

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة محمد الصديق بن يحي - جيجل -



كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

العنوان

تأثير السلوك التمويلي على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية
- دراسة قياسية للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500 -

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث في علوم التسيير
تخصص: إدارة مالية

تحت إشراف:
د. نور الدين محرز
المشرف المساعد:
د. نعمان محصول

إعداد الطالبة:
سراح موصو

لجنة المناقشة

الاسم	الدرجة العلمية	الجامعة الأصلية	الصفة
حياة نجار	أستاذ محاضر أ	جيجل	رئيسا
نور الدين محرز	أستاذ محاضر أ	سوق أهراس	مشرفا ومقررا
نعمان محصول	أستاذ محاضر أ	جيجل	مقرر ثاني
عمر قبيرة	أستاذ محاضر أ	جيجل	مناقشا
جمال قدام	أستاذ محاضر أ	جيجل	مناقشا
زبير عياش	أستاذ	أم البواقي	مناقشا
نور الدين بهلول	أستاذ محاضر أ	سوق أهراس	مناقشا

السنة الجامعية 2022/2021

الإهداء

أهدي هذا العمل إلى:

الوالدين الكريمين..... فهما ملحمة الحب وفرحة العمر، ومثال التفاني والعطاء حفظهما
الله وأطال في عمرهما.

أخي الحبيب وأخواتي..... سندي وعضدي ومشاطري أفراحي وأحزاني في هذه الحياة.
زوجي..... أسمى رموز الوفاء والإخلاص ورفيق الدرب.

إبنتي العزيزة..... قرة عيني ميار.

إلى..... جميع أصدقائي وزملائي.

سراح

شكر وتقدير

الحمد لله الذي أنار لنا درب العلم والمعرفة وأعانني ووفقني في إنجاز هذا العمل في مثل هذه اللحظات سطور كثيرة تمر في الخيال ولا يبقى لنا في نهاية المطاف إلا قليلا من الذكريات وصور تجمعنا برفاق كانوا إلى جانبنا.....

فواجب علينا شكرهم ووداعهم ونحن نخطو خطواتنا الأخيرة في الحياة الجامعية وخطواتنا الأولى في غمار الحياة.....

وقبل أن أمضي أقدم أسمى آيات التقدير والاحترام والعرفان بالجميل والفضل الكبير في الإشراف على هذه الدراسة وإيصالها إلى طور الإنجاز، الأساتذة الأفاضل الدكتور "محرز نور الدين" والدكتور "محصول نعمان" على تأطيرهما لهذا البحث وما أبداه من اهتمام وتوجيه ونقد ونقاشات بناءة من أجل إنجاز هذه الأطروحة، حيث لم يتوانا ولم يترددا في الاستماع لانشغالاتي وتساؤلاتي، فجزاهما الله عني كل خير وبارك لهما في علمهما.

كما أتوجه بالشكر الجزيل إلى الأستاذ الدكتور بوميمز فيصل على ما خصصه من وقت في سبيل مساعدتي في تعلم الأساليب القياسية التي مكنتني من إنجاز هذا الموضوع، فبارك الله فيه وفي علمه.

كما أتقدم بجزيل الشكر إلى الأساتذة الأفاضل أعضاء لجنة المناقشة الذين تفضلوا بقبول مناقشة هذه الأطروحة.

أشكر كل من ساعدني في إنجاز هذا البحث من قريب أو بعيد.

سراج

الملخص:

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار تأثير السلوك التمويلي على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010-2019، تكونت عينة الدراسة من 168 مؤسسة اقتصادية، ومن أجل الإجابة على الإشكالية المطروحة واختبار الفرضيات تم استخدام بيانات البانل (Panel Data)، حيث توصلت الدراسة إلى أن نموذج التأثيرات الثابتة هو النموذج الملائم لعينة الدراسة، وهذا في ظل التحليل الساكن لبيانات البانل، أما في التحليل الديناميكي فقد تم استخدام طريقة العزوم المعممة (GMM)، وقد تم قياس السلوك التمويلي من خلال نسبة الديون قصيرة الأجل، نسبة الديون طويلة الأجل ونسبة إجمالي الديون، في حين تم قياس الأداء المالي من خلال القيمة السوقية المضافة ومعدل العائد الإجمالي للمساهم، كما تم إدراج في نماذج الدراسة المتغيرات الضابطة المتمثلة في: حجم المؤسسة، السيولة والضمانات.

توصلت نتائج الدراسة إلى عدم وجود تأثير معنوي لنسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالي الأصول على الأداء المالي للمؤسسات محل الدراسة مفاسا بالقيمة السوقية المضافة ومعدل العائد الإجمالي للمساهم، ووجود تأثير معنوي لكل من نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول ونسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول على القيمة السوقية المضافة و معدل العائد الإجمالي للمساهم، كما أظهرت نتائج الدراسة وجود تأثير معنوي للمتغيرات الضابطة ممثلة في كل من حجم المؤسسة والسيولة على الأداء المالي للمؤسسات المدروسة، في حين لا يوجد تأثير للضمانات على القيمة السوقية المضافة، بينما كان لها تأثير معنوي على معدل العائد الإجمالي للمساهم، وهذه النتائج كانت وفق التحليل الساكن لبيانات البانل، وهي نفسها التي تم التوصل إليها في ظل التحليل الديناميكي ما عدا نسبة الديون قصيرة الأجل التي كان لها تأثير معنوي على الأداء المالي للمؤسسات محل الدراسة، كما كان للضمانات تأثير معنوي على القيمة السوقية المضافة.

الكلمات المفتاحية: السلوك التمويلي، الأداء المالي، القيمة السوقية المضافة، معدل العائد الإجمالي للمساهم، بيانات البانل.

Abstract:

This study aimed to test the effect of financing behavior on the financial performance of the economic enterprises indexed in the S&P 500 index during the period 2010-2019. The study sample consisted of 168 economic enterprises. In order to answer the problem posed and to test the hypotheses, Panel Data was used. Where we concluded that the fixed effects model is the appropriate model for the study sample, and this is in light of the static analysis of the panel data. As for the dynamic analysis, the generalized method of moments (GMM) was used. The financing behavior was measured by the short-term debt ratio, the long-term debt ratio and the total debt ratio, while the financial performance was measured by the market value added and the total shareholder rate of return. The control variables represented by: the size of the firm, liquidity and guarantees were included in the study models.

The results of the study concluded that there was no significant effect of the ratio of short-term debt to total assets on the financial performance of the enterprises under study as measured by the market value added and the shareholder's total rate of return. Moreover, there is a significant effect of the ratio of long-term debt to total assets and the ratio of total debt to total assets on the market value added and the total shareholder rate of return. The results of the study also showed a significant effect of the control variables represented in both the size of the firm and the liquidity on the financial performance of the studied enterprises. While the guarantees have no effect on the market value added, while they had a significant effect on the total shareholder rate of return. These results were according to the static analysis of the panel data, which are the same that were reached under the dynamic analysis, except for the percentage of short-term debts, which had a significant impact on the financial performance of the enterprises under study. The guarantees also had a significant effect on the market value added.

Keywords: Financing behavior, financial performance, market value added, total shareholder return, panel data.

Résumé :

Cette étude vise à vérifier l'impact du comportement de financement sur la performance financière des entreprises économiques inclus sous l'indice S&P 500 au cours de la période 2010-2019. L'échantillon d'étude est composé de 168 institutions économiques. et pour répondre à la problématique de recherche et examiner les hypothèses proposées, nous avons utilisé les données de panel Data, vu que le modèle à effets fixes est le modèle approprié pour notre échantillon d'étude, et ceci à la lumière d'une analyse statique des données de panel. Tandis que dans l'analyse dynamique, nous avons utilisé la méthode des moments généralisés (GMM), et le comportement de financement a été mesuré à travers le taux d'endettement à court terme, le taux d'endettement à long terme, et le taux des dettes totales. Quant à la performance financière, elle a été mesurée par la valeur marchande ajoutée et le taux de rendement total de l'actionnaire. Les variables de contrôle représentées: la grandeur de l'entreprise, la liquidité et les garanties ont été incluses dans les modèles d'étude.

Dans cette étude, nous concluons qu'il n'y a pas un impact significatif du taux des dettes à court terme sur la performance financière des entreprises, quelle est mesurée par la valeur marchande ajoutée et le taux de rendement total d'actionnaire, et la présence d'un impact significatif du ratio des dettes à long terme au total des actifs, et du ratio des dettes totales au total des actifs sur la valeur marchande ajoutée et le taux de rendement total d'actionnaire. Les résultats de l'étude ont montré une influence des variables de contrôle représentées : la grandeur de l'entreprise et la liquidité, sur la performance financière des entreprises étudiées. Alors que les garanties n'ont pas un impact sur la valeur marchande ajoutée, mais elles ont un effet significatif sur le taux de rendement total d'actionnaire ; ces résultats sont établis à travers une analyse statique des données de panel, qui est la même que celle obtenue dans le cadre de l'analyse dynamique, à l'exception de ratio des dettes à court terme, qui a une influence significative sur la performance financière des entreprises de cette l'étude, et les garanties qui ont un effet significatif sur la valeur marchande ajoutée.

Mots-clés : comportement de financement, performance financière, valeur ajoutée marchande, taux de rendement total pour l'actionnaire, données de panel.

قائمة المحتويات

رقم الصفحة	العنوان
I	الإهداء
II	الشكر
III	الملخص
V	قائمة المحتويات
XV	قائمة الجداول
XVII	قائمة الأشكال
XIX	قائمة الملاحق
XX	قائمة المختصرات والرموز
أ-ك	مقدمة
الفصل الأول: السلوك التمويلي للمؤسسة الاقتصادية	
13	تمهيد
14	المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول السلوك التمويلي
14	المطلب الأول: ماهية السلوك التمويلي
14	أولاً: تعريف السلوك التمويلي
15	ثانياً: خطوات اتخاذ السلوك التمويلي
16	ثالثاً: أهداف السلوك التمويلي
17	المطلب الثاني: السياسات التمويلية
17	أولاً: سياسة التمويل المتحفظة
18	ثانياً : سياسة التمويل الجريئة
19	ثالثاً: سياسة التمويل المثلى
19	المطلب الثالث: الهيكل التمويلي
20	أولاً: تعريف الهيكل التمويلي
21	ثانياً: مناهج تحديد الهيكل التمويلي
21	ثالثاً: محددات الهيكل التمويلي
27	رابعاً: الهيكل التمويلي الأمثل
29	المبحث الثاني: النظريات المفسرة للسلوك التمويلي
29	المطلب الأول: النظريات التقليدية
30	أولاً: نظرية صافي الربح
31	ثانياً: مدخل صافي ربح العمليات

33	ثالثا: المدخل التقليدي
36	المطلب الثاني: نظرية موديكلياني وميلر
36	أولا: مدخل موديكلياني وميلر في ظل عدم وجود الضرائب
39	ثانيا: مدخل موديكلياني وميلر في ظل وجود الضرائب
41	ثالثا: انتقادات نظرية موديكلياني وميلر
41	المطلب الثالث: نظرية التوازن
42	أولا: التأثيرات الناجمة عن وجود تكلفة الإفلاس
44	ثانيا: نظرية الوكالة
48	المطلب الرابع: النظرية المتعددة الأشكال
48	أولا: نظرية الإشارة
49	ثانيا: نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل
50	المطلب الخامس: نظرية عدم تماثل المعلومات
52	المبحث الثالث: مصادر التمويل
52	المطلب الأول: أموال الملكية
52	أولا: التمويل الذاتي
54	ثانيا: الأسهم العادية
56	ثالثا: الأسهم الممتازة
58	المطلب الثاني: أموال الاستدانة
58	أولا: القروض الطويلة والمتوسطة الأجل
59	ثانيا: السندات
61	ثالثا: القروض قصيرة الأجل
62	رابعا: القرض الاجاري
66	المطلب الثالث: صيغ التمويل الإسلامية
66	أولا: مفهوم التمويل الإسلامي
67	ثانيا: أهم صيغ التمويل الإسلامي
68	المطلب الرابع: رأس المال المخاطر
35	أولا: مفهوم رأس المال المخاطر
36	ثانيا: أهداف شركات رأس المال المخاطر
69	المبحث الرابع: ماهية تكلفة التمويل
70	المطلب الأول: مفهوم تكلفة التمويل

70	أولاً: تعريف تكلفة التمويل
71	ثانياً: أهمية تكلفة التمويل
71	المطلب الثاني: العوامل المؤثرة في تكلفة التمويل
71	أولاً: العوامل التي لا تخضع لسيطرة المؤسسة
72	ثانياً: العوامل التي تخضع لسيطرة المؤسسة
73	المطلب الثالث: تقدير تكلفة التمويل
73	أولاً: تكلفة التمويل عن طريق الأموال الخاصة
79	ثانياً: تكلفة التمويل عن طريق الاستدانة
83	ثالثاً: تكلفة القرض الإيجاري
83	المطلب الرابع: التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال
83	أولاً: تعريف التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال
71	ثانياً: أهمية تكلفة التمويل
84	ثانياً: خطوات تقدير التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال
84	ثالثاً: حساب التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال
87	خلاصة الفصل
الفصل الثاني: الأداء المالي للمؤسسة وعلاقته بالسلوك التمويلي	
89	تمهيد
90	المبحث الأول: الإطار المفاهيمي للأداء
90	المطلب الأول: مفهوم الأداء
90	أولاً: تعريف الأداء
93	ثانياً: أهمية الأداء
94	المطلب الثاني: أنواع الأداء
94	أولاً: حسب معيار المصدر
95	ثانياً: حسب معيار الشمولية
95	ثالثاً: حسب معيار الطبيعة
96	المطلب الثالث: العوامل المؤثرة في الأداء
96	أولاً: العوامل الداخلية
97	ثانياً: العوامل الخارجية
98	المطلب الرابع: تقييم الأداء
98	أولاً: مفهوم تقييم الأداء

101	ثانيا: خطوات تقييم الأداء
102	ثالثا: أهداف تقييم الأداء
103	رابعا: صعوبات تقييم الأداء
104	المبحث الثاني: مدخل إلى الأداء المالي
104	المطلب الأول: مفهوم الأداء المالي
104	أولا: تعريف الأداء المالي
106	ثانيا: أهمية الأداء المالي
106	المطلب الثاني: أسباب تباين مفاهيم الأداء المالي
107	أولا: اختلاف رؤى الباحثين حول تحديد مفهوم الوظيفة المالية
107	ثانيا: تطور النظرية المالية الكلاسيكية إلى نظرية مالية معاصرة
108	ثالثا: تطور المؤشرات المحاسبية إلى مؤشرات مالية واقتصادية
108	المطلب الثالث: أهداف الأداء المالي
108	أولا: السيولة واليسر المالي
108	ثانيا: التوازن المالي
109	ثالثا: المردودية
109	رابعا: إنشاء القيمة
109	خامسا: نمو المؤسسة
110	المطلب الرابع: ضرورة ومتطلبات تقييم الأداء المالي
110	أولا: تعريف وخطوات تقييم الأداء المالي
111	ثانيا: ضرورة تقييم الأداء المالي
111	ثالثا: متطلبات تقييم الأداء المالي
113	المطلب الخامس: معايير ومصادر معلومات تقييم الأداء المالي
113	أولا: معايير تقييم الأداء المالي
114	ثانيا: مصادر معلومات تقييم الأداء المالي
118	المبحث الثالث: مؤشرات تقييم الأداء المالي
119	المطلب الأول: مفهوم مؤشر الأداء وشروطه
119	أولا: تعريف مؤشر الأداء
119	ثانيا: شروط مؤشرات الأداء
120	المطلب الثاني: المؤشرات التقليدية لتقييم الأداء المالي
120	أولا: النسب المالية

134	ثانيا: مؤشرات التوازن المالي
138	المطلب الثالث: المؤشرات الحديثة لتقييم الأداء المالي
138	أولا: القيمة الاقتصادية المضافة EVA
141	ثانيا: القيمة السوقية المضافة MVA
141	ثالثا: مؤشر Tobin's Q
142	رابعا: معدل عائد التدفق النقدي على الاستثمار
142	خامسا: معدل العائد الإجمالي للمساهم (TSR)
143	سادسا: مؤشر القيمة النقدية المضافة CVA
143	المبحث الرابع: علاقة الأداء المالي بالسلوك التمويلي
144	المطلب الأول: أهمية الرفع المالي في الحياة المالية للمؤسسة
145	المطلب الثاني: أثر الديون قصيرة الأجل على الأداء المالي
148	أولا: الدراسات المؤيدة لوجود علاقة إيجابية للديون قصيرة الأجل بالأداء المالي
149	ثانيا: الدراسات المؤيدة لوجود علاقة سلبية بين الديون قصيرة الأجل والأداء لمالي
149	المطلب الثالث: أثر الديون طويلة الأجل على الأداء المالي
152	أولا: الدراسات المؤيدة لوجود علاقة موجبة للديون طويلة الأجل بالأداء المالي
153	ثانيا: الدراسات المؤيدة لوجود علاقة سلبية للديون طويلة الأجل بالأداء المالي
154	خلاصة الفصل
الفصل الثالث: مؤشرات البورصة ومؤشر S&P500	
157	تمهيد
158	المبحث الأول: إضاءات حول البورصة
158	المطلب الأول: مفهوم البورصة
158	أولا: تعريف البورصة
159	ثانيا: أهمية البورصة
160	المطلب الثاني: وظائف البورصة وخصائصها
160	أولا: وظائف البورصة
161	ثانيا: خصائص البورصة
163	المطلب الثالث: تقسيمات البورصة والمتدخلون فيها
163	أولا: تقسيمات البورصة
165	ثانيا: المتدخلون في البورصة

166	المطلب الرابع: عمليات البورصة وأوامرها
166	أولاً: عمليات البورصة
167	ثانياً: أوامر البورصة
171	المطلب الخامس: التسعير في البورصة والعوامل المساعدة على استقرارها
171	أولاً: التسعير في البورصة
172	ثانياً: العوامل المساعدة على استقرار البورصة
173	المبحث الثاني: التأصيل النظري لمؤشرات البورصة
173	المطلب الأول: تاريخ مؤشرات البورصة ومفهومها
173	أولاً: تاريخ مؤشرات البورصة
173	ثانياً: مفهوم مؤشرات البورصة
176	المطلب الثاني: استخدامات ومزايا المؤشر
176	أولاً: استخدامات المؤشر
178	ثانياً: مزايا المؤشر
179	المطلب الثالث: أنواع مؤشرات البورصة وأهدافها
179	أولاً: أنواع مؤشرات البورصة
182	ثانياً: أهداف مؤشرات البورصة
182	المطلب الرابع: العوامل المؤثرة في مؤشرات البورصة وكيفية بناءها
182	أولاً: العوامل المؤثرة في مؤشرات البورصة
182	ثانياً: كيفية بناء مؤشرات البورصة
186	المطلب الخامس: أنواع حركات المؤشر في السوق
186	أولاً: الحركة الرئيسية
186	ثانياً: الحركة الثانوية
186	ثالثاً: التقلبات اليومية
186	المبحث الثالث: أهم مؤشرات البورصات الدولية
187	المطلب الأول: أهم مؤشرات بورصة الولايات المتحدة الأمريكية
187	أولاً: مؤشر داو جونز الصناعي 30 (DJIA)
190	ثانياً: مؤشر ستاندرد أندبورز 500 (S&P500)
191	ثالثاً: مؤشر ناسداك 100 (Nasdaq 100)
192	المطلب الثاني: أهم مؤشرات البورصة الأوروبية
192	أولاً: مؤشر كاك 40 (CAC40)

195	ثانيا: مؤشر داكس 30 (DAX30)
197	ثالثا: مؤشر فاينانشل تايمز 100 (FT-SE100)
198	رابعا: مؤشر ستوكس يوروب 600 "STOXX Europe 600"
198	المطلب الثالث: أهم مؤشرات البورصة اليابانية
198	أولا: مؤشر نيكاي 225 (Nikkei225)
199	ثانيا: مؤشر طوبيكس (Topix)
199	المطلب الرابع: أهم مؤشرات البورصات العربية
199	أولا: مؤشر بورصة عمان
200	ثانيا: المؤشر العام للسوق المالية السعودية (مؤشر تداول TASI)
201	ثالثا: مؤشر MASI المغربي
202	المبحث الرابع: مؤشر S&P500
202	المطلب الأول: تقديم السوق المالي الأمريكي
202	أولا: نبذة تاريخية عن السوق المالي الأمريكي
204	ثانيا: خصائص السوق المالي الأمريكي
204	المطلب الثاني: شروط انضمام المؤسسات إلى مؤشر S&P500 وطريقة حسابه
204	أولا: شروط انضمام المؤسسات إلى مؤشر S&P500
204	ثانيا: طريقة حساب مؤشر S&P500
205	المطلب الثالث: مزايا وعيوب مؤشر S&P500
205	أولا: مزايا مؤشر S&P500
205	ثانيا: عيوب مؤشر S&P500
206	المطلب الرابع: تطور أداء وحجم تداول مؤشر S&P500 خلال الفترة 2008-2019
206	أولا: تطور أداء مؤشر S&P500 خلال الفترة 2008-2019
209	ثانيا: تطور حجم تداول مؤشر S&P500 خلال الفترة 2008-2019
210	المطلب الخامس: أكبر 10 مؤسسات من حيث القيمة السوقية المدرجة في مؤشر S&P500 سنة 2019
212	خلاصة الفصل
الفصل الرابع: الدراسة التطبيقية لتأثير السلوك التمويلي على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010-2019	
215	تمهيد
216	المبحث الأول: مفاهيم عامة حول نماذج بيانات البائل

216	المطلب الأول: مفهوم بيانات البائل
216	أولا : تعريف بيانات البائل
217	ثانيا: أهمية بيانات البائل
218	المطلب الثاني: أشكال بيانات البائل وأنواعه
218	أولا: أشكال بيانات البائل
218	ثانيا: أنواع نماذج البائل
225	المطلب الثالث: اختبار التجانس
227	أولا: اختبار التجانس الكلي
228	ثانيا: اختبار تجانس المعلمات β_i .
229	ثالثا: اختبار تجانس الثوابت α_i .
229	المطلب الرابع: اختيار النموذج الملائم لبيانات البائل
229	أولا: اختبار فيشر (Fisher)F المقيد
230	ثانيا: اختبار مضاعف لاغرانج (LM) Lagrange Multiplier
230	ثالثا: اختبار (1978) Hausman
231	المطلب الخامس: اختبار جذر الوحدة وعلاقة التكامل المتزامن لبيانات البائل
231	أولا: اختبار استقرارية بيانات البائل
237	ثانيا: اختبارات التكامل المتزامن
241	المبحث الثاني: منهجية الدراسة
241	المطلب الأول: مجتمع وعينة الدراسة ومصادر جمع البيانات
241	أولا: مجتمع وعينة الدراسة
243	ثانيا: مصادر جمع البيانات
243	المطلب الثاني: النماذج الرياضية المعتمدة ومتغيرات الدراسة
243	أولا: النماذج الرياضية المعتمدة
246	ثانيا: متغيرات الدراسة
248	المطلب الثالث: تحليل تطور متوسط نسب الديون (الافتراض) للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة 2010-2019.
248	أولا: تحليل تطور متوسط نسبة الديون قصيرة الأجل للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة 2010-2019
249	ثانيا: تحليل تطور متوسط نسبة الديون طويلة الأجل للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة 2010-2019.

250	ثالثا: تحليل تطور نسب إجمالي الديون للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة 2010-2019.
252	رابعا: تحليل تطور نسبة الديون (الاقتراض) للمؤسسات محل الدراسة حسب قطاعات النشاط
253	المطلب الرابع: تحليل تطور القيمة السوقية المضافة ومعدل العائد الإجمالي للمساهمين للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة 2010-2019.
253	أولا: تحليل تطور القيمة السوقية المضافة (MVA) للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة 2010-2019
255	ثانيا: تحليل تطور معدل العائد الإجمالي للمساهم (TSR) للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة 2010-2019.
256	المبحث الثالث: دراسة قياسية لتأثير السلوك التمويلي على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010-2019.
257	المطلب الأول: الدراسة الوصفية واستقرارية متغيرات الدراسة
257	أولا: الإحصاء الوصفي
258	ثانيا: مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة
259	ثالثا: اختبار استقرارية السلاسل الزمنية
261	المطلب الثاني: التحليل الساكن لنماذج بيانات البانل
261	أولا: تقدير نماذج بيانات البانل الساكن
263	ثانيا: اختيار النموذج الملائم للدراسة
266	ثالثا: تشخيص جودة النموذج المقدر من الناحية الإحصائية والقياسية
275	رابعا: تحليل ومناقشة النتائج
280	المطلب الثالث: التحليل الديناميكي لنماذج بيانات البانل
280	أولا: تقدير النموذج الديناميكي باستخدام مقدر الفروق difference GMM
283	ثانيا: تقدير النموذج الديناميكي باستخدام مقدر النظام GMM-Systeme
286	ثالثا: تحليل ومناقشة النتائج
290	المطلب الرابع: فحص Robustness
290	أولا: فحص Robustness في التحليل الساكن
291	ثانيا: فحص Robustness في التحليل الديناميكي
293	خلاصة الفصل
296	الخاتمة
306	قائمة المراجع
333	قائمة الملاحق

قائمة الجداول

الصفحة	العنوان	الرقم
189	أهم 10 مؤسسات مدرجة في مؤشر داو جونز الصناعي	(1-3)
192	أكبر 10 مؤسسات مؤشر ناسداك 100	(2-3)
194	أهم 10 المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40	(3-3)
198	أكبر 10 مؤسسات تمثل مؤشر FT-SE100	(4-3)
206	تطور أداء مؤشر S&P500 خلال الفترة 2008-2019	(5-3)
209	تطور حجم تداول مؤشر S&P500 خلال الفترة 2008-2019	(6-3)
210	أكبر 10 مؤسسات مدرجة في مؤشر S&P500 سنة 2019	(7-3)
232	اختبارات جذر الوحدة في بيانات السلاسل الزمنية المقطعية	(1-4)
240	إختبار (1988) Johansen	(2-4)
240	نتائج إختبار (1988) Johansen	(3-4)
242	عدد المؤسسات محل الدراسة في كل قطاع	(4-4)
247	متغيرات الدراسة وطريقة قياسها	(5-4)
248	تطور متوسط نسبة الديون قصيرة الأجل للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة 2010-2019.	(6-4)
249	تحليل تطور نسبة الديون طويلة الأجل للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة 2010-2019.	(7-4)
251	تطور نسب إجمالي الديون للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة 2010-2019.	(8-4)
252	نسبة الديون للمؤسسات محل الدراسة حسب قطاعات النشاط	(9-4)
253	تطور متوسط مؤشر القيمة السوقية المضافة (MVA) للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة 2010-2019.	(10-4)
255	تطور متوسط معدل العائد الإجمالي للمساهمين (TSR) للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة 2010-2019	(11-4)
257	الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة	(12-4)
258	مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة	(13-4)
259	قيمة VIF و Tolerance لكل متغير من المتغيرات التفسيرية	(14-4)
259	نتائج إختبار إستقرارية متغيرات الدراسة	(15-4)

262	نتائج تقدير النماذج الثلاثة لبيانات البائل الخاصة بالمتغير التابع MVA	(16-4)
263	نتائج تقدير النماذج الثلاثة لبيانات البائل الخاصة بالمتغير التابع TSR	(17-4)
264	نتائج إختبار فيشر المقيد للنموذج MVA	(18-4)
264	نتائج إختبار LM للنموذج MVA	(19-4)
265	نتائج إختبار Hausman للنموذج MVA	(20-4)
265	نتائج إختبار فيشر المقيد للنموذج TSR	(21-4)
266	نتائج إختبار LM	(22-4)
266	نتائج إختبار Hausman	(23-4)
266	نتائج نموذج الإنحدار المتعدد بإستخدام نموذج التأثيرات الثابتة الخاص بنموذج MVA	(24-4)
267	نتائج نموذج الإنحدار المتعدد بإستخدام نموذج التأثيرات الثابتة الخاص بنموذج TSR	(25-4)
270	نتائج إختبار الارتباط الذاتي للنموذج MVA	(26-4)
271	نتائج إختبار عدم تجانس التباين للنموذج MVA	(27-4)
272	نموذج التأثيرات الثابتة المصحح MVA	(28-4)
273	نتائج إختبار الارتباط الذاتي للنموذج TSR	(29-4)
273	نتائج إختبار عدم تجانس التباين للنموذج TSR	(30-4)
274	نموذج التأثيرات الثابتة المصحح TSR	(31-4)
280	نتائج تقدير أثر السلوك التمويلي على القيمة السوقية المضافة (MVA) للمؤسسات الإقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500 خلال الفترة (2010-2019) بإستخدام مقدر الفروق difference GMM	(32-4)
282	نتائج تقدير أثر السلوك التمويلي على معدل العائد الإجمالي للمساهم (TSR) للمؤسسات الإقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500 (2010-2019) بإستخدام مقدر الفروق difference GMM	(33-4)
283	نتائج تقدير أثر السلوك التمويلي على القيمة السوقية المضافة (MVA) للمؤسسات الإقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500 (2010-2019) بإستخدام مقدر GMM-Systeme	(34-4)

285	نتائج تقدير أثر السلوك التمويلي على معدل العائد الإجمالي للمساهم (TSR) للمؤسسات الإقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500 (2010-2019) باستخدام مقدر الفروق GMM-Systeme	(35-4)
290	نتائج نموذج التأثيرات الثابتة وفق فحص Robustness	(36-4)
291	نتائج نموذج مقدر الفروق GMM difference وفق فحص Robustness	(37-4)

قائمة الأشكال

الصفحة	العنوان	الرقم
17	السياسة التمويلية المتحفظة	(1-1)
18	السياسة التمويلية الجريئة	(2-1)
19	السياسة التمويلية المثلى	(3-1)
30	العلاقة بين تكلفة الأموال ونسبة الاقتراض وفق نظرية صافي الربح	(4-1)
32	العلاقة بين تكلفة الأموال ونسبة الاقتراض وفق نظرية صافي ربح العمليات	(5-1)
33	العلاقة بين نسبة الاقتراض وقيمة المؤسسة وفق نظرية صافي ربح العمليات	(6-1)
35	العلاقة بين تكلفة الأموال ونسبة الاقتراض حسب المدخل التقليدي	(7-1)
35	العلاقة بين قيمة المؤسسة ونسبة الاقتراض حسب المدخل التقليدي	(8-1)
38	تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة وفقا لنظرية M&M في ظل غياب الضرائب	(9-1)
40	مدخل موديكلياني وميلر في ظل وجود الضرائب	(10-1)
43	العلاقة بين نسبة الاستدانة إلى الأموال الخاصة وتكلفة الأموال	(11-1)
44	العلاقة بين نسبة الاقتراض إلى الأموال الخاصة والقيمة السوقية للمؤسسة	(12-1)
47	العلاقة بين الهيكل التمويلي وقيمة المؤسسة في ظل تأثير تكلفة الوكالة	(13-1)
93	الأداء من منظور الكفاءة والفعالية	(1-2)
207	تطور أداء مؤشر S&P500 خلال الفترة 2008-2019	(1-3)
227	خطوات ومراحل اختبار التجانس ل Hsiao	(1-4)
245	النموذج الأول للدراسة الخاص ب MVA	(2-4)
245	النموذج الثاني للدراسة الخاص ب TSR	(3-4)
249	تطور متوسط نسبة الديون قصيرة الأجل للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة 2010-2019.	(4-4)
250	تطور نسبة الديون طويلة الأجل للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة 2010-2019	(5-4)
251	تطور نسب إجمالي الديون للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة 2014-2019	(6-4)
253	توزيع نسب الاقتراض للمؤسسات محل الدراسة حسب قطاعات النشاط	(7-4)

254	تطور متوسط مؤشر القيمة السوقية المضافة (MVA) للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة 2014-2019	(8-4)
256	تطور متوسط معدل العائد الإجمالي للمساهم (TSR) للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة 2010-2019	(9-4)

قائمة الملاحق

العنوان	الرقم
قائمة مؤسسات الدراسة وتوزيعها حسب قطاعات النشاط	01
الإحصاء الوصفي ومصفوفة الارتباط لمتغيرات الدراسة	02
نتائج التحليل القياسي باستخدام التحليل الساكن لتأثير السلوك التمويلي على القيمة السوقية المضافة للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010-2019.	03
نتائج التحليل القياسي باستخدام التحليل الساكن لتأثير السلوك التمويلي على معدل العائد الإجمالي للمساهم للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010-2019.	04
نتائج التحليل القياسي باستخدام التحليل الديناميكي لتأثير السلوك التمويلي على القيمة السوقية المضافة للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010-2019.	05
نتائج التحليل القياسي باستخدام التحليل الديناميكي لتأثير السلوك التمويلي على معدل العائد الإجمالي للمساهم للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010-2019.	06
فحص Robustness في التحليل الساكن	07
فحص Robustness في التحليل الديناميكي	08

قائمة المختصرات والرموز

الرمز أو الإختصار	المصطلح باللغة العربية	المصطلح باللغة الأجنبية
CAPM	نموذج تسعير الأصول الرأسمالية	Capital Asset Pricing Model
Wacc	التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال	Weighted Average Cost of Capital
M&M	موديكلاني وميلر	<i>Modigliani & Miller</i>
ROA	معدل العائد على إجمالي الأصول	Return On Assets
ROE	معدل العائد على حقوق الملكية	Return on Equity
EPS	ربحية السهم	Earnings per Share
ROI	معدل العائد على رأس المال المستثمر	Return On Investment
EVA	القيمة الاقتصادية المضافة	Economic Value added
MVA	القيمة السوقية المضافة	Market Value added
TSR	معدل العائد الإجمالي للمساهم	Total Shareholder Returns
CVA	القيمة النقدية المضافة	Cash Value Added
S&P500	ستاندرد أندبوز	Standard & Poor's
PRM	نموذج الانحدار التجميعي	Pooled Regression Model
FEM	نموذج التأثيرات الثابتة	Fixed Effects Method
REM	نموذج التأثيرات العشوائية.	Random Effects Method
SIZE	حجم المؤسسة	Size of Corporate
LIQ	السيولة	Liquidity
TANG	الضمانات	Tangibility

مقدمة

مقدمة

في ظل التغيرات والتطورات السريعة والديناميكية التي تشهدها بيئة الأعمال في شتى المجالات تجد المؤسسة نفسها مجبرة على التعامل في بيئة تسودها المنافسة ومحفوفة بالمخاطر، وقد فرضت هذه التغيرات والتطورات على المؤسسة تحديات ألزمتها بإعادة النظر في مختلف استراتيجياتها، والقرارات التي تتخذها لتحقيق أكبر قدر من أهدافها المرسومة، الأمر الذي يعد دافعا أساسيا لجعلها تعمل جاهدة من أجل أخذ مكانة لها في السوق المالي على الصعيد المحلي والدولي، وهذا يتوقف على تحسين أدائها المالي في مختلف العمليات التي تقوم بها وتحقيق معدلات ربحية مرتفعة، وذلك من خلال توجيه كافة قراراتها المالية لخدمة هذا الهدف و التي من بينها قرار التمويل الذي يترجم وفق السلوك التمويلي الذي تنتهجه المؤسسة، إذ يعد السلوك التمويلي أحد أهم القضايا في النظرية المالية الحديثة، التي لم تطرح في السنوات الأخيرة فقط ولكن كانت محل اهتمام الباحثين في العقود الماضية، حيث تنشأ الحاجة إلى التمويل عندما يتكون لدى المؤسسات شعور بالحاجة إلى أموال لشراء أصول جديدة، وزيادة قدرتها الإنتاجية، وتعيين موظفين جدد وشراء المواد الأولية، وهذا السلوك التمويلي الذي تتبعه المؤسسة يكون في شكل أموال خاصة أو أموال مقترضة، وقد حظي موضوع الأداء المالي وخلق القيمة في المؤسسات المدرجة في البورصة باهتمام كبير من قبل الباحثين والخبراء الماليين، حيث في السنوات الأخيرة تحولت أهداف المؤسسات نحو خلق القيمة وتحقيق عوائد مرضية من أجل تعظيم عوائد المساهمين.

حيث شكل موضوع السلوك التمويلي وعلاقته بالأداء المالي للمؤسسة نقاش كبير من الناحية النظرية والتجريبية على حد سواء، وتركز النقاش حول ما إذا كان السلوك التمويلي يؤثر على الأداء المالي للمؤسسة أم لا، وبدأت الطروحات النظرية حول هذا الشأن انطلاقا من نظرية موديكلياني وميلر (1958) التي أظهرت بأن السلوك التمويلي مستقل تماما عن الأداء المالي للمؤسسة، ولقد ولدت نتيجة هذه النظرية مؤلفات نظرية كثيرة انتقدت وعدلت نتائجها الأصلية في عام 1963، وذلك بإضافة مدفوعات الفائدة المخصومة من الضرائب، إذ يرتبط في هذه الحالة أداء المؤسسة بشكل إيجابي بسلوكها التمويلي.

وانطلاقا من دراسة الثنائي موديكلياني وميلر ظهرت نظريات عديدة حاولت تفسير السلوك التمويلي وعلاقته بالأداء المالي للمؤسسة، كنظرية التوازن التي أضافت عيوباً مثل تكاليف الإفلاس وتكاليف الوكالة والمكاسب من الوفرة الضريبية الناتجة عن الرافعة المالية إلى التحليل، وتوصلت إلى أنه قد يكون هناك هيكل تمويلي أمثل، كما ظهرت أيضا نظريات أخرى مثل نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل، التي أكدت بأن عدم تماثل المعلومات بين مديري المؤسسة والمساهمين والسوق يستلزم الاختيار بين مصادر الأموال المتاحة، ووفقا لهذه النظرية فإن الأموال الذاتية هي الخيار الأول للمؤسسة وتليها الديون كخيار ثاني ويبقى إصدار الأسهم العادية كخيار أخير، وفي هذا الشأن قام العديد من الباحثين بإجراء العديد من الدراسات التطبيقية من أجل اختبار هذه النظريات، إلا

مقدمة

أن هذه الدراسات توصلت إلى نتائج متباينة ومتناقضة بين مؤيد ومعارض لوجود أثر للسلوك التمويلي على الأداء المالي للمؤسسة من عدمه، مما أدى إلى إجراء المزيد من الدراسات الخاصة بهذا الموضوع .

أولاً: مشكلة الدراسة

تسعى المؤسسة إلى تحديد الهيكل المالي الأمثل الذي يمكن أن يقلل من تكلفة رأس المال ويساهم في تعزيز الأداء المالي للمؤسسة وتعظيم ثروة المساهمين، وعليه تمحورت مشكلة الدراسة حول اختبار وقياس تأثير السلوك التمويلي معبرا عنه بنسب المديونية على الأداء المالي مقاسا بالقيمة السوقية المضافة ومعدل العائد الإجمالي للمساهم لعينة من المؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010-2019. ومن هذا المنطلق يمكن طرح الإشكالية التالية:

هل يوجد تأثير للسلوك التمويلي على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500

خلال الفترة 2010-2019؟

يندرج تحت هذه الإشكالية الأساسية الأسئلة الفرعية التالية:

- كيف تساهم النظريات المالية في تفسير السلوك التمويلي للمؤسسة؟
- هل يوجد اختلاف بين المؤشرات الحديثة لتقييم الأداء المالي والمؤشرات التقليدية؟
- هل يوجد تأثير لنسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالي الأصول على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500؟
- هل يوجد تأثير لنسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500؟
- هل يوجد تأثير لنسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500؟

ثانياً: فرضيات الدراسة:

انطلاقاً من الدراسات السابقة حول الموضوع تم صياغة الفرضيات التالية، التي سنقوم من خلال هذه الدراسة باختبارها للوصول إلى الأهداف المراد تحقيقها من هذه الدراسة، وذلك كما يلي:

1: الفرضية الرئيسية الأولى

يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية للسلوك التمويلي على القيمة السوقية المضافة (MVA) للمؤسسات

الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500.

من خلال الفرضية الرئيسية تم صياغة الفرضيات الفرعية التالية:

مقدمة

- **الفرضية الفرعية الأولى:** يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لنسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالي الأصول على القيمة السوقية المضافة (MVA) للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500.
 - **الفرضية الفرعية الثانية:** يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لنسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول على القيمة السوقية المضافة (MVA) للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500.
 - **الفرضية الفرعية الثالثة:** يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لنسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول على القيمة السوقية المضافة (MVA) للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500.
- 2: الفرضية الرئيسية الثانية:**

يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية للسلوك التمويلي على معدل العائد الإجمالي للمساهم (TSR) للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500.

من خلال الفرضية الرئيسية تم صياغة الفرضيات الفرعية التالية:

- **الفرضية الفرعية الأولى:** يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لنسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالي الأصول على معدل العائد الإجمالي للمساهم (TSR) للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500.
 - **الفرضية الفرعية الثانية:** يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لنسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول على معدل العائد الإجمالي للمساهم (TSR) للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500.
 - **الفرضية الفرعية الثالثة:** يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لنسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول على معدل العائد الإجمالي للمساهم (TSR) للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500.
- ثالثاً: أهداف الدراسة:**

- يتمثل الهدف الرئيسي لهذه الدراسة في قياس وإختبار العلاقة بين السلوك التمويلي ممثلاً في الديون قصيرة والديون طويلة الأجل وإجمالي الديون والأداء المالي مقاساً بالقيمة السوقية المضافة ومعدل العائد الإجمالي للمساهم، للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500 خلال فترة الدراسة الممتدة من 2010 إلى 2019.
- إضافة إلى الهدف الأساسي هناك أهداف ثانوية نسعى إلى تحقيقها هي:
- تقديم الإطار المفاهيمي لكل من السلوك التمويلي والأداء المالي؛
 - التعرف على السلوك التمويلي المعتمد من طرف المؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500 وذلك من خلال تحديد نسبة المديونية ونسبة الأموال الخاصة؛
 - تقديم بعض الاقتراحات والتوصيات لتحسين أداء المؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500.

مقدمة

رابعاً: أهمية الدراسة

تتبع أهمية الدراسة من أهمية الموضوع الذي تعالجه حيث يعتبر القرار التمويلي من بين أهم القرارات الاستراتيجية الهامة في المؤسسة نظراً لما يترتب عليه من آثار على حياتها المالية خاصة أدائها المالي، إذ يعتبر الأداء المالي من أهم العناصر التي تقدم أدلة عن قدرة المؤسسة على الاستغلال الأمثل للموارد المالية المتاحة لديها، والذي من خلاله تستطيع الأطراف التي لها علاقة بالمؤسسة معرفة وضعيتها المالية، كما تتبع أيضاً أهمية الدراسة في كونها تضيف للدراسات السابقة أدلة جديدة عن مدى تأثير السلوك التمويلي على الأداء المالي وذلك في المؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500.

خامساً: أسباب اختيار الموضوع

- الميول الشخصي لدراسة المواضيع المتعلقة بالجانب المالي للمؤسسات الاقتصادية من أجل تنمية معارفي ومعلوماتي، والتي تناسب التخصص الذي أدرسه؛
- استغلال التخصص الأكاديمي في الإلمام بالجوانب المتنوعة والحيوية لموضوع الدراسة، وإثراء المسار التكويني في الدراسات القائمة على استخدام الأدوات الإحصائية والقياسية؛
- محاولة إبراز الدور الذي يمكن أن يلعبه السلوك التمويلي في التأثير على الأداء لمالي للمؤسسة؛
- موضوع جدير بالدراسة وهذا لأهميته لكل المستفيدين من مساهمين واداريين وكل من له علاقة بالمؤسسة، وذلك من خلال مساعدتهم في اتخاذ قراراتهم؛
- الإهتمام بإنجاز الدراسات ذات الطابع القياسي من أجل اكتساب معرفة أكثر حول الأساليب الإحصائية المستخدمة في هذا النوع من الدراسات.

سادساً: حدود الدراسة

الحدود الموضوعية

عملت هذه الدراسة على اختبار تأثير السلوك التمويلي على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500.

الحدود المكانية

عاجت الدراسة حالة عينة مكونة من 168 مؤسسة اقتصادية مدرجة في بورصة الولايات المتحدة الأمريكية وبالتحديد في مؤشر S&P500.

الحدود الزمنية

غطت الدراسة فترة زمنية قدرت ب 10 سنوات من 2010 إلى 2019 وذلك بالاعتماد على التقارير المالية لمؤسسات S&P500 خلال هذه الفترة.

سابعاً: منهج الدراسة والأدوات الإحصائية المعتمدة

من أجل تحقيق هدف الدراسة ومعالجة الإشكالية المطروحة تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي في الجانب النظري، من أجل التعريف بالمفاهيم الأساسية المتعلقة بمتغيرات الدراسة (السلوك التمويلي والأداء المالي)، أما بالنسبة للجانب التطبيقي فقد تم الإعتماد على المنهج التاريخي من خلال عرض التطور التاريخي لمؤشر S&P500 بهدف تحليل تطور أدائه، بالإضافة إلى أسلوب دراسة الحالة من خلال قياس الأداء المالي للمؤسسات الإقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500، كما تم اعتماد الأسلوب الإحصائي المتمثل في بيانات البنائ (بيانات البنائ الساكنة والمتحركة) من أجل تحليل ومعالجة البيانات وذلك بالاستعانة بالبرامج الإحصائية المتمثلة في 10 EViews وبرنامج STATA 16 وأيضاً برنامج GRETL، والأساليب الإحصائية الوصفية المتمثلة في، الإحصاء الوصفي، ومصفوفة الارتباط لمعرفة العلاقة بين متغيرات الدراسة، كما يتم استخدام مجموعة من الإختبارات من أجل التأكد من جودة وقوة النموذج الملائم للدراسة من الناحية الإحصائية والقياسية.

ثامناً: هيكل الدراسة

بغرض الإجابة على إشكالية البحث والتساؤلات المطروحة وإثبات صحة الفرضيات من عدمها، قمنا بتقسيم البحث إلى أربعة فصول رئيسية انطلاقاً من مقدمة عامة التي حاولنا من خلالها إعطاء نظرة شاملة عن موضوع الدراسة، حيث تطرقنا في الفصل الأول إلى السلوك التمويلي للمؤسسة الإقتصادية، وقد قمنا بمعالجة هذا الفصل في أربع مباحث أساسية، حيث تضمن المبحث الأول مفاهيم أساسية حول السلوك التمويلي، والمبحث الثاني النظريات المفسرة للسلوك التمويلي، والمبحث الثالث مصادر التمويل، أما المبحث الرابع تطرقنا فيه إلى ماهية تكلفة التمويل.

أما الفصل الثاني فتناولنا فيه الأداء المالي للمؤسسة وعلاقته بالسلوك التمويلي، حيث اشتمل على أربع مباحث، إذ تطرقنا في المبحث الأول إلى الإطار المفاهيمي للأداء، أما المبحث الثاني خصص إلى مدخل إلى الأداء المالي، والمبحث الثالث ركزنا فيه على مؤشرات تقييم الأداء المالي، في حين المبحث الرابع عالجتنا من خلاله علاقة الأداء المالي بالسلوك التمويلي.

بالنسبة للفصل الثالث الذي تضمن مؤشرات البورصة ومؤشر S&P500 قمنا بتقسيمه أيضاً إلى أربع مباحث أساسية، حيث تضمن المبحث الأول مدخل عام إلى البورصة، والمبحث الثاني الإطار النظري لمؤشرات

مقدمة

البورصة، والمبحث الثالث تناولنا فيه أهم مؤشرات البورصات الدولية، أما في المبحث الرابع فقد تم التركيز فيه على مؤشر S&P500.

وأخيرا الفصل الرابع الذي تضمن الدراسة التطبيقية لتأثير السلوك التمويلي على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010-2019، حيث اشتمل المبحث الأول على مفاهيم عامة حول نماذج بيانات البائل، والمبحث الثاني تم التطرق فيه إلى منهجية الدراسة، في حين المبحث الثالث اشتمل على التحليل القياسي لتأثير السلوك التمويلي على الأداء المالي للمؤسسات محل الدراسة.

تاسعا: الدراسات السابقة

تعد الدراسات السابقة بمثابة أداة أساسية تساعد الباحثين في زيادة معرفتهم بموضوع الدراسة، وذلك من خلال الاستفادة والتعرف على تجارب وخبرات الباحثين الآخرين، من أجل الوقوف على مختلف الأدوات والأساليب المستخدمة، والنتائج التي تم التوصل إليها من قبل هؤلاء الباحثين.

بالنسبة لموضوع دراستنا توجد مجموعة من الدراسات التي عالجت نفس الموضوع، إلا أنه تعددت واختلفت نتائج هذه الدراسات بين مؤيد ومعارض لوجود أثر للسلوك التمويلي على الأداء المالي، ويمكن إرجاع هذا إلى اختلاف الأساليب الإحصائية التي استخدمها الباحثون في المعالجة، واختلاف متغيرات الدراسة التي تم التعبير من خلالها عن السلوك التمويلي والأداء المالي، بالإضافة إلى اختلاف بيئة الدراسة، إلا أن كل هذه الدراسات كانت تسعى إلى تحقيق هدف واحد وهو معرفة أثر السلوك التمويلي على الأداء المالي للمؤسسة، وعليه سنتطرق إلى أهم الدراسات التي تناولت هذا الموضوع مرتبة حسب الفترة الزمنية.

دراسة (Farhad Shahveisi et al (2012) بعنوان "العلاقة بين هيكل رأس المال ومتغيرات تقييم الأداء القائمة على القيمة".

The Study of the Relationship between the Capital Structure and the Variables of the Value-based Performance Assessment.

هدفت هذه الدراسة إلى البحث عن العلاقة بين هيكل رأس المال ومتغيرات تقييم الأداء القائمة على القيمة للمؤسسات المدرجة في بورصة طهران، طبقت الدراسة على عينة مكونة من 219 مؤسسة خلال الفترة 2007-2011، استخدمت برنامج SPSS19 من أجل اختبار الفرضيات، عبرت هذه الدراسة عن المتغير المستقل (هيكل رأس المال) بنسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول، والمتغير التابع تمت قياسه من خلال القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة والقيمة النقدية المضافة، وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة سلبية بين هيكل رأس المال ومتغيرات تقييم الأداء على الأساس القيمة والمتمثلة في كل من القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة والقيمة النقدية المضافة للمؤسسات محل الدراسة.

- دراسة (2012) Ben Amor Atiyet بعنوان "تأثير قرار التمويل على خلق القيمة للمساهمين".

The Impact of Financing Decision on the Shareholder Value Creation.

الغرض من هذه الدراسة هو اكتشاف هيكل رأس المال الذي يعظم ثروة المساهمين، كما تحاول تحديد أهم محددات خلق القيمة للمساهمين، وذلك باستخدام عينة مكونة من 88 شركة فرنسية المدرجة في البورصة والتي تنتمي إلى مؤشر SBF 250 خلال الفترة 1999-2005، استخدمت هذه الدراسة بيانات البانل وبتطبيق نموذج الأثار الثابتة، استخدمت الدراسة المتغيرات المستقلة المتمثلة في: التمويل الذاتي، إصدار الأسهم، الديون، كما أضافت متغيرات ضابطة تمثلت في معدل النمو، الربحية، فرص الاستثمار والحجم، وأما بالنسبة للمتغير التابع قامت بقياسه من خلال القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة.

توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج تمثلت في: وجود أثر موجب وذات دلالة إحصائية لكل من التمويل الذاتي والديون على القيمة الاقتصادية المضافة للمؤسسات محل الدراسة، كما ساهم إصدار الأسهم في التأثير سلبا على القيمة الاقتصادية المضافة للمؤسسات محل الدراسة، كما أظهرت نتائج هذه الدراسة وجود أثر موجب للمتغيرات الضابطة (معدل النمو، الربحية والحجم) على القيمة الاقتصادية المضافة، بينما يوجد أثر سلبي لفرص الاستثمار على القيمة الاقتصادية المضافة.

كما توصلت الدراسة إلى وجود أثر موجب للتمويل الذاتي على القيمة السوقية المضافة، بينما يوجد أثر سلبي للديون وإصدار الأسهم على القيمة السوقية المضافة للمؤسسات محل الدراسة، من ناحية أخرى وبشأن تأثير المتغيرات الضابطة فقد أظهرت النتائج وجود أثر سلبي لكل من، معدل النمو، الربحية وفرص الاستثمار على القيمة السوقية المضافة، ووجود أثر موجب للحجم على القيمة السوقية المضافة للمؤسسات محل الدراسة.

-دراسة حركاتي نبيل (2014) بعنوان: "تحليل قرارات التمويل وأثرها على ربحية وقيمة المؤسسة الاقتصادية

-دراسة حالة الشركات الصناعية المدرجة في الأسواق المالية العربية للفترة 2007-2015-.

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل أثر مجموعة من العوامل في اختيار الهيكل التمويلي لعينة مكونة من 194 مؤسسة صناعية مدرجة في 13 سوق مالي عربي خلال الفترة 2007-2015، كما هدفت أيضا إلى محاولة اختبار وقياس أثر هذا الهيكل التمويلي على ربحية وقيمة هذه الشركات، استخدمت الدراسة بيانات البانل، واستخدم الباحث نموذجين للدراسة، تمثل النموذج الأول في دراسة العلاقة بين الهيكل التمويلي مقاسا بنسبة إجمالي الديون المالية إلى إجمالي الأصول، مع بعض العوامل التي تمثل خصائص الشركات وبعض مؤشرات الاقتصاد الكلي للأسواق المالية للدول العربية حيث تمثلت هذه العوامل في: عمر الشركة، الربحية، السيولة، الأصول الملموسة، نمو الشركة، الحجم، نسبة الوفورات الضريبية البديلة، معدل التضخم، معدل نمو الناتج المحلي الخام، معدل نمو

مقدمة

عرض النقود، معدل نمو رسملة سوق رأس المال، توصلت نتائج الدراسة في هذا الشأن إلى وجود أثر ذو دلالة إحصائية لأغلب العوامل التي تم إدراجها في النموذج على نسبة إجمالي الديون المالية إلى إجمالي الأصول، باستثناء الأصول الملموسة ونمو الشركة ومعدل التضخم و معدل نمو الناتج المحلي الخام لم يكن لها أي أثر في اختيار الهيكل التمويلي للشركات محل الدراسة، أما النموذج الثاني فحاول من خلاله الباحث قياس أثر الهيكل التمويلي ممثلاً بنسبة إجمالي الديون المالية إلى إجمالي الأصول على ربحية الشركات محل الدراسة معبراً عنها بالعائد على الأموال الخاصة وقيمتها مقاسة بنسبة سعر السهم إلى قيمته الدفترية، استخدم الباحث في هذا النموذج نفس الأسلوب الإحصائي (بيانات البانل)، أظهرت نتائج الدراسة عن وجود علاقة عكسية بين الهيكل التمويلي و ربحية الشركات، في حين كانت هناك علاقة طردية بين الهيكل التمويلي وقيمة الشركات محل الدراسة.

- دراسة (2015) Hossein Ghasemi & Yadollah Noorifard بعنوان: " دراسة العلاقة بين هيكل رأس المال والتدفقات النقدية الحرة والأداء المالي للشركات المدرجة في بورصة طهران".

Study of the relationship between Capital Structure and free cash flows with financial performance of companies listed on Tehran Stock Exchange.

تمثل الهدف الرئيسي لهذه الدراسة في دراسة العلاقة بين هيكل رأس المال والتدفقات النقدية الحرة مع الأداء المالي للشركات، وفي هذا الصدد فإن هيكل رأس المال ممثل في الرافعة المالية (حجم الديون) والتدفق النقدي الحر كمتغيرات مستقلة، ومعدل العائد على الأصول ومعدل العائد السنوي للسهم والقيمة الاقتصادية المضافة متغيرات تابعة، وحجم الشركة متغير ضابط، طبقت هذه الدراسة على عينة مكونة من 130 شركة صناعية مدرجة في بورصة طهران للأوراق المالية خلال الفترة 2009-2013، استخدمت الدراسة بيانات البانل وبالاعتماد على برنامج 7 EViews.

بعد اختبار فرضيات الدراسة وتحليل النتائج تبين أن الرافعة المالية (متغير مستقل) لها علاقة عكسية كبيرة مع معدل العائد على الأصول ومعدل العائد السنوي للسهم والقيمة الاقتصادية المضافة، كما أن هناك علاقة ارتباط موجبة ومباشرة بين التدفقات النقدية الحرة مع متغيرات الأداء المالي المتمثلة في معدل العائد على الأصول ومعدل العائد السنوي للسهم والقيمة الاقتصادية المضافة للشركات الصناعية المدرجة في بورصة طهران، كما توصلت الدراسة إلى وجود علاقة موجبة للحجم مع الأداء المالي.

- دراسة (2014-2015) Dounia KERZABI بعنوان: "محددات قيمة المساهمين: حالة الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية لبلدان المغرب العربي".

Les déterminants de la valeur actionnariale : Cas des entreprises maghrebines cotées en bourse.

هدفت هذه الأطروحة إلى دراسة محددات خلق القيمة للمساهمين لعينة من المؤسسات لبلدان المغرب العربي المدرجة في البورصة، حيث تكونت العينة من 62 مؤسسة مغربية و 46 مؤسسة تونسية خلال فترة 8 سنوات (2005-2012) و 4 مؤسسات جزائرية خلال الفترة 2009-2014، استخدمت الدراسة بيانات البائل من أجل المعالجة في كل من المغرب وتونس، وبالنسبة للجزائر لا يمكن تطبيق هذا النوع من البيانات على الشركات الجزائرية لقلّة عددها، تم قياس قيمة المساهمين كمتغير تابع من خلال معدل العائد الإجمالي للمساهمين (TSR)، أما المتغيرات المستقلة فهي: سياسة توزيع الأرباح، الربحية، الديون طويلة الأجل، حجم المؤسسة.

أشارت نتائج هذه الدراسة إلى أن سياسة توزيع الأرباح تؤثر بشكل إيجابي ومعنوي في قيمة المساهمين (TSR) في المؤسسات المغربية والتونسية، أما بالنسبة للمؤسسات الجزائرية فهذه السياسة أثرت سلبا على قيمة المساهمين، أظهرت النتائج أيضا بأن الربحية أثرت إيجابا على قيمة المساهمين في المؤسسات المغربية والتونسية والجزائرية، كذلك بالنسبة لأثر الديون طويلة الأجل فقد توصلت الدراسة إلى أن للديون تأثير إيجابي على قيمة المساهمين في المؤسسات الجزائرية، ولكن لها تأثير سلبي على قيمة المساهمين في المؤسسات التونسية، بينما لا يوجد لها أثر على قيمة المساهمين في المؤسسات المغربية، كذلك الحجم يؤثر بشكل إيجابي على قيمة المساهمين في المؤسسات التونسية والجزائرية.

- دراسة (2016) Maria Shams Khakwani بعنوان: " تأثير حوكمة الشركات والرافعة المالية على القيمة السوقية المضافة في باكستان".

Effect of Corporate Governance and Financial Leverage on Market value Added in Pakistan.

سلطت الضوء هذه الدراسة على تأثير قواعد ولوائح حوكمة الشركات والرافعة المالية على القيمة السوقية المضافة لعينة من الشركات الباكستانية، تكونت عينة الدراسة من 100 مؤسسة غير مالية مدرجة في بورصة باكستان خلال الفترة 2006-2015، استخدمت الدراسة بيانات البائل وتطبيق نموذج التأثيرات الثابتة، وقد تم التعبير عن حوكمة الشركات كمتغير مستقل من خلال حجم مجلس الإدارة، المدير الخارجي، ازدواجية الرئيس التنفيذي، لجنة التدقيق، كما تم قياس الرافعة المالية كمتغير مستقل من خلال نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية، نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول، نسبة تغطية الفائدة.

أسفرت نتائج هذه الدراسة على أن حجم مجلس الإدارة له تأثير سلبي كبير على القيمة السوقية المضافة للشركات في باكستان، أما بالنسبة للمتغيرات الأخرى لحوكمة الشركات فقد أظهرت النتائج بأن لها تأثير ضعيف

جدا على القيمة السوقية المضافة للمؤسسات محل الدراسة، كما توصلت هذه الدراسة إلى أن الرافعة المالية مقاسة (بنسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية ونسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول ونسبة تغطية الفائدة) لها تأثير إيجابي على القيمة السوقية المضافة للشركات في باكستان.

- دراسة (2017) BHARGAV PANDYA بعنوان: "تأثير الرافعة المالية على تكلفة رأس المال وقيمة المساهمين: دراسة تجريبية للشركات المدرجة في بورصة بومباي للأوراق المالية".

Association of Financial Leverage with Cost of Capital and Shareholder Value: An empirical study of BSE Sensex Companies.

هدفت هذه الدراسة إلى التحقيق في مسألتين مهمتين هما، العلاقة بين الرافعة المالية وتكلفة رأس المال، والعلاقة بين الرافعة المالية وقيمة المساهمين، تكونت عينة الدراسة من 28 مؤسسة مدرجة في بورصة بومباي لمدة ثلاث سنوات تتراوح من 2013 إلى 2015، تم اتخاذ نسبة الدين إلى حقوق الملكية ونسبة تغطية الفائدة كمقاييس للرافعة المالية، والقيمة السوقية المضافة والدخل المتبقي والقيمة الاقتصادية المضافة كمعايير للتعبير عن قيمة المساهمين؛

توصلت الدراسة إلى أن نسبة الدين إلى حقوق الملكية ونسبة تغطية الفائدة يرتبطان بشكل سلبي مع تكلفة رأس المال، تم التوصل أيضا إلى أن نسبة الدين إلى حقوق الملكية له ارتباط سلبي وذات دلالة إحصائية مع قيمة المساهمين (القيمة السوقية المضافة والدخل المتبقي والقيمة الاقتصادية المضافة)، كما أظهرت نتائج هذه الدراسة بأن نسبة تغطية الفائدة لها علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية مع الدخل المتبقي والقيمة الاقتصادية المضافة، غير أنه لا يرتبط مع القيمة السوقية المضافة.

- دراسة (2021) Shadi Arshid Muslim Saraireh بعنوان "تأثير الرافعة التشغيلية والمالية على مؤشرات الأداء الاقتصادي في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان".

The Effect of Operational and Financial Leverage on Economic Performance Indicators: Evidence from industrial companies listed on the Amman Stock Exchange.

كان غرض هذه الدراسة هو معرفة تأثير الرافعة التشغيلية والمالية على مؤشرات الأداء الاقتصادي في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان، حيث تم جمع التقارير المالية للقوائم المالية لعينة مكونة من 62 شركة صناعية خلال فترة خمس سنوات 2014-2018، اعتمدت الدراسة من أجل معالجة الموضوع على بيانات البانل وباستخدام برنامج Stata، وتوصلت إلى عدم وجود أثر للرافعة التشغيلية والرافعة المالية على القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة للشركات الصناعية المدرجة في بورصة.

