر النتائج وجود تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية عند مستوى 1 % لمتغير الاستقلالية المالية على الأداء المالي مقاسا بالعائد على المبيعات، حيث أن أي زيادة بـ 1 % في متغير الاستقلالية المالية تؤدي إلى زيادة العائد على المبيعات بنسبة 0.50 %، ومنه **يتم قبول الفرضية الفرعية (1-1)** التي تنص على وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لمتغير الاستقلالية المالية على الأداء المالي مقاسا بالعائد على المبيعات.
- تشير النتائج إلى وجود تأثير سلبي لكن ليس ذو دلالة إحصائية لمتغير اجمالي الديون على الأداء المالي مقاسا بالعائد على المبيعات، وبالتالي **يتم رفض الفرضية الفرعية (1-2)** التي تنص على وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لمتغير اجمالي الديون على الأداء المالي مقاسا بالعائد على المبيعات.
- تشير النتائج إلى وجود تأثير سلبي ليس ذو دلالة احصائية لمتغير الديون طويلة الأجل على العائد على المبيعات، ومنه **يتم رفض الفرضية الفرعية (1-3)** التي تنص على وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لمتغير الديون طويلة الأجل على الأداء المالي مقاسا بالعائد على المبيعات.
- تشير النتائج إلى وجود تأثير سلبي لكن ليس ذو دلالة إحصائية لمتغير الحجم على العائد على المبيعات، وبالتالي **يتم رفض الفرضية الفرعية (1-4)** التي تنص على وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لمتغير الحجم على الأداء المالي مقاسا بالعائد على المبيعات.
- تشير النتائج إلى وجود تأثير سلبي ليس ذو دلالة احصائية لمتغير النمو على العائد على المبيعات، ومنه **يتم رفض الفرضية الفرعية (1-5)** التي تنص على وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لمتغير النمو على الأداء المالي مقاسا بالعائد على المبيعات.
- تشير النتائج إلى وجود تأثير سلبي ذو دلالة احصائية عند مستوى 1 % لمتغير السيولة على الأداء المالي مقاسا بالعائد على المبيعات، أي أن كل زيادة بـ 1 % في نسبة السيولة تؤدي إلى انخفاض العائد على المبيعات بنسبة 8.34 % ومنه **يتم قبول الفرضية الفرعية (1-6)** التي تنص على وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لمتغير السيولة على الأداء المالي مقاسا بالعائد على المبيعات.
- تشير النتائج إلى وجود تأثير سلبي ذو دلالة إحصائية لمتغير هيكل الأصول على الأداء المالي مقاسا بالعائد على المبيعات، وبالتالي **يتم قبول الفرضية الفرعية (1-7)** التي تنص على وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لمتغير هيكل الأصول على الأداء المالي مقاسا بالعائد على المبيعات.

المطلب الرابع: مناقشة النتائج

أظهرت النتائج أن نموذج الانحدار التجميعي هو أنسب نموذج لبيانات الدراسة الحالية وهذا بالنسبة للمعادلة الأولى (الأداء المالي مقاساً بالعائد على الأصول) وكذا المعادلة الثانية (الأداء المالي مقاساً بالعائد على حقوق الملكية)، بينما كان نموذج الآثار الثابتة النموذج الأفضل بالنسبة للمعادلة الثالثة للدراسة (الأداء المالي مقاساً بالعائد على المبيعات).

كما أسفرت نتائج الدراسة أن المتغيرات المستقلة تفسّر ما نسبته 13.21 % من التغير الحاصل في الأداء المالي مقاساً بالعائد على الأصول، 36.37 % من التغير الحاصل في العائد على المبيعات و4.16 % فقط من التغير الحاصل في العائد على حقوق الملكية. ومن خلال نتائج تقدير هذه النماذج الثلاثة تم التوصل إلى ما يلي:

- ✓ متغير الاستقلالية المالية له تأثير إيجابي (ولو كان طفيفاً) على الأداء المالي مقاسا بكل من العائد على حقوق الملكية ROE والعائد على المبيعات ROS، بحيث كلما ارتفعت نسبة الأموال الخاصة بوحدة واحدة كلما ارتفعت نسبة العائد على حقوق الملكية والعائد على المبيعات بحوالي 0.004 و0.005 على التوالي، في حين كان أثر الاستقلالية المالية على العائد على الأصول ROA كمقياس للأداء المالي موجباً لكن غير دال احصائياً.

تتفق هذه النتيجة مع نتائج دراسة Joseph Muchiri Mwangi (2016) التي توصلت إلى وجود علاقة طردية بين الاستقلالية المالية والعائد على المبيعات، ويمكن تفسير العلاقة الطردية بين الأداء المالي (العائد على حقوق الملكية والعائد على المبيعات) ونسبة الأموال الخاصة بأن زيادة هذه الأخيرة في الهيكل المالي قد يعكس الاستقرار المالي للمؤسسات والمرونة في اتخاذ القرارات بالإضافة إلى تقليل المخاطر المالية خاصة منها مخاطر عدم القدرة على سداد الديون، كل هذا يتجلى بشكل إيجابي على عوائد المساهمين. تتعارض هذه النتيجة مع نظرية التبادل ونظرية الإشارة لكنها تتوافق مع نتائج نظرية الالتقاط التدريجي (ترتيب مصادر التمويل) التي ترى بأنه على المؤسسات الاعتماد على التمويل الداخلي أولاً ثم الاتجاه نحو الاستدانة وأخيرا إلى اصدار الأسهم.

- ✓ الاستدانة الكلية لم يكن لها أي تأثير معنوي على مؤشرات الأداء المالي الثلاثة (ROA، ROE وROS)، أي أن التغيرات التي تحصل في نسبة إجمالي الديون لا تُعبر عن التغيرات التي تحدث في الأداء المالي بجميع مقاييسه وبما أن الديون طويلة الأجل كان لها أثراً معنوياً على الأداء المالي كما تم الإشارة إليه في اختبار الفرضيات، فقد يرجع سبب هذه النتيجة إلى الديون قصيرة الأجل، تتفق هذه النتيجة مع نتائج دراسة Ibrahim el-sayed Ebaid (2009) ودراسة Khanam Farida et al (2014) الذين توصلوا إلى عدم وجود أثر معنوي للاستدانة الكلية على كل من العائد على المبيعات ROS والعائد على حقوق الملكية ROE مع وجود أثر

سالب معنوي على العائد على الأصول، كما تختلف مع نتائج بعض الدراسات التي توصلت إلى وجود أثر موجب ذو دلالة احصائية لنسبة الاستدانة الكلية على الأداء المالي بجميع مقاييسه مثل دراسة الكبيسي عبد الستار والقضاة مصطفى (2015) ودراسة(2013) Nirajini A & Priya K.B .

- ✓ الديون طويلة الأجل لها تأثير سلبي ذو دلالة احصائية على الأداء المالي مقاسا بمعدل العائد على الأصول ROA ومعدل العائد على حقوق الملكية ROE ، أي وجود علاقة عكسية بحيث كلما ارتفعت نسبة الديون طويلة الأجل بوحدة واحدة كلما انخفضت نسبة العائد على الأصول ونسبة العائد على حقوق الملكية بـ 0.15 و0.33 تواليا، ما يعني أن المؤسسات محل الدراسة لم تتمكن من الاستفادة من الوفورات الضريبية التي يتميز بها التمويل بالاستدانة، يمكن تفسير ذلك بأن التكاليف الخاصة بالأموال المقترضة (معدلات الفائدة وتكاليف الإفلاس) فاقت مزاياها الجبائية، وبالتالي فإن زيادة نسبة الديون طويلة الأجل في الهيكل المالي سيؤدي إلى زيادة المخاطر المالية جرّاء ارتفاع أعباء الديون وعدم قدرة المؤسسات على تحملها.

تتوافق هذه النتيجة كذلك مع نظرية ترتيب مصادر التمويل ومع نتائج دراسة كل من حمادة أمينة (2018) ودراسة (2014) Khanam Farida et al الذين توصلوا إلى وجود علاقة عكسية بين الأداء المالي بكل مقاييسه ونسبة الديون طويلة الأجل، بالإضافة إلى دراسة Joseph Muchiri Mwangi (2016) الذي توصل إلى وجود علاقة عكسية بين الديون طويلة الأجل والعائد على الأصول. في حين تتعارض هذه النتيجة مع الطرح النظري الذي يرى بأن استخدام الديون في الهيكل المالي يؤدي إلى انخفاض تكلفة التمويل وتحقيق وفورات ضريبية تعود بالإيجاب على قيمتها وأداءها المالي كالنظرية التقليدية ونظرية الموازنة، كما تتعارض مع نتائج دراسة Nirajini A & Priya K.B (2013) اللذان توصلا إلى وجود أثر موجب ذو دلالة إحصائية لمعدل الديون طويلة الأجل على كل مقاييس الأداء المالي، ودراسة كل من Joseph Muchiri Mwangi (2016) و(2009) Ibrahim el-sayed Ebaid الذين توصلوا إلى عدم وجود أثر بين المديونية طويلة الأجل ومعدل العائد على الأصول ROA ومعدل العائد على حقوق الملكية ROE. كما بينت النتائج أنه لم يكن لمعدل المديونية طويلة الأجل أي أثر ذو دلالة إحصائية على الأداء المالي مقاساً بمعدل العائد على المبيعات ROS وهذه النتيجة تتماشى مع نتيجة Ibrahim el-sayed Ebaid (2009).

- ✓ عدم وجود أي أثر معنوي لمتغير الحجم على الأداء المالي مقاساً بكل من العائد على الأصول، العائد على حقوق الملكية والعائد على المبيعات، مما يدل على عدم قدرة المؤسسات محل الدراسة على خلق عوائد من خلال التوسع في الأصول (باعتبارها مقياساً للحجم في الدراسة الحالية). تتفق هذه الدراسة مع نتائج العديد من الدراسات Narendar V.Rao et al (2007)، Ibrahim el-sayed Ebaid (2009)، Panagiotis Liargovas and Konstantinos Skandalis (2010)، يمينة مسراتي & عبد الوهاب رميدي (2019)، الكبيسي عبد الستار & القضاة مصطفى (2015)، لكنها تختلف مع نظرية الموازنة ونظرية الإشارة التي ترى بأنه كلما

زاد حجم المؤسسة كلما تنوعت أنشطتها وقلّ احتمال افلاسها وأن هاته الأصول تعتبر كضمانات مما يُؤدي إلى سهولة حصولها على القروض والاستفادة من مزاياها الضريبية مقارنة مع المؤسسات صغيرة الحجم، كما تختلف مع نتائج بعض الدراسات التي بينت وجود أثر معنوي موجب لحجم المؤسسة على الأداء المالي منها: دراسة حمادة أمينة (2018)، Sumit K Majumdar & Pradeep Chhibber (1999).

- ✓ معدل النمو له أثر موجب ذو دلالة احصائية على الأداء المالي مقاسا بالعائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية، حيث كلما ارتفع معدل نمو المبيعات بوحدة واحدة ارتفع معدل العائد على الأصول ومعدل العائد على حقوق الملكية بـ 0.032 و0.092 على التوالي، يمكن تفسير هذه النتيجة بأن نمو المبيعات في المؤسسات محل الدراسة يؤدي إلى زيادة إيراداتها وبالتالي زيادة أرباحها، كما يمكّنها من تحسين الكفاءة التشغيلية من خلال تخفيض التكاليف خاصة الثابتة منها، كما يؤدي إلى تعزيز مكانتها في السوق من خلال زيادة حصتها السوقية وقدرتها التنافسية وزيادة ثقة المستثمرين فيها، كل هذا ينعكس على الأداء المالي بالإيجاب.

تتفق هذه النتيجة مع نتائج دراسة الكبيسي عبد الستار & القضاة مصطفى (2015) التي توصلت إلى وجود علاقة طردية بين معدل النمو والأداء المالي بمقياسيه، ودراسة حمادة أمينة (2018) التي توصلت إلى وجود علاقة طردية بين معدل النمو ومعدل العائد على الأصول. وتتعارض مع نتائج بعض الدراسات التي أظهرت عدم وجود أثر معنوي لمعدل النمو على العائد على الأصول Sumit K Majumdar & Pradeep Chhibber (1999).

- ✓ وجود أثر معنوي موجب للسيولة على الأداء المالي مقاسا بالعائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية، حيث إذا ارتفعت نسبة التداول بوحدة واحد ارتفع معها معدل العائد على الأصول ومعدل العائد على حقوق الملكية بـ 0.016 و0.034 على التوالي، يتم تفسير هذه النتيجة بأن وجود السيولة عند المؤسسات محل الدراسة يمكنها من تغطية التزاماتها قصيرة الأجل ومواجهة الظروف الطارئة دون اللجوء إلى الاقتراض بتكلفة عالية أو بيع بعض أصولها، كما يمكنها من استغلال الفرص الاستثمارية المربحة عند توفرها بالإضافة إلى تعزيز موقفها أمام العملاء والموردين وما يترتب على ذلك من تيسير شروط الدفع والحصول على خصومات نقدية... الخ، كل هذا يُؤدي إلى تحسين مستوى أداءها المالي.

تتفق هذه النتيجة مع دراسة حمادة أمينة (2019) ودراسة الكبيسي عبد الستار & القضاة مصطفى (2015)، وتتعارض مع دراسة Panagiotis Liargovas and Konstantinos Skandalis (2010) التي توصلت إلى وجود علاقة عكسية بين نسبة التداول والأداء المالي بمقياسيه العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية بالإضافة إلى دراسةSumit K Majumdar & Pradeep Chhibber ودراسة Narendar V.Rao et al (2007) التي توصلت إلى عدم وجود أثر معنوي بين نسبة التداول والأداء المالي.

في حين توصلت الدراسة إلى وجود أثر سالب ذو دلالة احصائية للسيولة على الأداء المالي مقاسا بالعائد على المبيعات، أي وجود علاقة عكسية بحيث كلما ارتفعت نسبة السيولة بوحدة واحدة ينخفض معدل العائد على المبيعات، يمكن تفسير هذه النتيجة بأن وجود سيولة داخل المؤسسة قد يرجع إلى كمية المخزون المتراكم والذي قد يخلق تكاليف تخزين إضافية عِوض بيعه، كما يمكن أن يرجع إلى ارتفاع حسابات الزبائن جراء عدم تحصيل ديونها مما يؤدي إلى انخفاض تدفقاتها النقدية وبالتالي يؤثر على العائد على المبيعات.

- ✓ بالنسبة لهيكل الأصول، توصلت الدراسة إلى وجود أثر سالب ذو دلالة إحصائية لهذا المتغير على الأداء المالي مقاساً بالعائد على الأصول والعائد على المبيعات، حيث ينخفض هاذين الأخيرين بـ 0.07 و0.50 على التوالي كلما ارتفعت نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول، تعكس هذه النتيجة سوء استخدام المؤسسات محل الدراسة لأصولها الثابتة واستخدامها بطريقة غير كفؤة ما أدى إلى انخفاض انتاجيتها وبالتالي تفوّق تكاليفها على الإيرادات المرجوة منها مما ينعكس سلباً على العائد على الأصول والعائد على المبيعات. تتوافق هذه النتيجة مع نتائج دراسة كل من Narendar V.Rao et al (2007)، Panagiotis Liargovas and Konstantinos Skandalis (2010) و حمادة أمينة (2018)، الذين توصلوا إلى وجود علاقة سلبية بين هيكل الأصول والعائد على المبيعات، كما تتعارض مع نتائج Sumit K & Majumdar 1997 اللذان أكدا عدم وجود أثر معنوي بين المتغيرين.

خلاصة:

من خلال هذا الفصل تم عرض الدراسة التطبيقية لموضوع أثر الهيكل المالي على تسيير المؤسسات الاقتصادية والتي تمت على عينة عشوائية من المؤسسات الجزائرية ذات الأسهم ببيانات سنوية ممتدة على الفترة 2011-2020، حيث تم استخدام ثلاث مؤشرات لقياس المتغير المستقل والمتمثل في الهيكل المالي وهي: الاستقلالية المالية، المديونية طويلة الأجل والمديونية الاجمالية، أما المتغير التابع والمتمثل في الأداء المالي فقد تم قياسه بالمؤشرات المحاسبية التالية: العائد على المبيعات، العائد على حقوق الملكية والعائد على المبيعات، إضافةً إلى هذه المتغيرات فقد تم اختبار أثر بعض المتغيرات الضابطة التي شملت بعض العوامل الخاصة بالمؤسسة وهي: حجم المؤسسة، معدل النمو، السيولة وهيكل الأصول.

باستخدام بيانات العينة المقدرة بـ 42 مؤسسة وبعد عرض منهجية الدراسة تم القيام بدراسة قياسية اعتماداً على طريقة السلاسل الزمنية المقطعية بدءً بالإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة، فاختبار الاستقرارية للسلاسل الزمنية ثم تقدير النماذج والمفاضلة بينها، حيث تبين أن النموذج التجميعي هو الأنسب لبيانات الدراسة بالنسبة للمعادلة الأولى والثانية (الأداء المالي مقاساً بالعائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية) وأن نموذج الآثار الثابتة هو الأفضل بالنسبة للمعادلة الثالثة أين كان الأداء المالي مقاساً بالعائد على المبيعات.

أظهرت نتائج التقدير أن المتغيرات المستقلة تُفسر ما نسبته 13.21 %، 4.16 % و36.37 % من التغير الحاصل في الأداء المالي مقاساً بـ: العائد على الأصول، العائد على حقوق الملكية والعائد على المبيعات على التوالي. كما أثبتت النتائج أن هيكل تمويل المؤسسات الجزائرية محل الدراسة يؤثر في مؤشرات أداءها المالي تارة بالإيجاب وتارة بالسلب، حيث اتفقت النتائج مع بعض الدراسات السابقة وتعارضت مع بعضها. ليتم في الأخير تأكيد صحة كل فرضيات الدراسة المطروحة سابقاً.

الخـــــــــــــاتمة

الخاتمة:

لطالما حظي قرار تشكيل الهيكل المالي بأهمية بالغة في أدبيات الإدارة المالية، لما لهذا القرار من تأثير على باقي القرارات المالية داخل المؤسسة الاقتصادية، حيث أنه ليس مجرد مسألة توازن بين مختلف مصادر التمويل التي اعتمدت عليها هذه الأخيرة سواء أموال خاصة أو ديون بل يُعتبر عنصر حاسم في رسم مستقبل المؤسسة وتحديد قدرتها على القيام بعملياتها والوفاء بالتزاماتها وتعظيم ربحيتها وبالتالي تحقيق أداء مالي جيد يضمن لها البقاء والاستمرار في ظروف اقتصادية متغيرة.

وفي ظل الآراء المتضاربة والنتائج المختلفة حول تأثير هيكل تمويل المؤسسات الاقتصادية على أداءها المالي، جاءت هذه الدراسة لمعالجة إشكالية أثر الهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية، وذلك بالتطبيق على بيانات 42 مؤسسة جزائرية ذات أسهم خلال الفترة 2011–2020، لإجراء الدراسة القياسية باستخدام طريقة السلاسل الزمنية المقطعية. وبالاعتماد على الدراسات السابقة تم قياس المتغير التابع للدراسة ألا وهو الأداء المالي بمؤشرات الربحية (العائد على الأصول، العائد على حقوق الملكية والعائد على المبيعات) وكذا المتغير المستقل المتمثل في الهيكل المالي بثلاث مؤشرات (الاستقلالية المالية، معدل المديونية الاجمالية ومعدل المديونية طويلة الأجل) بالإضافة إلى مجموعة من المتغيرات المفسرة الأخرى (حجم المؤسسة، معدل النمو، معدل السيولة وهيكل الأصول) كمتغيرات مفسرة أخرى.

من أجل الإجابة على الإشكالية المطروحة تمت معالجة جوانب الموضوع من خلال ثلاثة فصول نظرية وفصل تطبيقي، في الفصل الأول تم عرض الإطار النظري لهيكل تمويل المؤسسة الاقتصادية، وأهم النظريات المالية المفسرة له من خلال الفصل الثاني، ثم استعراض المفاهيم الأساسية حول الأداء المالي في الفصل الثالث، أما الفصل الرابع فقد خُصص لتقديم الدراسة التطبيقية للدراسة واختبار الفرضيات ومناقشة النتائج.