مقدمة

ما يميز الدراسة عن الدراسات السابقة

من خلال ما تم استعراضه لأهم الدراسات السابقة التي تناولت أثر السلوك التمويلي على الأداء المالي للمؤسسة لاحظنا اختلاف المتغيرات التي تم استخدامها من قبل الباحثين، بالإضافة إلى اختلاف الأدوات والأساليب الإحصائية المستخدمة في معالجة الموضوع، و دراستنا الحالية تشترك في نفس الهدف التي سعت إلى تحقيقه هذه الدراسات وهو هدف معرفة وإختبار أثر السلوك التمويلي على الأداء المالي للمؤسسة، إلا أنها تختلف في المتغيرات المستخدمة سواء المعبرة عن السلوك التمويلي أو المتغيرات المعبرة عن الأداء المالي، ، حيث هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أثر السلوك التمويلي على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500.

الفصل الأول:

السلوك التمويلي للمؤسسة الاقتصادية

تمهيد

تتمارس الإدارة المالية القرارات المتعلقة بتحديد وصياغة هيكل التمويل للمؤسسات الاقتصادية، ويعتبر من أعقد القرارات في المؤسسة نظرا لارتباطه بالهدف الأساسي لوجود المؤسسة وهو تعظيم قيمتها، من أجل المحافظة على بقائها واستمرارها في اقتصاديات الأعمال، حيث أنه ومن خلال هذا القرار التمويلي يتم الوصول إلى الهيكل التمويلي الأمثل، الذي يعمل على تعظيم قيمة المؤسسة من خلال تحقيق الحد الأدنى لتكلفة التمويل، وفق افتراض أساسي مفاده أنه كلما انخفضت تكلفة التمويل كلما ارتفعت قيمة المؤسسة، ونظرا لأهمية التمويل في الحياة المالية للمؤسسة كان من الضروري عليها أثناء قيامها بصياغة هيكل التمويل الحصول على مختلف مصادر التمويل بأفضل الشروط الممكنة بناء على دراسات معمقة ومسبقّة، وبالتالي شكلت طبيعة العلاقة بين الهيكل التمويلي وتعظيم قيمة المؤسسة جدلا علميا مرتبط بتفسير السلوك التمويلي للمؤسسات، مما أدى إلى ظهور العديد من الدراسات من قبل الباحثين في مجال الإدارة المالية التي حاولت تفسير أثر السلوك التمويلي على قيمة المؤسسة وأدائها انطلاقا من دراسة (Modigliani & MILLER (1958).

ومن أجل تحقيق الهدف الأساسي لهذا الفصل والمتمثل في التعريف بمختلف المفاهيم المرتبطة بالسلوك التمويلي والمتمثلة في السياسة التمويلية والهيكل التمويلي، تحديد النظريات التي قامت بتفسير السلوك التمويلي بالإضافة إلى التطرق لمصادر التمويل التي تعتمد عليها المؤسسة، وتكلفة كل مصدر. وعليه سيتم التعرض في هذا الفصل إلى أربع مباحث أساسية، كالتالي:

المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول السلوك التمويلي.

المبحث الثاني: النظريات المفسرة للسلوك التمويلي.

المبحث الثالث: مصادر التمويل.

المبحث الرابع: ماهية تكلفة التمويل.

المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول السلوك التمويلي

أصبحت مهمة المدير المالي في المؤسسة لا تقتصر فقط على البحث والتعرف على مصادر التمويل المختلفة بل يقع على عاتقه أن يحصل عليها بأفضل الشروط، خاصة في ظل الفرص والمخاطر التي تنطوي عليها البيئة المالية للمؤسسة، وأن يحدد التشكيلة المناسبة من مصادر التمويل التي يترتب عليها أكبر عائد ممكن وأقل تكلفة ممكنة، أي الوصول إلى الهيكل التمويلي الأمثل الذي يحقق الهدف النهائي للمؤسسة ألا وهو تعظيم قيمتها.

المطلب الأول: ماهية السلوك التمويلي

يعتبر القرار التمويلي من أهم وأعدق القرارات التي تتخذها المؤسسة لأنه يعنى باختيار حجم ونوع الأموال اللازمة لتمويل عمليات المؤسسة، كما يعد بمثابة إشارة يتم إرسالها للسوق المالي حول الوضعية المالية للمؤسسة وآفاقها المستقبلية.

أولاً: تعريف السلوك التمويلي

قدمت تعريف عديدة للسلوك التمويلي أهمها:

يعرف السلوك التمويلي بأنه كيفية الحصول على الأموال لتمويل الاستثمارات من أجل تحديد المزيج التمويلي الأمثل، أي تحديد تشكيلة مصادر التمويل المتاحة المقترضة والمملوكة، وكل ذلك يكون في إطار الهدف العام للمؤسسة والذي يتمثل في تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة¹.

يعرف أيضاً بأنه "القرار الذي يختص بتحديد حجم ونوع الأموال اللازمة لتمويل كل نوع من أنواع أصول المؤسسة الحالية والجديدة وتحديد مصادر الحصول عليها من أجل صياغة الهيكل التمويلي المناسب"².

السلوك التمويلي هو الطريقة التي يقوم من خلالها المدير المالي بالبحث واختيار التوليفة المثلى من مختلف المصادر التمويلية المتاحة واستخدامها في تمويل استثمارات المؤسسة من أجل تعظيم قيمتها³.

يعرف كذلك السلوك التمويلي بأنه عبارة "عن قرار ينطوي على اختيار المصدر أو المصادر التي سيتم الحصول منها على الأموال اللازمة من أجل تمويل الاستثمار في موجودات المؤسسة، ويتم اتخاذ سلوك تمويلي معين بعد دراسة مسبقة ومعقدة للهيكل المالي المرغوب من قبل المؤسسة والذي يتسم بتكلفة منخفضة"⁴.

¹ - فطيمة الزهرة قرامز، المنهج المعاصر للتفكير المالي في المؤسسة الاقتصادية-دراسة حالة المؤسسة الوطنية للمنتجات الكهروكيميائية، مجلة العلوم الانسانية، العدد 6، 2016، ص312.

² - أحمد محمد غنيم، الإدارة المالية مدخل التحول من الفقر إلى الثراء، المكتبة العصرية للنشر والتوزيع، مصر، 2008، ص ص 10-11.

³ Nyoman trisna Herawati, and others, **Factors that Influence financial Behavior among Accounting Students in Bali**, International Journal of Business Administration, Vol 9, NO 3, 2018, p33.

⁴ - إبراهيم علي عبد الله القاضي وآخرون، أثر القرارات الاستراتيجية التمويلية في الشركات المساهمة العامة الصناعية الأردنية على حصة السهم العادي من الأرباح، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، العدد 15، 2016، ص 309.

السلوك التمويلي هو: " الخطوات التي يتم إتباعها من طرف متخذ قرار التمويل في المؤسسة وذلك من أجل الاختيار الأمثل لطريقة محددة من أجل تمويل أنشطة المؤسسة، حيث يجب أن تكون هذه الطريقة متناسبة مع وضعية المؤسسة المالية وذلك من أجل تحقيق أهداف المؤسسة المحددة بواسطة استراتيجيتها المالية"¹. من خلال التعاريف السابقة التي قدمت للسلوك التمويلي يمكن تعريفه على أنه الخطوات التي تتبعها المؤسسة من أجل البحث عن المصادر التمويلية المختلفة سواء كانت أموال الملكية أو الأموال المقترضة، والمفاضلة بينها واختيار التشكيلة المثلى، من أجل تجسيد وصياغة الهيكل التمويلي الأمثل الذي يعمل على تدنية تكلفة التمويل وتعظيم قيمة المؤسسة لضمان بقائها واستمرارها في اقتصاديات الأعمال.

ثانياً: خطوات اتخاذ السلوك التمويلي

إن إتباع سلوك تمويلي معين يختلف من مؤسسة إلى أخرى وفقاً لعدة اعتبارات كثيرة منها حجم المؤسسة وطبيعة نشاطها وبيئة الأعمال وغيرها، حيث أنه من الصعب وضع خطوات موحدة لجميع المؤسسات لكن الخطوات التالية تساعد كثيراً المؤسسات في اختيار التمويل اللازم:

1: التعرف على الاحتياجات المالية للمؤسسة

أي أنه على المؤسسة أن تتعرف بشكل مستمر على الاحتياجات المالية في الفترة الحالية والفترة المستقبلية، وبعد ذلك ترتيب تلك الاحتياجات وفق أولويتها وأهميتها، أي يجب على المؤسسة أن تضع خطة مالية تتسم بالمرونة والقابلية للتغيير².

2: تحديد حجم ونوعية الأموال المطلوبة

بعد أن يتم التعرف على الاحتياجات المالية تبدأ عملية تحديد كمية الأموال المطلوبة لتغطية هذه الاحتياجات، وهذه الخطوة ليست سهلة لأنه من الصعوبة تقدير كمية الأموال بشكل دقيق، فقد يتم تقديرها أعلى من المستوى المطلوب أو أدنى منه، وهنا لا بد من تحديد حدين لتمويل أية صفقة أو عملية، وهما الحد الأعلى والحد الأدنى ومحاولة الالتزام بهذين الحدين بالاستناد إلى حساب تكلفة الأصول الرأسمالية وتحديد تكلفة رأس المال العامل والنفقات الأخرى الضرورية³.

¹ - بلبول حدة، سحنون أمال، السياسات التمويلية المنتهجة من طرف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ملتقى وطني حول النظام المالي وإشكالية تمويل الاقتصاديات النامية، 11 فيفري 2019، جامعة المسيلة، ص3

² - كنجو عبود كنجو، إبراهيم وهبي فهد، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 1997، ص ص 52.

³ - نفس المرجع، ص 52.

3: تحديد بدائل التمويل المتاحة

يتم في هذه المرحلة حصر جميع بدائل التمويل المتاحة التي لها قدرة على تغطية الاحتياجات المطلوبة وفق الأهداف الموضوعية وحسب طبيعة الاحتياج التمويلي ومدته الزمنية¹.

4: تقييم بدائل التمويل

يتم تقييم بدائل التمويل المتاحة وفقا للمعايير والأهداف الموضوعية من طرف الإدارة المالية للمؤسسة، حيث يتم في هذه المرحلة حساب تكلفة البدائل التمويلية المقترحة ورصد تأثيراتها المحتملة على مختلف النواحي المالية والرقابية للمؤسسة².

5: تحديد شكل التمويل المرغوب

بعد عملية التقييم التي تمت في المرحلة السابقة لمختلف البدائل التمويلية المقترحة، تأتي مرحلة اختيار البديل التمويلي المناسب وفق المعيار أو المعايير التي تم وضعها مسبقا³.

6: وضع برنامج زمني للاحتياجات المالية

بعد أن يتم تحديد الاحتياجات ومقدارها وشكل التمويل، فإنه من الأفضل وضع خطة أو جدول زمني من أجل ضمان تدفق جيد لهذه الأموال إلى داخل المؤسسة⁴.

7: تنفيذ الخطة التمويلية والرقابة عليها وتقييمها

لا بد من المتابعة المستمرة للخطة التمويلية وتصحيح الانحرافات الناجمة عن التنفيذ الخاطيء، كما أنه يمكن للخطة التمويلية أن تتقدم وبالتالي لا بد من العمل على تحديثها وتعديلها وفقا للمتطلبات الحديثة⁵.

ثالثا: أهداف السلوك التمويلي

تكمن الأهداف التي يسعى إلى تحقيقها السلوك التمويلي في المؤسسة في⁶:

- توفير الأموال اللازمة للمؤسسة في الوقت المناسب؛

¹ - حركاتي نبيل، تحليل قرارات التمويل وأثرها على ربحية وقيمة المؤسسة الاقتصادية - دراسة حالة الشركات الصناعية المدرجة في الأسواق المالية العربية للفترة 2007-2015، أطروحة دكتوراه، جامعة فرحات عباس سطيف 1، 2017-2018، ص 53.

² - نفس المرجع، ص 53.

³ - نفس المرجع، ص 53.

⁴ - كنجو عبود كنجو، إبراهيم وهبي فهد، مرجع سبق ذكره، ص 53.

⁵ - نفس المرجع، ص 53.

⁶ - عبد المطلب عبد الحميد، السياسات الاقتصادية على مستوى المشروع (تحليل جزئي)، الطبعة الأولى، مجموعة النيل العربية، القاهرة، 2003، ص 172.

- تحديد الكيفية التي يمكن أن تحصل بها المؤسسة على الأموال اللازمة ومصادرها المختلفة للقيام بأنشطتها في مراحلها المختلفة (مرحلة الإنشاء والتوسع والنمو)؛
- تحديد كيفية إدارة هذه الأموال لتحقيق أقصى ربح ممكن للمؤسسة أو أي أهداف أخرى؛
- تحديد تكلفة الأموال وتكوين هيكل التمويل الأمثل الذي يحقق الأهداف المطلوبة بأقل تكلفة ممكنة.

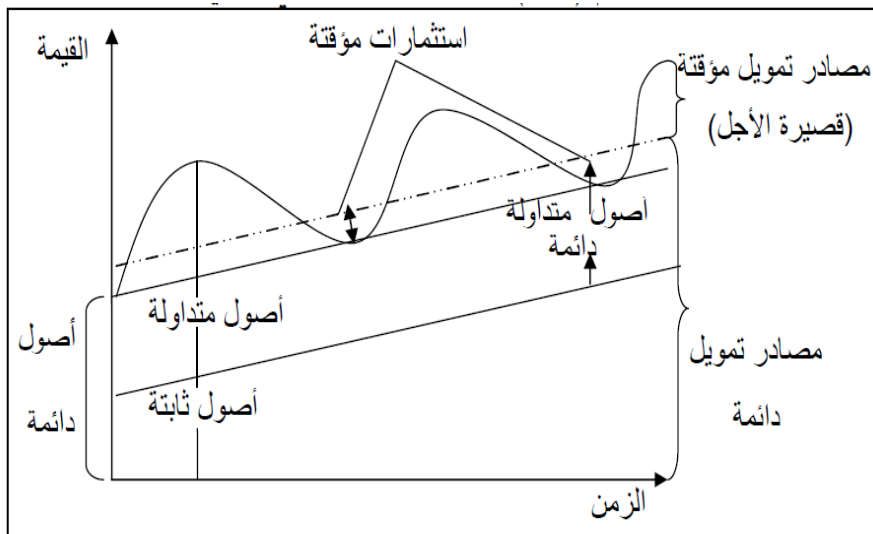
المطلب الثاني: السياسات التمويلية

تمارس الإدارة المالية ثلاثة أنواع من السياسات المتعلقة بتمويل رأس المال تتمثل في:

أولاً: سياسة التمويل المتحفظة

هي السياسة التمويلية التي يتم إتباعها عندما تكون إدارة المؤسسة من النوع المحافظ، فهي تقوم بالاعتماد على مصادر التمويل طويلة الأجل في تمويل جزء من الأصول المؤقتة، من أجل تفادي احتمال انخفاض قدرة المؤسسة على تسديد التزاماتها، ويترتب على هذه السياسة تخفيض مخاطر العسر المالي الذي يصاحبه انخفاض في مستوى العائد¹. والشكل التالي يوضح تمويل الأصول وفق هذه السياسة:

الشكل رقم (1-1): السياسة التمويلية المتحفظة



المصدر: منير إبراهيم، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، مرجع سبق ذكره، ص 209.

من الشكل يتضح أن الأصول الدائمة التي تنمو عبر الزمن سوف يتم تمويلها كلياً بمصادر تمويل طويلة الأجل وأيضاً استعمال مصادر التمويل طويلة الأجل في تمويل جزء من الأصول المتداولة المؤقتة لعدم كفاية مصادر التمويل قصيرة الأجل.

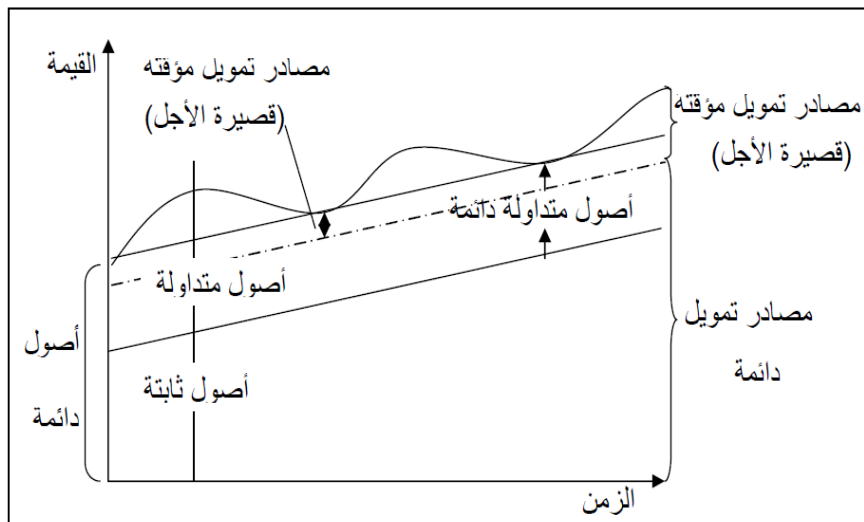
¹ - أحمد العلي، أثر الرفع المالي على السيولة والربحية - دراسة تطبيقية على عينة من الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية - مجلة جامعة البعث، المجلد 40، العدد 1، 2018، ص 181.

نلاحظ أيضا بأن المساحة بين الخط المتقطع المائل وبين الخط غير المتوقع المائل الذي يليه، حجم الأصول المؤقتة التي يتم تمويلها من مصادر تمويل طويلة الأجل، وحجم الأصول المتداولة لم يتغير، بينما انخفض حجم الاعتماد على مصادر التمويل قصيرة الأجل لحساب مصادر التمويل طويلة الأجل¹.

ثانيا: السياسة التمويلية الجريئة

بموجب هذه السياسة فإن كل من رأس المال العامل المؤقت وجزء من رأس المال العامل الدائم يتم تمويله بمصادر تمويل قصيرة الأجل، في حين يتم تمويل الجزء المتبقي من رأس المال العامل وكل الموجودات الثابتة بمصادر تمويل ثابتة الأجل²، والشكل التالي يوضح تمويل الأصول وفق هذه السياسة.

الشكل رقم (1-2): السياسة التمويلية الجريئة



المصدر: منير إبراهيم، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، مرجع سبق ذكره، ص 211.

من أهم مميزات الاعتماد على مصدر التمويل قصير الأجل أنه ذو تكلفة منخفضة، لذلك فإن التكلفة التي تتحملها المؤسسة سوف تكون منخفضة، مما يزيد من ربحية المؤسسة، غير أنه في المقابل يسبب هذا المصدر زيادة المخاطر التي تتعرض لها المؤسسة بسبب ارتفاع حجم القروض قصيرة الأجل، مما يزيد من حالات العسر المالي³.

¹ - منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، الطبعة السادسة، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2007، ص ص 209-210.

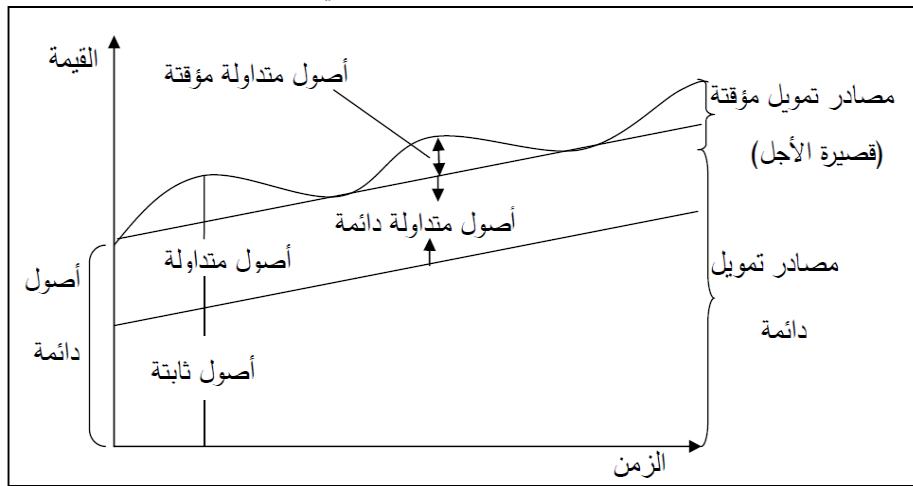
² - حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2004، ص 361.

³ - حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص 362.

ثالثا: السياسة التمويلية المثلى (المثالية)

يقصد بالسياسة المثالية في هذا الصدد تلك السياسة التي تقوم على الالتزام الحرفي لمبدأ التغطية، الذي يقضي بضرورة موائمة توقيت التدفقات النقدية المتولدة من الأصل مع توقيت استحقاق الأموال المستخدمة في تمويله¹، وطبقا لهذا المبدأ ينبغي تمويل الأصول الدائمة التي عادة ما تتحول إلى نقدية بعد فترة طويلة من مصادر تمويل طويلة الأجل كالقروض طويلة الأجل وحقوق الملكية، أما فيما يتعلق بالأصول المؤقتة التي عادة ما تتحول إلى نقدية خلال فترة قصيرة فإنه ينبغي تمويلها من مصادر تمويل قصيرة الأجل كالقروض قصيرة الأجل، حيث أن تمويل تلك الأصول من مصادر تمويل طويلة الأجل يترك أثارا سلبية على الربحية²، والشكل التالي يوضح تمويل الأصول وفق السياسة التمويلية.

الشكل الرقم (1-3): السياسة التمويلية المثلى



المصدر: منير إبراهيم، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، مرجع سبق ذكره، ص 208.

يتضح من خلال الشكل أن الأصول الثابتة تم تمويلها كليا من خلال مصادر التمويل طويلة الأجل، في حين الأصول قصيرة الأجل مولت بالمصادر التمويلية قصيرة الأجل.

المطلب الثالث: الهيكل التمويلي

يعتبر صياغة الهيكل التمويلي من أهم المواضيع التي نالت اهتمامات الباحثين والمفكرين في مجال الإدارة المالية، حيث أن قدرة المؤسسة وفعاليتها في استخدام المصادر التمويلية المختلفة يعتبر أحد الدعائم الأساسية لنجاحها وتفوقها على نظيراتها، والعكس فإن فشل المؤسسة يفسر بعدم استخدامها للمصادر التمويلية المتاحة بفعالية وبالأسلوب المناسب.

¹ - أحمد العلي، مرجع سبق ذكره، ص 182.

² - منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 207.

أولاً: تعريف الهيكل التمويلي

تعددت التعاريف التي قدمت للهيكل التمويلي إلا أنها تصب في نفس المفهوم ومن أهم هذه التعاريف ما يلي: يعرف الهيكل التمويلي بأنه: "تشكيلة المصادر التي حصلت منها المؤسسة على الأموال بهدف تمويل استثماراتها ومن ثم فهو يتضمن كافة العناصر التي يتكون منها جانب الخصوم سواء كانت تلك العناصر طويلة الأجل أو قصيرة الأجل"¹.

يقصد بالهيكل التمويلي "الطريقة التي تمول بها المؤسسة أصولها من خلال الجمع بين الديون طويلة الأجل والديون قصيرة الأجل وحقوق الملكية، من أجل الاستخدام الأمثل لمصادر التمويل المختلفة الذي من شأنه تعظيم ثروة المساهمين"².

كما يعرف الهيكل التمويلي على أنه: "هيكل مصادر التمويل أو جانب الخصوم والأموال الخاصة في كشف الميزانية العمومية"³.

يعرف أيضاً بأنه "هو المزيج المناسب من الأموال التي يتم الحصول عليها من المصادر الداخلية أو الخارجية بغية تلبية احتياجات المؤسسة التمويلية للأصول المتداولة والأصول الثابتة"⁴.

بناء على التعاريف السابقة نستنتج أن الهيكل التمويلي هو عبارة عن مجموعة من الأموال التي تحصل عليها المؤسسة من أجل تمويل جميع أصولها، وذلك من مختلف المصادر التمويلية سواء كانت أموال خاصة أو أموال مقترضة قصيرة أو طويلة الأجل، بما يضمن لها تعظيم قيمتها من خلال الاستخدام الفعال لهذه المصادر. ولكن تجدر الإشارة إلى ضرورة التفريق بين مصطلحين شائعين في مجال الإدارة المالية هما⁵:

الهيكل التمويلي الذي يضم كافة مصادر التمويل وهيكل رأس المال الذي يمثل التمويل الدائم للمؤسسة أي أنه يتكون من القروض طويلة الأجل وحقوق الملكية، وبالتالي فهو جزء من الهيكل المالي بعد استبعاد عناصر الالتزامات قصيرة الأجل.

¹ - نفس المرجع، ص 527.

² Sakshi Khanna and Others, **Revisiting the Capital Structure Theories with Special Reference to India**, The International Journal Of Business & Management, Vol 2 Issue 8, 2014, p 132.

³ - عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشه، أساسيات في الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2007، ص 138.

⁴ - أحمد محمد غنيم، مرجع سبق ذكره، ص 129.

⁵ - شنافة جهرة، أثر محددات هيكل رأس المال على الأداء المالي للبنوك المسجلة في سوق الأوراق المالية السعودي - دراسة قياسية للفترة (2005-2015)، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف 1، العدد 17، 2017، ص 177.

ثانياً: مناهج تحديد الهيكل التمويلي

هناك ثلاثة مناهج تستخدم في تحديد هيكل التمويل المناسب هي:

1: منهج التوازن

يهدف هذا المنهج إلى استمرار هيكل التمويل في حالة توازن ومرونة مالية، وهذا يتطلب حساب تكلفة رأس المال في ضوء البدائل التمويلية المتاحة من مصادر التمويل المختلفة في ظل افتراضات محددة، وهي أن هناك عائد متوقع تحقيقه وهناك الطلب والعرض على الأموال في السوق المالي تتحدد على أساس اتجاهات أسعار الفائدة، ثم القيام باختيار البديل أو المزيج الذي يصاحبه أقل تكلفة تمويل وأفضل حالة توازن لعناصر هيكل التمويل¹.

2: منهج التوازن المقارن

يقوم هذا المنهج على افتراض وجود معدل عائد إضافي يجب تحقيقه بالإضافة إلى تكلفة مصادر الأموال ولذلك يتم تحديد مزيج تمويلي متعدد ضمن خطط مالية متعددة، وأثر كل خطة على تكلفة مصادر الأموال ومقارنة هذه الخطط للوصول إلى المزيج التمويلي المناسب².

3: منهج التوازن الديناميكي

هذا المنهج يقوم على أساس هناك متغيرين يؤثران في اختيار المزيج التمويلي المناسب وهما المخاطر المالية والمخاطر التشغيلية ويتأثران بالبيئة الداخلية والخارجية للمؤسسة، ويتخذ قرار اختيار هيكل التمويل في ضوء قيود التكلفة والمركز الائتماني وطبيعة استخدامات الأموال والعمليات الإنتاجية والتسويقية، لأن ذلك يؤدي إلى اختيار المزيج التمويلي الذي يتصف بالمرونة والفاعلية في تحقيق التوازن في عناصر الهيكل التمويلي³. إن المناهج المذكورة تكاد تكون متداخلة ينصح الأخذ بها جميعاً عند تحديد هيكل التمويل أفضل من إتباع أي من المناهج الثلاثة بمفرده.

ثالثاً: محددات الهيكل التمويلي

تختلف طريقة صياغة الهيكل التمويلي من مؤسسة إلى أخرى فيعضها يعتمد كلياً على الأموال الخاصة لتلبية احتياجاتها المالية، وبعضها يستخدم الأموال المقترضة بأنواعها المختلفة، بينما هناك بعض آخر يستعمل كلا

¹ - جمال الدين المرسي، أحمد عبد الله اللوح، الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006، ص 248.

² - دريد كامل آل شبيب، إدارة مالية للشركات المتقدمة، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص 157.

³ - فطيمة الزهرة قرلمز، مرجع سبق ذكره، ص 314.

المصدرين معاً، والسبب في هذا الاختلاف يعود إلى مجموعة من العوامل تتحكم في تحديد أنواع الأموال التي تستخدمها المؤسسة. وأهم هذه العوامل تتمثل في:

1: الملائمة بين طبيعة المصدر وطبيعة الاستخدام

القاعدة العامة في التمويل هي أن يتم تمويل الموجودات الثابتة من مصادر طويلة الأجل كأموال الملكية والقروض طويلة الأجل، أما المصادر قصيرة فهي ملائمة لتمويل الاستخدامات قصيرة الأجل، وتعتبر عملية الملائمة بين طبيعة المصادر وطبيعة الاستخدامات عملية ضرورية لإيجاد الارتباط بين التدفقات النقدية المتوقع الحصول عليها من الأصول الممولة وتسديد الالتزامات الناشئة عن اقتناء هذه الأصول¹.

إن عدم مراعاة هذا العامل يسبب مشاكل للمؤسسة إما بتجميد الأموال إذا مولت احتياجات قصيرة الأجل بأموال طويلة الأجل، أو الوقوع في العسر المالي إذا مولت احتياجاتها طويلة الأجل بأموال قصيرة الأجل².

2: الربحية

الربحية تعتبر الهدف الأساسي لجميع المؤسسات والأمر الضروري لبقائها واستمرارها غاية يتطلع إليها المستثمرون، حيث تؤثر بشكل كبير في المخاطر المالية التي تتعرض لها المؤسسة، فكلما زادت ربحية المؤسسة انخفض احتمال فشلها وزادت قدرتها على الاقتراض وتحقيق الوفر الضريبي هذا من ناحية³، ومن ناحية أخرى كلما كانت ربحية المؤسسة عالية زاد اعتمادها أكثر في التمويل على الأموال الداخلية وقل استخدامها للأموال المقترضة⁴. لذلك وبسبب أن المؤسسات التي تحقق أرباحاً كبيرة لها قدرة كبيرة على الاقتراض وتستطيع الاستفادة بشكل أفضل من الوفر الضريبي الناتج عن الاقتراض، أي أن المؤسسة ذات الربحية المرتفعة تستطيع احتجاز جزء أكبر من أرباحها السنوية الصافية لتمويل احتياجاتها وبالتالي تقليل اعتمادها على نسبة المديونية⁵. حيث أن الأرباح قبل الفوائد والضرائب وحصة السهم الواحد من الربح من المؤشرات التي تؤخذ بعين الاعتبار كأول خطوة عند تصميم الهيكل التمويلي⁶.

¹ - مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، الطبعة الأولى، دار أجنادين للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص 155.

² - عبد الحليم كراجه وآخرون، الإدارة والتحليل المالي، الطبعة الثانية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2006، ص 110.

³ - هند ضياء عبد الرسول، هيكل رأس المال وأثره على قرارات التمويل - دراسة تطبيقية لعينة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية (2006-2011)-، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 16، العدد 2، 2014، ص 123.

⁴ - غازي فلاح المومني، علي محمود حسن، محددات اختيار الهيكل المالي لشركات الأعمال - دراسة تحليلية لشركات قطاع الخدمات المدرجة في بورصة عمان-، دراسات العلوم الإدارية، المجلد 38، العدد 2، 2011، ص 369.

⁵ - هند ضياء عبد الرسول، مرجع سبق ذكره، ص 123.

⁶ - عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشنة، مرجع سبق ذكره، ص 201.

3: الخطر

ينظر للخطر في مجال العوامل المحددة من منظورين هما¹:

- **خطر التشغيل:** ويرتبط هذا الخطر بطبيعة النشاط الذي تمارسه المؤسسة والظروف الاقتصادية التي تعمل في ظلها، ويتوجب على المؤسسة أن تعتمد على المزيد من رأس المال في الحالات التي تكون فيها مخاطر التشغيل مرتفعة بدلا من الاعتماد على الاقتراض، لأن عدم انتظام حجم النشاط سيؤثر في قدرة المؤسسة على خدمة دينها، وقد تتعرض للإفلاس إذا ما كانت أعباء خدمة الدين أكبر من قدرتها.

- **خطر التمويل:** ينتج عن زيادة الاعتماد على الاقتراض في تمويل عمليات المؤسسة مما يؤدي إلى زيادة أعباء خدمة الدين، وقد يعرض المؤسسة للفشل المالي في حالة عجزها عن تسديد دينها، وفي هذه الحالة تتهدد مصالح المالكين أكثر من غيرهم لأنهم آخر من يستوفي حقهم عند تصفية المؤسسة.

4: الإدارة والسيطرة

إن سيطرة المالكين الحاليين على المؤسسة من العوامل التي لها دور مهم في تخطيط مصادر التمويل، لهذا السبب نجد أن المالكين المسيطرين يفضلون التمويل عن طريق الاقتراض وإصدار الأسهم الممتازة بدلا من إصدار أسهم عادية، وذلك لأن المقرضين وحملة الأسهم الممتازة لا يهددون هذه السيطرة بصورة مباشرة لأنه ليس لهم الحق في التدخل في الإدارة². أما إذا كان التمويل داخليا عن طريق إدخال شركاء جدد أو طرح أسهم عادية فإن هذا يؤدي إلى إدخال شركاء ومساهمين جدد ينافسون الشركاء والمساهمين القدامى في إدارة المؤسسة، وعليه من أجل أن تبقى الدارة مسيطر عليها من قبل المساهمين القدامى يفضل أن يكون التمويل خارجي عن طريق الاقتراض أو إصدار أسهم ممتازة³.

5: المرونة

تعتبر المرونة من أكثر العوامل الهامة التي يجب أن تأخذها بعين الاعتبار المؤسسة عند صياغة هيكلها التمويلي، ويقصد بالمرونة قدرة المؤسسة على تعديل مصادر الأموال تبعا للتغير في حاجاتها للأموال، أي الملائمة بين الظروف المالية السائدة وبين مصادر الأموال⁴.

¹ - مفلح محمد عقل، مرجع سبق ذكره، ص ص 156-157.

² - أيمن الشنطي، عامر شقر، مقدمة في الإدارة والتحليل المالي، الطبعة الأولى، دار البداية للنشر والتوزيع، عمان، 2007، ص 93.

³ - عليان الشريف وآخرون، الإدارة والتحليل المالي، دار البركة للنشر والتوزيع، عمان، 2007، ص 112.

⁴ - محمد طنينب، محمد عبيدات، مرجع سبق ذكره، ص 192.

حيث يجب أن تكون الخطة المالية للمؤسسة مرنة بصورة كافية حتى يمكن تعديل مكونات الهيكل التمويلي، بمعنى أنه إذا أرادت المؤسسة تحقيق الاستخدام الأمثل لأموالها فعليها أن تكون في الوضع الذي يمكنها من إحلال أي شكل من أشكال التمويل بآخر¹.

إن عامل المرونة لا تحتاج إليه المؤسسة عند التوسع فقط بل تحتاج إليه المؤسسة عند التوسع فقط بل تحتاج إليه المؤسسة عند التوسع فقط بل تحتاج إليه أيضا في حالة الانكماش، فإذا أرادت التخلص من بعض أصولها واستعمال ثمنها في تقليل الالتزامات عليها، فإن الأموال المقترضة تحقق هذه المرونة وخاصة عند وجود شرط الدفع المسبق أو استدعاء السندات قبل موعدها في العقد المنفق عليه، وقبول الدائن أو عدم قبوله يتوقف على قوة المؤسسة في المساومة وقت إجراء العقد².

6: التوقيت

هو إختيار التوقيت المناسب الذي تقوم فيه المؤسسة بتمويل نفسها عن طريق الاقتراض أو أموال الملكية بأقل تكلفة ممكنة وبأفضل الشروط³.

ورغم أهمية هذا العامل إلا أن العوامل الأخرى قد تكون أكثر أهمية، ففي بعض الحالات تدعو الحاجة إلى الأموال بشكل يجعل من الضروري الحصول عليها حتى لو كانت تكلفتها مرتفعة نسبيا، وأحيانا قد تتوافر الأموال المقترضة بتكلفة منخفضة ولكن لعدم الحاجة إليها لا يتم اللجوء إليها، ولهذا تلعب ظروف السوق وحاجة المؤسسة في تلك الفترة دورا مهما في التوقيت للحصول على الأموال من مصادرها المختلفة⁴.

7: الوفر الضريبي

من المعروف أن ما يشجع المؤسسة على الاقتراض ما يعرف بالوفر الضريبي الناتج عن الفوائد حيث أن التكلفة الحقيقية للدين تكون أقل عندما تكون الضريبة مرتفعة، وعليه كلما زادت إمكانية الحصول على الوفر الضريبي زادت قدرة المؤسسة على الاعتماد على الدين في التمويل، وفي بعض الحالات قد لا تحقق المؤسسة أي وفر ضريبي لكونها غير مطالبة بدفع الضريبة لحصولها على إعفاء أو لوجود خسائر رأسمالية أدت إلى انخفاض ربحيتها وبالتالي انخفاض الضريبة وربما انعدامها، ففي هذه الحالة لا يشجع الوضع الضريبي للمؤسسة على الاقتراض⁵.

¹ - سمير محمد عبد العزيز، التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية، مكتبة الإشعاع للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، 1997، ص ص 321-322.

² - عبد الحليم كراجه وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 114.

³ - عليان الشريف وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص ص 113-114.

⁴ - عبد الحليم كراجه وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 114.

⁵ - عدنان تايه النعيمي وآخرون، الإدارة المالية النظرية والتطبيق، الطبعة الرابعة، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2011، ص 438.

8: حجم المؤسسة

يعتبر من أهم المحددات الأكثر استخداماً من قبل المؤسسات عند وضع الهيكل المالي، حيث يؤثر على قدرة المؤسسة في الحصول على التمويل بالديون الذي يتميز بتكلفة منخفضة¹، فالمؤسسات الصغيرة قد تجد صعوبات كثيرة في الحصول على القروض طويلة الأجل وحتى إذا تمكنت من ذلك سوف تتحمل سعر فائدة مرتفعة وتقبل بشروط غير ملائمة مما يؤدي إلى جعل هيكلها التمويلي غير مرن²، لذلك ينبغي على هذه المؤسسات أن تعتمد على الأسهم والأرباح المحتجزة كمصادر للتمويل طويلة الأجل و تلجأ إلى القروض بنسبة منخفضة لأنها أكثر عرضة للتصفية عندما تواجه ضائقة مالية وتكون تكاليف الإفلاس أعلى نسبياً³.

على عكس المؤسسات الكبيرة التي تكون لها مرونة أكبر في تكوين هيكلها التمويلي حيث تستطيع الحصول على قروض بشروط سهلة وإصدار أسهم عادية وممتازة وسندات، وبسبب كبر حجم الإصدار تصبح تكلفة أي مصدر تمويلي في هذه المؤسسات أقل من المؤسسات صغيرة الحجم، وفي نفس الوقت يكون خطر فقدان السيطرة والرقابة أقل كذلك⁴.

9: هيكل الأصول

يؤثر هيكل الأصول على مصادر التمويل بطرق عديدة ومختلفة فالمؤسسات ذات الأصول الثابتة طويلة الأجل وخاصة عندما يكون الطلب على منتجاتها مؤكد نسبياً تستخدم القروض طويلة الأجل المكفولة بضمانات معينة بدرجة كبيرة، أي أن هيكل الأصول في هذه الحالة يؤثر إيجاباً على الديون طويلة الأجل⁵، ومن ناحية أخرى فإن المؤسسات التي تتكون غالبية أصولها من ذمم ومخزون والتي تعتمد قيمتها على استمرار تحقيق المؤسسة للأرباح تعتمد بشكل كبير على القروض قصيرة الأجل وتستخدم أيضاً القروض طويلة الأجل ولكن بشكل قليل⁶.

¹ Dharmendra singh, A panel Data Analysis of capital structure Determinants : An Empirical Study of Non – financial firms in oman-, International journal of economics and financial, Vol 6, Issue 4, 2016, p 1652.

² – سمير محمد عبد العزيز، مرجع سبق ذكره، ص 324.

³ Nusrat Jahan, K.M. Golam Muhiuddin, **Determinants of Capital Structure: A Study on, Three Manufacturing Industries of Bangladesh**, Bank Parikrama, Volume XXXIX, No 4, 2014.

⁴ – سمير محمد عبد العزيز، مرجع سبق ذكره، ص 324.

⁵ Jorg H.F. Mota, Antonio C. Moreira, **Determinants of the capital structure of Portuguese firms with investments in Angola**, South African Journal of Economic and Management Sciences, Vol 20, Issue 1, 2017, p 3.

⁶ – فرد ويستون، يوجين براجام، التمويل الإداري، دار المريخ للنشر، السعودية، 1993، ص 274.

10: العمر

يعتبر عمر المؤسسة من ضمن محددات الهيكل التمويلي حيث يمكن التعبير عنه بعدد السنوات التي مضت منذ تأسيس المؤسسة ومباشرة أعمالها¹، وهو يعتبر بمثابة مقياساً أساسياً لسمعة المؤسسة وشهرتها على عكس بعض الدراسات التي ترى أن العلاقة بين عمر المؤسسة ونسبة المديونية عكسية بسبب مشكلة عدم تماثل المعلومات التي تتعرض لها المؤسسات الحديثة في النشاط بشكل أكبر مقارنة بالمؤسسات القديمة وهو ما يدفعها للاعتماد أكثر على الأموال المقترضة².

11: اتجاهات المقرضين

تعتبر آراء واتجاهات المقرضين من أهم العوامل التي تلعب دوراً مهماً في تحديد الهيكل التمويلي للمؤسسة، ففي معظم الأحيان تقوم المؤسسة بمناقشة هيكلها المالي مع المقرضين المحتملين وتعطي وزناً كبيراً لرأيهم، وكثيراً ما يقوم المقرضين بفرض الزيادة غير الطبيعية في نسب الاقتراض لأن ذلك يهدد مصالحهم في المؤسسة. فالهيكل التمويلي إذا لا يتوقف على اتجاهات إدارة المؤسسة أو ظروفها الداخلية فقط بل هناك أطراف خارجية وهم المقرضين يلعبون دوراً مهماً في تحديد هذا الهيكل³. لكن عندما تكون إدارة المؤسسة واثقة جداً من المستقبل فإنها تبحث عن استخدام الرافعة بشكل يفوق المعايير المستخدمة في الصناعة التي تنتمي إليها⁴.

12: نمو المبيعات

يعتبر نمو المبيعات مؤشراً على قدرة المؤسسة على زيادة العائد من خلال الرفع الكلي، فإذا زادت المبيعات عن حد معين فإنه بإمكان المؤسسة زيادة الاعتماد على المديونية في التمويل وبالتالي زيادة العائد على سهم المؤسسة من خلال الرفع المالي⁵.

13: استقرار المبيعات

يتأثر الهيكل التمويلي للمؤسسة بدرجة كبيرة باستقرار مبيعاتها نظراً لارتباطها المباشر بمستويات الاقتراض، حيث إذا كان من المتوقع أن تظل مبيعات المؤسسة مستقرة إلى حد ما فبإمكانها رفع مديونيتها وبالتالي المؤسسة

¹ - بكاري بالخير، قمو سهيلة، محددات الهيكل المالي في المؤسسات البترولية الوطنية - دراسة تطبيقية لعينة من المؤسسات العاملة في منطقة حاسي مسعود للفترة (2009-2014)، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، العدد 2017، ص 166.

² - حركاتي نبيل، محددات الهيكل التمويلي للشركات الصناعية المساهمة بولاية سطيف خلال الفترة 2009-2014، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 18، 2018، ص 221.

³ - محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، الإدارة المالية (التحليل المالي لمشروعات الأعمال)، المكتب الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008، ص 282.

⁴ - فرد ويستون، يوجين براجام، مرجع سبق ذكره، ص 275.

⁵ - فايز تيم، مبادئ الإدارة المالية، الطبعة الثالثة، إثناء للنشر والتوزيع، عمان، 2013، ص 245.

لن تواجه أي صعوبة في تسديد التزاماتها الثابتة على القروض¹، على العكس لو كانت المبيعات متقلبة فكلما زادت درجة التقلب هذه ازدادت معها عدم التأكد من قدرة المؤسسة على تسديد فوائد الديون، وبالتالي فإن استقرار المبيعات يزيد من قدرة المؤسسة على التمويل بالديون وقدرتها على تغطية مصاريف هذه الديون².

14: المنافسة

إن مقدرة المؤسسة على خدمة الديون تتوقف على ربحيتها وعلى حجم المبيعات، وعلى هذا الأساس فإن استقرار هوامش الربح له نفس أهمية استقرار المبيعات، ولا شك أن سهولة دخول مؤسسات أخرى في الصناعة التي تنتمي إليها المؤسسة وكذلك مقدرة هذه المؤسسات على التوسع في طاقتها سيؤثران على هوامش الربح للمؤسسة³، فالصناعة التي تتميز بمعدل نمو مرتفع يتوقع أن تكون هوامش ربحها كبيرة، ولكن من ناحية أخرى ينتظر أن تتخفف هوامش الربح هذه إذا كانت هذه الصناعة تندرج ضمن مجموعة الصناعات التي يسهل على المؤسسات الجديدة أن تنضم إليها وبالتالي تشارك في سوقها⁴.

15: حالة السوق المالي

تؤثر حالة السوق المالي على اختيار مصدر التمويل المناسب، فمثلا عندما تكون معدلات الفائدة منخفضة أو أسعار أسهم المؤسسة منخفضة فمن الأفضل في هذه الحالة اختيار مصدر التمويل بالديون فذلك أنسب من التمويل بالأسهم العادية، والعكس تماما عندما تكون معدلات الفائدة مرتفعة أو أسعار الأسهم مرتفعة فإن بيع أسهم جديدة يكون هو الأنسب⁵.

رابعاً: الهيكل التمويلي الأمثل

تؤثر طريقة التمويل على ربحية المؤسسة وأدائها وبالتالي على اختيار الهيكل التمويلي المناسب، حيث تسعى المؤسسة إلى اختيار التوليفة المثلى من مختلف مصادر التمويل من أجل تكوين هيكل تمويلي أمثل الذي يعمل على تحقيق أهدافها المرسومة.

1: تعريف الهيكل التمويلي الأمثل

يمكن تعريف هيكل التمويل الأمثل بأنه:

¹ Rabindra Kumar Swain, Chandrika Prasad Das, **impact of capital structure on financial performance and its determinants**, international journal of informative & futuristic research, Vol 4, Issue 11, 2017, p 8409.

² - فايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص 34.

³ - سليم مجلخ، وليد بشيشي، محددات الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية - دراسة تحليلية قياسية باستخدام أشعة الانحدار الذاتي VAR، مجلة دراسات اقتصادية، المجلد 6، العدد 1، 2019، ص 123.

⁴ - محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، مرجع سبق ذكره، ص 280.

⁵ - أحمد محمد غنيم، مرجع سبق ذكره، ص 130.

"ذلك الخليط المتجانس من مصادر التمويل الذي من خلاله تتمكن المؤسسة من تعظيم مستوى ربحيتها، وبالتالي تحقيقها لهدفها المتمثل في تعظيم ثروة الملاك أو تعظيم القيمة السوقية للسهم الواحد"¹.
كما يعرف الهيكل التمويلي الأمثل بأنه ذلك "الهيكل الذي يجعل من خلال المزيج التمويلي المختار تكلفة التمويل في حدها الأدنى ويعظم قيمة المؤسسة"².
ويعرف أيضا بأنه "مدى إمكانية اختيار المؤسسة لنسبة تمويل معينة بين كل من الأموال الخاصة والديون بالشكل الذي يؤدي إلى تدنية تكلفة رأس المال إلى أقصى حد ممكن، وبالتالي تعظيم قيمة المؤسسة"³.
وعليه نستنتج بأن الهيكل التمويلي الأمثل هو الهيكل الذي يتكون من التوليفة المثلى من مصادر التمويل، ويتسم بأقل تكلفة ممكنة ويعمل على تعظيم قيمة المؤسسة.

ومن هنا لا بد من أجل تحديد هذا الهيكل لا بد توفر معلومات أساسية تتمثل في⁴:

- مصادر التمويل المتاحة وتكلفة التمويل لكل مصدر؛
- القيود المفروضة على أي مصدر سواء من حيث الكمية أو من حيث وزنها النسبي في الهيكل الإجمالي لرأس المال، والمنصوص عليها ضمن السياسات المالية التي تتبناها المؤسسة كنسبة الرفع المالي وسياسة توزيع الأرباح.....الخ؛
- معدل العائد الداخلي المتوقع تحقيقه على الإستثمار الذي سيتم تمويله.

2: خصائص الهيكل التمويلي الأمثل

تسعى المؤسسة إلى تحديد الهيكل التمويلي الأمثل الذي يعمل على تعظيم قيمتها ويراعي مصالح الملاك وبقية الأطراف ذات العلاقة بها، وذلك من خلال تحقيق التوازن بين كل العوامل المؤثرة في الهيكل المالي. لذلك يجب أن يتسم الهيكل التمويلي بالخصائص التالية⁵:

1-2: الربحية

أي أن يحقق الهيكل المالي أقصى ربح ممكن عن طريق الوصول إلى أقصى استخدام ممكن للرفع المالي مع الالتزام بأقل تكلفة ممكنة.

¹ - حمزة محمود الزبيدي، أساسيات الإدارة المالية، الطبعة الأولى، الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2006، ص 305.

² Ngatemin and others, VALUE OF THE FIRM IN CAPITAL STRUCTURE PERSPECTIVE, (Case study of tourism companies in Indonesia Stock Exchange), economics, VOL 6, NO 1, 2018, p 99.

³ - دادن عبد الوهاب، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي (الإسهامات النظرية الأساسية)، مجلة الباحث، العدد 4، 2006، ص 108.

⁴ - محمد مطر، الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والائتماني والأساليب والأدوات والاستخدامات العملية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، الأردن، 2003، ص 311.

⁵ - سمير محمد عبد العزيز، مرجع سبق ذكره، ص ص 266-267.

2-2: القدرة على الوفاء بالدين

يجب ألا يتجاوز اقتراض المؤسسة الحد الذي يهدد قدرتها على الوفاء بالتزاماتها، وفي نفس الوقت يجنب الملاك (حملة الأسهم العادية) أي مخاطر مالية إضافية.

2-3: المرونة

يعني عدم اتصاف الهيكل التمويلي للمؤسسة بالجمود وإنما يجب أن يتصف بالمرونة أي القدرة على تعديل مصادر الأموال (أموال الملكية والاقتراض بأنواعها)، تبعاً للتغيرات الرئيسية في الحاجة إلى الأموال وبأقل تكلفة ممكنة.

المبحث الثاني: النظريات المفسرة للسلوك التمويلي

يعتبر موضوع دراسة الهيكل التمويلي المناسب وعلاقته بقيمة المؤسسة وتكلفة الأموال موضوعاً جديلاً ومعقداً، حيث بدأت الطروحات حول هذا الموضوع مع بداية الخمسينات انطلاقاً من نظرية الثنائي موديكلياني وميلر، حيث قاما بتفسير السلوك التمويلي للمؤسسة الاقتصادية والعوامل المؤثرة فيه وصولاً إلى أثره على قيمة المؤسسة، وقد شككت دراستهما حجر الأساس في مجال الإدارة المالية، ونتيجة للانتقادات الشديدة التي تعرضت لها هذه النظرية ظهرت نظريات أخرى إهتمت بدراسة أمثلية الهيكل التمويلي وأثره على قيمة المؤسسة، غير أنه رغم هذه الدراسات العديدة إلى أنه لم تتفق حول نتائج موحدة بل اختلفت وتعددت النتائج والآراء، وعليه سنقوم من خلال هذا المبحث بعرض أهم النظريات التي قامت بتفسير السلوك التمويلي للمؤسسة.

المطلب الأول: النظريات التقليدية

تتمثل هذه النظريات في نظرية صافي الربح ونظرية صافي ربح العمليات والمدخل التقليدي، وتقوم هذه النظريات على الافتراضات الأساسية التالية:

- عدم وجود ضرائب أو تكلفة الإفلاس¹،
- تعتمد المؤسسة على نوعين من الأموال هما القروض والأسهم العادية²؛
- حجم الاستثمار ثابت لا يتغير وهذا يعني أن القيمة الكلية للعناصر التي يتكون منها الهيكل التمويلي ثابتة، إلا أنه يكمن للمؤسسة تغيير الخليط الذي يتكون منه الهيكل التمويلي³؛
- لا توجد تكلفة الإصدار أو تكلفة المعاملات⁴؛

¹ K.Y Abeywardhana, **Capital Structure Theory: An Overview**, Accounting and Finance Research, Vol 6, No 1,2017, p 134.

² - سمير محمد عبد العزيز، اقتصاديات الاستثمار التمويل والتحليل المالي، مرجع سبق ذكره، 1997، ص 184.

³ - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، الطبعة الثانية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2005، ص 92.

⁴ - K.Y Abeywardhana, Op.cit. p 134.

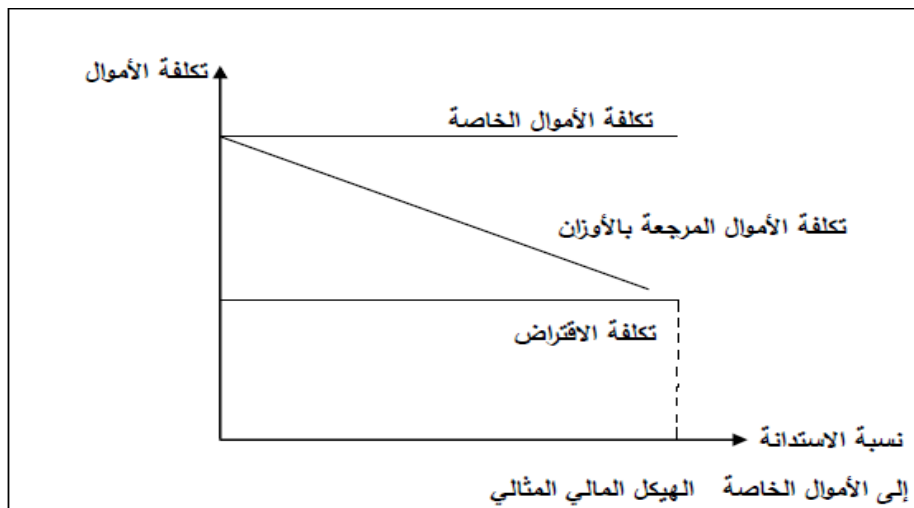
- سياسة التوزيعات ثابتة لا تتغير وتقوم المؤسسة بتوزيع كافة الأرباح أي نسبة التوزيعات 100% أي لا توجد أرباح محتجزة¹؛

- التوقعات الخاصة بصافي ربح العمليات ثابتة لا تتغير، أيضا توقعات المستثمرين واحدة ومتجانسة بشأن التوزيع الاحتمالي لصافي ربح العمليات².

أولا: نظرية صافي الربح

يقوم هذا المدخل على افتراض أساسي هو أن تكلفة كل من أموال الملكية والاقتراض ثابتة لا تتغير وليس لها علاقة بالهيكل التمويلي، وهذا يعني أن ارتفاع أو انخفاض نسبة الرفع المالي (نسبة الاقتراض) في الهيكل التمويلي لا يترتب عليه ارتفاع أو انخفاض تكلفة القروض والملكية، وطالما أن تكلفة الاقتراض أقل من تكلفة إصدار أسهم عادية فإن الاعتماد على الاقتراض في التمويل بنسبة أكبر يؤدي إلى انخفاض التكلفة الكلية للأموال وبالتالي ارتفاع قيمة المؤسسة³.

الشكل رقم (1-4): العلاقة بين تكلفة الأموال ونسبة الاقتراض وفق نظرية صافي الربح



Source : OLOKOYO, FELICIA OMOWUNMI, CAPITAL STRUCTURE AND CORPORATE PERFORMANCE OF NIGERIAN QUOTED FIRMS: A PANEL DATA APPROACH, PHD Thesis, COVENANT UNIVERSITY, OTA, OGUN STATE, NIGERIA, 2012,p 40 .

يتضح من خلال الشكل أن تكلفة الأموال الإجمالية تنخفض كلما زادت نسبة الأموال المقرضة وانخفضت نسبة الأموال الخاصة، وكذلك تكلفة الأسهم العادية وتكلفة الاقتراض ثابتة واستمرار تكلفة الأموال الكلية في الانخفاض إلى أن تصل إلى أدناها وتصبح مساوية لتكلفة الاقتراض، حيث أن انخفاض تكلفة الأموال يؤدي

¹- Ibid, p 134.

² - محمد صالح الحناوي، رسمية زكي قرياقص، الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، بدون سنة نشر، ص 300.

³ - محمد صالح الحناوي، رسمية زكي قرياقص، أساسيات الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1997، ص 385.

إلى ارتفاع القيمة السوقية للمؤسسة، وعليه فإن الهيكل التمويلي الأمثل وفقا لهذه النظرية هو ذلك الهيكل الذي يتضمن أكبر نسبة من الاقتراض حتى لو كانت ¹ 100%.

غير أن هذا المدخل يعاني من نقطة ضعف أساسية هو افتراض ثبات تكلفة الاقتراض يعني أن المؤسسة بإمكانها الاعتماد على القروض إلى ما لا نهاية دون أن يترتب على ذلك زيادة المخاطر التي تتعرض لها المؤسسة ودون أن يطالب المقرضون زيادة في سعر الفائدة نتيجة لأي مخاطر متوقعة، وأيضاً افتراض ثبات معدل العائد المطلوب للملاك يعني أن المساهمين لا يبالون بالخطر المالي الذي تتعرض له المؤسسة نتيجة التوسع في الاقتراض، وهذا نجده بعيداً كل البعد عن الواقع.²

ثانياً: مدخل صافي ربح العمليات

تفترض نظرية صافي ربح العمليات أن تكلفة الأموال تظل ثابتة مهما تغيرت نسبة الاقتراض أي تكون تكلفة القروض ثابتة، أما تكلفة الأموال الخاصة والمتمثلة في المعدل الذي يطلبه حملة الأسهم العادية ترتفع مع كل زيادة في نسبة الاقتراض.³

كما تفترض هذه النظرية كذلك أن زيادة تكلفة رأس المال بسبب الزيادة في تكلفة الأموال الخاصة التي تنجم عن زيادة نسبة الاقتراض سوف يعوضها انخفاض بنفس القيمة في تلك التكلفة نتيجة لزيادة الاعتماد على القروض، أي نتيجة لزيادة الاعتماد على مصادر التمويل ذات التكلفة منخفضة نسبياً، وعليه فمن المتوقع أن تظل تكلفة الأموال ثابتة مهما تغيرت نسبة الاقتراض⁴، هذا يعني أنه لا يوجد هيكل تمويلي أمثل سواء اقتضت المؤسسة أو لم تقتض أو سواء ارتفعت أو انخفضت نسبة الاقتراض فإن تكلفة الأموال تظل ثابتة مما يترتب عليها بالتبعية ثبات قيمة المؤسسة⁵. ولإثبات وجهة النظر لهذه النظرية نقوم بتحديد الافتراضات الأساسية التي تقوم عليها وهي:

- تتحدد القيمة السوقية للمؤسسة ككل بخصم صافي ربح العمليات بمعدل خصم يساوي تكلفة الأموال المرجحة⁶

WACC؛

¹ - L.Senthi Kumar, **THEORETICAL FRAMEWORK ON CAPITAL STRUCTURE AND FIRM'S PERFORMANCE**, International Journal of Interdisciplinary Research in Arts and Humanities (IJIRAH), Vo2, Issue 2, 2017, p 157.

² - محمد صالح الحناوي، رسمية زكي قرياقص، الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرارات، مرجع سبق ذكره، ص 307.

³- Madan Singh, Asheesh Pandey, **CAPITAL STRUCTURE THEORIES: A REVIEW**, AGU International Journal of Management Studies & Research, No. 5, 2017, p 491.

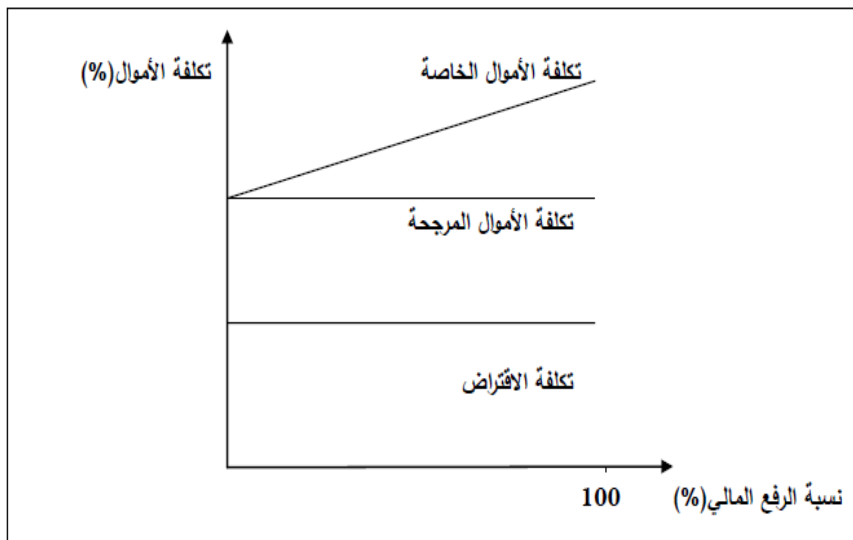
⁴ - قدوج بدر الدين، مليكاوي مولود، أثر تكلفة التمويل على قيمة الشركة المقاسة بنموذج Tobin's Q - دراسة حالة الشركات الصناعية المدرجة ببورصة الكويت، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، المجلد 10، العدد 1، 2019، ص 108.

⁵ - منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، مرجع سبق ذكره، ص 630.

⁶ - حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص 770.

- يتحدد معدل خصم صافي ربح العمليات بدرجة مخاطر الأعمال، ولذلك فإذا ما ظلت مخاطر الأعمال ثابتة لا تتغير فإن معدل الخصم يظل ثابتا أيضا لا يتغير¹؛
 - الاعتماد المتزايد على الاقتراض وهو مصدر تمويل رخيص نسبيا أي أقل تكلفة يترتب عليه زيادة درجة المخاطر التي يتعرض لها الملاك، ولذلك فإن المزايا الناجمة عن الاعتماد على القروض تضيق نتيجة مطالبة الملاك بعائد أعلى لتعويضهم عن ارتفاع درجة الخطر²؛
 - معدل الفائدة ثابتة³؛
 - لا يوجد ضرائب على دخل المؤسسة⁴.
- وعليه فإن جوهر هذه النظرية أن القيمة السوقية للمؤسسة مستقلة تماما عن هيكلها التمويلي ولا تتأثر بالتغيرات في مكوناته وأيضا تكلفة الأموال تظل ثابتة. وذلك كما هو موضح من خلال الأشكال التالية:

الشكل رقم (1-5): العلاقة بين تكلفة الأموال ونسبة الاقتراض وفق نظرية صافي ربح العمليات



Source : Madan Singh, Asheesh Pandey, Op. Cit, p492.

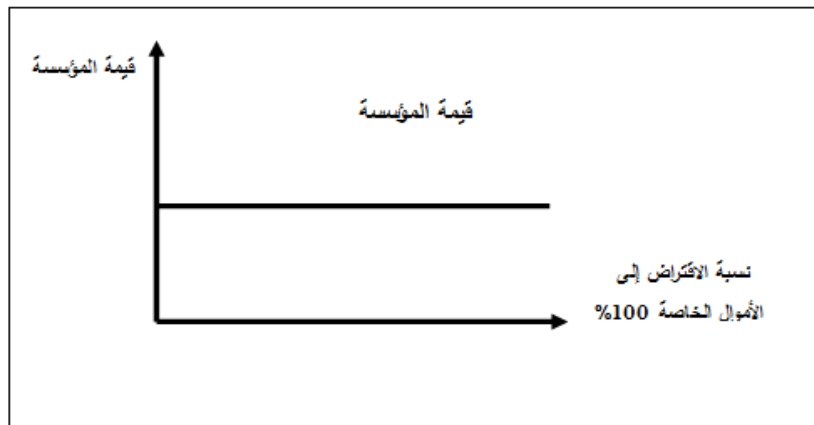
1 - نفس المرجع، ص 770.

2 - محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية مدخل القيمة واتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2010، ص 324.

3 - نفس المرجع، ص 324.

4 - نفس المرجع، ص 325.

الشكل رقم (1-6): العلاقة بين نسبة الاقتراض وقيمة المؤسسة وفق نظرية صافي ربح العمليات



المصدر: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص 104.

يبين الشكل الرقم (1-5) أن تكلفة الاقتراض وتكلفة الأموال الكلية تظل ثابتة بينما تكلفة الأموال الخاصة تتزايد مع كل زيادة في نسبة الاقتراض نتيجة ارتفاع معدل العائد الذي يطلبه حملة الأسهم العادية للتعويض عن المخاطر التي يتعرضون لها، بينما قيمة المؤسسة تظل ثابتة وهذا ما يبينه الشكل رقم (1-6).

ثالثاً: المدخل التقليدي

على عكس مدخل صافي ربح العمليات يفترض المدخل التقليدي وجود هيكل تمويلي مثالي أي وجود نسبة اقتراض مثالية، تتخفض عندها تكلفة الأموال إلى حدها الأدنى وعندها تصل قيمة المؤسسة إلى حدها الأقصى، كذلك يفترض هذا المدخل أن معدل العائد الذي يطلبه المستثمرين (حملة الأسهم والدائنون) يزداد مع زيادة نسبة الاقتراض وذلك بسبب زيادة المخاطر التي يتعرض لها العائد الذي يتوقعون الحصول عليه¹.

إن الفكرة التي يقوم عليها المدخل التقليدي تشير إلى أن تكلفة الأموال تتخفض تدريجياً مع زيادة نسبة الأموال المقترضة إلى أن تصل نسبة الاقتراض إلى حد معين بعدها تصبح أي زيادة في الاقتراض تؤدي إلى ارتفاع تكلفة الأموال الخاصة بمعدلات أكبر من معدلات الانخفاض الناتجة عن نسبة الاقتراض².

وطبقاً للمدخل التقليدي فإن الكيفية التي تتغير بها التكلفة الكلية للأموال تبعاً للتغيرات في الهيكل التمويلي يمكن تقسيمها إلى ثلاث مراحل على النحو التالي:

¹ - منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، مرجع سبق ذكره، ص 631.

² - محمد صالح الحناوي، إبراهيم إسماعيل سلطان، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1999، ص 388.

1: المرحلة الأولى

في هذه المرحلة معدل تكلفة أموال الملاك (Ke) يظل ثابتا أو يرتفع بدرجة طفيفة مع زيادة نسبة الاقتراض، ولكن زيادة تكلفة أموال الملكية في هذه الحالة لا تكون كافية للاستفادة من المزايا الناجمة عن الاقتراض والمتمثلة في التكلفة المنخفضة، وفي نفس الوقت فإن تكلفة الاقتراض تظل ثابتة أو ترتفع بدرجة بطيئة جدا إلى حد يمكن إهماله، طالما كانت وجهة نظر السوق تقوم على استخدام القروض بمعدلات معتدلة، مما يترتب على ذلك زيادة القيمة الكلية للمؤسسة وانخفاض التكلفة الكلية للأموال مع زيادة درجة الرفع المالي¹. ويمكن التعبير عن فكرة هذه المرحلة على النحو التالي:²

$$V = S + D = \frac{X - KdD}{Kd} + \frac{KdD}{Ke} \dots \dots \dots (1)$$

$$V = \frac{X - KdD}{Ke} + D = \frac{X}{Ke} + \frac{(Ke - Kd)D}{Ke} \dots \dots \dots (2)$$

حيث أن:

V: القيمة السوقية الكلية للمؤسسة، S: القيمة السوقية للأموال الخاصة، D: القيمة السوقية للقروض، X: صافي الدخل المتاح للمساهمين، Kd: تكلفة الديون، Ke: تكلفة الأموال الخاصة.

وبما أن Ke و Kd ثابتان فإن قيمة المؤسسة تزداد بمعدل ثابت هو $\frac{Ke - Kd}{Ke}$ من قيمة القروض.

$$K_0 = \frac{X}{D} = Ke \left(\frac{S}{V} \right) + kd \left(\frac{V}{D} \right)$$

ولما كانت

فإنه مع افتراض أن $Ke > Kd$ سيحدث انخفاض مستمر في المتوسط المرجح لتكلفة الأموال K_0 مع زيادة درجة الرفع المالي.

2: المرحلة الثانية

تتصف هذه المرحلة باستخدام المؤسسة نسبة من الديون بحيث لا يؤثر على قيمة المؤسسة، نظرا لأن المزايا الناتجة عن الاعتماد على القروض والمتمثلة في انخفاض تكلفته يقابله ارتفاع بنفس المقدار في تكلفة أموال الملكية، لتشكل ما يعرف بنقطة الاقتراض المثلى التي عندها تكون قيمة المؤسسة أكبر ما يمكن بينما تكون التكلفة الكلية للأموال أقل ما يمكن عندها يتحدد الهيكل التمويلي الأمثل للمؤسسة³.

¹ - سمير محمد عبد العزيز، اقتصاديات الاستثمار التمويل والتحليل المالي، مرجع سبق ذكره، ص 192.

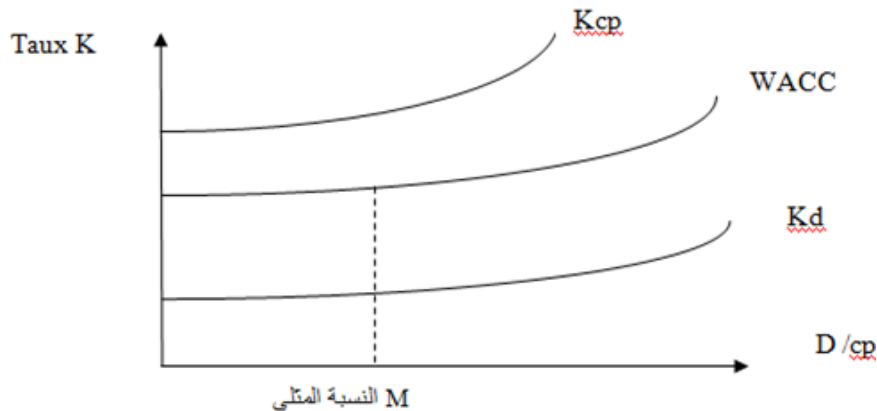
² - نفس المرجع، ص 193.

³ - محمد الأمين وليد طالب، دور الجباية في اختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 6، 2016، ص

3: المرحلة الثالثة

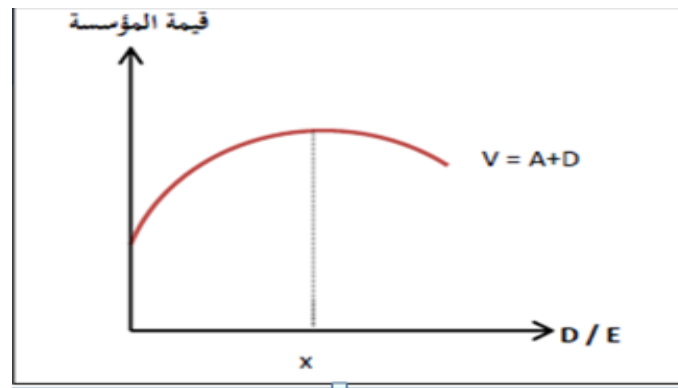
في هذه المرحلة وبعد تجاوز المؤسسة في اقتراضها نقطة معينة أو مدى الاقتراض الأمثل يترتب عليه فقدان مزايا الاعتماد على القروض كمصدر رخيص التكلفة، مع الزيادة التي يطلبها الملاك في معدل العائد المطلوب من قبلهم بسبب زيادة خطر الاعتماد على القروض، الأمر الذي يسبب ارتفاع تكلفة الأموال المرجحة وانخفاض القيمة السوقية للمؤسسة¹.

الشكل رقم (1-7): العلاقة بين تكلفة الأموال ونسبة الاقتراض حسب المدخل التقليدي



Source : Javad Afrasiabishani and other, A Comprehensive Review on Capital Structure Theories, School of Doctoral Studies (European Union) Journal, 2012, p 39.

الشكل رقم (1-8): العلاقة بين قيمة المؤسسة ونسبة الاقتراض حسب المدخل التقليدي



المصدر: حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص 784.

نلاحظ من خلال الشكل الأول والثاني أن تكلفة التمويل المرجحة تتخفض مع زيادة مستويات الاقتراض إلى أن تصل إلى نقطة معينة تعرف بنقطة الاقتراض المثلى، وفي هذه النقطة تكون قيمة المؤسسة عند حدها الأقصى، ويمكن تفسير ذلك أن الاقتراض يعتبر مصدر رخيص نسبياً وأقل تكلفة من الأسهم العادية وأن الزيادة في نسبة

¹ - حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص 782.

الاقتراض يترتب عليه ارتفاع تكلفة الأموال الخاصة، مما يؤدي إلى ارتفاع التكلفة الإجمالية لرأس المال وزيادة المخاطر المالية، وبالتالي انخفاض القيمة السوقية للمؤسسة¹.

المطلب الثاني: نظرية مودigliاني وميلر

يعرف Modigliani & Miller بأنهما مؤسسا الإدارة المالية بمفهومها الحديث²، وتعتبر هذه النظرية من أبرز الإنجازات في أدبيات التمويل³، ومن خلال البحوث التي قاما بها حول أثر الهيكل التمويلي على تكلفة التمويل وقيمة المؤسسة نميز هنا بين مرحلتين:

المرحلة الأولى عام 1958: في هذه المرحلة تم استبعاد وتجاهل الضرائب، حيث اعتبروا أن المؤسسة موجودة في عالم مثالي لا توجد فيه ضرائب مفروضة على أرباح المؤسسة.

المرحلة الثانية عام 1963: طورا دراستهما من خلال الأخذ بعين الاعتبار أثر الضريبة خاصة في ظل الميزة الأساسية التي تتمتع بها الديون وهي أنها تعتبر مصاريف تخصم قبل حساب الضريبة مما يترك ذلك أثر إيجابي على قيمة المؤسسة.

أولاً: مدخل مودigliاني وميلر في ظل عدم وجود الضرائب

قامت دراستهما على نفس الافتراضات التي قامت عليها النظريات التقليدية إلى جانب افتراضات أخرى تتمثل فيما يلي⁴:

- المعلومات عن المؤسسات العاملة في السوق مجانية ومتاحة لجميع المستثمرين في السوق؛
- المستثمرين يتصرفون بعقلانية ورشد ويمكنهم بيع وشراء الأوراق المالية بكل حرية؛
- يمكن دمج المؤسسة في عدة مجموعات على أساس درجة المخاطر التي ينطوي عليها النشاط، وأن كل مؤسسة داخل المجموعة تتعرض لنفس الدرجة من المخاطر؛
- يمكن للمستثمرين الحصول على الاقتراض بنفس الشروط التي تقتض بها المؤسسة.

جوهر مدخل مودigliاني وميلر في ظل عدم وجود الضرائب يقوم على أساس أن قيمة المؤسسة تتمثل في قيمة استثماراتها، وأن قيمة هذه الاستثمارات تتوقف على العائد المتوقع من ورائها وتتأثر بالمخاطر التي قد يتعرض لها هذا العائد، ومن ثم فمهما كانت التشكيلة التي يتكون منها الهيكل التمويلي لا بد أن تتساوى القيمة الكلية للمؤسسة

¹ - حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص 785.

² - منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، مرجع سبق ذكره، ص 633.

³ - سلام صلال راهي الحسنوي، مرجع سبق ذكره، ص 98.

⁴ - Jaroslav Jaros, Viera Bartosova, **To the capital structure choice: Miller and Modigliani model**, Procedia Economics and Finance , No 26, 2015, p 353.

مع القيمة الكلية للاستثمارات المكونة لها سواء تمت هذه الإستثمارات من قروض أو من أموال خاصة، وهذا يعني أن قيمة المؤسسة تتوقف على قرارات الإستثمار وليس قرارات التمويل¹. وهذا ما أدى إلى طرح اقتراحين في تحليلهما:

الاقتراح الأول Proposition I

في ظل هذا الاقتراح الذي قدمه M&M فإن القيمة السوقية للمؤسسة مستقلة تماما عن هيكلها التمويلي وغير مرتبطة به²، وأن قيمتها السوقية تتحدد بقدرة الأصول على توليد الأرباح ومعدل الخصم الذي تخصم به هذه الأرباح وهو معدل خصم يناسب درجة الخطر للمجموعة التي تنتمي إليها المؤسسة³. وعلى ضوء ما جاء به الاقتراح الأول يمكن التعبير عن القيمة السوقية للمؤسسة بالمعادلة التالية⁴:

$$V = (S + D) = \frac{X}{K_o}$$

كما يمكن التعبير عن الفكرة بمعادلة أخرى لاشتقاق متوسط تكلفة الأموال K_o والذي يمثل معدل الإيرادات المتوقعة وفق المعادلة التالية⁵:

$$K_o = WACC = \frac{X}{(S+D)} = \frac{X}{V}$$

من خلال المعادلتين السابقتين يتضح أن القيمة السوقية للمؤسسة تتوقف على مقدار صافي ربح العمليات ومعدل الخصم المستخدم وليس على تشكيلة الهيكل التمويلي في المؤسسة، أي أنها مستقلة عن مستويات الرفع المالي، كما أكد موديكلياني وميلر من خلال اقتراحهما الأول أن التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال مستقلة عن صياغة الهيكل التمويلي وتكلفة الأموال لمؤسسة مقترضة تساوي تكلفة التمويل الممتمك ولكنها غير مقترضة⁶. ومن أجل إثبات صحة الاقتراح الأول الذي يشير إلى أن القيمة السوقية لمؤسسة تعتمد على القروض في هيكلها التمويلي تساوي القيمة السوقية لمؤسسة غير مقترضة أي تعتمد على الأموال الخاصة فقط وينتميان إلى نفس فئة الخطر، أكد موديكلياني وميلر أنه في حالة عدم تحقق الاقتراح الأول سوف يقوم المراجعون بإعادة التوازن للقيمة السوقية للمؤسسات المنتمية لنفس مجموعة الخطر.

¹ - محمد صالح الحناوي، رسمية زكي قرياقص، أساسيات الإدارة المالية والتمويل، مرجع سبق ذكره، ص 398.

² Hashemi Tilehnouei Mostafa, Shivaraj Boregowda, **A Brief Review of Capital Structure Theories**, Research Journal of Recent Sciences, Vol. 3(10), 2014, p114.

³ - محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية (التحليل المالي للمشروعات الجديدة)، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2009، ص 357.

⁴ Franco Modigliani, Merton H. Miller, **THE COST OF CAPITAL, CORPORATION FINANCE AND THE THEORY OF INVESTMIENT**, The American economic Review, Vol 48, No 3,1958, p268.

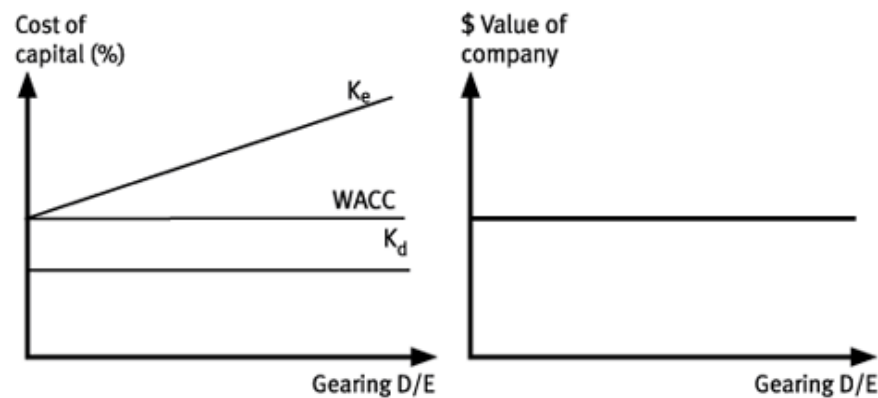
⁵ - Ibid, 268.

⁶ - حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص 792.

وتقوم فكرة المراجعة على افتراض أن المستثمر يمكنه استبدال الرافعة المالية للمؤسسة برافعة مالية شخصية¹. وقد أوضحا موديكلياني وميلر عملية المراجعة وذلك بافتراضهم مؤسستين متماثلتين في كل شيء فيما عدا الهيكل التمويلي، حيث تعتمد الأولى في تمويل استثماراتها على الأموال الخاصة فقط بينما الثانية تعتمد على مزيج من الأموال المقترضة والأموال الخاصة، فتكون القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة أكبر من قيمة المؤسسة غير المقترضة وذلك بسبب انخفاض تكلفة التمويل للمؤسسة الثانية². في هذه الحالة يمكن للمستثمر الذي يمتلك أسهم في المؤسسة الثانية أن يبيعه ويقترض مبلغ إضافي بغرض شراء نسبة من أسهم المؤسسة الأولى تعادل النسبة التي كان يمتلكها في المؤسسة الثانية، ومن المتوقع أن يحقق المستثمر من جراء ذلك نفس العائد الذي كان يحققه من قبل ولكن باستثمار أقل ودون أن يتعرض لمخاطر إضافية³.

ويمكن توضيح ذلك من خلال الرسم البياني التالي:

الشكل رقم (1-9): تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة وفقا لنظرية M&M في ظل غياب الضرائب



Source : Galuh Adika Alifani, Anggoro Budi Nugroho, **Proving Modigliani and Miller theories of capital structure: The research on Indonesia's cigarette companies**, International Journal of Economic Sciences, No.3, 2013, p 3.

نلاحظ من خلال الرسم البياني أن تكلفة التمويل المرجحة تظل ثابتة وكذلك قيمة المؤسسة تبقى ثابتة مهما تغيرت مكونات الهيكل التمويلي وازدادت نسبة المديونية، وعليه في هذه الحالة لا يعد القرار التمويلي ذات أهمية بالنسبة لقيمة المؤسسة وبالتالي يمكن للمؤسسة استخدام أي مزيج تمويلي.

¹ - محمد صالح الحناوي، رسمية زكي قرياقص، أساسيات الإدارة المالية والتمويل، مرجع سبق ذكره، ص 399.

² - محمد صالح الحناوي، إبراهيم إسماعيل سلطان، مرجع سبق ذكره، ص 392.

³ - منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، مرجع سبق ذكره، ص ص 644-645.

الاقتراح الثاني proposition II

يشير هذا الاقتراح إلى أن معدل العائد المطلوب لمؤسسة تعتمد على الاقتراض يعادل معدل العائد لمؤسسة أخرى مماثلة وتنتمي لنفس مجموعة الخطر لكنها لا تعتمد على الاقتراض في هيكلها التمويلي، بالإضافة إلى عائد إضافي لتعويض المخاطر المالية الناجمة عن الاقتراض¹. ويمكن التعبير عن هذا الاقتراح بالمعادلة التالية²:

$$i_j = K_o + (K_o - r) \times \frac{D}{S}$$

حيث أن: i_j : معدل العائد على أسهم المؤسسة المقترضة، R: معدل الفائدة.

ثانياً: مدخل موديكلياني وميلر في ظل وجود الضرائب

بعد أن قاما الباحثان موديكلياني وميلر بتحليل أثر الهيكل التمويلي على قيمة المؤسسة وذلك بافتراض عملها في عالم لا توجد فيه ضرائب وهذا جعلهما يتعرضان لانتقادات عديدة، حيث حاولا استدراك تلك الانتقادات وذلك من خلال دراسة قاما بها سنة 1963 وأسقطا فرضية انعدام الضريبة على دخل المؤسسة، إذ قاما بإعادة صياغة نموذجهما وذلك مع الأخذ بعين الاعتبار في هذه الحالة الضريبة على أرباح المؤسسة³. تعد فوائد القروض من بين المصاريف التي تخصم من الإيرادات قبل حساب الضريبة ومن ثم فإن افتراض خضوع المؤسسة لضريبة على الدخل يعني أنه يمكن للمؤسسات التي يتكون هيكلها التمويلي من قروض أن تحقق وفورات ضريبية تقدر بقيمة الفوائد مضروبة في معدل الضريبة⁴.

ومن هذا المنطلق أدركا موديكلياني وميلر أنه في حالة وجود ضرائب على دخل المؤسسة فإن القيمة السوقية للمؤسسة التي يتكون هيكلها التمويلي من قروض وأموال خاصة سوف تفوق القيمة السوقية لمؤسسة مماثلة تستخدم في تمويلها الأموال الخاصة فقط⁵. غير أنه في المقابل يؤكدان على أن الفرق في القيمة السوقية بين المؤسسة المقترضة والمؤسسة غير المقترضة يجب أن لا يزيد أو يقل عن القيمة الحالية للوفورات الضريبية المحققة،

¹ - نبيلة سهايلية، جبار بوكثير، عناصر الهيكل المالي وأثرها على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية - دراسة حالة ديون مجمع صيدال الجزائري (1999-2014)، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، العدد 5، 2017، ص 248.

² - Franco Modigliani, Merton H. Miller, Op.cit., p 271.

³ - إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 369.

⁴ - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص 224.

⁵ - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص 146.

أما إذا زاد أو نقص الفرق عن ذلك فإن عملية المراجعة تكون كفيلة بإعادة التوازن بين قيمة المؤسستين¹. ويمكن التعبير عن قيمة المؤسسة المستفيدة من الوفر الضريبي بالمعادلة التالية²:

$$V_A = V_B + (D \times T_X)$$

حيث أن: V_A : قيمة المؤسسة المقترضة، V_B : قيمة المؤسسة غير المقترضة، D : قيمة المؤسسة المقترضة، T_X : معدل الضريبة.

أما القيمة $(D \times T_X)$ تمثل القيمة الحالية للوفرات الضريبية والتي يتم حسابها بالمعادلة التالية³:

$$\text{الوفر الضريبي} = \frac{D \times r \times T_X}{r}$$

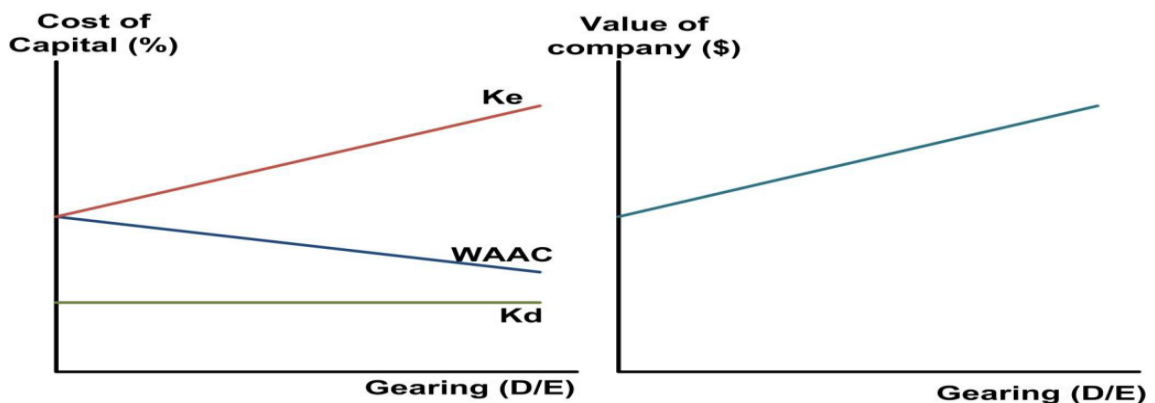
حيث r تمثل معدل الفائدة.

وعبر موديكلياني وميلر في دراستهما سنة 1963 عن قيمة المؤسسة وفق المعادلة التالية⁴:

$$V_L = V_U + (t \times D_L)$$

والشكل التالي يوضح ما جاءت به دراسة موديكلياني وميلر سنة 1963:

الشكل رقم (10-1): مدخل موديكلياني وميلر في ظل وجود الضرائب



Source : Faruk Ahmeti, Burim Prenaj, A CRITICAL REVIEW OF MODIGLIANI AND MILLER'S THEOREM OF CAPITAL STRUCTURE, International Journal of Economics, Commerce and Management, Vol III, Issue 6, 2015, p 919.

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه أنه عندما تم إدراج الضريبة انخفضت التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال وارتفعت قيمة المؤسسة.

¹ - نبيلة سهابلية، جبار بوكثير، مرجع سبق ذكره، ص 249.

² - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص 224.

³ - نفس المرجع، ص 225.

⁴ - Franco Modigliani, Merton H. Miller, Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction, The American Economic Review, Vol 53, No 3, 1963, p 436.

ثالثا: إنتقادات نظرية موديكلياني وميلر

تعرضت نظرية موديكلياني وميلر إلى إنتقادات شديدة نتيجة تبنيها إفتراضات غير واقعية تتمثل في¹:

- يفترض الباحثان أن السوق مثالية، فعلى الرغم من تضمينها أثر الضرائب في المقال المنشور عام 1963 إلا أنهما بقي على ثبات بقية الافتراضات وهي عدم وجود تكاليف معاملات وتكاليف الإفلاس، والمعلومات متوفرة للجميع في السوق سواء كانوا أفراد أو مؤسسات وهذا الافتراض غير واقعي خاصة في الأسواق الحالية؛
- أثبتت التجارب العملية أنه لا يمكن أن تتساوى الشروط التي تفرض على المؤسسة عند حصولها على القروض مع الشروط التي تفرض على الأفراد لاعتبارات متعلقة بالملاءة المالية وحجم السيولة (إذ أن المؤسسة لها قدرة أكبر على الاقتراض بمعدلات فائدة أقل من الأفراد)؛
- لا يمكن أن تتساوى المؤسسات في المخاطر التي تتعرض لها في السوق.

ولكن على الرغم من هذه الانتقادات التي وجهت لنظرية M&M إلا أن الفضل يعود إليها في دراسة هيكل التمويل وأثر مكوناته على قيمة المؤسسة بشكل متخصص والتي على أساسها ظهرت نظريات أخرى.

المطلب الثالث: نظرية التوازن

من خلال دراستنا للنظريات السابقة (نظرية صافي الربح، نظرية صافي ربح العمليات، المدخل التقليدي ونظرية موديكلياني وميلر) توصلنا إلى أنها لم تلقى قبول لدى العديد من الباحثين بسبب تبنيها افتراضات غير واقعية كافتراض عدم وجود تكاليف الإفلاس والمعاملات وغيرها، كل هذا جعلها تتعرض لانتقادات شديدة أدت إلى ظهور دراسات أخرى حاولت دراسة أمثلية الهيكل التمويلي وعلاقته بقيمة المؤسسة مع الأخذ بعين الاعتبار تكلفة الإفلاس والوكالة، من بين هذه الدراسات نظرية التوازن.

تتطلق هذه النظرية من أعمال Myers.(1984) وقد عرفت هذه الأخرى أيضا مرحلتين في إعدادها²:

- المرحلة الأولى:** أو ما يعرف ب Trade- Off statique حيث تم إدخال أثر تكلفة الإفلاس على نموذج Modigliani and Miller وخلصت إلى تحديد معدل استئانة أمثل، في هذه الحالة ارتفاع الاستئانة يؤدي إلى ارتفاع أثر الرافعة وظهور تكلفة الإفلاس التي لها انعكاس سلبي على قيمة المؤسسة.
- المرحلة الثانية:** عرفت تعديلا في هذا النموذج وذلك بالأخذ في عين الاعتبار تكلفة الوكالة.

¹ - رضوان العمار، دانيا إبراهيم غيا، نظريات الهيكل التمويلي وأثرها على قيمة المؤسسة (عرض وتحليل)، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية، المجلد 40، العدد 6، 2018، ص 71.

² - إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 375.

أولاً: التأثيرات الناجمة عن وجود تكلفة الإفلاس

لقد استبعد موديكلياني وميلر من تحليلهما مخاطر الإفلاس المترتبة عن الاستدانة، إذ تتعرض المؤسسة التي يتكون هيكلها التمويلي من أموال خاصة وقروض لمخاطر الإفلاس على عكس المؤسسة المماثلة التي يتكون هيكلها التمويلي من أموال خاصة فقط لا تتعرض لهذه المخاطر¹.

يترتب عن قيام المقرضين باتخاذ إجراءات قانونية نتيجة فشل المؤسسة في سداد قيمة القروض وفوائدها في تاريخ استحقاقها شهر إفلاس المؤسسة²، أما بالنسبة للمؤسسة التي يتكون هيكلها التمويلي من أموال خاصة فقط فإنها لا تلتزم اتجاه الملاك برد قيمة الأسهم التي يمتلكونها، كما لا تلتزم بإجراء توزيعات حتى لو تحققت الأرباح ومن ثم لا تكون عرضة لمثل هذه الإجراءات القانونية³.

يترتب على الإفلاس تحمل المؤسسة لبعض التكاليف يطلق عليها تكاليف الإفلاس والتي تضم مجموعتين من التكاليف، المجموعة الأولى تضم تكاليف مباشرة وهي المصروفات الإدارية والقانونية بينما تضم المجموعة الثانية التكاليف غير المباشرة وتتمثل في الخسائر أو الانخفاض في الأرباح نتيجة ضعف كفاءة عمليات المؤسسة قبل وقوع الإفلاس⁴.

ويدرك المقرضون أنهم عرضة لتحمل جزء من تكلفة الإفلاس ولكي يتجنبوا مثل هذه المخاطر إذا ما وقعت فإنهم يقومون بنقل تلك التكاليف إلى الملاك تحسباً لوقوع الإفلاس، ويأخذ ذلك شكل ارتفاع معدل العائد المطلوب على الإستثمار في سندات المؤسسة أو ارتفاع معدل الفائدة على القروض التي يقدمونها لها⁵.
وطالما أن الملاك لا يستطيعون التخلص من هذه المخاطر فإن السبيل الوحيد أمامهم هو المطالبة بالحصول على معدل عائد مرتفع لتعويضهم عنها، هذا يعني وجود علاقة غير مباشرة بين نسبة الاقتراض إلى الأموال الخاصة وبين معدل العائد الذي يطلبه الملاك على الإستثمار⁶.

¹ - نفس المرجع، ص 375.

² - مليكة زغيب، دلفوف، سفيان دلفوف، تأثير الاقتراض على القيمة السوقية للمنشأة - دراسة حالة مجمع صيدال، - أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد 12، 2012، ص 299.

³ - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، نرجع سبق ذكره، ص 246.

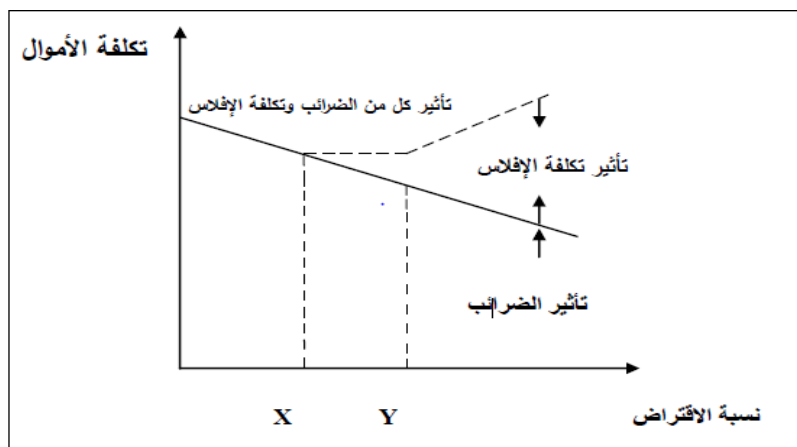
⁴ - Rajib Datta and Others, **REASSESS OF CAPITAL STRUCTURE THEORIES**, International Journal of Research In Computer Application & Management, Vol 3, No 10, 2013, p103.

⁵ - حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص 814.

⁶ - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص 251.

إن زيادة نسبة الاستدانة إلى الأموال الخاصة تترك أثراً متضاداً على تكلفة الأموال، فمن ناحية تساهم زيادة نسبة الاستدانة في تخفيض تكلفة الأموال بسبب الوفرة الضريبية لفوائد القروض، ومن ناحية أخرى يترتب على زيادة نسبة الاستدانة بعد نقطة معينة إلى ظهور تكلفة الإفلاس مما يؤدي إلى زيادة تكلفة الأموال¹.

الشكل رقم (1-11): العلاقة بين نسبة الاستدانة إلى الأموال الخاصة وتكلفة الأموال



المرجع: إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 379.

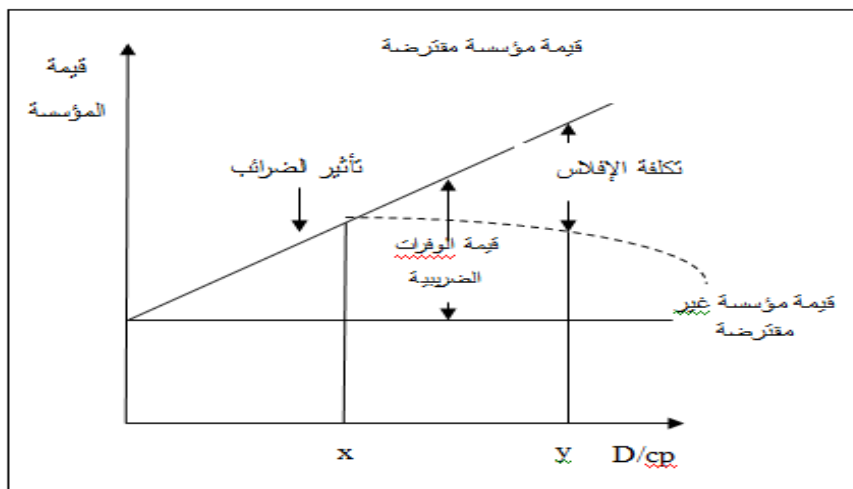
نلاحظ من خلال الشكل أن تكلفة الأموال تتخفض كلما زادت نسبة الاقتراض بسبب الاستفادة من الوفرة الضريبية دون الأخذ بعين الاعتبار تأثير تكلفة الإفلاس، حتى تصل نسبة الاقتراض إلى النقطة (X) ومع مراعاة تكلفة الإفلاس تستمر تكلفة الأموال في الانخفاض لكن بمعدل أقل من قبل، وتبدأ تكلفة الأموال في الارتفاع عند وصول نسبة الاقتراض إلى النقطة (Y).

ونظراً للعلاقة العكسية بين تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة فإن الشكل التالي يعبر عن ذلك في ظل الضرائب

وتكلفة الإفلاس:

¹ - إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 378.

الشكل رقم (1-12): العلاقة بين نسبة الاقتراض إلى الأموال الخاصة والقيمة السوقية للمؤسسة



Source : Tarek Ghazouani, **The Capital Structure through the Trade-Off Theory: Evidence from Tunisian Firm**, International Journal of Economics and Financial Issues, Vol 3, No 3, 2013, p 626.

وعليه من خلال الشكل نلاحظ أن القيمة السوقية للمؤسسة التي يتكون هيكلها التمويلي من أموال خاصة وقروض تفوق القيمة السوقية للمؤسسة التي يتكون هيكلها التمويلي من أموال خاصة فقط، وذلك بسبب الوفرات الضريبية التي تحققها المؤسسة جراء استخدامها للقروض.

ثانياً: نظرية الوكالة

علاقة الوكالة هي عقد يقوم بموجبه شخص يدعى الموكل باللجوء إلى شخص آخر يسمى الوكيل من أجل تنفيذ مهام معينة نيابة عنه وباسمه¹.

قام كل من Jensen et Meckling (1976) بإدماج مفهوم تعدد الأهداف ضمن التصور الأكاديمي المتعلقة بنظرية المشروع، فالملاك لهم هدف معين (تعظيم القيمة) وللمسيرين أهداف عديدة كما أنه للدائنين (الجهات المانحة للقروض) هدف آخر، وتؤدي هذه التعددية للأهداف إلى نشوء ما يدعى بصراع الوكالة، ويؤدي هذا الصراع إلى عدم التوافق في اختيار الهيكل التمويلي، حيث تفترض هذه النظرية وجود أهداف ومصالح ذاتية خاصة بالمسيرين تؤدي بهم إلى إتباع سلوك مخالف عن سلوكهم في حالة كونهم ملاك².

تهدف نظرية الوكالة إلى تقديم خصائص التعاقد الأمثل التي يمكن أن تعقد بين الموكل والوكيل معتمدة في ذلك على المبدأ النيوكلاسيكي الذي مفاده أن " كل عون اقتصادي يبحث عن تعظيم مصلحته الخاصة قبل

¹- Joseph Kinyua Ruri, Job Omagwa, **Capital Structure And Financial Performance Of Small And Medium Enterprises In Embu County, Kenya**, IOSR Journal of Business and Management (IOSR-JBM), Vol 20, Issue , 2018, p 4.

² - عبد الوهاب دادن، الجدول القائم حول هياكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة الباحث، العدد 7، 2009-2010، ص 317.

المصلحة العامة"، وتقترح هذه النظرية تفسير لسلوك مختلف المتعاملين المعنيين بتمويل المؤسسة مثل المدراء، الملاك أو المساهمين، المقرضون والمدينون بشكل عام وملاحظة تأثير سلوكهم على تحديد هيكل التمويل¹. وتنطلق هذه النظرية من فرضيتين أساسيتين هما²:

1- ليس بالضرورة أن تكون أهداف المسيرين والملاك متطابقة؛

2- المتعاملين ليسوا متساوين في الحصول على المعلومة المتعلقة بالمؤسسة ومحيطها.

نموذج تكلفة الوكالة ل Jensen et Meckling 1976 يعتبر المؤسسة على أنها مجموعة من العقود التي يتم التفاوض من خلالها بين الوكلاء بحرية لتحقيق أهداف مختلفة في ظل عدم تماثل المعلومات ويتم اختيار الهيكل التمويلي كوسيلة لتخفيض تكاليف الوكالة³، الناتجة عن تضارب المصالح بين المسيرين والمساهمين من جهة وبين المساهمين والمقرضين من جهة أخرى⁴.

1: التضارب بين مصالح المساهمين والمسيرين

هذا النوع من التضارب نتج عن اختلاف المصالح بين المساهمين والمسيرين، إذا كان المسيرين لا يحوزون على كامل حقوق الملكية في المؤسسة فإن وكالة التسيير التي تتجم عن هذه الوضعية عادة ما تكون مصدرا لتكاليف الوكالة⁵.

وأسباب التضارب في المصالح ممكن أن تكون على شكل محاولة الوكيل تحويل ثروة غير مالية لصالحه باعتباره أنه لا يستفيد من العوائد الكلية لنشاطه مع تحمله شخصيا للمسؤولية، وكذلك الخلاف يمكن أن يكون ناتجا عن حرص المسير الدائم على استمرار نشاط المؤسسة حتى وإن كانت التصفية أكثر فائدة من المنفعة من وجهة نظر المساهمين⁶.

يفترض أن يلتزم المسير (المدير) بإدارة العمليات والتسيير لفائدة الوكيل إلا أنه في الواقع يسعى المسير إلى تعظيم ثروته الخاصة وهذا ما يؤدي إلى ظهور تكاليف الوكالة والتي يمكن تصنيفها إلى ثلاثة أنواع هي⁷:

¹ - إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 381.

² - عبد الوهاب دادن، مرجع سبق ذكره، ص 318.

³ - Et-taoufik FATHI, Benoît GAILLY, **La structure financière des PME De la haute technologie**, XIIème Conférence de l'Association Internationale de Management Stratégique, 3, 4, 5 et 6 juin 2003, p 5.

⁴ - Syed Muhammad Javed Iqbal and Other, **A Critical Review of Capital Structure Theories**, Information Management and Business Review, Vol. 4, No. 11, 2012, p 556.

⁵ - Tarek Ghazouani, Op.cit. p 627.

⁶ - إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 382.

⁷ - عبد الوهاب دادن، مرجع سبق ذكره، ص 318.

- تكاليف المراقبة: وهي ناتجة عن تتبع الموكل ورصده للوكيل إذا كان يسير وفقا لمصلحته، بمعنى التحقق من أن التسيير منسجم مع أهداف الملاك.
- تكاليف التبرير (البرهنة): وهي مجسدة في النفقات التي يتحملها الوكيل ليبيد سلوكه ويبرهن للموكل بأن التسيير يخدم مصلحته.
- التكاليف الباقية: تظهر هذه التكاليف عندما تتجاوز تكاليف المراقبة العائد الحدي لنشاط المؤسسة. فالاستدانة في المؤسسة يمكن النظر إليها كأداة فعالة في تخفيض تكاليف وكالة الأموال الخاصة لأن هذه الأخيرة تولد تضارب في المصالح بين المساهمين والمسيرين، ففي ظل الاستدانة ذات الطبيعة البنكية ينجم عن الزيادة في حصة الاستدانة زيادة الرقابة من قبل البنك لنشاط تسيير الوكيل، وفي نفس الوقت تمثل هذه الاستدانة مصدرا للخلاف بين المساهمين والدائنين وبالتالي مصدر لتكاليف الوكالة من صنف آخر¹.

2: التضارب بين مصالح المساهمين والمقرضين

- قد ينص في عقد الاقتراض على ضرورة الرجوع إلى المقرضين قبل اتخاذ إدارة المؤسسة لبعض القرارات التي قد يكون لها تأثير على مصالح هؤلاء المقرضين، ومن بين القرارات التي تخضع لمراجعة من المقرضين قرارات شراء أصول جديدة والقرارات الخاصة بإجراء التوزيعات وغيرها، وعادة ما ينص العقد على إعطاء الحق للمقرضين في المطالبة فورا بقيمة القرض (قبل تاريخ الاستحقاق)².
- ولكي يتأكد المقرضون من إدارة المؤسسة لم تخالف بشروط التعاقد فإنه يصبح من الضروري عليهم القيام بمتابعة ما يجري داخل المؤسسة سواء بأنفسهم أو بواسطة وكيل عنهم، ويطلق على التكاليف التي يتحملها المقرضون من أجل عملية المتابعة تكاليف الوكالة³.
- وكما هو الحال بالنسبة لتكلفة الإفلاس فإن الدائنين عادة ما ينقلون تكلفة الوكالة إلى الملاك، وذلك يرفع معدل العائد على الأموال التي يقرضونها، وهو أمر يضطر الملاك إلى رفع معدل العائد الذي يطلبونه على الإستثمار، والنتيجة هي ارتفاع تكلفة الأموال وانخفاض القيمة السوقية للمؤسسة بالتبعية⁴.
- ومن المعتقد أن تصرف المقرضين على هذا النحو يعد مقبولا على أساس أن الإدارة تسعى في المقام الأول لخدمة مصالح الملاك وليس مصالح الدائنين، ففي نظرية المؤسسة التي قدمها Jensen et Meckling سنة 1976

¹ - إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 382.

² - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص 256.

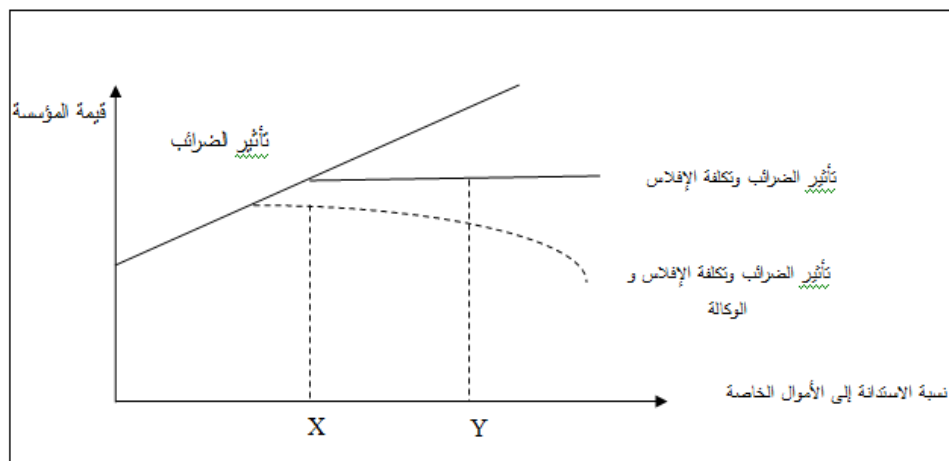
³ - إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 385.

⁴ - محمد زيدان، جمال قدام، اختيار الهيكل المالي للمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر - دراسة قياسية للفترة 2011-2013، مجلة رؤى اقتصادية، جامعة محمد الخضر الوادي، العدد 9، 2015، ص 131.

يتوقع أن يؤدي الاقتراض إلى تشجيع الإدارة على اتخاذ قرارات استثمارية تنطوي على قدر كبير من المخاطر، مما قد يكون له أثر إيجابي على ثروة الملاك وأثر عكسي على ثروة الدائنين الحاليين¹، فإذا قامت الإدارة بالتخطيط لتنفيذ اقتراحات استثمارية تنطوي على مخاطر تفوق الإستثمارات القائمة ثم حاولت تمويل تلك الاقتراحات من خلال إصدار سندات، فإن محاولتها تبوء بالفشل ما لم تحمل تلك السندات معدلات فائدة أعلى من سابقتها، وإذا ما تحقق ذلك يصبح من المتوقع انخفاض القيمة السوقية للسندات القائمة مما يلحق الضرر بالدائنين القدامى². وإذا ما نجح الاقتراح الإستثماري فإن الملاك سيحصلون وحدهم على المكاسب، أما إذا فشل الاقتراح الإستثماري فقد يتحمل الدائنين جزء من هذا الفشل لذا يصبح من حقهم المطالبة بعائد إضافي لتعويضهم عن مثل هذه المخاطر الإضافية، غير أن شرط التعاقد الذي يعطي للدائنين الحق في وضع قيود على قرارات الإدارة لن تقتصر على المصروفات الإدارية والقانونية بل تمتد لتشمل التكلفة الناجمة عن انخفاض الكفاءة في إدارة عمليات المؤسسة بسبب تلك القيود³.

إن ظهور تكلفة الوكالة إلى جانب تكلفة الإفلاس سوف يؤثر على النسبة المثالية للاقتراض إلى الأموال الخاصة، أي سوف يترتب على ظهور تكلفة الوكالة تخفيض نسبة الأموال المقترضة داخل الهيكل التمويلي⁴. ويمكن توضيح هذه العلاقة من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (1-13): العلاقة بين الهيكل التمويلي وقيمة المؤسسة في ظل تأثير تكلفة الوكالة



المصدر: معيزة مس عود أمير، نظرية الإشارة كمدخل لتفسير محددات التمويل بالقروض الإستثمارية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في ظل ظروف عدم تماثل المعلومات- دراسة حالة عينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر-، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسبير، جامعة سطيف 1، العدد، 16، 2016، ص 114.

¹ - نفس المرجع، ص 131.

² - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص 258.

³ - منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، مرجع سبق ذكره، ص 653.

⁴ - إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 387.

نلاحظ من خلال الشكل أن نسبة الاقتراض المثلى قد انخفضت من النقطة Y إلى النقطة X وهذا بسبب زيادة التكاليف الناتجة عن ظهور تكلفة الإفلاس والوكالة.

المطلب الرابع: النظرية المتعددة الأشكال

ظهرت هذه النظريات في منتصف السبعينات نتيجة للانتقادات التي تعرضت لها مختلف النظريات السابقة، واعترضت على الافتراضات التي قامت عليها هذه النظريات كافتراضها تماثل المعلومات بين جميع المتعاملين في السوق. وتتمثل أهم التيارات التي تتطوي تحت هذه النظرية:

أولاً: نظرية الإشارة

قدم (Ross 1977) نظرية الإشارة لتفسير سلوك الإدارة في تحديد هيكل تمويل المؤسسة وبالشكل الذي يعكس طبيعة المعلومات المتوفرة لدى الإدارة عن أداء أصول المؤسسة وقيمتها ومستقبلها، ويعود أساس هذه النظرية إلى التفاوت في حجم المعلومات وطبيعتها بين الإدارة والسوق حيث أن المعلومات توزع بطريقة غير متماثلة، فالمدبرون يمتلكون معلومات داخلية متوفرة للمستثمرين مما يجعل من الصعب تمييز المؤسسات ذات العائد والأداء المرتفع عن المؤسسات ذات العائد والأداء المنخفض ما يؤدي إلى تسعير أسهم كلا النوعين في السوق بالقيمة نفسها¹. وفي الواقع أن المعلومات التي تنتشرها المؤسسات ليست بالضرورة حقيقية وصادقة، وعليه فإن هذه النظرية تقوم بتأكيد إمكانية قيام المدراء في المؤسسات ذات الأداء الجيد بإصدار إشارات خاصة وفعالة تميزها عن المؤسسات الأقل أداء، وخاصة هذه الإشارات سيكون من الصعب تقليدها من قبل المؤسسات الضعيفة². تستند هذه النظرية على فكرتين أساسيتين هما³:

- لا تتقاسم جميع الأطراف المعلومات المتعلقة بالمؤسسة، بحيث يملك المسيرين معلومات دقيقة عن المؤسسة ليست بحوزة المستثمرين؛

- حتى وإن كانت المعلومات نفسها متوفرة ومتاحة لجميع الأطراف فإن هذه الأخيرة لا تفهم ولا تترجم بنفس الطريقة من قبل المستثمرين (المساهمين والمقرضين)، أي وجود عدم تناسق أو تماثل في الحصول وقراء المعلومات الخاصة بالمؤسسة.

¹ - عبد المجيد عدنان قباجة، محددات هيكل رأس المال للشركات المدرجة في بورصة فلسطين - دراسة تطبيقية للفترة (2006-2016)، مجلة الاقتصاد والمالية، المجلد 4، العدد 2، 2018، ص 217.

² - صبيحة قاسم هاشم، نظريات هيكل التمويل الحديثة: تطبيق عملي لنظرية الانقراض ودورة حياة المؤسسة - بحث تحليلي لعينة من الشركات الأجنبية -، مجلة العلوم الاقتصادية والمالية، المجلد 71، العدد 83، 2015، ص 69.

³ - رفاع توفيق، دراسة السلوك التمويلي للمؤسسة الاقتصادية في ظل التحولات المالية - دراسة ميدانية للمؤسسات الصناعية الجزائرية -، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر 3، 2014-2015، ص 36.

نظرية الإشارة تشير إلى أن الإجراءات المتخذة من قبل إدارة المؤسسة توفر دلائل للمستثمرين حول نظرة الإدارة لمستقبل المؤسسة، إذ أن إصدار الدين أو الأسهم العادية هو بمثابة الإعلان عن معلومات تشير إلى النظرة العامة للإدارة عن مستقبل المؤسسة¹.

يتجنب المديرون زيادة نسبة المديونية إذا كانت عندهم معلومات تشير إلى تعرض المؤسسة إلى صعوبات مالية وبالتالي تؤدي إلى إفلاس المؤسسة، وبذلك يتعرض مديرو المؤسسة المفلسة إلى عقوبات إصدار الدين، لهذا يكون للمديرين حافز قوي على إرسال إشارة صحيحة بعد أن يكونوا على ثقة لقابلية المؤسسة على إعادة الدين، وهذا يعني أن زيادة الدين إشارة إلى المستقبل المالي الجيد للمؤسسة²، على عكس من ذلك عندما تقوم المؤسسة بإصدار أسهم جديدة فإن أسعار هذه الأخيرة تميل إلى الانخفاض بعد الإعلان عن حاجة المؤسسة إلى إصدار أسهم جديدة، لأنها تعتبر بمثابة معلومة للمستثمرين على أن القيمة السوقية لأسهم المؤسسة مقيمة بأعلى من قيمتها الحقيقية، فعندما تحاول المؤسسة إصدار أسهم جديدة فهذا يعود بالنفع للمساهمين الحاليين ومع ذلك فإن المساهمين المحتملين يتوقعون ما يحدث ويحاولون خفض سعر الإصدار الجديد في السوق³.

ثانياً: نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل

تم طرح نظرية ترتيب مصادر التمويل لأول مرة من قبل دونالدسون (Donaldson) عام 1961 وتم تعديلها ونشرها من قبل Myers & Majluf 1984، وتحاول هذه النظرية توليد أفكار بأن المؤسسات ستستخدم التسلسل الهرمي للتمويل من خلال تحديد أولويات مصادر تمويلها⁴. وتتخلص أبعاد هذه النظرية في النقاط التالية:

- تفضل المؤسسات الاعتماد على مصادر التمويل الداخلية والمتمثلة في الأرباح المحتجزة لتمويل عملياتها الإستثمارية⁵؛

- تضع المؤسسات نسبة مستهدفة للتوزيعات بناء على توقعاتها بشأن الفرص الإستثمارية المتاحة وتوقعاتها بشأن التدفقات النقدية المستقبلية⁶؛

¹ - برشنيك صالح محمد، التمويل الممتك في إطار نظرية الإشارة وانعكاسه على متوسط أسعار الأسهم العادية - دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية -، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 24، العدد 102، 2018، ص 180.

² - عادلة حاتم ناصح، عبد الخالق ياسين البدران، علاقة هيكل التمويل بربحية المؤسسة - دراسة تطبيقية على عينة من شركات القطاع الصناعي المسجلة في سوق العراق للأوراق المالية للفترة 2003-2011 -، العلوم الاقتصادية، المجلد 10، العدد 37، 2014، ص 95.

³ - برشنيك صالح محمد، مرجع سبق ذكره، ص 186.

⁴ - Akparhuere Godwin Oghenekohwo and Other, **Effect of capital structure on retained earnings in the oil and gas sector - Evidence from Nigeria**, Issues in Business Management and Economics Vol.3 (10), 2015, p 122.

⁵ - Agha Jahanzeb and Other, **Determinants of Capital Structure and Human Capital**, International Journal of Information Processing and Management (IJIPM), Vol 5, No 4, 2015, p 115.

⁶ - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره ص 301.

- تتبع المؤسسات سياسة ثابتة بشأن التوزيعات أي أنها تتجنب أي تغييرات مفاجئة، خاصة تلك التي تنطوي على تخفيض في قيمة الأرباح الموزعة، حيث انه في حالة كون الأرباح المحتجزة تفوق الاحتياجات الإستثمارية يمكن توجيه هذا الفائض لسد جزء من ديون المؤسسة أو يوجه للاستثمار في أوراق مالية سهلة التسويق، أما في حالة عجز في حجم الموارد اللازمة لتمويل استثمارات يصعب تأجيلها في هذه الحالة تتجه المؤسسة لاستخدام جزء من الرصيد النقدي المتاح أو تبيع جزء من الأوراق المالية سهلة التسويق¹؛

- في حالة عدم كفاية حصيلة بيع الأوراق المالية والموارد الذاتية التي يمكن توفيرها لمواجهة الاحتياجات المالية، حينئذ تتجه المؤسسة أولاً نحو الاقتراض ثم يأتي بعد ذلك إمكانية إصدار سندات قابلة للتحويل إلى أسهم، ثم في النهاية يأتي دور إصدار أسهم عادية².

وقد حاول مايرز Myers سنة 1984 عرض تطويرا جديدا لنظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل تناول فكرة عدم تماثل المعلومات وأثرها في تكوين هيكل التمويل للمؤسسة، ووفقا لذلك فإن مشكلة التباين في المعلومات بين المالكين والمستثمرين يمكن التغلب عليها في حال اعتمدت المؤسسة بالكامل على أرباحها المحتجزة كمصدر لتمويل الفرص الإستثمارية، وعليه فإن المؤسسة التي تعاني من تباين كبير في المعلومات يتوجب عليها أن تصدر السندات أو تقترض حتى تتفادى انخفاض قيمة أسهمها عن قيمتها الحقيقية³.

المطلب الخامس: نظرية عدم تماثل المعلومات

ظهر مفهوم عدم تماثل المعلومات لأول مرة في سنة 1970، ضمن مقال رائد للاقتصادي الأمريكي أكيرولف Akerlof، تناول فيه تحليل سلوك المشتريين والبائعين في سوق السيارات المستعملة، وذلك في ظل إسقاط فرضية تماثل المعلومات وكمال السوق التي بنيت عليها النظريات السابقة، كما افترض في المقابل أن المبادلات بين البائعين والمشتريين تتم في ظل فرضية عدم تماثل المعلومات، وأن الفئة الأولى تمتلك معلومات أكثر من تلك التي تمتلكها نظيرتها الثانية، وهذا ما واقع في سوق السيارات المستعملة، أن البائعين يعرفون الخصائص التقنية للسيارات التي يعرضونها للبيع، في حين يجهل المشتريين خصائص السيارات المستعملة التي يودون شرائها، وبذلك يصبح عدم التماثل المعلوماتي بين طرفي المبادلات في الأسواق هو الذي يحدد شكلها ويفسر خصائصها⁴.

¹ - نفس المرجع، ص 302.

² - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص 225.

³ - رضوان العمار، دانيا إبراهيم، مرجع سبق ذكره، ص ص 71-72.

⁴ - عمر قيرة، الهندسة المالية وإدارة مخاطر تمييع رأس المال في المؤسسات الاقتصادية - دراسة حالة مؤشر CAC40، أطروحة دكتوراه، جامعة فرحات عباس سطيف 1، 2017-2018، ص 27.

إن تطبيق نظرية عدم تماثل المعلومات في الجانب المالي يؤثر على التمويل بالديون أو الأموال المملوكة

كما يلي¹:

- بالنسبة للتمويل عن طريق أموال الملكية: فإن حملة الأسهم يطالبون بعلاوة على شراء أسهم مؤسسة ما، هذه العلاوة ترفع من تكلفة التمويل عن طريق الملكية التي تواجه المسيرين، مقارنة بالجودة العالية للمؤسسة مقارنة بتكلفة الفرصة البديلة المتمثلة في معدل عائد التمويل الذي يحصل عليه حملة الأسهم الحاليين.

- بالنسبة للتمويل بالديون: فالمقرض له معلومات أكبر حول العوائد المحتملة والمخاطر المرتبطة بالمشاريع الإستثمارية محل التمويل، لكن من جهة أخرى يفتقد للمعلومة الكافية بخصوص ظروف المقرض.

ويفترض موديكلياني وميلر أن المعلومات المتوفرة لدى المستثمرين هي نفسها المتوفرة عند المدراء حول مستقبل المؤسسة، وهذا ما يدعى بالتماثل المعلوماتي، غير أن المديرين في الواقع يملكون معلومات تفوق تلك المتاحة للمستثمرين خارجة المؤسسة، وهذا ما يدعى باللاتماثل وله تأثير على الهيكل التمويلي للمؤسسة². وانطلاقاً من هذا الافتراض توصل Myers & Majluf (1984) إلى نظرية عدم تماثل المعلومات، حيث توصلوا بأن الإدارة قد يكون لديها معلومات أكثر من تلك المتوفرة للمستثمرين، ومن ثم فإن إصدار أسهم عادية هو قرار غالباً ما ينتهي في غير صالح الملاك الحاليين، بل لا بد من الحصول على الأموال من مصادر خارجية، ويكون ذلك من خلال إصدار السندات³.

أظهر Myers & Majluf (1984) أن المستثمرين إذا كانوا يملكون معلومات أقل حول قيمة أصول المؤسسة مقارنة بالمساهمين الحاليين، فإن الأسهم العادية للمؤسسة يمكن أن تقيم بأقل من قيمتها الحقيقية في السوق، فعندما تلجأ المؤسسات ذات النوعية الجيدة لتمويل مشاريعها الجديدة عن طريق إصدار أسهما عادية، ستكون الأسهم المصدرة جراء ذلك أقل تقييماً، حيث أن المستثمرين الجدد سيستفيدون أكثر مما توفره هذه المشاريع الإستثمارية من قيمة عالية صافية، وهذا ما يؤدي إلى خسارة مالية للمساهمين الحاليين، ويمكن أن يؤدي ذلك إلى رفض مشاريع استثمارية ذات قيمة عالية صافية موجبة⁴.

¹ - حطاش عبد السلام، نظرية الهيكل التمويلي في إطار نظام المشاركة - دراسة تقييمية للهيكل التمويلية لعينة من

المؤسسات الاقتصادية -، أطروحة دكتوراه، المدرسة العليا للتجارة، 2016-2017، ص 251.

² - حركاتي نبيل، 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 110.

³ - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص 229.

⁴ - حركاتي نبيل، 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 117.

واستنتج MYERS (1984) الذي صنف تمويل المؤسسات إلى تنظيم ترتيبي بأنه لكي تتجنب المؤسسة الوقوع في حالة نقص في الاستثمارات فإنها تلجأ أولاً إلى التمويل الداخلي ثم تليها الديون في المرتبة الثانية، وأخيراً يمكن أن تلجأ إلى إصدار أسهم عادية¹.

المبحث الثالث: مصادر التمويل

يعتبر التمويل النواة الأساسية للمؤسسة والطاقة المحركة لجميع وظائفها فبدونه تبقى خطط المؤسسة على الورق دون تنفيذ، ونظراً لقيام المؤسسات الاقتصادية على اختلاف أنواعها وأحجامها على مبدأ الاستمرارية والتوسع فإنها تحتاج إلى أنواع مختلفة من الأموال من أجل إقامة استثماراتها، ويمكن لها أن تحقق ذلك عن طريق مصادر مختلفة وأدوات مالية متنوعة منها ما هو قصير الأجل ومنها ما هو طويل الأجل ومنها ما هو مقترض ومنها ما هو ممتلك، وعليه سنحاول من خلال هذا المبحث التعرف على مصادر الأموال وذلك بالاعتماد على معيار ملكية الأموال أي التمويل بالأموال الخاصة أو التمويل بالأموال المقترضة.

المطلب الأول: أموال الملكية (الأموال الخاصة)

تعتبر أموال الملكية أحد المكونات الأساسية للهيكل التمويلي والمصدر الأول للتمويل خاصة بالنسبة للمؤسسات حديثة النشأة (في بداية نشاطها)، وتعبّر عن الوضعية المالية للمؤسسة والقاعدة الأساسية التي يبنى عليها قرار التمويل من طرف المقرضين. وتتمثل مصادرها في:

أولاً: التمويل الذاتي

يعتبر التمويل الذاتي من أهم مصادر التمويل الداخلية التي تعتمد عليها المؤسسة في تمويل أنشطتها دون أن تلجأ إلى أي مصدر تمويلي خارجي وذلك لتفادي الصعوبات والعراقيل التي تنجر عن كل مصدر.

1: تعريف التمويل الذاتي

يعرف التمويل الذاتي على أنه " تلك الموارد الجديدة المتكونة بواسطة النشاط الأساسي للمؤسسة والمحتفظ بها كمصدر تمويلي دائم للعمليات المستقبلية"².