تم بناء نموذج قياسي لكل متغير تابع على حدا وبعد اجراء الاختبارات اللازمة لمعرفة طبيعة التأثير بين الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية وأداءها المالي تم اختبار الفرضيات المطروحة سابقاَ والمبينة في الجدول الموالي:

الجدول رقم (25): اختبار فرضيات الدراسة

رقم الفرضية	الفرضية	الحكم على الفرضية
الفرضية الرئيسية الأولى	**يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لمؤشرات الهيكل المالي على الأداء المالي معبرا عنه بالعائد على الأصول للمؤسسات محل الدراسة.**	**مقبولة**
الفرضية الفرعية 1-1	وجود تأثير ذو دلالة إحصائية للاستقلالية المالية على العائد على الأصول	مرفوضة
الفرضية الفرعية 1-2	وجود تأثير ذو دلالة إحصائية للمديونية الكلية على العائد على الأصول	مرفوضة
الفرضية الفرعية 1-3	وجود تأثير ذو دلالة إحصائية للديون طويلة الأجل على العائد على الأصول	مقبولة
الفرضية الفرعية 1-4	وجود تأثير ذو دلالة إحصائية للحجم على العائد على الأصول	مرفوضة
الفرضية الفرعية 1-5	وجود تأثير ذو دلالة إحصائية للنمو على العائد على الأصول	مقبولة
الفرضية الفرعية 1-6	وجود تأثير ذو دلالة إحصائية للسيولة على العائد على الأصول	مقبولة
الفرضية الفرعية 1-7	وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لهيكل الأصول على العائد على الأصول	مقبولة
الفرضية الرئيسية الثانية	**يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لمؤشرات الهيكل المالي على الأداء المالي معبرا عنه بالعائد على حقوق الملكية للمؤسسات محل الدراسة.**	**مقبولة**
الفرضية الفرعية 2-1	وجود تأثير ذو دلالة إحصائية للاستقلالية المالية على العائد على حقوق الملكية	مقبولة
الفرضية الفرعية 2-2	وجود تأثير ذو دلالة إحصائية للمديونية الكلية على العائد على حقوق الملكية	مرفوضة
الفرضية الفرعية 2-3	وجود تأثير ذو دلالة إحصائية للديون طويلة الأجل على العائد على حقوق الملكية	مقبولة
الفرضية الفرعية 2-4	وجود تأثير ذو دلالة إحصائية للحجم على العائد على حقوق الملكية	مرفوضة
الفرضية الفرعية 2-5	وجود تأثير ذو دلالة إحصائية للنمو على العائد على حقوق الملكية	مقبولة
الفرضية الفرعية 2-6	وجود تأثير ذو دلالة إحصائية للسيولة على العائد على حقوق الملكية	مقبولة
الفرضية الفرعية 2-7	وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لهيكل الأصول على العائد على حقوق الملكية	مرفوضة
الفرضية الرئيسية الثالثة	**يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لمؤشرات الهيكل المالي على الأداء المالي معبرا عنه بالعائد على المبيعات للمؤسسات محل الدراسة.**	**مقبولة**
الفرضية الفرعية 3-1	وجود تأثير ذو دلالة إحصائية للاستقلالية المالية على العائد على المبيعات	مقبولة
الفرضية الفرعية 3-2	وجود تأثير ذو دلالة إحصائية للمديونية الكلية على العائد على المبيعات	مرفوضة
الفرضية الفرعية 3-3	وجود تأثير ذو دلالة إحصائية للديون طويلة الأجل على العائد على المبيعات	مرفوضة
الفرضية الفرعية 3-4	وجود تأثير ذو دلالة إحصائية للحجم على العائد على المبيعات	مرفوضة
الفرضية الفرعية 3-5	وجود تأثير ذو دلالة إحصائية للنمو على العائد على المبيعات	مرفوضة
الفرضية الفرعية 3-6	وجود تأثير ذو دلالة إحصائية للسيولة على العائد على المبيعات	مقبولة
الفرضية الفرعية 3-7	وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لهيكل الأصول على العائد على المبيعات	مقبولة

المصدر: من اعداد الباحثة اعتمادا على نتائج الدراسة

➢ **نتائج الدراسة:**

أسفرت الدراسة إلى جملة من النتائج سواء من الجانب النظري أو الجانب التطبيقي للدراسة يمكن تلخيصها في النقاط التالية:

- بالنسبة للجانب النظري:

✓ يُقصد بالهيكل المالي تشكيلة الأموال التي تستخدمها المؤسسة لتمويل نشاطها الاستغلالي والاستثماري سواء كانت هذه الأموال من مصادر داخلية أو مصادر خارجية، وسواء كانت طويلة أو قصيرة الأجل فهو بذلك يُمثل الجانب الأيسر من الميزانية المالية للمؤسسة الاقتصادية؛

✓ يختلف الهيكل المالي عن هيكل رأس المال، هذا الأخير الذي يتشكل من كل الأموال ذات الأجل الطويل التي تحوزها المؤسسة، أي الجانب الأعلى من الخصوم في الميزانية المالية، وبالتالي فإن هيكل رأس المال هو جزء من الهيكل المالي؛

✓ تتوفر أمام المؤسسات الاقتصادية جملة من البدائل التمويلية تنحصر أساسا في أموال الملكية وأموال الاستدانة حيث تسعى المؤسسات إلى المفاضلة بينها واختيار النسبة المناسبة من كل مصدر تمويلي في ظل عدة اعتبارات أهمها الموازنة بين العائد والمخاطرة، حتى تتوصل في النهاية إلى ما يُعرف بالهيكل المالي الأمثل الذي تكون عنده تكلفة مصادر التمويل في حدها الأدنى وقيمة المؤسسة في أقصى قيمة لها؛

✓ تضاربت الآراء حول وجود الهيكل المالي الأمثل من عدمه، حيث ظهرت نظريات مالية عديدة منها المؤيدة لفكرة إمكانية تحقيقه مثل مدخل صافي الربح، المدخل التقليدي، نظرية MM 1963 ونظرية الموازنة، ونظريات أخرى معارضة لفكرة وجود هيكل مالي أمثل مثل نظرية صافي ربح العمليات ونظرية MM 1958، أما نظرية التسلسل الهرمي التي قدمت سُلماً تتبعه المؤسسة عند اختيارها للبدائل التمويلية أين تكون الأولوية للتمويل الداخلي؛

✓ تتأثر عملية تشكيل الهيكل المالي داخل أي مؤسسة اقتصادية بعدة عوامل تنقسم إلى عوامل كمية كحجم المؤسسة، عمرها، فرص النمو المتاحة أمامها، ربحيتها، مستوى السيولة وهيكل أصولها، وأخرى نوعية كمخاطر التشغيل وقطاع النشاط، الوفورات الضريبية للاقتراض والوفورات الضريبية البديلة، سعر الفائدة وتمركز الملكية؛

✓ يُمثل الأداء بصفة عامة الهدف من العملية التسييرية داخل أي مؤسسة اقتصادية، ويعكس كفاءة وفعالية هذه الأخيرة في استغلال مواردها المادية والمالية والبشرية؛

- ✓ يُعد الأداء المالي أحد مقاييس الأداء في المؤسسة الاقتصادية، حيث يُعبر عن الوضعية المالية لها وعن مدى قدرتها على الاستغلال الأمثل لمواردها المالية لتحقيق الأهداف المنشودة بأقل تكلفة ممكنة في ظل العديد من العوامل المؤثرة منها الداخلية كالهيكل التنظيمي والتكنولوجيا وحجم المؤسسة، ومنها الخارجية كتأثير السوق وشدة المنافسة والأوضاع الاقتصادية السياسية والثقافية السائدة؛
- ✓ يعرف تقييم الأداء المالي على أنه تقديم حكم حول تسيير الموارد المادية والمالية للمؤسسة، وتتم هذه العملية اعتمادا على مؤشرات عديدة كالتحليل المالي بواسطة النسب المالية، المؤشرات السوقية وكذا المؤشرات المبنية على القيمة؛

- بالنسبة للجانب التطبيقي:

- ✓ بلغ متوسط اجمالي الديون في هيكل تمويل المؤسسات محل الدراسة 47.8 % أي أن هذه الأخير تعتمد بشكل كبير على التمويل الخارجي؛
- ✓ نموذج الآثار العشوائية هو أفضل نموذج لتمثيل بيانات الدراسة الحالية بالنسبة للنموذج الأول والثاني أين كان الأداء المالي مقاساً بالعائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية، أما بالنسبة للنموذج الثالث حيث كان الأداء المالي مقاساً بالعائد على المبيعات فقد كان نموذج الآثار الثابتة هو الأفضل؛
- ✓ تُفسر المتغيرات المستقلة للدراسة 13.21 % من التغير الذي يحدث في العائد على الأصول، و36.37% من التغير الحاصل في العائد على المبيعات و4.16 % من التغيرات في العائد على حقوق الملكية؛
- ✓ وجود أثر موجب للاستقلالية المالية على الأداء المالي مقاساً بالعائد على حقوق الملكية والعائد على المبيعات، أي أن زيادة الأموال الخاصة في الهيكل المالي تؤدي إلى زيادة مستوى الأداء المالي وهذا ما يتوافق مع نظرية ترتيب مصادر التمويل؛
- ✓ وجود أثر سلبي للديون طويلة الأجل على الأداء المالي مقاساً بالعائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية، أي زيادة الديون طويلة الأجل في الهيكل المالي يؤدي إلى انخفاض مستوى الأداء المالي، الأمر الذي يشير إلى عدم استفادة المؤسسات محل الدراسة من المزايا الضريبية لاستخدام هذه الديون؛
- ✓ عدم وجود أي أثر ذو دلالة إحصائية لمتغير الاستدانة الكلية على الأداء المالي بجميع مقاييسه، وهذا يعني أنه بعد ادخال الديون قصيرة الأجل يُلغى أثر الرفع السالب للديون طويلة الأجل؛
- ✓ عدم وجود أي أثر لمتغير الحجم على الأداء المالي مقاساً بالمؤشرات الثلاثة، مما يدل على عدم قدرة المؤسسات محل الدراسة على خلق عوائد من خلال التوسع في الأصول وهذا ما يتعارض مع نظرية الموازنة والاشارة؛
- ✓ وجود أثر موجب لمعدل النمو على الأداء المالي مقاسا بالعائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية، أي أن نمو المبيعات الذي يُؤدي إلى زيادة الأرباح من شأنه أن ينعكس إيجابيا على الأداء المالي

للمؤسسات محل الدراسة من خلال تحسين الكفاءة التشغيلية وزيادة حصتها السوقية وتعزيز قدرتها التنافسية؛

- ✓ وجود أثر موجب لمعدل السيولة على الأداء المالي مقاسا بالعائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية وهذا ما يمكن ترجيحه إلى أن توفر السيولة في المؤسسة يمكّنها من مواجهة التزاماتها الطارئة وكذا استغلال الفرص الاستثمارية ان وجدت، في حين تؤثر السيولة تأثيراً سلبياً على العائد على المبيعات وهذا قد يرجع إلى أن المعدل المرتفع للسيولة سببه تراكم المخزون الذي يؤدي إلى خلق تكاليف تخزين إضافية أو إلى ارتفاع حسابات الزبائن المدينة ما يؤثر على العائد على المبيعات بالسلب؛
- ✓ وجود أثر سلبي لهيكل الأصول على الأداء المالي مقاساً بالعائد على الأصول والعائد على المبيعات ما يدُل على عدم كفاءة المؤسسات محل الدراسة في استغلال أصولها الثابتة.

ومن خلال هذه النتائج واختبار الفرضيات يُمكن الإجابة على اشكالية الدراسة بأن الهيكل المالي يؤثر على الأداء المالي للمؤسسات الجزائرية خلال الفترة 2011-2020.

- **التوصيات:**

من خلال الاستنتاجات السابقة تقترح الدراسة مجموعة من التوصيات يتم تلخيصها في النقاط التالية:

- يجب على المؤسسات محل الدراسة الأخذ في الحسبان الأثر السلبي لمعدل الديون طويلة الأجل عند تشكيلها للهيكل المالي، وذلك بتخفيف نسبتها داخل الهيكل المالي؛
- العمل على دراسة معدل الفائدة بصفة مستمرة لتحديد نسبة المديونية الملائمة التي تحقق مزايا ضريبية تفوق تكاليف الاستدانة؛
- زيادة الاهتمام بمصادر التمويل الداخلي، نظراً للأثر الإيجابي للأموال الخاصة على الأداء المالي وما تحققه من استقلالية مالية وسلطة في اتخاذ القرار؛
- على المؤسسات محل الدراسة إعادة النظر في تركيبة أصولها الثابتة ومحاولة الاستفادة منها لتحسين أداءها المالي من خلال تجديد هذه الأصول وتطويرها لمواكبة التطورات التكنولوجية؛
- تطوير سوق الأوراق المالية الجزائرية ووضع شروط مناسبة لتشجيع المؤسسات للانخراط فيها، الأمر الذي سيساهم في تقديم بدائل تمويلية للاستدانة (السندات) بدلا من القروض البنكية التي عادة ما تكون أسعار الفائدة فيها مرتفعة في ظل احتكار البنوك مجال التمويل وضعف المنافسة في القطاع البنكي؛
- ضرورة الاهتمام والتوجه نحو نظام التمويل الإسلامي لما يوفره من صيغ تمويلية عديدة منخفضة المخاطر مقارنة بالقروض البنكية ذات الفوائد الربوية.

- **آفاق الدراسة:**

بالرغم من النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة، إلا أنها كأي عمل أكاديمي لا تخلو من النقائص، حيث أنها تناولت موضوع تسيير المؤسسة من جانب الأداء المالي اعتمادا على مؤشرات كمية فقط لذا يمكن للباحثين الاعتماد على مؤشرات كيفية لدراسة مواضيع مماثلة، كما اقتصر البحث على عينة صغيرة نوعا ما من المؤسسات لذا بالإمكان توسيع العينة للوصول إلى نتائج أكثر دقة، بالإضافة إلى أن الدراسة لم تأخذ بعين الاعتبار بعض العوامل التي من شأنها أن تحدد طبيعة الأثر بين الهيكل المالي وأداء المؤسسات كقطاع النشاط وتكلفة التمويل وذلك لنقص المعلومات المتاحة، لذا يُمكن تضمين نموذج الدراسة متغيرات أخرى أكثر حداثة إذا توفرت الامكانية لحسابها، كما تعطي هذه الدراسة آفاق بحث أخرى مثل:

- دراسة كيفية تأثير الهيكل المالي في قدرة المؤسسات على تبني التحول الرقمي ومواجهة التحديات التكنولوجية؛
- دراسة كيفية تأثير الهيكل المالي في الأداء البيئي والمبادرات الخضراء؛
- التعمق في صيغ التمويل الإسلامي وهل يُمكن أن تشكل بديلا فعالا للتمويل التقليدي في الجزائر؟

قـــــــائمة المراجع

I. قائمة المراجع باللغة العربية

- **الكتب:**

1. أبو صبحا سليمان، (2013): الإدارة المالية، مصر، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات.
2. آل شبيب دريد كامل، (2010): إدارة مالية الشركات المتقدمة، الأردن، اليازوري للنشر والتوزيع.
3. الحاج طارق، (2010): مبادئ التمويل، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع.
4. الحبيطي قاسم محسن ويحيى زياد هاشم، (2011): تحليل ومناقشة القوائم المالية، الدار النموذجية للطباعة والنشر.
5. الحسناوي سالم صلال راهي، (2015): أساسيات الإدارة المالية، الطبعة الأولى، الأردن، الدار المنهجية للنشر والتوزيع.
6. الخطيب محمود، (2018): الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات المساهمة، عمان، الأردن، دار الحامد للنشر والتوزيع.
7. الدوري مؤيد عبد الرحمن وسلامة حسين محمد، (2013): أساسيات الإدارة المالية، عمان، دار الراية للنشر والتوزيع.
8. الزبيدي حمزة محمود، (2000): التحليل المالي تقييم الاداء والتنبؤ بالفشل، عمان، مؤسسة الوارث للنشر والتوزيع.
9. الزبيدي حمزة محمود، (2008): الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الثانية، الأردن، الوراق للنشر والتوزيع.
10. السعيد جمعة فرحات، (2000)، الأداء المالي لمنظمات الأعمال: التحديات الراهنة، الطبعة الأولى، دار المريخ، الرياض.
11. السيسي صلاح الدين حسن، (1998): نظم المحاسبة والرقابة وتقييم الأداء في المصارف والمؤسسات المالية، الطبعة 1، لبنان، دار الوسام للطبع والنشر.
12. الصفدي الطوال عبير، (2016): التأجير التمويلي، الأردن، دار المناهج للنشر والتوزيع.
13. الصيرفي محمد، (2014): التحليل المالي وجهة نظر إدارة محاسبية، الطبعة الأولى، مصر، دار الفجر.
14. العارضي جليل كاظم مدلول، (2014): الإدارة المالية المتقدمة– مفاهيم نظرية وتطبيقات عملية، الطبعة الأولى، الأردن، دار صفاء للنشر والتوزيع.
15. العبيدي جواد، (2017): مقدمة في الإدارة المالية، عمان، الأردن، دار أمجد للنشر والتوزيع.
16. الغالبي طاهر محسن وإدريس وائل محمد، (2007): الإدارة الاستراتيجي منظور منهجي متكامل، الطبعة الأولى، عمان، دار وائل.

17. الكرخي مجيد، (2008): تقويم الأداء في الوحدات الاقتصادية باستخدام النسب المالية، عمان، دار المناهج للنشر والتوزيع.
18. المرسي جلال الدين واللحلح أحمد عبد الله، (2009): الإدارة المالية، مصر، المكتب الجامعي الحديث.
19. المناصير سفيان خليل، (2010): القرارات المالية وأثرها في تحديد الخيار الاستراتيجي باستخدام استراتيجية النمو، الطبعة الأولى، الأردن، دار جليس الزمان للنشر والتوزيع.
20. النجار عبد العزيز، (2007): أساسيات الإدارة المالية، الإسكندرية، مصر، المكتب العربي الحديث.
21. أمين السيد أحمد لطفي، (2006): التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة، الإسكندرية، الدار الجامعية.
22. بن ساسي إلياس وقريشي يوسف، (2006): التسيير المالي الإدارة المالية– دروس وتطبيقات، الطبعة الأولى، الأردن، دار وائل للنشر.
23. بن ساسي إلياس وقريشي يوسف، (2011): التسيير المالي الإدارة المالية، الطبعة الثانية، الجزء الأول، عمان، الأردن، دار وائل للنشر والتوزيع.
24. بن ساسي إلياس وقريشي يوسف، (2011): التسيير المالي الإدارة المالية– أجوبة تمارين وحلول، الطبعة الثانية، الجزء الثاني، الأردن، دار وائل للنشر.
25. بوراس أحمد، (2008): تمويل المنشآت الاقتصادية، الجزائر، دار العلوم للنشر والتوزيع.
26. بومجان عادل، (2020): أساسيات الأداء وبطاقة الأداء المتوازن، الطبعة الأولى، الأردن، دار الراية للنشر والتوزيع.
27. بويعاية حسان، بن واضح الهاشمي وشريط حسين الأمين، (2022): مراجعة الأداء الاستراتيجي للمؤسسات الاقتصادية، الطبعة الأولى، القاهرة، مصر، دار حميثرا للنشر.
28. جمال ناجي، (2012): مبادئ الاستثمار في اسواق التمويل، الطبعة الأولى، بيروت، لبنان، مجد المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع.
29. حداد فايز سليم، (2010): الإدارة المالية، الأردن، الجامعة الأردنية، الطبعة الثالثة.
30. دادي عدون ناصر وعبد الله قويدر الواحد، (2010): مراقبة التسيير والأداء في المؤسسة الاقتصادية، الجزائر، دار المحمدية العامة.
31. زيد منير عبوي، (2010): إدارة المؤسسات العامة وأسس تطبيق الوظائف الإدارية عليها، الطبعة الأولى، عمان، الشروق للنشر والتوزيع.
32. سعيد عبد العزيز عثمان، (2003)، دراسات في جدوى المشروعات بين النظرية والتطبيق، الإسكندرية، مصر، الدار الجامعية.

33. عادل هادي حسين البغدادي وهاشم فوزي دباس العبادي، (2010): التعلم التنظيمي والمنظمة المتعلمة وعلاقتهما بالمفاهيم الإدارية المعاصرة، الطبعة الأولى، عمان، دار الوراق للنشر والتوزيع.

34. عدنان تايه النعيمي وأرشد فؤاد التميمي، (2007): التحليل والتخطيط المالي اتجاهات معاصرة، دار اليازوري.

35. عدنان تايه النعيمي وأرشد فؤاد التميمي، (2009)، الإدارة المالية المتقدمة، الأردن، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع.

36. عدنان تايه النعيمي وياسين كاسب الخرشة، (2007)، أساسيات في الإدارة المالية، عمان، الأردن، دار الميسرة للنشر والتوزيع.

37. عدنان تايه النعيمي، موسى شقيري نوري، الساقي سعدون مهدي وسلام أسامة عزمي، (2014)، الإدارة المالية النظرية والتطبيق، عمان، دار الميسرة للنشر والتوزيع.

38. عصران جلال عصران، (2012): الاستثمار والتمويل واستراتيجيات تسعير الأوراق المالية، الإسكندرية، مصر، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع.

39. عطية عبد الرحمان، (2009): المحاسبة العامة وفق النظام المحاسبي الجديد، دار النشر جيطلي، الجزائر.

40. علي عباس، (2008): الإدارة المالية، عمان، الأردن، إثراء للنشر والتوزيع.

41. فايز تيم، (2011): مبادئ الإدارة المالية، الطبعة الثانية، عمان، الأردن، إثراء للنشر والتوزيع.

42. فايز تيم، (2013): مبادئ الإدارة المالية، الطبعة الثالثة، الأردن، إثراء للنشر والتوزيع،

43. فرماج عبد القادر، بوزيد عصام وبضياف عبد الباقي، (2021): تأثير الأداء المالي على تكلفة التمويل– دراسة قياسية لعينة من شركات المساهمة الجزائرية من 2010 إلى 20017، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية (ABPR)، المجلد 10 (01).

44. لسوس مبارك، (2012): التسيير المالي، الطبعة الثانية، الجزائر، ديوان المطبوعات الجامعية.

45. محمد الفاتح محمود المغربي، (2011): تمويل ومؤسسات مالية، الطبعة الأولى، القاهرة، مصر، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات.

46. محمد الفاتح محمود المغربي، (2017): تمويل ومؤسسات مالية، القاهرة، مصر، دار النشر الجامعية.

47. محمد الفاتح محمود المغربي، (2022): التحليل المالي، الطبعة الأولى، مصر، الأكاديمية الحديثة للكتاب الجامعي.

48. محمد صالح الحناوي وجلال إبراهيم العيد، (2002): الإدارة المالية "مدخل القيمة واتخاذ القرارات"، الإسكندرية، الدار الجامعية.

49. محمد صالح الحناوي ونهال فريد مصطفى وجلال إبراهيم العبد، (2003): الإدارة المالية "التحليل المالي للمشروعات الجديدة"، الإسكندرية، الدار الجامعية.

50. محمد صالح الحناوي، (1998): الإدارة المالية والتمويل، مصر، الدار الجامعية.

51. محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى وجلال إبراهيم العبد، (2004): الإدارة المالية "مدخل اتخاذ القرارات"، الإسكندرية، مصر، الدار الجامعية.

52. محمد عبد الله شاهين محمد، (2017): سياسات التمويل وأثره على نجاح الشركات والمؤسسات المالية، القاهرة، مصر، دار حميثرا للنشر.

53. محمد علي العامري، (2007): الإدارة المالية، الأردن، دار المناهج.