يمثل التمويل الذاتي " تلك النتائج التي يعاد استثمارها في المستقبل بعد توزيع مكافأة رأس المال لينتج عنها فائض نقدي محقق بواسطة النشاط والمخصص لتمويل النمو المستقبلي"³.

¹- نفس المرجع، ص 118.

² - إلياس بن ساسي، النمو ومفهوم خلق القيمة كمؤشر للأداء المالي والاستراتيجي للمؤسسة - حالة المؤسسة الوطنية للتنقيب بحاسي مسعود، المؤتمر العلمي الدولي حول الأداء المتميز للمنظمات والحكومات، 8-9 مارس، 2005، ورقة، ص 347.

³ - إلياس بن الساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية)، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2006، ص 241.

يمكن تعريفه أيضا على أنه "إمكانية المؤسسة من تمويل نفسها بنفسها من خلال نشاطها، وهذه العملية لا تتم إلا بعد الحصول على نتيجة الدورة وهذه النتيجة يضاف إليها عنصرين يعتبران موردين داخليين للمؤسسة هما مخصصات الإهلاكات والمؤونات"¹.

كذلك التمويل الذاتي هو "مصدر لرؤوس الأموال الخاصة بالمؤسسة المستعمل في نشاطها الخاص،

ويتكون هذا المصدر من الاهتلاكات والمؤونات والأرباح المحتجزة دون اللجوء إلى الاقتراض"².

وبالتالي فالتمويل الذاتي هو عبارة عن الأرباح التي حققتها المؤسسة من خلال مختلف العمليات التي قامت

بها وتستعملها في تلبية احتياجاتها المالية، أي تمويل استثماراتها من مواردها الذاتية دون أن تلجأ إلى المصادر الخارجية كالقروض والسندات.

2: مكونات التمويل الذاتي

يتكون التمويل الذاتي من العناصر الأساسية لتالية:

1-2: الأرباح المحتجزة

وهي عبارة عن " ذلك الجزء من الفائض القابل للتوزيع الذي حققته المؤسسة من ممارسة نشاطها في

السنة الجارية أو في السنوات السابقة ولم يدفع في شكل توزيعات من أجل إعادة استثماره، وهذه الأرباح تظهر في الميزانية العمومية ضمن رؤوس الأموال الخاصة"³.

وتعد سياسة توزيع الأرباح ذات أهمية كبيرة نظرا لأنها السياسة التي تحدد مصير واتجاه الأرباح التي تحققها

المؤسسة، فيتحدد على أساسها مقدار التوزيعات على الملاك وبالتالي تحدد مقدار الأرباح التي سيتم حجزها داخل المؤسسة، فالمؤسسة من خلال تطبيقها لسياسة توزيع أرباح معينة عليها أن تؤخذ في الحسبان الجوانب التالية⁴:

- التشريعات القانونية؛

- النظام الأساسي للمؤسسة؛

- مدى توفر السيولة لمدفوعات الأرباح الموزعة وخدمة القروض، تمويل احتياجات توسع المؤسسة، التزامات بالسداد لبعض الديون، استقرار توزيع الأرباح عبر السنوات.

¹ - فتحة مزر عبد الرضا القرشي، التمويل الداخلي بالأرباح المحتجزة والربحية في الشركات - دراسة تطبيقية في سوقي دبي وأبو ظبي للأوراق المالية، مجلة جامعة كركوك للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 2، العدد 2، 2017، ص 5.

² - دلفوف سفيان، أثر محددات القرار التمويلي على قيمة الرفع المالي بالمؤسسة من وجهة نظر إسلامية- حالة عينة من المؤسسات المدرجة في السوق المالي الماليزي، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، المجلد 14، العدد 19، 2018، ص 193.

³ - حسين بلعجوز، الجودي صاطوري، تقييم واختيار المشاريع الاستثمارية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2013، ص 77.

⁴ - سمير محمد عبد العزيز، التأجير التمويلي، الطبعة الأولى، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، مصر، 2000، ص 58.

2-2: الاهتلاكات

وتتمثل في تلك الأقساط التي تقطع من قيمة الأصول الثابتة القابلة للإهلاك وتخصم من النتيجة قبل فرض الضريبة، وذلك بهدف استخدامها في تجديد هذه الأصول وقبل نهاية العمر الإنتاجي تبقى هذه الأقساط على مستوى المؤسسة لكي تستخدم كمصدر من مصادر التمويل، لا سيما بالنسبة للمؤسسات التي تتصف بارتفاع قيمة أصولها الثابتة مثل أغلب المؤسسات التي تنشط في القطاع الصناعي¹.

2-3: المؤونات

هي مكون مالي من أموال المؤسسة يحتجز لغرض مواجهة خسائر محتملة أو أعباء ممكنة الحدوث في المستقبل، وتبقى مجمدة داخل المؤسسة إلى حين تخفيض الخطر أو العبء الذي كونت من أجله².

3: مزايا وعيوب التمويل الذاتي

- مزايا التمويل الذاتي

يحقق التمويل الذاتي للمؤسسة عدة مزايا منها ما يلي³:

- يرفع من القدرة الإقتراضية للمؤسسة ويمكنها من التصرف بحرية في أموالها الخاصة؛
- يشجع المؤسسة على القيام باستثمارات جديدة؛
- تنظيم التدفقات النقدية الداخلة بشكل يمكن المؤسسة من مواجهة التزاماتها اتجاه الغير؛
- إن الطبيعة القانونية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة تمنعها من الدخول إلى السوق، فالتمويل الذاتي يحقق لها درجة كافية من الاستقلالية وإدارة أعمالها بنفسها دون تدخل المؤسسات الأخرى والمؤسسات المالية المصرفية.

- عيوب التمويل الذاتي

خلافا لما يتمتع به التمويل الذاتي من مزايا يمكن أن يكون محل مجموعة من العيوب نذكر منها ما يلي⁴:

- عدم رضا المساهمين بسبب تدني أقساط الأرباح الموزعة عليهم؛
- يؤدي التمويل الذاتي المرتفع إلى ضعف مردودية الاستثمارات الأقل استعمالا؛
- يتسبب التمويل الذاتي في رفع الأسعار مما يقلل من المكانة التنافسية للمؤسسة؛

¹ - عمر قيرة، مرجع سبق ذكره، ص 39.

² - أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر والتوزيع، الجزائر، 2008، ص 30.

³ - نفس المرجع، ص ص 31-32.

⁴ - خميسي شيحة، التسيير المالي للمؤسسة، دار هومة للنشر والتوزيع، الجزائر، 2013، ص 108.

ثانياً: الأسهم العادية

تعتبر الأسهم العادية من أهم مصادر التمويل بالأموال الخاصة والمصدر الأساسي للتمويل خاصة بالنسبة للمؤسسات التي في بداية نشاطها.

1: تعريف الأسهم العادية

السهم العادي عبارة عن " سند ملكية في الشركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم وتعد من الأصول المالية طويلة الأجل، حيث أنه ليس له تاريخ استحقاق محدد طالما أن المؤسسة مستمرة وقائمة"¹.
الأسهم العادية عبارة عن "صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول في بورصة الأوراق المالية بالطرق التجارية ويمثل السهم حصة الشريك في الشركة التي ساهم في رأسمالها والذي يتكون من مجموع الحصص سواء كانت حصة نقدية أو عينية"².

يعرف السهم العادي بأنه "سند ملكية لحامله ويتمتع صاحبه بحق التصويت في الجمعية العمومية وحق الاطلاع على دفاتر المؤسسة والمشاركة في الأرباح والخسائر وحق البيع والتداول وتكون مسؤوليته محدودة حسب حصته في رأس المال"³.

يمثل السهم العادي "مستند ملكية له قيمة اسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية"⁴.

من خلال التعاريف السابقة نستنتج بأن الأسهم العادية عبارة عن أداة مالية طويلة الأجل متداولة في سوق الأوراق المالية، تستعمل في التمويل الدائم للمؤسسات باعتبارها من الأموال الخاصة، وتتخذ عدة قيم مختلفة ويتمتع حاملها بمجموعة من الحقوق.

2: مزايا وعيوب التمويل بالأسهم العادية

- المزايا

من المزايا التي تتحصل عليها المؤسسة بإصدارها للأسهم العادية ما يلي⁵:

¹ - عاطف وليد أندراوس، أسواق الأوراق المالية (بين ضروريات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها)، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006، ص 66.

² - فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (الأسس النظرية والعلمية)، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان، 2008، ص ص 78-79.

³ - معراج هوارى وآخرون، القرار الاستثماري في ظل عدم التأكد والأزمة المالية، الطبعة الأولى، دار كنوز المعرفة العلمية للنشر، عمان، 2013.

والتوزيع، عمان، 2013، ص 184.

⁴ - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص 7.

⁵ - سلام صلال راهي الحسنوي، أساسيات الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار المنهجية للنشر والتوزيع، عمان، 2016، ص 74.

- يعطي للمؤسسة مصادر متنوعة من التمويل بما يمكنها من مواجهة التغير في الظروف الاقتصادية؛
- ليس للسهم العادي أجل محدد للتسديد ولا يلزم المؤسسة برد قيمة السهم في موعد محدد؛
- المؤسسة غير ملزمة بدفع الأرباح إلا إذا تحققت وتم اتخاذ قرار توزيعها كلها أو جزء منها؛
- رفع حجم الأموال من الأسهم العادية يخفض في نسبة حجم الأموال من القروض ضمن الأموال الدائمة، وهذا يكون بمثابة ثقة و ضمان في مقدرة المؤسسة على زيادة الموارد المالية من الاقتراض فتشجع الدائنين على تمويلها بالمزيد من القروض.

- العيوب

- يتسم التمويل من خلال إصدار أسهم عادية بمجموعة من العيوب منها ما يلي:
- إصدار أسهم جديدة يحتمل أن يترتب عليه دخول مساهمين جدد، مما يعني تشتت أكبر للأصوات في الجمعية العمومية وقد يكون في هذا إضعاف لمركز الملاك القدامى، غير أن هذا العيب يمكن التغلب عليه بإعطاء المساهمين القدامى حق الأولوية في شراء الإصدارات الجديدة من الأسهم العادية¹؛
- إن توسيع قاعدة المساهمين بإصدار أسهم عادية يؤدي إلى انخفاض عائد السهم الواحد للمستثمرين الحاليين إضافة إلى مشاركة المستثمرين الجدد في الأرباح المحققة سابقاً²؛
- ارتفاع التكلفة التي تتحملها المؤسسة، ويرجع ذلك إلى سببين: أولهما أن العائد الذي يطلبه حملة الأسهم العادية مرتفع نظراً للمخاطر التي تتعرض لها أموالهم المستثمرة، ثانيهما أن أرباح الأسهم على عكس فوائد القروض لا تعتبر من بين التكاليف التي تخصم قبل حساب الضريبة، أي لا يتولد عنها أي وفورات ضريبية³.

ثالثاً: الأسهم الممتازة

- كلما تغيرت الظروف الاقتصادية بصفة عامة والظروف المؤثرة بصفة خاصة تلجأ المؤسسة إلى التفكير في إيجاد أشكال متعددة من الضمانات لجذب أنواع جديدة من المستثمرين، ومن هذا المنطلق ظهرت الأسهم الممتازة بأشكال متنوعة لتقديم ضمانات لنوعية من المستثمرين وتقلل من المخاطر التي يتعرض لها حملة الأسهم العادية⁴.

¹ - إبراهيم الكراسنة، إرشادات عملية في تقييم الأسهم والسندات، صندوق النقد العربي، معهد السياسات الاقتصادية، أبوظبي، 2010، ص 8.

² - دريد كامل آل شبيب، مبادئ الإدارة المالية، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، 2004، ص 106.

³ - إبراهيم الكراسنة، مرجع سبق ذكره، ص 8.

⁴ - محمد سعيد عبد الهادي، الإدارة المالية الاستثمار والتمويل، التحليل المالي الأسواق المالية الدولية، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص 227.

1: تعريف الأسهم الممتازة

يمكن تعريف السهم الممتاز بأنه "حصة في ملكية إحدى المؤسسات تمكن مالك السهم من الحصول على عائد محدد يوزع سنويا بشرط قيام المؤسسة بتحقيق أرباح كافية لتغطية هذا التوزيع"¹.
يمثل السهم الممتاز "مستند ملكية وإن كانت الملكية في حالة الأسهم الممتازة تختلف عن الملكية التي تنشأ عن الأسهم العادية، نظرا لتمتع حملة الأسهم الممتازة ببعض الحقوق الأخرى التي لا يتمتع بها حامل السهم العادي"²، مثل الأولوية في الحصول على الأرباح وإمكانية تحويل الأسهم الممتازة إلى أوراق مالية أخرى³.
يعرف السهم الممتاز بأنه أحد مصادر التمويل طويلة الأجل ويعد من عناصر رؤوس الأموال الخاصة ولا تلتزم المؤسسة المصدرة برد قيمته بتاريخ محدد، وللسهم الممتاز قيمة اسمية وقيمة سوقية وقيمة دفترية⁴.
يعتبر هذا النوع من الأسهم وسطا بين الأسهم العادية والسندات وتعرف بالأدوات المالية الهجينة، فهي تشبه السندات لكونها حصة في ملكية المؤسسة كما يحق لحاملها المطالبة بحصته، وتشبه السندات في ثبات معدل العائد وكذلك الأولوية في الحصول على الأرباح⁵.
بناء على ما تقدم يمكن القول بأن الأسهم الممتازة هي أحد مصادر التمويل بالأموال الخاصة التي تجمع في خصائصها بين السندات والأسهم، فتشبه السندات من حيث ثبات معدل العائد وأيضاً الأولوية في الحصول على الأرباح قبل حملة الأسهم العادية، وتشبه الأسهم العادية من حيث كونها تمثل التمويل الدائم للمؤسسة.

2: مزايا وعيوب التمويل بالأسهم الممتازة

- المزايا

تحصل المؤسسة على عدة مزايا نظير قيامها بإصدار أسهم ممتازة تتمثل في⁶:

- المؤسسة ليست ملزمة قانونا بإجراء توزيعات كل سنة تحقق فيها أرباح؛
- التوزيعات محددة بمقدار معين؛
- لا يحق لحملة الأسهم الممتازة التصويت وبالتالي التدخل في الإدارة؛

¹ - أحمد محمد غنيم، مرجع سبق ذكره، ص 122.

² - محمد صالح الحناوي وآخرون، أسواق المال والمؤسسات المالية، دار التعليم الجامعي للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2013، ص 18.

³ - Shofian Ahmad, Marina Abu Bakar, *The Status of Preference Shares from Islamic Perspective*, International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences, Vol. 7, No. 10, 2017, p 618.

⁴ - دريد كامل آل شبيب، مبادئ الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 107.

⁵ - محمد عبد المحسن العفيف، أنس علي القضاة، أثر التمويل طويل الأجل على خطر وريحية الشركات (دراسة تحليلية: قطاع الصناعة، بورصة عمان، IUG Journal of economics and business (Islamic University of Gasa)، المجلد 25، العدد 1، 2017، ص 146.

⁶ - طارق عبد العال حماد، دليل التعامل في البورصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007، ص 14.

- إصدار الأسهم الممتازة يساهم في تخفيض نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة، وهو أمر يترتب عليه زيادة الطاقة الافتراضية للمؤسسة.

- العيوب

يترتب على التمويل بإصدار أسهم ممتازة عدة عيوب منها ما يلي¹:

- ارتفاع تكلفتها نسبياً، فتكلفة التمويل بالأسهم يفوق التمويل بالاقتراض لأن توزيعات الأسهم الممتازة على عكس الفوائد لا تخصم من وعاء الضريبة وبالتالي لا يتحقق عنها وفر ضريبي؛

- حملة الأسهم الممتازة يتعرضون لمخاطر أكبر من التي يتعرض لها المقرضين وبالتالي يطالبون بعائد أعلى.

المطلب الثاني: أموال الاستدانة

في حالة عدم قدرة المؤسسة على تدبير احتياجاتها المالية من أموالها الذاتية نتيجة لعدة أسباب قد تكون مرتبطة بوضعيتها المالية أو بسبب ارتفاع تكلفة التمويل أو أي قيود أخرى فتقوم بالبحث عن مصادر أخرى، فتعتبر أموال الاستدانة (المقترضة) مصدر تمويلي يتمتع بمزايا عديدة، وعليه سنحاول بعد أن تعرفنا على أهم مصادر أموال الملكية ومميزات وعيوب كل مصدر التعرف على أهم مصادر أموال الاستدانة.

أولاً: القروض طويلة والمتوسطة الأجل

تعتبر القروض طويلة والمتوسطة الأجل من بين المصادر الخارجية التي تعتمد عليها المؤسسة في تمويل فرصها الاستثمارية وتحقق من ورائها أهدافها.

1: القروض طويلة الأجل

1-1: تعريف القروض طويلة الأجل

تعرف القروض طويلة الأجل على أنها بمثابة عقد يلتزم بموجبه المقترض على تسديد فوائد دورية طيلة مدة القرض إضافة إلى أصل المبلغ المقترض ضمن أجال محددة يتم الاتفاق عليها مع المقرض²، وتحصل المؤسسة على القروض طويلة الأجل من المؤسسات المالية كالبنوك وشركات التأمين، حيث يصل تاريخ استحقاقها إلى ثلاثين سنة، ويتفق المقرض والمقترض على سعر الفائدة وتاريخ الاستحقاق والضمانات³.

1-2: مبررات الاقتراض طويل الأجل

تلجأ المؤسسة إلى الاقتراض طويل الأجل للأسباب التالية⁴:

¹ - عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، المنشآت المالية ودورها في التنمية الاقتصادية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2014، ص414.

² - عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص 354.

³ - Abubkr Ahmed Elhadi Abdelraheem, Badreldin Elhadi Ahmed Serajeldin, **Financial Structure and its Impact on Commercial Bank Objectives**, IJARIE, Vol 3, Issue 4 2017, p 1290.

⁴ - عبد الحلیم كراجه وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 95.

- عدم إمكانية التمويل بالأسهم العادية والأرباح المحتجزة؛
- سرعة توفير هذا التمويل خاصة إذا كانت المؤسسة تتمتع بسمعة جيدة؛
- ضعف السوق المالي وبالتالي احتمال عدم قدرة المؤسسة على التمويل بالأسهم؛
- عدم تأثير التمويل بالاقتراف على المركز التنافسي لكبار المساهمين في المؤسسة؛
- يمكن استخدام هذا المصدر لتمويل الأصول الثابتة.

2: القروض متوسطة الأجل

1-2: تعريف القروض متوسطة الأجل

يقصد بالقروض متوسطة الأجل تلك الأموال التي تحصل عليها المؤسسة من باقي المتعاملين الاقتصاديين في صورة أموال نقدية أو أصول، عادة ما تكون مدة استحقاقها تتراوح في الغالب من سنتين إلى سبع سنوات، وتكون موجهة في الأساس لشراء وسائل الإنتاج المختلفة¹، وأغلب هذه القروض مرهونة بضمان كما قد يصاحب تقديم هذه القروض إلزام المؤسسة المقترضة بمجموعة من الشروط أهمها²:

- استخدام القروض بالكيفية المتفق عليها وفي الأغراض المحددة لها كضمان لاسترجاع الأموال؛
- تحديد سقف المديونية حفاظا على ملائمة وقدرة المؤسسة على التسديد مستقبلا؛
- شروط على توزيع الأرباح على المساهمين، حيث يجب أن لا تتعدى توزيع الأرباح نسبة معينة للحفاظ على نسبة معينة بين الأموال المملوكة والقروض ضمن الهيكل التمويلي للمؤسسة.

ثانيا: السندات

عندما تريد المؤسسة الحصول على قرض بمبلغ كبير فإنها تجد صعوبات في الحصول على هذا المبلغ من البنوك والمؤسسات المالية وإن تآتى لها ذلك فسيكون بمعدل فائدة كبير وضمانات أكبر، فتقوم باللجوء إلى السوق المالي للجمهور عن طريق طرح سندات والحصول على المبلغ المطلوب.

1: تعريف السندات

يعرف السند بأنه "ورقة مالية ذات قيمة اسمية واحدة قابلة للتداول تصدرها الشركة المساهمة العامة وتطرحها للحصول على قرض تتعهد المؤسسة بموجبها بسداد قيمة القرض وفوائده وفقا لشروط الإصدار"³.
يمثل السند أداة مديونية طويلة الأجل تصدره المؤسسات بهدف الحصول على الأموال لتمويل نفقاتها

¹ - أحمد بوراس، مرجع سبق ذكره، ص 42.

² - معراج هواري وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 188.

³ - زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2008، ص 106.

الاستثمارية، وبذلك تمثل قيمة السند التزاما على المؤسسة يجب الوفاء به في تاريخ الاستحقاق المتفق عليه¹. أيضا يعتبر السند "قرض طويل الأجل يستحق الدفع في أوقات محددة ويحمل سعر فائدة معين وتلتزم المؤسسة بدفع قيمة السند عند تاريخ الاستحقاق بالإضافة إلى دفع الفوائد بصورة دورية، كما أن للسند قيمة سوقية تزيد أو تقل أو تعادل القيمة الاسمية"².

كذلك يعرف السند على أنه "مستند مديونية طويل الأجل تصدره المؤسسات يعطي لحامله الحق في الحصول على القيمة الاسمية للسند في تاريخ الاستحقاق كما يعطيه الحق أيضا في معدل فائدة دوري يتمثل في نسبة من القيمة الاسمية، وللسند أرباح رأسمالية كما قد يتحمل خسائر رأس مالية"³. من خلال التعاريف السابقة نستنتج بأن السند أداة مديونية طويلة تلجأ إليه المؤسسة بغرض سد احتياجاتها التمويلية في حالة عدم كفاية أموالها الخاصة، وتلتزم بسداد قيمته ومعدل الفوائد حسب الشروط المتفق عليها في تاريخ الاستحقاق.

2: مزايا وعيوب التمويل بالسندات

- المزايا

- من أهم المزايا التي تتمتع بها السندات ما يلي⁴:
- يعتبر التمويل بالسندات أقل تكلفة من التمويل بالأسهم؛
- تكلفة السندات وثابتة لا تتغير بتغير مستوى أرباح المؤسسة؛
- ليس لحملة السندات الحق في المشاركة في إدارة المؤسسة؛
- تستطيع المؤسسة أن تشتري حق استدعاء السندات خاصة في فترات انخفاض أسعار الفائدة في السوق، أو عند توافر سيولة كبيرة لدى المؤسسة مما يحقق مرونة في تشكيل هيكلها التمويلي.

- العيوب

من العيوب التي تترتب على التمويل بإصدار السندات ما يلي:

¹ - معراج هواري وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 186.

² - شقيري نوري موسى، أسامة عزمي سلام، دراسة الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص 131.

³ - سالم صلال راهي الحسناوي، مرجع سبق ذكره، ص 84.

⁴ - شقيري نوري موسى، أسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص 131-132.

- ثبات الفوائد على السندات وبالتالي فإن تذبذب أرباح المؤسسة من سنة إلى أخرى قد يترتب عليه عدم قدرتها على تسديد الفوائد وبالتالي إفلاسها¹؛
- زيادة المخاطر المالية المترتبة على المديونية مما يؤدي إلى مطالبة المساهمين بزيادة رسملة أرباح المؤسسة، وبالتالي إمكانية انخفاض القيمة السوقية للسهم²؛
- التشريعات المالية في كثير من البلدان تفرض نسبة معينة بين إجمالي الأموال الخاصة وإجمالي الديون وبالتالي تحد من قدرة المؤسسة على التوسع في الاقتراض عن طريق السندات لحماية أموال المساهمين³؛
- للسندات تاريخ استحقاق حيث يجب على المؤسسة في هذا التاريخ أن تسدد القيمة الاسمية للسندات بالإضافة إلى فوائدها لسنة الاستحقاق، وإمكانية تعرض المؤسسة للعسر المالي في تلك السنة⁴.

ثالثاً: القروض قصيرة الأجل

تحتل القروض قصيرة الأجل أهمية كبيرة في الهيكل التمويلي لأي مؤسسة اقتصادية وتساهم في استمرارية نشاط المؤسسة وتوسيعه، وتعتبر القروض قصيرة الأجل بمثابة النواة الأساسية للعمليات الجارية.

1: تعريف القروض قصيرة الأجل

تعرف القروض قصيرة الأجل بأنها التمويل الذي تتلقاه المؤسسة وتلتزم برده خلال فترة لا تتجاوز السنة الواحدة، ويتم الحصول على القروض قصيرة الأجل من أجل تمويل متطلبات رأس المال العامل⁵.

2: أنواع القروض قصيرة الأجل

تتمثل أهم أنواع القروض قصيرة الأجل في الائتمان التجاري والائتمان المصرفي وذلك كما يلي:

1-2: الائتمان التجاري

1-1-2: تعريف الائتمان التجاري

يقصد بالائتمان التجاري ذلك "القرض الممنوح لمؤسسة معينة نتيجة شراء مواد أولية أو بضاعة دون أن يترتب عليها دفع قيمة هذه المشتريات نقداً ولكن تؤخذ صيغة المشتريات الآجلة، وتدفع المؤسسة قيمتها خلال فترة زمنية قصيرة لا تتعدى السنة الواحدة"⁶.

¹ - فايز تيم، مبادئ الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 123.

² - نفس المرجع، ص 123.

³ - سلام صلال راهي الحسناوي، مرجع سبق ذكره، ص 89.

⁴ - فايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص 123.

⁵ Abubkr Ahmed Elhadi Abdelraheem, Badreldin Elhadi Ahmed Serajeldin, Op.cit, p 1290.

⁶ - حمزة محمود الزبيدي، أساسيات الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 338.

ويعتبر الائتمان التجاري أكبر مصدر للقروض قصيرة الأجل ونظرا لكون المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لا تستطيع الحصول على التمويل من مصادر أخرى فإنها تعتمد الائتمان التجاري بدرجة كبيرة، ويعتبر التمويل عن طريق هذا المصدر شائعا وسمة أساسية من سمات التعامل بين المنتجين والمستهلكين، وتتشرك البنوك التجارية في تقديم مثل هذا الائتمان للأفراد والمؤسسات الصغيرة¹.

2-1-2: الائتمان المصرفي

الائتمان المصرفي أحد مصادر التمويل المهمة التي قد يلجأ إليها العديد من المؤسسات الاقتصادية، وهذه القروض لا تتم بشكل تلقائي وإنما تخضع للتفاوض بين المؤسسة والبنك، فعندما تحتاج المؤسسة إلى الأموال لفترات قصيرة ولا يمكن توفيرها عن طريق الائتمان التجاري أو عن طريق الأرباح المحتجزة فإنها تلجأ إلى استخدام الائتمان المصرفي². وعليه يقصد بالائتمان المصرفي تلك القروض قصيرة الأجل التي تحصل عليها المؤسسة من البنوك، حيث تلجأ المؤسسة إلى هذا الائتمان لتمويل احتياجاتها الموسمية للأموال التي قد تتمثل في الزيادة الموسمية في المخزون السلعي وحسابات القبض³.

رابعا: القرض الإيجاري

تلجأ المؤسسة إلى القرض الإيجاري كأحد الأساليب الحديثة للتمويل خاصة في حالة عدم كفاية أموالها الخاصة أو تجنبها اللجوء إلى القروض البنكية نظرا للمخاطر المرتفعة والعراقيل التي تتعرض إليها، ورغم حداثة هذه التقنية إلا أنه سجل إقبال كبير عليها من قبل المستثمرين نتيجة للمزايا العديدة التي تقدمها لهم.

1: مفهوم القرض الإيجاري

1-1: تعريف القرض الإيجاري

يعرف القرض الإيجاري بأنه "عبارة عن عملية يقوم بموجبها بنك أو مؤسسة مالية أو شركة تأجير مؤهلة قانونا لذلك بوضع آلات ومعدات أو أي أصول مادية أخرى بحوزة مؤسسة مستعملة على سبيل الإيجار مع إمكانية التنازل عنها في نهاية الفترة المتعاقد عليها ويتم التسديد على أقساط يتفق بشأنها تسمى ثمن الإيجار"⁴. كذلك يعرف قرض الإيجاري بأنه "عقد يتفق بموجبه طرفان هما المؤجر والمستأجر بأن يقوم الطرف الأول بتقديم أصل معين للطرف الثاني للانتفاع به (استخدامه) لمدة معينة على أن يقوم الطرف الثاني

¹ - علي عباس، الإدارة المالية في منظمات الأعمال، الطبعة الأولى، دار مكتبة الرائد العلمية، عمان، 2002، ص 265-266.

² عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشه، مرجع سبق ذكره، ص 140.

³ - أحمد محمد غنيم، مرجع سبق ذكره، ص 106.

⁴ - الطاهر لطرش، مرجع سبق ذكره، ص 76.

(المستأجر) بدفع مبالغ محددة بتواريخ محددة للطرف الأول (المؤجر) ¹.

القرض الإيجاري هو "التزام تعاقدى بتأجير أجهزة وأدوات إنتاجية من مؤسسة مالكة إلى مؤسسة إنتاجية مستخدمة لفترة معينة مقابل أقساط كراء محددة"².

من خلال التعاريف التي قدمت للقرض الإيجاري نستنتج بأن قرض الإيجار هو تقنية تمويلية حديثة ووسيلة بديلة عن الاستدانة تلجأ إليها المؤسسة لتمويل احتياجاتها من خلال استئجار أصول معينة دون شرائها وأيضاً دون استعمال أموالها الخاصة.

1-2: أهمية القرض الإيجاري:

تكمن أهمية القرض الإيجاري في النقاط الأساسية التالية³:

- قيام أكبر المؤسسات العالمية المتطورة بالتعامل بهذه التقنية مع زبائنها؛
- ظهور عدد كبير من المؤسسات المالية المتخصصة في مجال ممارسة هذه التقنية التمويلية؛
- قيام البنوك بالتعامل بقرض الإيجار المنقول والعقاري في أنشطتها التقليدية لما له من مردودية كبيرة وأخطار منخفضة؛
- زيادة نسبة تمويل الاستثمارات عن طريق القرض الإيجاري وتزايد حصته على حصة القروض البنكية في تمويل الاستثمار عالمياً؛
- المرونة والسرعة والبساطة التي اتسم بها قرض الإيجار وكذا التحفيزات المصاحبة له خاصة الجبائية منها.

2: أنواع القرض الإيجاري

يتخذ القرض الإيجاري عدة أنواع أهمها:

1-2: القرض الإيجاري المالي

يعتبر علاقة تعاقدية يقوم بمقتضاها مالك الأصل محل العقد بمنح المؤسسة المستأجرة حق الانتفاع من أصل معين خلال فترة زمنية معينة مقابل مبلغ يدفعه بشكل دوري⁴، يتميز الاستئجار المالي بأنه لا يتضمن خدمات الصيانة ولا يمكن إلغاؤه، ويتم فيه تسديد قيمة الأصل بالكامل⁵.

¹ - عبد الحليم كراجه وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 100.

² - مبارك لسوس، التسيير المالي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004، ص 195.

³ - خوني رايح، حساني رقية، واقع وآفاق التمويل التأجيري في الجزائر وأهميته كبديل لقطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الملتقى الدولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، يومي 17 و18 أبريل 2006، ص 1.

⁴ - عمار زودة، التمويل التأجيري في الجزائر واقعه ومتطلبات تطويره، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، المجلد 5، العدد 1، 2018، ص 160.

⁵ - محمد صالح الحناوي، إبراهيم إسماعيل سلطان، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1999، ص 300-301.

2-2: القرض الايجاري التشغيلي

يعرف هذا النوع من الاستئجار بأنه عقد استئجار خدمة أو عقد شراء الأصول بغية تأجيرها حيث تخصص بعض المؤسسات في تأجير الأصول التي تمتلكها لمؤسسات أخرى تستأجرها لتنفيذ أعمال محددة، ويتم الاستئجار التشغيلي لفترة زمنية قصيرة حيث تبلغ سنة قابلة للتجديد في معظم الأحيان¹.

ويتسم هذا النوع من الاعتماد الاستئجار بعدة خصائص أهمها²:

- يلتزم مالك الأصل بصيانة الأصل المؤجر للغير وتدخل تكاليف الصيانة ضمن المدفوعات الثابتة التي يقوم المستأجر بسدادها؛

- يستمر هذا النوع من الاستئجار لفترة زمنية قصيرة نسبياً تكون عادة أقل من الحياة الإنتاجية للأصل لذل قيمة الاستئجار لا تغطي تكلفة الأصل؛

- يستطيع مالك الأصل استرداد قيمة الإستثمارات الموظفة في هذا الأصل من خلال تكرار عملية تأجير الأصل لنفس المؤسسة أو لمؤسسات أخرى؛

- يتميز الاستئجار التشغيلي بإمكانية إيقاف عملية الاستئجار قبل انتهاء المدة المتفق عليها.

2-3: البيع ثم الاستئجار

في هذا النوع من القرض الايجاري تقوم المؤسسة والمالكة لأصل معين (مباني، أراضي، معدات) ببيعه إلى مؤسسة مالية وفي نفس الوقت توقع عقداً مع نفس المؤسسة المالية باستئجار نفس الأصل لمدة محددة وبشروط خاصة يتفق عليها ويتلقى المستأجر للأصل فوراً قيمة الأصل من المشتري (المؤجر) ويستمر في نفس الوقت في استخدام الأصل مقابل الالتزام بسداد دفعات متساوية لمدة العقد تكفي لتغطية قيمة الأصل والعائد المناسب لاستثمار المؤجر³.

والملاحظ أن البيع ثم الاستئجار يشابه مع الاستئجار المالي في جميع الخصائص ما عدا أن الأصل في الحالة الثانية يكون جديد وان اختلف مصدر الشراء.

2-4: التأجير الرفعي

يرتبط التأجير الرفعي بالأصول التي تتميز بارتفاع قيمتها وعلى خلاف الأنواع الأخرى من القرض الايجاري فإنه يتدخل في التأجير الرفعي ثلاثة أطراف وليس طرفين (المؤجر والمستأجر) كما في النوعين السابقين، ويمكن

¹ - أحمد محمد غنيم، مرجع سبق ذكره، ص 118.

² - نهال فريد مصطفى، مرجع سبق ذكره، ص 26.

³ - سمير محمد عبد العزيز، اقتصاديات الاستثمار والتمويل والتحليل المالي، مركز الإسكندرية للكتاب، الإسكندرية، 2006، ص 145.

للمؤجر أيضا خصم أقساط الاهتلاك بغرض حساب الضريبة، لكن وضعه يختلف عن الحالات السابقة ف شراء الأصل يمول جزئيا من الأموال الخاصة والباقي يمول من الأموال المقترضة، ولمزيد من الضمان يوقع كل من المؤجر والمستأجر على عقد القرض¹.

3: مزايا وعيوب القرض الايجاري

- المزايا

- قرض الإيجار لا يترتب عنه أي قيود كما هو الحال بالنسبة للقروض²؛
- يقدم القرض الايجاري تمويلا كاملا لقيمة الأصول الرأسمالية من آلات ومعدات أي بنسبة 100%، وهو الذي لا يتوفر عادة في أي نوع آخر من مصادر التمويل³؛
- القرض الايجاري يعرض المؤسسة إلى التزامات أقل في حالة الإفلاس⁴؛
- يعتبر القرض الايجاري بديلا جيدا في حالات التوسعات الجديدة أو الإضافات الرأسمالية عن طرح المؤسسة لأسهم جديدة أو البحث عن شركاء جدد وما يكلف ذلك من صعوبات ومصروفات مختلفة⁵؛
- يمكن للمؤسسة المستأجرة أن تحقق ميزة ضريبية من قرار الاستئجار تفوق ما كان يمكن تحقيقه لو أنها اشترت الأصل بدلا من استئجاره، ذلك أن القيمة الحالية للوفرات الضريبية عن قسط الإيجار قد تفوق القيمة الحالية للوفرات الضريبية عن قسط الاهتلاك⁶.

- العيوب

- رغم المزايا العديدة السابقة الذكر التي يتمتع بها القرض الايجاري غير أنه يتسم ببعض العيوب أهمها⁷:
- **القيمة المتبقية:** يعاب على القرض الايجاري أنه يخدم أكثر مصالح المؤسسات المؤجرة وذلك من خلال تمتعها بملكية الأصل مدة فترة الإيجار، إضافة إلى استفادتها من القيمة المتبقية للأصل التي تعود إليها رغم استيفاء قيمته من الأقساط الدورية خاصة إذا استطاعت إعادة بيع هذا الأصل الذي يجعلها تحقق فائض قيمة.

¹ - مليكة زغيب، دور وأهمية قرض الإيجار في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 5، 2005، ص 177-178.

² - نور الدين خبايا، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار النهضة العربية للنشر والطباعة، بيروت، 1997، ص 493.

³ - سمير محمد عبد العزيز، التأجير التمويلي، مرجع سبق ذكره، ص 9.

⁴ - نور الدين خبايا، مرجع سبق ذكره، ص 493.

⁵ - سمير محمد عبد العزيز، التأجير التمويلي، مرجع سبق ذكره، ص 9.

⁶ - منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1998، ص 560.

⁷ - بريس السعيد، التمويل التأجيري كبديل لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات-دراسة حالة الجزائر والدول النامية-، جامعة محمد خيضر بسكرة، يومي 21 و22 نوفمبر 2006، ص 11.

- التكلفة: من سلبيات القرض الاجباري ارتفاع تكلفته في بعض الأحيان مقارنة بالقروض الكلاسيكية.
- محدودية القرض الاجباري: نظرا لكثرة الالتزامات المفروضة على المؤسسات التي تعتمد على هذا النوع من التمويل يشترط فيها أن تكون المؤسسات تتمتع بمردودية مالية كبيرة وذات رأس مال متداول كبير يمكنها من تحمل التكاليف الضرورية لذلك.

المطلب الثالث: صيغ التمويل الإسلامية

يعتبر التمويل الإسلامي عصب الاقتصاد الإسلامي الذي من خلاله يرغب الأفراد والمؤسسات في إقامة استثماراتهم بدون ربا وبما يتوافق مع الشريعة الإسلامية.

أولاً: مفهوم التمويل الإسلامي

يعرف التمويل الإسلامي على أنه " عملية يقوم فيها شخص طبيعي أو معنوي بتقديم أموال لشخص آخر طبيعي أو معنوي إما على سبيل التبرع (إعانة ومساعدات مثلا) أو على سبيل التعاون بين الطرفين من أجل استثماره بقصد الحصول على الأرباح تقسم بينهما على نسبة يتم الاتفاق عليها مسبقا، وفق طبيعة عمل كل منهما ومدى مساهمته في رأس المال واتخاذ القرار الإداري والإستثماري"¹.

التمويل الإسلامي بالمفهوم المعاصر يمكن أن يقال عنه " هو عبارة عن علاقة بين المؤسسات المالية بمفهومها الشامل والمؤسسات أو الأفراد، لتوفير المال لمن ينتفع به سواء للحاجات الشخصية أو بغرض الإستثمار، عن طريق توفير أدوات مالية متوافقة مع الشريعة، مثل عقود المرابحة أو المشاركة أو الإجارة أو الاستصناع أو السلم، أو القرض"².

فالتمويل الإسلامي يختلف على التمويل التقليدي الذي يعتبر على أنه توفير المبالغ النقدية اللازمة لإنشاء أو تطوير مشروع خاص أو عام، دون النظر في الأحكام الشرعية، بينما التمويل الإسلامي يستند على معايير وقواعد فقهية كقاعدة الغنم بالغرم³.

وعليه نستنتج بأن التمويل الإسلامي هو عبارة عن إطار شامل يهدف إلى تقديم خدمات مالية تقوم على مبادئ الشريعة الإسلامية لمختلف الأفراد والوحدات الاقتصادية وذلك يكون في صيغ تمويلية مختلفة.

¹ - يوسفات علي، عبد الرحمان عبد العاقد، واقع صيغ التمويل التجارية الإسلامية -بالإشارة إلى بعض البنوك الإسلامية-، مجلة الاجتهاد للدراسات القانونية والاقتصادية، العدد 1، 2012، ص 349.

² - قويدري محمد، سيع فاطمة الزهراء، أساسيات صيغ التمويل الإسلامي المطبقة في الاقتصاد الإسلامي، مجلة التراث، المجلد 8، العدد 1، 2018، ص 277.

³ - سعاد شكري معمر، تفعيل إستراتيجية الحوكمة للرقابة على التمويل الإسلامي، معارف، العدد 23، 2017، ص 425.

ثانياً: أهم صيغ التمويل الإسلامي

تعددت صيغ التمويل في البنوك الإسلامية وذلك في إطار ما يتوافق مع طبيعة المشروع من جهة، ورغبات ومتطلبات المتعاملين من جهة أخرى.

1: المشاركة

المشاركة هي اتفاق بين طرفين أو أكثر على القيام بنشاط استثماري، ويكون رأس المال والريح مشتركا، فالتمويل بالمشاركة يعني إصدار وثائق متساوية القيمة لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع أو تطوير مشروع قائم أو تمويل نشاط على أساس عقد من عقود المشاركة، ويصبح المشروع أو أصول النشاط ملكا لحملة الصكوك في حدود حصصهم، وتدار الصكوك على أساس المشاركة¹.

2: المضاربة

تعتبر من بين الصيغ المتبعة في تمويل البنوك الإسلامية وهي عبارة عن نوع من المشاركة بين صاحب المال وصاحب الخبرة، حيث يقدم فيها الأول المال والثاني يقدم خبرته ويقسمان نتائج المشروع بنسب يتفقان عليها، وهو الوسيلة الإسلامية المشروعة لإدخال الموجودات النقدية في النشاط الاقتصادي وتحويلها إلى عنصر إنتاج عن طريق عمل مشترك يقوم به صاحب المال ورب العمل².

3: المرابحة

تتم المرابحة في البنوك الإسلامية بين ثلاثة أطراف وهي البائع والمشتري والبنك وسيط بينهما، ويكون الثمن فيها مؤجلا يزداد الريح فيه بزيادة الأجل، وذلك عن طريق طلب المشتري من شخص آخر "البنك الإسلامي" شراء سلعة معينة بمواصفات محددة، وعلى أساس وعد بشراء تلك السلعة اللازمة له مرابحة بنسبة ربح متفق عليها بينهما لهذا يطلق عليها تسمية بيع المرابحة للأمر بالشراء³.

4: الاستصناع

يعرف بأنه "عقد يشتري به في الحال شيئا مما يصنع صنعا يلزم البائع بتقديمه مصنوعا بمواد من عنده، بأوصاف مخصوصة وبثمن محدد"، في هذه الحالة قد يكون البنك مستصنعا أي طالبا لمنتجات صناعية ذات

¹ - خولة عزاز، سعيدة ممو، صيغ التمويل الإسلامي كآلية لدعم ربحية البنوك الإسلامية - دراسة حالة بنك قطر الإسلامي مع الإشارة إلى تجربة بنك البركة الجزائري -، الأفاق للدراسات الاقتصادية، العدد 6، 2018، ص 31.

² - خلايفة العلمي، العبيدي عماره، إشكالية تمويل الخدمات المصرفية في البنوك الإسلامية، مجلة العلوم الإدارية والمالية، المجلد 2، العدد 2، 2018، ص 84.

³ - بوغرارة بومدين، غربي ناصر صلاح الدين، مدى توافق صيغ التمويل الإسلامي مع الاحتياجات المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، مجلة دفاتر اقتصادية، المجلد 3، العدد 6، 2013، ص 157.

مواصفات خاصة، وقد يمول البنك هذه العملية من ماله الخاص أو من أموال المودعين، والمصنوعات تصبح ملكا للبنك يتصرف فيها بالبيع أو التأجير أو غيره، وقد يكون البنك صانعا، بأن تطلب منه الشركات منتجات صناعية معينة، فيقوم من خلال ما يمتلكه من شركات أو مصانع بإنتاج تلك المصنوعات أو يقوم بالتعاقد مع غيره على صنع تلك المصنوعات، وقد يتحول البنك إلى مار أو وسيط¹.

5: الإجارة

الإجارة من الناحية الشرعية هي عقد لازم على منفعة مقصودة قابلة للبذل والإباحة لمدة معلومة بعوض معلوم، والإجارة المذكورة صورة مستحدثة من صور التمويل في ضوء عقد الإجارة وفي إطار صيغة تمويلية شائعة تسمح بالتيسير على الراغب في تملك الأصول المعمرة مثل السيارات والعقارات والأصول ذات القيم المرتفعة، ويمكن أن يستفيد منها العملاء بمختلف شرائحهم².

6: السلم: وهو من بيوع الأجل ويعرف بيع السلم بأنه بيع موصوف في الذمة بدل عوض يعطيه عاجلا فهو بيع آجل بعاجل، حيث يقوم المشتري بسداد ثمن السلعة نقدا إلى البائع مع التزام الأخير بتسليم السلعة بمواصفات وقت محددين³.

المطلب الرابع: رأس المال المُخاطر

أولا: مفهوم رأس المال المخاطر

يعتبر رأس المال المخاطر إحدى التقنيات التمويلية الحديثة التي تعمل على منح التمويل اللازم للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

1: تعريف رأس المال المخاطر

يعرف رأس المال المخاطر بأنه هو "تمويل المشاريع الاستثمارية لكل من المؤسسات الصغيرة والحديثة في مرحلة ما بعد الانشاء من خلال المساهمة برأس المال وتقديم الخبرة والمشورة لهذه المؤسسات"⁴.

كما يعرف رأس المال المخاطر بأنه كل رأس مال يوظف بواسطة وسيط مالي متخصص في مشروعات خاصة ذات مخاطر مرتفعة، تتميز باحتمال نمو قوي لكنها لا تضمن في الحال تأكد في الحصول على دخل أو التأكد من استرداد رأس المال في التاريخ المحدد، وهذه الحالة تعتبر مصدر المخاطر، أملا في الحصول على

¹ - خلايفة العلمي، العبيدي عماره، مرجع سبق ذكره، ص 85.

² - زيد أيمن، بودراع أمينة، صيغ التمويل الإسلامي ودورها في الحد من مشكلة البطالة، مجلة الاجتهاد للدراسات القانونية والاقتصادية، العدد 11، 2017، ص 397.

³ - خلايفة العلمي، العبيدي عماره، مرجع سبق ذكره، ص 85.

⁴ - زادوركب منير، رأس المال المخاطر كآلية من آليات الهندسة المالية لتمويل المشاريع الاستثمارية- دراسة سوق رأس المال المخاطر في الجزائر-، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، المجلد 10، العدد 3، 2019، ص 133.

فائض قيمة قوي في المستقبل البعيد نسبيا حال إعادة بيع حصة هذه المؤسسات بعد عدة سنوات متأخرة، وهذه الحالة تعتبر تعويضا للمخاطر¹.

2: أهمية رأس المال المخاطر

تتجلى أهمية رأس المال المخاطر من خلال أهدافه المتمثلة في مواجهة الاحتياجات الخاصة بالتمويل الإستثماري والتغلب على عدم كفاية العرض من رؤوس الأموال، بشروط ملائمة من المؤسسات المالية القائمة وتوفير التمويل للمشروعات الجديدة أو عالية المخاطر والتي تتوفر لديها إمكانيات نمو وعائد مرتفع، وبذلك فإن رأس المال المخاطر هو طريقة لتمويل الشركات غير القادرة على تدبير الأموال من إصدارات الأسهم العامة أو أسواق الدين عادة، بسبب المخاطر العالي المرتبطة بأعمالها، وهذه الإستثمارات هي لأجل طويلة وغير سائلة وذات مخاطر عالية نسبيا².

ثانيا: أهداف شركات رأس المال المخاطر

تهدف شركات رأس المال المخاطر من أجل تسهيل عملية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وذلك من خلال تحقيق مجموعة من الأهداف أهمها³:

- مواجهة الاحتياجات الخاصة بالتمويل الإستثماري؛
- مواجهة مشكلة عدم كفاية العرض من رؤوس الأموال بشروط ملائمة من المؤسسات المالية القائمة؛
- توفير التمويل للمشروعات الجديدة أو عالية المخاطر والتي تتوفر لديها إمكانيات نمو وعائد ومرتفع.

المبحث الرابع: ماهية تكلفة التمويل

إن لجوء المؤسسة لمصادر تمويل معينة لتمويل الفرص الإستثمارية وتحديد الأهمية النسبية لكل مصدر ضمن هيكلها التمويلي سوف يؤثر على درجة المخاطر التي تواجه المؤسسة ومستوى العائد المتوقع، وتتأثر بالتبعية تكلفة كل مصدر من هذه المصادر داخل الهيكل التمويلي المقترح، وعليه يحظى مفهوم تكلفة التمويل بأهمية كبيرة باعتباره من أهم العناصر التي يبنى عليها نجاح المؤسسة واستمرارها في السوق.

¹ - بلعدي عبد الله، رأس المال المخاطر نمط تمويلي بديل ومعاصر للمؤسسة " التجربة الجزائرية أنموذجاً"، مجلة الأصيل للبحوث الاقتصادية والإدارية، المجلد 4، العدد 1، 2020، ص 80.

² - خلفه ساهل زينب، حوكمة الشركات الممولة برأس المال المخاطر - دراسة نظرية للعلاقة بين المخاطر برأس المال/مسير-، مجلة الباحث الاقتصادي (CHEEC)، المجلد 6، العدد 1، 2018، ص 231.

³ - رويحة عبد السميع، حجازي إسماعيل، تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق شركات رأس المال المخاطر، ملتقى دولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، يومي 17 و18 أبريل 2006، ص 309.

المطلب الأول: مفهوم تكلفة التمويل

تسعى المؤسسة إلى إقامة استثمارات وهذه الأخيرة تتطلب توفير الموارد المالية اللازمة من مختلف المصادر وفي سبيل حصول المؤسسة على التمويل فهي مجبرة على دفع تكلفة كل مصدر تمويلي تلجأ إليه.

أولاً: تعريف تكلفة التمويل

لقد تعددت التعاريف حول مفهوم تكلفة التمويل باعتباره موضوع ذات أهمية كبيرة في مجال الإدارة المالية وفيما يلي بعض التعاريف:

تعرف تكلفة التمويل بأنها العائد الذي ينبغي أن تحققه المؤسسة من أجل الوفاء بمعدلات العائد المطلوبة من قبل المساهمين في المؤسسة مع الأخذ بعين الاعتبار التزامات الأطراف الأخرى كالدائنين ونفقات إدارة الأسهم والسندات.¹

تكلفة التمويل تعرف بأنها الحد الأدنى لمعدل العائد الذي ينبغي تحقيقه على الإستثمارات المقترحة وعند تحقيق عائد يقل عن هذا المعدل فإن الموقف المالي لأصحاب المؤسسة سيصبح أسوأ مما كان عليه من قبل مع انخفاض إجمالي القيمة السوقية للأوراق المالية الخاصة بالمؤسسة، بينما يؤدي تحقيق معدل عائد أكبر من معدل تكلفة الأموال إلى تحسين الوضعية المالية لأصحاب المؤسسة مع ارتفاع القيمة السوقية للأوراق المالية.² وتعرف كذلك تكلفة التمويل بأنها "عبارة عن المتوسط المرجح لمختلف مصادر الأموال التي قامت المؤسسة باستخدامها"³.

تكلفة التمويل هي معدل العائد الأدنى من رأس المال المستثمر والذي يضمن المحافظة على قيمة المؤسسة وتعظيمها.⁴

تتمثل تكلفة التمويل في تكلفة المزيج الذي يتكون منه الهيكل المالي للمؤسسة والذي عادة ما يتضمن

الأموال المملوكة والأموال المقترضة.⁵

من خلال التعاريف السابقة نستنتج أن تكلفة الأموال هي معدل العائد الأدنى الذي يجب تحقيقه من الإستثمارات المقترحة والذي على أساسه يتم قبول أو رفض الاقتراح الإستثماري، فالإستثمار الذي لا يحقق معدل

¹ - السمانى محمد أحمد عبد الله، إسماعيل عثمان نجيب، أثر تكلفة التمويل على الهيكل المالي والقيمة السوقية للمنشأة، مجلة العلوم الاقتصادية، المجلد 15، العدد 2، 2014، ص 102.

² - جمال الدين المرسي، أحمد عبد الله اللطح، مرجع سبق ذكره، ص 262.

³ Gean Barreau et autres, **Gestion Financière**, 15^édition, Dunod, paris, 2006, p173.

⁴ - نور الدين خبابة، مرجع سبق ذكره، ص 506.

⁵ - محمود فهد عبد علي، أثر الرافعة المالية في كلفة التمويل ومعدل العائد على حق الملكية، المجلة العراقية للعلوم الإدارية، العدد 21، 2008، ص 244.

عائد يساوي على الأقل معدل تكلفة الأموال يتم رفضه نظرا لما له من آثار سلبية على ثروة الملاك أي انخفاض القيمة السوقية للأوراق المالية (الأسهم).

ثانيا: أهمية تكلفة التمويل

يمكن هنا التمييز بين أهمية تكلفة التمويل من وجهة نظر المستثمر المرتقب والتي تمثل الحد الأدنى لمعدل العائد المقبول لكل من المساهمين والمقرضين لاستثمار أموالهم في المؤسسة، وعادة ما يتأثر بسعر الفائدة في السوق ويختلف من مؤسسة إلى أخرى، وتتبع أهميته من كونه يمثل أساس المفاضلة بين الإستثمارات المتاحة، ووجهة نظر المؤسسة التي تستخدمها لإيجاد القيمة الحالية للتدفقات النقدية المرتبطة بالمشروعات المستقبلية، حيث أنه إذا تولد عن المشروع عائد يقل عن تكلفة الأموال المستثمرة فيه فإنه لا بد من رفضه مباشرة حتى لا يؤثر على سلبا على ثروة المساهمين ويؤدي إلى انخفاض قيمة المؤسسة، كما تعتبر تكلفة التمويل مؤشرا هما لقياس وتقييم قدرة المؤسسة على تخصيص الموارد المحدودة بين الإستثمارات المتاحة¹.

المطلب الثاني: العوامل المؤثرة في تكلفة التمويل

تتأثر تكلفة الأموال بالعديد من العوامل منها ما هو خارج عن نطاق وسيطرة المؤسسة ومنها ما تستطيع المؤسسة السيطرة والتحكم فيها.

أولا: العوامل التي لا تخضع لسيطرة المؤسسة

تؤدي هذه العوامل إلى التأثير على تكلفة التمويل ولكن المؤسسة ليست لها قدرة السيطرة عليها بشكل كلي، وإنما تعمل على التقليل من شدتها ومختلف الآثار السلبية الناجمة عنها. وتتمثل هذه العوامل في²:

1: مستوى أسعار الفائدة

إن كانت أسعار الفائدة السائدة في الاقتصاد الوطني تتجه للارتفاع فإن تكلفة التمويل تزيد لأن المؤسسات تكون مجبرة على دفع معدلات فائدة أعلى للمقرضين وحملة السندات، ولا يقتصر تأثيرها على القروض والسندات فقط بل يؤدي إلى رفع تكلفة الأسهم العادية والممتازة وذلك طبقا لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية.

¹ - حكيمة مناعي، أثر جودة الإفصاح المحاسبي على تخفيض تكلفة رأس المال، مجلة الاقتصاد الصناعي، العدد 14(1)، 2018، ص ص 382-383.

² - عاطف وليم أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007، ص 325.

2: معدلات الضرائب

تتحدد أسعار الضرائب بموجب التشريعات الضريبية وهي لا تستطيع المؤسسة السيطرة عليها، وتؤثر معدلات الضرائب على تكلفة التمويل ومن ثم التكلفة الوسطية المرجحة للأموال لكونها تؤخذ في الاعتبار عند حساب تكلفة الاقتراض، فإذا قررت الحكومة مثلا تحديد معدلات منخفضة للضرائب على الأرباح الرأسمالية عن المعدلات المقدره على الربح الدوري مما يؤدي إلى تخفيض تكلفة الأسهم العادية مقارنة بتكلفة الاقتراض وبالتالي تعطي الأفضلية للتمويل بالأسهم العادية على حساب المصادر الأخرى.

ثانيا: العوامل التي تخضع لسيطرة المؤسسة

وهي مختلف العوامل التي تستطيع المؤسسة التحكم فيها والسيطرة عليها وتتمثل في:

1: سياسة المؤسسة بشأن هيكل رأس المال

عادة ما تضع المؤسسات سياسة محددة بشأن المزيج الذي يتكون منه هيكل رأس المال ونسبة كل عنصر فيه، فقد تقرر مثلا الاعتماد على القروض وحقوق الملكية فقط في تمويل استثماراتها وتستبعد الأسهم الممتازة، كما قد تقرر نسبة مستهدفة لكل عنصر ضمن المزيج الذي قررت الاعتماد عليه في التمويل، وطالما أن تكلفة كل عنصر تختلف نتيجة لاختلاف درجة المخاطر التي يتعرض لها عائد ذلك العنصر، لذلك تختلف تكلفة التمويل وفقا لقرار المؤسسة الذي يحدد العناصر التي يتكون منها هيكل رأس المال ونسبة كل عنصر فيه¹.

2: سياسة التوزيعات

تمثل الأرباح المحتجزة الأرباح التي لم يتم توزيعها على المساهمين، وتبعا لذلك فإن ارتفاع نسبة الأرباح الموزعة يؤدي إلى عجز المؤسسة عن تمويل استثماراتها من الموارد الذاتية مما يحتم عليها اللجوء إلى مصادر أخرى، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع تكلفة التمويل، أما إذا قررت المؤسسة تخفيض نسبتها وزيادة نسبة الأرباح المحتجزة بشكل يسمح بتمويل استثماراتها إضافية منها في حدود النسب الواردة في الهيكل الأمثل لها فذلك يؤدي إلى تخفيض تكلفة التمويل بشكل كبير، إلا أن المبالغة في احتجاز الأرباح قد يترتب عليها ارتفاع تكلفة التمويل².

3: السياسة الإستثمارية للمؤسسة

عند تقدير تكلفة الأموال يتم استخدام معدلات العائد المطلوبة للأسهم والسندات وتعكس هذه المعدلات درجة الخطر المرتبطة بالأصول الحالية للمؤسسة، تبعا لذلك يمكن افتراض أن الأموال الإضافية الجديدة سيتم استثمارها في أصول مماثلة للأصول الحالية للمؤسسة ولها نفس درجة المخاطرة، أما إذا غيرت المؤسسة من

¹ - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1998، ص74.

² - عاطف وليم أندراوس، مرجع سبق ذكره، ص ص426-427.

سياستها الإستثمارية واتجهت للاستثمار في أصول مغايرة لأصولها الحالية فهذا ينعكس على تكلفة الاستثمار، نتيجة اختلاف مستويات الخطر بين أنواع الاستثمار المختلفة والتغيرات الحاصلة في معدلات العائد المطلوبة¹.

المطلب الثالث: تقدير تكلفة التمويل

أولاً: تكلفة التمويل عن طريق الأموال الخاصة

تعرف تكلفة الأموال الخاصة بأنها الحد الأدنى من العائد الذي يجب تحقيقه على الإستثمارات الممولة بواسطة الأموال الخاصة للحفاظ على قيمة الأموال الخاصة الموجودة حالياً بدون أي تغيير².

تختلف طريقة قياس تكلفة الأموال الخاصة باختلاف العناصر المكونة لها سواء كانت تتمثل في التمويل الذاتي أو الأسهم العادية أو الممتازة.

1: تكلفة التمويل الذاتي

يتم حساب تكلفة التمويل الذاتي عن طريق حساب تكلفة مكوناته:

1-1: تكلفة الأرباح المحتجزة

التمويل بالأرباح المحتجزة ليس مجاني مثل ما يعتقد الكثيرون بل في الواقع يترتب عليها تكلفة كذلك فهذه الأرباح هي من حق أصحاب الأسهم العادية في المؤسسة ولا تستطيع احتجازها إلا بعد موافقتهم. وعليه تمثل تكلفة الأرباح المحتجزة تكلفة الفرصة البديلة أي مقدار العائد الذي فقده المساهمين نتيجة لسياسة توزيع الأرباح المتبعة من طرف المؤسسة التي يترتب عنها احتجاز الأرباح بنسبة محددة، وي طرح أمام المؤسسة بديلين لعملية احتجاز الأرباح هما³:

- توزيع الأرباح على المساهمين بنسبة معينة ويقوم كل مساهم باستثمار تلك العوائد خارج المؤسسة؛

- قيام المؤسسة باستثمار تلك الأرباح في استثمارات خارجية مقابل الحصول على عائد معين.

تكلفة التمويل بالأرباح المحتجزة تعد تكلفة ضمنية تساوي التمويل بالأسهم العادية لأن الأرباح المحتجزة هي جزء من الأرباح المتاحة للتوزيع على المساهمين، وبالتالي هي حق من حقوق المساهمين حيث أن البديل عن احتجاز الأرباح دفع قيمتها نقداً للمساهمين.

يتم حساب تكلفة الأرباح المحتجزة بعدة طرق منها:

¹ - نفس المرجع، ص 427.

² - B. Navaneetha and Others, **A Study of Cost of Capital of ITC Limited**, International Journal of Advance Research, Ideas and Innovations in Technology, Vol 4, Issue, 2018, p 167.

³ - عبد الستار مصطفى الصباح، سعود جايد مشكور العامري، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2007، ص 228-229.

1-1-1: نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) : The Capital Asset Pricing Model

حظي هذا النموذج بمكانة هامة في حساب معدل العائد المطلوب لأخذ بعين الاعتبار العلاقة بين العائد والمخاطرة حيث نجد أن المخاطرة التي يتبناها هذا النموذج هي المخاطر النظامية (السوقية) والتي تقاس بمعامل بيتا (β) والذي يبين مدى حساسية عائد السهم للتغير في عائد محفظة السوق¹.

وتقدير معدل العائد المطلوب على سهم المؤسسة وفقا لهذا النموذج يحسب بالصيغة التالية²:

$$Kr = RF + \beta(RM - RF)$$

حيث أن: Kr : معدل تكلفة الأرباح المحتجزة، β : مخاطر المؤسسة، RF : معدل العائد الخالي من المخاطر، RM : معدل العائد على محفظة السوق.

ويمكن تحديد معامل β من خلال العلاقة التالية³:

$$\beta = \frac{COV(Rm, Ri)}{VAR(Rm)}$$

حيث أن: $COV(Rm, Ri)$: التباين المشترك بين معدل عائد المؤسسة ومعدل عائد السوق، $Var(Rm)$: تباين معدل عائد السوق.

1-1-2: طريقة العائد على السندات مضافا إليه علاوة المخاطر

تعتمد هذه الطريقة على أساس استخراج معدل العائد على الأسهم العادية الذي يمثل تكلفة الأرباح المحتجزة من خلال إضافة علاوة المخاطر المقدرة بين (3% و 5%) إلى معدل الفائدة التي تدفعها الشركة على القروض الطويلة الأجل أو على سنداتها، تقوم هذه الطريقة على أساس أن المؤسسة التي تزداد لديها مخاطر الرفع المالي نتيجة للديون سوف ترتفع تكلفة تمويلها بالأسهم العادية لأنها سوف تتحمل أسعار فائدة مرتفعة على ديونها أو سنداتها⁴.

1-1-3: أسلوب التوزيعات (العائد + معدل النمو)

يكون هدف المؤسسة من احتجاز الأرباح هو إعادة استثمارها من أجل تحقيق معدل عائد أعلى يقبل به المستثمر من أجل إبقاء تلك الأرباح بحوزة المؤسسة. ومن خلال نموذج التدفقات النقدية المخصومة التي سبق الإشارة إليه يتم إيجاد تكلفة التمويل:

¹ - حيدر نعمة الفرجي، لميس محمد مطرود، قياس تكلفة التمويل باستخدام نموذج CAPM GORDEN وأثرهما في القرار المالي، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد 116، 2018، ص41.

² by A.S. Nhleko and C. Musingwini, **Estimating cost of equity in project discount rates: comparison of the Capital Asset Pricing Model and Gordon's Wealth Growth Model**, the Journal of the southern African Institute of Mining and Metallurgy, Vol 16, 2016, p 216.

³- Rafat Wolski, **Application of the Beta Coefficient in the Market of Direct Residential Real Estate Investments**, Real Estate Management and Valuation, Vol 22, No 2, 2014, p14.

⁴ - كامل دريد آل شبيب، إدارة مالية للشركات المتقدمة، مرجع سبق ذكره ص 187.

- في حالة ثبات الأرباح الموزعة: يتم تحديد تكلفة الأرباح المحتجزة في هذه الحالة باستعمال العلاقة التالية¹:

$$Kr = \frac{D}{P_0}$$

P_0 : السعر السوقي للسهم، D : تمثل توزيعات الأرباح.

ونلاحظ أن تكلفة الأرباح المحتجزة تمثل تكلفة الأسهم العادية في حالة ثبات توزيعات الأرباح.

- في حالة نمو الأرباح الموزعة بنسبة ثابتة: وفي هذه الحالة يمكن حساب تكلفة الأرباح المحتجزة وفق حالتين هما:

* حالة عدم وجود الضرائب: يتم قياس تكلفة الأرباح المحتجزة في حالة غياب الضرائب بنفس طريقة حساب تكلفة الأسهم العادية وذلك كما يلي²:

$$Kr = \frac{D}{P_0} + g$$

g : معدل نمو الأرباح.

* في حالة وجود الضرائب وعمولات: تقاس تكلفة الأرباح المحتجزة كما يلي³:

$$Kr = \left(\frac{D}{P_0} + g \right) (1 - T)(1 - Tx)$$

حيث أن: T : معدل الضريبة، Tx : قيمة العمولة.

1-2: تكلفة مخصصات الإهلاكات

اختلفت الآراء بخصوص تكلفة مخصصات الإهلاك حيث يرى البعض بأن هدف هذه المخصصات هو إعادة التكوين التدريجي للأصول الثابتة والمحافظة على الطاقة الإنتاجية والإيرادية للمؤسسة وليس لاستعمالها في تمويل استثمارات، ومخصصات الإهلاك لا تكلفة لها لأنها تدخل في تكلفة حقوق الملكية، غير أن هناك بعض آخر يرى بأن تكلفة هذه المخصصات ترتبط بمجال التخصيص أو الاستخدام، فإذا استخدمت في أداء القروض فإن تكلفة هذه القروض تناظر تكلفة هذه الأموال، ويوجد أيضا رأي آخر الذي يقر بأنه إذا استخدمت هذه الأموال في تمويل استثمارات توسعية فإن تكلفتها تعادل تكلفة الفرصة البديلة⁴.

¹ - رضوان وليد العمار، أساسيات في الإدارة المالية (مدخل إلى قرارات الاستثمار وسياسات التمويل)، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 1997، ص 164.

² - Halil D. Kaya, *Cost of Capital and its Components: An Application*, International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences, Vol. 6, No. 5, 2016, p248.

³ - عبد الستار مصطفى الصياح، مسعود جايد مشكور العامري، مرجع سبق ذكره، ص 530.

⁴ - عبد الغفار حنفي، أساسيات التحليل المالي ودراسات الجدوى، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004، ص 369.

2: تكلفة الأسهم العادية

تقدم الأسهم العادية مزايا عديدة لكل من المؤسسة والمستثمر على حد سواء، فالمؤسسة عندما تعتمد على الأسهم العادية تكون بعيدة عن مختلف المخاطر خاصة عدم القدرة على التسديد غير أنها تتحمل تكلفة مرتفعة تتمثل في ارتفاع معدل العائد الذي يطلبه حملة الأسهم جراء استعمال أموالهم من طرف المؤسسة خاصة وهذا ما يعبر عنه بتكلفة الأسهم العادية.

فتكلفة الأسهم العادية هي معدل الخصم المستخدم لخصم توزيعات الأرباح المتوقعة على الأسهم العادية وذلك من أجل تحديد قيمة الأسهم¹.

ويمكن الاعتماد على نموذج جوردين لتحديد قيمة السهم العادي في السوق والذي يعبر عنه بالصيغة الرياضية التالية²:

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+ke)^1} + \frac{D_2}{(1+ke)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+ke)^n}$$

حيث أن: D_1, D_2, \dots, D_n : تمثل توزيعات الأرباح لكل سنة، ke : معدل الخصم (تكلفة الأسهم العادية)، P_0 : السعر السوقي للسهم، n : المدة.

وبما أن السهم العادي له عدة قيم (القيمة السوقية، القيمة الاسمية، القيمة الدفترية، القيمة التصفية) وبالتالي فإن الاختلاف في أحد هذه القيم سيؤدي إلى اختلاف تكلفة التمويل عن طريق الأسهم العادية، ويمكن إرجاع سبب ذلك إلى مجموعة من العناصر تتمثل في³:

- حجم الأموال المطلوبة لتنفيذ الإستثمار الرأسمالي المقترح؛
- سعر الإصدار للسهم الواحد؛
- سعر السهم في السوق؛
- الأرباح المتوقعة لكل سهم؛
- الزيادة المتوقعة الحصول عليها من الأرباح بعد تنفيذ الإستثمار الممول بالأسهم العادية؛
- كلفة الإصدارات والعمولات المترتبة على الإستثمار وعدد الأسهم المصدرة.

ونظرا لأن تقدير تكلفة الأسهم العادية تعتمد على التنبؤ وبالتالي لا تتصف بالدقة، ويمكن استخدام طريقتين

لحساب تكلفة الأسهم العادية هما:

¹ - نور الدين خبابية، مرجع سبق ذكره، ص 526.

² - Tobias Olweny, **The Reliability of Dividend Discount Model in Valuation of Common stock at The Nairobi stock Exchange**, International Journal of Business and Social Science, Vol 2, No6, 2011, p128.

³ - ريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، مرجع سبق ذكره، ص 316.

2-1: طريقة الأرباح الموزعة على حملة الأسهم العادية

وبناء على نموذج جوردن السابق الذي يعتبر أن القيمة السوقية للسهم تمثل القيمة الحالية للتوزيعات المستقبلية لكن في الكثير من الأحيان يكون مستوى الأرباح الموزعة على الأسهم العادية ينمو بمعدل ثابت من سنة إلى أخرى بناء على توقعات المستثمر، حيث تصبح القيمة السوقية للسهم كالتالي¹:

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+ke)^1} + \frac{D_1(1+g)^1}{(1+ke)^2} + \dots + \frac{D_1(1+g)^{n-1}}{(1+ke)^n}$$

حيث أن: D_1 : التوزيعات الأولية، g : معدل نمو الأرباح،

ومنه فإن سعر السهم السوقي هو:

$$P_0 = \frac{D}{(Ke-g)}$$

وبالتالي تصبح تكلفة السهم العادي تحسب من خلال العلاقة التالية:

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

تمثل تكلفة السهم العادي الحد الأدنى لمعدل العائد الذي يحصل عليه حملة الأسهم العادية من المؤسسة سواء كانت التوزيعات ثابتة لا تتغير أو كانت تنمو بمعدل سنوي ثابت، لكن في الواقع هناك بعض المصاريف التي تتحملها المؤسسة جراء إصدار الأوراق المالية تتمثل في تكاليف الإصدار والبيع. وعليه فتكلفة الأسهم العادية تحسب كالتالي:

- في حالة ثبات قيمة التوزيعات²:

$$Ke = \frac{D_1}{P_0(1-f)}$$

حيث F : تمثل تكاليف الإصدار.

- في حالة نمو التوزيعات بمعدل سنوي ثابت³:

$$Ke = \frac{D_1}{P_0(1-f)} + g$$

2-2: طريقة الأرباح المعدلة لسعر السهم

تقيس هذه الطريقة تكلفة رأس المال بدلالة عائدات الأسهم والأرباح التي تحتفظ بها الشركة، وتقوم هذه الطريقة على أساس أن تكلفة رأس المال ترتبط بالمبالغ الموزعة من الأرباح على المساهمين وأيضا مقدار الأرباح

¹ - Jacques Teulié, Patrick topsacalian, finance, Vuibert, 4^e édition, paris, 2005, p211.

² - نور الدين خبابة، مرجع سبق ذكره، ص 528.

³ - Subramani.N, Uma.K, Leo Franklin.L, cost of Internal and External, Equity With Spicial Reference to Ramco Cements, Alathiyar, Ariyalur(DT), Tamil Nadu, International Journal of Multidisciplinary Research, Vol2, Issue4, 2012, p168.

المحتجزة التي سوف يعاد استخدامها في الإستثمارات الجديدة وهذه الإستثمارات ستترفع من قيمة المشروع ومعدل ربحيته، ويمكن حسابها بالطريقة التالية¹:

$$K_e = \frac{V}{P_o(1-f)}$$

حيث أن: V: الأرباح الحالية للسهم العادي الواحد.

تتسم هذه الطريقة بأنها غير واقعية وغير دقيقة وتعتبر طريقة الأرباح الموزعة أفضل طريقة لقياس تكلفة التمويل بالأسهم العادية لذا يفضل استخدامها.

3: تكلفة الأسهم الممتازة

تعتبر الأسهم الممتازة من المصادر الطويلة الأجل المستعملة من طرف المؤسسة في تمويل عملياتها الإستثمارية وتدعى بالأوراق الهجينة لأنها تجمع بين خصائص الأسهم العادية وخصائص السندات. وبالتالي تمثل تكلفة الأسهم الممتازة معدل العائد الواجب تحقيقه من الإستثمارات الممولة عن طريق هذا النوع من الأسهم². ويمكن التعبير عن تكلفة الأسهم الممتازة بالعلاقة الآتية³:

$$K_p = \frac{D_p}{P_p}$$

حيث أن: Kp: تكلفة الأسهم الممتازة، Dp: الأرباح الموزعة على الأسهم الممتازة، Pp: قيمة السهم.

لكن من الضروري الإشارة إلى أن العائد الذي يطلبه ح

ملة الأسهم الممتازة عادة ما يقل عن التكلفة الفعلية التي تتكبدها المؤسسة من جراء اعتمادها على الأسهم الممتازة في التمويل وذلك لأن القيمة الفعلية للمتحصلات من بيع الأسهم الممتازة قد تقل عن القيمة الاسمية لتلك الأسهم ويتمثل الفرق في تكاليف الإصدار، ونظرا لكون الأسهم الممتازة تعتبر من أموال الملكية فهي تتميز بخاصية أساسية هي أن التوزيعات على حملة الأسهم الممتازة لا تخضع من الإيرادات قبل حساب الضريبة⁴.

لذا تصبح تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة عند الأخذ في الاعتبار تكاليف الإصدار تحسب بالعلاقة التالية⁵:

$$K_p = \frac{D_p}{P_p(1-f)}$$

¹ - كامل دريد آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، مرجع سبق ذكره، ص 318-319.

² - حكيمة مناعي، مرجع سبق ذكره، ص 387.

³Sam G. Berry and Others, **Understanding Weighted Average Cost of Capital : A pedagogical Application**, Journal of Financial Education, 2014, p14.

⁴ - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص 77.

⁵ - دادن عبد الغاني، قرار التمويل تحت تأثير الضرائب وتأثير تكلفة التمويل، مجلة الباحث، العدد 6، 2008، ص 19.

ثانيا: تكلفة التمويل عن طريق الاستدانة

إن تكلفة الاقتراض سواء كانت في شكل قروض تحصل عليها المؤسسة من البنوك أو مؤسسات مالية أخرى بمعدل فائدة متفق عليه أو في شكل سندات تصدرها المؤسسة بمعدل كويون محدد، تتمثل في معدل الفائدة الفعلي الذي تلتزم الشركة بدفعه مقابل حصولها على هذا الاقتراض¹.

وبصفة عامة يمكن تعريف تكلفة الديون بأنها "معدل العائد الذي يتوقع الدائنون الحصول عليه عندما

يحين موعد السداد مقابل استخدام أموالهم من قبل المقترضين"².

وعند حساب تكلفة الاقتراض فإنه يجب التمييز بين التكلفة الظاهرة للقروض والتكلفة الحقيقية وذلك كما يلي³:

- التكلفة الظاهرة

تعرف التكلفة الظاهرة للقروض بأنها عبارة عن المعدل الذي يحقق المساواة بين المبلغ المقترض من جهة وبين القيمة الحالية للفوائد السنوية، مضافا إليها القيمة الحالية للمبلغ الأساسي للقرض والمسدد في نهاية المدة. حيث أن المبلغ المقترض = القيمة الحالية للفوائد + القيمة الحالية للقرض الواجب تسديده في نهاية المدة.

- التكلفة الحقيقية

تعرف التكلفة الحقيقية للقروض بأنها عبارة عن التكلفة الحقيقية التي تتحملها المؤسسة فعلا بعد الاستفادة من الوفر المحقق من الضريبة على الأرباح، وذلك على اعتبار أن القانون الضريبي يعتبر الفوائد التي تدفعها المؤسسة لقاء الأموال المقترضة تكلفة معفاة من الضرائب، باعتبارها عنصرا من عناصر تكلفة الإنتاج وتعامل مثل بقية النفقات الأخرى التي تخصم من إيرادات المؤسسة قبل دفع الضرائب.

1: قياس تكلفة القروض طويلة الأجل والسندات

تعرف تكلفة القروض طويلة الأجل أو تكلفة السندات بأنها التكلفة بعد الضرائب الواجب مواجهتها للحصول

على الأموال من خلال وسيلة الاقتراض سواء كانت قروض طويلة الأجل أو من خلال إصدار السندات⁴.

1 - نور الدين خبابية، مرجع سبق ذكره، ص 509.

2 - علي عباس، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص 165.

3 - رضوان وليد العمار، مرجع سبق ذكره، ص 159.

4 - زياد رمضان، مرجع سبق ذكره، ص 390.

1-1: تكلفة القروض طويلة الأجل

يتم قياس معدل العائد المطلوب من قبل المقرضين بنفس الطريقة التي يقاس بها معدل العائد الداخلي (TRI)، أي أن تكلفة الاقتراض تساوي معدل الخصم الذي يحقق المساواة بين مقدار الأموال التي تم الحصول عليها من الدائنين والقيمة الحالية للفائدة المدفوعة ودفعات تسديد المبلغ الأصلي المقترض¹. ويمكن التعبير عن ذلك بالنموذج الآتي²:

$$M = \sum_{i=1}^n \frac{Cpi}{(1 + Kd)^i} + \frac{FV}{(1 + Kd)^n}$$

حيث أن: M: صافي المتحصلات من الأموال المقترضة، Cpi: الفوائد المدفوعة على القروض خلال فترة القرض الممنوحة، Kd: تكلفة الاقتراض (معدل الخصم)، FV: قيمة القرض الذي ينبغي تسديده في تاريخ الاستحقاق.

1-2: تكلفة السندات

توجد حالتين لحساب تكلفة السندات، هي³:

- في حالة وجود علاوة التسديد (القيمة المتحصل عليها والمسددة غير مساوية للقيمة الاسمية)، وعليه فإن تكلفة السند وفق هذه الحالة تحسب وفق المعادلة التالية:

$$Kd = \frac{(1-T) \left[R + \frac{1}{n(P_0 - I_0)} \right]}{\frac{1}{2}(I_0 + P_0)}$$

حيث: Kd: تكلفة السند بعد الضريبة، I₀: القيمة الاسمية للسند، P₀: قيمة اصدار السند (القيمة المسددة)، T: معدل الضريبة، n: مدة القرض، R: معدل الفائدة الثابت على السند.

- في حالة عدم وجود علاوة التسديد (القيمة المتحصل عليها والمسددة مساوية للقيمة الاسمية)، وبافتراض غياب تكاليف الإصدار، فإن تكلفة السند تكون مساوية لمعدل الفائدة الاسمي بعد الضريبة.

ويمكن حساب التكلفة الحقيقية للسند بعد الضريبة كالتالي⁴:

$$Kd^* = Kd(1 - T)$$

حيث أن: Kd*: تكلفة الاقتراض بعد الضريبة، Kd: تكلفة الاقتراض قبل الضريبة، T: معدل الضريبة.

¹ - حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص 709.

² John Gardner and others, **Calculating the Weighted Average Cost of Capital for the Telephone industry in Russia**, Journal of Case Research Business and Economics, 2011, P3.

³ - حكيمة مناعي، مرجع سبق ذكره، ص 388.

⁴ - Eriska Fardhina Henryani, Retno Kusumastuti, **Analysis of Ownership Structure Effect on Economic Value Added**, International of Administrative Science & Organization, Vol 20, No 3, 2013, p173.

2: نماذج قياس تكلفة القروض قصيرة الأجل

2-1: تكلفة الائتمان التجاري

في حالة الائتمان التجاري فإن المورد (البائع) يعطي للمشتري خصم نقدي في قيمة البضاعة لكي يساعده على التسديد عند الشراء، غير أنه يحرم من هذا الخصم إذا قام بالتسديد بعد الخصم المسموح به، فإذا سددت المؤسسة قيمة الائتمان في اليوم الأخير من مدة الائتمان ولم يمنح لها خصما نقديا فإن ذلك يعني عدم وجود تكلفة الائتمان التجاري خلال مدة الائتمان المتفق عليها، أما إذا كان هناك خصما نقديا ممنوح للمؤسسة ولم تحصل عليه بسبب التأخير في التسديد (خارج المدة المتفق عليها) فإن ذلك يترتب عليه وجود تكلفة¹. وتحسب تكلفة الائتمان التجاري من خلال العلاقة الموالية²:

$$K_{ef} = \frac{S}{1-S} \times \frac{360}{D_c - D_e}$$

حيث أن: K_{ef} : تكلفة الائتمان التجاري، S : معدل الخصم، D_c : فترة الائتمان، D_e : مدة الاستفادة من الخصم النقدي.

2-2: تكلفة الائتمان المصرفي

تتمثل تكلفة الائتمان المصرفي في معدل الفائدة الفعلي الذي تدفعه المؤسسة مقابل حصولها على القروض قصيرة الأجل، ويختلف معدل الفائدة الفعلي حسب اختلاف الشروط المتفق عليها بخصوص الائتمان المصرفي الممنوح، وبالنسبة لشروط الاتفاق يمكن ذكر 3 أنواع من أهمها: أن يطلب البنك من المؤسسة الاحتفاظ برصيد معوض أو يطلب منها سداد الفائدة مقدما أو سداد قيمة القرض على دفعات³.

2-2-1: طرق حساب معدل فائدة الائتمان المصرفي

- طريقة الفائدة البسيطة

وفقا لهذا الأسلوب نجد أن معدل الفائدة المنصوص عليه (تكلفة الائتمان المصرفي) يساوي معدل الفائدة الفعلي، وتحسب من خلال العلاقة التالية⁴:

$$K_d = \frac{I}{D_0}$$

حيث أن: K_d : تكلفة الائتمان المصرفي، I : قيمة الفائدة قبل الضريبة، D_0 : قيمة القرض.

¹ - حمزة محمود الزبيدي، أساسيات الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 340.

² - شقيري نوري موسى، أسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص 126.

³ - نور الدين خبابة، مرجع سبق ذكره، ص 447.

⁴ - David J. Moore, A Look At Actual Cost of Capital of US Firms , Cogent Economics, 2016(4), p2.

- طريقة الخصم

يستخدم هذا الأسلوب عادة بواسطة البنك فبعد توقيع المقترض على الاتفاق للحصول على قرض فإن البنك يحصل على الفوائد مقدما وهو عكس ما يحدث في حالة الفائدة البسيطة، ويمكن التعبير عن تكلفة الائتمان المصرفي في هذه الحالة بالعلاقة التالية¹:

$$\text{معدل الفائدة الفعلي يساوي: } \frac{\text{مبلغ الفائدة}}{\text{المبلغ الفعلي المستخدم من القرض}}$$

- معدل الفائدة الفعلي في حالة سداد القرض على أقساط

عادة ما يتم في هذا النوع سداد القرض على أقساط شهرية وفقا لأسلوب إضافة الفوائد فإن مبلغ الفائدة يضاف إلى أصل القرض ثم يشكل هذا إجمالي مبلغ القرض والفوائد حيث يسدد على أقساط شهرية متساوية، وبالتالي تحسب التكلفة الفعلية للائتمان المصرفي التي تسدد على دفعات كما يلي²:

$$Kd = \frac{2 \times m \times I}{Do(n+1)}$$

حيث أن: I: قيمة الفائدة، m: عدد دفعات السداد السنوية (عادة 12 دفعة)، n: إجمالي عدد الدفعات، Do: قيمة القرض.

- طريقة الأرصدة التعويضية

غالبا ما يطلب البنك التجاري من المقترض الاحتفاظ بأرصدة نقدية بنسبة معينة من مبلغ القرض أو مبلغ خط الائتمان وتسمى هذه الأرصدة بالأرصدة التعويضية فهي بمثابة تعويض للبنك، تختلف الأرصدة التعويضية من بنك لآخر وأحيانا يكون هذا الشرط اتفاقي وغير منصوص عليه، فمثلا قد يشترط البنك أن يحتفظ العميل بوديعة تتراوح بين 15% و 20% من قيمة القرض، ويمكن حساب تكلفة الائتمان المصرفي وفقا لهذه الطريقة

كما يلي³:

$$Kd = \frac{I}{Do - R}$$

¹ - عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2002، ص418.

² - نفس المرجع، ص419-420.

³ - نفس المرجع، ص420-421.

ثالثا: تكلفة القرض الإيجاري

تعرف تكلفة الاعتماد الإيجاري بأنها معدل العائد الأدنى الواجب تحقيقه على الإستثمارات الممولة بواسطة الاعتماد الإيجاري، أي المعدل الذي تتساوى فيه القيمة الحالية التي تتحملها المؤسسة مع القيمة الحالية للدفعات مضافا إليه ما تفقده المؤسسة من اقتصاد في الضرائب على الإهلاك خلال مدة عقد الاعتماد الإيجاري مضافا إليه قيمة إعادة شراء الأصل في نهاية عمره الاقتصادي¹.
وتحسب تكلفة الاعتماد الإيجاري وفقا للعلاقة التالية²:

$$F_0 = \sum_{i=1}^n \frac{L_i(1-T) + A_i(T)}{(1+r)^i} + \frac{P_n}{(1+r)^n}$$

حيث أن: F_0 : تمثل قيمة الأصل، L_i : قسط إيجار الفترة i ، T : معدل الضريبة على أرباح الشركات، P_n : القيمة المتبقية للأصل (قيمة خيار الشراء).

المطلب الرابع: التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال Weighted Average Cost of Capital

بعد استعراض مختلف مصادر التمويل التي تعتمد عليها المؤسسة في تمويل استثماراتها وحساب تكلفتها، سننتقل إلى كيفية حساب تكلفة التمويل في حالة استخدام المؤسسة لمجموعة مختلفة من مصادر التمويل.

أولا: تعريف التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال

تتوقف تكلفة الأموال على تركيبة المزيج التمويلي الذي يشكل الهيكل المالي للمؤسسة وتكلفة كل عنصر فيه وبما أن نسبة العناصر المكونة للمزيج التمويلي ليست متساوية كما أن تكلفتها تختلف فلا بد من استخدام مفهوم التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال.

وتعرف بأنها مجموع تكلفة كل مكونات رأس المال مرجحة وفقا لحصتها النسبية في هيكل رأس مال المؤسسة³.

ويتم حساب التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال اعتمادا على الأوزان النسبية لجميع مكونات الهيكل المالي⁴.

وذلك وفق الآتي⁵:

$$Wacc = K_c \frac{C}{C+D} + K_D \frac{D}{C+D}$$

¹ - مبارك لسوس، مرجع سبق ذكره، ص 197.

² Mell Boukrous Djamila, **Les Circuits De Financement Des Petites et Moyennes Entreprises En Algerie : Etude D'un Credit Bancaire**, Mémoire De Magistère, Université d'Oran, 2007, P 125.

³ - Inès Zekri, **L'IMPACT DE LA DÉCISION DE FINANCEMENT SUR LA PERFORMANCE DE L'ENTREPRISE MESURÉE PAR LA VALEUR ÉCONOMIQUE AJOUTÉE (EVA)**, France, 2005, p 2.

⁴ - Igor Stubelj and others, **Estimating WACC for Regulated Industries on Developing Financial Markets and in Times of Market Uncertainty**, Managing Global Transitions, Vol 12, No1, 2014, p56.

⁵ Meysam Kaviani and Others, **Explaining Analysis of the Relationship between Capital Structure, Cost of Capital and Yield Base Value**, International SAMANM Journal of Finance and Accounting, Vol. 2, No. 1, 2014, p7.

حيث أن: K: التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال، K_c : تكلفة الأموال الخاصة، K_d : تكلفة الديون، C: الأموال الخاصة، D: الديون.

ثانياً: خطوات تقدير التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال

لتقدير التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال يجب إتباع الخطوات التالية¹:

- تحديد عناصر الهيكل التمويلي المقترح للمؤسسة وقيمة كل عنصر؛
- تحديد الأهمية النسبية لكل عنصر؛ ويتم الحصول عليها وفقاً للمعادلة التالية:

$$\frac{\text{قيمة الأموال للعنصر التمويلي}}{\text{مجموع قيمة عناصر الهيكل التمويلي}} = \text{الأهمية النسبية لعنصر ما}$$

- تقدير تكلفة كل عنصر تمويلي؛

- تحديد تكلفة الأموال المرجحة بالأوزان لكل عنصر تمويلي، وذلك من خلال المعادلة التالية:

تكلفة الأموال المرجحة بالأموال لكل عنصر تمويلي = تكلفة تمويل العنصر التمويلي × الأهمية النسبية للعنصر

التمويلي.

ثالثاً: حساب التكلفة الوسطية المرجحة للأموال

لحساب التكلفة المرجحة للأموال يتم الاعتماد على أحد المداخل الآتية:

1: مدخل الأوزان الفعلية أو التاريخية

يقوم هذا المدخل على حساب تكلفة الأموال على أساس الوزن الفعلي لقيمة العناصر المكونة للهيكل المالي ويعاب على هذا المدخل أن تكلفة الأموال في ظلّه ستتغير كلما تغير هيكل التمويل سواء من حيث العناصر التي يتكون منها أو من حيث نسبة كل عنصر فيه وذلك مع افتراض ثبات تكلفة كل عنصر، وحساب تكلفة الأموال وفقاً لهذا المدخل تتم وفقاً لحالة واحدة هي الحالة التي يكون فيها الخليط الذي يتكون منه الهيكل التمويلي هو خليط مستقر لا يتغير من وقت لآخر، ذلك يعني أن الأموال الإضافية التي تحصل عليها المؤسسة في المستقبل لا بد أن تكون من نفس العناصر التي يتكون منها الهيكل الحالي وبنفس النسب². ويتم حساب تكلفة التمويل وفقاً لهذا المدخل استناداً على أحد الطريقتين وذلك كما يلي:

¹ - محمود عزت اللحام وآخرون، الإدارة المالية المعاصرة، الطبعة الأولى، دار الإصدار العلمي للنشر والتوزيع، عمان، 2014، ص 339-340.

² - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص 85.

1-1: تكلفة الأموال على أساس القيمة الدفترية

يعتمد هذا المدخل على حساب أوزان العناصر التي يتكون منها الهيكل المالي وفقا للقيمة الدفترية لهذه العناصر، ويتم حساب تكلفة الأموال في هذه الحالة عن طريق استخدام فكرة المتوسط الحسابي المرجح بالأوزان. وذلك كما موضح في المعادلة التالية¹:

$$K = \sum_{i=1}^n K_i g_i$$

$$= k_1 g_1 + k_2 g_2 + \dots + k_n g_n$$

حيث: K: متوسط تكلفة الأموال، g_i: وزن العنصر، K_i: تكلفة كل عنصر.

1-2: تكلفة الأموال على أساس القيمة السوقية

يتم وفق هذا المدخل الاعتماد على القيمة السوقية (الجارية) لمختلف العناصر المكونة لهيكل رأسمال المؤسسة، وذلك عن طريق تحديد أوزان وحصص كل عنصر، وتعتبر عملية تقدير أوزان العناصر التمويلية على أساس القيمة السوقية أكثر ملائمة من القيمة الدفترية وذلك لكونها أكثر تجسدا في الواقع، ويقصد بالقيمة السوقية للعناصر التمويلية قيمة كل مصدر في السوق حيث تتعرض هذه العناصر إلى تقلبات في قيمتها السوقية².

2: مدخل الأوزان المستهدفة

من أهم الانتقادات الموجهة إلى مدخل الأوزان الفعلية بسبب افتراضه ثبات مكونات الهيكل المالي للمؤسسة من حيث النسب والعناصر، إذ أنه في غالب الأحيان يكون على المؤسسة تغيير هيكلها التمويلي من وقت إلى آخر مما قد يترتب عليه عدم الاستقرار في تكلفة التمويل، وجاء هذا المدخل لتفادي هذا الانتقاد حيث يقتضي هذا المدخل قيام المؤسسة بوضع هيكل مالي مستهدف تسعى لتحقيقه ويوضح هذا الهيكل المصادر التي سوف تعتمد عليها في التمويل والوزن النسبي لكل مصدر تمويلي³.

ومن أهم ميزات التكلفة المحسوبة على أساس هذا المدخل أنها لا تتغير إلا إذا تغير القرار المحدد للهيكل المالي المستهدف، وإذا لم يجرى تغيير على هذا القرار فإن تكلفة الأموال تظل ثابتة بغض النظر عن الهيكل المالي الفعلي (أي سواء كان الهيكل الفعلي يماثل الهيكل المستهدف أم لا)، ولكن هذا الاستقرار والثبات يترتب عليه آثار سلبية فإذا كانت أوزان العناصر في الهيكل المالي الفعلي مرتفعة التكلفة وتكون مثيلتها في الهيكل

1 - أحمد بوراس، مرجع سبق ذكره، ص 92.

2 - عبد الكريم بوحادرة، مرجع سبق ذكره، ص 38.

3 - أحمد بوراس، مرجع سبق ذكره، ص 93.

المالي المستهدف فإن تكلفة الأموال المحسوبة على أساس المدخل المستهدف ستكون أقل من التكلفة الفعلية للأموال، مما يؤدي ذلك إلى قبول اقتراحات استثمارية كان ينبغي أن ترفض مما يؤثر سلباً على ثروة الملاك¹.

3: المدخل الحدي

على عكس مدخل الأوزان الفعلية الذي يعتمد على القيمة الدفترية للهيكل المالي لحساب الأوزان النسبية، فالمدخل الحدي يهدف إلى حساب التكلفة المتوسطة لرأس المال على أساس أوزان عناصر الهيكل المالي التي تستخدم فعلاً في تمويل الاقتراحات الإستثمارية، أي في ظل هذا المدخل فإن تكلفة الأموال تختلف من اقتراح استثماري لآخر كلما اختلفت المصادر التمويلية المستخدمة، أي أن المؤسسة الواحدة بإمكانها استخدام عدة معدلات لتكلفة التمويل عند تقييم ومفاضلة مجموعة من المقترحات الإستثمارية تختلف فيها مصادر التمويل².

يتصف المدخل الحدي لحساب تكلفة الأموال بأنه مدخل واقعي غير أن استخدامه كأساس في تقييم الاقتراحات الإستثمارية يترتب عليه تأثير سلبي على ثروة الملاك في المدى الطويل، فالمؤسسة عند اعتمادها على القروض سترتفع نسبة الاقتراض إلى حقوق الملكية، مما يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الأموال في المستقبل لأن المقرضين سيطلبون معدل فائدة أعلى والملاك أيضاً يطالبون بمعدل أعلى للعائد على الاستثمار³.

¹ - منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، مرجع سبق ذكره، ص 572

² - نور الدين خباية، مرجع سبق ذكره، ص 540.

³ - منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، مرجع ص 574.

خلاصة الفصل الأول

من خلال دراستنا لهذا الفصل توصلنا إلى أن المؤسسة تسعى جاهدة إلى الحصول على التمويل الذي يعتبر أحد الدعائم الأساسية لتطورها ونموها، إذ يساعدها في إقامة استثماراتها من خلال توفرها على الأموال اللازمة لذلك من أجل ضمان بقائها واستمرارها، حيث تلجأ المؤسسة إلى مصادر تمويل مختلفة سواء كانت تتمثل في الأموال الخاصة التي تتضمن التمويل الذاتي والأسهم العادية والأسهم الممتازة، أو الأموال الاستدانة التي تتضمن السندات والقروض الطويلة والمتوسطة والقصيرة الأجل والقرض الايجاري.

تعمل المؤسسة على صياغة الهيكل التمويلي المناسب الذي يكون بناء على سلوك تمويلي معين تتخذه المؤسسة بعد المفاضلة بين المصادر التمويلية المتاحة واختيار التشكيلة المناسبة، ويتأتى لها ذلك بعد المعرفة المسبقة لجميع مصادر التمويل الممكنة وخصائص كل منها وتكلفة كل مصدر تمويلي معين.

حيث حظي موضوع السلوك التمويلي وأثره على قيمة المؤسسة باهتمام متزايد في أوساط الباحثين في النظرية المالية، مما أدى إلى ظهور العديد من النظريات التي حاولت دراسة ما إذا كان هناك هيكل تمويلي أمثل أم لا وما إذا كان هناك أثر للسلوك التمويلي على قيمة المؤسسة، إذ اختلفت آراء ونتائج كل نظرية.

فنظرية صافي الربح تقر بوجود هيكل تمويلي أمثل وهو الهيكل الذي يتضمن أكبر نسبة من الاقتراض وترتفع عنده قيمة المؤسسة، على خلاف نظرية صافي ربح العمليات التي تؤكد بأنه لا يوجد هيكل تمويلي سواء اقتضت المؤسسة أم لم تقتض فتكلفة التمويل تظل ثابتة مما يؤدي إلى ثبات قيمة المؤسسة، بينما المدخل التقليدي يفترض وجود هيكل تمويلي أمثل تتخفف عنده تكلفة الأموال إلى حدها الأدنى وتصل قيمة المؤسسة إلى أحدها الأقصى، أما نظرية موديكلياني وميلر عام 1958 توصلت إلى أن قيمة المؤسسة مستقلة تماما عن هيكلها التمويلي وذلك في ظل غياب الضرائب، غير أن الباحثان قاما بإعادة دراستهما في سنة 1963 وذلك بإسقاط فرضية عدم وجود ضرائب، وتوصلا إلى أن قيمة المؤسسة المستدينة تفوق قيمة المؤسسة غير المستدينة.

وكل هذه النظريات تعرضت إلى انتقادات شديدة بسبب تجاهلها تكاليف الإفلاس والمعاملات وغيرها مما أدى إلى ظهور نظريات أخرى، كنظرية التوازن التي أخذت بعين الاعتبار أثر كل من تكاليف الإفلاس والوكالة على قيمة المؤسسة، وأخيرا نظرية متعددة الأشكال التي ظهرت أيضا نتيجة اعتراضها على افتراضات تبنتها النظريات السابقة كافتراض تماثل المعلومات بين جميع المتعاملين في السوق، وتمثلت أهم تيارات هذه النظرية في نظرية الإشارة ونظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل.

الفصل الثاني:

الأداء المالي للمؤسسة وعلاقته بالسلوك التمويلي

تمهيد

يعد الأداء المالي من المفاهيم الأساسية التي تشغل بال الباحثين والمسيرين في الفكر المالي، فهو يمثل الدعامة الأساسية في تحقيق الهدف الأساسي لوجود المؤسسة ألا وهو البقاء والاستمرارية في اقتصاديات الأعمال من خلال تحقيق معدلات مرتفعة من الأداء والربحية، كما يعد مرآة عاكسة لوضع المؤسسة في مختلف مجالاتها، والهدف الأسمى الذي يسعى كافة الأطراف في المؤسسة لتعزيزه، إلا أنه ومع التحديات المتعددة والمختلفة التي تواجه المؤسسة في العصر الحديث نتيجة ما يشهده الاقتصاد العالمي من تطورات سريعة وجذرية في مجالات عديدة، فإنه يستوجب على المؤسسة تقييم أداءها المالي للحكم على مدى كفاءتها وفعاليتها في استغلال وتسيير الموارد المالية المتوفرة لديها، وذلك بالاعتماد على مجموعة من المؤشرات المالية.

ورغم أهمية الأداء المالي في الحياة المالية للمؤسسة، فإنه يبقى مرتبطاً بالقرار التمويلي الذي تتخذه والذي يختص في اختيار المصدر التمويلي الذي تعتمد عليه المؤسسة في تمويل عملياتها بالحجم والنوع المطلوب وفي الوقت المناسب، أي أن الأداء المالي الجيد مرتبط بقدرة المؤسسة على الوصول إلى الهيكل التمويلي الأمثل، حيث نجد المدير المالي يهدف إلى زيادة قيمة المؤسسة وخلق الثروة للمساهمين، إلا أنه يواجه صعوبة في اختيار التوليفة المناسبة من الأموال الخاصة والأموال المقترضة، مما يتوجب عليه البحث عن التوليفة المثلى أي الهيكل التمويلي الأمثل الذي يجعل المؤسسة تتجه نحو تحقيق مستويات الأداء المرجوة.

من خلال هذا الفصل سنحاول التعرف على كل من أهمية الأداء المالي في المؤسسة ومؤشرات تقييمه، وإبراز علاقة الأداء المالي بالسلوك التمويلي. وللوصول إلى الأهداف الأساسية لهذا الفصل سنقوم بتقسيم هذا الفصل إلى أربع مباحث أساسية وذلك كما يلي:

المبحث الأول: الإطار المفاهيمي للأداء.

المبحث الثاني: مدخل إلى الأداء المالي.

المبحث الثالث: مؤشرات تقييم الأداء المالي.

المبحث الرابع: علاقة الأداء المالي بالسلوك التمويلي.

المبحث الأول: الإطار المفاهيمي للأداء

يعد الأداء من أهم المصطلحات الجذابة التي تحمل بين طياتها نكهة العمل وديناميكيته والجهد الهادف، وهو يقترح فصل للعمل الجيد عن السيئ خاصة في المؤسسات الاقتصادية كما أنه يسمح للمديرين بتقييم المؤسسة، لأنه يعتبر صورة ديناميكية تعكس قدرة المؤسسة على استغلال مواردها المختلفة وإمكانيتها على تحقيق أهدافها المرسومة من خلال قيامها بأنشطة مختلفة، مما يسمح لها بالبقاء والاستمرارية خاصة في حالة قدرتها على مواكبة التطورات والتغيرات التي تعرفها بيئة الأعمال المعاصرة، وبذلك أصبح تقييم الأداء من المفاهيم الأساسية في المؤسسة الذي من خلاله يمكن الحكم على مدى نجاح المؤسسة وفعاليتها. وعليه ومن أجل توضيح الفكرة الجوهرية لهذا المبحث سنقوم بالتطرق إلى كل من مفهوم الأداء وأنواعه وأهم العوامل المؤثرة فيه، وأيضا التطرق إلى تقييم الأداء ومختلف العناصر المتعلقة به من حيث المفهوم والخطوات وأهدافه وأخيرا صعوبات تقييم الأداء.

المطلب الأول: مفهوم الأداء

لقد شاع استخدام مصطلح الأداء في الأدب التسييري ويعتبر من المصطلحات صعبة الإحاطة والتحديد بشكل دقيق ومنفق عليه، على الرغم من كثرة الدراسات والبحوث التي عالجت أداء المؤسسة، إلا أنه لم يتم الاتفاق على تعريف موحد له، ويرجع هذا الاختلاف إلى تباين وجهات نظر الباحثين والهدف الذي يرغبون في تحقيقه من وراء هذا المصطلح.

أولا: تعريف الأداء

قبل التطرق إلى تعريف الأداء نشير في الأول إلى جذوره التاريخية.

فأصل كلمة الأداء ينحدر من اللغة اللاتينية Performer التي تعني المنح وإعطاء، بعدها اشتقت اللغة الإنجليزية منها مصطلح Performance والتي تعني تنفيذ مهمة أو تأدية عمل، والأداء هو تنفيذ العاملين لأعمالهم ومسؤولياتهم التي تكلفهم بها المؤسسة، بما يحقق الأهداف الأساسية للمؤسسة مهما كانت طبيعتها¹.

أصبح مصطلح الأداء يستعمل عادة على مستوى المؤسسات، خاصة في مجال تقييم الأداء، مؤشرات الأداء ويعتبر من المصطلحات الجذابة التي تحمل بين طياتها نكهة العمل وديناميكيته، والسؤال المطروح هو كيف يمكن للمؤسسة الإنتاجية أو منظمة ما أن تكون ذات مستوى عالي من الأداء، و هل يأتي ذلك عن طريق

¹ - عطا الله " محمد تيسير " الشريعة، غالب محمود سنجق، إدارة الموارد البشرية الاتجاهات الحديثة وتحديات الألفية الثالثة، الطبعة الأولى، الدار المنهجية، 2015، ص 250.

أكبر قدر الأرباح، أو بالقدرة على التغيير والوفاء بمتطلبات العميل بصفة دائمة، وتحقيق الأهداف المخططة والقدرة على المنافسة أم بتشغيل أكبر عدد من العمالة.¹

إن الاختلاف حول مفهوم الأداء ينبع من اختلاف المعايير والمقاييس التي تعتمد في دراسة الأداء وقياسه والتي يستخدمها المدراء والمؤسسات، وعلى الرغم من هذا الاختلاف فإن أغلب الباحثين يعبرون عن الأداء من خلال النجاح الذي تحققه المؤسسة في تحقيق أهدافها²، وفي هذا السياق يعبر Eccles عن الأداء بأنه "انعكاس لقدرة المؤسسة وقابليتها على تحقيق أهدافها"³، ويتفق مع هذا السياق كل من (Robins&Wiersema) إذ يعبران عن الأداء بكونه "قدرة المؤسسة على تحقيق أهدافها طويلة المدى"⁴، في حين ينظر آخرون للأداء من زاوية طريقة استغلال المؤسسة لمواردها وهذا ما يؤكد Miller and Bromiley بأن الأداء هو: "محصلة أو انعكاس لكيفية استخدام المنظمة لمواردها المادية والبشرية واستغلالها بصورة تجعلها قادرة على تحقيق أهدافها"⁵، ويعرف A.Khrakhem الأداء بأنه "تأدية عمل أو إنجاز مهمة، بمعنى القيام بفعل يساعد على الوصول إلى الأهداف المسطرة"⁶، كما يعرف الأداء من وجهة Jean Yvesaulquin بأنه "مجموعة من المعايير الملائمة للتمثيل والقياس التي يحددها الباحثون والتي تمكن من إعطاء حكماً تقيميماً للأنشطة والنتائج والمنتجات وعلى أثار المؤسسة على البيئة الخارجية"⁷، وبما أن الأداء الجيد يضمن للمؤسسة البقاء والاستمرارية من خلال تحقيقها للتوازن بين مردودية مساهميتها وعمالها وهو ما يساهم في تشكيل الثروة وخلق القيمة فيعرفه Peter Drucker على أنه "قدرة المؤسسة على الاستمرارية والديمومة بتحقيق التوازن بين رضا المساهمين والعمال"⁸.

-
- 1- شهدي محمد، بشوندة رفيق، القياس المقارن لتحسين الأداء في المؤسسات الصناعية- دراسة مقارنة بين مؤسسة ENIE ومؤسسة Condor-، مجلة العلوم الاقتصادية، المجلد 9، العدد 9، 2014، ص 77.
- 2- وائل محمد صبحي إدريس، طاهر محسن منصور الغالبي، أساسيات الأداء وبطاقة التقييم المتوازن، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص 38.
- 3- شهدي محمد، بشوندة رفيق، مرجع سبق ذكره، ص 77.
- 4- وائل محمد صبحي إدريس، طاهر محسن منصور الغالبي، مرجع سبق ذكره ص 38.
- 5- بومجان عادل، موسي عبد الناصر، التمكين الإداري وأثره على أداء المؤسسة- دراسة حالة مؤسسة صناعة الكوابل فرع جنرال كابل، بسكرة-، أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد 27، 2015، ص 305.
- 6- الشيخ الداوي، تحليل الأسس النظرية لمفهوم الأداء، مجلة الباحث، العدد 7، 2009-2010، ص 218.
- 7- سمية أحمد ميلي، حسين بلعجوز، محاسبة التسيير ودورها في قياس وتقييم الأداء بالتطبيق على المؤسسة الاقتصادية في الجزائر، مجلة كلية العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، العدد 16، 2016، ص 319.
- 8- صيرينة ترغيني، دور الإبداع في تحسين أداء المؤسسة- دراسة تطبيقية: مؤسسة الكندي للصناعات الدوائية-، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة، العدد 2، 2017، ص 72.

من خلال التعاريف السابقة يمكن تعريف الأداء على أنه عبارة عن مرآة عاكسة عن مدى قدرة المؤسسة على استغلال الموارد المتاحة أمامها في إقامة مختلف استثماراتها بهدف تحقيق أهدافها المسطرة.

كما هناك باحثين يقومون بحصر تعريف الأداء في مفهومين رئيسيين هما الكفاءة والفعالية، **فالكفاءة** تعني مدى تحقيق الأهداف أي القدرة على تحقيق الفعل لبلوغ النتائج المرجوة، فالفعل الكفاء هو الفعل القادر على بلوغ الأهداف، والذي يقاس بالعلاقة بين النتائج المحققة والأهداف المرسومة¹، أما **الفعالية** فهي محصلة تفاعل مكونات الأداء الكلي للمؤسسة بما يحتويه من أنشطة فنية وإدارية، وما يؤثر فيه من متغيرات داخلية وخارجية²، أي أن الفعالية هي القدرة على تحقيق العمل بأقل التكاليف، بمعنى تدنية مستويات التكلفة عند استخدام الموارد دون المساس بالأهداف المسطرة ويقاس بالعلاقة بين النتائج والموارد المستخدمة³.

ونقول أن الأداء المتميز هو الأداء الفعال بمعنى قدرة المؤسسة على بلوغ الأهداف التي تسعى إليها، حيث نجد هناك مدخلان للفعالية هما: مدخل الأهداف ومدخل النظم، فوفق مدخل الأهداف فالفعالية تعني تحقيق الهدف والوصول إلى النتائج التي تم تحديدها مسبقاً، أما وفق مدخل النظم فالفعالية تشير إلى الأداء الكلي للمؤسسة وإدخال الكفاءة إلى جانب الفعالية، حيث تنتظر للمؤسسة على أنها نظام متكامل يتكون من أجزاء متداخلة لتحقيق هدف مشترك⁴.

وفي الواقع الكفاءة والفعالية هما وجهان متلازمان عندما يتعلق الأمر بقياس الإنجازات كما يعكس ذلك التوجه الذي يعرف الأداء انطلاقاً من البعدين معاً، حيث عرف بأنه " العلاقة بين النتيجة والمجهود وهو أيضاً معلومة كمية في أغلب الأحيان تبين حالة أو درجة بلوغ الغايات والأهداف والمعايير والخطط المتبعة من طرف المؤسسة"⁵. فلا يمكن الحكم على المؤسسة التي تمكنت من بلوغ أهدافها أنها حققت مستويات جيدة من الأداء إذا كان كلفها ذلك الكثير من الموارد مقارنة بمنافسيها، وكذلك بالنسبة للمؤسسة التي تمكنت من توظيف كامل مواردها المتاحة مع ذلك حققت نتائج دون مستويات الأهداف المرسومة⁶.

¹ - مزريق عاشور، بوقسري صارة، أثر رأس المال البشري على أداء المؤسسات الاقتصادية - دراسة ميدانية على عينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، العدد 21، 2019، ص 21.

² - سعد صادق بحيري، إدارة توازن الأداء، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003-2004، ص 201

³ - مزريق عاشور، بوقسري صارة، مرجع سبق ذكره، ص 21.

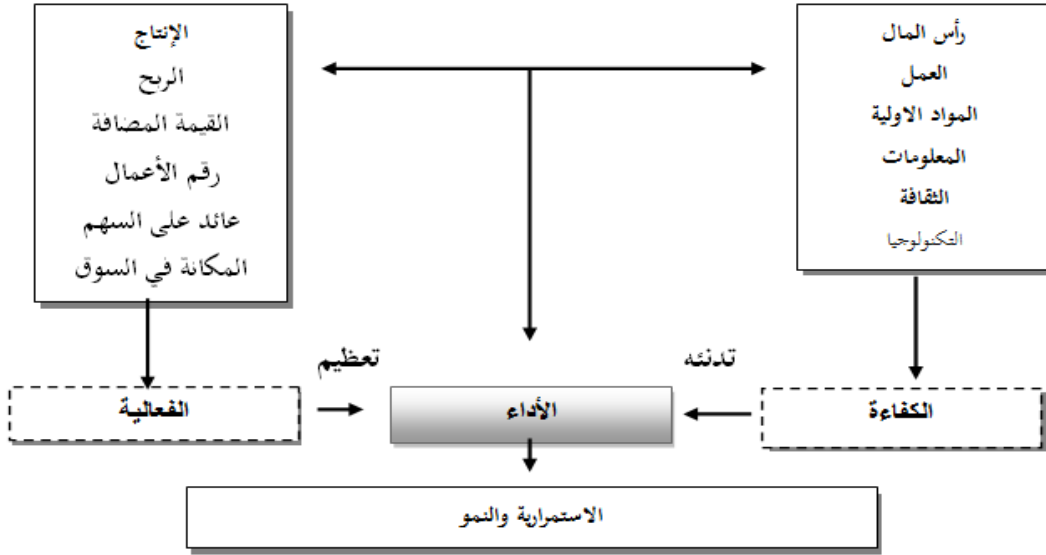
⁴ - مدحت محمد أبو النصر، الأداء الإداري المتميز، الطبعة الأولى، المجموعة العربية للتدريب والنشر، مصر، 2008، ص 84

⁵ - عبد المليك مزهوده، الأداء بين الكفاءة والفعالية مفهوم وتطبيق، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 1، 2001، ص 87.

⁶ - مزريق عاشور، بوقسري صارة، مرجع سبق ذكره، ص 21.

فالأداء من خلال هذين المفهومين يمكن التعبير عنه بمعايير كمية ونوعية أو التعبير عن مستوى معين من الأهداف المحققة سواء الإستراتيجية أو التشغيلية بمستوى معين من الموارد أو التكلفة الضرورية. ويمكن توضيح ذلك بالشكل التالي:

الشكل رقم (1-2): الأداء من منظور الكفاءة والفعالية



المصدر: مزريق عاشور، بوقسري صارة، أثر رأس المال البشري على أداء المؤسسات الاقتصادية- دراسة ميدانية على عينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، العدد 21، 2019، ص 21.

ثانيا: أهمية الأداء

للأداء أهمية كبيرة بالنسبة للمؤسسة إذ يؤدي العمل على تطويره وتحسينه إلى الرفع من مردودية المؤسسة والتقليل من تكاليفها، مما يضمن لها البقاء والاستمرارية في ظل المنافسة الشديدة. وعليه تتمثل أهمية الأداء فيما يلي¹:

- دعم أهمية الهدف الذي تسعى الإدارة لتحقيقه؛
- يساعد في الترجمة العملية لكل القرارات التي يتم اتخاذها على جميع مستويات المؤسسة، وحتى يتحقق الأداء الفعال ينبغي أن يتصف بالموضوعية والنزاهة عند اتخاذ القرارات والابتعاد عن القرارات العشوائية؛
- استثمار القدرة لدى الفرد على العمل، والتي تتولد من التدريب واكتساب المهارة اللازمة لأداء عمله؛

¹ - بن وسعد زينة، أثر تقييم الأداء على الرضا الوظيفي في المؤسسات- دراسة حالة مؤسسة الاسمنت بيني صاف، عين تيموشنت، مجلة الاقتصاد وإدارة الأعمال، المجلد 2، العدد 7، 2018، ص ص 132-133.

- يعتبر الأداء المكون الرئيسي لأي عملية إنتاجية نظرا لارتباطه بالموارد البشرية التي تدير هذه العملية، ومدى استغلالها للموارد المادية المختلفة لتحويلها إلى مواد مصنعة ذات قيمة تباع للمستهلك بسعر أعلى من تكلفة الموارد المستعملة والجهد المبذول فيها، وبالتالي تحقيق الربح؛
- يسمح الاهتمام بالأداء في المؤسسة بالانتقال بسهولة من مرحلة الظهور إلى مرحلة البقاء والاستمرارية وصولا إلى مرحلة التميز والريادة؛
- لا تتوقف أهمية الأداء على مستوى المؤسسة فقط بل تتعدى ذلك إلى أهمية الأداء في نجاح خطط التنمية الاقتصادية والاجتماعية في الدولة.

المطلب الثاني: أنواع الأداء

إن تحديد نوع الأداء يعتبر ذات أهمية أيضا والذي يختلف حسب طبيعة المعيار الذي يتم اختياره وذلك كما يلي:

أولا: حسب معيار المصدر

وفقا لهذا المعيار يتم تقسيم أداء المؤسسة إلى نوعين هما الأداء الداخلي والأداء الخارجي:

1: الأداء الداخلي

يطلق عليه أيضا اسم أداء الوحدة، أي أنه ينتج بفضل ما تملكه المؤسسة من موارد، وهو يتشكل أساسا من التوليفة التالية¹:

- **الأداء البشري:** وهو أداء أفراد المؤسسة الذين يمكن اعتبارهم مورد استراتيجي قادر على صنع القيمة، وتحقيق الأفضلية التنافسية من خلال تسيير مهاراتهم؛
 - **الأداء التقني:** ويتمثل في قدرة المؤسسة على استخدام استثماراتها بطريقة فعالة؛
 - **الأداء المالي:** ويكمن في فعالية تعبئة واستخدام الوسائل المالية المتوفرة؛
- وعليه فالأداء الداخلي للمؤسسة ينتج من خلال تفاعل مواردها البشرية المالية والمادية.

2: الأداء الخارجي

يتمثل الأداء الخارجي في تلك الآثار الايجابية التي تؤثر في المؤسسة، كما يمكن تعريفه على أنه الأداء الناتج عن تغيرات البيئة المحيطة بالمؤسسة فهو ينتج عن المحيط الخارجي للمؤسسة، وبالتالي فهو مجموعة التغيرات والقيود والمواقف الخارجة عن سيطرة المؤسسة ولا تستطيع التحكم فيها، وبالتالي فهي تمثل محيط

¹ - محمد بوهالي، أثر القرارات المالية على الأداء المالي للمؤسسة- دراسة مجموعة من المؤسسات الجزائرية-، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر 3، 2017-2018، ص 102.

المؤسسة، وعليه قد يأخذ الأداء الخارجي شكل فرص يسمح استغلال أداء المؤسسة بل يتعدى إلى خلق الفرص (وضع استراتيجيات) التي بدورها تساهم في تحقيق الأهداف، أو في شكل آثار سلبية تفرض على المؤسسة تجنبها أو التكيف معها للتخفيف من أثارها¹.

ثانيا: حسب معيار الشمولية

حسب هذا المعيار يتم تقسيم الأداء إلى أداء كلي وأداء جزئي كالتالي:

1: الأداء الكلي

هو الذي يتجسد بالإنجازات التي ساهمت جميع العناصر والوظائف أو الأنظمة الفرعية للمؤسسة في تحقيقها، ولا يمكن نسب إنجازها إلى أي عنصر دون مساهمة باقي العناصر، وفي إطار هذا النوع من الأداء يمكن الحديث عن مدى وكيفية بلوغ المؤسسة أهدافها الشاملة كالأستمرارية، الأرباح، النمو... الخ².

2: الأداء الجزئي

ويتحقق على مستوى الأنظمة الفرعية للمؤسسة وينقسم بدوره إلى عدة أنواع تختلف باختلاف المعيار المعتمد لتقسيم عناصر المؤسسة، حيث يمكن ان يقسم حسب المعيار الوظيفي إلى: أداء الوظيفة المالية، أداء وظيفة الأفراد، أداء وظيفة التموين، أداء وظيفة التمويل، أداء وظيفة الإنتاج وأداء وظيفة التسويق. ونشير إلى أن الأداء الكلي للمؤسسة في الحقيقة هو نتيجة تفاعل أنظمتها الفرعية، كما يؤكد ذلك أحد الباحثين الذي يرى أن دراسة الأداء الشامل للمؤسسة يفرض أيضا دراسة الأداء على مستوى مختلف وظائفها³.

ثالثا: حسب معيار الطبيعة

حسب هذا المعيار يتم تقسيم أهداف المؤسسة إلى أهداف اقتصادية، اجتماعية، أهداف فنية، سياسية،..... الخ. ويتم تصنيف الأداء إلى:

¹ - عقبي حمزة، انعكاسات تطبيق النظام المحاسبي المالي على الأداء المالي للشركات المدرجة في السوق المالي، أطروحة دكتوراه، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2016-2017، ص 95.

² - نوي فطيمة الزهرة، أثر تطبيق الحوكمة المؤسسية على تحسين أداء البنوك الجزائرية، أطروحة دكتوراه، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2016-2017، ص 75.

³ - عبد الملوك مزهوده، مرجع سبق ذكره، ص 89.

1: الأداء الاقتصادي

يعرف بأنه قدرة المؤسسة على البقاء وعلى تحقيق أهدافها¹، من خلال تحقيقها للفوائض النقدية التي تجنيها من وراء تعظيم نتائجها وتدنية مستويات استخدام مواردها². ويتم قياسه عادة باستخدام مقاييس الربحية بأنواعها المختلفة ويعتمد قياس الأداء الاقتصادي على سجلات ودفاتر المؤسسة وكذلك ما تعده من قوائم وتقارير، ومن ثم فإن أدوات تقييم الأداء الاقتصادي هي التحليل المالي وبما يعتمد عليه من نسب ومؤشرات مالية³.

2: الأداء الاجتماعي

يشير الأداء الاجتماعي إلى مدى تحقيق الرضا عند أفراد المؤسسة على اختلاف مستوياتهم، لأن مستوى رضا العاملين يعتبر مؤشرا على وفاء الأفراد لمؤسستهم، وتتجلى أهمية ودور هذا الجانب في كون أن الأداء الكلي للمؤسسة قد يتأثر سلبا على المدى البعيد إذا اقتصرَت المؤسسة على تحقيق الجانب الاقتصادي وأهملت الجانب الاجتماعي لمواردها البشرية، فكما هو معروف في أدبيات التسيير أن جودة التسيير في المؤسسة ترتبط بمدى تلازم الفعالية الاقتصادية مع الفعالية الاجتماعية، لذا ينصح بإعطاء أهمية كبيرة للمناخ الاجتماعي السائد داخل المؤسسة، أي لكل ما له صلة بطبيعة العلاقات الاجتماعية داخل المؤسسة (صراعات، أزمات،... الخ)⁴.

3: الأداء التنظيمي

يقصد به الطرق والكيفيات التي تعتمدها المؤسسة في المجال التنظيمي بغية تحقيق أهدافها، ومن ثم يكون لدى مسيري المؤسسة معايير يتم على أساسها قياس فعالية الإجراءات التنظيمية المعتمدة وأثرها على الأداء⁵.

المطلب الثالث: العوامل المؤثرة في الأداء

يتحكم في الأداء مجموعة من العوامل منها ما هو داخلي ومنها ما هو خارجي، وذلك كما يلي:

أولاً: العوامل الداخلية

هي عوامل خاضعة لتحكم وسيطرة المؤسسة، ويمكن تقسيمها إلى مجموعتين رئيسيتين هما:

1: العوامل التقنية

وتتمثل في مختلف القوى والمتغيرات التي ترتبط بالجانب التقني في المؤسسة وتضم ما يلي: نوع التكنولوجيا سواء المستخدمة في الوظائف الفعلية أو المستخدمة في معالجة المعلومات، نسبة الاعتماد على الآلات مقارنة

¹ -Bertrand Sogbossi Bocco, **Perception de la notion de performance par les dirigeants de petites entreprises en Afrique**, La Revue des Sciences de Gestion, Direction et Gestion n° 241 – Organisation, 2010, p 119.

² - عبد المليك مزهوده، مرجع سبق ذكره، ص 89.

³ - المنظمة العربية للتنمية الإدارية، قياس وتقييم الأداء كمدخل لتحسين جودة الأداء المؤسسي، القاهرة، 2009، ص 116.

⁴ - الشيخ الداوي، مرجع سبق ذكره، ص 219.

⁵ - نوي فطيمة الزهرة، مرجع سبق ذكره، ص 75.

مع عدد العمال، تصميم المؤسسة من حيث: المخازن، الورشات، التجهيزات والآلات، نوعية المنتج، شكله ومدى مناسبة التغليف له، التوافق بين منتجات المؤسسة و رغبات طالبيها، التناسب بين طاقتي التخزين والإنتاج بالمؤسسة، نوعية المواد المستخدمة في عملية الإنتاج، مستويات الأسعار، الموقع الجغرافي للمؤسسة¹.

2: العوامل البشرية

وهي مختلف القوى والمتغيرات التي تؤثر على استخدام المورد البشري في المؤسسة، وتضم على الخصوص²:

- التركيبة البشرية للمؤسسة من حيث السن والجنس؛
- مستوى تأهيل الأفراد؛
- التوافق بين مؤهلات العمال والمناصب التي يشغلونها والتكنولوجيا المستخدمة؛
- نظامي المكافآت والحوافز؛
- العلاقة بين العمال والإدارة؛
- نوعية المعلومات.

ثانياً: العوامل الخارجية

هي مختلف العوامل غير الخاضعة لسيطرة وتحكم المؤسسة، ويمكن تقسيمها إلى ثلاث مجموعات رئيسية

هي:

1: العوامل الاقتصادية

تعتبر أكثر العوامل تأثيراً على الأداء، وذلك نظراً لطبيعة نشاط المؤسسة من جهة، ولكون المحيط الاقتصادي عموماً يمثل مصدر مختلف مواردها ومستقبل منتجاتها من جهة أخرى، وهي بدورها تنقسم حسب شموليتها إلى عوامل اقتصادية عامة كالفلسفة الاقتصادية للدولة، معدلات نموها الاقتصادي، سياسات التجارة الخارجية، معدلات التضخم، أسعار الفائدة... الخ، وأخرى قطاعية كوفرة المواد الأولية، الطاقة، درجة المنافسة، هيكل السوق، اليد العاملة، مستوى الأجور في القطاع... الخ³.