54. محمد علي العامري، (2010): الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الأولى، الأردن، إثراء للنشر والتوزيع.

55. محمد علي العامري، (2013): الإدارة المالية الحديثة، الطبعة 1، الأردن، دار وائل للنشر.

56. معراج هواري وحاج سعيد عمر، (2013): التمويل التأجيري المفاهيم والأسس، الطبعة الأولى، الجزائر، دار كنوز المعرفة.

57. مفلح محمد عقل، (2009): مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، الطبعة الأولى، الأردن، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع.

58. منير ابراهيم هندي، (2000): الأوراق المالية والتمويل، الإسكندرية منشأة المعارف.

59. منير إبراهيم هندي، (2005): الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، الطبعة الثانية، مصر، منشأة المعارف.

60. منير إبراهيم هندي، (2006): الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، الطبعة 6، مصر، المكتب العربي الحديث.

61. منير إبراهيم هندي، (2007): الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، مصر.

62. مؤيد راضي خنفر وغسان فلاح المطارنة، (2009): تحليل القوائم المالية، الأردن، دار المسيرة.

63. ناصر سليمان، (2012): التقنيات البنكية وعمليات الائتمان، الجزائر، ديوان المطبوعات الجامعية.

64. يوسف حسن يوسف، (2012): التمويل في المؤسسات الاقتصادية، مصر، دار التعليم الجامعي.

65. يونس خان وهشام صالح غرايبة، (2007)، الإدارة المالية، عمان، الأردن، مركز الكتب الأردني.

- **المقالات العلمية:**

1. إسماعيل هيثم وجنيعر سلوان، (2020): أثر التحولات الهيكلية في إطار دلالات المؤشرات المالية لهيكل التمويل الممتلك وانعكاسها على الأداء المالي للمصارف التجارية للمدة 2009-2018- بحث تطبيقي لعينة

من المصارف التجارية العراقية المدرجة سوق العراق للأوراق المالية، Journal of kufa studies center، المجلد 1 (60).

2. الجمال زكريا يحيى، (2012): اختيار النموذج في نماذج البيانات الطولية الثابتة والعشوائية، المجلة العراقية للعلوم الإحصائية، العدد 21.
3. الشيخ الداوي، (2009): تحليل الأسس النظرية لمفهوم الأداء، مجلة الباحث، العدد 07.
4. العمار رضوان وغيا إبراهيم دانيا، (2018): نظريات الهيكل التمويلي وأثرها على قيمة المنشأة (عرض وتحليل)، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، المجلد 40 (06).
5. الكبيسي عبد الستار والقضاة مصطفى، (2015): أثر النسب المالية على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة الصناعية المدرجة في بورصة عمان المالي 2005–2011، المنارة للبحوث والدراسات، المجلد 21 (1).
6. المطيري حسين، (2023): أثر الهيكل المالي في السيولة والربحية المصرفية، مجلة الإدارة والاقتصاد، جامعة كربلاء، عدد خاص.
7. المهدي مفتاح السريتي، (2013): مدى إمكانية استخدام مؤشرات تقييم الأداء في بيئة التصنيع الحديثة في القطاع الصناعي الليبي، المجلة الجامعة، المجلد 3 (15).
8. امهلهل عبد الله محمد والتائب علي مفتاح، (2015)، هيكل التمويل وأثره على تنوع هيكل استثمارات الشركة (دراسة حالة تطبيقية على شركة ليبيا للتأمين)، مجلة جامعة سرت العلمية (العلوم الإنسانية)، المجلد 5 (02).
9. آيت ساحد إيمان، (2020): تأثير خيار التمويل بالديون على أداء المؤسسات في ظل النظريات الحديثة للهيكل المالي، مجلة الاقتصاد الجديد، المجلد 11 (1).
10. بابكر موسى عيسى محمد، كداتسة عائشة وبراق عيسى، (2019): استخدام مداخل القياس المرجعي لخفض تكاليف الخدمات المصرفية ودعم المقدرة التنافسية للمصارف دراسة ميدانية على فروع المصارف العاملة في مدينة النهود جمهورية السودان، مجلة الإدارة والتنمية للبحوث والدراسات، المجلد 8 (01).
11. بريش السعيد ويحياوي نعيمة، (2012): أهمية التكامل بين أدوات مراقبة التسيير في تقييم الأداء المنظمات وزيادة فعاليتها–دراسة حالة ملبنة الأوراس، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، المجلد 1 (01).
12. بشرى عباس محمد، (2015): تأثير الرضا الوظيفي في الأداء المنظمي، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 21 (81).
13. بشيشي وليد، مجلخ سليم وحملاوي حميد، (2018): أثر تغير سعر الصرف على المردودية الاقتصادية في المؤسسة دراسة حالة مؤسسة مطاحن بن عمر، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، المجلد 5 (02).

14. بضياف عبد الباقي، مونه يونس وفرماج عبد القادر، تأثير عوامل المحيط المالي على تكلفة التمويل (دراسة حالة شركات المساهمة الجزائرية 2010-2017، مجلة التكامل الاقتصادي، المجلد 09، العدد 2، 2021.

15. بلقاسمي الزايدي وشلابي نعيمة، (2022): الرفع المالي وأثره على القيمة السوقية للشركات المدرجة في البورصة-دراسة قياسية لعينة من الشركات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية للفترة 2010-2020، مجلة أبحاث ودراسات التنمية، المجلد 09 (01).

16. بلولو زكرياء وعوينان عبد القادر، (2021)، محددات الهيكل المالي: دراسة قياسية لعينة من المؤسسات الجزائرية الصغيرة والمتوسطة للفترة 2014-2017، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، المجلد 14، العدد 3.

17. بن الضب علي وعياد سيدي امحمد، (2013): تكلفة رأس المال ومؤشرات إنشاء القيمة-دراسة تطبيقية ببورصة الدار البيضاء، مجلة أداء المؤسسات الاقتصادية، المجلد 02 (3).

18. بن عيشة كريمة ونجار حياة، (2021): أثر المخاطر المالية على خلق القيمة في المؤسسة الاقتصادية- دراسة لعينة من المؤسسات المدرجة في السوق المالي السعودي باستخدام نماذج البانل، مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد 7 (01).

19. بن ناصر عبد الكريم وسائحي يوسف، (2023): أثر الرافعة المالية على مردودية المؤسسات الاقتصادية الخدمية-دراسة حالة مؤسسة سونلغاز بقالمة للفترة 2017/2019، مجلة الاجتهاد للدراسات القانونية والاقتصادية، المجلد 12 (01).

20. بن يونس ياسر، بشيشي وليد ومجلخ سليم، (2020): دراسة تحليلية إحصائية لأثر الهيكل المالي على المردودية الاقتصادية في مؤسسة مطاحن عمر بن عمر للفترة 2018/2010، مجلة المالية & لأسواق، المجلد 08 (01).

21. بوجلال محمد وبورقبة شوقي، (2010): تكلفة التمويل في البنوك التقليدية والبنوك الإسلامية- دراسة مقارنة، مجلة جامعة الملك عبد العزيز االقتصاد الإسلامي، المجلد 23 (2).

22. بودن إسلام وقتال عبد العزيز، (2023): أثر المزيج التمويلي للمؤسسة على الرافعة المالية-حالة مؤسسة الأوراسي خلال الفترة 2015-2019، مجلة الدراسات الاقتصادية الكمية، المجلد 09 (01).

23. بوراس أحمد وطلحي سماح، (2014): قرض الإيجار كاستراتيجية حديثة للتمويل-دراسة مقارنة بين الجزائر والمغرب، مجلة العلوم الإنسانية- جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد34.

24. بورنيسة مريم وخنفري خيضر، (2017): دور النسب والمؤشرات المالية في تقييم أداء المالي للمؤسسات الاقتصادية، مجلة دراسات اقتصادية، المجلد 17 (01).

25. بورنيسة مريم وخنفري خيضر، (2019): الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية على ضوء النماذج الكمية العالمية للتنبؤ بالفشل المالي "دراسة حالة المجمع الصناعي صيدال"، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، المجلد 12 (02).

26. بوشوشة محمد، (2012): سياسة الاستدانة في المؤسسة– المفاضلة بين التمويل بالاقتراض البنكي والتمويل السندي، مجلة الاقتصاد الجديد، المجلد 02 (01).

27. بولرياح غريب، بضياف عبد الباقي وبن ختو فريد، (2017): تأثير متغيرات البيئة المالية على إعادة هيكلة مصادر التمويل، دراسة قياسية على شركات المساهمة الجزائرية (2010–2015)، مجلة رؤى الاقتصادية، جامعة الوادي، المجلد 7 (2).

28. تكواشت رانية، (2022): أثر الرافعة المالية على الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية، مجلة إدارة الأعمال والدراسات الاقتصادية، مجلد 08 (01).

29. تيماوي عبد المجيد، (2015): أثر الرفع على ربحية السهم في المؤسسات الخدمية الجزائرية حالة مؤسسة التسيير الفندقي سلسلة الأوراسي، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، المجلد 08 (02).

30. حابي أحمد وزبيدي البشير، (2015): دور حوكمة الشركات في تحسين الأداء المالي، مجلة المناجير، المجلد 2 (2).

31. حامد أحمد، ياسين نبيل وعبد الكريم عبير، (2021): العلاقة بين الإفصاح المحاسبي عن تقارير استدامة الشركات وجودة الأرباح المحاسبية وانعكاساتها على تكلفة رأس المال–دراسة تطبيقية على البيئة المصرية، مجلة المحاسبة والمراجعة لاتحاد الجامعات العربية، المجلد 10 (03).

32. حجاج مراد، مصيطفى عبد اللطيف وشايب فاطمة الزهراء، (2019): قياس أثر الرفع المالي على الأداء المالي–دراسة حالة عينة من شركات الاسمنت الجزائرية خلال الفترة 2010–2016، المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية، المجلد 05 (02).

33. حركاتي نبيل، (2018): محددات الهيكل التمويلي للشركات الصناعية المساهمة بولاية سطيف خلال الفترة 2009–2014، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المجلد 1 (1).

34. حططاش عبد السلام وشوادر حمزة، (2016): تحليل أثر معيار الرفع المالي لبازل III على التحكم في المخاطر المالية بين المصارف التقليدية والمصارف الإسلامية، مجلة تنمية الموارد البشرية، المجلد 07 (02).

35. حفاظ رانية وعلي عبد الله، (2019): دور التعلم التنظيمي في تحسين الأداء البشري–دراسة ميدانية بشركة اسمنت عين التوتة باتنة، مجلة دراسات وأبحاث اقتصادية في الطاقات المتجددة، المجلد 06 (02).

36. حفصي رشيد، دادن عبد الغفور ونعاس صلاح الدين، (2018): العوامل المحددة للهيكل المالي في المؤسسات الخدماتية المدرجة في بورصة الخرطوم للأوراق المالية خلال الفترة 2014-2016، مجلة رؤى الاقتصادية، المجلد 8، العدد 1.

37. حمادي سعيدة وبوقرة أمحمد، (2020): العوامل المؤثرة على الهيكل المالي للمؤسسة الجزائرية حالة القطاع الخاص الصناعي للفترة 2016-2018، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، المجلد 07 (01).

38. خريف نادية، (2012): أساليب قياس الأداء والفعالية بالمؤسسة الصحية وسبل تطويرها، مجلة رؤى الاقتصادية، العدد 03.

39. خلادي عبد الغني وهزلة أنيس، (2018): مساهمة النظام المحاسبي SCF في قياس وتقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية، مجلة الميادين الاقتصادية، المجلد 01 (01).

40. خليل جلال ناصر وعزيز سليمان شيرزاد، (2008): نحو نظيم قانوني لعقد الليزينغ في إقليم كوردستان، مجلة القانون والسياسة، العدد 4.

41. خواني ليلى وشعيب بغداد، (2006): الأسس النظرية لهياكل تمويل المؤسسات ومصادر تمويلها-دراسة حالة هياكل دعم المؤسسات المصغرة في الجزائر، مجلة المالية والأسواق، المجلد 4 (02).

42. دادن عبد الغني، (2006): قراءة في الأداء المالي والقيمة في المؤسسات الاقتصادية، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 04.

43. دادن عبد الوهاب وحفصي رشيد، (2014): تحليل الأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية باستخدام طريقة التحليل العاملي التمييزي AFD خلال الفترة 2006-2011، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، المجلد (02).

44. دادن عبد الوهاب، (2006): تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي-الاسهامات النظرية الأساسية، مجلة الباحث، المجلد 4 (4).

45. دلول عماد عبد الحسين ومهدي محمد فوزي، (2016): تقييم الأداء المالي باستخدام بعض مؤشرات خلق القيمة-دراسة تحليلية لعينة مختارة من المصارف العراقية)، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 23 (99).

46. رتيعة محمد، (2014): استخدام نماذج بيانات البانل في تقدير دالة النمو الاقتصادي في الدول العربية، المجلة الجزائرية للاقتصاد والمالية، العدد 02.

47. زرقون محمد وعرابة الحاج، (2014): أثر إدارة المعرفة على الأداء في المؤسسة الاقتصادية، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، العدد 01.

48. زريقات زياد محمد، الغرايبية محمد والحداد لارا، (2016): تكاليف الوكالة والحاكمية المؤسسية: دليل من الشركات الصناعية الأردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد12 (02).

49. زغيب مليكة، (2009): علاقة الهيكل المالي بالقيمة السوقية للمنشأة من خلال النظرية المالية –دراسة نظرية تحليلية، مجلة العلوم الانسانية بحوث اقتصادية، المجلد ب (31).

50. سهايلية نبيلة وبوكثير جبار، (2017): عناصر الهيكل المالي وأثرها على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة ديون مجمع صيدال الجزائري، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، العدد (5).

51. سويسي الهواري ورمضاني حميدة، (2017): قياس أداء المؤسسة الاقتصادية الجزائرية من منظور خلق القيمة باستخدام مؤشرات الأداء الحديثة–دراسة حالة مجمع صيدال للفترة 2010– 2015، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، المجلد 10، العدد 02.

52. سويسي هواري، (2009): دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة، مجلة الباحث، العدد 07.

53. شايب إيمان، نيلي صفاء وزرقون محمد، (2021): تقييم كفاءة الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية باستخدام تحليف مغلف البيانات DEA–دراسة حالة عينة من المؤسسات البترولية الجزائرية خلال الفترة 2016/2010، مجلة الدراسات الاقتصادية الكمية، المجلد 07 (01).

54. شريط صلاح الدين وبلهادي سفيان، (2018): الصيغة الرياضية لتكلفة التمويل البنكي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الحجم، مجلة الإصلاحات الاقتصادية والاندماج في الاقتصاد العالمي، المجلد 13 (26).

55. شعشوع أحمد، بوسالم أبو بكر وأودينة عبد الخالق، (2021): دور الأساليب الحديثة للتحليل المالي في تقييم الأداء والرفع من القيمة السوقية للمؤسسة– دراسة تحليلية مقارنة بين القيمة الاقتصادية المضافة والمؤشرات المالية التقليدية، مجلة التكامل الاقتصادي، المجلد 09 (01).

56. شكري علاء محمد، (2020)، أثر مؤشرات السيولة والربحية والمديونية على المخاطر المنتظمة لأسهم قطاع العقارات المصرية، المجلة العربية للإدارة، مجلد 40 (1).

57. شنين عبد النور وزرقون محمد، (2015): دراسة قدرة المؤشرات التقليدية والحديثة على تفسير الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة–دراسة حالة بورصة الجزائر للفترة 2013/2000، مجلة الدراسة الاقتصادية الكمية، المجلد 1 (1).

58. شوقي السيد فودة، (2005): إطار مقترح لتقييم الأداء الاستراتيجي في بيئة الإنتاج الحديثة من خلال مقياس بطاقة الأداء المتوازن دراسة نظرية وتطبيقية، التجارة والتمويل، المجلد 25 (2).

59. صبيحة قاسم هاشم وهالة تركي ناجي، نظريات هيكل التمويل الحديثة: تطبيق عملي لنظرية الالتقاط ودورة حياة الشركة–بحث تحليلي لعينة من الشركات الأجنبية، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 21، العدد 83.

60. صخر مرعي حسن بني خالد وأيوب وائل موسى، (2019): النسب المالية وعلاقتها بالعائد على السهم للشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية المدرجة في بورصة عمان–دراسة تحليلية للفترة من عام 2005–2015، مجلة إدارة الأعمال والدراسات الاقتصادية، المجلد 05 (02).

61. صديقي أحمد، فقيقي سعاد وصبرو خدوجة، (2017): تأثير الهيكل التمويلي على القرارات المالية في المؤسسة، مجلة الاقتصاد وإدارة الأعمال، جامعة أدرار، المجلد 1، العدد 1.

62. صيفي حسينة وبن عمارة نوال، (2015): قياس الأداء المالي باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة، مجلة الباحث، العدد 15.

63. طالب محمد الأمين وليد، (2016): دور الجباية في اختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، المجلد 3 (02)، ص ص 221–236.

64. عبو هودة وعبو ربيعة، (2021)، الهيكل التمويلي الأمثل ومؤشرات تقييمه بالتطبيق على مؤسسة باتيمال عين الدفلى 2015–2018، مجلة القيمة امضافة لاقتصاديات الأعمال، المجلد 02 (02).

65. عسيري فاطمة، (2020)، أثر هيكل التمويل على عائد السهم السوقي في الشركات السعودية دراسة تطبيقية. مجلة العون الاقتصادية والإدارية والقانونية، المجلد 04 (11).

66. عياش زبير ومناصرة سميرة، (2014): التمويل بالاستئجار كبديل لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة العلوم الإنسانية، المجلد ب (41).

67. غربي حمزة وبدروني عيسى، (2019): العوامل المحددة لحساب تكلفة رأس المال في المؤسسة، مجلة الحوكمة المسؤولية الاجتماعية والتنمية المستدامة، المجلد 01 (2).

68. قرومي حميد، (2010): أوجه تحسين الأداء والفعالية في المنظمات الاقتصادية، مجلة معارف، العدد 08.

69. لعراف زهية وفرحات عباس، (2017): تقييم الأداء المالي للبنوك التجارية الجزائرية في ظل قيد السيولة، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية–العدد الاقتصادي، المجلد 34 (1).

70. محمد العيد وبن حمودة محبوب، (2007): الاعتماد الايجاري أداة لتمويل التنمية الاقتصادية في الجزائر، Les cahier du mecas، المجلد 03 (01).

71. مداني شهرزاد، (2021): أثر تكلفة رأس المال على ربحية الشركات دراسة عينة من الشركة المدرجة في بورصة عمان، المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية، المجلد 07 (02).

72. مزهودة عبد المليك، (2001): الأداء بين الكفاءة والفعالية–مفهوم وتقييم، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 01.

73. مقدم وهيبة، (2020): خلق القيمة في المنظمة من خلال رأس المال الفكري–مستكشف سكنديا نموذجا، مجلة الدراسات الاقتصادية المعمقة، المجلد 05 (3).

74. نايت عطية مريم، (2018): محددات عملية خلق القيمة على مستوى المؤسسات الصناعية الجزائرية وفقا لفرع نشاطها الصناعية دراسة تطبيقية للفترة 2001–2014، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، المجلد 5 (01).

75. نعمون محمد عز الدين، (2020): تطور اختصاص وممارسات مراقبة التسيير في المؤسسات الاقتصادية، مجلة أبعاد اقتصادية، المجلد 10 (01).

76. يمينة مسراتي وعبد الوهاب رميدي، (2020): أثر محددات الهيكل التمويلي على الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الجزائر دراسة قياسية للفترة 2011–2017، مجلة الاقتصاد الجديد، المجلد 11 (01).

- **الرسائل والأطروحات الجامعية:**

1. أمينة حمادة، (2018)، أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي للمؤسسة دراسة تطبيقية على المؤسسات الاقتصادية الجزائرية للفترة 2010–2016، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية، كلية العلوم الاقتصادية العلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر.
2. بوشوشة محمد، (2016)، تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية دراسة عينة من المؤسسات الجزائرية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، ص 94.
3. بوطغان حنان، (2016)، السياسة المالية ودورها في اختيار مصادر التمويل في المؤسسة الاقتصادية–دراسة حالة تطبيقية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة باجي مختار، عنابة، الجزائر.

4. بوفاسة سليمان، (2008)، تمويل الاستثمارات عن طريق الاقتراض وانعكاساته على التنمية الاقتصادية والاجتماعية– دراسة مقارنة، أطروحة مقدمة للحصول على شهادة الدكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، الجزائر.
5. حركاتي نبيل، (2018): تحليل قرارات التمويل وأثرها على ربحية وقيمة المؤسسة الاقتصادية –دراسة حالة الشركات الصناعية المدرجة في الأسواق المالية العربية للفترة 2007–2015، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس1.
6. حططاش عبد السلام، نظرية الهيكل التمويلي في إطار نظام المشاركة دراسة تقييمية للهياكل التمويلية لعينة من المؤسسات الاقتصادية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في علوم التسيير، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2017.
7. كيموش بلال، (2016): البدائل المحاسبية المتعلقة بالعناصر غير الملموسة وأثرها على قيمة المؤسسة دراسة مجموعة من المؤسسات الجزائرية الفرنسية والانجليزية، أطروحة دكتوراه، جامعة فرحات عباس سطيف، الجزائر.
8. مرسلي نزيهة، (2018)، أثر الهيكل المالي على الأداء المالي في البنوك التجارية بالجزائر دراسة مقارنة بين مجموعة من البنوك العمومية والبنوك الخاصة للفترة 2006–2015، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه تخصص دراسات مالية، كلية العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، جامعة غرداية، الجزائر.
9. موهون صفية، (2018)، الاستثمار في المؤسسة الاقتصادية وفعاليات مصادر التمويل في نموها دراسة حالة مؤسسة رويبة لإنتاج وتوزيع المشروبات فترة 2005–2014، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في علوم التسيير، تخصص نقود ومالية، جامعة الجزائر 3.
10. نمري نصر الدين، (2015): تحليل النمو وخلق القيمة في المؤسسة الاقتصادية ودوره في تقييم وقيادة الأداء المالي–دراسة حالة ثلاث شركات تأمين ناشطة في الجزائر، أطروحة دكتوراه، تخصص مالية المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، جامعة امحمد بوقرة بومرداس.