¹ - بلبال حسناوي، عبد الرزاق فوزي، أثر رأس المال الفكري في تحسين أداء المؤسسة الاقتصادية- دراسة على عينة من المؤسسات الاقتصادية بولاية سطيف، مجلة الاستراتيجية والتنمية، المجلد 9، العدد 16، 2019، ص 332.

² - محمد بوهالي، مرجع سبق ذكره، ص 106.

³ - نفس المرجع، ص 92.

2: العوامل الاجتماعية والثقافية

تعتبر العوامل الاجتماعية والثقافية ذات أهمية كبيرة في التأثير على الأداء، وذلك نظرا لأهمية البعد الاجتماعي في محيط المؤسسة من جهة، ومساهمة عوامله في كثير من الأحيان في تغيير العوامل الأخرى (الاقتصادية والسياسية...) من جهة أخرى¹، حيث تتكون العوامل الاجتماعية من المواقف، الرغبات، مستوى الذكاء والتربية، قناعات وعادات الأفراد الذين يكونون مجتمعا ما، في حين العوامل الثقافية تتضمن نماذج الحياة، القيم الأخلاقية والفنية والتيارات الفكرية للمجتمع الذي تقع فيه المؤسسة².

3: العوامل السياسية والقانونية

تعتبر عنصرا مهما بالنسبة للمؤسسة بفرصها ومخاطرها وانعكاسات تغيراتها السريعة والمفاجئة على أدائها، ومن بين هذه العوامل الاستقرار السياسي والأمني للدولة، السياسة الخارجية، انتشار الأحزاب السياسية، المنظومة القانونية، أحكام وقرارات المحاكم،... الخ³.

المطلب الرابع: تقييم الأداء

يعتبر تقييم الأداء من بين العمليات الاستراتيجية في المؤسسة لأنها تقف على مدى قدرة المؤسسة على تحقيق أهدافها المرسومة والتعرف على نقاط القوة وتعزيزها التي تميزها عن غيرها من المؤسسات، والتعرف أيضا على نقاط الضعف من أجل تصحيحها، وتقييم الأداء هو أداة ضرورية للحكم على مدى نجاح وفشل المؤسسة.

أولاً: مفهوم تقييم الأداء

1: تعريف تقييم الأداء

هناك العديد من التعاريف التي قدمت لتقييم الأداء بتعدد الكتابات والأبحاث في موضوع تقييم الأداء، رغم ذلك لم يتم التوصل إلى تعريف محدد لتقييم الأداء يجمع بين وجهات النظر العلمية، إذ تعددت وتباينت التعاريف في أوساط مختلف الباحثين، وهذا ما نوضحه من خلال التعاريف التي سنقدمها.

لتقييم الأداء جزء من سلسلة العمل الإداري المتواتر، والذي يشمل مجموعة من الإجراءات التي يتخذها جهاز الإدارة سواء على مستوى مراكز الربحية أو الوحدة الاقتصادية، وذلك للتأكد من أن الموارد المتاحة تستخدم بكفاءة وفعالية وطبقا للمعايير الفنية والاقتصادية المحددة مسبقا⁴.

¹ - نفس المرجع، ص 92.

² - بلبال حسناوي، عبد الرزاق فوزي، مرجع سبق ذكره، ص 332.

³ - عبد المليك مزهوده، مرجع سبق ذكره، ص 92.

⁴ - حجاج مصطفى، بن عمور سمير، مدى فعالية التحليل المالي في تقييم الأداء والتنبؤ بالوضع المالي - دراسة حالة مجمع صيدال وشركة آليانس للتأمينات، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، المجلد 9، العدد 3، 2018، ص 202.

يعرف تقييم الأداء على أنه " الأداة التي تستخدم للتعرف على نشاط المؤسسة بهدف قياس النتائج المحققة ومقارنتها بالأهداف المرسومة، بغية الوقوف على الانحرافات وتشخيص مسبباتها مع اتخاذ الخطوات الكفيلة لتجاوز تلك الانحرافات، وغالبا ما تكون المقارنة بين ما هو محقق فعلا وما هو مستهدف في نهاية فترة زمنية معينة هي سنة في الغالب"¹.

تقييم الأداء هو "التأكد من كفاية استخدام الموارد المتاحة أفضل استخدام لتحقيق الأهداف المخططة من خلال دراسة مدى جودة الأداء و اتخاذ القرارات التصحيحية لإعادة توجيه مسارات الأنشطة بالمؤسسة بما يحقق الأهداف المرجوة منها"².

كما يعرف تقييم الأداء بأنه عبارة عن قياس مدى نجاح المؤسسة في تحقيق أهدافها المحددة مسبقا من خلال الوقوف على مدى كفاءة استخدام الموارد المتاحة بطريقة رشيدة تحقق عائد أكبر وتكاليف أقل وبنوعية جيدة³. يعرف أيضا تقييم بأنه إيجاد مقياس يمكن من خلاله معرفة مدى تحقيق المشروع للأهداف التي أقيم من أجلها، ومقارنة تلك الأهداف بالأهداف المخططة من أجل معرفة وتحديد مقدار الانحرافات عن ما تم تحقيقه فعلا مع تحديد أسباب تلك الانحرافات وأساليب معالجتها⁴.

يعتبر تقييم الأداء بأنه تلك العملية التي من خلالها تستطيع الإدارة تقديم معلومات متعلقة بأداء الأنشطة داخل المؤسسة والتي من خلالها يمكن الحكم على الأداء بواسطة مجموعة من المعايير⁵. أي أن التقييم يهدف إلى دراسة الأهداف المرسومة وتلك المحققة فعلا، وتحديد الانحرافات بينهما ووضع الحلول لتصحيح هذه الانحرافات، ويمكن القول أن تقييم الأداء يسمح بالحكم على كفاءة المؤسسة بمقارنة فعاليات التنفيذ في نهاية فترة معينة بما كان ينبغي تحقيقه من أهداف، ومن ثم تحديد الانحرافات الناشئة تمهيدا لتشخيص مصادر القوة والضعف في مجالات العمل، ليتسنى عندها اقتراح الإجراءات العلاجية اللازمة لتلاشي نواحي الخلل في أداء تلك المؤسسة، وتنمية وتطوير فاعلية أوجه النشاطات الأخرى الناجحة في أدائها⁶.

¹ - مجيد الكرخي، تقويم الأداء باستخدام النسب المالية، الطبعة الأولى، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، 2007، ص 31.

² - المنظمة العربية للتنمية الإدارية، مرجع سبق ذكره، ص 121.

³ - بختي عمارية، تقييم الأداء للبنوك الإسلامية باستخدام معيار CAMELS - دراسة حالة بنك السلام الجزائري، - Revue des Réformes Economiques et Intégration En Economie Mondiale، المجلد 12، العدد 25، 2018، ص 3.

⁴ - كاظم جاسم العيسوي، الاقتصاد الإداري، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص 250.

⁵ - زرفاوي عبد الكريم، تقييم أداء المؤسسة الاقتصادية باستخدام أساليب المحاسبة الإدارية - مدخل بطاقة الأداء المتوازن -: دراسة حالة مؤسسة "صيدال" و"روبية"، مجلة الاقتصاد الصناعي، العدد 11، 2016، ص 112.

⁶ - بوبعياة حسان، فاعلية المراجعة الإستراتيجية في تقييم وتقويم أداء المؤسسات الاقتصادية - بالتطبيق على تعاونية الحبوب والخضر الجافة بالمسيلة -، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، العدد 15، 2016، ص 225.

وبناء على ما جاءت به التعاريف يمكن النظر إلى تقييم الأداء على أنه عملية تهدف إلى تقييم الأداء الفعلي للمؤسسة من خلال معرفة مدى قدرتها على استغلال الموارد المتاحة أمامها بكفاءة في تحقيق أهدافها المرسومة، بغية تحديد الانحرافات وأسبابها وطرق علاجها، وذلك بالاستناد على مجموعة من المعايير والمؤشرات التي يتم على أساسها الحكم على أداء المؤسسة.

2: أهمية تقييم الأداء

تظهر أهمية تقييم الأداء من خلال ما يلي¹:

- إن عملية تقييم الأداء تؤدي إلى تحقيق فوائد كثيرة للمؤسسة، حيث أنها توفر مدخلا واضحا للتركيز على الخطة الإستراتيجية للبرنامج فضلا عن غاياته ومستوى أدائه، بما أن التقييم يوفر آلية معينة لرفع التقارير حول أداء برنامج العمل إلى الإدارة العليا؛
- يمكن تقييم الأداء من تركيز الاهتمام على ما يجب إنجازه ويحفز المؤسسات على توفير الوقت والموارد والطاقات اللازمة لتحقيق الأهداف، كما أن التقييم يوفر التغذية العكسية حول مخرجات سير التقدم نحو الأهداف، وإذا ما كانت النتائج تختلف عن الأهداف يكون بمقدور المؤسسة أن تعمل على تحليل الفجوات الموجودة في الأداء، وإجراء التعديلات التي تعيدها إلى مسارها المطلوب؛
- إن تقييم الأداء يشجع على التوجه بشكل بناء نحو حل المشاكل، حيث أن القياس يوفر بيانات حقيقية ملموسة يمكن الاستناد إليها في اتخاذ قرارات سليمة حول عمليات المؤسسة.
- كما تكمن أيضا أهمية تقييم الأداء في²:
- تقييم الأداء يظهر مدى إمكانية المؤسسة في تحقيق الاستخدام الأمثل للموارد المتاحة؛
- توضح عملية تقييم الأداء العلاقات التبادلية بين الأقسام والفروع المختلفة، حيث تساعد العملية على التحقق من قيام تلك الأقسام والفروع بوظائفها بأفضل كفاءة ممكنة؛
- ترتبط أهمية تقييم الأداء ارتباطا وثيقا بعملية التخطيط وعلى كافة المستويات؛
- تحقيق التنسيق بين مختلف أوجه النشاط في المؤسسة سواء ما يتعلق بالإنتاج، التسويق أو التمويل؛
- التحقق من معايير الجودة للإنتاج، ومدى مطابقتها للإنتاج للمواصفات المطلوبة والمحددة مسبقا.

¹ - وائل محمد صبحي إدريس، طاهر محسن منصور الغالبي، مرجع سبق ذكره، ص ص 70- 71.

² - كاظم جاسم العيسوي، مرجع سبق ذكره، ص 251.

ثانيا: خطوات تقييم الأداء

ترتكز عملية تقييم الأداء على مجموعة على من الخطوات الأساسية مكاملة لبعضها والمتمثل في الخطوات

التالية:

1: تحديد أهداف المؤسسة

لكل مؤسسة عدد من الأهداف تسعى إلى تحقيقها، لذلك ينبغي أولاً تحديد هذه الأهداف ودراستها للتعرف على مدى دقتها وواقعيتها، ويتمثل التحديد الدقيق لأهداف المؤسسات في ترجمة الهدف العام وتحويله إلى مجموعة من الأهداف الاقتصادية والاجتماعية التي تعبر عن أوجه النشاط الرئيسية تعبيراً دقيقاً وبطريقة علمية، على أن يتم ترتيب هذه الأهداف بحسب أهميتها النسبية ومدى ارتباطها بالأهداف القومية. وتتمثل أهداف المؤسسة عادة في الإنتاج والتسويق، التجديد والابتكار، القيمة المضافة والربحية، ويجب التنسيق بين هذه الأهداف سواء كانت طويلة الأجل أو قصيرة الأجل مع ضرورة تحديد الفترة الزمنية اللازمة لتحقيق هذه الأهداف، وتحديد الأهمية النسبية لكل هدف تم وضعه في سلم الأولويات¹.

2: جمع المعلومات الضرورية

تعد المعلومات مورداً من الموارد الأساسية في عملية التسيير بمختلف مستوياته، فالمعلومات شيء ضروري في التسيير، ولكن توفر المعلومات ليس بالشيء الكافي بل يجب على المؤسسة أن تتحصل عليها بالجودة العالية و في الأوقات المناسبة، ويمكن حصر مصادر هذه المعلومات في ثلاث مصادر هي الملاحظة الشخصية من خلال نزول الملاحظين إلى ميدان النشاط، والتقارير الشفوية التي تتمثل في سلسلة المحادثات واللقاءات بين الرئيس ومروؤسه والتقارير الكتابية ممثلة في الميزانية وجدول حسابات النتائج واليومية،...الخ².

3: وضع معايير للأداء

حيث تعكس مستوى الأداء المطلوب لكي تتمكن المؤسسة من تحقيق أهدافها، وقد تم التعبير عن معايير الأداء بصورة رقمية مثل عدد الوحدات المنتجة أو المباعية، أو قد يعبر عنها في صورة مبالغ أو قيم مثل الإيرادات أو هامش صافي الربح، ويشترط عند وضع المعايير للأداء أن تكون هذه المعايير واضحة وغير معقدة بحيث يكون من السهل على القائمين بالتنفيذ وفهمها واستيعابها³.

¹ - المنظمة العربية للتنمية الإدارية، مرجع سبق ذكره، ص ص 125-126.

² - رشيد حفصي وآخرون، تأثير مؤشرات الأداء المالي على القيمة السوقية للسهم- دراسة لعينة من المؤسسات الصناعية المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة 2014-2016،- مجلة الاستراتيجية والتنمية، المجلد 9، العدد 3، 2019، ص 203.

³ - محفوظ جودة وآخرون، تحليل وتقييم المشاريع، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2009، ص 294.

4: قياس الأداء الفعلي

تتمكن المؤسسة في هذه المرحلة من قياس كفاءتها وفعاليتها، وذلك باختيار المعايير والمؤشرات الموافقة لطبيعة الأداء المراد قياسه، ويتمثل قياس الأداء في العملية التي تزود مسؤولي المؤسسة بقيم رقمية فيما يخص أدائها بناء على معايير الكفاءة والفعالية، وتجدر الإشارة إلى الفرق الموجود بين المعيار والمؤشر فالمعيار يعني الأساس والركيزة التي تستند عليها عملية تقييم الأداء في حين أن المؤشر هو أداة للقياس وتفسر المعيار، أي أن المعيار يتم قياسه وتفسيره من خلال مجموعة من المؤشرات¹.

5: مقارنة الأداء الفعلي بالمعايير الموضوعية

وفي هذه الخطوة تقوم المؤسسة بقياس الأداء الفعلي الذي تم تحقيقه ومقارنته مع المعايير التي تم وضعها مسبقاً، ثم التوصل إلى النتيجة المتوقعة عن وجود أو عدم وجود لأية انحرافات عن الخطة². أو سواء كانت هذه الانحرافات ايجابية أو سلبية، ولتمكين الإدارة من التنبؤ بالنتائج المستقبلية، وجعلها قادرة على مجابهة الأخطاء قبل وقوعها من أجل اتخاذ الإجراءات اللازمة التي تحول دون وقوعها³.

6: تصحيح الانحرافات

هي الخطوة الأخيرة التي تقوم بها الإدارة والتي تتضمن اتخاذ الإجراءات التصحيحية بشأن الانحرافات، وذلك بعد أن تقوم بتحديد أسبابها وتحليل أسبابها، قد تكون الانحرافات سلبية أو ايجابية، فإذا كانت سلبية فإن الإدارة تقوم بتحليل أسبابها وتفسير ظروف وقوعها، وبالتالي اتخاذ الإجراءات التصحيحية بشأنها، أما إذا كانت ايجابية فإنه يجب العمل على دعمها وتعزيزها⁴.

ثالثاً: أهداف تقييم الأداء

تستهدف عملية تقييم الأداء تحقيق جملة من الأهداف تتمثل فيما يلي:

- الوقوف على مستوى إنجاز المؤسسة مقارنة بالأهداف المدرجة في خطتها الإنتاجية⁵؛

¹ - رشيد حفصي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 204.

² - شقيري نوري موسى، أسامة عزمي سلام، دراسة الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات الاستثمارية، مرجع سبق ذكره، ص 258.

³ - الطيب بولحية، عمر بوجمعة، تقييم الأداء المالي للبنوك الإسلامية - دراسة تطبيقية على مجموعة من البنوك الإسلامية للفترة 2009-2013، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد 14، 2016، ص 4.

⁴ - محفوظ جودة وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 295.

⁵ - مجيد الكرخي، مرجع سبق ذكره، ص 32.

- الكشف عن مواطن الخلل والضعف في نشاط المؤسسة وإجراء تحليل شامل لها وتصحيحها وتوجيه المنفذين إلى وسائل تتفادها مستقبلاً¹؛
- تحديد مسؤولية كل مركز أو قسم في المؤسسة على مواطن الخلل والضعف في النشاط الذي يضطلع به، وذلك من خلال قياس أعمال كل قسم من أقسام العملية الإنتاجية وتحديد انجازاته سلبياً أو إيجاباً، الأمر الذي من شأنه خلق منافسة بين الأقسام من أجل رفع مستوى أداء المؤسسة²؛
- الوقوف على مدى كفاءة استخدام الموارد المتاحة بطريقة رشيدة تحقق عائداً أكبر بتكاليف أقل وبنوعية جيدة³؛
- تسهيل تحقيق تقييم شامل للأداء وذلك بالاعتماد على نتائج تقييم الأداء لكل مؤسسة في قطاع معين وصولاً إلى التقييم الشامل⁴.

رابعاً: صعوبات تقييم الأداء

- تواجه عملية تقييم الأداء الكثير من الصعوبات والتحديات قد تؤدي إلى عدم نجاحها أهمها⁵:
- الصعوبة في تحديد المفاهيم التي تحتاجها عملية تقييم الأداء للوصول إلى نموذج يستند إلى إطار نظري ويستخدم كنموذج متكامل وواضح وعلى درجة من الثقة والموضوعية، وهذه الصعوبة قد تكون بسبب اختلاف البيئات التنظيمية وطبيعة أهدافها؛
- الصعوبة في تحديد المتغيرات المرغوب قياسها وتحديد العلاقة بينها، حيث هناك العديد من المتغيرات التي يمكن تطويرها والتي تختلف من مؤسسة إلى مؤسسة أخرى؛
- الصعوبة في تحديد بداية عمليات التشخيص ودراسة وتحليل الإنجاز بهدف تقييمه؛
- هناك صعوبة في تطوير معايير كمية لقياس المخرجات الكمية أو تطوير معايير نوعية لقياس أداء المؤسسة في المخرجات النوعية؛
- النقص في الكفاءات البشرية للقيام بقياس وتقييم الأداء.

¹ - نفس المرجع، ص 32.

² - عبد الرحمن محمد سليمان رشوان، دور استخدام نسب التحليل المالي في تقييم الأداء المالي لقطاع البنوك والخدمات المالية المدرجة في بورصة فلسطين، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، المجلد 5، العدد 2، 2018، ص 282.

³ - نفس المرجع، ص 282.

⁴ - نفس المرجع، ص 282.

⁵ - موسى اللوزي، التنظيم وإجراءات العمل، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2007، ص ص 212-213.

المبحث الثاني: مدخل إلى الأداء المالي

لقد تطور مفهوم الأداء المالي مع تطور بيئة الأعمال الحديثة نتيجة التغيرات السريعة والديناميكية التي تشهدها بيئة الأعمال، وهذه التطورات التي عرفها مفهوم الأداء المالي لم تكن لتصل إلى ما وصلت إليه اليوم لولا ذلك الارتباط بين نشاط المؤسسة ونتائجها، كما يعد الأداء المالي من المجالات الأساسية في تقييم أداء المؤسسات وهو العنصر الأساسي لمدى نجاحها وتفوقها على مثيلاتها في القطاع الذي تنشط فيه. حيث حظي موضوع الأداء المالي بأهمية كبيرة لدى الباحثين والمفكرين الاقتصاديين ومدراء المؤسسات، لكونه المرآة العاكسة لوضع المؤسسة من مختلف جوانبها، والهدف الأسمى الذي يسعى كافة الأطراف في المؤسسة لتعزيزه.

المطلب الأول: مفهوم الأداء المالي

يعد الأداء المالي أحد العناصر الأساسية للحكم على نجاح المؤسسة ونموها لأنه يسمح بمعرفة وضعيتها الحقيقية وتحديد مدى كفاءتها في استغلال الموارد المتاحة لديها وقدرتها على تحقيق أهدافها الموضوعة.

أولاً: تعريف الأداء المالي

لقد تعددت التعاريف التي قدمت للأداء المالي منها:

يمثل الأداء المالي المفهوم الضيق لأداء المؤسسات حيث يركز على استخدام مؤشرات مالية لقياس مدى إنجاز الأهداف، كما يعبر الأداء المالي عن أداء المؤسسات حيث أنه الداعم الأساسي للأعمال المختلفة التي تمارسها المؤسسة، ويساهم في إتاحة الموارد المالية وتزويد المؤسسة بفرص استثمارية في ميادين الأداء المختلفة والتي تساعد على تلبية احتياجات أصحاب المصالح وتحقيق أهدافهم¹.

الأداء المالي يعرف بأنه " مجموع العمليات التي تتعلق بالحكم على كفاءة وفعالية المؤسسة في تخصيص مواردها المالية المتاحة وتحقيق خططها المستقبلية وأهدافها المسطرة، انطلاقاً من معلومات متوفرة ومتاحة ضمن القوائم المالية المعدة"².

الأداء المالي يشير إلى " تعظيم النتائج من خلال تحسين المردودية، ويتحقق ذلك بتدنية التكاليف وتعظيم الإيرادات بصفة مستمرة تمتد إلى المدى المتوسط والطويل بغية تحقيق كل من التراكم في الثروة والاستقرار في مستوى الأداء"³.

¹ - محمد محمود الخطيب، الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات المساهمة، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص 45.

² - عبد الحق بوقفة، وآخرون، أثر التحفيز الجيبيائي على تحسين الأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالجزائر - دراسة ميدانية- Global Journal of Economics and Business، Vol. 4، No. 2، 2018، ص 212.

³ - بن البار موسى، بوساق أمين، نموذج مقترح لتقييم الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية- عينة من المؤسسات الناشطة بالمنطقة الصناعية بالمسيلة- مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبة، المجلد 4، العدد 1، 2019، ص 63.

يشير أيضا الأداء المالي إلى العملية التي يتم من خلالها اشتقاق مجموعة من المعايير أو المؤشرات الكمية والنوعية حول نشاط أي مشروع اقتصادي يساهم في تحديد أهمية الأنشطة التشغيلية والمالية للمشروع، وذلك من خلال معلومات تستخرج من القوائم المالية ومصادر أخرى لكي يتم استخدام هذه المؤشرات في تقييم الأداء المالي للمؤسسة¹.

يرى Lynch أن الأداء المالي هو قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها، بحيث يؤكد أن الأداء المالي سيبقى المجال المحدد لمدى نجاح المؤسسات، وأن عدم تحقيق المؤسسات للأداء المالي بالمستوى الأساسي المطلوب يعرض وجودها واستمرارها للخطر، وهذا ما يؤكد Waddock & Graves أن الأداء المالي المتفوق يتيح للمؤسسة الموارد المالية اللازمة لاستغلال فرص الإستثمار المختلفة التي تساعد على تلبية احتياجات أصحاب المصالح وتحقيق أهدافهم².

ويرى Marcel Laflame أن الأداء المالي يعبر عن قدرة المؤسسة على بلوغ أهدافها المالية بأقل التكاليف الممكنة، ويتجسد في قدرتها على تحقيق التوازن وتوفير السيولة اللازمة لتسديد ما عليها من التزامات، وتحقيق معدل مردودية جيد وتكاليف منخفضة³.

أما الباحث السعيد فرحات جمعة فيرى أن الأداء المالي هو " مدى مساهمة الأنشطة في خلق القيمة أو الفعالية في استخدام الموارد المالية المتاحة من خلال بلوغ الأهداف المالية بأقل التكاليف المالية"⁴. وعليه فإن الأداء المالي يتضمن العناصر التالية⁵:

- تدنية التكاليف وتعظيم الإيرادات؛
- يشمل المدى القصير المتوسط والطويل؛
- تزويد المؤسسة بالإستثمارات الملائمة؛
- تلبية حاجيات وأهداف أصحاب المصالح؛
- أداة لتقييم الوضعية المالية للمؤسسات وكشف الثغرات وتداركها في الوقت المناسب.

¹ - الطيب بولحية، عمر بوجمعة، مرجع سبق ذكره، ص 3.

² - وائل محمد صبحي إدريس، طاهر محسن منصور الغالبي، مرجع سبق ذكره، ص ص 42-43.

³ - عقبي حمزة، بن عيشي بشير، أثر تطبيق النظام المحاسبي المالي على الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية- دراسة عينة من المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر باستخدام طريقة التحليل العملي التمييزي (AFD)، مجلة العلوم الإنسانية جامعة محمد خيضر، بسكرة، العدد 49، 2017، ص 109.

⁴ - أحمد سلامي، زينب درويش، نحو بناء نموذج قياسي للتنبؤ بالأداء المالي للمؤسسات المسعرة في بورصة قطر- دراسة حالة عينة من الشركات خلال الفترة (2010-2015)، مجلة الدراسات الاقتصادية الكمية، العدد 2، 2016، ص 192.

⁵ - بن البار موسى، بوساق أمين، مرجع سبق ذكره، ص 63.

وعليه يمكن القول بأن الأداء المالي هو قدرة المؤسسة على استغلال الموارد المالية المتوفرة لديها بكفاءة وفعالية وبأقل التكاليف الممكنة من أجل خلق وتشكيل الثروة.

ثانياً: أهمية الأداء المالي

تكمن أهمية الأداء المالي في أنه يهدف إلى تقويم أداء المؤسسة من عدة جوانب وبطريقة تخدم مصالح مستخدمي البيانات ذات العلاقة بالمؤسسة، وذلك من خلال ما يوفره الأداء المالي من معلومات لترشيد قراراتهم المالية، بالإضافة لذلك أنه يمكن من متابعة أعمال المؤسسة ومراقبة أوضاعها ومستويات أدائها مقارنة بالموارد المتاحة والأهداف المسطرة¹، واكتشاف المعوقات واقتراح إجراءات تصحيحية وترشيد قرارات الاستثمار حسب الأهداف العامة للمؤسسة للحفاظ على الاستمرارية والبقاء والمنافسة، وبالتالي فالأداء المالي يمكن أن يحقق للمستثمرين ما يلي²:

- يستطيع المستثمر متابعة نشاط المؤسسة وطبيعته ومتابعة الظروف الاقتصادية والمالية، وتقدير مدى تأثير أدوات الأداء المالي من ربحية وسيولة ومديونية،
- يمكن للمستثمر القيام بعملية التحليل والمقارنة وتفسير البيانات المالية لاتخاذ القرار الملائم.
- وبشكل عام يمكن تلخيص أهمية الأداء المالي فيما يلي³:
- تقييم ربحية المؤسسة؛
- تقييم سيولة المؤسسة؛
- تقييم المديونية؛
- تقييم تطور توزيع الأرباح؛
- تقييم نمو المؤسسة.

المطلب الثاني: أسباب تباين مفاهيم الأداء المالي

يعود السبب في تباين وتحديد مفهوم الأداء المالي إلى عدة أسباب رئيسية نذكر منها ما يلي:

¹ - نعمان محصول، سراح موصو، تقييم الأداء المالي للبنوك التجارية- دراسة حالة بنك المؤسسة العربية المصرفية خلال الفترة 2013-2018، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة، المجلد 3، العدد 2، 2020، ص، 5.

² - حابي أحمد، زيبيدي البشير، دور حوكمة الشركات في تحسين الأداء المالي، مجلة المناجير، العدد 2، 2015 ص ص 72-73.

³ - بحري علي، تحليل الأداء المالي بالنسب المالية للمؤسسة الاقتصادية- دراسة تطبيقية في مؤسسة مطاحن الحضاة للفترة 2011-2016، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية، جامعة زيان ع اشور الجلفة، العدد الاقتصادي (1)35، ص 354.

أولاً: اختلاف رؤى الباحثين حول تحديد مفهوم الوظيفة المالية

أسندت بعض التعاريف الوظيفة المالية إلى القرارات المتخذة، الاستراتيجيات، الخطط، الأهداف، السياسات المالية وأيضاً مواجهة المصاعب والعقبات المالية... الخ، والواقع أن هذه المفاهيم لا تستطيع تحديد وتوضيح والكشف عن طبيعة الوظيفة المالية، الأمر الذي يجعلها غامضة وغير قادرة عن تحديد هوية الوظيفة المالية، ويرجع هذا الغموض إلى عدم الشمول من جهة وعدم التوحيد من جهة أخرى¹، سببه تباين وجهات نظر المهتمين، فهناك الجماعة النقدية حيث تنسب للوظيفة المالية كل عملية تأخذ الشكل النقدي خارجة أو داخلة عاجلة أو آجلة، في حين أن وجهة النظر التشغيلية يحددها طرح التساؤل، هل تنشأ الوظيفة المالية لمواجهة وتجاوز الصعاب المالية؟ - كعدم التوازن المالي، الحد الأدنى للربحية، اليسر المالي - أم أنها تتعلق بكافة التصرفات الخاصة بكيفية الحصول على الأموال وحسن استخدامها؟².

ثانياً: تطور النظرية المالية الكلاسيكية إلى نظرية مالية معاصرة

اعتبرت النظرية المالية الكلاسيكية بأن للوظيفة المالية الكلاسيكية في المؤسسة دور المزود بالأموال وتسييرها وتعرف باسم " مالية المؤسسات"، " مالية الشركات" وتبنت الوظيفة المالية وفق المنظور الكلاسيكي هدف مضاعفة الربح في ظل مستقبل مؤكد الحدوث³. لكن سرعان ما انهار هذا المفهوم في ظروف اتسمت بالتعقيدات وظروف عدم التأكد والتطور التكنولوجي، بالإضافة إلى التحديات التي تواجهها المؤسسات، ازدياد التدخل الحكومي بشكله المباشر وغير المباشر، دور النقابات واتحاد العمال، شدة المنافسة، شروط سوق المال والمؤسسات المصرفية، ندرة الأموال إلى جانب ارتفاع تكلفتها⁴.

لم يبق مسعى النظرية المالية الكلاسيكية طويلاً حتى انهارت في ظل الظروف غير المؤكدة إلى جانب انفصال الملكية عن الإدارة، برز هدف مالي تقليدي مدعم من طرف الملاك والإدارة وهو تعظيم القيمة السوقية لسعر السهم، بالرغم أن النجاح المالي هو للمؤسسة بكاملها وليس للمساهم بمفرده، لكنه أحياناً هو الحكم في تحديد القوة المالية للمؤسسة، حينئذ كان بزوغ النظرية المالية شبه تقليدية الهادفة إلى تعظيم قيمة المؤسسة في البورصة،

¹ - دادن عبد الغني، قراءة في الأداء المالي والقيمة في المؤسسات الاقتصادية، مجلة الباحث، العدد 4، 2006، ص 42.

² - دادن عبد الغني، قياس وتقييم الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية نحو إرساء نموذج للإنذار المبكر باستعمال المحاكاة المالية- حالي بورصتي الجزائر وباريس، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2006-2007، ص ص 38-39.

³ - عقبي حمزة، انعكاسات تطبيق النظام المحاسبي المالي على الأداء المالي للشركات المدرجة في السوق المالي، أطروحة دكتوراه، مرجع سبق ذكره، ص 109.

⁴ - محمد بوهالي، مرجع سبق ذكره، ص 138.

والذي بدوره أدى إلى الاهتمام بتعظيم التدفق النقدي المنتظر للاستثمار بالبحث عن أقل تكلفة للتمويل، ومن هنا كان ميلاد نظرية تكلفة الأموال وخلال الفترة الممتدة من 1950 إلى 1960 ظهرت النظرية المالية الحديثة¹.

ثالثاً: تطور المؤشرات المحاسبية إلى مؤشرات مالية واقتصادية

تداركت النظرية المالية أهمية مدلول المؤشرات الاقتصادية جنباً وموازاة مع المؤشرات السوقية (البورصية)، لما تكتسبه هذه الأخيرة من قوة وتفسير البيئة الاقتصادية والضوابط السوقية التي تحكم المؤسسة، الأمر الذي يفسر أن المؤشرات الاقتصادية أخذت بعين الاعتبار الضوابط والوسائط الخارجية التي تواجهها المؤسسة في محيطها الخارجي وذات تأثير فعال على مركزها الداخلي، بالإضافة إلى الوسائط الداخلية ذات الصلة المباشرة بالبورصة ألا وهي قيمة المؤسسة الناتجة عن تراكم الثروة الداخلية².

يرى "Anastasou poulos.J.P" أن المؤسسات الرائدة في الأداء هي تلك التي تستطيع نمذجة مستقبلها بناء على أهداف واضحة وفي ظل توزيع مواردها في المجال والوقت المناسب بشكل يعمل على تدنية عدم التأكد في بيئتها بفضل أساليب وقرارات منهجية وسليمة³.

المطلب الثالث: أهداف الأداء المالي

تتمثل أهداف الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية في التالي:

أولاً: السيولة واليسر المالي

تقيس السيولة قدرة المؤسسة على مواجهة التزاماتها قصيرة الأجل، أو بتعبير آخر تعني قدرتها على التحويل بسرعة الأصول المتداولة- المخزونات والقيم القابلة للتحقيق- إلى أموال متاحة، فنقص السيولة أو عدم كفايتها يجر المؤسسة إلى عدم المقدرة على الوفاء أو مواجهة التزاماتها وتأدية بعض المدفوعات⁴.

ثانياً: التوازن المالي

يعتبر التوازن المالي هدفاً مالياً تسعى الوظيفة المالية لبلوغه لأنه يمس بالاستقرار المالي للمؤسسة. ويمثل التوازن المالي في لحظة معينة التوازن بين رأس المال الثابت والأموال الدائمة التي تسمح بالاحتفاظ به

¹ - عقبي حمزة، انعكاسات تطبيق النظام المحاسبي المالي على الأداء المالي للشركات المدرجة في السوق المالي، أطروحة دكتوراه، مرجع سبق ذكره، ص 109.

² - دادن عبد الغني، قياس وتقييم الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية نحو إرساء نموذج للإنذار المبكر باستعمال المحاكاة المالية- حالتني بورصتي الجزائر وباريس، أطروحة دكتوراه، مرجع سبق ذكره، ص 40.

³ - دادن عبد الغني، قراءة في الأداء المالي والقيمة في المؤسسات الاقتصادية، مرجع سبق ذكره، ص 43.

⁴ - مولود فتحي، قطاف عبد القادر، دراسة تحليلية لأثر الهيكل التمويلي على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية - حالة مجمع صيدال(2013-2015)-، مجلة إضافات اقتصادية، المجلد 2، العدد 4، 2018، ص 226.

وعبر الفترة المالية، يستوجب ذلك التعادل بين المدفوعات والمتحصلات أو بصفة عامة بين استخدامات الأموال ومصادرها¹. من التعريف يتضح أن رأس المال الثابت والمتمثل عادة في الإستثمارات يجب أن تمويل عن طريق الأموال الدائمة - الأموال الخاصة مضافا إليها الديون الطويلة والمتوسطة الأجل - وهذا يتضمن عدم اللجوء إلى تحويل جزء منه إلى سيولة لمواجهة مختلف الالتزامات. وتحقيق تغطية الأموال الدائمة للأصول الثابتة يستوجب التعادل بين المقبوضات والمدفوعات².

ثالثا: المردودية

تعتبر من الأهداف الأساسية التي تسعى المؤسسة لبلوغها، و المردودية كهدف عام يدل على قدرة الوسائل على تحقيق النتيجة، والوسائل التي تستعملها المؤسسة في رأس المال الاقتصادي وهذا يعكس المردودية الاقتصادية، ورأس المال المالي وهو بدوره يعكس المردودية المالية، فحسب نوع النتيجة والوسائل المستخدمة يتحدد نوع المردودية، وبصفة عامة اهتمام المؤسسة ينصب على المردودية المالية و المردودية الاقتصادية³.

رابعا: إنشاء القيمة

إنشاء القيمة للمساهمين تعني القدرة على تحقيق مردودية مستقبلية كافية من الأموال المستثمرة حاليا، و المردودية الكافية هي تلك التي لا تقل عن المردودية التي بإمكان المساهمين الحصول عليها في استثمارات أخرى ذات مستوى خطر مماثل، فإذا لم يتمكن المسيرين من إنشاء القيمة فإن المسثمرين يتوجهون إلى توظيفات أخرى أكثر مردودية⁴.

خامسا: نمو المؤسسة

يعتبر نمو المؤسسة عامل أساسي من عوامل تعظيم قيمتها، و عليه فإن قرارات النمو تتميز بأنها قرارات استراتيجية، كما أن نمو المؤسسة يعكس مدى نجاح ونجاعة استراتيجيتها المتعلقة بجانب التطور، التوسع، البقاء والاستمرار... الخ⁵.

¹ - سبتي اسماعيل، تقييم الأداء المالي للمؤسسة الجزائرية في ظل تطبيق النظام المحاسبي المالي SCF - دراسة حالة مؤسسة ملبنة التل بسطيف للفترة 2014-2016، دراسات اقتصادية، المجلد 16، العدد 33، 2018، ص 422.

² - مولود فتحي، قطاف عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 226.

³ - شريف غياط، مهري عبد المالك، تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية باستخدام مؤشر قياس المردودية - دراسة حالة مؤسسة البناء والأشغال العمومية (ERTP) خلال الفترة 2011-2013، دراسات اقتصادية، المجلد 6، العدد 13، 2013، ص 140.

⁴ - سباع أحمد صالح، محمد البشير بن عمر، فعالية مبادئ الحوكمة في تحسين الأداء المالي للمؤسسة - دراسة حالة المجمع الصناعي صيدال، مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبة، المجلد 3، العدد 1، 2018، ص 151.

⁵ - محمد فيصل مايد، أحمد الصالح سباع، دور المراجعة الداخلية في تحسين الأداء المالي وتعظيم قيمة المؤسسات الاقتصادية - دراسة حالة مؤسسة سوف للدقيق، مجلة البحوث الاقتصادية المتقدمة، العدد 3، 2017، ص 249.

المطلب الرابع: ضرورة ومتطلبات تقييم الأداء المالي

إن المؤسسات التي تحقق أداء جيد هي التي تستطيع برمجة مستقبلها بناء على أهداف واضحة وتوزيع مواردها في المكان والوقت المناسب، وتقييم الأداء المالي من الموضوعات ذات أهمية في الحياة المالية للمؤسسة، مما يتطلب المزيد من البحث والدراسة حول موضوع تقييم الأداء المالي. وعليه قبل التطرق إلى ضرورة ومتطلبات تقييم الأداء المالي لا بد أولاً من تعريف تقييم الأداء المالي وأهم خطواته.

أولاً: تعريف وخطوات تقييم الأداء المالي

1: تعريف تقييم الأداء المالي

يعرف تقييم الأداء المالي على أنه " قياس العلاقة بين العناصر المكونة للمركز المالي للمؤسسة الاقتصادية (الأصول، الخصوم، حقوق المساهمين، النشاط التشغيلي... الخ)، للوقوف على درجة التوازن بين هذه العناصر وبالتالي تحديد قوة مركزها المالي"¹.

كما يعرف تقييم الأداء المالي على أنه "مدى القدرة الإيرادية والكسبية في المؤسسة، حيث أن الأولى تعني قدرة المؤسسة على توليد إيرادات سواء من أنشطتها الجارية أو الرأسمالية أو الاستثنائية، بينما تعني الثانية قدرة المؤسسة على تحقيق فائض من أنشطتها من أجل مكافئة عوامل الإنتاج وفقاً للنظرية الحديثة، والبعض يعرفه بمدى تمتع و تحقيق المؤسسة لهامش أمان يزيل عنها العسر المالي"².

وعليه نستنتج بأن تقييم الأداء المالي هو عملية تشخيص الوضعية المالية للمؤسسة لمعرفة قدرتها على بلوغ الأهداف المسطرة، أي عملية الوقوف على الانحرافات والتعرف على مسبباتها من أجل اتخاذ التدابير اللازمة لمعالجتها ونقادي وقوعها مستقبلاً باستخدام وسائل وطرق معينة، واكتشاف نقاط قوة المؤسسة لتعزيزها ودعمها.

2: خطوات تقييم الأداء المالي

يمكن حصر خطوات تقييم الأداء المالي في الخطوات الأربعة التالية:

- الحصول على الكشوفات المالية السنوية للفترة وهي الميزانية وجدول حسابات النتائج، جدول تدفقات الخزينة، بيان تغيرات رؤوس الأموال الخاصة والملاحق، وذلك لأجل حساب مختلف النسب والمؤشرات والتي تتضمن الأداء المالي للمؤسسة خلال الفترة³؛

¹ - أمينة بوتواتة، تقييم الأداء المالي لمجمع سونطراك بالمقارنة بين أساليب التقييم الحديث والتقليدي -دراسة قياسية للفترة 2012-2015-، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، المجلد 6، العدد 1، 2019، ص 83.

² - نبيلة قدور، حمزة العرابي، المقارنة المرجعية كآلية حديثة لتقييم الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية- دراسة مقارنة بين مجمع صيدال ومؤسسة حكمة للأدوية-، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، المجلد 5، العدد 2، 2018، ص 188.

³ - بحري علي، مرجع سبق ذكره، ص 355.

- حساب مختلف مؤشرات تقييم الأداء كنسب الربحية، السيولة، النشاط، الرفع المالي والتوزيعات،... الخ وتتم بإعداد و اختيار الأدوات المالية التي تستخدم في عملية تقييم الأداء المالي بصورة كاملة¹؛
- دراسة وتقييم وتحليل النسب المالية، و بعد استخراج النتائج يتم معرفة الانحرافات و الفروقات ومواطن الضعف بالأداء المالي الفعلي من خلال مقارنته بالأداء المتوقع أو مقارنته مع أداء المؤسسات التي تعمل في نفس القطاع²؛
- وضع التوصيات الملائمة اعتمادا على عملية تقييم الأداء المالي من خلال نتائج النسب المحسوبة بعد تحديد الفروقات و معرفة أسبابها و أثرها على المؤسسة وذلك للتعامل معها ومعالجتها³.

ثانيا: ضرورة تقييم الأداء المالي

يبرز تقييم الأداء المالي دور المؤسسة في الاستخدام الأمثل للسيولة لتحقيق فوائد إيجابية من الأرباح، التي تعظم الثروة والقيمة السوقية للمؤسسة، وبالتالي تعظيم عائد السهم إذا كانت المؤسسة مدرجة في البورصة، ويتحقق ذلك من خلال تحقيق أقصى الإيرادات مقابل أقل مخاطر ممكنة، وذلك عن طريق السعي إلى إحداث نوع من التوازن الأمثل بين الربحية والسيولة في تسيير الأصول والخصوم، طالما أن الربحية والتمويل متغيران متناقضان من حيث الهدف و مرتبطين من حيث التأثير، فمن جهة تسعى المؤسسة إلى تغطية احتياجات دورة الاستغلال، ومن جهة أخرى تسعى إلى تحقيق أقصى الأرباح، وبالتالي نجد التمويل أحد القيود الهامة أمام تنفيذ القرارات المالية⁴.

ثالثا: متطلبات تقييم الأداء المالي

إن نجاح عملية تقييم الأداء المالي تتطلب توفر مجموعة من الشروط، من بينها:

1: ضرورة توضيح الأهداف

حتى تتم عملية تقييم الأداء المالي بشكل فعال وجيد يجب على المؤسسة تحديد أهدافها بشكل دقيق

وواضح⁵.

¹ - عبد الباقي بضيف وآخرون، تحليل العوامل المؤثرة على الأداء المالي للبنوك التجارية - دراسة قياسية على البنوك التجارية الجزائرية (2009-2016)، -، مجلة الباحث، العدد 1، 2018، ص 551.

² - نبيلة قدور، حمزة العرابي، مرجع سبق ذكره، ص 189.

³ - عبد الباقي بضيف وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 551.

⁴ - زيدي البشير، سعدي يحي، جودة التقارير المالية ودورها في تقييم الأداء المالي- دراسة حالة مجمع صيدال-، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، المجلد 2، العدد 9، 2016، ص 93.

⁵ - علي سماي، ليلي أولاد ابراهيم، تقييم أداء شركات التأمين باستخدام بطاقة الأداء المتوازن- دراسة ميدانية-، دراسات العدد الاقتصادي، المجلد 7، العدد 3، 2016، ص 148.

2: ضرورة وجود معايير واضحة للأداء

يعتبر تحديد المعايير محور ارتكاز في عملية تقييم الأداء المالي، وتعد الخطط والأهداف معايير للتقييم ويجب أن تكون المعايير واضحة للجميع ولا تحتمل التأويل، لأن وضوح المعايير يساعد الفرد في إنجاز أعماله وتحديد مستوى الأداء المطلوب منه، كما يساعد المسؤولين في عملية الرقابة والتقييم بناء على الأسس والمعايير المحددة¹.

3: ضرورة توافر نظام سليم وفعال للمعلومات

يعتمد تقييم الأداء المالي على ضرورة توافر البيانات التفصيلية والصحيحة في الوقت المناسب، حيث يستند المدراء عند مقارنتهم على المعلومات الموجودة في التقارير المالية والتي تلخص النتائج الفعلية، ولن يتحقق تقييم الأداء الجيد للمؤسسة إلا بتوفر نظام سليم وفعال لجميع المعلومات².

4: يجب أن يكون تقييم الأداء المستمر

ويعني أن تقييم الأداء لا يقتصر على فترة زمنية واحدة بل يجب أن يتم بصورة دورية ومنتظمة على فترات قصيرة نسبياً لتحديد الانحرافات لتصحيحها وتداركها في المستقبل، حيث يوجد بعض مراكز المسؤولية في إطار الوحدة الاقتصادية أكثر حساسية أي تخضع لتغيرات سريعة ذات أثر، وبالتالي يتطلب الأمر تتبعها وتقييمها على فترات قصيرة جداً³.

5: التكامل مع العملية الإدارية

إن فعالية نظام التقييم تتوقف إلى حد بعيد على تكامله مع نظم التخطيط والرقابة واتخاذ القرارات، وتتمثل فكرة التكامل بين التخطيط والتقييم على أساس أن كل مستوى من الخطط يوفر الأهداف التي تعتبر معايير للتقييم، أما التكامل مع اتخاذ القرارات يعني توفر المعلومات اللازمة للمدير قبل اتخاذ القرار وليس بعده⁴.

6: يجب أن يؤدي تقييم الأداء المالي لتحسينه

من الضروري أن يؤدي تقييم الأداء إلى نتائج إيجابية من ناحية تحسين الأداء وهذا يتطلب الاقتناع بأهمية تقييم الأداء، ويتحقق ذلك بتوافر بعض الشروط منها⁵:

¹ - زيبيدي البشير، سعدي يحيى، مرجع سبق ذكره، ص 94.

² - نفس المرجع، ص 94.

³ - حابي أحمد، زيبيدي البشير، مرجع سبق ذكره، ص 77.

⁴ - زيبيدي البشير، سعدي يحيى، مرجع سبق ذكره، ص 94.

⁵ - حابي أحمد، زيبيدي البشير، مرجع سبق ذكره، ص 77.

- يجب أن يكون الهدف من تقييم الأداء ليس فقط كشف أوجه الخلل والانحرافات إنما يؤدي أيضا إلى معرفة أسبابها وسبل علاجها؛
- تكامل عملية تقييم الأداء مع أنواع الرقابة الأخرى مثل الرقابة الخارجية والرقابة الداخلية؛
- يجب أن يكون نظام تقييم الأداء بسيطا والاكتفاء بأقل عدد ممكن من النماذج وبأقل عدد من المعايير والمؤشرات التي يتم من خلالها معرفة الأداء الفعلي.

المطلب الخامس: معايير ومصادر معلومات تقييم الأداء المالي

أولا: معايير تقييم الأداء المالي

من الضروري تحديد نسب معيارية تستخدم في متابعة تغير النسب المالية للمؤسسة حتى يتم مقارنتها مع معيار معين، وعموما تتمثل معايير تقييم الأداء المالي في:

1: المعايير التاريخية

تكون المعايير التاريخية مستمدة من فعاليات المؤسسة ذاتها، إذ تمكن المحلل المالي الداخلي فيها من حساب النسب المالية من الكشوفات المالية للسنوات السابقة لغرض رقابة الأداء من قبل الإدارة العليا والمالية، والكشف عن نقاط الضعف في المؤسسة من أجل معالجتها، وعن نقاط القوة لكي يتم دعمها وتعزيزها، كذلك يمكن أن يستفيد منها المحلل المالي الخارجي¹.

2: المعايير المطلقة

وهي تلك النسب أو المعدلات التي أصبح استعمالها في مجال التحليل المالي متعارف عليها في جميع المجالات رغم اختلاف نوع المؤسسة وعمرها ووقت التحليل وأغراض التحليل، ويؤخذ على هذا المؤشر أنه مؤشر مالي ضعيف التداول لكونه يعتمد على إيجاد صفات مشتركة بين مؤسسات متعددة وبين قطاعات مختلفة في طبيعة عملها، ومن أمثلة المعايير المطلقة المتعارف عليها نسبة التداول 2 ونسبة السيولة السريعة 1².

3: المعايير الصناعية

هي عبارة عن متوسط نسب مأخوذة لمجموعة كبيرة من المؤسسات التي تنتمي إلى صناعة واحدة عن فترة زمنية محددة، ويفيد هذا المعيار عند مقارنة النسب الخاصة بالمؤسسة محل الدراسة لمعرفة مركزها المالي

¹ - فلاح حسن الحسيني، مؤيد عبد الرحمن الدوري، إدارة البنوك مدخل كمي واستراتيجي معاصر، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2003، ص 238.

² - أمين السيد أحمد لطفي، التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص 312-313.

ومدى تحديد التطابق مع معدل الصناعة، حيث يتم تحديد أداء المؤسسة فهي إما أن تكون ضمن المعدل السائد أو أعلى منه أو أقل منه¹.

غير أن لهذا المعيار صعوبات في استخدامه تتمثل فيما يلي²:

- اختلاف الظروف والحجم والمستوى التكنولوجي وطرق الإنتاج لدى المؤسسات؛

- اختلاف الأساليب والنظم المحاسبية بين المؤسسات؛

- الاختلاف في الموقع الجغرافي؛

- الاختلاف في مصادر التمويل فمنها من يعتمد على الاقتراض ومنها من يعتمد على أمواله الخاصة ومنها من يجمع بين النوعين.

4: المعايير المستهدفة

وهي نسب تستهدف إدارة المؤسسة تحقيقها من خلال تنفيذ الموازنات والخطط، وبالتالي فإن مقارنة النسب

المتحققة مع تلك المستهدفة تبرز أوجه الاختلاف بين الأداء الفعلي والأداء المخطط، مما يستدعي اتخاذ

الإجراءات التصحيحية اللازمة³.

5: المعايير الإدارية (معايير التخطيط)

تتمثل هذه المعايير في المعايير المصممة من قبل إدارة المؤسسة والمبنية على الموازنات التقديرية المسبقة

لأنشطة المؤسسة المختلفة كالمبيعات والمشتريات (المواد)، الأجور والتكاليف الصناعية غير المباشرة والتكاليف

التسويقية والإدارية، وكذلك المعايير التي تضعها الإدارة للإيرادات والأرباح وفترات النشاط المختلفة، وهذه المعايير

تصمم بناء على الخبرات الفنية والخبرات السابقة للإدارة التي تمثل مؤشرا للأداء والتقييم وتحديد الانحرافات⁴.

ثانياً: مصادر معلومات تقييم الأداء المالي

تتم عملية تقييم الأداء المالي في المؤسسة من خلال توفر المعلومات التي تعتبر نقطة البداية، ويتم جمعها

من مصادر مختلفة، ويجب أن تتسم هذه المعلومات بالموضوعية والدقة وأن تكون في الوقت المناسب. ويمكن

تقسيم مصادر الحصول على المعلومات لغايات تقييم الأداء المالي إلى مصدرين رئيسيين هما:

¹ - نفس المرجع، ص 313.

² - نفس المرجع، ص 167.

³ - أسعد أحمد العلي، الإدارة المالية الأسس العلمية والتطبيقية، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2013، ص 78.

⁴ - منير شاكور محمد وآخرون، التحليل المالي مدخل صناعة القرارات، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2005، ص 85.

1: المصادر الخارجية

يتم الحصول على مصادر المعلومات الخارجية من مصادر عديدة أبرزها المعلومات والبيانات التي تصدرها أسواق المال والبورصات ومكاتب السماسرة... الخ، بالإضافة إلى البيانات والمعلومات التي يمكن الحصول عليها من الصحف اليومية والمجالات المتخصصة والمكاتب الاستشارية، كما يمكن الاعتماد أيضا على البيانات والمعلومات الاجتماعية والاقتصادية التي تترك أثرها على عمل المؤسسة في ظرف معينة كحالة التضخم أو الكساد الاقتصادي أو العكس حالة الانتعاش الاقتصادي، والحروب والكوارث الطبيعية التي تترك أثارا سلبية أو إيجابية على أداء المؤسسة بشكل عام¹. وعليه يمكن تصنيف هذه المعلومات إلى نوعين أساسيين من المعلومات هما:

1-1: المعلومات العامة

تتعلق هذه المعلومات بالظرف الاقتصادي حيث تبين الوضعية العامة للاقتصاد في فترة معينة، ويعود سبب اهتمام المؤسسة بهذا النوع من المعلومات هو تأثير نتائجها بطبيعة الحالة الاقتصادية للمحيط كالتضخم أو الكساد، وتساعد هذه المعلومات على تفسير نتائجها والوقوف على حقيقتها².

1-2: المعلومات القطاعية

تقوم بعض المنظمات المتخصصة بجمع المعلومات الخاصة بالقطاع ونشرها لتستفيد منها المؤسسات في إجراء مختلف الدراسات المالية والاقتصادية، فمثلا يجمع مركز الميزانيات لبنك فرنسا مختلف الحسابات السنوية التي تنشرها المؤسسات ثم يضعها في حسابات مجمعة وبعدها يستخلص منها نسب ومعلومات قطاعية تساعد المؤسسات في تقييم وضعيتها المالية بالمقارنة مع هذه السنة، وهذا النوع من المعلومات تتحصل عليه المؤسسة من إحدى الأطراف التالية: النقابات المهنية، النشرات الاقتصادية، المجالات المتخصصة وبعض المواقع على الانترنت³.

¹ - وليد ناجي الحياي، الاتجاهات المعاصرة في التحليل المالي (منهج علمي وعملي متكامل)، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2004، ص 27-28.

² - منير عوادي، مساهمة سوق الأوراق المالية في تمويل المؤسسة الاقتصادية، مجلة اقتصاد المال والأعمال، المجلد 1، العدد 1، 2016، ص 92.

³ - نفس المرجع، ص 92.

2: المصادر الداخلية

تتطوي تحت هذه المصادر كافة البيانات والمعلومات المحاسبية والإحصائية والإدارية التي يحصل عليها من المؤسسة نفسها، سواء كانت هذه البيانات مكتوبة أو شفوية، ويعتبر أهم مصدر ضمن المصادر الداخلية القوائم المالية وبيانات السجلات المحاسبية¹.

2-1: الميزانية

2-1-1: تعريف الميزانية

تعتبر الميزانية كجرد تقوم به المؤسسة في وقت معين لبيان ما تملكه من الأصول وما عليها من الخصوم، أي تعتبر الميزانية كجدول لاستعراض القيم الخاصة بالممتلكات التي تملكها المؤسسة والالتزامات في تاريخ معين، وعادة ما تنظم في بداية السنة المالية أو في آخرها².

2-1-2: مكونات الميزانية: تتكون ميزانية المؤسسة من جانبين هما الأصول والخصوم:

- الأصول

تعرف أيضا بالموجودات وهي الممتلكات المادية والمعنوية للمؤسسة (مثل المباني، المعدات، البضاعة والنقديات،... الخ)، وتظهر الأصول كيفية استخدام المؤسسة للأموال التي حصلت عليها من الشركاء أو المساهمين (رأس المال) أو من الغير (القروض بمختلف أنواعها)، كما تعرف أيضا الأصول بالاستعمالات لأنها تبين كيف استعملت المؤسسة التي حصلت عليها³ وتتصف جميع الأصول بصفة مشتركة وهي قدرتها على تزويد المؤسسة بمنافع اقتصادية مستقبلية، والتي تأخذ عادة شكل تدفقات نقدية داخلية للمؤسسة، ويتم تبويب الأصول حسب سهولة تسيلها إلى أصول متداولة كالمخزونات، النقديات،... الخ ثم أصول ثابتة كالأراضي، المباني، المعدات،... الخ⁴ وتتأثر الأصول بمجموعة من العوامل هي⁵:

- طبيعة النشاط الذي تمارسه المؤسسة هل هو تجاري أم صناعي أم زراعي؛

- أهداف المؤسسة هل تتركز على السيولة أم الربحية؛

¹ - وليد ناجي الحياي، مرجع سبق ذكره، ص 27.

² - غالمي العالية، التحليل المالي وأدوات التوازن المالي في إطار ميزانية المؤسسة التحليل المالي، مجلة مفاهيم للدراسات الفلسفية، العدد 1، 2018، ص 172.

³ - جمال معتوق، تحليل القوائم المالية المعدة وفق النظام المحاسبي المالي SCF - دراسة حالة: المؤسسة العمومية لإنتاج الحليب ومشتقاته، مجمع GIPLATT (وحدة ملبنة التل مزلق، سطيف) للفترة 2014-2014، مجلة العلوم الانسانية والاجتماعية، العدد 48، 2017، ص 79.

⁴ - رسوان حلوه حنان، نزار فليح البلداوي، مبادئ المحاسبة المالية، الطبعة الأولى، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص 63

⁵ - عبد الحليم كراجه وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 172.

- الشكل القانوني للمؤسسة (مؤسسة فردية، شركة مساهمة عامة، شركة أشخاص).

- الخصوم

تعبّر عن مصادر حصول المؤسسة على الأموال وتنقسم حسب درجة استحقاقها إلى ثلاث أقسام: أموال المؤسسة الخاصة أي حقوق المالكين لها، خصوم طويلة الأجل أو ما تسمى بالخصوم غير المتداولة كالقروض الطويلة الأجل، تستعملها المؤسسة لمواجهة الاستخدامات الطويلة الأجل، إلى جانب خصوم متداولة أو خصوم قصيرة الأجل كالموردين¹.

غير أنه يوجد أيضاً هناك مجموعة من العوامل تؤثر على جانب الخصوم هي²:

- طبيعة أسواق المؤسسة ومنها سياسة البيع والتوزيع المتبعة؛

- المرحلة التي وصلتها المؤسسة من مراحل النمو (النمو، البلوغ، الانحدار والإشباع)؛

- سياسة التمويل المتبعة في الإدارة؛

- توافر مصادر التمويل المختلفة.

2-2: جدول حسابات النتائج

يعد جدول حساب النتائج وثيقة محاسبية تستخدم في تقييم الأداء المالي كمنتم للميزانية المحاسبية، الغرض منه تحليل نتيجة السنة، فإذا كانت الميزانية تعطي وضعية المؤسسة في لحظة معينة عادة مع نهاية دورة معينة، فإن جدول حسابات النتائج يحلل أنشطة المؤسسة للحكم على نجاح أو فشل القرارات المالية المتخذة من طرف المؤسسة للوصول إلى القرارات التقويمية³، كما أن جدول حسابات النتائج يقيس قدرة المؤسسة على تحقيق الأرباح من خلال مقابلة الإيرادات المتعلقة بفترة محاسبية معينة بالتكاليف التي ساهمت في تحقيق تلك الإيرادات، وعليه فإن جدول حسابات النتائج يضم نوعين من المعلومات، إيرادات تعبر عن التدفقات الداخلة أو الزيادة في المنافع خلال فترة معينة كالمبيعات، الإنتاج، المخزون،... الخ، أما النوع الثاني من المعلومات فهو يضم المصاريف التي تعبر عن التدفقات النقدية الخارجة أو النقص في المنافع الاقتصادية خلال فترة معينة كمصاريف المستخدمين، المصاريف المالية، الضرائب والرسوم،... الخ⁴.

¹ - زاوي صورية، أثر إدارة الأرباح على جودة القوائم المالية للمؤسسة الاقتصادية، مجلة العلوم الإنسانية-جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد 47، 2017، ص 17.

² - عبد الحليم كراجة، علي الربابعة، مرجع سبق ذكره، ص 172.

³ - مبارك لسوس، التسيير المالي، مرجع سبق ذكره، ص ص 24-25.

⁴ - زاوي صورية، مرجع سبق ذكره، ص 17.

2-3: الملاحق

هي معلومات تفصيلية تلحق بالقوائم المالية بغرض إعطاء فهم أفضل للبنود الواردة بالقوائم المالية والسياسات المتبعة في إعداد القوائم المحاسبية عن بنودها كالسياسات المتعلقة بالأصول الثابتة¹. وهي قائمة نثرية لا يشترط أن تكون في جدول، تحتوي على كل التفاصيل المتعلقة بإعداد القوائم المالية من طرق محاسبية معتمدة، توضيحات فيما يخص المؤسسة، الارتباط والتنازل بين الوحدات وخبرات التقييم وغيرها من المعلومات التوضيحية التي يمكن أن تسجل في عدد من الصفحات².

تحتوي الملاحق على معلومات أساسية ذات دلالة تعتبر ضرورية لقراءة وفهم القوائم المالية، يمكن تلخيصها وتصنيفها كما يأتي³:

- معلومات اقتصادية: طرق التقييم، تطور بعض البنود، طرق حساب الاهتلاكات والمؤونات وخسائر القيمة، جرد للمحفظة المالية للقيم القابلة للتوظيف؛

- معلومات قانونية: مبلغ الالتزامات المالية، هيكل رأس المال الاجتماعي، القروض المضمونة؛

- معلومات جبائية: توزيع الضرائب بين النتيجة الجارية والنتيجة الاستثنائية؛

- معلومات اجتماعية: عدد العمال، مبلغ الأجور الإجمالية المدفوعة، المبالغ المسددة كامتيازات اجتماعية.

المبحث الثالث: مؤشرات تقييم الأداء المالي

تتم عملية تقييم الأداء من خلال مجموعة من المؤشرات المالية التي يتم استخراجها من القوائم المالية الخاصة بالمؤسسة، وهذه الأخيرة ومن أجل أن تكون ذات مدلول منطقي لا بد أن يتم مقارنتها بنسب نفسها على مدار عدة السنوات سابقة، أو مقارنتها بنسب معيارية لتحديد درجة الانحرافات واتخاذ الإجراءات التصحيحية في الوقت المناسب، الذي من شأنه أن يساعد المستثمر في التعرف والحكم على أداء المؤسسة بسهولة وذلك من خلال فهمه للتغيرات والنتائج من أجل اتخاذ القرار المناسب وفي الوقت المناسب، وفقا لما توفره له هذه المؤشرات من أرقام ونسب مئوية، وفي الغالب يتم تقييم الأداء المالي من خلال مجموعة من المؤشرات منها التقليدية التي

¹ - حكيم شبوطي، براهيم علي عباس، مدى أهمية محتوى القوائم المالية للمستثمرين في ظل التوجه نحو معايير الإبلاغ المالي الدولية، مجلة شعاع للدراسات الاقتصادية، العدد 3، 2018، ص 219.

² - بن رحمون سليم، القرارات الاستثمارية والإفصاح عنها في القوائم المالية للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 48، 2017، ص 606.

³ - زعفران منصورية، بودونات أسماء، جودة القوائم المالية في ظل النظام المحاسبي المالي - دراسة حالة لوحدة تغذية الأنعام لولاية مستغانم -، مجلة اقتصاديات الأعمال والتجارة، العدد 6، 2018، ص 193.

تسمح بتقييم أداء المؤسسة في مجالات السيولة والربحية والنشاط والمديونية ومؤشرات التوازن المالي، ومنها الحديثة التي تأخذ بعين الاعتبار العائد والمخاطرة عند عملية التقييم.

المطلب الأول: مفهوم مؤشر الأداء وشروطه

قبل التطرق إلى تقديم مؤشرات تقييم الأداء المالي سنقوم أولاً بتقديم تعريف المؤشر وأهم شروطه حتى يتسنى للقارئ الفهم الجيد لمدلول المؤشر.

أولاً: تعريف مؤشر الأداء

مؤشر الأداء عبارة عن " قيمة أو صفة مميزة تستخدم لقياس المخرجات أو النتائج لتحديد مدى ما تم تحقيقه من قبل المؤسسة"¹.

كما أن المؤشر عبارة عن علاقة يمكن الاستفادة منها في تقييم النشاط الكلي للمؤسسة الاقتصادية وأنشطتها الداخلية، بحيث يكون لكل مؤشر مقياس معدل خاص به حتى يكون ذا مدلول وليس مبهماً، كما يتضمن مدى يتراوح فيه الأداء الفعلي بحيث يكون أي انحراف عن هذا المدى غير مرغوب فيه إذا كان في غير صالح المؤسسة الاقتصادية². قد يكون مؤشر الأداء مؤشراً كلياً أو جزئياً (بالنسبة للمؤسسة)، وفعلياً أو مخططاً (نوع التقييم)، عينياً أو نقدياً (مجال التقييم)، وقد تكون المؤشرات نوعية أو كمية، كما يمكن أن تكون مقاييس للعديد من نواحي الجودة في المؤسسة أو البرنامج. كما أن المؤسسات تفرق بين مؤشرات الأداء للمدخلات والعمليات والمخرجات³. من خلال التعاريف السابقة نستخلص بأن المؤشر عبارة عن أداة توضح العلاقة بين عنصرين، حتى يسمح ذلك لإدارة المؤسسة بمقارنة نتائجها المحققة مع ما تم التخطيط لها.

ثانياً: شروط مؤشرات الأداء

من الشروط الواجب توافرها في مؤشر الأداء ما يلي⁴:

- 1: مباشر: أي أن يقيس المؤشر النتيجة التي يسعى لقياسها مباشرة، وألا يتم توجيهه لمستوى أعلى أو أدنى.
- 2: موضوعي: يجب أن يكون المؤشر واضحاً ليس به أي غموض خاصة بالنسبة لما تريد قياسه، كما يجب أن يتفق الجميع على طريقة التعليق أو الحكم على النتائج.

¹ - كامل أحمد أبو ماضي، قياس أداء مؤسسات القطاع العام في قطاع غزة باستخدام بطاقة الأداء المتوازن، أطروحة دكتوراه، جامعة الجليل، طرابلس، لبنان، 2015، ص 35.

² - محمد نواف عابدين، إياد سليم زملط، أثر الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على الأداء المالي للمصارف المدرجة في بورصة فلسطين: دراسة ميدانية، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، المجلد 5، العدد 2، 2018، ص 26.

³ - كامل أحمد أبو ماضي، مرجع سبق ذكره، ص 35.

⁴ - نفس المرجع، ص 36.

3: ملائم: يجب أن يقيس المؤشر النتيجة المرجوة بطريقة ملائمة، أما مسألة عدد المؤشرات الواجب استخدامها لقياس معيار عام أو نتيجة مطلوبة فيعتمد ذلك على مستوى المصادر المتاحة لمراقبة الأداء، ودرجة تعقيد النتيجة المطلوب قياسها وكمية المعلومات التي تحتاجها للوصول إلى قرارات موثوق بها.

4: عملي: خاصة إذا أمكن الحصول على البيانات بطريقة منتظمة وبتكلفة معقولة، حيث يطلب المديرون المعلومات التي يمكن جمعها بصفة مستمرة على أن تكون كافية لدعم قراراتهم.

المطلب الثاني: المؤشرات التقليدية لتقييم الأداء المالي

أولاً: النسب المالية

تعتبر النسب المالية من أهم أدوات التحليل المالي وأكثرها استخداماً في قبل المحللين الماليين، وذلك نظراً لما تتسم به من سهولة في استخراجها وفهمها وأيضاً قصر المدة الزمنية لحسابها، كما تعمل على توفير مؤشرات عديدة تمكن من تقييم الأداء المالي للمؤسسات في مختلف الأنشطة التي تقوم بها.

1: تعريف النسب المالية

تعرف النسب المالية بأنها علاقة بين عنصر وآخر، وهي إما أن تصور في شكل بسط أو كسر عشري، أو نسبة مئوية، فهي بشكل عام تعبر عن علاقة رياضية بين عنصر وآخر لقياس وزن العنصر الذي تدل عليه.¹ تعتبر النسب المالية من أكثر الأدوات استخداماً في تقييم الأداء المالي للمؤسسات، ودراسة الوضع المالي للمؤسسة والحكم على نتائج عملها، وتستند هذه النسب على القوائم المالية.²

النسب المالية هي عبارة عن علاقات بين القيم المحاسبية الواردة في الكشوفات المالية مرتبطة ومنظمة لتكون دالة لتقييم أداء نشاط معين عند فترة زمنية معينة.³

ويمكن القول بأن النسب المالية التي تستخدم في التحليل المالي تعبر عن العلاقة الرياضية بين بنود الميزانية الواحدة مع بعضها أو بنود قائمة الدخل مع بعضها أو بين قائمة الدخل وبنود الميزانية، بشرط أن يكون لها مدلول منطقي من وجهة نظر المحلل المالي.⁴ وتستخدم النسب المالية في العادة في تقييم أداء المؤسسة، حيث أن كلا من النسب تستخدم في تقييم جانب معين من جوانب نشاط المؤسسة، ويتم التقييم بمقارنة النسب

¹ - محمد المبروك أبو زيد، التحليل المالي شركات وأسواق مالية، الطبعة الثانية، دار المريخ للنشر، السعودية، 2009، ص 124.

² - Akhor Sadiq Oshoke, Jafaru Sumaina, **Performance Evaluation through Ratio Analysis**, Journal of Accounting and Financial Management, Vol. 1 No.8, 2015, p 3.

³ - عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، التحليل والتخطيط المالي اتجاهات معاصرة، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص 83.

⁴ - محمد المبروك أبو زيد، مرجع سبق ذكره، ص 125.

المحسوبة للمؤسسة بنسبة أخرى معيارية تسمى بمعيار الصناعة، الذي هو عبارة عن متوسط النسبة لمجموعة المؤسسات العاملة في نفس المجال، ثم الحكم على أداء المؤسسة في ضوء هذه المقارنة¹.

تعرف أيضا النسب المالية بأنها نسبة رقم معين من أرقام القوائم المالية إلى رقم آخر من أرقام نفس القائمة المالية، أو من قائمة ثانية بحيث يجب أن يكون أحدهما مقاما والثاني بسطا، ومن أجل أن تقدم النسبة مدلولاً ذو معنى لا بد أن تكون أرقام مقام وبسط المعادلة ذات علاقة سببية².

وفي ضوء ما تم تقديمه توصلنا إلى أن مختلف التعاريف التي نسبت للنسب المالية كلها اتفقت على أنها عبارة عن علاقة بين عنصرين ضمن القوائم المالية للمؤسسة، تستخدم في تقييم الأداء المالي بهدف الحصول على نتائج تساعد على معرفة أداء المؤسسة واتخاذ القرارات المناسبة.

2: أهمية النسب المالية

تكمن أهمية النسب المالية في النقاط التالية³:

- تستخدم النسب المالية لتقييم أداء المؤسسة وإنجازاتها؛
- أصبحت النسب المالية تمثل كمرجع للتخطيط بالنسبة للإدارة؛
- يمكن استخدام النسب المالية كأداة لتقييم حالة المؤسسة من منظور مالي؛
- تعد النسب المالية ذات أهمية للدائنين من خلال استخدامها لتقدير المخاطر المحتملة التي يجب مواجهتها فيما يتعلق بضمان استمرارية مدفوعات الفوائد وتسديد القروض؛
- تستخدم النسب المالية كتقييم لأصحاب المصلحة.

3: أنواع النسب المالية

يوجد عدد كبير وغير محدد من النسب المالية التي يمكن استخراجها من القوائم المالية، وفي الغالب يتم تقسيمها بناء على أسس ومعايير مختلفة كالغرض أو الهدف من التحليل. ومن بين هذه النسب نجد:

¹ - فايز تيم، مبادئ الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، 2013، ص 37.

² - زهرة حسن العماري، علي خلف الركابي، أهمية النسب المالية في تقويم الأداء - دراسة ميدانية في شركة المشاريع النفطية، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد 63، 2007، ص 114.

³ - Sabrin, Muhammad Nur Afiat, Sarqiah, **Analysis of Financial Performance in Lakamali Business Multipurpose Cooperative Wangi-Wangi Selatan District, Wakatobi Regency**, IOSR Journal of Business and Management, VoL 21, Issue 5, 2019, p 34.

3-1: نسب السيولة

أصبحت المؤسسات تولي اهتمام كبير بدرجة السيولة لديها، نظرا لأن البنوك ومختلف الموردين وكل الجهات الممولة للمؤسسة تركز على دراسة المركز المالي للمؤسسة ودرجة السيولة النقدية بها قبل منح القروض، من أجل حماية أنفسهم من مخاطر عدم قدرة المؤسسة على سداد مستحققاتها.

تشير السيولة عموما إلى قدرة المؤسسة على مواجهة التزاماتها قصيرة الأجل عندما يحين موعد استحقاقها، وهي تعتبر من بين الشروط الأساسية لوجود المؤسسة ونجاحها¹، بمعنى أن الأصول التي تكون رأس المال تتحول إلى نقدية والتي بدورها تستخدم في سداد تلك الالتزامات قصيرة الأجل، غير أنه قد تكون المؤسسة رابحة إلا أنها لا تمتلك السيولة الكافية لمواجهة التزاماتها الجارية²، وهي أيضا النسب التي تقيس العناصر السائلة والعناصر الأقرب إلى السيولة من أجل معرفة أن المؤسسة لا تعاني من عسر مالي في مجال سداد التزاماتها³.

وأهم نسب السيولة ما يلي:

3-1-1: نسبة التداول

وهذه النسبة تسمى أيضا بنسبة السيولة العادية، ويستفاد منها في معرفة مدى قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل⁴. أي توضح هذه النسبة مقدار الموارد المتاحة للمؤسسة في الأجل القصير لخدمة ديونها قصيرة الأجل، لذلك فهي تعتبر بمثابة هامش أمان⁵. وتحسب هذه النسبة بالعلاقة التالية⁶:

$$\text{نسبة التداول} = \frac{\text{الأصول المتداولة}}{\text{الخصوم المتداولة}} \dots (1-2)$$

تعمل هذه النسبة على قياس التوازن المالي، أي تحقيق التناسق بين الاستخدامات قصيرة الأجل والمصادر المالية قصيرة الأجل، أي يكون للمؤسسة المقدرة المالية الكافية لمواجهة التزاماتها المالية فوراً مع ضمان استمرار

¹ - Dušan BARAN, Andrej PASTÝR, Daniela BARANOVÁ, **FINANCIAL ANALYSIS OF A SELECTED COMPANY**, RESEARCH PAPERS FACULTY OF MATERIALS SCIENCE AND TECHNOLOGY IN TRNAVA SLOVAK UNIVERSITY OF TECHNOLOGY IN BRATISLAVA, Vol 24, No 37, 2016, p 78.

² - أمين السيد أحمد لطفي، مرجع سبق ذكره، ص 334.

³ - علي خلف عبد الله، وليد ناجي الحياي، **التحليل المالي للرقابة على الأداء والكشف عن الانحرافات**، الطبعة الأولى، مركز الكتاب الأكاديمي، عمان، 2015، ص 65.

⁴ - علي خلف عبد الله، وليد ناجي الحياي، مرجع سبق ذكره، ص 66.

⁵ - عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، **التحليل والتخطيط المالي اتجاهات معاصرة**، مرجع سبق ذكره، ص 90.

⁶ - Farman Ali Khan and Nawaz Ahmad, **Determinants of Dividend Payout: An Empirical Study of Pharmaceutical Companies of Pakistan Stock Exchange. (PSX)**, Journal of Financial Studies & Research., 2017, p, 6

النشاط، وحظيت هذه النسبة باهتمام المحللين وخاصة لأغراض تقييم الائتمان، وتم تحديد معيارا عاما لهذه النسبة وهو (1:2) ¹.

حيث كلما كانت هذه النسبة مرتفعة كان ذلك مؤشرا على ارتفاع قدرة المؤسسة على سداد التزاماتها الجارية، غير أن هذه النسبة يجب النظر إليها بدقة ذلك أنها لا تأخذ في الحسبان سيولة المكونات الجزئية للأصول المتداولة، بمعنى أن المؤسسة التي تتكون أصولها المتداولة بصفة أساسية من النقدية وأوراق القبض هي أكثر سيولة من مؤسسة أخرى تتكون أصولها المتداولة بصفة رئيسية من المخزون، لذلك يجب البحث عن أدوات أكثر دقة وهذا يقودنا إلى النسبة الثانية وهي نسبة السيولة السريعة ².

3-1-2- نسبة السيولة السريعة

إن الكثير من الأصول المتداولة لا تتحول بسهولة إلى نقدية ومن ثم لا يمكن استخدامها في سداد الديون أو التزامات الجارية، على سبيل المثال المخزون السلعي والذي يعتبر أقل سيولة من باقي الأصول المتداولة، وأكثرها عرضة للخسارة في حالة وجوب تحويله إلى نقد عن طريق التصفية كما يحتاج إلى فترة طويلة من أجل تحويله إلى سيولة، حيث يتحول المخزون عادة إلى مدينين أولا والتي تتحول بدورها إلى نقدية عندما يحين ميعاد استحقاقها ³. وتحسب على النحو التالي ⁴:

$$\text{نسبة السيولة السريعة} = \frac{\text{الأصول المتداولة-المخزون}}{\text{الخصوم المتداولة}} \dots\dots (2-2)$$

ويحكم على هذه النسبة من خلال المعيار النمطي (1:1)، حيث يفترض المعيار ضرورة أن يتوفر على الأقل دينار واحد من الأصول السريعة دون اللجوء للمخزون السلعي، لتغطية كل دينار من التزامات المتداولة دون أن تتأثر الأنشطة التشغيلية والعادية في المؤسسة بذلك السداد ⁵. غير أنه قد تستخدم أنواع أخرى من نسب السيولة لقياس قدرة المؤسسة على مواجهة التزاماتها قصيرة الأجل، من بين هذه النسب نسبة السيولة النقدية.

¹ منير شاكر محمد وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 72.

² - جمال الدين المرسي، أحمد عبد الله اللطح، مرجع سبق ذكره، ص 157.

³ - أمين السيد أحمد لطفي، مرجع سبق ذكره، ص 339.

⁴- Nabil M. Al-Nasser, *The Impact of Financial Analysis in Maximizing the Firm's Value "A Case Study on the Jordanian Industrial Companies"*, International Journal of Managerial Studies and Research, Vol 2, Issue 6, 2014, p 4.

⁵ - مؤيد راضي خنفرة، غسان فلاح المطارنة، تحليل القوائم المالية مدخل نظري وتطبيقي، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2006، ص 132.

3-1-3: نسبة السيولة النقدية

وهي عبارة عن نسبة عنصر النقدية والعناصر شبه النقدية إلى التزامات المتداولة، تعتبر هذه النسبة أكثر النسب تشدداً، وذلك لأنها لا تأخذ في الاعتبار المدينين والمخزون السلعي، وتقتصر على الأصول المتداولة التي تتسم بعدم تعرضها تقريبا لأي نقص في قيمتها عند التصفية ويسهل تحويلها إلى نقدية سائلة، مثل الأوراق قصيرة الأجل¹. وتحسب هذه النسبة وفق المعادلة التالية²:

$$\text{نسبة السيولة النقدية} = \frac{\text{النقدية} + \text{بنود شبه النقدية}}{\text{الخصوم المتداولة}} \dots\dots (3-2)$$

3-2-2: نسب المديونية

تظهر هذه النسب مدى مساهمة الديون سواء كانت ديون قصيرة أو طويلة الأجل في تمويل أصول المؤسسة مقارنة بمساهمة الملاك³، وتقيس هذه النسب درجة المديونية للمؤسسة على المدى الطويل وأهمية تلك الديون إلى رأس مال المؤسسة، وتكون مؤشرات دقيقة حول الوضع المالي للمؤسسة وتعبر عن قابلية المؤسسة على تسديد التزاماتها طويلة الأجل، مثل القروض المتوسطة والطويلة الأجل والسندات⁴.

يكون المحلل المالي مهتم بالديون طويلة الأجل لأن هذا الدين يلزم المؤسسة بدفع الفوائد في تواريخ محددة بالإضافة إلى أصل الدين على المدى الطويل، ولأن التزامات المؤسسة اتجاه الدائنين يجب الوفاء بها قبل توزيع الأرباح على المساهمين فإن المساهمين يهتمون بدرجة كبيرة على قدرة المؤسسة على الوفاء بديونها، وعليه كلما زاد استخدام المؤسسة للديون مقارنة مع إجمالي أصولها كلما زادت الرافعة المالية في المؤسسة، وهذا يعني تعظيم العائد والمخاطر المتأنتية من استخدام تمويل ذات تكلفة ثابتة⁵.

ومن بين نسب المديونية نجد:

3-2-1: نسبة الديون إلى إجمالي الأصول

تقيس هذه النسبة مدى مساهمة الأموال المقترضة في تمويل إجمالي الأصول سواء كانت ديون طويلة أو قصيرة الأجل، فإذا كانت النسبة عالية فإن ذلك يشكل خطورة على الدائنين بوجه خاص، أما إذا كانت منخفضة

¹ - محمد المبروك أبو زيد، مرجع سبق ذكره، ص 35.

² - نفس المرجع، ص 35.

³- Thomas Arkan, **The Importance of Financial Ratios in Predicting Stock Price Trends: A Case Study in Emerging Markets**, Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia nr 1, (79), 2016, p17.

⁴ - عدنان تايه النعيمي وآخرون، الإدارة المالية النظرية والتطبيق، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2007، ص 103.

⁵ - مؤيد عبد الرحمن الدوري، نور الدين أديب أبوزناد، التحليل المالي باستخدام الحاسوب، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، عما،

2006، ص 86.

فيعني ذلك أن المؤسسة تعمل على تقليل التمويل عن طريق الاقتراض وتعتمد على إمكانياتها الذاتية، لتوفير هامش أمان للدائنين يحميهم من احتمال تعرض المؤسسة للعسر المالي¹.
وتحسب وفق العلاقة التالية²:

$$\text{نسبة الديون إلى إجمالي الأصول} = \frac{\text{إجمالي الديون}}{\text{إجمالي الأصول}} \dots\dots (4-2)$$

3-2-2: نسبة الديون إلى حقوق الملكية

توضح هذه النسبة مدى الاعتماد على الخصوم بنوعها كمصدر من مصادر التمويل مقارنة بمصادر التمويل الداخلية (حقوق الملكية)، ولا شك أن مساهمة الملاك بالجزء الأكبر من تلك الأموال يزيد من اطمئنان الدائنين على مقدرة المؤسسة على تسديد التزاماتها، أي تقيس هذه النسبة مدى مساهمة الدائنين في أصول المؤسسة مقارنة بالمساهمين³. ويتم التعبير عنها بالمعادلة التالية⁴:

$$\text{نسبة الديون إلى حقوق الملكية} = \frac{\text{إجمالي الديون}}{\text{إجمالي حقوق الملكية}} \dots\dots (5-2)$$

3-2-3: نسبة هيكل رأس المال

تكشف هذه النسبة عن أهمية القروض طويلة الأجل التي تم الحصول عليها من الغير في هيكل رأس المال، وتعتبر بمثابة مؤشر للحكم على المخاطر المالية بشأن نسب التغطية⁵. وتحسب على النحو التالي:

$$\text{نسبة هيكل رأس المال} = \frac{\text{الديون طويلة الأجل}}{\text{مجموع مصادر التمويل طويلة الأجل}} \dots\dots (6-2)$$

3-2-4: نسبة الخصوم المتداولة إلى حقوق الملكية

¹ - علي عباس، الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 92.

²- Ajibola A, Wisdom O and Qudus OL, **Capital structure and financial performance of listed manufacturing firms in Nigeria**, , Journal of Research in International Business and Management, Vol. 5(1), 2018, p 9.

³ - أمين السيد أحمد لطفي، مرجع سبق ذكره، ص 350.

⁴- Muhammad Tahir, Muhammad Mushtaq, **Determinants of Dividend Payout: Evidence from listed Oil and Gas Companies of Pakistan**, Journal of Asian Finance, Economics and Business Vol 3, No 4, 2016, p 30.

⁵ - أمين السيد أحمد لطفي، مرجع سبق ذكره، ص 352.

وهذه النسبة تبين مقدار التمويل الذي تم عن طريق الخصوم المتداولة مقارنة مع حقوق الملكية، فإذا كانت مساهمة أموال الملكية في التمويل أقل من الديون قصيرة الأجل سيرفض أصحاب الديون طويلة الأجل المساهمة في تمويل هذه المؤسسة (إقراضها)، وهذه النسبة يمكن أن تكون مؤشر على درجة الخطورة لدى المؤسسة¹. ويمكن حساب هذه النسبة كما يلي²:

$$\text{نسبة الخصوم المتداولة إلى حقوق الملكية} = \frac{\text{الخصوم المتداولة}}{\text{إجمالي، حقوق الملكية}} \dots\dots (7-2)$$

3-2-5: نسبة حقوق الملكية

تستخدم هذه النسبة لتحديد الأهمية النسبية للأموال التي قدمها أصحاب المؤسسة لتمويل أصولها، وهذه النسبة المئوية المتممة لنسبة الدين إذا تم تحديد النسبة الأخيرة على أساس إجمالي الديون وليس الديون طويلة الأجل، حيث كلما ارتفعت نسبة الأموال المقدمة من مالكي المؤسسة كلما انخفضت درجة المخاطرة التي تواجهها الديون التي على المؤسسة، لأن الأموال الخاصة تشكل الضمان المقدم لأصحاب التزامات، وكذلك كلما ارتفعت هذه النسبة زادت قدرة المؤسسة على الاقتراض من الغير بضمان الأصول التي تمتلكها³. وتحسب هذه النسبة كالتالي⁴:

$$\text{نسبة حقوق الملكية} = \frac{\text{حقوق الملكية}}{\text{إجمالي الخصوم}} \dots\dots (8-2)$$

3-2-6: معدل تغطية الفوائد

يوضح هذا المعدل قدرة المؤسسة على تسديد تكاليف ديونها، وذلك من خلال ما تحققه المؤسسة من عوائد⁵. وكلما كان هذا المعدل كبير دل ذلك على أن المؤسسة قادرة على الإيفاء بالتزاماتها، وهذا المعدل يؤكد

¹ - مؤيد عبد الرحمن الدوري، نور الدين أديب أبوزناد، مرجع سبق ذكره، ص 88.

² - EZENWAKWELU, GODFREY CHINWEOBI, CAPITAL STRUCTURE AND COMMERCIAL BANKS PERFORMANCE IN NIGERIA, International Journal of Social Sciences and Humanities Reviews Vol.8, No.2, 2018, p 233.

³ - محمد تيسير الرجبي، تحليل القوائم المالية، الطبعة الأولى، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، 2014، ص 181.

⁴ - Mohammed Nuhu, Role of Ratio Analysis in Business Decisions: A Case Study NBC Maiduguri Plant, Journal of Educational and Social Research MCSER Publishing, Rome-Italy, Vol. 4 No.5, 2014, p 113 .

⁵- Thomas Arkan, Op. Cit. p 17.

عليه المقرضون والدائنون من أجل الاطمئنان قبل إعطاء أي قرض للمؤسسة، أي تزداد ثقة المقرضين بالمؤسسة. وتحسب من خلال العلاقة التالية¹:

$$\text{معدل تغطية الفوائد} = \frac{\text{الدخل قبل الفوائد و الضرائب}}{\text{الفوائد السنوية المدفوعة}} \dots\dots (9-2)$$

3-2-7: معدل تغطية الأعباء الثابتة

ويتم حساب هذه النسبة بقسمة الأرباح قبل اقتطاع الأعباء الثابتة على مجموع هذه الأعباء وهي الفائدة وأقساط الإيجار، الاحتياطات السنوية، الإهلاك، السندات والضرائب المرتبطة بهذه المخصصات، وتكمل هذه النسبة معدل تغطية الفائدة حيث أنها تأخذ في الاعتبار المشكلات التي يمكن أن تتعرض لها المؤسسة في حالة فشلها في سداد أقساط الإيجار وأقساط السندات، بالإضافة إلى العجز في مقابلة المدفوعات للفوائد².

3-3: نسب النشاط

إن الهدف من تحديد نسب النشاط هو تحديد مدى قدرة المؤسسة في إدارة الأصول الإجمالية، أي تقييم كفاءة استخدام الأصول الاقتصادية ومدى تحقيق رقم الأعمال الأمثل وأرباح مرتفعة³، حيث أن النشاط التشغيلي للمؤسسة يتطلب بعض الإستثمارات في الأصول قصيرة الأجل (المخزون السلعي والمدينين) أو الطويلة الأجل (الآلات والمعدات)، والنسب المالية للنشاط تصف العلاقة بين مستوى النشاط متمثلاً في المبيعات والأصول المطلوبة للمحافظة على النشاط التشغيلي للمؤسسة، وكلما كانت هذه المعدلات عالية كلما دل ذلك على فعالية عمليات و أنشطة المؤسسة، ويعني ذلك أن المؤسسة تحتاج إلى قدر صغير من الإستثمارات في الأصول لتحقيق مستوى النشاط الحالي⁴. ويمكن توضيح هذه النسب كالتالي:

3-3-1: معدل دوران إجمالي الأصول

يوضح هذا المعدل مدى نشاط الأصول وقدرتها على توليد المبيعات من خلال استخدام إجمالي أصول المؤسسة، كلما زاد هذا المعدل كان ذلك أفضل، ولكن يجب أن يراعى أن هذا المعدل يختلف من قطاع لآخر،

¹ - Enekwe, Chinedu Innocent, **THE RELATIONSHIP BETWEEN FINANCIAL RATIO ANALYSIS AND CORPORATE PROFITABILITY: A STUDY OF SELECTED QUOTED OIL AND GAS COMPANIES IN NIGERIA**, European Journal of Accounting, Auditing and Finance Research, Vol.3, No.2,2015, p 24.

² - عبد العزيز النجار، أساسيات الإدارة المالية، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2007، ص 45.

³ - يزيد تفرات، استخدام أدوات التحليل المالي في تشخيص الوضع المالي للمؤسسات الاقتصادية في ظل الإصلاح المحاسبي - دراسة حالة المؤسسة الوطنية لإنتاج اللوالب والسكاكين والصنابير BCR بولاية سطيف للفترة المالية (2011-2014) -، بحوث، المجلد 11، العدد 1، 2017، ص 130.

⁴ - كمال الدين الدهراوي، تحليل القوائم المالية لأغراض الاستثمار، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004، ص 263.

لأن بعض الأنشطة تحتاج إلى أصول ثابتة كبيرة بينما أنشطة أخرى قد تحتاج إلى أصول متداولة كبيرة¹. وبحسب وفق العلاقة التالية:

$$\text{معدل دوران إجمالي الأصول} = \frac{\text{المبيعات}}{\text{متوسط إجمالي الأصول}} \dots\dots (10-2)$$

3-3-2: معدل دوران الأصول الثابتة

تستعمل هذه النسبة كمقياس لمدى كفاءة المؤسسة في استخدام موجوداتها الثابتة لأجل تحقيق المبيعات²، وتعتبر هذه النسبة ذات دلالة جيدة خاصة إذا ما طبقت على المؤسسات الكبيرة، التي تشكل موجوداتها الثابتة الجزء الأساسي من إجمالي الإستثمارات الكلية لديها، وتحسب على النحو التالي:

$$\text{معدل دوران الأصول الثابتة} = \frac{\text{صافي المبيعات}}{\text{صافي الأصول الثابتة}} \dots\dots (11-2)$$

3-3-3: معدل دوران الأصول الجارية

يوضح معدل دوران الأصول الجارية مدى كفاءة المؤسسة في استخدام أصولها الجارية لتوليد المبيعات، وتستخدم هذه النسبة لقياس قيمة المبيعات التي تتولد عن كل وحدة نقدية من قيمة الأصول الجارية³. ويتم حسابه على النحو التالي:

$$\text{معدل دوران الأصول الجارية} = \frac{\text{صافي المبيعات}}{\text{صافي الأصول الجارية}} \dots\dots (12-2)$$

ويمكن مقارنة هذا المعدل بالمعدل الموجود في الصناعة التي تنتمي إليها المؤسسة نظرا لعدم وجود معدل نمطي، والمعدل المرتفع مؤشر على الكفاءة أو احتمال الاعتماد على رأس مال عمل قليل⁴.

3-3-4: معدل دوران الذمم المدينة

يقيس هذا المعدل العلاقة بين المبيعات ومتوسط رصيد حساب المدينين، وهو أحد مقاييس السيولة وأداة لتقييم جودة حساب المدينين، لأنه كلما ارتفع هذا المعدل كان هناك نشاط في تحصيل الديون وإعادة قيمتها إلى

¹ - شعيب شنوف، التحليل المالي الحديث طبقا للمعايير الدولية للإبلاغ المالي IFRS، الطبعة الثانية، دار زهران للنشر والتوزيع، الأردن، 2015، ص 239.

² - محمود عزت اللحام وآخرون، الإدارة المالية المعاصرة، الطبعة الأولى، دار الإصدار العلمي للنشر والتوزيع، عمان 2014، ص 218.

³ - يزيد تفرات، مرجع سبق ذكره، ص 130.

⁴ - عامر عبد الله، التحليل والتخطيط المالي المتقدم، الطبعة الأولى، دار البداية ناشرون وموزعون، عمان، 2015، ص 207.

دورة نشاط أو عمل المؤسسة، كما يقيس هذا المعدل عدد مرات تحويل متوسط رصيد المدينين إلى مبيعات خلال السنة المالية، ويفضل عند حساب هذا المعدل استخدام رقم المبيعات الآجلة¹.

ويتم حسابه وفق المعادلة التالية²:

$$\text{معدل دوران الذمم المدينة} = \frac{\text{صافي المبيعات الآجلة}}{\text{متوسط رصيد المدينين}} \dots\dots (13-2)$$

3-3-5: معدل فترة التحصيل

يقصد بفترة التحصيل الأيام التي تفصل بين صفقة البيع وتحصيل قيمة فواتير البيع، وهي مؤشر على نوعية المدينين³، كما يمكن تعريفه بأنه عدد الأيام اللازمة لتحصيل الرصيد القائم من الحسابات اللازمة في فترة معينة بافتراض التزام المدينين بالدفع في المواعيد المتفق عليها مسبقاً، ولأن الحسابات المدينة تنشأ من المبيعات الآجلة فيجب استبعاد أية مبيعات نقدية عند حساب هذا المعدل⁴. ويحسب على النحو التالي:

$$\text{معدل فترة التحصيل} = \frac{\text{عدد أيام السنة}}{\text{معدل دوران المدينين}} \dots\dots (14-2)$$

3-3-6: معدل دوران المخزون

تعبر هذه النسبة على عدد المرات التي يتحول فيها المخزون خلال السنة إلى مبيعات⁵. وتحسب من

خلال العلاقة التالية:

$$\text{معدل دوران المخزون السلعي} = \frac{\text{تكلفة البضاعة المباعة}}{\text{رصيد متوسط المخزون}} \dots\dots (15-2)$$

ولتحديد عدد الأيام التي يبقى فيها المخزون السلعي في مخازن المؤسسة نستخدم المعادلة التالية⁶:

$$\text{متوسط عدد أيام بقاء المخزون} = \frac{365}{\text{معدل دوران المخزون}} \dots\dots (16-2)$$

¹ - محمد تيسير الرجبى، مرجع سبق ذكره، ص 167.

²Enekwe, Chinedu Innocent, Op.Cit. p, 22.

³- M.Sunil Manohar Subbaiah and Others, **THE ROLE OF RATIO ANALYSIS IN FINANCIAL STATEMENT**, International Journal of Science Technology and Management, No 6, 2017, p 465.

⁴ - فيصل محمود الشواورة، مرجع سبق ذكره، ص 307.

⁵ - محمد المبروك أبو زيد، مرجع سبق ذكره، ص 149.

⁶ - كمال الدين الدهراوي، مرجع سبق ذكره، ص 264.

وكلما انخفض هذا المتوسط كلما كانت كفاءة إدارة المخزون عالية، حيث أن تكديس المخزون في المخازن لفترة طويلة يعرضها لمخاطر عديدة أهمها ارتفاع تكاليف الاحتفاظ بالمخزون واحتمال تعرضه لخطر التقادم أو التلف أو السرقة.

3-3-7: معدل دوران الذمم الدائنة

يحسب من خلال المعادلة التالية¹:

$$\text{متوسط عدد أيام بقاء المخزون} = \frac{\text{المشتريات الآجلة}}{\text{متوسط رصيد الدائنين}} \dots (17-2)$$

وتستخدم هذه النسبة للحكم على سرعة المؤسسة في تسديد التزاماتها التجارية قصيرة الأجل، ويرتبط ذلك بعدد مرات التسديد خلال فترة معينة، ويساعد معدل دوران الذمم المدينة في احتساب فترة دفع الذمم الدائنة بالأيام، وتسمى أيضا فترة الائتمان أو متوسط فترة التسديد من أجل معرفة الزمن الذي تستغرقه المؤسسة في تسديد ديونها التجارية². ويتم حساب متوسط فترة التسديد كما يلي:

$$\text{متوسط فترة التسديد} = \frac{365}{\text{معدل دوران الذمم الدائنة}} \dots \text{يوم} \dots (18-2)$$

3-3-8: معدل دوران رأس المال العامل

وتوضح هذه العلاقة فيما إذا كانت المؤسسة متوسعة في نشاطها أو تحتفظ بأصول سائلة أكثر من حاجتها³. أي تستخدم هذه النسبة لقياس كفاءة واستخدام رأس المال العامل لتوليد المبيعات، حيث يتم تحديد عدد مرات استخدامه خلال فترة زمنية معينة، لمعرفة تشغيل وحدة النقد الواحدة في تمويل العمليات وشراء المخزون السلعي وتحويلها إلى مبيعات⁴، ويحسب وفق الطريقة التالية:

$$\text{متوسط فترة التسديد} = \frac{\text{صافي المبيعات}}{\text{متوسط رأس المال العامل}} \dots (19-2)$$

إذ أنه كلما ارتفع معدل دوران صافي رأس المال العامل كلما زادت مبيعات المؤسسة بمقدار عدد مرات الأموال التي استخدمت في تمويل هذه المبيعات

¹- Enekwe, Chinedu Innocent, Op.Cit. p, 23.

² - فهمي مصطفى الشيخ، التحليل المالي، الطبعة الأولى، فلسطين، 2008، ص 64.

³ - فيصل محمود الشاورة، مرجع سبق ذكره، ص 314.

⁴ - فهمي مصطفى الشيخ، مرجع سبق ذكره، ص 60.

3-4: نسب الربحية

تعتبر الربحية هدف أساسي وأمر ضروري لبقاء المؤسسة واستمرارها وغاية يتطلع إليها المساهمون، وهي عبارة عن العلاقة بين الأرباح التي تحققها المؤسسة والاستثمارات التي ساهمت في تحقيق هذه الأرباح، لذا نجد جهدا كبيرا يوجه نحو الاستخدام الأمثل للموارد المتاحة بهدف تحقيق أفضل عائد ممكن للمساهمين، لا تقل قيمته عن العائد الممكن تحقيقه على الإستثمارات البديلة التي تتعرض لنفس الدرجة من المخاطر¹.

تستخدم نسب الربحية لتقييم قدرة المؤسسة على توليد الأرباح من أنشطتها التشغيلية مقارنة بمختلف التكاليف التي تحملتها خلال فترة محددة من الزمن، وهي بمثابة مؤشر لنمو المؤسسة ونجاحها، كما يعد تحليل الربحية ذات أهمية بالغة للمساهمين نظرا لأن الأرباح التي يحصلون عليها هي من قيمة الأرباح المتحققة، كما يهتم أيضا الدائنون بالربحية لأن ذلك يسمح لهم بتقييم قدرة المؤسسة على سداد التزاماتها المتعلقة بالديون والفائدة، أيضا تسمح الربحية بتقييم وقياس الأداء المالي للمؤسسة².

كما تقيس نسبة الربحية مدى تحقيق المؤسسة للمستويات المتعلقة بأداء الأنشطة وهيكل التكلفة، كما أنها تعبر عن محصلة نتائج السياسات والقرارات التي اتخذتها المؤسسة فيما يتعلق بالسيولة والرفع المالي، أي أنها تعبر عن الكفاءة العامة لإدارة المؤسسة³، ومن أهم نسب الربحية ما يلي:

3-4-1: هامش صافي الربح

تقيس هذه النسبة العلاقة بين صافي الربح والمبيعات كما تعكس كفاءة الإدارة في استغلال موارد المؤسسة في تحقيق الأرباح، فإذا كانت النسبة منخفضة فإن ذلك يعني عدم قدرة المؤسسة على تحقيق الأرباح ومن ثم يقل العائد المتوقع لحملة الأسهم، كما أن انخفاض النسبة أيضا يعني عدم قدرة المؤسسة على مواجهة صعوبات مالية قد تمر بها، والعكس إذا كانت النسبة مرتفعة يعكس قدرة المؤسسة على مواجهة الصعوبات المتعلقة بنقص السيولة أو انخفاض المبيعات في المستقبل⁴. تعتبر هذه النسبة مقياسا لمقدار صافي الربح الذي تحصل عليه المؤسسة من مبيعاتها بعد استبعاد التكاليف⁵، ويمكن حسابها على النحو التالي⁶:

¹ - نفس المرجع، ص 41.

² - Akhor Sadiq Oshoke, Jafaru Sumaina, **Performance Evaluation through Ratio Analysis**, Journal of Accounting and Financial Management, Vol. 1 No.8 2015, p 5.

³ - عبد العزيز النجار، مرجع سبق ذكره، ص 54.

⁴ - فارس جميل الصوفي، المعايير المحاسبية الدولية والأداء المالي للشركات الصناعية المساهمة العامة، الطبعة الأولى، دار جليس الزمان للنشر والتوزيع، عمان، 2012، ص 107.

⁵ - Amanj Mohamed Ahmed, **THE IMPACT OF FINANCIAL STATEMENT ANALYSIS ON THE PROFITABILITY ASSESSMENT (APPLIED STUDY OF KIRKUK COMPANY FOR PRODUCING CONSTRUCTIONAL MATERIALS)**, Studies and Scientific Researches. Economics Edition, No 28, 2018, p 21.

⁶ - Sonia Machfiro, Eko Ganis Sukoharsono, Nila Firdausi Nuzula, **THE RECIPROCAL EFFECT OF, LEVERAGE DIVIDEND POLICY, AND FINANCIAL PERFORMANCE: STUDY ON COMPARISON BETWEEN MINING**

$$\text{هامش صافي الربح} = \frac{\text{صافي الربح}}{\text{المبيعات}} \dots (2-20)$$

3-4-2: معدل العائد على إجمالي الأصول (Return On Assets) ROA

يعتبر هذا المقياس من أكثر المقاييس المالية شيوعاً، حيث يعبر عن العلاقة بين الأرباح وحجم الأموال المتاحة للإدارة بغض النظر عن الطريقة التي مولت بموجبها أصول المؤسسة¹، يهدف هذا المعدل لقياس قدرة المؤسسة على تحقيق أرباح كافية من خلال كفاءتها في استخدام أصولها²، يمثل العائد على الأصول القيمة الحالية للتدفقات النقدية خلال فترة الاستثمار، ويقدم حساب هذا المعدل للمستثمر والمسيرين رؤية حول المشروع، فهو يبين لهم ما إذا كان هذا المشروع يقدم عوائد أعلى من تكلفة الموارد المستخدمة فيه أم لا، فإذا كانت القيمة الحالية للتدفقات النقدية سالبة يتحتم على إدارة المؤسسة أن تعمل على تخفيض رأس مالها، والعكس في حالة تحقيق مردودية أعلى من تكلفة الموارد، في هذه الحالة يمكن تقديم مكافآت وتوزيعها على المساهمين، أو قد تعمل على رفع رأس مالها ولو من خلال احتجاز جزء من أرباحها إذا سمحت الخطط الإستراتيجية وإلا تلجأ إلى جلب الأموال من مصادر أخرى³، ويعبر أيضاً هذا المؤشر على ربحية الدينار الواحد المستثمر داخل المؤسسة وعليه فإن ارتفاعه مقارنة بالمعيار التاريخي أو الصناعي يعني كفاءة السياسات التشغيلية المختلفة في المؤسسة، بالإضافة إلى كفاءة القرارات المالية التي اتخذتها الإدارة المالية للمؤسسة⁴، ويحسب على النحو التالي⁵:

3-4-3: معدل العائد على حقوق الملكية (Return on Equity) ROE

اعتبر هذه المقياس لفترة طويلة مؤشراً متكاملًا لوصف العلاقة المتبادلة بين العائد والمخاطرة، حيث تمثل حقوق الملكية (الأموال الخاصة) مصدر للتمويل الداخلي لعمليات المؤسسة، إذ يعبر هذا المعدل عن العلاقة

AND TRADE, SERVICES, INVESTMENT COMPANIES LISTED ON INDONESIA STOCK EXCHANGE PERIOD OF 2010-2014, RJOAS, 3(63), 2017, p 126.

¹ - أحمد يوسف وآخرون، أثر استخدام نظم المعلومات المحاسبية المحوسبة على الأداء المالي- دراسة ميدانية على الشركات المساهمة العامة الصناعية الأردنية، مجلة الجامعة الإسلامية (سلسلة الدراسات الإنسانية)، المجلد 19، العدد 2، 2011، ص 1455.

²- David O. Obuya, **Debt Financing Option and Financial Performance of Micro and Small Enterprises: A Critical Literature Review**, International Journal of Business and Management; Vol. 12, No. 3, 2017, p 225.

³ - بريكة السعيد، مسعي سمير، تقييم المنشأة الاقتصادية: مدخل القيمة الاقتصادية المضافة EVA، الملتقى الدولي حول صنع القرار في المؤسسات الاقتصادية، يوم 14 أبريل 2009، جامعة محمد بوضياف المسيلة، الجزائر، ص 15.

⁴ - عمر عيد الجعدي، مدى اختلاف العلاقة لكل من ROA و EVA مع العوائد غير العادية للأسهم وتأثير العلاقة بنوع القطاع والحجم - دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في بورصة عمان-، مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية، المجلد 23، العدد 1، 2015، ص 215.

⁵- Roy Badar, Asif Saeed , **Impact Of Capital Structure On Performance Empirical Evidence From Sugar Sector Of Pakistan**, European Journal of Business and Management, Vol.5, No.5, 2013, p 82.

بين الأموال المستثمرة من قبل مالكي المؤسسة والعوائد المتأتية منها¹، كما تعبر هذه النسبة عن ربحية الدينار الواحد المستثمر من قبل ملاك المؤسسة، وكلما زادت هذه النسبة دلت على كفاءة الإدارة المالية في استغلال أموال الملاك لضمان عائد مرضي لهم، كما تعتبر من أهم النسب التي يتم تداولها في سوق الأوراق المالية، ويتحدد معدل العائد على حقوق الملكية من خلال العلاقة التالية²:

$$\text{ROE} = \frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{الأموال الخاصة}} \dots\dots (21-2)$$

3-4-4: ربحية السهم (EPS) (Earnings per Share)

تعتبر ربحية السهم بمثابة مؤشر مالي يتضمن معلومات مالية ذات أهمية كبيرة فيما يتعلق بتقييم الحالة المالية للمؤسسة، ويجب الإفصاح عنها و أن تكون متاحة لجميع المستثمرين من أجل اتخاذ قراراتهم الإستثمارية³. وتقيس ربحية السهم مقدار الأرباح التي يحصل عليها كل سهم من أسهم المؤسسة، أي مقدار الأرباح التي يحق للمساهمين العاديين الحصول عليها بعد اقتطاع نصيب الأسهم الممتازة وحملة السندات والضرائب⁴، وتحسب كالتالي⁵:

$$\text{ربحية السهم (EPS)} = \frac{\text{الأرباح الصافية بعد الضرائب}}{\text{عدد الأسهم العادية المكتتب بها}} \dots\dots (22-2)$$

3-4-5: معدل العائد على رأس المال المستثمر (ROI) (Return On Investment)

يقيس هذا المعدل العائد على رأس المال المستثمر الذي يشمل الديون طويلة الأجل والأموال الخاصة، ويفيد في معرفة قدرة المدير المالي على الاستغلال الأمل لأموال المساهمين والديون التي حصلت عليها المؤسسة⁶. كما تدل هذه النسبة على كفاءة وربحية المؤسسة من الإستثمارات، من وجهة نظر استثمارية فإن هذه

¹ - رامي أبو وادي، نهيل سقف الحيط، القيمة الاقتصادية المضافة كأداة مكملة لتقييم أداء المصارف التجارية الأردنية، مجلة جامعة النجاح للأبحاث (العلوم الإنسانية)، المجلد 30، العدد 12، 2016، ص 2500.

² - Umer Iqbal, Muhammad Usman, **Impact of Financial Leverage on Firm Performance**, SEISENSE Journal of Management, Vol 1, Issue 2, 2018, p 73.

³ - صايح مصطفى، بوتلجة عبد الناصر، الأرباح المحاسبية وعوائد الأسهم- دراسة قياسية لعينة من الشركات المدرجة في بورصات (السعودية، الكويت، قطر وأبوظبي)، مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي -جامعة المسيلة-، العدد 2، 2017، ص 8.

⁴ - Abdur Rahman, Abdul Wali Khan, **Effect of Dividend Policy on Firm's Performance: A Case Study of Cement Sector of Pakistan**, SEISENSE Journal of Management, Vol ,1 No, 5, 2018, p 10.

⁵ - Charles Yegon, Joseph Cheruiyot, Jane. Sang, **Effects of Dividend Policy on Firm's Financial Performance: Econometric Analysis of Listed Manufacturing Firms in Kenya**, Research Journal of Finance and Accounting, Vol.5, No.12, 2014, p 141.

⁶ - علي عباس، الإدارة المالية في منظمات الأعمال، الطبعة الأولى، دار مكتبة الرائد العلمية، عمان، 2002، ص 78.

النسبة يجب أن تكون أعلى من معدل الاقتراض وإلا فإن الزيادة في الاقتراض ستؤدي إلى تخفيض أرباح المساهمين¹، ويمكن حساب هذا المعدل من خلال العلاقة التالية:

$$\text{معدل العائد على رأس المال المستثمر} = \frac{\text{الأرباح الصافية}}{\text{رأس المال المستثمر}} \dots (2-23)$$

4: عيوب استخدام النسب المالية في تقييم الأداء المالي

- على الرغم من الأهمية التي تحظى بها النسب المالية كأداة لتقييم الأداء المالي إلا أنها تعاني القصور من زوايا عديدة تحد من فعاليتها ودورها، ويمكننا حصر أهم نواحي القصور في النقاط التالية²:
- إن النسب المالية تعتمد على مدى سلامة الأرقام الواردة في القوائم المالية والتقارير المالية؛
- صعوبة تحديد الأسس التي يتم عليها مقارنة النسب المالية؛
- اختلاف التعريفات الخاصة ببنود الميزانية العمومية وقائمة الدخل من مؤسسة إلى أخرى مما يجعل تفسيرات النسب المالية في كثير من الحالات غير واضحة؛
- إن النسب المالية تحسب من بيانات مالية سابقة مما يجعلها ليست ذات دلالة في المستقبل؛
- إن إعداد القوائم المالية يتم على أساس القيمة التاريخية للأصول وهذا الأساس يكون في التحليل مظلا في كثير من الحالات؛
- تعبر قائمة المركز المالي عن الأرصدة النقدية في تاريخ معين بينما الحركة النقدية تتسم بالحركة لا بالسكون.

ثانياً: مؤشرات التوازن المالي

حتى تكون المؤسسة في وضعية مالية متوازنة يجب عليها أن تحترم قاعدة تمويل أصولها الثابتة بمصادر تمويل طويلة الأجل وتمويل أصولها المتداولة عن طريق مصادر التمويل قصيرة الأجل، وتعرف هذه القاعدة باسم قاعدة التوازن المالي الأدنى.

وعليه فإن مفهوم التوازن المالي يرتكز على مدى التوافق بين مصادر التمويل واستخداماتها في الأصول من حيث الآجال الزمنية للاستحقاق، وهو إمكانية تطبيق منهج التغطية في التمويل أي تحقيق مبدأ الملائمة، وذلك بمعنى ضرورة تمويل كل أصل من أصول المؤسسة عن طريق مصدر تمويلي بنفس الاستحقاق تقريباً³.

¹ - فهمي مصطفى الشيخ، مرجع سبق ذكره، ص 48.

² - محمد محمود الخطيب، مرجع سبق ذكره، ص 57.

³ - المهدي حجاج، بلال شيخي، تفسير أثر الاهتلاك على التوازن المالي في ظل تطبيق النظام المحاسبي المالي، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية جامعة الوادي، المجلد 2، العدد 7، 2014، ص 252.

وتتمثل مؤشرات التوازن المالي في كل من رأس المال لعامل والاحتياج في رأس المال العامل والخزينة.

وفيما يلي عرض هذه المؤشرات:

1: رأس المال العامل

1-1: تعريف رأس المال العامل

يعتبر رأس المال العامل أداة من أدوات التحليل المالي المستعملة في تقييم الأداء المالي للمؤسسة والحكم على مدى توازنها المالي، خاصة على المدى القصير وذلك بتاريخ معين، ويتمثل في ذلك الجزء من الأموال الدائمة المستخدم في تمويل جزء من الأصول المتداولة بعد تمويل كل الأصول الثابتة¹.

1-2: حساب رأس المال العامل

يمكن حساب رأس المال العامل من منظور زاويتين للميزانية هما منظور أعلى الميزانية ومنظور أدنى الميزانية²:

1-2-1: من منظور أعلى الميزانية: يتمثل رأس المال العامل في الفائض من الأموال الدائمة بالنسبة للأصول الثابتة. ويحسب بالطريقة التالية:

$$\text{رأس المال العامل} = \text{الأموال الدائمة} - \text{الأصول الثابتة} \dots (2-24)$$

1-2-2: من منظور أسفل الميزانية: يعرف على أنه ذلك الفائض من الأصول المتداولة بالنسبة للديون قصيرة الأجل. ويحسب كما يلي:

$$\text{رأس المال العامل} = \text{الأصول المتداولة} - \text{الخصوم المتداولة} \dots (2-25)$$

1-3: حالات رأس المال العامل

يمكن التمييز بين ثلاث حالات رأس المال العامل من خلال حسابنا لعلاقته من أسفل الميزانية لأنها أكثر دلالة على التوازن المالي.

¹ - زغيب مليكة، بوشنقىر ميلود، التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2011، ص 49.

² - شعيب شنوف، مرجع سبق ذكره، ص 127.

1-3-1: الحالة الأولى: رأس المال العامل موجب

ويعني ذلك أن أصول المؤسسة المتداولة أكبر من ديونها قصيرة الأجل، مما يدل على وجود فائض في السيولة، يزيد من قدرة المؤسسة على تسديد ديونها في تاريخ استحقاقها، كما يساعدها على مواجهة الاضطرابات التي قد تحدث في دورة الاستغلال¹.

1-3-2: الحالة الثانية: رأس المال العامل سالب

ويعني ذلك أن الأصول المتداولة أقل من الخصوم المتداولة، وهذا يجعل المؤسسة تقع في صعوبات في الأجل القصير مما يجعلها غير قادرة على الوفاء بالتزاماتها اتجاه الغير، كما يدل هذا أيضا على وجود جزء من الأصول الثابتة ممول بالديون قصيرة الأجل².

1-3-3: الحالة الثالثة: رأس المال العامل معدوم

يعني أن الأصول المتداولة للمؤسسة تساوي الخصوم المتداولة، وهو شكل التوازن المالي الأدنى، أي أن المؤسسة قادرة على الوفاء بديونها في موعد استحقاقها³.

2: الاحتياج في رأس المال العامل

1-2: تعريف الاحتياج في رأس المال العامل

الاحتياج في رأس المال العامل مرتبط بدورة الاستغلال وبالتسيير في المدى القصير أو المتوسط في حدود السنة المالية الواحدة، وتحليل التطور لما تملكه المؤسسة من أصول لأقل من سنة في صورة مخزون وحقوق العملاء، وما تحتاجه من مصادر لتمويل تلك الأصول⁴. وعليه فهو ذلك الجزء من احتياجات دورة الاستغلال التي لم يتم تغطيتها عن طريق الديون قصيرة الأجل، وتنتج هذه الحاجة عن التفاوت الزمني بين المشتريات، المبيعات والمدفوعات⁵.

2-2: حساب الاحتياج في رأس المال العامل: يحسب من خلال العلاقة التالية:

$$\text{الاحتياج في رأس المال العامل} = (\text{الأصول المتداولة-النقدية}) - (\text{الخصوم المتداولة- السلفات المصرفية}) \dots (2-26)$$

¹ - ريمة يونس، مقارنة نتائج التحليل المالي بين تطبيق الأساليب التقليدية والأساليب الحديثة- دراسة حالة الشركة الوطنية للتأمين SAA، مجلة معهد العلوم الاقتصادية، المجلد 20، العدد 2، 2016، ص 53.

² - شعيب شنوف، مرجع سبق ذكره، ص 128.

³ - نفس المرجع، ص 128.

⁴ - ناصر دادي عدون وآخرون، دراسة الحالات في المحاسبة ومالية المؤسسة، الطبعة الأولى، دار المحمدية، الجزائر، 2008، ص 74.

⁵ - ردة خديجة، طاري محمد العربي، الأدوات المستخدمة في تحليل القوائم المالية وأهميتها كألية لتشخيص الوضع المالي للمؤسسات، مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبة، المجلد 2، العدد 3، 2017، ص 109.

وقد تم استبعاد النقدية لأنها لا تعتبر من احتياجات الدورة، كما أن السلفات المصرفية أيضا عبارة عن ديون سائلة مدتها قصيرة جدا ولا تدخل ضمن موارد الدورة، لأننا تقتض غالبا في نهاية الدورة للتسوية¹.

2-3: حالات الاحتياج في رأس المال العامل

يأخذ الاحتياج في رأس المال العامل ثلاث حالات هي²:

2-3-1: احتياج رأس المال العامل موجب

يدل على أن موارد الدورة لم تكفي لتغطية احتياجات الدورة، أي أن المؤسسة بحاجة إلى مصادر أخرى تزيد مدتها عن سنة لتغطية احتياجاتها.

2-3-2: احتياج رأس المال العامل سالب

يدل على أن المؤسسة قد غطت جميع احتياجات دورتها، ما يشير ذلك للوضع المالي المريح للمؤسسة. 2-3-3: احتياج رأس المال العامل معدوم: يشير إلى أن موارد الدورة تغطي الاحتياجات، أي أن المؤسسة تقوم بالاستغلال الأمثل لمواردها.

3: الخزينة

يقصد بالخزينة مجموع الأموال التي بحوزة المؤسسة لمدة دورة الاستغلال، وهي تشمل صافي القيم الجاهزة، أي ما تستطيع المؤسسة التصرف فيه فعلا من مبالغ سائلة خلال دورة الاستغلال³. ويمكن حسابها كما يلي⁴:

$$\text{الخزينة} = \text{رأس المال العامل} - \text{الاحتياج في رأس المال} \dots (2-27)$$

أو من خلال العلاقة التالية⁵:

$$\text{الخزينة} = \text{القيم الجاهزة} - \text{السلفات المصرفية} \dots (2-28)$$

3-1: حالات الخزينة: يمكن التمييز بين ثلاث حالات للخزينة هي:

¹ - زغيب مليكة، بوشنقير ميلود، مرجع سبق ذكره، ص 53.

² - ريمة بونس، مرجع سبق ذكره، ص 53.

³ - خطاب دلال، زعيبي نور الدين، تحليل وتقييم الأداء المالي باستخدام المؤشرات المالية - دراسة تطبيقية لمؤسسة أرسيلور ميتال عنابة (2013-2014)، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، المجلد 4، العدد 1، 2018، ص 202.

⁴ - نفس المرجع، ص 202.

⁵ - زغيب مليكة، بوشنقير ميلود، مرجع سبق ذكره، ص 53.

3-1-1: الخزينة موجبة: وهذا يعني أن رأس المال العامل أكبر من الاحتياج في رأس المال العامل، في هذه الحالة قامت المؤسسة بتجميد جزء من أموالها الثابتة لتغطية رأس المال العامل، مما يطرح عليها مشكلة الربحية أي تكلفة الفرصة الضائعة¹.

3-1-2: الخزينة سالبة: أي أن رأس المال العامل أقل من احتياج رأس المال العامل، وعليه فإن المؤسسة في حالة عجز أي غير قادرة على تسديد ديونها في آجالها².

3-1-3: الخزينة الصفريّة: بمعنى أننا أمام الخزينة المثلى والوصول إلى هذه الحالة يتم بالاستخدام الأمثل للموارد المتاحة للمؤسسة وفق الإمكانيات المتاحة عن طريق تفادي مشاكل عدم التسديد، وبالتالي التحكم في السيولة دون التأثير على الربحية³.

المطلب الثالث: المؤشرات الحديثة لتقييم الأداء المالي

نتيجة الانتقادات التي تعرضت لها المؤشرات التقليدية لتقييم الأداء المالي لأنها لا تأخذ بعين الاعتبار العلاقة بين العائد والمخاطرة ظهرت مؤشرات حديثة، التي تعتبر من أهم المؤشرات التي تسمح بتقييم الأداء المالي للمؤسسة أو التنبؤ بمستقبلها المالي كما تسمح للمؤسسة بتحسين العلاقات الداخلية والخارجية بالمستثمرين، مما يساعد ذلك على اتخاذ القرارات التشغيلية والاستراتيجية بما يخدم أهداف المؤسسة، وتتميز هذه المؤشرات بسهولة تطبيقها ودقة وواقعية نتائجها. وقد تعددت وتتنوع مقاييس التقييم الحديثة من بينها:

أولاً: القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) (Economic Value added)

1: مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)

تم التعرف على مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة بشكل واسع من قبل موظفي الخزنة الأمريكية في القرن الثامن عشر، ليستخدم من قبل الحكومات كمقياس للدخل الحكومي، وتعود الجذور التاريخية لمفهوم القيمة الاقتصادية المضافة إلى ثلاثة رواد من الاقتصاد الأمريكي في القرن العشرين، (Irving Fisher) خلال العام

¹ - شعيب شنوف، مرجع سبق ذكره، ص 130.

² - مداني بن بلغيث، عبد القادر دشاش، انعكاسات تطبيق النظام المحاسبي المالي على التشخيص المالي للمؤسسة - دراسة حالة مطاحن الواحات -، ملتقى دولي حول النظام المحاسبي المالي في مواجهة المعايير الدولية للمحاسبة التحدي والمعايير الدولية للمراجعة، يومي 13 و 14 ديسمبر 2011، ص 24.

³ - نفس المرجع، ص 25.

1930، (Modigliani & Miller) منذ بداية 1950 إلى نهاية العام 1960، وذلك بأنهم قدموا المعنى المتكامل لمفهوم الربح الاقتصادي في تقييم الوضع المالي للمؤسسة¹.

منذ بداية التسعينات أصبح مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة موضوعا مثيرا للاهتمام، فانتشر على نطاق واسع وتضمنته العديد من البحوث المالية والاقتصادية من وجهات نظر مختلفة، وقد كانت بداية ظهور هذا المؤشر مع اقتراح شركة (Stern & Stewart) في عام 1991 هذا المفهوم كمقياس حديث لتقييم الأداء المالي للمؤسسة، بوصفها أن القيمة الاقتصادية المضافة تعكس فقط القيمة المضافة التي تتمكن المؤسسة من تحقيقها بعد خصم تكلفة رأس المال المستثمر المكون من الديون طويلة الأجل والأموال الخاصة².

تعتبر القيمة الاقتصادية المضافة الشكل المطور لمفهوم الربح المتبقي وامتدادا له، فكرة القيمة الاقتصادية المضافة هو اكتشاف جديد إلى حد ما لكن المفهوم قديم، فهي لا تختلف بشكل أساسي عن فكرة الدخل المتبقي، وأساس القيمة الاقتصادية المضافة أنها تقنية توفر وسيلة لحساب القيمة الاقتصادية التي أنشأتها المؤسسة على المدى القصير، كما تعد المتغير الأساسي الذي يحرك صناعة القرارات الإستراتيجية³.

ويمكن الفرق بين المفهومين في الغرض من الاستعمال، حيث استعمل مؤشر الربح الاقتصادي لخدمة مسيري المؤسسات في سنوات الستينات من القرن الماضي كأداة لتقييم الأداء الداخلي للمؤسسة ومختلف وحداتها (مؤشر داخلي)، بينما استعمل مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة لخدمة المساهمين منذ بداية الثمانينات من القرن الماضي، كأداة اتصال يستعملها المسيريون لتوصيل معلومات حول أداء المؤسسة خاصة المدرجة منها في البورصة⁴، يضاف لذلك أن الربح المتبقي يأخذ في حسابه تكلفة الفرصة الداخلية ممثلة في مصاريف مالية داخلية، بينما تعتمد القيمة الاقتصادية المضافة على مفهوم تكلفة رأس المال والتي تسمح بالانتقال من قياس النتيجة كما هو الحال في الربح المتبقي إلى قياس فائض⁵.

وعليه تعرف القيمة الاقتصادية المضافة بأنها "مؤشر لقياس الأداء وفي نفس الوقت طريقة للتسيير، كما أنه طريقة للتحفيز بحيث نجده يقوم بقياس أداء مسيري المؤسسات أمام المساهمين، فبذلك تصبح وسيلة تدفع

¹ - إياد طاهر محمد، برشك صالح العسكري، قياس وتحليل النجاح المالي وفق المؤشرات المالية الحديثة- دراسة تطبيقية في سوق أبوظبي المالي، مجلة دراسات اقتصادية، العدد 38، 2019، ص 25.

² - Seoki Lee, Woo Gon Kim, **EVA, refined EVA, MVA, or traditional performance measures for the hospitality industry?**, International Journal of Hospitality Management (28), 2009, p 439.