- **الملتقيات العلمية:**

1. بريكة السعيد ومسعي سمير، (2009): تقييم المنشأة الاقتصادية–مدخل القيمة الاقتصادية المضافة EVA، الملتقى الدولي صنع القرار في المؤسسة الاقتصادية، جامعة محمد بوضياف– المسيلة، الجزائر، أفريل.

2. بورديمة سعيدة ومريمت عديلة، (2019): دور التشخيص المالي في تقييم الأداء المالي للشركة دراسة شركة الرويبة للفترة 2011-2017، الملتقى الوطني حول الأساليب الكمية المطبقة في التسيير ودورها في اتخاذ القرار، جامعة 8 ماي 45 قالمة، الجزائر، يوم 2019/10/02.

3. زغيب مليكة وإلياس بوجعادة، (2009)، دراسة أسس صناعة قرار التمويل بالمؤسسة الاقتصادية، الملتقى الدولي صنع القرار بالمؤسسة الاقتصادية، جامعة محمد بوضياف مسيلة، الجزائر، يومي 15/14 أفريل.

II. المراجع باللغة الأجنبية

- **Les livres :**

1. Alain Bulaud and Amaud Thauvron, (2016) : Finance d'entreprise, Paris, Edition Foucher.
2. Alboury Michel, (2003): Décisions Financières et création de valeur, 2ème édition, Paris, Edition économica.
3. Babusiaux Denis, (1990) : Décision d'investissement et calcul économique dans l'entreprise, Paris, édition économica
4. Baltagi Badi H, (2005): Econometric analysis of panel data, 3ème edition, John Wiley & Sons.
5. Barreau Jean et Delahaye Jacqueline, (2000) : Gestion financière Manuel & application, 9ème édition, Paris, Dunod.
6. Cabane Pierre, (2008) : L'essentiel de la finance à l'usage des managers, 2ème édition, Paris, Eyrolles d'organisation.
7. Charles Amélie et Redor Etienne, (2009) : Le financement des entreprise, Paris, Economica.
8. Christine Collette, (1998) : Gestion fiscale des entreprises, Edition Ellipses.
9. Delahaye Jacqueline et Delahaye-Duprat Florence, (2013) : Finance d'entreprise manuel et applications, 4ème édition, Paris, Dunod.
10. Doriath Brigitte, (2008) : Contrôle de gestion, 5ème édition, Paris, Dunod.
11. Doriath Brigitte, Lozato Michel, Mendes Paula et Nicolle Pascal, (2008) : Comptabilité et gestion des organisation, 6ème édition, Paris, France, Dunod.
12. Ehrhardt Michael C and Brigham Eugenef, (2011): Financial Management-Theory and practice, 13ème edition, USA, SouthWestern cengage learning.
13. Eric Garrido, (2003) : Le crédit-bail Outil de financement structurel et d'ingénierie commerciale, Paris, Revue banque
14. Farouk Bouyakoub, L'entreprise et le financement bancaire, Casbah éditions, Alger, Algérie, 2003.
15. Frederik teulon, (1997) : Les marchés des capitaux, Paris, France, Seuil.
16. Gagnon Jean Marie et Khouri Nabil, (1981) : Traité de gestion financière, 2ème édition, Paris, Gaetan Mourin.
17. George R Terry et Stephen G Franklin, (1985) : Les principes du management, 8ème édition, Paris, Economica.
18. Gérard Melyon et Bernard Rebouh, (2002) : Comptabilité des sociétés commerciales, Paris, Bréal.
19. Gérard Melyon, (2007) : Gestion financière, 4ème édition, France, Bréal édition.
20. Gilles Meyer, (2010) : Finance d'entreprise, 1ère edition, Paris, Edition Hachette supérieur.
21. Hubert De La Bruslerie, (2010) : Analyse financière Information financière diagnostic et évaluation, 4ème édition, Paris, Dunod.
22. Hubert De La Bruslerie, (2014) : Analyse financière Information financière évaluation diagnostic, 5ème édition, Paris, Dunob.

23. Johnson Gerry, Whittington Richard, Scholes Kevan, Angwin Duncan and Regnér Patrick, (2020): Exploring strategy, 12th edition, United Kingdom, Pearson.
24. Jonathan Berk et Peter Demarzo, (2008): Finance d'entreprise, Paris, Pearson education.
25. Josée St Pierre, (1999) : La gestion financière des PME théories et pratique, Presses de l'université du Québec.
26. Julie Dahlquist and Rainford Knight, (2022): Principal of finance, OpenStax Rice University.
27. Khelassi Réda, (2011) : Management financière : diversité et actions économiques, Algérie, Editions Houma.
28. Khemici Chiha, (2012) : Finance d'entreprise (Approche stratégique), Edition Houma, Alger.
29. Lawrence J Gitman and Chad J Zutter, (2015): Principles of Managerial Finance, 14th edition, Global edition.
30. Mansour Mansouri, (2002) : La bourse des valeurs mobilières d'Alger, Algérie, Houma.
31. Mollet Michèle, Langlois Georges, Guyvarc'h Annaik et Thauvron Arnaud, (2015) : Finance d'entreprise, 6ème édition, Sup'Foucher.
32. Ogien Dov, (2018) : Gestion financière de l'entreprise, 4 ème édition, Dunod.
33. Paramasivan C and Subramanian T, Financial management, (2009), New age international.
34. Patrick Piget, (2005) : Gestion financière de l'entreprise, 2ème édition, Paris, Economica.
35. Pierre Vernimmen, (2002) : Finance d'entreprise, 5ème Edition, Paris, Dalloz.
36. Pierre Vernimmen, Pascal Quiry et Yann Le Fur, (2005) : Finance d'entreprise, 6ème édition, Paris, Edition Dalloz.
37. Plauchu Vincent, (2006) : Mesure et amélioration de la performance industrielle, France, Université pierre mendés.
38. Ramage Pierre, (2001) : Analyse et diagnostic financier, Paris, Ed d'organisation.
39. Richard Jacques, Bensadon Didier et Rambaud, (2018) : Comptabilité financière, 11° édition, Paris, France, Dunod.
40. Ross Stephen, Westerfield Randolph and Jordan Bradford, (2010): Fundamentals of corporate finance, 9th edition, New york, Standard edition.
41. Solnik Bruno, (2001) : Gestion financière, 6ème édition, Paris, Dunod.
42. Van Horne James C and Wachowicz John M, (2008): Fundamentals of Financial Management, 13th edition, England, Prentice Hall.

- **Les articles :**

1. Abd Halim Ahmad and Nur Adiana Hiau Abdullah, (2013): Investigation of optimal capital structure in Malaysia: a panel threshold estimation, Studies in economics and finance, Vol 30 (02).
2. Abdul Hadi, Abdul Razak, Jaafar Pyeman Pyeman, and Ahmad Kasyidi Ismail, (2017): The relevance of capital structure theories to consumer product firms at bursa Malaysia, Asia-Pacific Management Accounting Journal (APMAJ), vol 12, no 1.
3. Afrasiabishani Javad, Ahmadinia Hamed and Hesami Elham, (2012): A Comprehensive Review on Capital Structure Theories, School of doctoral studies (European Union) journal, N° 4, p 35-40.
4. Agha Jahanzeb, Saif-Ur-Rehman, Norkhairul Hafiz Bajuri, Meisam Karami and Aiyoub Ahmadimousaabad, (2014): Trade-Off-Theory Pecking Order Theory and Market Timing Theory: A comprehensive review of capital structure theories, International journal of management and commerce innovations, Vol 1 (1), 2013.
5. Ait sahed Imene et Ait mohammed Mourad, (2018) : L'effet de l'endettement sur la rentabilité de l'entreprise, Revue d'études économiques et financières, Vol 11, N° 01, 2018.

6. Akingunola Richard and Oyetayo Oluwatosin, (2014): Determinant of financial structure decision in small and medium enterprises: A pilot study of selected registered companies in Nigeria, Journal of economics and finance, Vol 03 (01).
7. Al Dulaimi Jinan Abdul Abbas Baqer and Kadhim Ezzaddin Hasan, (2022): Transparency of information in the financial statements and the extent to which it discloses the future expectations of economic units using the Tobin's Q index, International Journal of professional business review, 7 (05).
8. Al shubiri Faris, (2010): Determinants of capital structure choice: A case study of Jordanian industrial companies, An-Najah Univ.J. of Res (Humanities), Vol 24 (08).
9. Ali Abdulhassan Abbas, Ayat Amer Hadi and Amna Abbas Muhammad, (2021): Measuring the extent of liquidity's impact on the financial structure, International journal of multicultural and multireligious understanding, Vol 08 (06).
10. Baker Malcolm and Jeffrey Wurgler, (2002): Market timing and capital structure, The journal of finance, vol 57, (01).
11. Belouard Ali Nabil, (2013) : Etude de la rentabilité des entreprise-Privées Vs publiques-Algériennes-Test de difference de moyenne, Revue Nouvelle économie, Vol 04 (02).
12. Charreaux Gérard, (1992) : Théorie financière et stratégie financière, Revue française de gestion, N 92.
13. Chen Li-Ju and Chen Shun-Yu, (2011): How the pecking-order theory explain capital structure, Journal of International Management Studies, Vol 6 (3).
14. Colot Olivier and Croquet Mélanie, (2007) : Les déterminants de la structure financière des entreprises Belges, Reflets et perspectives de la vies économique, Vol 46 (02).
15. Connelly Brian, Certo Trevis, Ireland Duane and Reutzel Vhristopher, (2011): Signaling Theory: A review and assessment, Journal of management, vol 37 (01).
16. David Haritone Shikumo, Oluoch Oluoch and Joshua Matanda Wepukhulu, (2023): Financial structure Firm size and finanancial growth of non-financial firms listed at the Nairobi securities exchange, Journal of finance accounting, Vol 11 (01).
17. Dinca Marius Sorin and Dinca Gheorghita, (2010): Integrating the ABC method of costs calculation and cash value added, Editura Universităţii Alexandru Ioan Cuza University, vol 57 (01).
18. Haidara Amadou and Kone Bakary, (2022), Analyse des déterminants traditionnels de la structure financière des entreprises maliennes du secteur des bâtiment et travaux publics (BTP), Revue française d'économie et de gestion, Vol 3, (05).
19. Harris Milton and Raviv Artur, (1990): Capital structure and the informational role of debt, The journal of finance, XLV (2).
20. Ibrahim el-sayed Ebaid, (2009): The impact of capital structure choice on firm performance: empirical evidence from Egypt, The journal of risk finance, Vol 10 (05).
21. Ibrahim Mohammed and Ibrahim Ali, (2015): The effect of sme's cost of capital on their financial performance in Nigeria, Journal of finance and accounting, vol 3 (01).
22. Jacquet Stéphane, (2011) : Management de la performance-des concepts aux outils, Centre de ressources en économie gestion CREG.
23. Jones Thomas M, Wicks Andrew C and Freeman Edward R, (2017): Stakeholder theory-The state of the art- The Blackwell guide to business ethics, Norman E. Bowie.
24. Justyna Franc-Dabrowska, Magdalena Madra-sawicka and Anna Milewska, (2021): Energy sector risk and cost of capital assessment-companies and investors perspective Energies, MDPI, vol 14 (06).

25. Kaplan Robert S and Norton David P, (1992): The balanced scorecard-measures that drive performance, Harvard business review, Vol 70 (01).
26. Kara Esen and Acar Erdur Duygu, (2015): Determinants of capital structure: A research on sectors that contribute to exports in Turkey, Istanbul university journal of the school of business, Vol 44 (02).
27. Kaya Halil D, (2016): Cost of capital and its components-An application, International journal of academic research in business and social sciences, Vol 6 (05).
28. Keddi Abdelmadjid and Hammada Amina, (2016): Effect of financial structure on value of the company: An empirical study on the nonfinancial companies listed in Kuwait stock exchange 2010-2014, Dirassat Journal Economic Issue, Vol 7 (02).
29. Khanam Farida, Nasreen Shagufta and Pirzada Syed Shahzaib, (2014): Impact of capital structure on firm's financial performance: Evidence from food sector of Pakistan, Research journal of finance and accounting, Vol 05 (11).
30. Khendek Samira, (2022) : Analyse financière par les ratios étude comparative-cas de la société Saidal et la société Biopharm, Revue de l'économie financière & des affaires, Vol 6 (03).
31. Kramer Jonathan and Peters Jonathan, (2001): An interindustry analysis of economic value added as a proxy for market value added, Journal of applied finance, 11 (01).
32. Luigi Popescu and Visinescu Sorin, (2009): A review of the capital structure theories, Annals of Faculty of Economics, vol 3 (01).
33. Meckling William and Jensen Michael, (1976): Theory of the firm Managerial behavior Agency costs and Ownership structure, Journal of financial economics, Vol 3 (4).
34. Mehouachi Driss, (2001) : Le levier financier et son impact sur la croissance des fermes, Medit, Vol 12 (03).
35. Mitchell Ronald K, Agle Bradley R and Wood Donna J, (1997): Toward a theory of stakeholder identification and salience-Defining the principle of who and what really counts, The academy of management review, Vol 22(4).
36. Modigliani Franco and Miller Merton H, (1958): The cost of capital- corporation finance and the theory of investment, The American economic review, Vol 48 (03).
37. Modigliani Franco and Miller Merton H, (1963): Corporate income taxes and the cost of capital: A correction, The American economic review, vol 53 (03).
38. Muhammad Asghar Khan, Raja Rehan, Imran Umer Chhapra and Abdul Basit Sohail, (2021): Capital Structure Theories: A Comprehensive Review, REVISTA GEINTEC-GESTAO INOVACAO E TECNOLOGIAS, vol 11 (03).
39. Myers Stewart C and Majluf Nicholas S, (1984): Corporate financing and investment decisions when firms have information the investors do not have, Journal of financial economics, vol 13 (2).
40. Myers Stewart, (1977): Determinants of corporate borrowing, Journal of financial economics, Vol 5 (2).
41. Nafhanti Difa Tsaniya and Darmawan Darmawan, (2019): Understanding the Corporate Values of Islamic Commercial Banks with the Theory of MM Preposition and David Durand in Capital Structure Theory, Review of Islamic Economics and Finance, Vol 02 (01).
42. Narendar V.Rao, Khamis hamed mohamed Al Yahyaee and Lateef A.M. Sye, (2007): Capital structure and financial performance Evidence from Oman, Indian journal of Economics & Business, Vol 06 (01).
43. Naz Farah, Ijaz Farrukh and Naqvi Faizan, (2016): Financial performance of firms-Evidence from Pakistan cement industry, Journal of teaching and education, Vol 5 (01).

44. Nirajini A and Priya K.B, (2013): Impact of capital structure on financial performance of the listed trading companies in Sri Lanka, International journal of scientific and research publication, Vol 03 (05).
45. Niyuhire Prisca, (2019) : Les déterminants de la structure financière des sociétés à participation publique Burundaises, Finance et finance internationale, N° 15.
46. Oudgou Mohamed, (2020): The determinants of capital structure: An applied study on SMEs in the city of Meknes-Morocco, Atlens journal of mediterranean studies, Vol 10 (Y).
47. Panagiotis Liargovas and Konstantinos Skandalis, (2010): Factor affecting firms' performance: The case of Greece, Vol 02 (02).
48. Petravicius Tomas and Tamosiuniene Rima, (2008): Corporate performance and the measures of value added, Transport, 23 (03).
49. Ramiz ur Rehman and Awais Raoof, (2010): Weighted average cost of capital (WACC) traditional Vs new approach for calculating the value of firm, International research journal of finace and economics, vol 45.
50. Ravelomanantsoa Michel Stella, Ducq Yves and Vallespir bruno, (2019): A state of the art and comparison of approaches for performance measurement systems definition and design, International journal of production research, Vol 57 (15).
51. Ross Stephen, (1977): The determination of financial structure: The incentive-signalling approach, The bell journal of economics, vol 08 (01).
52. Rossi Matteo, (2016): The capital asset pricing model- a critical literature review, Global business and economics review, Vol 18 (05).
53. Serrasqueiro Zélia and Caetano Ana, (2015): trade-off theory versus pecking order theory: Capital structure decisions in a peripheral region of Portugal, Journal of Business Economics and Management, Vol 16 (2).
54. Stein Frydenberg, (2011): Theory of capital structure-a review, Bulletin of Indonesia Economic Studies, Vol 35 (01).
55. Sumit K Majumdar, (1997): The impact of size and age on firm-level performance-some evidence from India, Review of industrial organization, Vol 12.
56. Tari Mohammed larbi et Attari Abdennasser, (2018) : Le processus du financement bancaire de l'exploitation des PME et la notion d'effet de levier financier, Revue des économies financières bancaires et de management, Vol 07 (01).
57. Tchankam Jean-Paul and Feudjo Jules Roger, (2012) : Les déterminants de la structure financière : comment expliquer le Paradoxe de l'insolvabilité et de l'endettement des PMI au Cameroun ? Revue internationale P.M.E, Vol 25 (02).
58. Vasilescu Laura and Popa Ana, (2011): Economic Value Added- Pros and cons, Finance-Challenges of the Future, Vol (01) 13.
59. Wen Cheng Lin and Shmuel Yahalom, (2009): Target performance management for an international shipping harbor-An integration activity-based budgeting with a balanced scorecard approach the case of Keelung harbor, African journal of business management, Vol 03 (9).
60. Willy Poltak Silitonga, Rizky Alika Ramadhani and Ridho Nugroho, (2018): The effect of economics value-added Market value-added Total asset ratio and Price earnings ratio on stock return, Journal Akuntansi Trisakti, Vol 05 (02).
61. Yahchouchi Georges, (2007) : Valeur ajoutée par les parties prenantes et création de valeur de l'entreprise, Revue des sciences de gestion, N (2).
62. Zbyněk Halìř, (2012): Different perspectives on business performance and impact on performance system design, European financial and accounting journal, Vol 7 (02).

63. Zellweger Thomas M and Nason Robert S, (2008): A stakeholder perspective on family firm performance, Family business review, Vol 21 (3).

- **Les thèses de doctorat :**

1. Joseph Muchiri Mwangi, (2016): Effect of financial structure on financial performance of firms listed at East Africa security exchanges, A thesis submitted in partial fulfillment for the degree of doctor of philosophy in business administration, Jomo Kenyatta university of agriculture and Technology, Kenya.
2. Kartobi Salah Eddine, (2013) : Déterminants de la structure financière et réactions du marché bourcier aux décisions de financement : cas des sociétés cotées à la bourse des valeurs de Csablanca, Thèse de doctorat, Gestion et management, Université Nice Sophia Antipolis, Université Cadi Ayyad Marrakech, Maroc.
3. Kebewar Mazen, (2012) : La structure du capital et son impact sur la profitabilité et sur la demande de travail : Analyses théorique et empiriques sur données de panel Françaises, Thèse de doctorat, Université d'Orléans, France.
4. Kouao Guy Serge, (2011) : Incidence des facteurs institutionnels dans l'évolution de la structure financière des entreprises : Cas d'entreprises françaises cotées à la bourse de Paris, Thèse de doctorat, Science de gestion, Université Montesquieu- Bordeaux IV.
5. Mahgoub Jimmy, (2020): Factors affecting the financial performance of US children's hospitals- An exploratory study, Doctoral dissertation, Robinson college of business, Georgia state university.
6. Tugba Bas, (2012): Capital structure and debt maturity choices of firms in developing countries, A thesis submited for the degree of doctor of philosophy, Faculty of finance, Cass business school, London, United Kingdom.

- **Les conférences :**

1. David Durand, (1952): Costs of debt and equity funds for business: trends and problems of measurement, In: Conference on research in business finance, NBER.
2. Shahar Wan Shahdila Shah et al, (2015): A review of capital structure theories: Trade-off theory, pecking order theory, and market timing theory, In Proceeding of the 2nd International Conference on Management and Muamalah, Selangor, Malaysia, 16th- 17th November.

- **Les sites internet :**

1. https://elmouchir.caci.dz/index.php
2. https://sidjilcom.cnrc.dz/web

قـــــــائمة الملاحق

الملحق رقم 01: ملخص الدراسات السابقة

الدراسة	مجتمع/عينة الدراسة	متغيرات الدراسة وطرق حسابها
دراسة Sumit K & Majumdar (1997) بعنوان: The impact of size and age on firm-level performance: some evidence from India.	**مؤسسات هندية.**	**المتغير التابع:** • الإنتاجية= نسبة القيمة المضافة إلى قيمة المنتج. • الربحية= العائد على المبيعات. **المتغيرات المستقلة:** • الرفع المالي= الديون/حقوق الملكية • الحجم= اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي المبيعات. • سياسة التنويع= عدم وجود تنويع=0، خطوط متعددة من الأنشطة ذات الصلة=1، المؤسسة متنوعة على نطاق واسع جدا=2. • هيكل الأصول= الأصول الثابتة/ إجمالي الأصول. • السيولة= النقدية/ الخصوم المتداولة. • معد النمو= التغير في المبيعات.
دراسة Ibrahim el-sayed Ebaid (2009) بعنوان: The impact of capital structure choice on firm performance: empirical evidence from Egypt.	**المؤسسات المصرية المدرجة في بورصة مصر.**	**المتغير التابع:** • العائد على المبيعات ROS= الربح الإجمالي/ المبيعات. • العائد على الأصول ROA= صافي الربح /إجمالي الأصول. • العائد على حقوق الملكية ROE= صافي الربح/ إجمالي حقوق الملكية. **المتغيرات المستقلة:** • نسبة الديون قصيرة الأجل= الديون قصيرة الأجل/ إجمالي الأصول. • نسبة الديون طويلة الأجل= الديون طويلة الأجل/ إجمالي الأصول. • نسبة المديونية الكلية= إجمالي الديون/ إجمالي الأصول. **المتغير الضابط:** • حجم المؤسسة= لوغاريتم مجموع الأصول.
Khanam Farida et al (2014) بعنوان: **Impact of capital structure on firm's financial performance:**	**المؤسسات الباكستانية الناشطة في قطاع الأغذية.**	**المتغير التابع:** • العائد على المبيعات ROS= الربح الإجمالي/ المبيعات.

Evidence from food sector of Pakistan		• العائد على الأصول ROA= صافي الربح /إجمالي الأصول. • العائد على حقوق الملكية ROE= صافي الربح/ إجمالي حقوق الملكية. • ربحية السهم= (صافي الربح–الأرباح المفضلة) / عدد الأسهم العادية. • العائد على الأموال المستخدمة= صافي الدخل/ متوسط إجمالي رأس المال المستخدم **المتغيرات المستقلة:** • نسبة الديون طويلة الأجل= الديون طويلة الأجل/ إجمالي الأصول. • نسبة الديون قصيرة الأجل= الديون قصيرة الأجل/ إجمالي الأصول. • نسبة المديونية الكلية= إجمالي الديون/ إجمالي الأصول. • نسبة الديون إلى حقوق الملكية= إجمالي الديون/ حقوق الملكية.
دراسة 234. Panagiotis Liargovas and Konstantinos Skandalis (2010) بعنوان: Factor affecting firms' performance: The case of Greece.	**مؤسسات صناعية يونانية.**	**المتغير التابع:** • العائد على المبيعات= • العائد على الأصول ROA= صافي الربح بعد الضريبة/إجمالي الأصول. • العائد على حقوق الملكية ROE= صافي الربح بعد الضريبة/حقوق الملكية. **المتغيرات المستقلة:** • الرفع المالي= إجمالي الديون/ إجمالي حقوق الملكية. • السيولة= الأصول المتداولة/ الخصوم المتداولة. • هيكل الأصول= الأصول الثابتة/ إجمالي الأصول. • الاستثمار= الاستثمارات الصافية/ إجمالي الأصول. • الحجم= العدد الإجمالي لعمال المؤسسة. • العمر= عدد السنوات منذ تأسيس المؤسسة.

دراسة Joseph Muchiri Mwangi (2016) بعنوان: Effect of financial structure on financial performance of firms listed at East Africa security exchanges.	المؤسسات المدرجة في الأسواق المالية لدول شرق إفريقيا (نيروبي، رواندا، أوغندا، دار السلام).	**المتغير التابع:** • العائد على الأصول ROA= صافي الربح بعد الضريبة/إجمالي الأصول. • العائد على حقوق الملكية ROE= صافي الربح بعد الضريبة/حقوق الملكية. **المتغيرات المستقلة:** • المديونية قصيرة الأجل SD= الديون قصيرة الأجل/إجمالي الأصول. • المديونية طويلة الأجل LD= الديون طويلة الأجل/إجمالي الأصول. • نسبة الأرباح المحتجزة RE= الأرباح المحتجزة/ إجمالي الأصول. • نسبة حقوق الملكية E= حقوق الملكية/إجمالي الأصول. • معدل نمو الناتج المحلي الإجماليGDPR .
دراسة أمينة حمادة (2018) بعنوان: "أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي للمؤسسة دراسة تطبيقية على المؤسسات الاقتصادية الجزائرية للفترة 2010-2016".	المؤسسات الصناعية العمومية الجزائرية.	**المتغير التابع: الأداء المالي** • العائد على الأصول ROA= صافي الربح بعد الضريبة/إجمالي الأصول. • العائد على حقوق الملكية ROE= صافي الربح بعد الضريبة/حقوق الملكية. **المتغيرات المستقلة:** • معدل المديونية قصيرة الأجل= الديون قصيرة الأجل/ إجمالي الأصول. • معدل المديونية طويلة الأجل= الديون طويلة الأجل/ إجمالي الأصول. • نشاط المؤسسة= المبيعات / الأصول الثابتة. • سيولة المؤسسة= الأصول المتداولة/ الخصوم المتداولة. • هيكل الأصول= الأصول الثابتة/ إجمالي الأصول. • حجم المؤسسة= اللوغاريتم النيبيري لإجمالي الأصول. • نمو المؤسسة= (إجمالي أصول السنة الحالية- إجمالي أصول السنة الماضية) / إجمالي أصول السنة الماضية

دراسة يمينة مسراتي وعبد الوهاب رميدي (2019) بعنوان: "أثر محددات الهيكل التمويلي على الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الجزائر: دراسة قياسية للفترة 2011-2017".	**المؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الجزائر**	**المتغير التابع: الأداء المالي** • العائد على الأصول= صافي الربح بعد الفائدة والضريبة/ إجمالي الأصول. **المتغيرات المستقلة:** • نسبة المديونية= إجمالي الديون/ إجمالي الأصول. • حجم المؤسسة= اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول. • سيولة المؤسسة= الأصول المتداولة/ إجمالي الأصول. • النمو= التغير السنوي في إجمالي الأصول.
دراسة Nirajini A and Priya K.B (2013) بعنوان: "Impact of capital structure on financial performance of the listed trading companies in Sri Lanka".	المؤسسات التجارية المدرجة في سيريلانكا.	**المتغيرات التابعة:** • العائد على الأصول ROA. • العائد على حقوق الملكية ROE. • هامش الربح الإجمالي GPM. • هامش صافي الربح NPM. • العائد على رأس المال العامل ROCE. **المتغيرات المستقلة:** • نسبة الديون إلى إجمالي الأصول. • نسبة الديون إلى حقوق الملكية. • نسبة الاستدانة طويلة الأجل.
دراسة Narendar V.Rao et al (2007) بعنوان: "Capital structure and financial performance : Evidence from Oman"	مؤسسات أردنية	**المتغيرات التابعة:** • العائد على الأصول. • العائد على حقوق الملكية. • هامش الربح التشغيلي. • هامش صافي الربح. • ربحية السهم. **المتغير المستقل:** • نسبة المديونية= إجمالي الديون/ إجمالي الأصول. **المتغيرات الضابطة:** • معدل دوران الأصول. • نسبة السيولة. • حجم المؤسسة= اللوغاريثم الطبيعي لإجمالي المبيعات

		• عمر المؤسسة= عدد السنوات منذ تسجيل المؤسسة إلى سنة المشاهدة. • التنويع= قيمة 1 للتنويع، قيمة 0 عدم التنويع. • كثافة هيكل أس المال= الأصول الثابتة/ إجمالي الأصول.
دراسة الكبيسي عبد الستار والقضاة مصطفى (2015) بعنوان: "أثر النسب المالية على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة الصناعية المدرجة في بورصة عمان المالي 2005-2011".	شركات المساهمة العامة الصناعية الأردنية.	**المتغير التابع:** • العائد على الأصول= صافي الدخل/ مجموع الأصول. • العائد على حقوق الملكية= صافي الدخل/ حقوق الملكية. • العائد على القيمة السوقية= صافي الربح للسهم الواحد/ سعر الإغلاق للسهم • العائد على المبيعات= صافي الدخل/ حقوق المبيعات **المتغير المستقل:** • حجم المؤسسة= قيمة إجمالي المبيعات. • عمر المؤسسة= عدد السنوات منذ تأسيس المؤسسة حتى سنة 2011. • نسبة المديونية= مجموع الديون/مجموع الأصول. • نسبة التداول (السيولة)= مجموع الأصول المتداولة/ مجموع الخصوم المتداولة. • رضا عملاء المؤسسة= معدل نمو المبيعات. • إنتاجية المؤسسة= معدل دوران الأصول= إجمالي المبيعات/ إجمالي الأصول. • درجة الرفع= الأرباح قبل الفائدة والضريبة/ الأرباح قبل الضريبة.

الملحق رقم 02: قاعدة البيانات

Company	Year	FI	TD	LD	Size	GRW	LIQ	Tang	ROA	ROE	ROS
1	2011	0,013809	0,98619099	0,54589501	9,08231886	0,29095202	0,14319493	0,93695185	-0,00084701	-0,06133802	-0,00586974
1	2012	0,005951	0,99404858	0,56483042	9,09437322	0,87620228	0,54782049	0,7648655	-0,00747957	-1,25677015	-0,02691006
1	2013	0,150599	0,84940082	0,47914011	9,12769843	-0,1974631	0,37704511	0,86039501	-0,00655784	-0,04354500	-0,05827195
1	2014	0,143028	0,85697213	0,45138431	9,1536145	-0,0242806	0,49475831	0,79933205	0,001152652	0,008058935	0,005114176
1	2015	0,107859	0,89214144	0,36643159	9,24416804	0,99504487	0,65718157	0,65451318	0,005728733	0,053113385	0,017831321
1	2016	0,213451	0,78654908	0,31285788	9,31281385	0,22060897	0,86653596	0,58952954	0,007020193	0,032889025	0,021670536
1	2017	0,151039	0,84896086	0,24803296	9,47869005	0,09457858	0,93785066	0,43641937	0,005351795	0,035433168	0,02216833
1	2018	0,134231	0,86576855	0,12934869	9,4332725	0,30869375	0,73044513	0,4620857	0,010368661	0,077244647	0,029140491
1	2019	0,866588	0,13341245	0,00975275	9,81491761	0,09367256	0,90213209	0,88844262	0,000507035	0,000585094	0,004121999
1	2020	0,854901	0,14509934	0,01238795	9,81757659	2,72328281	0,86344192	0,88541142	-0,006021	-0,00704292	-0,00489491
2	2011	0,262407	0,73759304	0,04064379	9,60613012	0,36480555	0,77393943	0,4606035	0,006940692	0,026450108	0,019563322
2	2012	0,196041	0,80395894	0	9,73316813	1,13451407	0,76808199	0,38249362	0,003479191	0,017747254	0,005971052
2	2013	0,18665	0,81334967	0,31241598	9,77730084	0,05969201	1,28370948	0,35694667	0,003158334	0,01692113	0,005716032
2	2014	0,157713	0,84228722	0,36392031	10,1519795	0,01713235	1,44047813	0,31092293	0,001640482	0,010401705	0,006180233
2	2015	0,181505	0,81849537	0,57437266	9,81902789	0,13981527	2,4727093	0,39635552	0,00317179	0,017474979	0,008148236
2	2016	0,196819	0,80318114	0,43322884	9,77157581	-0,0598918	0,30343813	0,88774237	0,003400563	0,017277629	0,004637755
2	2017	0,094236	0,90576381	0,33319159	10,1119448	0,45361579	0,74358457	0,57424413	0,000525831	0,005579929	0,016757975
2	2018	0,114449	0,88555124	0,16878788	10,0396236	-0,0858512	1,19509119	0,14340242	0,003137547	0,027414423	0,007902471
2	2019	0,183183	0,81681656	0,34260209	9,83733068	-0,0651614	1,66548091	0,21020486	0,010793814	0,058923524	0,017296482
2	2020	0,192652	0,80734787	0,20487527	9,84016983	0,24800768	1,36071689	0,18020535	0,012107203	0,062844896	0,015054945
3	2011	0,578214	0,42178608	0,24275189	9,2549008	-0,9988328	1,75768331	0,6853146	0,106380899	0,183981905	0,198884807
3	2012	0,738682	0,26131796	0,05442719	9,25790943	0,39283878	1,5156684	0,6864222	0,160526462	0,217314693	0,310770698
3	2013	0,807089	0,19291115	0,00412367	9,31055476	1,40849909	2,04057351	0,61476527	0,152735679	0,189242708	0,336650705
3	2014	0,819721	0,18027939	0,00373368	9,39431225	1,27379085	2,85534419	0,49590123	0,154196411	0,188108496	0,000397407

3	2015	0,843814	0,15618625	0,00328442	9,47475787	2,29502932	3,71864896	0,43141178	0,162699083	0,192813973	0,406963282
3	2016	0,860755	0,13924489	0,00047074	9,54308143	2,43891585	3,77249947	0,47647457	0,139775393	0,162386945	0,382923214
3	2017	0,710691	0,28930864	4,674E-06	9,56795276	2,90639104	1,99405861	0,42311093	0,168742495	0,237434285	0,400184356
3	2018	0,851136	0,14886419	0,01117727	9,59560444	0,90038474	2,44873479	0,38746738	0,184283972	0,216515356	0,426790153
3	2019	0,87643	0,12356956	0,01274115	9,67859176	1,70721403	3,37059477	0,2939571	0,173339433	0,197778883	0,45295228
3	2020	0,81174	0,18825993	0,01630367	9,55938803	1,45162021	3,67424801	0,36819004	0,211373232	0,260395218	0,457910034
4	2011	0,685914	0,31408601	0,70379674	9,04509236	-0,3052583	-0,6439668	0,74903922	0,032625215	0,047564586	-0,15591782
4	2012	0,690644	0,30935588	0,62364189	9,06385122	0,72802447	-0,8810007	0,72311382	0,033726673	0,04883365	0,10294327
4	2013	0,102905	0,89709537	0,6635571	9,03996505	-0,0429023	1,10396315	0,74218236	-0,07800544	-0,75803628	-0,21541440
4	2014	0,101192	0,89880833	0,57871547	9,08649306	0,06320013	1,14541713	0,63336015	0,008232581	0,08135631	0,014044847
4	2015	0,094481	0,90551887	0,47685023	9,12525613	-0,0181111	0,9371431	0,59827615	0,001930523	0,020432898	-0,05754641
4	2016	0,096763	0,90323702	0,50604891	9,11926647	0,32071083	1,08314668	0,56978701	0,000969245	0,010016689	0,029826869
4	2017	0,113733	0,88626715	0,51856844	9,14590003	0,0136119	1,33588958	0,50879513	0,02272567	0,19981623	0,055594329
4	2018	0,009457	0,99054314	0,06414265	9,18747152	-0,2198743	0,42953846	0,60207536	-0,09389408	-2,92867489	-0,30857936
4	2019	0,102454	0,89754585	0,53964054	9,26414289	-0,8744824	0,30173117	0,89200881	-0,29000749	-2,83060755	-1,33119627
4	2020	-0,18803	1,18802756	0,74068324	9,15535377	1,22345242	0,21008611	0,90601917	-0,31964659	1,699998585	-0,54496552
5	2011	0,240158	0,75984153	0	8,04278801	1,28891289	0,46207722	0,64889454	0,118942105	0,495265078	0,063903611
5	2012	0,118157	0,88184311	0,63034309	8,4922336	-0,022484	0,47087859	0,88157402	0,032836594	0,277906733	0,043543449
5	2013	0,100767	0,89923275	0,69470452	8,67100297	-0,2710856	0,82437066	0,83139293	0,001346181	0,013359311	0,043347818
5	2014	0,083113	0,91688661	0,54294304	10,7452812	1,1563244	0,83598722	0,68738795	-1,8127E-05	-0,00021809	-0,00239637
5	2015	0,081702	0,91829803	0,4374317	10,8173431	1,26438356	0,95210242	0,54216601	0,005651403	0,069170957	0,009512336
5	2016	0,078761	0,9212389	0,29595289	8,87369747	-0,9982213	0,90706319	0,43282608	0,007001804	0,088899267	0,072787267
5	2017	0,114035	0,88596532	0,2803072	8,75472073	0,50944942	0,78797249	0,52275806	0,010946604	0,095993638	0,069080949
5	2018	0,055827	0,94417343	0,28990074	8,72906491	0,54368481	0,77127375	0,49537665	-0,06514763	-1,1669647	-0,19386208
5	2019	-0,05369	1,05368538	0,14554615	8,70451852	-0,5737559	0,59169136	0,46266186	-0,11275815	2,100351183	-0,74380876
5	2020	-0,04443	1,04443419	0,07843217	8,73710397	-0,1787963	0,5961134	0,42415325	0,005370542	-0,12086507	0,057983067
6	2011	0,479726	0,50359482	0	8,3394287	0,02745539	1,94284283	0,02159441	0,16794315	0,350081123	0,223958513

6	2012	0,714942	0,28271611	0	8,17835024	-0,7866368	3,28261873	0,07195081	0,002878926	0,004026794	0,039258246
6	2013	0,638047	0,34024594	0	8,15472325	-0,1569125	2,81048521	0,04374381	0,006459507	0,010123875	0,017569353
6	2014	0,608255	0,27882622	0	8,22188467	-0,8193211	3,32698289	0,07234993	0,062390141	0,102572345	0,082338317
6	2015	0,771488	0,20239144	0	8,12266835	1,4665457	4,89857023	0,00857131	0,046454504	0,060214154	0,065433249
6	2016	0,866544	0,12501738	0	8,10079821	-0,089012	3,1545227	0,10556034	0,058851454	0,067915104	0,080516157
6	2017	0,843145	0,15685534	0	8,07771496	-0,5816175	4,77051695	0,25171895	0,015423101	0,018292354	0,021165498
6	2018	0,850555	0,15710775	0,00822019	8,08511792	0,01968812	2,61819251	0,01463352	0,207031164	0,243407182	0,02803669
6	2019	0,335762	0,67218734	0,00852782	8,06916197	0,49934696	1,45386929	0,0351258	0,054849745	0,163358986	0,07412128
6	2020	0,34469	0,65860965	0,00853282	8,06890739	-0,4504083	1,49283571	0,02954209	0,021863304	0,063428947	0,029588212
7	2011	0,410376	0,58962401	0,0301879	9,72775639	1,15243302	1,44609099	0,19100447	0,092614379	0,225681771	0,088363201
7	2012	0,520734	0,47926626	0,03843123	9,75330047	0,1775942	1,84119656	0,18833606	0,126159143	0,24227188	0,109313809
7	2013	0,564862	0,43513774	0,04596048	9,73067324	-0,0337026	2,07411725	0,19280075	0,237982641	0,421310921	0,195090486
7	2014	0,050385	0,94961525	0,04196887	9,76565839	-0,0012238	0,89478351	0,18785299	0,201764981	2,004484959	0,186131707
7	2015	0,472766	0,5272336	0,03115202	9,78409988	0,05802168	1,62663803	0,19305484	0,183242689	0,387596685	0,176806972
7	2016	0,529858	0,47014207	0,07547264	9,61083316	-0,3643292	1,85775021	0,26680277	0,098387676	0,185686899	0,081711607
7	2017	0,507471	0,49252931	0,05737895	9,72983019	-0,8772433	1,80750294	0,21346444	0,001794103	0,003535382	1,915652805
7	2018	0,514547	0,48545254	0,06026508	9,79248222	3,71726012	1,70597682	0,27464004	0,230558275	0,448079711	0,260250289
7	2019	0,530112	0,46988753	0,01027119	9,87095567	0,19642331	1,60526174	0,26219547	0,293068814	0,552842705	0,317916232
7	2020	0,566374	0,43362568	0,10299431	9,83628717	0,02355617	2,1290489	0,29606965	0,309632366	0,546692097	0,30169285
8	2011	0,04454	0,95546014	0,80204454	8,60726374	0,24216298	1,01947018	0,84359737	-0,00110678	-0,02484933	-0,05777184
8	2012	0,076626	0,92337387	0,83792264	8,60603607	1,99999972	2,60073522	0,77776399	0,035553276	0,463983698	0,000877586
8	2013	0,076626	0,92337387	0,01985393	8,60603607	0,01198778	0,24596691	0,77776399	0,035553276	0,463983698	0,00086719
8	2014	0,122787	0,87721299	5,3111E-05	10,6468998	0,09567576	0,46454603	0,59251886	0,003978723	0,032403453	0,012500851
8	2015	0,140671	0,85932862	0,06867033	10,5916733	-0,8953982	0,57001058	0,54931641	-0,03057898	-0,21737874	-0,62908546
8	2016	0,201924	0,7980763	0,00641365	10,5292961	0,00104121	0,54242981	0,57057858	0,039524853	0,195741527	0,721840894
8	2017	0,266143	0,73385678	0,60143507	8,46104223	-0,8909942	2,93179591	0,61176657	0,029855495	0,112178303	0,114751966
8	2018	0,023654	0,976346	0,06224276	9,30509712	-0,3996961	1,00807198	0,07851813	-0,01445789	-0,61122412	-0,18226276

8	2019	0,895056	0,1049436	0	6,13172065	-0,8417903	3,40460996	0,3278772	0,624157694	0,697338951	0,043001786
8	2020	0,937972	0,06202799	0	6,63354763	0,57573098	4,28507435	0,05189751	0,19108702	0,203723586	0,026854736
9	2011	0,000504	0,99949634	0,00017534	9,96992208	0,15681218	0,7629305	0,23758753	-0,05666299	-2,50323637	-0,72209
9	2012	0,000541	0,99945906	0,0001752	9,9214156	0,23453327	0,75705528	0,24348687	-0,02223456	-2,10377336	-2,46223
9	2013	0,543121	0,45687925	0,10752114	9,91398492	0,02260404	2,11600403	0,26075682	-0,00715151	-0,01316745	-0,00133870
9	2014	0,539629	0,46037129	0,12287799	9,93148507	0,01661801	2,22736087	0,24828064	0,017958247	0,033278894	0,029055138
9	2015	0,500367	0,49963301	0,07483606	9,94327122	-0,2243137	1,80974898	0,23122415	-0,02481387	-0,04959134	-0,01849785
9	2016	0,572891	0,42710864	0,03876328	9,90364693	0,43652953	2,00133257	0,22279177	0,130059669	0,22702327	0,11776713
9	2017	0,748436	0,2515641	0,04378517	9,87122491	-0,5339342	3,84835394	0,20039313	0,01763861	0,023567295	0,035397351
9	2018	0,805144	0,19485644	0,02739798	9,91112029	1,92804602	4,10606383	0,14494643	0,039542619	0,049112507	0,028156998
9	2019	0,906428	0,09357245	0,01411911	10,2165162	-0,7172682	5,38237655	0,57235221	0,013170843	0,014530498	0,077478338
9	2020	0,865611	0,1343889	0,01410063	10,2547671	0,77000181	3,94943202	0,52492965	0,036111208	0,041717588	0,11432438
10	2011	0,458651	0,54134872	0,03839101	11,4194214	0,20286204	1,98686821	0,0006893	0,044579153	0,097196183	-0,00510688
10	2012	0,597606	0,40239439	0,04779511	11,3655355	0,18880339	1,43515595	0,49109474	0,082675132	0,138343968	0,002818817
10	2013	0,764319	0,23568078	0,11829319	11,3284601	0,06742693	3,19610526	0,62481688	0,11814949	0,154581341	-0,00198588
10	2014	0,669356	0,3306435	0,06656	11,4484082	-0,0568145	1,94937724	0,48520163	0,091955077	0,137378328	-0,00131444
10	2015	0,336376	0,66362376	0,03490511	11,8149727	0,00629992	0,78870471	0,50412664	0,050756265	0,150891351	-0,00221265
10	2016	0,66533	0,33467013	0,04024138	11,5528315	0,07901036	1,82396203	0,46297313	0,055673693	0,083678331	-0,00180582
10	2017	0,571159	0,42884061	0,04512333	11,6634268	0,01981336	1,38957483	0,46679613	0,055406466	0,097007011	-0,00157696
10	2018	0,599689	0,40031063	0,07597876	11,6600015	-0,0711081	1,45566484	0,5278815	0,026195137	0,043681176	-0,00098735
10	2019	0,599828	0,40017191	0,06822393	11,6765999	-0,037192	1,40552371	0,53343924	0,02262598	0,037720775	-0,00074290
10	2020	0,553217	0,44678277	0,06577865	11,7065791	0,00328796	0,97104894	0,63002636	0,020994479	0,037949792	-0,00075749
11	2011	0,888965	0,11103483	0,01362335	9,77502749	0,05155496	4,88531714	0,32929109	0,094499806	0,106303158	0,134817505
11	2012	0,816278	0,18372153	0,06962069	9,85068457	1,33839792	4,95770823	0,32022049	0,814840209	0,998238026	0,013331863
11	2013	0,843525	0,1564755	0,06771938	9,87691388	-0,8725515	4,26372025	0,00027587	0,086379257	0,102402784	0,120914734
11	2014	0,761775	0,23822485	0,08382744	9,98112542	0,23312764	4,71875135	0,27143701	0,102810295	0,134961471	0,151902902
11	2015	0,743027	0,25697272	0,10373452	10,0351595	0,32594821	3,52400801	0,00027279	0,10172762	0,13690967	0,122196243

11	2016	0,78451	0,21549008	0,10414145	10,0546053	-0,020042	6,4039427	0,28692975	0,089891665	0,11458321	0,115482786
11	2017	0,812894	0,18710647	0,09627249	10,0598767	-0,1825267	4,86872275	0,19441865	0,065005184	0,079967648	0,100885648
11	2018	0,789085	0,21091464	0,07690666	10,1017941	0,33333654	6,23240078	0,16480857	0,063640462	0,080650922	0,084490585
11	2019	0,856204	0,14379551	0,06584392	10,0985172	-0,1852422	4,42662058	0,10927676	0,076770133	0,089663316	0,124319574
11	2020	0,856863	0,14313699	0,06105712	10,1275149	-0,0573866	4,6776536	0,12357953	0,059688074	0,069658829	0,114136662
12	2011	0,472627	0,52737319	0,01217031	9,82233409	0,04689891	0,82768418	0,57357473	0,034462887	0,072917758	0,023317098
12	2012	0,536865	0,46313516	0,00998426	9,81959735	0,14900742	0,88943365	0,59695234	0,086221817	0,160602466	0,061677695
12	2013	0,486116	0,51388379	0,00726016	9,93248931	-0,262331	0,99866043	0,49405503	0,021665105	0,044567749	0,721322309
12	2014	0,447553	0,55244735	0,00827715	9,97836538	0,66284909	0,86975104	0,5267074	0,103974689	0,232318342	0,084679929
12	2015	0,63189	0,36811045	0,00590139	10,17101	0,01854376	0,77319386	0,71994218	0,000258364	0,000408875	0,010684139
12	2016	0,5881	0,41190013	0,00805329	10,2009123	1,48924143	0,68105579	0,72495777	0,001517308	0,002580018	0,004563542
12	2017	0,467465	0,53253503	0,00787428	10,2702431	-0,0539856	0,66246902	0,6524285	0,033861148	0,072435691	0,019406831
12	2018	0,421648	0,57835163	0,00981214	10,2622699	-0,0072734	0,61453902	0,65061031	0,054478	0,129202444	0,030836649
12	2019	0,443007	0,55699254	0,03588247	10,2473717	-0,4438889	0,71803867	0,62582282	0,006643726	0,014996871	0,073273422
12	2020	0,535559	0,4644413	0,03110354	10,3126204	0,10314934	1,12735629	0,51147395	-0,05753853	-0,10743647	-0,04955278
13	2011	-0,22634	1,22633964	0,07423367	9,7092529	0,39260375	0,50688515	0,41601459	0,011284012	-0,04985433	-0,09645445
13	2012	0,864612	0,13539571	0,02987455	9,69485541	-0,2426612	4,65005104	0,40380002	0,01318862	0,015253811	-0,40551296
13	2013	0,515195	0,15140337	0,07438104	9,38896209	-0,3274871	3,0322553	0,76644863	-0,07272644	-0,14116283	-0,81556877
13	2014	0,754946	0,2450536	0,19223186	9,38930876	0,1785	4,32335781	0,77163273	-0,11222908	-0,14865835	-0,67960028
13	2015	0,547524	0,4524763	0,31685715	9,47173803	-0,1426185	1,52419305	0,79329023	-0,07649416	-0,13970932	-0,80101169
13	2016	0,434709	0,56529058	0,38430307	9,5069799	-0,0009596	1,02104705	0,81520324	-0,06897583	-0,15867112	-0,78409066
13	2017	0,402963	0,59703555	0,38534649	9,48664014	-0,0580071	0,76786701	0,83745096	-0,05175209	-0,12842876	-0,59588559
13	2018	0,358789	0,64121052	0,37914466	9,49993441	-0,1310002	0,5758318	0,84909415	-0,03102178	-0,08646234	-0,42386078
13	2019	0,328581	0,67141919	0,47291669	9,4939847	-0,1560206	0,75042913	0,85103794	-0,03513629	-0,10693349	-0,56103674
13	2020	0,52314	0,47686023	0,31280079	9,65109829	-0,5799399	0,51191992	0,9160147	-0,02327613	-0,04449314	-1,27053890
14	2011	0,337732	0,66226811	0,12394089	8,78783672	0,1999083	0,78903314	0,57524198	0,019754446	0,058491504	0,014706766
14	2012	0,314507	0,68549251	0,11817995	8,81465995	0,01239703	0,59547932	0,6621771	-0,00320286	-0,01018375	-0,00425456

14	2013	0,293849	0,70615067	0,08366545	8,85939514	0,07778652	0,69265535	0,56883228	0,010125507	0,034458158	0,014638864
14	2014	0,292065	0,70793457	0,10135667	8,91963816	0,09768432	0,83370312	0,49429411	0,040367961	0,138215469	0,037192479
14	2015	0,316473	0,68352672	0,07796978	8,91804864	-0,1014513	0,78714289	0,52334016	0,023336926	0,073740589	0,020529731
14	2016	0,300219	0,69978125	0,03852579	8,94851224	0,11921222	0,79473367	0,47447802	0,002161984	0,007201363	0,009131407
14	2017	0,269878	0,73012152	0,05342365	9,00821104	0,09834147	0,76145301	0,48472638	0,016580829	0,061438128	0,01249619
14	2018	0,523905	0,47609525	0,05772909	8,98161936	0,11330907	1,15722707	0,51585536	0,056195722	0,107263241	0,042672714
14	2019	0,52338	0,47661973	0,0383978	9,02337857	0,13260223	1,08550363	0,52430851	0,047514493	0,090783881	0,038611068
14	2020	0,523049	0,47695057	0,02980945	9,02564867	-0,9117419	1,1842981	0,47045162	0,002397777	0,004584227	0,027827753
15	2011	0,255752	0,74424754	0,21421999	10,8791862	0,22464915	0,91475872	0,30538499	-0,01509478	-0,03763957	-0,05712163
15	2012	0,20871	0,79129038	0,2242134	10,9185046	-0,1066103	0,80853691	0,34467726	-0,01921403	-0,05535450	0,092657485
15	2013	0,166052	0,83394774	0,02306031	10,147267	-0,7471741	1,22761198	0,00454488	0,030443871	0,183339091	0,122807867
15	2014	0,112077	0,8879229	0,02558876	10,199492	-0,5845552	1,15402902	0,00484138	-0,03516086	-0,31372036	-0,42589772
15	2015	0,148673	0,85132721	0,18229606	11,099445	1,89462884	1,11980347	0,2508166	-0,08529833	-0,57373194	-1,20778285
15	2016	0,070528	0,92947217	0,25488722	11,1842068	0,23294156	1,12721691	0,23959644	-0,05178434	-0,73423983	-0,73193774
15	2017	0,054592	0,94540823	0,37588401	11,1850336	0,25337681	1,29500951	0,26246072	-0,01981907	-0,36304131	-0,20117767
15	2018	0,021362	0,97863838	0,53072948	10,9303699	-0,3329786	1,13183706	0,4930401	-0,06261435	-2,93116192	-0,58411817
15	2019	0,501188	0,49881165	0,24044632	11,2778861	0,06144891	0,86524024	0,77645192	-0,04465742	-0,08910307	-0,87793909
15	2020	0,450574	0,54942648	0,25063397	11,2731666	-0,2449623	0,69491787	0,79236374	-0,05609095	-0,12448789	-1,43709213
16	2011	-2,5324	3,53240173	0,06947359	9,44290339	0,16467299	0,10514119	0,63590362	-0,01837228	0,007254884	-0,09866356
16	2012	0,754855	0,2451452	0,08540723	9,4442465	0,07295133	2,28501112	0,63499694	-0,06749674	-0,08941685	-0,33412668
16	2013	0,462558	0,52897547	0,35079995	9,57792397	-0,4386742	2,52951126	0,54930302	-0,09230527	-0,19955395	1,100366357
16	2014	0,403358	0,38034465	0,35733813	9,58424653	-0,9990383	4,6953302	0,75393765	-0,05251510	-0,13019490	-1,73573932
16	2015	0,354477	0,64552326	0,36088345	9,58748416	1,78901348	0,785358	0,7765	-0,03800598	-0,10721715	-0,46747677
16	2016	0,295233	0,70476679	0,36163183	9,5794976	0,31512142	0,742674	0,7452	-0,02941520	-0,09963379	-0,27067716
16	2017	0,27526	0,72473962	0,37238797	9,56641014	0,08191423	0,70258307	0,7524437	-0,02900509	-0,10537329	-0,23884915
16	2018	0,274508	0,72549231	0,38208779	9,55603133	0,53927596	0,72125879	0,75231647	0,000698744	0,002545443	0,003664686
16	2019	0,260342	0,73965754	0,39843961	9,55361042	-0,0143818	0,72890209	0,75128554	-2,00560750	-1,70372787	-0,06964633

16	2020	0,493145	0,50685476	0,27791433	9,71072686	0,14129362	0,75627949	0,82685704	-0,01242926	-0,02520405	0,082406509
17	2011	0,088555	0,91144471	0	8,74563821	0,04039801	0,20374648	0,81429635	-0,00197467	-0,02229874	-0,02497143
17	2012	0,031585	0,96841523	0,63010351	9,17982129	0,60446342	0,11727499	0,9603245	-0,00100125	-0,03170061	-0,02137526
17	2013	0,026941	0,97305859	0,55278905	11,2470488	1,37324799	2,35698213	0,0094322	-1,1410306	-0.0423521	-0,02446414
17	2014	0,493609	0,50639069	0,48497299	11,2500054	-0,4953443	4,18224291	0,910426	-0,00010908	-0,00022098	-1,78352965
17	2015	0,368287	0,63171278	0,5575544	9,44777311	0,19025876	1,15973374	0,91399602	0,016189618	0,043959217	0,094084266
17	2016	0,371859	0,62814078	0,56947744	9,50962336	-0,5253991	1,06690434	0,93741184	-0,05463522	-0,14692449	-0,63589859
17	2017	0,412921	0,58707892	0,51318266	9,49274669	1,4227003	1,70816287	0,87377315	0,016132713	0,039069726	0,064018091
17	2018	0,482552	0,51744762	0,43134031	9,4090359	-0,055044	1,05880344	0,90882929	-0,02673562	-0,05540459	-0,09255786
17	2019	0,571143	0,42885652	0,33411211	9,34014009	-0,3067742	0,90373597	0,91437606	-0,03680279	-0,06443704	-0,15683492
17	2020	0,321936	0,67806417	0,24368212	9,29980649	0,46422991	0,33429538	0,85478809	-0,00277725	-0,00862674	-0,00712116
18	2011	0,792581	0,20741887	0,11466782	9,4911069	0,04641349	4,52609786	0,30194647	0,050601127	0,063843467	0,099818159
18	2012	0,781104	0,21889619	0,13513921	9,51457214	-0,1163916	4,17028423	0,39943863	0,030210059	0,038676113	0,074263181
18	2013	0,743601	0,25639936	0,13165574	9,5847414	0,37377466	3,39288429	0,32727211	0,079032538	0,106283579	0,160742295
18	2014	0,813043	0,18695708	0,09290066	9,57921044	-0,1874822	4,47179421	0,29722976	0,074043359	0,091069435	0,183036362
18	2015	0,446976	0,55302445	0,05703108	9,86230456	0,06364889	1,39774123	0,30672963	0,023486669	0,052545758	0,104528507
18	2016	0,36687	0,63313046	0,04962113	10,0003897	-0,9786973	1,51361332	0,11679251	0,044464991	0,121201097	1,723164156
18	2017	0,376787	0,62321326	0,05839363	10,0025488	-0,3219954	1,56449505	0,11634248	0,0460787	0,122293848	1,687136921
18	2018	0,372762	0,62723819	0,06026087	10,0181849	1,98366194	1,54956108	0,12143401	0,044554417	0,119525165	0,613013481
18	2019	0,787588	0,21241247	0,15274888	9,70070289	-0,7247464	4,69287589	0,24269748	0,098399949	0,124938429	1,439004397
18	2020	0,741028	0,25897164	0,14353907	9,73857364	1,06382131	3,72023385	0,22426613	0,085609929	0,115528546	0,013467502
19	2011	0,200117	0,79988315	0,58818495	8,79489858	-0,1640119	1,36911193	0,71016147	-0,08026631	-0,40109723	-0,26053327
19	2012	0,072018	0,92798166	0,73385351	8,76302142	0,00532409	1,32207968	0,74334712	-0,14333956	-1,99032036	-0,43082045
19	2013	-0,06093	1,06092716	0,71470554	8,77831792	0,14892516	0,8720199	0,69808786	-0,13045305	2,14113147	-0,35286260
19	2014	-0,1767	1,17669853	0,76043189	8,7640748	-0,0538774	0,71266161	0,70334274	-0,11374007	0,643695674	-0,31468377
19	2015	-0,22499	1,22498903	0,79136903	8,77948519	0,27094208	0,76050983	0,67022773	-0,05445048	0,242013961	-0,12281456
19	2016	0,027539	0,97246134	0,61823757	8,95243547	-0,2958071	1,31869218	0,53288789	-0,07207833	-2,61735067	-0,34380232

19	2017	-0,01014	1,01013662	0,61376538	8,98148191	0,12987462	0,52386681	0,79235426	-0,03589368	2,540991621	-0,16200869
19	2018	0,037471	0,96252947	0,57623339	9,10701236	1,46122241	1,11045898	0,57103405	-0,02295565	-0,61263223	-0,05639826
19	2019	0,446782	0,5532183	0,3292481	9,33854488	0,50464893	1,17284114	0,73731854	0,001147421	0,002568192	0,003182145
19	2020	0,447715	0,55228488	0,36245569	9,29671481	-0,518655	1,04855441	0,80095376	-0,03968697	-0,08864328	-0,20766257
20	2011	0,508096	0,49190391	0,10436866	9,12643216	0,50715821	1,19799519	0,53573463	0,01052936	0,020723167	0,001842847
20	2012	0,446895	0,55310541	0,08179585	9,16332825	-0,0831498	1,10090987	0,48113065	-0,01981826	-0,04434660	-0,03448310
20	2013	0,516126	0,48387399	0,05020414	9,12572235	0,00333577	1,11232718	0,51761724	0,028809641	0,055819008	0,047329279
20	2014	0,605932	0,39406791	0,01733664	9,06717519	-0,1671975	1,27746106	0,51874047	0,616409781	1,017291851	0,029898179
20	2015	0,629283	0,37071742	0,00262924	9,0572493	-0,1932679	1,37975731	0,49212765	0,009342304	0,01484596	0,023803165
20	2016	0,687779	0,31222143	0,00106458	9,02576079	-0,0237578	1,56825147	0,51202782	0,011175108	0,016248118	0,02742066
20	2017	0,6761	0,32389982	0	9,04234251	0,47767158	1,5194361	0,50785491	0,014086556	0,020835014	0,025541931
20	2018	0,724675	0,27532521	0	9,00618895	0,13175784	1,70275641	0,53118824	0,013542879	0,018688217	0,018832975
20	2019	0,694197	0,30580265	0	9,02789276	0,15629882	1,6500686	0,49540464	0,020779043	0,029932473	0,026260841
20	2020	0,656922	0,34307754	0	9,05716222	0,05914005	1,69183976	0,41956778	0,023799558	0,03622887	0,029888664
21	2011	0,447653	0,55234729	0,1556049	8,68864745	0,0563763	1,54118647	0,38854599	0,053274461	0,119008463	0,071785758
21	2012	0,394291	0,60570863	0,09211525	8,80003141	-0,1270832	1,21758997	0,37465386	0,047907824	0,121503608	0,086552545
21	2013	28,82097	0,71179	0,07941646	9,00605097	0,91560465	-0,0255639	0,28675849	0,042853089	0,001486872	0,064903318
21	2014	0,307687	0,6923129	0,09268921	9,07501172	0,50267998	1,23301549	0,2606547	0,061793169	0,200831201	0,075156555
21	2015	0,315255	0,68474546	0,11762809	9,13942117	-0,1588764	1,26494363	0,28262849	0,049977395	0,158530296	0,094439588
21	2016	0,368047	0,63195257	0,09941186	9,13595923	0,17830793	1,33527878	0,28890969	0,050269823	0,136585177	0,080055525
21	2017	0,336467	0,66353305	0,06511136	9,22677031	-0,367916	1,25862316	0,2468126	0,5103889	1,516906482	0,12099387
21	2018	0,301327	0,69867306	0,09795174	9,29031461	0,68049353	1,16579608	0,29968144	0,010658347	0,035371371	0,028238414
21	2019	0,243359	0,75664127	0,06639095	9,40815884	0,17216646	1,11124461	0,23296306	0,013641418	0,05605477	0,029850291
21	2020	0,163167	0,83683302	0,08807946	9,2716319	-0,1801807	1,00145578	0,02501566	-0,13892293	-0,85141572	-0,22766799
22	2011	0,408444	0,59155571	0,23078485	9,70600427	0,74517406	1,64763007	0,40558308	0,089532604	0,219203959	0,127739477
22	2012	0,403275	0,59672469	0,26131098	9,82951104	0,23883197	1,5324367	0,48599972	0,119266888	0,295745573	0,196985063
22	2013	0,405925	0,5940751	0,29384631	9,84426762	-0,0566435	1,23835904	0,62820896	-0,06545689	-0,16125370	-0,1161519

22	2014	0,395872	0,60412813	0,22458123	9,97119683	-1,3395478	1,01252847	0,61569795	-0,12811187	-0,32361955	0,240663348
22	2015	0,413705	0,58629538	0,15477319	10,0803717	0,30316035	0,99494949	0,57065721	-0,12690131	-0,30674376	-0,26076710
22	2016	0,494663	0,50533743	0,2105549	10,112129	-0,1001756	1,49819468	0,55835838	-0,13986173	-0,28274169	-0,17850939
22	2017	0,554572	0,44542794	0,21528896	10,114131	-0,1029954	1,80784677	0,58394399	-0,10459494	-0,18860478	-0,28495311
22	2018	0,567347	0,43265281	0,18548945	10,1513833	-1,1412314	1,73805442	0,57041662	0,099938519	0,17615055	0,245330315
22	2019	0,594863	0,40513708	0,18483356	10,1752452	-0,036993	2,06461282	0,54515853	0,079542095	0,133714999	0,228151022
22	2020	0,662423	0,33757728	0,1754718	10,1774842	0,00641281	2,86629416	0,53535801	0,101567478	0,153327285	0,283747757
23	2011	0,95846	0,04154015	0,00447447	8,45590827	-0,9132651	3,29808182	0,72949165	0,033603817	0,035060224	1,004640559
23	2012	0,969985	0,03001458	0,00546209	8,46477666	-0,2625499	4,88223825	0,02079162	0,030899089	0,031855209	1,278292598
23	2013	0,641899	0,35810084	0,00287865	8,46628789	1,97248445	0,84711942	0,69908438	0,017035972	0,02653995	0,060520933
23	2014	0,973823	0,02617748	0,00359868	8,47952759	-0,9246363	4,63555008	0,64696801	0,019705211	0,02023491	0,914332232
23	2015	0,965548	0,03445176	0,00166656	8,48513501	0,33318669	4,08786219	0,60369698	0,004218473	0,004368993	0,152410797
23	2016	0,974303	0,02569708	0	8,46239531	-0,2921641	4,58086264	0,59961738	0,004375855	0,004491267	0,209218307
23	2017	0,981213	0,01878652	0	8,4358855	-0,3122147	6,34552778	0,59899175	-0,05441459	-0,05545643	-1,89646973
23	2018	0,978149	0,02185051	0,00335794	8,40334593	0,07913473	6,24794095	0,60707089	-0,07940580	-0,08117962	-1,63223944
23	2019	0,967515	0,03248469	0,01533423	8,37663102	0,39798393	6,85958079	0,60794754	-0,07269257	-0,07513325	-1,23645532
23	2020	0,948386	0,05161409	0,01625374	8,35133963	0,49898808	4,14225176	0,606006	-0,07714612	-0,08134465	-1,49380897
24	2011	0,505737	0,49426288	0,21049223	10,4358121	0,07946083	2,08210711	0,40915912	0,076902745	0,152060709	0,186992851
24	2012	0,491204	0,50879602	0,21123126	10,4774273	0,02893779	2,0783512	0,38155591	0,066376053	0,135129306	0,172539915
24	2013	0,556434	0,44356566	0,16638776	10,4785603	-0,1751132	2,25230454	0,37571095	0,07619968	0,136942808	0,244175505
24	2014	0,556883	0,44311672	0,26873516	10,4995181	-0,1459469	3,37389593	0,41165478	-0,28688946	-0,51516983	0,1602237
24	2015	0,586049	0,4139513	0,22260585	10,5430979	0,01992209	2,86655104	0,45149851	-0,27601027	-0,47096816	0,144611706
24	2016	0,592017	0,40798251	0,24568003	10,6664294	0,02397503	2,11822379	0,65620703	0,033779255	0,057057866	0,205284187
24	2017	0,578066	0,42193416	0,27564132	10,6841174	0,00415578	2,03142838	0,70281656	0,024718188	0,042760162	0,144066593
24	2018	0,500233	0,49976656	0,32777103	10,5974137	0,00503414	2,16609024	0,07923542	0,028628712	0,057230704	0,120080102
24	2019	0,538562	0,46143884	0,30827164	10,6067486	-0,089636	2,20580538	0,04743886	0,017845071	0,033134677	0,085699522
24	2020	0,546471	0,45352929	0,29628173	10,6094615	0,04441498	2,32643516	0,63417376	0,005760245	0,010540813	0,030955959

25	2011	0,11943	0,76894675	0,20795215	9,49529992	-0,3172676	1,26225221	0,25032602	-0,08055875	-0,67452729	-0,29236455
25	2012	0,198473	0,80152663	0,18580999	9,57914098	0,26549977	1,1896266	0,26752712	0,007679293	0,038691805	0,027905821
25	2013	0,160351	0,83964888	0,27879883	9,71509721	0,55302164	1,18318751	0,33640923	0,01938016	0,120860769	0,058310234
25	2014	0,131271	0,86872902	0,36619738	9,82645025	0,51125323	1,16343744	0,41533587	0,008802773	0,067058031	0,011737208
25	2015	0,094541	0,90545887	0,28587011	9,95846306	0,11996415	1,11250122	0,31070675	0,002062006	0,021810678	0,011040094
25	2016	0,050141	0,94985895	0,28738752	9,92993549	0,02852292	1,02795176	0,31901134	-0,04018258	-0,80139091	-0,14309158
25	2017	0,018143	0,98185705	0,30151207	9,91446772	-0,3168119	0,99666523	0,32192382	-0,01793146	-0,98834336	-0,09217365
25	2018	0,005157	0,99484296	0,31058121	9,91749742	-0,1071101	1,00782656	0,31038283	-0,00215766	-0,41839195	-0,02376736
25	2019	-2,41958	1,02419581	0,2969075	9,94297344	-0,4620076	0,81497271	0,40727987	-0,07732928	0,03195978	-1,94049931
25	2020	-0,45104	1,45103511	0,49615353	11,7722345	1,62520658	0,37616247	0,64080938	-0,19129457	0,424123462	-1,42706924
26	2011	0,707556	0,29244379	0,13549608	9,0571054	-0,2756308	2,56823134	0,59692196	0,029507161	0,041702922	0,220917386
26	2012	0,761216	0,23878402	0,09755763	9,03801559	0,32220688	2,80998918	0,60315537	0,033912692	0,044550683	0,184039597
26	2013	0,78906	0,21093953	0,06435832	9,04526	0,05502332	2,92233266	0,57164094	0,040436921	0,051246923	0,221505768
26	2014	0,849468	0,15053197	0,02847223	9,0255854	-0,0729892	3,46147468	0,57749332	0,023839131	0,0280636	0,152247159
26	2015	0,910098	0,08990177	0,0127041	9,00999938	-0,1005397	4,23868607	0,6727833	0,02959072	0,032513765	0,177701914
26	2016	0,900793	0,09920678	0,01225961	9,02546664	-0,1148961	2,60625836	0,77339322	0,035740121	0,039676277	0,247849107
26	2017	0,907308	0,09269215	0,01203125	9,03363274	-0,252778	2,2167997	0,82119094	0,023294128	0,025673896	0,212192727
26	2018	0,910282	0,08971784	0,0079079	9,04145835	0,18240022	2,22958825	0,8175975	0,019176796	0,021066871	0,148929502
26	2019	0,911143	0,08885689	0,00765735	9,05544058	-0,0372422	2,81861598	0,77112969	0,02970098	0,032597492	0,251531899
26	2020	0,925588	0,07441248	0,00761758	9,05770246	-0,1200673	2,74919836	0,81636755	0,019177464	0,020719233	0,190909542
27	2011	0,154134	0,84586634	0,42050639	9,45157966	0,27040136	0,52983161	0,77463085	-0,11268304	-0,73107360	-0,41912762
27	2012	0,067924	0,93207571	0,68769252	9,4177495	0,76608053	1,19501634	0,7079581	-0,09869399	-1,45300001	-0,19228463
27	2013	0,03164	0,96836047	0,55366548	9,45335609	0,47637433	0,83864386	0,65221859	-0,03093801	-0,97782801	-0,04431557
27	2014	0,157352	0,84264796	0,47730283	9,4375274	-0,1355931	2,73527432	0,00068086	-0,08863464	-0,56328882	-0,14161868
27	2015	0,227315	0,77268511	0,3827519	9,38893559	0,34164305	0,71205586	0,72234577	0,04406716	0,19385954	0,042146753
27	2016	0,320806	0,67919392	0,17855612	9,43517532	0,30454265	0,67861562	0,66025937	0,082882472	0,258356924	0,090461779
27	2017	0,370535	0,62946504	0,01245315	9,47844225	0,13896001	0,55166738	0,65961467	0,101706144	0,274484609	0,113753585

27	2018	0,280796	0,7192045	0,27824843	9,63470123	-0,0347559	0,73428187	0,67621396	0,022230221	0,07916872	0,03701608
27	2019	0,206948	0,79305236	0,26933532	9,69698151	0,18659123	0,66189912	0,65335215	0,026307676	0,127122373	0,04283459
27	2020	0,206389	0,79361057	0,45369281	9,73743939	0,07715006	1,24307225	0,57745767	0,017849817	0,086486101	0,029435147
28	2011	0,227828	0,77217208	0,05804049	9,13935889	0,0544951	1,02256822	0,26975174	0,04349161	0,190896747	0,100395559
28	2012	0,191098	0,8089023	0,03857552	9,29009457	0,51819314	1,01315698	0,21953805	0,030785198	0,161096639	0,067784304
28	2013	0,279016	0,72098388	0,04307196	9,26377588	0,68640213	1,18280373	0,19816326	0,075979768	0,272313181	0,093369562
28	2014	0,265745	0,7342548	0,02530182	9,476976	0,7489554	1,28314355	0,09031155	0,094966097	0,35735772	0,114677339
28	2015	0,416107	0,58389258	0,01741287	9,4887727	0,31248341	1,58196305	0,10385002	0,156514018	0,376138494	0,140664616
28	2016	0,353658	0,64634224	0,0057196	9,66731317	-0,1026497	1,21920881	0,21894723	0,092502052	0,261558097	0,139753106
28	2017	0,389745	0,61025548	0,01506954	9,6809189	-0,2259275	1,32303942	0,21254554	0,046994515	0,120577746	0,094641445
28	2018	0,535881	0,46411947	0,02355856	9,59883672	0,08383638	1,65818711	0,26946758	0,065052627	0,121393898	0,10005687
28	2019	0,549821	0,45017921	0,02952113	9,5713204	-0,6168899	1,69201603	0,28823979	-0,02111110	-0,03839633	-0,07955349
28	2020	0,488834	0,51116565	0,0231961	9,59724283	-0,6073795	1,41801575	0,30805149	-0,02912862	-0,05958793	-0,29692519
29	2011	0,493351	0,50664936	0,01127507	9,28141314	0,1682595	1,24153435	0,3849758	0,03859247	0,078225235	0,227283822
29	2012	0,495705	0,50429523	0,01169885	9,28104645	-0,1441343	1,68791589	0,16853874	0,023501931	0,047411146	0,162726825
29	2013	0,459413	0,54058658	0,1529792	9,45644514	1,2964268	1,65442973	0,35873082	0,036993361	0,080523032	0,111067521
29	2014	0,457565	0,54243466	0,15299587	9,45724578	-0,1409623	1,70392244	0,3364265	0,008519904	0,018620082	0,157324239
29	2015	0,446544	0,55345625	0,15069181	9,47430845	0,04741503	2,08656007	0,15960781	0,012916605	0,028925732	0,046278934
29	2016	0,477522	0,5224779	0,1461155	9,4822902	0,29362495	1,64495744	0,38089987	0,053320467	0,111660731	0,151446684
29	2017	0,537609	0,46239052	0,13565471	9,49929334	-0,1590013	1,73865626	0,43191873	0,081445941	0,151496475	0,28230118
29	2018	0,535826	0,46417386	0,15090716	9,54495363	0,27510175	1,50091589	0,52981303	0,078956861	0,147355374	0,235996517
29	2019	0,57318	0,42681962	0,12591151	9,55011419	0,05790173	1,31887737	0,6031391	0,070732951	0,123404349	0,205418642
29	2020	0,587258	0,41274232	0,12114546	9,5741453	0,0884144	1,19593809	0,65126821	0,084921464	0,144606817	0,237573479
30	2011	0,561553	0,43844661	0,23463443	9,57427624	0,03541083	1,65705803	0,66227139	0,053384255	0,095065325	0,138584865
30	2012	0,661237	0,33876261	0,16238282	9,54173577	0,06268036	2,03637227	0,64082509	0,055991958	0,084677544	0,126043712
30	2013	0,696826	0,30317398	0,10036589	9,52112505	-0,0050354	1,79357486	0,6362485	0,030616127	0,043936543	0,064346868
30	2014	0,838369	0,16163145	0,05757127	9,46370949	-0,1620523	3,29318615	0,65731045	0,04270841	0,050942285	0,088086159

30	2015	0,779538	0,22046162	0,11842556	9,52032024	-0,0566069	3,36967567	0,65617155	0,043629173	0,05596796	0,118953415
30	2016	0,741064	0,25893639	0,15444442	9,5194281	0,19467037	3,34760709	0,65020193	0,076473465	0,103194198	0,170088697
30	2017	0,794201	0,20579939	0,09985393	9,49821895	-0,3088581	3,5563888	0,62321676	0,016048265	0,020206815	0,050380404
30	2018	0,789955	0,21004536	0,07381373	9,52411112	0,25782916	3,330614	0,54626502	0,101552558	0,128554923	0,111199979
30	2019	0,806079	0,19392079	0,09083656	9,51816071	-0,4790705	4,16300689	0,57085961	0,005226651	0,006484042	0,030321303
30	2020	0,809561	0,19043945	0,06459727	9,49840704	-0,1247644	3,32153801	0,58201042	-0,03402937	-0,04203438	-0,15033858
31	2011	0,448237	0,5517635	0,41194673	9,27637786	-0,188893	3,04969208	0,29396837	0,021188446	0,047270684	0,018857545
31	2012	0,379592	0,62040776	0,09668851	9,35437853	-0,0574383	1,23776971	0,35175617	0,021746372	0,05728877	0,024629635
31	2013	0,519941	0,48005869	0,12809801	9,22365176	-0,1781655	1,75552897	0,38212284	0,007027861	0,013516642	0,007334491
31	2014	0,516228	0,48377151	0,12451798	9,23284428	0,02503607	1,86716292	0,32921513	0,00717689	0,013902545	0,00931754
31	2015	0,471343	0,52865674	0,06527087	9,2875413	-0,0811147	1,43853337	0,33340396	0,016203315	0,034376889	0,020279566
31	2016	0,370734	0,62926616	0,04750547	9,41062064	0,00300399	1,11742695	0,34992493	0,015709647	0,042374463	0,027377406
31	2017	0,454408	0,54559215	0,03180025	9,37337432	-0,5463382	1,22827132	0,36892415	0,013989015	0,030785152	0,049321289
31	2018	0,500156	0,49984397	0,03360429	9,3494102	1,41190507	1,37434052	0,35922791	0,019522235	0,03903229	0,027005517
31	2019	0,418237	0,58176274	0,01022378	9,40100249	0,12310921	1,24480355	0,28854628	0,018323469	0,043811181	0,025415634
31	2020	0,382187	0,61781292	0,25652231	9,46667973	0,13310132	2,13820525	0,22748652	0,022648508	0,059260266	0,032250863
32	2011	0,368057	0,63194275	0,16823218	8,51267275	0,04321671	1,1491607	0,46712204	0,017240662	0,046842337	0,036298952
32	2012	0,292524	0,7074763	0,09849892	8,35059006	-0,3419313	0,9308898	0,43310916	-0,22315987	-0,76287792	0,431255146
32	2013	0,296164	0,70383616	0,00293168	8,22434377	0,09179781	0,67205428	0,52895414	-0,01015675	-0,03429438	0,088185975
32	2014	0,205446	0,79455367	0	8,18437161	-0,1100508	0,77656077	0,38298079	0,007394502	0,035992379	0,181980671
32	2015	0,222542	0,77745768	0,00898983	8,16019193	0,21129017	0,86500305	0,33527297	0,008605631	0,038669639	0,10721298
32	2016	0,186064	0,81393598	0,00963043	8,13029751	0,01818155	0,89703269	0,27851163	-0,05233641	-0,28128176	0,07389348
32	2017	0,435158	0,56484181	0,01312916	7,99570643	0,46375296	1,7856044	0,01485946	-0,02048974	-0,04708572	0,048745427
32	2018	0,442688	0,5573118	0,01479183	7,94392155	-0,2551215	1,35638694	0,26413299	-0,04757810	-0,10747542	0,046305328
32	2019	0,103642	0,89635797	0	7,87764292	-0,349052	0,83648901	0,25020641	-0,48509848	-2,68051909	0,014030769
32	2020	0,462887	0,53711256	0	7,96693941	0,08511511	1,50570752	0,19126559	0,05477829	0,118340409	0,010709651
33	2011	0,395444	0,60455615	0,00341785	8,85604789	0,21028215	1,1800285	0,29063967	0,099626194	0,251935124	0,169387207

33	2012	0,485501	0,51449866	0,00806505	8,85054862	-0,0843423	1,47211802	0,25446996	0,085018338	0,175114527	0,170601324
33	2013	0,494755	0,50524499	0,00381821	8,84676126	-0,0178097	1,45520529	0,27032109	0,007847449	0,015861283	0,016167244
33	2014	0,505866	0,49413432	0,01980987	8,92860901	0,80901833	1,67040312	0,20768697	0,093736189	0,185298571	0,132602545
33	2015	0,514611	0,48538887	0,02208189	9,00704859	0,06672469	1,57840029	0,26871613	0,092335874	0,179428445	0,141519233
33	2016	0,5424	0,45759982	0,00629341	8,99757676	-0,4884251	1,59220257	0,28142877	0,016442251	0,030313874	0,047096777
33	2017	0,799806	0,200194	0,09970522	9,60242529	1,98588559	6,67213809	0,32952498	0,060981973	0,076245956	0,101665892
33	2018	0,791473	0,20852671	0,10186833	9,61462031	0,28078195	6,10062844	0,34931683	0,062388161	0,078825353	0,083373874
33	2019	0,617356	0,38264434	0,00894831	8,98247884	-0,7506939	2,2843258	0,14635652	0,060052715	0,097274098	0,072976108
33	2020	0,786206	1,04830523	0,78620621	8,90401678	-0,58597	2,97820088	0,21941647	0,0466052	0,059278595	0,117342354
34	2011	0,541491	0,45850935	0,3123823	8,73504308	0,43411842	3,51331653	0,48660941	0,215277307	0,397564222	0,387609661
34	2012	0,664097	0,3359029	0,22482907	8,73893298	0,18241464	4,9514679	0,45002152	0,240226413	0,361733868	0,369094183
34	2013	0,685337	0,31466279	0,20761866	8,76111745	-0,0377269	5,56141579	0,4046831	0,204595056	0,298531953	0,361652948
34	2014	0,690396	0,30960437	0,12530466	8,80269725	0,00206405	3,52293957	0,35072326	0,19152646	0,277415515	0,371800508
34	2015	0,824878	0,17512244	0,1128264	8,74983945	0,0947407	5,34194351	0,35573785	0,228053332	0,276469313	0,34037234
34	2016	0,823961	0,1760395	0,09172625	8,74708948	-0,1304386	4,03875702	0,32222634	0,196476436	0,238453706	0,338460801
34	2017	0,818708	0,18129241	0,09439676	8,7657706	0,10983408	3,17940216	0,37614116	0,212585525	0,259659894	0,344306912
34	2018	0,814061	0,18593936	0,09895142	8,77781874	0,17910447	3,98455305	0,30544017	0,204563011	0,25128719	0,289332568
34	2019	0,796156	0,2038443	0,10747424	8,76324264	-0,2039013	3,31358472	0,29518945	0,149220065	0,187425732	0,256888341
34	2020	0,805746	0,19425392	0,10933358	8,77701154	0,13447795	4,72929786	0,25870503	0,178145784	0,2210942	0,279990966
35	2011	0,778535	0,22146461	0,04649675	9,12388352	-0,095277	0,60623546	0,89392828	0,002338716	0,003003994	0,027039286
35	2012	0,775243	0,22475744	0,12464637	9,147546	0,0912621	1,81805814	0,81799226	0,037990686	0,049004902	0,063087931
35	2013	0,697826	0,30217352	0,16347021	9,20740259	0,11947466	2,5053774	0,65249585	0,022395436	0,03209313	0,02833479
35	2014	0,580895	0,41910537	0,24161198	9,28664184	0,02106802	1,58531257	0,71861749	0,007820296	0,013462503	0,010577578
35	2015	0,49101	0,50898994	0,29802107	9,36505479	-0,1587504	1,44941173	0,69421924	0,006074079	0,01237058	0,006074079
35	2016	0,44513	0,55487004	0,25691581	9,40796675	0,00715233	1,29214227	0,61500074	0,000883757	0,00198539	0,001303938
35	2017	0,409706	0,59029393	0,19280272	9,44420975	0,1174509	1,17104014	0,53452184	0,000215582	0,000526186	0,000215582
35	2018	0,383928	0,61607176	0,24024456	9,47906437	-0,1091089	1,42498911	0,46445032	0,005821893	0,015164015	0,005821893

35	2019	0,316806	0,68319375	0,2835692	9,5489847	-0,1407969	1,56818285	0,37331563	-0,00978699	-0,03089241	-0,00978690
35	2020	0,284239	0,71576072	0,37982639	9,55401472	0,04141327	1,93500683	0,34996477	0,006926571	0,024368802	0,006929363
36	2011	0,512181	0,48781853	0	8,78317225	0,75749693	1,39676275	0,09698778	0,29748928	0,58082788	0,21890168
36	2012	0,56074	0,43925956	0,02809264	8,9493474	0,26401111	1,42497898	0,1039315	0,211400128	0,377001749	0,187903795
36	2013	0,738421	0,26157914	0,01849066	9,00604885	0,2084394	3,75103186	0,08816737	0,249696214	0,338148917	0,202485225
36	2014	0,737293	0,26270727	0,01206081	9,01553352	0,34596164	3,70979383	0,07015333	0,163583838	0,221870948	0,129832255
36	2015	0,767334	0,23266598	0,04436891	9,12238209	0,27519027	4,79925331	0,09631464	0,23611023	0,307702023	0,174278583
36	2016	0,748102	0,25189752	0,02535263	9,21832756	0,06327089	4,16229297	0,05705381	0,241749599	0,323150377	0,210697482
36	2017	0,783616	0,21638353	0,01499206	9,28059468	0,09645105	4,75868638	0,04164114	0,240168329	0,306487088	0,215702167
36	2018	0,75624	0,2437604	0,0063986	9,37856876	0,22459001	4,08113574	0,03129428	0,193617323	0,256026428	0,186862324
36	2019	0,712805	0,28719508	0,01617192	9,43694683	-0,1575779	3,6261592	0,01722686	0,135780414	0,190487481	0,177867022
36	2020	0,883925	0,11607498	0	9,3273994	-0,4829366	4,29633755	0,03700275	0,053979257	0,061067688	0,107117433
37	2011	0,511439	0,48856061	0,20141126	9,8689569	0,05228974	2,32337005	0,3328458	-0,03372454	-0,06594045	-0,06850963
37	2012	0,481148	0,51885227	0,22797233	9,9061695	0,20931772	2,17909281	0,36614561	0,005771591	0,011995465	0,008883192
37	2013	0,466616	0,53338433	0,26197973	9,91966438	-0,0126958	2,17966941	0,36610042	0,000150633	0,00032282	0,002168065
37	2014	0,441126	0,77723156	0,20625583	9,9900784	0,09521655	2,14137086	0,31089155	0,02000367	0,045346868	0,044682657
37	2015	0,423916	0,57608386	0,21628086	10,0249861	-0,0060432	1,93064683	0,30534747	0,013956506	0,0329228	0,036564346
37	2016	0,390056	0,60994393	0,21983789	10,0651822	-0,2272715	1,77946918	0,30581833	0,004551605	0,011669105	0,024209393
37	2017	0,354378	0,64562224	0,23277715	10,0281021	-0,6436925	1,71166836	0,29334613	-0,07044435	-0,19878323	-0,69521982
37	2018	0,363288	0,63671179	0,22473634	9,97679732	0,09853039	1,708913	0,29596979	-0,04770305	-0,13130912	-0,38154688
37	2019	0,626907	0,37309293	0,29607273	10,1436041	-0,8241984	4,7098809	0,63724403	-0,05700037	-0,09092316	-0,72491856
37	2020	0,587239	0,41276088	0,30808816	10,1182898	-0,1490368	3,17296674	0,66787697	-0,05056409	-0,08610477	-0,67265310
38	2011	0,579035	0,42096534	0,12512815	9,80237267	0,04039978	1,9188288	0,43233906	0,049391177	0,085299172	0,053421319
38	2012	0,634457	0,365543	0,07008634	9,86435197	0,29331695	1,98796216	0,41264333	0,132432102	0,208732983	0,112167599
38	2013	0,61954	0,38046037	0,03497993	9,96045915	0,13741012	1,773357	0,38733984	0,174255691	0,281266415	0,160995277
38	2014	0,645864	0,35413649	0,02712445	10,0160691	0,14785449	1,89276416	0,38104332	0,161728712	0,25040695	0,155731616
38	2015	0,639563	0,36043727	0,03008661	10,0977457	0,10762422	1,93241517	0,36162537	0,18809478	0,294099033	0,190930801

38	2016	0,64174	0,35826023	0,02643137	10,1469413	0,07065309	1,86984632	0,37953102	0,231543654	0,360806149	0,239578933
38	2017	0,580553	0,41944681	0,06605864	10,1327175	-0,1029424	1,65205025	0,41618499	0,081440898	0,140281544	0,093701603
38	2018	0,656627	0,34337319	0,05463366	10,0860224	-0,0642036	1,82165895	0,47401506	0,018148769	0,027639397	0,024008343
38	2019	0,701172	0,29882841	0,02432199	10,0745239	-0,0987895	1,99872188	0,45133801	0,033862516	0,048294193	0,043224801
38	2020	0,704795	0,29520493	0,02602884	10,0413247	-0,0219478	1,9546316	0,47385992	0,004727018	0,00670694	0,008838278
39	2011	0,572622	0,4273782	0,05831181	9,51429635	0,0876795	0,62377813	0,76978446	0,027815408	0,048575531	0,111769326
39	2012	0,592644	0,4073561	0,00117665	9,5249814	0,0749345	0,67490859	0,725866	0,02655583	0,044809083	0,115560715
39	2013	0,692125	0,30787527	0,07561893	9,50683017	-0,2237332	1,17928881	0,7261027	0,005929145	0,008566585	0,030505151
39	2014	0,838305	0,16169494	0,06253468	9,47884439	-0,1651596	2,58616955	0,74355476	0,004556567	0,005435452	0,03063058
39	2015	0,831575	0,16842537	0,049246	9,47828796	-0,2385661	2,32970187	0,72234759	-0,00612637	-0,00736719	-0,03907743
39	2016	0,809697	0,19030313	0,01433486	9,48541231	0,29539645	1,76213547	0,68992006	-0,00353019	-0,00435989	-0,01923575
39	2017	0,786426	0,21357365	0,0157632	9,4368117	0,07015349	1,2772294	0,74735067	-0,07599581	-0,09663436	-0,31209270
39	2018	0,665155	0,33484486	0,04474702	9,45804494	0,05331123	0,89935887	0,73909794	-0,04918449	-0,07394441	-0,20497994
39	2019	0,66296	0,33704021	0,09986964	9,40206842	0,01579264	1,07416343	0,74524004	-0,02145096	-0,03235636	-0,07669299
39	2020	0,762845	0,23715495	0,05047988	9,47199478	-0,1040582	1,00670367	0,81207353	0,000548419	0,000718912	0,002590569
40	2011	0,547962	0,45203752	0,11519153	10,2846952	0,18004478	1,06717435	0,64052659	-0,00928621	-0,01694679	-0,04748488
40	2012	0,546691	0,45330854	0,15814632	10,2666963	-0,035869	1,14263717	0,66273667	-0,00165382	-0,00302514	0,012382683
40	2013	0,602288	0,39771239	0,13022109	10,2627749	0,29902531	3,68293222	0,01484766	0,011126449	0,018473647	0,046118221
40	2014	0,626323	0,37367718	0,13990603	10,2580123	-0,0612967	4,19151522	0,02014466	0,004859369	0,007758569	0,021056754
40	2015	0,523831	0,47616874	0,14375457	9,79624154	-0,9964939	0,51714766	0,82809279	0,001242413	0,002371782	-1,07539022
40	2016	0,574089	0,42591145	0,16893877	10,2734449	1,0180433	1,36271361	0,64981983	0,016514794	0,028766981	0,052935464
40	2017	0,573141	0,42685887	0,16218336	10,2702361	-0,2581677	1,35097287	0,64243057	-0,00337707	-0,00589222	0,00143321
40	2018	0,574082	0,42591772	0,17925032	10,2720965	0,03969091	1,42857427	0,64761729	0,002274959	0,003962776	0,001723509
40	2019	0,515173	0,4848271	0,22324093	10,3090505	0,07761744	1,35267382	0,64615923	-0,01281685	-0,02487874	-0,04980147
40	2020	0,460057	0,53994339	0,2536621	10,293519	-0,4354197	1,07991449	0,69084069	-0,07033038	-0,15287332	-0,46120071
41	2011	0,298477	0,70152265	0,27149202	9,52714381	-0,1597115	1,59400689	0,3145282	0,005991887	0,020074848	0,01625667
41	2012	0,271793	0,72820697	0,29469538	9,56822219	0,15663746	1,40820236	0,38952794	0,005208605	0,019163866	0,01545953

41	2013	0,235144	0,76485636	0,27219765	9,63058101	0,33440276	1,66801167	0,17823952	0,00375846	0,015983679	0,01040665
41	2014	0,21414	0,78585981	0,24922003	9,6991672	0,02561601	1,57348396	0,15560592	0,00602165	0,028120128	0,016167372
41	2015	0,171749	0,82825103	0,25581337	9,80609758	0,27896009	1,46100853	0,1636637	0,008414661	0,048993951	0,024164535
41	2016	0,165243	0,8347566	0,24725811	9,8255939	0,01199954	1,45609945	0,14454378	0,009914262	0,059997933	0,033189613
41	2017	0,096964	0,90303645	0,21175274	9,93948619	0,35488058	1,24259761	0,14101251	-0,00041487	-0,00427858	0,005521294
41	2018	0,138283	0,86171683	0,18915802	10,214973	0,96917605	1,33083	0,10493856	0,002244118	0,016228423	0,005148585
41	2019	0,148147	0,85185255	0,16448559	10,2007192	-0,3179455	1,31784214	0,09415885	0,005250448	0,035440689	0,014148633
41	2020	0,623416	0,37658432	0,06639031	10,5909464	-0,3346232	1,08444141	0,66361277	-0,02235627	-0,03586093	-0,24602391
42	2011	0,544243	0,78169565	0,02668383	9,16340667	0,11532865	0,60488261	0,35050996	0,003262421	0,00599442	0,006524791
42	2012	0,29831	0,41765129	0,01473046	9,39762825	0,02540488	0,24935267	0,20670224	-0,01906377	-0,06390565	-0,05989741
42	2013	0,52332	0,86107688	0,00790627	9,19326115	0,10097379	0,62191828	0,4115106	0,035054261	0,06698441	-0.00833249
42	2014	0,537993	1,11278045	0,049045	9,20383039	0,31501756	0,7178014	0,42131189	0,065561	0,121862168	0,000737724
42	2015	0,512713	1,09248511	0,04735198	9,21425341	0,01849072	0,65330583	0,40333504	0,04730668	0,092267282	0,054196887
42	2016	0,527363	1,04134028	0,03728573	9,23716145	-0,0566563	0,76031472	0,49477769	0,040992793	0,077731688	0,065191724
42	2017	0,055708	1,11683953	0,03600292	9,24419002	0,17847497	0,30464121	0,38255663	0,05315469	0,954168203	0,076971892
42	2018	0,589202	1,05926385	0,03378361	9,28738357	-0,021076	0,85974594	0,47958827	0,035773988	0,060715965	0,06112587
42	2019	0,563034	0,92117203	0,03088268	9,31361835	-0,0670969	0,78177646	0,46512851	0,008370845	0,014867376	0,017087637
42	2020	0,563215	0,857917	0,03067381	9,30505248	-0,0297209	0,67656139	0,37885212	-0,01103466	-0,0195923	-0,01106330

الملحق رقم 03: الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

	ROA	ROE	ROS	FI	TD	LD	SIZE	GRW	LIQ	TANG
Mean	0.026562	0.011115	0.000613	0.526387	0.545823	0.165843	9.510526	0.123595	1.874626	0.457620
Median	0.016196	0.038673	0.029708	0.500195	0.507825	0.097123	9.486026	0.040399	1.439506	0.462817
Maximum	0.814840	2.540992	1.915653	28.82097	3.532402	0.837923	11.81497	3.717260	6.859581	0.960324
Minimum	-2.005608	-2.931162	-1.940499	-2.532402	0.018787	0.000000	6.131721	-1.339548	-0.881001	0.000273
Std. Dev.	0.145131	0.505892	0.393415	1.424207	0.314333	0.184927	0.741297	0.595158	1.354481	0.238207
Skewness	-5.833886	-1.971530	-1.059373	18.68610	2.163023	1.453510	0.151639	1.812201	1.302404	-0.027154
Kurtosis	96.66105	19.27655	12.44787	372.7833	20.93731	4.573519	4.947150	9.318761	4.268134	2.137225
Probability	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.001446
Sum	11.15600	4.668240	0.257340	221.0827	229.2458	69.65422	3994.421	51.90999	787.3431	192.2005
Sum Sq. Dev.	8.825412	107.2333	64.85078	849.8852	41.39929	14.32903	230.2496	148.4150	768.7048	23.77514
Observations	420	420	420	420	420	420	420	420	420	420

الملحق رقم 04: تقدير النموذج الأول (ROA متغير تابع)

- **النموذج التجميعي:**

Dependent Variable: ROA
Method: Panel Least Squares
Date: 08/25/24 Time: 15:43
Sample: 2011 2020
Periods included: 10
Cross-sections included: 42
Total panel (balanced) observations: 420

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.156151	0.089239	1.749805	0.0809
FI	0.000319	0.000429	0.743651	0.4575
TD	-0.001510	0.004731	-0.319139	0.7498
LD	-0.150996	0.039585	-3.814464	0.0002
SIZE	-0.011358	0.008993	-1.262911	0.2073
LIQ	0.016264	0.005208	3.123042	0.0019
GRW	0.032207	0.011174	2.882277	0.0042
TANG	-0.072224	0.030832	-2.342525	0.0196

R-squared	0.146958	Mean dependent var	0.026562
Adjusted R-squared	0.132465	S.D. dependent var	0.145131
S.E. of regression	0.135177	Akaike info criterion	-1.145594
Sum squared resid	7.528447	Schwarz criterion	-1.068636
Log likelihood	248.5747	Hannan-Quinn criter.	-1.115177
F-statistic	10.13963	Durbin-Watson stat	1.701377
Prob(F-statistic)	0.000000		

- **النموذج الثابت:**

Dependent Variable: ROA
Method: Panel Least Squares
Date: 08/25/24 Time: 17:40
Sample: 2011 2020
Periods included: 10
Cross-sections included: 42
Total panel (balanced) observations: 420

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.539761	0.173790	3.105830	0.0020
FI	-7.04E-05	0.000472	-0.148943	0.8817
TD	0.001633	0.004657	0.350729	0.7260
LD	-0.125279	0.056560	-2.214962	0.0274
SIZE	-0.054340	0.018116	-2.999512	0.0029
GRW	0.023535	0.011427	2.059538	0.0401
LIQ	0.006634	0.007458	0.889467	0.3743
TANG	0.019550	0.044808	0.436308	0.6629

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.332523	Mean dependent var	0.026562
Adjusted R-squared	0.246165	S.D. dependent var	0.145131
S.E. of regression	0.126008	Akaike info criterion	-1.195660
Sum squared resid	5.890758	Schwarz criterion	-0.724297
Log likelihood	300.0885	Hannan-Quinn criter.	-1.009356
F-statistic	3.850511	Durbin-Watson stat	2.130224
Prob(F-statistic)	0.000000		

- **النموذج العشوائي:**

Dependent Variable: ROA
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Date: 08/25/24 Time: 17:43
Sample: 2011 2020
Periods included: 10
Cross-sections included: 42
Total panel (balanced) observations: 420
Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.230585	0.107128	2.152425	0.0319
FI	0.000138	0.000432	0.319387	0.7496
TD	-0.000291	0.004530	-0.064167	0.9489
LD	-0.152896	0.043645	-3.503213	0.0005
SIZE	-0.019591	0.010904	-1.796674	0.0731
GRW	0.027218	0.010890	2.499358	0.0128
LIQ	0.013378	0.005753	2.325515	0.0205
TANG	-0.047528	0.034453	-1.379491	0.1685

Effects Specification	S.D.	Rho
Cross-section random	0.041648	0.0985
Idiosyncratic random	0.126008	0.9015

Weighted Statistics

R-squared	0.090267	Mean dependent var	0.018363
Adjusted R-squared	0.074811	S.D. dependent var	0.133256
S.E. of regression	0.128175	Sum squared resid	6.768689
F-statistic	5.840046	Durbin-Watson stat	1.865295
Prob(F-statistic)	0.000002		

Unweighted Statistics

R-squared	0.141163	Mean dependent var	0.026562
Sum squared resid	7.579591	Durbin-Watson stat	1.671715

الملحق رقم 05: تقدير النموذج الثاني (ROE متغير تابع)

- **النموذج التجميعي:**

Dependent Variable: ROE
Method: Panel Least Squares
Date: 08/25/24 Time: 17:44
Sample: 2011 2020
Periods included: 10
Cross-sections included: 42
Total panel (balanced) observations: 420

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.246323	0.326993	0.753297	0.4517
FI	0.003749	0.001573	2.383214	0.0176
TD	-0.005221	0.017334	-0.301172	0.7634
LD	-0.336995	0.145049	-2.323315	0.0206
SIZE	-0.032295	0.032953	-0.980045	0.3276
GRW	0.092347	0.040945	2.255411	0.0246
LIQ	0.034750	0.019082	1.821079	0.0693
TANG	0.038114	0.112975	0.337370	0.7360

R-squared	0.057369	Mean dependent var	0.011115
Adjusted R-squared	0.041354	S.D. dependent var	0.505892
S.E. of regression	0.495321	Akaike info criterion	1.451643
Sum squared resid	101.0814	Schwarz criterion	1.528601
Log likelihood	-296.8451	Hannan-Quinn criter.	1.482060
F-statistic	3.582106	Durbin-Watson stat	1.947116
Prob(F-statistic)	0.000935		

- **النموذج الثابت:**

Dependent Variable: ROE
Method: Panel Least Squares
Date: 08/25/24 Time: 17:45
Sample: 2011 2020
Periods included: 10
Cross-sections included: 42
Total panel (balanced) observations: 420

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.488493	0.672496	0.726387	0.4681
FI	0.002663	0.001828	1.456507	0.1461
TD	0.002915	0.018020	0.161790	0.8716
LD	-0.183422	0.218865	-0.838061	0.4025
SIZE	-0.065658	0.070103	-0.936584	0.3496
GRW	0.088644	0.044219	2.004668	0.0457
LIQ	0.017426	0.028861	0.603780	0.5464
TANG	0.231717	0.173389	1.336400	0.1822

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.177429	Mean dependent var	0.011115
Adjusted R-squared	0.071004	S.D. dependent var	0.505892
S.E. of regression	0.487601	Akaike info criterion	1.510642
Sum squared resid	88.20700	Schwarz criterion	1.982005
Log likelihood	-268.2348	Hannan-Quinn criter.	1.696946
F-statistic	1.667183	Durbin-Watson stat	2.198306
Prob(F-statistic)	0.005146		

- **النموذج العشوائي:**

Dependent Variable: ROE
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Date: 08/25/24 Time: 17:46
Sample: 2011 2020
Periods included: 10
Cross-sections included: 42
Total panel (balanced) observations: 420
Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.264552	0.361733	0.731347	0.4650
FI	0.003499	0.001610	2.172921	0.0304
TD	-0.003614	0.017303	-0.208886	0.8346
LD	-0.327704	0.154722	-2.118018	0.0348
SIZE	-0.034895	0.036620	-0.952894	0.3412
GRW	0.091220	0.041237	2.212105	0.0275
LIQ	0.032991	0.020373	1.619331	0.1061
TANG	0.059930	0.121337	0.493910	0.6216

Effects Specification	S.D.	Rho
Cross-section random	0.094994	0.0366
Idiosyncratic random	0.487601	0.9534

Weighted Statistics

R-squared	0.046818	Mean dependent var	0.009463
Adjusted R-squared	0.030623	S.D. dependent var	0.494753
S.E. of regression	0.487119	Sum squared resid	97.76129
F-statistic	2.890902	Durbin-Watson stat	2.004944
Prob(F-statistic)	0.005848		

Unweighted Statistics

R-squared	0.057037	Mean dependent var	0.011115
Sum squared resid	101.1170	Durbin-Watson stat	1.941283

الملحق رقم 06: تقدير النموذج الثالث (ROS متغير تابع)

- **النموذج التجميعي:**

Dependent Variable: ROS
Method: Panel Least Squares
Date: 08/25/24 Time: 17:48
Sample: 2011 2020
Periods included: 10
Cross-sections included: 42
Total panel (balanced) observations: 420

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.631853	0.238846	2.645444	0.0085
FI	0.005069	0.001149	4.412441	0.0000
TD	-0.008050	0.012661	-0.635790	0.5253
LD	-0.362963	0.105948	-3.425841	0.0007
SIZE	-0.047178	0.024070	-1.960030	0.0507
GRW	0.025149	0.029907	0.840903	0.4009
LIQ	-0.009156	0.013938	-0.656921	0.5116
TANG	-0.334351	0.082520	-4.051743	0.0001

R-squared	0.168401	Mean dependent var	0.000613
Adjusted R-squared	0.154272	S.D. dependent var	0.393415
S.E. of regression	0.361798	Akaike info criterion	0.823402
Sum squared resid	53.92984	Schwarz criterion	0.900359
Log likelihood	-164.9143	Hannan-Quinn criter.	0.853819
F-statistic	11.91874	Durbin-Watson stat	1.244692
Prob(F-statistic)	0.000000		

- **النموذج الثابت:**

Dependent Variable: ROS
Method: Panel Least Squares
Date: 08/25/24 Time: 17:49
Sample: 2011 2020
Periods included: 10
Cross-sections included: 42
Total panel (balanced) observations: 420

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.991124	0.436791	2.269101	0.0238
FI	0.004978	0.001187	4.192144	0.0000
TD	-0.006416	0.011704	-0.548174	0.5839
LD	-0.023546	0.142154	-0.165640	0.8685
SIZE	-0.067643	0.045533	-1.485596	0.1382
GRW	-0.019523	0.028720	-0.679762	0.4971
LIQ	-0.083405	0.018745	-4.449371	0.0000
TANG	-0.501055	0.112618	-4.449171	0.0000

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.426206	Mean dependent var	0.000613
Adjusted R-squared	0.351968	S.D. dependent var	0.393415
S.E. of regression	0.316700	Akaike info criterion	0.647560
Sum squared resid	37.21100	Schwarz criterion	1.118923
Log likelihood	-86.98763	Hannan-Quinn criter.	0.833864
F-statistic	5.741111	Durbin-Watson stat	1.673196
Prob(F-statistic)	0.000000		

- **النموذج العشوائي:**

Dependent Variable: ROS
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Date: 08/25/24 Time: 17:50
Sample: 2011 2020
Periods included: 10
Cross-sections included: 42
Total panel (balanced) observations: 420
Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.832576	0.312389	2.665193	0.0080
FI	0.004950	0.001125	4.401069	0.0000
TD	-0.007583	0.011512	-0.658756	0.5104
LD	-0.219910	0.119744	-1.836503	0.0670
SIZE	-0.058511	0.031976	-1.829853	0.0680
GRW	-0.004679	0.027884	-0.167811	0.8668
LIQ	-0.045137	0.015795	-2.857632	0.0045
TANG	-0.431872	0.094974	-4.547258	0.0000

Effects Specification	S.D.	Rho
Cross-section random	0.161252	0.2059
Idiosyncratic random	0.316700	0.7941

Weighted Statistics

R-squared	0.135314	Mean dependent var	0.000323
Adjusted R-squared	0.120623	S.D. dependent var	0.343191
S.E. of regression	0.321827	Sum squared resid	42.67203
F-statistic	9.210540	Durbin-Watson stat	1.487043
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics

R-squared	0.147026	Mean dependent var	0.000613
Sum squared resid	55.31605	Durbin-Watson stat	1.198077

الملحق رقم 07: اختبار Hausman (للنموذج الثالث)

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	20.447385	7	0.0047

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
FI	0.004978	0.004950	0.000000	0.9408
TD	-0.006416	-0.007583	0.000004	0.5806
LD	-0.023546	-0.219910	0.005869	0.0104
SIZE	-0.067643	-0.058511	0.001051	0.7782
GRW	-0.019523	-0.004679	0.000047	0.0310
LIQ	-0.083405	-0.045137	0.000102	0.0002
TANG	-0.501055	-0.431872	0.003663	0.2530

Cross-section random effects test equation:
Dependent Variable: ROS
Method: Panel Least Squares
Date: 12/03/24 Time: 16:22
Sample: 2011 2020
Periods included: 10
Cross-sections included: 42
Total panel (balanced) observations: 420

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.991124	0.436791	2.269101	0.0238
FI	0.004978	0.001187	4.192144	0.0000
TD	-0.006416	0.011704	-0.548174	0.5839
LD	-0.023546	0.142154	-0.165640	0.8685
SIZE	-0.067643	0.045533	-1.485596	0.1382
GRW	-0.019523	0.028720	-0.679762	0.4971
LIQ	-0.083405	0.018745	-4.449371	0.0000
TANG	-0.501055	0.112618	-4.449171	0.0000

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.426206	Mean dependent var	0.000613
Adjusted R-squared	0.351968	S.D. dependent var	0.393415
S.E. of regression	0.316700	Akaike info criterion	0.647560
Sum squared resid	37.21100	Schwarz criterion	1.118923
Log likelihood	-86.98763	Hannan-Quinn criter.	0.833864
F-statistic	5.741111	Durbin-Watson stat	1.673196
Prob(F-statistic)	0.000000		