³ - سويسي الهواري، رضاني حميدة، 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 2، 2017، ص 800.

⁴ - هواري سويسي، دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة، مجلة الباحث، 2009-2010، ص 60.

⁵ - سويسي الهواري، رضاني حميدة، مرجع سبق ذكره، ص 801.

المسيرين لبذل جهود نحو تحسين أداء مؤسساتهم، ويتم وفق هذا المؤشر ربط المسيرين بالمؤسسة و تحسيسهم بها وفق منطق النتائج من خلال العلاقة التي تربط النتائج بالأموال التي تحت تصرف كل مسير من جهة، وفق تكلفة رأس المال التي تمثل التعويض الذي يحصل عليه أصحاب الأموال ممثلين في المساهمين بالدرجة الأولى من جهة ثانية¹.

2: حساب القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)

يستخدم مقياس القيمة الاقتصادية المضافة لتحديد الربحية الصحيحة التي تحققها الوحدة من أجل تحقيق أفضل قيمة لحملة الأسهم، وتستخدم خمس خطوات أساسية لحساب القيمة الاقتصادية المضافة هي²:

- الإطلاع ومعاينة البيانات المالية للوحدات: ونستطيع الحصول على هذه البيانات بالاعتماد على القوائم المالية، وفي أغلب الأحيان يتم أخذ البيانات المالية لسنتين لإجراء عملية القياس؛
- تحديد رأس المال المستثمر: إن المبادئ المحاسبية المقبولة قبولاً عاماً كثيراً ما تضلل في وصف الوضع المالي الحقيقي للمؤسسة؛

- حساب التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال (WACC)؛

- حساب صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة NOPT: يقصد به نتيجة الاستغلال بعد الضريبة أو النتيجة المالية الخالية من أثر الإستثمار والتمويل؛

- حساب القيمة الاقتصادية المضافة EVA.

هناك طريقتين لحساب القيمة الاقتصادية المضافة هما:

الطريقة الأولى³:

$$EVA = NOPT - (Wacc \times CI) \dots \dots (29-2)$$

حيث أن: NOPT: نتيجة الاستغلال الصافية بعد الضرائب؛ Wacc: التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال؛

CI: رأس المال المستثمر.

الطريقة الثانية⁴:

$$EVA = (ROI - CMPC) \times CI \dots \dots (30-2)$$

¹ - معاليم سعاد، بوحفص سميحة، إنشاء القيمة في المؤسسة وفق مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA- دراسة حالة مؤسسة صناعة الكوابل فرع جنرال كابل-بسكر-، مجلة العلوم الإنسانية والاجتماعية، العدد 30، 2017، ص 405.

² - أمينة بوتواتة، مرجع سبق ذكره، ص ص 84-85.

³ - John Beneke, BENCHMARKING VALUE CREATION OF COMPANIES LISTED ON THE JSE'S ALTX, INTERNATIONAL JOURNAL OF ECONOMICS AND FINANCE STUDIES Vol 8, No 1, 2016, p 138.

⁴ - أمينة بوتواتة، مرجع سبق ذكره، ص 86.

ثانيا: القيمة السوقية المضافة (MVA) (Market Value added)

1: تعريف القيمة السوقية المضافة (MVA)

يقصد بالقيمة السوقية المضافة الفرق بين القيمة السوقية للمؤسسة ورأس المال المستثمر بها من قبل الملاك والمقرضين، وبهذه الصورة التحليلية فإن القيمة السوقية المضافة- وفق وجهة نظر الشركة المسوقة- تعد معيارا فائقا وشاملا في قياس وخلق الثروة، كما أنها المقياس للفاعلية التشغيلية في شركات الأعمال وفقا لقدرتها وكفاءتها في ربط العوامل التي تعود إلى نجاح المؤسسة وفعاليتها¹.

حيث تعتبر القيمة السوقية المضافة إحدى الأدوات المهمة في خلق القيمة لثروة المساهمين، ولذلك فإن معيار قياس الأداء الجيد للمؤسسات يكمن في تحقيق قيمة سوقية مضافة موجبة، كونها مقياس جوهرى يلخص الأداء الإداري والتشغيلي للمؤسسة وقدرتها على إدارة مواردها بهدف تعظيم ثروة المساهمين².

2: حساب القيمة السوقية المضافة (MVA): وتحسب وفقا لطريقتين هما:

- طريقة خصم القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) المستقبلية للمؤسسة: وفقا لهذه الطريقة يتم حسابها

السوقية المضافة كالتالي³:

$$MVA = \sum_{t=1}^n \frac{EVA}{(1+K)^t} \dots \dots (31-2)$$

- طريقة الفرق بين القيمة السوقية للأسهم والقيمة الدفترية لحقوق الملكية: وتحسب القيمة السوقية المضافة وفقا لهذه الطريقة كالتالي⁴:

$$MVA = \text{القيمة السوقية للأسهم} - \text{القيمة الدفترية لحقوق الملكية} \dots (32-2)$$

ثالثا: مؤشر Tobin's Q

تم إدخال نسبة Tobin's Q بواسطة العالم جيمس توبين باعتبارها مؤشر للتنبؤ بالربحية المستقبلية للاستثمار، ويتم تعريفها على أنها نسبة القيمة السوقية للمؤسسة إلى تكلفة الإحلال أو الاستبدال، وهي أداة تستخدم عادة في مجال الاقتصاد والتمويل كمؤشر للحكم على أداء المؤسسات⁵. وتستجيب هذه النسبة إلى للتغير في

¹ - بنية حيزية، مكيدعلي، دراسة تحليلية للأساليب الحديثة لقياس الأداء المالي- دراسة حالة مؤسسة الاسمنت السعودية، أبعاد اقتصادية، المجلد 6، العدد، 2، 2018، ص 454.

² - حشماوي محمد، الأغا سعاد، نماذج التحليل المالي عن طريق قياس مساهمة المؤسسة في خلق القيمة، المدير، العدد 6، 2018، ص 13.

³ - سويسي الهواري، رضاني حميدة، مرجع سبق ذكره، ص 804.

⁴ - Chitra Gunshekhar Gounder, M.Venkateshwarlu, *Shareholder Value Creation: An Empirical Analysis of Indian Banking Sector*, Accounting and Finance Research Vol. 6, No. 1; 2017, p 151.

⁵ - شهاب الدين حمد النعيمي، التنبؤ بأداء وربحية الشركات باستخدام معادلة Tobin's Q - دراسة تطبيقية على عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة دراسات محاسبية ومالية، المجلد 7، العدد 20، 2012، ص 24.

الأسعار، كما تغلبت على الكثير من المشاكل المرتبطة بنسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، وذلك باستخدامها القيمة الاستبدالية للأصول لقياس القيمة المتولدة لدى المؤسسة¹، وتحسب هذه النسبة بالعلاقة التالية²:

$$\text{Tobin's Q} = \frac{\text{القيمة السوقية للمؤسسة}}{\text{القيمة الاستبدالية للأصول}} \dots (2-33)$$

رابعاً: معدل عائد التدفق النقدي على الإستثمار

يعتبر هذا المؤشر بمثابة معدل العائد الداخلي للاستثمارات الموجودة بحوزة المؤسسة، حيث يساوي هذا المعدل بين قيمة الأصل الإجمالية (قبل الاهتلاكات والمؤنات وتصحيحات التضخم) وسلسلة من فائض خزينة الاستغلال بعد الضريبة النظرية على مدى حياة الأصل الاقتصادي³، ويعتبر من أهم مؤشرات خلق القيمة، حيث يستخدم في تقييم المؤسسة ككل أو اختيار وتقييم المشروع المراد تمويله، ويتم مقارنة هذا المؤشر مع تكلفة رأس المال، فإذا كان هذا المؤشر أكبر من تكلفة التمويل فهناك إنشاء للقيمة، أما إذا كان أقل فنقول هناك تدمير للقيمة، ويحسب من خلال قسمة فائض التدفق النقدي التشغيلي على إجمالي الأصول⁴.

خامساً: معدل العائد الإجمالي للمساهم (TSR)

يهدف هذا المؤشر إلى إعطاء صورة عن الأداء التاريخي والحالي للمؤسسة، بسبب أن القيمة السوقية ليست دائماً ذات مدلول جيد خاصة في وقت الأزمات أين تكون الأسعار متذبذبة كثيراً، وتكون تكلفة التمويل مرتفعة بسبب زيادة المخاطر⁵، وهو مؤشر اهتم به الاقتصاديون مؤخراً لمعرفة مقدار العوائد المحققة لصالح المساهمين خلال الفترة المحددة، وفي غالب الأحيان المساهم يرى زيادة في سعر السهم مع مرور الوقت وحصوله

¹ - نهاد الياس نادر، أثر الملكية الإدارية في القيمة السوقية للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية- دراسة اختبارية باستخدام Tobin's Q، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 28، العدد 2، 2016، ص 40.

²- Ripon Kumar Dey, Syed Zabid Hossain, Rashidah Abdul Rahman, **Effect of Corporate Financial Leverage on Financial Performance: A Study on Publicly Traded Manufacturing Companies in Bangladesh**, Asian Social Science; Vol. 14, No. 12; 2018, p 126.

³ - علي بن الضب، سيدي امحمد عياد، تكلفة رأس المال ومؤشرات إنشاء القيمة- دراسة تطبيقية ببورصة الدار البيضاء-، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 2، 2013، ص 129.

⁴ - شنين عبد النور، زرقون محمد، دراسة قدرة المؤشرات التقليدية والحديثة على تفسير الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة- دراسة حالة بورصة الجزائر للفترة 2000-2013-، مجلة الدراسات الاقتصادية الكمية، العدد 1، 2015، ص 24.

⁵ - علي بن الضب، سيدي أمحمد عياد، مرجع سبق ذكره، ص 130.

على أرباح نقدية من المؤسسة، وهذا المؤشر يحسب غالباً على مدى فترة ثلاث سنوات أو خمس سنوات الماضية¹. ونحصل عليه من خلال العلاقة التالية²:

$$TSR = \frac{P_1 - P_0}{P_0} + \frac{D}{P_0} \dots (34-2)$$

حيث أن: TSR: معدل العائد الإجمالي للمساهم، D: توزيعات الأرباح الحالية، P_0 : سعر السهم في بداية الفترة الزمن $T=0$ ، P_1 : سعر السهم في نهاية الفترة.

سادساً: مؤشر القيمة النقدية المضافة (Cash Value Added) CVA

يطلق على مؤشر القيمة النقدية المضافة أحياناً التدفق النقدي المتبقي، وهو عبارة عن التدفقات النقدية الصافية بعد طرح تكلفة رأس المال، ولحساب القيمة النقدية المضافة فإن ذلك يتطلب حساب التدفقات النقدية المعدلة من العمليات، وحتى تجعل التدفق النقدي أكثر دقة يمكن إجراء بعض التعديلات عليه مثل تعديل نفقات البحث والتطوير، وإذا وجدنا أن القيمة النقدية المضافة موجبة فإن ذلك يعد مؤشراً على نجاح الإدارة في خلق قيمة إضافية للملاك³.

المبحث الرابع: علاقة الأداء المالي بالسلوك التمويلي

يعتبر القرار التمويلي أي القرار الذي يعنى باختيار التوليفة المناسبة من الأموال الخاصة والأموال المقترضة من أهم القرارات المالية التي تتخذها المؤسسة، أي أن القرار بشأن تكوين الهيكل التمويلي يعتبر من القرارات الحاسمة التي تؤثر على الأداء المالي للمؤسسة وينطوي على المقايضة بين المخاطرة والعائد، وعليه أصبحت قضية تمويل المؤسسة وعلاقتها بالأداء المالي وقيمة المؤسسة من المواضيع التي تباينت بشأنها النتائج وتضاربت الآراء بين الباحثين والخبراء، الأمر الذي أدى إلى ظهور العديد من النظريات التي حاولت تحليل وتفسير العلاقة بين السلوك التمويلي والأداء المالي للمؤسسة انطلاقاً من دراسة موديكليناني وميلر (1958) التي تعتبر الدراسة الأولى التي قامت بتفسير هذه العلاقة. وعليه سنحاول من خلال هذه المبحث التعرف على أهمية الرفع المالي في الحياة المالية للمؤسسة باعتباره مصدر تمويلي يتسم بمزايا عديد مقارنة بالأموال الخاصة، وكذلك إبراز علاقة كل من الديون قصيرة الأجل والديون طويلة الأجل بالأداء المالي.

¹ - معاليم سعاد، بوحفص سميحة، مرجع سبق ذكره، ص 404.

² - هشام بحري، تقييم مقاييس الأداء من منظور خلق القيمة للمساهم، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 42، 2014، ص 96.

³ - محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، الدار الجامعية، ص 512-513.

المطلب الأول: أهمية الرفع المالي في الحياة المالية للمؤسسة

كما عرفنا نسب المديونية أو الرفع المالي سابقا بأنها النسب التي تقيس مدى اعتماد المؤسسات في التمويل على مصادر خارجية، وتهتم إدارة المؤسسات في معرفة أثر المديونية في هيكل تمويل الإستثمارات، حيث ينصب الاهتمام هنا حول تعزيز نظرة الدائنين إلى حقوق الملكية أو إلى الأموال التي يوفرها الملاك من أنها توفر لهم حد الأمان لتسديد ما بذمة الشركة عند الاستحقاق¹.

إن نسب المديونية تتحكم بها رغبتان متعارضتان هما، رغبة الملاك الذين يفضلون زيادة اعتماد إدارة المؤسسة على مصادر التمويل المقترضة أملا في زيادة أرباح حقوق الملكية، ورغبة المقرضين الذين يفضلون نسبة إقراض أقل خوفا من تعرض المؤسسات إلى احتمالية عدم القدرة على تسديد هذه القروض². ينصب اهتمام الكثير من الباحثين في الهيكل التمويلي على ذلك الجزء من الرافعة المالية أو الاقتراض سواء كانت قروض طويلة الأجل، أو قروض قصيرة الأجل أو سندات أو أسهم الذي ينطوي على التزامات مالية (الفائدة) يعود للأسباب التالية³:

- انخفاض تكلفة التمويل المقترض بفائدة مقارنة بتكلفة التمويل بأموال الملكية الذي يؤدي إلى انخفاض المتوسط المرجح لتكلفة التمويل كلما زاد التمويل المقترض في الهيكل التمويلي.

- سهولة تقدير تكلفة التمويل المقترض بفائدة والمتمثلة في الفوائد المدفوعة مقارنة بصعوبة تقدير تكلفة التمويل المقترض بخصم.

- تخفيض تكلفة التمويل المقترض بفائدة من الربح الخاضع للضريبة عكس تكلفة التمويل المقترض بخصم التي لا يتم تخفيضها من الربح الخاضع للضريبة عادة.

ويعد تعظيم الربحية مؤشرا مهما على مستوى الأداء المالي للمؤسسات، وهدف تسعى المؤسسات إلى تحقيقه، إذ يعد محور القرارات بما يلائم قدرة الإدارة المالية في تحقيق هذا الهدف، وتنشأ أهمية هذا الهدف من كونه مصدرا من مصادر التمويل الذاتي، لذلك فتحقيقه يشير إلى فعالية القرارات المالية، ولكن هدف تحقيق مستويات مرتفعة من الأداء المالي أو تعظيم الأرباح وجه له الكثير من الانتقادات منها، تعرض الإستثمارات إلى مخاطر الأعمال فضلا عن المخاطر المالية فيما لو اعتمدت المؤسسة في تمويل استثماراتها على مصادر التمويل

¹ - محمد محمود الخطيب، مرجع سبق ذكره، ص 66.

² - نفس المرجع، ص 66.

³ - عبد المجيد تيمايوي، نحو بناء نظري لتفسير السلوك التمويلي للمؤسسات الجزائرية، أطروحة دكتوراه، جامعة محمد خيضر-بسكرة،

2013-2014، ص 12.

المقترضة¹. لذلك فإن الرفع المالي أو الاقتراض قد يحقق عوائد قد تكون أكبر من تكلفة الاقتراض أو مساويا لها أو أقل منها، وبالتالي يمكن تصنيف نتائج التوسع في الاقتراض كالتالي²:

- الرفع المالي الجيد: وهو الحالة التي يكون فيها العائد على الأموال المقترضة أكبر من تكلفة الاقتراض مما يترتب عليه ارتفاع العائد للملاك وزيادة نسبة العائد على الأصول وعلى حقوق الملكية.

- الرفع المالي المتوسط: وهو الحالة التي يكون فيها العائد على الأموال المقترضة مساويا لتكلفة الاقتراض مما يترتب عليه عدم إحداث أي تغيير في العائد على الملاك وبقاء نسبة العائد على الأصول وعلى حقوق الملكية كما هي دون تغيير.

الرفع المالي العكسي: وهو الحالة التي يكون فيها العائد على الأموال المقترضة أقل من تكلفة الاقتراض مما يترتب عليه انخفاض معدل العائد على الأصول وانخفاض معدل العائد على حقوق الملكية. وفي هذه الحالة فإن الاستخدام الزائد للأموال المقترضة في التمويل من شأنه أيضا أن يزيد من المخاطر المالية للمؤسسة وبالتالي يؤثر سلبا على سعر السهم في السوق³.

إذا فالرفع المالي أو الاقتراض مرتبط بهيكل تمويل المؤسسة، فكلما زاد اعتماد المؤسسة على مصادر التمويل الخارجية تزداد درجة الرفع المالي، حيث يصبح الرفع المالي فعالا إذا استطاعت المؤسسة استثمار الأموال المقترضة بمعدل عائد يزيد عن تكلفة الأموال المقترضة، غير أنه في حالة عدم نجاح المؤسسة في استثمار هذه الأموال فإنها ستعرض لمخاطر أكبر وتحقق خسائر أكبر فيما لو أنها لم تستخدم الرفع المالي⁴.

المطلب الثاني: أثر الديون قصيرة الأجل على الأداء المالي

تعد الديون قصيرة الأجل أداة فعالة لمعالجة مشكلة الاستثمار⁵ وتحفيز المساهمين على تحمل المخاطرة، وذلك من خلال تسهيل العلاقات المصرفية بسبب الاتصال بين المؤسسة والمقرض أثناء طلب التمويل المتكرر⁶، حيث تتكون القروض قصيرة الأجل من أي مصدر تمويلي تحصل عليه المؤسسة ويكون مستحق خلال سنة مالية

¹ - عاذلة حاتم ناصح، عبد الخالق ياسين البدران، مرجع سبق ذكره، ص 96.

² - جميل حسن النجار، مدى تأثير الرفع المالي على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين - دراسة اختبارية-، مجلة جامعة الأزهر بغزة، سلسلة العلوم الإنسانية، المجلد 13، العدد 1، 2013، ص 289.

³ - محمد محمود الخطيب، مرجع سبق ذكره، ص 66.

⁴ - عبد المجيد تيموي، أثر الرفع على ربحية السهم في المؤسسات الخدمية الجزائرية - حالة مؤسسة التسيير الفندقي سلسلة الأوراسي-، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، المجلد 8، العدد 2، 2015، ص 825.

⁵ - Myers, S. C. (1977), "Determinants of Corporate Borrowing", Journal of Financial Economics, Vol 5, P 147.

⁶ - Pedro J. García-Teruel, Pedro Martínez-Solano, SHORT-TERM DEBT IN SPANISH SMEs, International Small Business Journal, Vol 25, No 6, 2004, p 5.

واحدة أو أقل، وتعتبر هذه الأخيرة مهمة جدا لقياس وتقييم الأداء المالي للمؤسسة¹، لأنها تساهم في تخفيض القيود المالية المفروضة على المؤسسة كارتفاع أسعار الفائدة، والذي من شأنه يساهم في زيادة قدرة المؤسسة في الحصول على التمويل الخارجي قصير الأجل بشكل مستمر والذي ينظر إليه على أنه مصدر رخيص أي ذات تكلفة منخفضة مقارنة بباقي مصادر التمويل الأخرى ذات الأجل الطويل². ولخص (Jun and Jen (2003) بأن المزايا التي تتمتع بها الديون قصيرة الأجل هي التي تجعلها أداة جذابة للمؤسسات، كوجود معدل فائدة صفري كما هو الحال في الائتمان التجاري وسهولة التكيف مع الوضع المالي للمؤسسة، وانخفاض أسعار الفائدة الاسمية بشكل عام مقارنة بالقروض الطويلة الأجل³.

ومن المعروف أن الديون قصيرة الأجل تمنح في بيئة تسودها مجموعة من القواعد والإجراءات التي تفرضها المؤسسات المالية على المؤسسات على اختلاف تصنيفاتها خاصة وأن قدرة المؤسسة على طلب الديون قد تكون مشروطة بالنسب المالية والأداء المالي المحقق من طرفها، وعليه فإن الديون قصيرة الأجل تعد آلية كفيلة لتخفيف هذه القيود المالية ووجودها يحفز المؤسسة على تحقيق أداء أفضل⁴.

وحسب (Emery, 2001) فإن الديون قصيرة الأجل تساعد على تعزيز إنتاج المؤسسة وأرباحها، كما أنه تسمح لها بربط الإنتاج والمبيعات بشكل جيد بأنماط الطلب⁵.

وفي هذا الصدد أثار (SCOLES&WOLFSON (1988) بأهمية الديون قصيرة الأجل (تمويل مصرفي أو أي تمويل آخر أقل من سنة) وقد أشار بأن المؤسسات التي لديها شكوك حول وضعها الضريبي لديها تفضيل للديون قصيرة الأجل عندما يكون معدل الضريبة مرتفع، وفي هذه الحالة لن تكون الديون قصيرة الأجل أرخص فحسب بل تعتبر أسهل طريقة للوصول مؤقتا إلى المستوى الأمثل من الدين المطلوب⁶.

بالإضافة إلى ذلك غالبا ما تسعى المؤسسات ذات التصنيف العالي جدا أو سيئة التصنيف للحصول على الديون قصيرة الأجل لأن ذلك يساعدها على تحقيق أداء مالي مرتفع، على عكس المؤسسات متوسطة التصنيف

¹ - Karuma, M. N. et al, **EFFECT OF DEBT FINANCING ON FINANCIAL PERFORMANCE OF MANUFACTURING FIRMS IN NAIROBI SECURITIES EXCHANGE**, *The Strategic Journal of Business & Change Management*, Vol. 5, Iss. 2, 2018, p1679.

² - Peter Nderitu Githaiga, Charles Githinji Kabiru, **DEBT FINANCING AND FINANCIAL PERFORMANCE OF SMALL AND MEDIUM SIZE ENTERPRISES: EVIDENCE FROM KENYA**, *Journal of Economics, Finance and Accounting*, Vol 2, Issue 3, p 476.

³ - Pedro J. García-Teruel, Pedro Martínez-Solano, **Op. Cit**, p 5.

⁴ - Peter Nderitu Githaiga, Charles Githinji Kabiru, **Op. Cit**, p 476.

⁵ - Gary W. Emery, **Cyclical Demand and the Choice of Debt Maturity**, *The Journal of Business*, Vol. 74, No. 4, 2001, p 580.

⁶ - Mohamed Larbi TARI, Abdennasser ATTARI, **LA DECISION FINANCIERE ET SON IMPACT SUR LA PERFORMANCE FINANCIERE MESUREE PAR LA RENTABILITE CAS DE L'ENTREPRISE NATIONALE DE PROMOTION IMMOBILIERE .ENPI. EPE du Secteur de l'Habitat**, *Recherches économiques et managériale*, No 23, 2018, p 31.

تستخدم الديون طويلة الأجل¹، وهذا ما لاحظته كل من flannery (1986) و Kale & Noe (1990) بأن المؤسسات ذات الإستثمار عالي الجودة تستخدم الديون قصيرة الأجل لنقل أفاقها الإيجابية إلى السوق². وأيضاً أكدت Brunila (1992) أن الائتمان قصير الأجل الذي تمنحه البنوك للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة خاصة وأنها تصادفها صعوبات وعراقيل كثيرة تمنعها من الحصول على التمويل طويل الأجل من خلال أسواق السندات والأسهم على عكس المؤسسات كبيرة الحجم، و يسمح لها بإقامة مشاريعها الإستثمارية واستغلال فرص النمو المحتملة لديها مما يترتب عليه ارتفاع في مستوى الأداء وتعزيزه³.

كما قد أكد Pelesko (2000) بأنه يجب إدخال الديون قصيرة الأجل في الهيكل التمويلي للمؤسسة لأن ذلك يسمح بتقديم معلومات عن التدفقات النقدية الجارية للمؤسسة من أجل التأكد من قدرتها على دفع خدمة الديون بالكامل⁴، بمعنى أن تكون المؤسسة قادرة على دفع قيمة القرض وفوائده عند تاريخ استحقاق القرض وذلك من خلال مقارنة التدفق النقدي المتوقع للمؤسسة للسنوات القادمة بأعباء القرض، فقدره المؤسسة على سداد التزاماتها المالية تؤثر على أدائها الجيد وتقلل من تعرضها لمخاطر الإفلاس⁵، عكس الديون طويلة الأجل التي لا توفر معلومات حول التدفقات النقدية الحالية إلى درجة أنه لا يتم دفع مصاريف الفوائد المستحقة إلا في وقت لاحق، بالإضافة إلى ذلك تساعد الديون قصيرة الأجل على زيادة مكاسب وعوائد المؤسسة⁶، باستثناء أنها تواجه خطرين رئيسيين هما، مخاطر إعادة التمويل لأن المؤسسة قد تواجه صعوبات في تجديد قروضها قصيرة الأجل، ومخاطر أسعار الفائدة لأن المؤسسة يمكن أن تضطر لدفع أسعار فائدة أعلى على القروض الجديدة⁷.

من ناحية أخرى نصت نظرية الإشارة (ROSS 1977) أن البنوك تستند على أداء و ربحية المؤسسة السابقة لتقييم مخاطرها وقدرتها على تسديد ديونها من أجل إقراضها، كذلك تفترض هذه النظرية بأن مستوى الدين هو إشارة من قبل مديري المؤسسة بخصوص جودة وقيمة استثمارات المؤسسة المستقبلية، وعليه فإن قيمة الدين

¹- Douglas W. Diamond, **Debt Maturity Structure and Liquidity Risk**, e Quarterly Journal of Economics, Vol. 106, No 3., 1991, p709.

²- Pedro J. García-Teruel, Pedro Martínez-Solano Op. Cit, p 1.

³- Peter Nderitu Githaiga, Charles Githinji Kabiru, Op. Cit, p 479.

⁴- Hajar Mouatassim Lahmini, Abdelmajid Ibenrissoul, **Impact de la décision de _ancement sur la performance de l'entreprise marocaine : Cas des sociétés cotées des secteurs Immobilier et Mat_eriaux de Construction**, Communication présentée lors du 4ème Colloque et séminaire doctoral international sur les méthodes de recherche à l'université Jean Moulin LYON 3- France, 2015, p 6.

⁵ - عبد الستار عبد الجبار الكبيسي، مصطفى عبد الله القضاة، أثر النسب المالية على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة الصناعية

المدرجة في بورصة عمان المالي (2005-2011)، 2015، <https://www.researchgate.net/publication/315615336>

⁶- Hajar Mouatassim Lahmini, Abdelmajid Ibenrissoul, Op.Cit, p 6.

⁷- Mohamed Larbi TARI, Abdennasser ATTARI, Op. Cit, p 31.

المعتمد عليه له تأثير إيجابي على الأداء المالي للمؤسسة، كما يعتبر في نفس الوقت حافزا للمستثمرين للإقبال على الإستثمار في هذه المؤسسات¹.

غير أنه وعلى الرغم من تعدد البحوث التجريبية التي تناولت موضوع أثر الديون قصيرة الأجل على الأداء المالي التي قام بها العديد من الباحثين والأكاديميين في مجال الإدارة المالية إلا أنهم توصلوا إلى نتائج متناقضة وبين مؤيد ومعارض لأثر الديون قصيرة الأجل على الأداء المالي:

أولاً: الدراسات المؤيدة لوجود علاقة إيجابية للديون قصيرة الأجل بالأداء المالي

- حسب (Muchagia (2013) ومن خلال الدراسة التي قام بها توصل إلى وجود علاقة إيجابية كبيرة بين الديون قصيرة الأجل والأداء المالي، وبرر ذلك بسبب قصر الأجل وأيضاً انخفاض تكلفتها ووجودها بشكل متنامي في الحياة المالية للمؤسسة، خاصة مع انخفاض أسعار الفائدة نسبياً، مما أدى ذلك مباشرة إلى زيادة مستويات ربح وأداء المؤسسة².

- توصل (Karuma, M. N et al.2018) أيضاً بوجود علاقة إيجابية للديون قصيرة الأجل على الأداء المالي وذلك من خلال دراسة قام بها على 9 مؤسسات صناعية مدرجة في بورصة نيروبي للأوراق المالية، وحسبه فإن المؤسسة تسعى إلى بناء الثقة والحفاظ على سمعتها وسط مختلف الدائنين مما يؤدي ذلك إلى عقد صفقات أفضل، وفي الأخير يجعل المؤسسة تستفيد من عدة مزايا وتسهيلات كالتأخر في السداد (زيادة مهلة التسديد الممنوحة للمؤسسة من قبل الدائنين) وهذا بدوره يؤدي إلى تحقيق عائد كبير على أصول المؤسسة.

- أشار (Rehman et. al, 2012) بأن لنوع الدين المستخدم تأثيراً إيجابياً على الأداء المالي للمؤسسة، فإذا كانت مبيعات المؤسسة قليلة فمن الأفضل استخدام الديون قصيرة الأجل وذلك لتأثيرها القوي والإيجابي في الأداء المالي. -كما توصل (Abor, 2005) أيضاً بوجود علاقة إيجابية للديون قصيرة الأجل بالأداء المالي للمؤسسات الموجودة في غانا وبرر ذلك من خلال أن المؤسسات عالية الأرباح تعتمد بشكل رئيسي على الديون قصيرة الأجل، بسبب انخفاض تكلفتها خاصة مع انخفاض أسعار الفائدة. كما توصل أيضاً (Muhammad Ashraf et al. 2017) بوجود علاقة إيجابية للديون قصيرة الأجل على ربحية مؤسسات الإسمنت الباكستانية وبرر ذلك بسبب انخفاض تكلفتها وأنها تساهم في التقليل من تضارب المصالح بين المساهمين والدائنين وتقليل عدم تماثل المعلومات.

¹- Hajar Mouatassim Lahmini, Abdelamajid Ibenrissoul, Op.Cit, p7.

²- Karuma, M. N. et al, Op. Cit., p1679.

ثانيا: الدراسات المؤيدة لوجود علاقة سلبية بين الديون قصيرة الأجل والأداء لمالي

- دراسة (Varian Foo et al. 2015) توصلت هذه الدراسة إلى وجود أثر سلبي للديون قصيرة الأجل على الأداء المالي لمؤسسات النفط والغاز بماليزيا وأشار في ذلك بأن التمويل بالديون في ماليزيا يتسم بارتفاع التكلفة، وبالتالي زيادة تكاليف التمويل تؤثر في النهاية على أداء وربحية المؤسسات.

- حيث أكد (Sohail Aziz, Ulfat Abbas, 2019) بأن الزيادة في التمويل بالديون قصيرة الأجل يتسبب في انخفاض أداء المؤسسات لأن الديون هي مصدر تمويلي مرتفع التكلفة، وأوصت بضرورة الاعتماد على مصدر تمويلي الداخلي الذي يعتبر أكثر موثوقية وأقل تكلفة، وذلك من خلال دراسة قاما بها على 360 مؤسسة باكستانية تنشط في قطاعات مختلف .

- أشار (Titman&Wessels, 1988) من خلال دراسته التي قام بها على عينة مكونة من 469 مؤسسة خلال الفترة 1974-1982 توصل إلى وجود علاقة سلبية قوية بين الأداء المالي ونسبة الديون قصيرة الأجل. ونفس النتيجة توصلت لها دراسة (E.Chuke et al. 2016) بأن الديون قصيرة الأجل تساهم بشكل سلبي في التأثير على أداء 43 مؤسسة نيجيرية وفسر ذلك أن رأس مال هذه المؤسسات يتكون بشكل رئيسي من القروض البنكية، مما جعل البنوك تفرض عليها تكاليف مرتفعة.

المطلب الثالث: أثر الديون طويلة الأجل على الأداء المالي

يظهر الأداء الاقتصادي للمؤسسات ممثلا بالعوائد العادية والعوائد غير العادية من خلال بعض المؤشرات والمقاييس المالية التي تعكس هذا الأداء، وتعتبر العوائد المحاسبية مثل، العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية من أكثر المؤشرات المستخدمة في قياس هذا الأداء¹، غير أن هذا الأداء تتحكم وتؤثر فيه مجموعة من المتغيرات كالاقتراض (القروض طويلة الأجل)، وعموما فإن نتائج التوسع في الديون تعتمد على قدرة المؤسسة على استغلال الأموال المقترضة في زيادة عوائدها ومستويات أدائها.

ويعتبر التمويل بالديون وخاصة طويلة الأجل مفيد لأنه عادة ما يكون أقل عرضة للصدمات قصيرة الأجل، لأنه مضمون بشروط تعاقدية محددة رسميا، وبالتالي فهي أكثر استقرارا نسبيا من الديون قصيرة الأجل حيث يرتبط التمويل بالديون طويلة الأجل ارتباطا مباشرا بنمو القدرة التشغيلية للمؤسسة كسواء الأصول الثابتة مثل الآلات والمعدات، وعادة ما يكون التمويل بهذه الآلية منظما ومحددا بشكل جيد، كما أنها توفر خيارات التمويل

¹- Valentin Dimitrov, Prem C. Jain, **The Value Relevance of Changes in Financial Leverage Beyond Growth in Assets and GAAP Earnings**, Journal of Accounting, Auditing & Finance, Vol 23, No 2, 2008, p 192, <http://jaf.sagepub.com/>

بالديون طويلة الأجل مثل عقود الإيجارات درجة معينة من المرونة مقارنة بالحاجة إلى شراء الأصل، بالإضافة إلى أن الديون طويلة الأجل تعتبر وسيلة تمويل مستخدمة على نطاق واسع في جميع أنحاء العالم¹. حيث كانت العلاقة بين الديون طويلة الأجل والأداء المالي للمؤسسة موضوع جدل كبير في الفكر المالي، أين تركز النقاش حول ما إذا كان هناك رأس مال أمثل للمؤسسة وما إذا كانت نسبة الديون طويلة الأجل لها علاقة بقيمة وأداء المؤسسة، حيث تعتبر النظرية الأولى التي تأسست بشأن هذه العلاقة هي للنثائي Miller & Modigliani (1958) التي توصلنا من خلالها إلى أن القيمة السوقية لأي مؤسسة مستقلة تماما عن هيكل رأس المال، أي أن الرفع المالي ومتوسط تكلفة رأس المال لم يكن لهما أي تأثير على القيمة السوقية للمؤسسة، وذلك في ظل افتراض أن السوق مثالي، أي سوق بدون ضرائب وتكاليف المعاملات... الخ.²

غير أنه في سنة 1963 قام Miller & Modigliani بنشر ورقة بحثية جديدة بافتراض وجود الضرائب، وتوصلت بأن قيمة المؤسسة ستزداد كلما اعتمدت على مصادر التمويل بالديون، لأن المؤسسات في هذه الحالة ستقوم بدفع القليل من إيراداتها كمصروفات ضريبة للدولة، وأن باقي الإيرادات ستكون متاحة للملاك، وعليه فإن الاعتماد على الديون ضمن تركيبة هيكل رأس المال سيعظم العائد على حقوق الملكية، وفي هذه الحالة فإن قيمة المؤسسة ستترتب بعلاقة خطية موجبة مع الوفر الضريبي الناتج عن استخدام الديون في تركيبة هيكل رأس المال³.

فالمؤسسات التي تستخدم الديون طويلة الأجل ضمن تشكيلة هيكل رأس المال على اعتبار أن التمويل بالديون يشكل مصدرا رخيصا نسبيا، وتزداد تكلفته انخفاضا إذا أخذنا في الاعتبار الوفر الضريبي الناجم عن تخفيض الفوائد على الديون من الربح الخاضع للضريبة، مما يؤدي إلى دفع ضرائب أقل، كما أن الافتراض أقل مخاطرة من أدوات الملكية من وجهة نظر المستثمر كونه يترتب عليه دخلا ثابتا إضافة إلى حق الأولوية في الحصول على أرباح المؤسسة وعلى القيمة التصفوية للأصول في حالة إفلاس المؤسسة، وبالتالي وفي الحالة التي تكون فيها المؤسسة ممولة عن طريق الديون وحقت أرباحا أعلى من تكلفة الاقتراض فإن الفروقات الموجبة ستعود بكل تأكيد إلى المساهمين⁴، وكلما كان هذا الفرق أكبر (من مصروفات الفوائد)، كلما كان العائد على

¹- Omete F Ikapel, Isabwa Harwood Kajirwa, **Analysis of long term debt and financial performance of state owned sugar firms in Kenya**, International Journal of Commerce and Management Research, Vol 3, Issue 2, 2017, p p 108-109.

²- Abdul Basit, Nur Fasirah Irwan, **THE IMPACT OF CAPITAL STRUCTURE ON FIRMS PERFORMANCE: EVIDENCE FROM MALAYSIAN INDUSTRIAL SECTOR –A CASE BASED, APPROACH**, International Journal of Accounting & Business Management, Vol 5, No2, 2017, p 133.

³ - عيسى يوسف بازينه، وسكينة محمد بن سليم، أثر هيكل رأس المال على أداء الشركات الصناعية الليبية- دراسة تطبيقية على عينة من الشركات الصناعية الليبية خلال الفترة 2001-2014، مجلة دراسات الاقتصاد والأعمال، المجلد 4، العدد 2، 2016، ص 8.

⁴ - عبد المجيد تيماي، أثر الرفع على ربحية السهم في المؤسسات الخدمية الجزائرية- حالة مؤسسة التسيير الفندقي لسلسلة الأوراسي-، مرجع سبق ذكره، ص 822.

حقوق الملكية أكبر، وفي هذا ما يدعم فرضية العلاقة الخطية بين استخدام الديون طويلة الأجل ضمن تركيبة هيكل رأس المال ومؤشرات أداء المؤسسة¹.

غير أنه وفي المقابل من المتوقع أن يصاحب الارتفاع التدريجي في نسبة الاقتراض ضمن الهيكل التمويلي ارتفاع في درجة المخاطر المالية التي يتعرض لها أصحاب حقوق الملكية، ومن ثم فقد يقوم الملاك برفع معدل العائد المطلوب على استثماراتهم، كما أنه وفي نفس الوقت من المتوقع أن تؤدي الزيادة في نسبة الرفع المالي إلى تعرض المقرضون لدرجات عالية من المخاطرة، خاصة في تلك الحالات التي تظهر فيها بوادر الإفلاس والعسر المالي، وعليه فمن المتوقع أن يطالب المقرضون (حملة السندات) برفع معدل الفائدة بشكل يتزامن مع كل حالة ارتفاع في نسبة الاقتراض بالهيكل التمويلي².

وعلى هذا الأساس فإن ارتفاع معدل المطلوب من قبل المستثمرين والناجم عن ارتفاع مستوى مخاطر الرفع المالي سيؤدي إلى ارتفاع تكلفة حقوق الملكية، والتي بدورها ستلغي وفورات التكلفة الناتجة عن استخدام الديون ضمن هيكل رأس المال، وبالتالي فإن كلا من متغير أداء المؤسسة وتكلفة رأس الأموال المرجحة ستكون مستقلة عن الهيكل التمويلي، لذا تبقى القيمة السوقية للمؤسسة ثابتة ومستقلة عن جميع التغيرات في الهيكل التمويلي، وفي هذا الصدد ما يدعم فرضية (Modigliani&Miller (1958 بشأن انعدام تأثير السلوك التمويلي (الديون طويلة الأجل) على قيمة وأداء المؤسسة³.

وفي هذا الأساس تشير نظرية Trade-off Theory إلى أن المؤسسات تسعى نحو تحقيق الهيكل التمويلي الأمثل، كما شددت هذه النظرية على إمكانية إعادة النظر في معدل المديونية الأمثل، وذلك لأن المؤسسة عندما تقوم باستخدام الديون في هيكلها التمويلي فإنها تواجه تحديات المنفعة الضريبية (الوفورات الضريبية) وتكلفة الإفلاس، وعليه فإن نظرية التبادل هي نظرية للتوازن بين الوفورات الضريبية وتكلفة الإفلاس تحت المقايضة من الناحية النظرية⁴.

كما يشير (Myers& Majluf (1984 إلى أن المؤسسات التي تتبع نظرية التبادل بافتراض التسلسل في استخدام مصادر التمويل عند صياغة هيكل رأس المال تقوم بوضع مستوى مستهدف من المديونية وتتحرك إليه بشكل تدريجي، وتأخذ بعين الاعتبار النتائج الإيجابية المتحققة من الوفورات الضريبية مع النتائج السلبية من

¹ - عيسى يوسف بازينة، وسكينة محمد بن سليم، مرجع سبق ذكره، ص 8.

² - عبد المجيد تيمايو، نحو بناء نظري لتفسير السلوك التمويلي للمؤسسات الجزائرية، مرجع سبق ذكره، ص 27.

³ - عيسى يوسف بازينة، وسكينة محمد بن سليم، مرجع سبق ذكره، ص 8.

⁴ - Sebastain Ofumba Uremadu, Onuegbu Onyekachi, **The Impact of Capital Structure on Corporate Performance in Nigeria: A Quantitative Study of Consumer Goods Sector**, Agriculture Research & Technology Open Access Journal, Vol 19, Issue 5, 2019, p 215.

تكاليف الإفلاس الناتجة عن التمويل بالمديونية، وعند نقطة التوازن تتمكن المؤسسات من الوصول إلى الهيكل التمويلي الأمثل الذي يعظم الربحية وينعكس إيجاباً على الأداء والقيمة السوقية للمؤسسة¹. ومن جهة أخرى وحسب نظرية الوكالة يرى كل من Jensen & Meckling (1976) بأن التمويل بالديون (طويلة الأجل) يساهم في تقليل تضارب المصالح بين المديرين والمساهمين، حيث تنص نظرية الوكالة بأنه من دون عقد دين فإنه يمكن للمديرين اتخاذ قرارات من شأنها أن تخدم مصالحهم الخاصة على حساب مصالح المساهمين، وعليه فمن خلال زيادة الديون فإن المديرين أو المسيرين يضطرون إلى تحسين قرارات الإستثمارية التي يتخذونها حتى يتمكنوا من الوفاء بالتزاماتهم المالية في الوقت المحدد لها²، كما أنه ومن خلال ما تفرضه الديون من ضغوطات تساعد في الحد من مشاكل الوكالة، وزيادة كفاءة المديرين وتخفيض مصروفاتهم نتيجة للالتزامات الناشئة من خلال دفع الفوائد وأصل الدين على فترات منتظمة، وهو ما يطلق عليه بفرضية الرافعة المالية، والتي تعمل على كبح تصرفات الإدارة اتجاه سوء استخدام التدفقات النقدية الحرة من خلال زيادة مستويات الرفع المالي، لإجبار المديرين على تحقيق معدلات أداء مرتفعة تسمح بالوفاء بسداد الديون وفوائدها³.

حيث نلاحظ بأن العمل الأساسي الذي قدمه Miller & Modigliani سنة 1958 بشأن هيكل رأس المال وأثره على أداء وقيمة المؤسسة له فضل كبير في ظهور نظريات مختلفة، كما ساهم ذلك في قيام العديد من الباحثين بدراسات عديدة حول أثر الديون طويلة الأجل على الأداء المالي وتوصلوا إلى نتائج مختلفة بين وجود أثر موجب وأثر سلبي للديون طويلة الأجل على الأداء المالي، ويمكن توضيح بعض الدراسات كما يلي:

أولاً: الدراسات المؤيدة لوجود علاقة موجبة للديون طويلة الأجل بالأداء المالي

- دراسة (2002) Fidel Jaramillo & Fabio Schiantarelli حيث توصلوا إلى أن الديون طويلة الأجل ترتبط بشكل إيجابي بأداء المؤسسات في الإكوادور، وقاما بتفسير ذلك أن المؤسسات كبيرة الحجم تحصل على أكبر نسبة من الديون طويلة الأجل، وذلك بسبب توفر لديها ضمانات والتي تعتبر شرط أساسي للحصول على الديون طويلة الأجل من مختلف المؤسسات المالية، وبمعدلات فائدة منخفضة، وبالتالي تستفيد من مزايا الوفر الضريبي، مما يجعلها أكثر ربحية وتحقق معدلات مرتفعة من الأداء المالي، حيث تظهر هذه الدراسة دعماً لنظرية Miller & Modigliani (1963).

- كما توصلوا (2019) Yakubu Abubakar & Gbenga Joseph Olowe من خلال الدراسة التي قاما بها حول أثر هيكل رأس على أداء 10 مؤسسات نيجيرية مدرجة في البورصة، إلى أن الديون طويلة الأجل تؤثر بشكل إيجابي

¹ - عيسى يوسف بازيئة، وسكينة محمد بن سليم، مرجع سبق ذكره، ص 9.

² - Mohamed Larbi TARI, Abdennasser ATTARI, Op. Cit, p 30.

³ - عيسى يوسف بازيئة، وسكينة محمد بن سليم، مرجع سبق ذكره، ص 9.

وكبير على أداء هذه المؤسسات النيجيرية، ويرر ذلك بأن نيجيريا تشجع المؤسسات على اختلاف أنواعها وأحجامها على الاقتراض من خلال تقديم التسهيلات والحوافز لهم، مما يدفعها ذلك إلى توسيع أعمالها الإستثمارية وهذا بدوره يؤدي إلى تحسين الأداء المالي للمؤسسات.

- وحسب (Faraz Ahmed & Danish Ahmed Siddiqui (2019) ومن خلال الدراسة التي قام بها على 70 مؤسسة تنشط في قطاع النسيج في باكستان اكتشفا بأن الديون طويلة الأجل تؤثر بشكل إيجابي على أداء هذه المؤسسات، وأشارا بأن الديون طويلة تعتبر مصدرا تمويليا منخفض التكلفة مقارنة بالتمويل بالأموال الخاصة، إضافة إلى تمتعها بميزة أساسية وهي ميزة الوفر الضريبي، وبالتالي كانت نتيجة هذه الدراسة منسجمة مع نظرية (Miller & Modigliani (1963 ونظرية الإشارة (Ross 1977)، وانتقدت نظرية Miller & Modigliani لسنة 1958 باعتبارها تقوم على افتراضات غير واقعية مما جعلها محدودة التطبيق.

ثانيا: الدراسات المؤيدة لوجود علاقة سلبية للديون طويلة الأجل بالأداء المالي

- دراسة بلخري بكاري و عبد الرحمان دغوم(2017) التي كانت تهدف إلى دراسة أثر الرفع المالي على المردودية المالية لعينة مكونة من 5 مؤسسات بترولية عاملة بمنطقة حاسي مسعود، وكان من أهم النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة هو علاقة تأثير عكسية للديون طويلة الأجل على الأداء المالي ممثلا بالمردودية المالية للمؤسسات محل الدراسة، وترى هذه الدراسة بأن العلاقة العكسية بين الديون طويلة الأجل والأداء المالي تتفق مع نظرية الانتقال التدريجي (نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل)، حيث تعنى هذه العلاقة العكسية بين الديون طويلة الأجل والأداء المالي للمؤسسات إلى عدم لجوئها إلى الاقتراض إلا في حالة عدم كفاية الأرباح المحتجزة.

- كما توصل Joshua Abor (2005) أيضا إلى وجود علاقة سلبية للديون طويلة الأجل بالأداء المالي للمؤسسات الموجودة في غانا، وحسب رأيه فإن الديون طويلة الأجل تتسم بتكلفة مرتفعة مما يؤدي توظيفها بنسب عالية إلى تخفيض مستويات الأداء المالي للمؤسسة. كما تتفق معه دراسة (Hassan Jan Habib et al.(2016 التي أشارت أيضا بوجود أثر سلبي للديون طويلة الأجل على ربحية مجموعة من المؤسسات المدرجة في باكستان، أي أنه كلما ارتفعت نسبة الديون طويلة الأجل انخفض ربحية المؤسسات مع زيادة مستوى المخاطر التي تتعرض لها، وبالتالي فهي تتفق مع نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل.

خلاصة الفصل الثاني:

كخلاصة لما تم تناوله في هذا الفصل فإن الأداء المالي يعد أحد الأدوات الإستراتيجية والفعالة التي تحكم على كفاءة وفعالية المؤسسة في تخصيص مواردها المالية المتاحة وتحقيق خططها المستقبلية وأهدافها المسطرة، كما يعتبر تقييم الأداء عامل أساسي في الحكم على نجاح المؤسسة أو فشلها وذلك من خلال استعمال مجموعة من المؤشرات المالية التي يتم استخراجها انطلاقاً من معلومات متوفرة ومتاحة ضمن القوائم المالية المعدة، سواء كانت مؤشرات تقليدية وتتمثل في نسب السيولة والربحية والنشاط والمديونية ومؤشرات التوازن المالي التي تتمثل في رأس المال العامل والاحتياج في رأس المال العامل والخزينة، أو مؤشرات حديثة التي جاءت نتيجة الانتقادات التي تعرضت إليها المؤشرات التقليدية، حيث تتميز هذه الأخيرة بسهولة تطبيقها ودقة وموثوقية نتائجها ومن بين هذه المؤشرات، القيمة الاقتصادية المضافة، القيمة السوقية المضافة، مؤشر Tobin's Q، معدل عائد التدفق النقدي على الإستثمار، معدل العائد الإجمالي للمساهم (TSR)، وأخيراً مؤشر القيمة النقدية المضافة (CVA).

إن قرار المؤسسة بشأن تكوين هيكلها التمويلي مهم جداً لأنه يؤثر في أدائها المالي وقيمتها، فالهيكل التمويلي هو مزيج من الأموال الخاصة والديون التي تستخدمها المؤسسة لتمويل عملياتها الإستثمارية، حيث أنه إذا كان هناك تخطيط جيد لصياغة الهيكل التمويلي فإن تكلفة رأس المال تنخفض مما يمكن أن يزيد ذلك من معدلات الأداء المالي، والعكس في حالة التخطيط السيئ بشأن الهيكل التمويلي، فنجد بأن الديون تعتبر من المصاريف التي تخصم قبل حساب الوعاء لضريبي، لذلك هو مصدر تمويل ورخيص بالمقارنة بالأموال الخاصة، غير أنه اعتقد خبراء التمويل بأن المؤسسات يجب أن تأخذ الديون حتى حد معين لأن الزيادة في الرافعة المالية تزيد من تكلفة الفائدة وتقلل من أداء المؤسسة إذا لم يكن لدى المؤسسة القدرة على سداد الديون، أي أنه في هذه الحالة لا بد من وجود هيكل تمويلي أمثل يوازن بين مزايا توفير الضرائب وتكلفة الإفلاس، وقد اكتسبت العلاقة بين السلوك التمويلي والأداء المالي اهتمامات كبيرة في الأدبيات المالية خلال العقود الماضية، حيث تناولت نظريات مختلفة قضية السلوك التمويلي وأثره على الأداء المالي، وبدأت هذه النظريات من نظرية Modigliani & Miller (1958) التي نصت على أن قرار المؤسسة بشأن هيكلها التمويلي ليس له علاقة بالأداء المالي لها، غير أنه في وقت لاحق أعادوا تشكيل النظرية بإضافة بعض الافتراضات حيث توصلوا بأن الديون في هيكل رأس مال المؤسسة لها تأثير كبير على أدائها المالي بسبب استفادتها من الوفر الضريبي الذي يساهم في تخفيض تكلفة التمويل، وبعدها تبعها نظريات كنظرية الإشارة ونظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل ونظرية الوكالة، حاولت تفسير ومعرفة العلاقة بين الديون والأداء المالي.

باعتبار أن الديون القصيرة والطويلة الأجل هي الوسيلة الرئيسية لتمويل أصول المؤسسة نظرا لتمتعها بخصائص تميزها عن التمويل بالأموال الخاصة وبالتالي لها آثار مختلفة على أداء المؤسسات. فالديون قصيرة الأجل (تمويل مصرفي أو أي تمويل آخر أقل من سنة) لها أهمية كبيرة في الحياة المالية للمؤسسة فإن المؤسسات التي لديها شكوك حول وضعها الضريبي لديها تفضيل للديون قصيرة الأجل عندما يكون معدل الضريبة مرتفع، وفي هذه الحالة لن تكون الديون قصيرة الأجل أرخص فحسب بل تعتبر أسهل طريقة للوصول مؤقتا إلى المستوى الأمثل من الدين المطلوب بما يسمح بتحسين وتعزيز معدلات الأداء المالي للمؤسسة، إلا أن الباحثين ومن خلال الدراسات التي قاموا بها حول أثر الديون قصيرة الأجل على الأداء المالي توصلوا إلى نتائج متعارضة بين وجود أثر إيجابي ووجود أثر سلبي للديون قصيرة الأجل على الأداء المالي وكل باحث فسر تلك العلاقة حسب البيئة التي أجرى بها هذه الدراسة. ونفس الأمر بالنسبة لأثر الديون طويلة الأجل على الأداء المالي توصل الباحثين إلى نتائج مختلفة بين وجود أثر موجب وأثر سلبي للديون طويلة الأجل على الأداء المالي.

الفصل الثالث:

مؤشرات البورصة ومؤشر S&P500

تمهيد

شهد حقل التمويل والإستثمار تطورات سريعة في السنوات الأخيرة تمثلت باستحداث أساليب جديدة للتمويل وأدوات جديدة لتمويل المؤسسات الاقتصادية، وذلك من خلال التحول من اقتصاديات الاستدانة خاصة في ظل قصور الدور التقليدي للجهاز المصرفي كما بينت العديد من الدراسات إلى اقتصاديات الأسواق المالية، حيث أصبحت معظم الاقتصاديات تعتمد في تمويلها على بورصة الأوراق المالية.

لقد احتلت البورصة مكانة بارزة على مستوى جميع الأصعدة، لأنها تعتبر قناة أساسية يتم من خلالها حصول مختلف المؤسسات والأفراد على التمويل اللازم من أجل إقامة استثماراتهم لتحقيق أهدافهم الأساسية، وفي نفس الوقت تعمل على دعم الاقتصاد وتحقيق التنمية الاقتصادية لأي دولة، وذلك من خلال استعمالها للمؤشرات. يعود ظهور مؤشرات البورصة لأول مرة سنة 1884م بالولايات المتحدة الأمريكية، و تقوم المؤشرات بقياس التغيرات التي تحدث في الأوراق المالية المطروحة للتداول، أي التعرف على اتجاه تحرك أسعار الأوراق المالية، حيث تعبر مؤشرات البورصة عن الحالة العامة للسوق أو قطاع معين، كما أنها وسيلة يسترشد بها المتعاملين لاتخاذ قراراتهم المالية في سوق الأوراق المالية، سواء كان ذلك بالإستثمار أو الادخار بما يحقق لهم أرباح مرتفعة، ونتيجة لاختلاف الأوراق المالية وتعددتها في بورصات الأوراق المالية في مختلف الدول ، تعددت واختلقت مؤشرات البورصة من دولة إلى أخرى، ويعد مؤشر S&P500 من بين أهم وأشهر المؤشرات العالمية حيث يقيس أداء أكبر 500 مؤسسة موجودة في سوق الأسهم بالولايات المتحدة الأمريكية، وهو مؤشر يقوم على قياس أداء السوق ككل.

ومن أجل توضيح الفكرة الأساسية لهذا الفصل سيتم التطرف فيه إلى أربعة مباحث أساسية، والتي جاءت

كالتالي:

المبحث الأول: إضاءات حول البورصة.

المبحث الثاني: الإطار النظري لمؤشرات البورصة.

المبحث الثالث: أهم مؤشرات البورصات الدولية.

المبحث الرابع: مؤشر S&P500.

المبحث الأول: إضاعات حول البورصة

لقد شهدت بورصة الأوراق المالية تطورات عديدة، مما جعلها تحتل مكانة هامة على مستوى جميع الأصدقاء المحلية والدولية، وهذا راجع للدور الكبير الذي تقوم به في حشد المدخرات الوطنية واستقطاب الأموال الخارجية وتوجيهها نحو الإستثمارات، وبين ذلك وذلك تبقى البورصة من أهم مصادر تمويل المؤسسات التي تعمل على دعم الاقتصاد وتحقيق الرفاهية للأفراد، كما أنها تساعد المؤسسات على الإفصاح ونشر رأس مالها للجمهور الذي يرغب في الإستثمار في الأوراق المالية من خلال الاكتتاب العام. وعليه سنقوم بالتطرق في هذا المبحث إلى مفهوم البورصة وأهم وظائفها وخصائصها، وأيضا التطرق إلى تقسيمات البورصة والمتدخلون فيها وأيضا التعرف على عمليات البورصة وأوامرها، وفي الأخير عرض طرق تسعير الأوراق المالية في البورصة.

المطلب الأول: مفهوم البورصة

تعتبر البورصة واحدة من أهم القنوات التي توفر الاحتياجات التمويلية للأفراد والمؤسسات الاقتصادية بأقل تكلفة ومخاطر ممكنة من خلال ما توفره من أوراق مالية مختلفة.

أولاً: تعريف البورصة

لقد تعددت التعاريف التي قدمت لمفهوم البورصة غير أنه كلها تصب في معنى واحد، حيث تعرف على أنها "سوق منظم تتم فيه عمليات الشراء والبيع وتكون السلعة المتداولة في هذا السوق هي الأوراق المالية، ولا يتم التداول مباشرة بين المستثمر الذي يبيع الأوراق المالية ومشتري هذه الأوراق، وإنما يتم التعامل من خلال وسطاء مؤهلين للعمل في هذا السوق يطلق عليهم شركات السمسرة في الأوراق المالية، كما أن الصفقات لا تتم بصورة منفردة بين السمسار البائع والسمسار المشتري ولكن تتم من خلال نظام تداول إلكتروني، يتلقى جميع أوامر البيع وأوامر الشراء ويقوم بالمقابلة بينها على أساس السعر والكمية المحددة في كل أمر"¹.

تعرف أيضا بورصة الأوراق المالية بأنها آلية يتم من خلالها تداول الأصول المالية بيعة وشراء، وتمكن من تحويل الموارد المالية بكفاءة من القطاعات ذات الفوائض المالية إلى القطاعات ذات العجز المالي، ويعكس وجود بورصة الأوراق المالية فوائد تعود على كل من مصدري الأوراق المالية ومشتري هذه الأوراق².

¹ - أشرف مصطفى توفيق، كيف تتعلم استثمار الأموال؟ في البورصة - صناديق الاستثمار - أسواق رأس المال، الطبعة الأولى، إيتراك للنشر والتوزيع، مصر، 2008، ص ص 30-31.

² - عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005، ص 6.

كما يمكن تعريف البورصة على أنها " السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية متوسطة وطويلة الأجل والتي تكون فيها الأوراق مسجلة في السوق، حيث تسجل الأوراق في السوق الأولية وبعد فترة محددة وتحقق بعض الشروط تسجل بالسوق الثانوية"¹.

تعرف البورصة أيضا بأنها " سوق منظمة تجرى فيها المعاملات على الأوراق المالية من أسهم وسندات الشركات وكذا السندات الحكومية القابلة للتداول في هذه السوق، وذلك بواسطة أشخاص مؤهلين ومتخصصين في هذا النوع من التعامل، ولا بد أن يلتزم هؤلاء المتعاملون في السوق بالقوانين واللوائح التي تنظم التعامل فيها، وتقوم على إدارة السوق هيئة تتولى الإشراف على تنفيذ تلك القوانين واللوائح"².

البورصة هي السوق التي من خلالها يحصل الأعوان الاقتصاديون، المؤسسات، والدولة على موارد مالية طويلة ومتوسطة الأجل من خلال البيع العام لمختلف الأصول المالية (أسهم، سندات،..الخ)³.

من خلال ما سبق نستنتج بأن البورصة هي سوق منظم يلتقي فيها المتعاملين لشراء وبيع الأسهم والسندات وغيرها من الأوراق المالية، أي أنها قناة تجمع بين أصحاب الفائض المالي وأصحاب العجز المالي.

ثانيا: أهمية البورصة

لقد أصبحت البورصة مركز اهتمام الكثير من الأعوان، سواء كانوا أشخاصا أو مؤسسات، فهي تتمتع بأهمية بالغة على مستوى الأنظمة المالية، وهذا نظرا لما تحققه من فوائد تعود بالنفع على الاقتصاد بصفة عامة وعلى المتعاملين بصفة خاصة، إذ هناك علاقة تأثير وتأثر بين البورصة والمحيط الذي تنشط فيه، فهي تعكس كل ما يحدث على مستوى النشاط الاقتصادي، وذلك بمنحها صورة آنية حقيقية لأداء الاقتصاد، إضافة إلى كونها رابطا متصلا بالمستثمرين⁴.

تكمن أهمية الدور الذي تضطلع به البورصة من خلال ما يلي⁵:

¹ - براق محمد، عيواج مختار، دور بورصة الأوراق المالية في خصوصية المؤسسات العمومية مع الإشارة إلى بعض التجارب العربية، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية، المجلد 5، العدد 2، 2012، ص 429.

² - عبد الحفيظ خزان، الأسواق الأوراق المالية الناشئة في الدول النامية- دراسة مجموعة الأسواق المالية الناشئة من 1994-2016، مجلة الاقتصاد الصناعي، العدد 12(3)، 2017، ص 95.

³ - كروش نور الدين، سوق الأوراق المالية وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة- دراسة حالة بورصة الجزائر-، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، العدد 11، 2014، ص 61.

⁴ - العربي نعيمة، أهمية الوساطة المالية ودورها في البورصة، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية - دراسات اقتصادية-، المجلد 2، العدد 4، 2012، ص 50.

⁵ - عصام أبو النصر، أسواق الأوراق المالية (البورصات) في ميزان الفقه الإسلامي، الطبعة الأولى، دار النشر للجامعات، القاهرة، 2006، ص ص 34-35.

- تعتبر أحد القنوات التي تتدفق من خلالها الأموال من الجهات ذات الفوائض الادخارية إلى الجهات التي تحتاج إلى التمويل؛

- زيادة فرص العمل من خلال إقامة مشروعات جديدة أو توسيع المشروعات القائمة؛

- تمكين المستثمرين من تنويع محافظ أوراقهم المالية وكذلك تصفية استثماراتهم؛

- تحديد أسعار الأوراق المالية بدرجة عالية من العدالة في حالة ما إذا كان السوق كفاء؛

- إتاحة الفرص لجذب رؤوس الأموال من الخارج؛

- المساهمة في التنمية الاقتصادية من خلال تنمية الادخار وتشجيع الإستثمار.

المطلب الثاني: وظائف البورصة وخصائصها

أولاً: وظائف البورصة

هناك عدة وظائف تؤديها البورصة باعتبارها أداة مهمة في استقرار وتطوير اقتصاد أي دولة. تتمثل أهم

هذه الوظائف في:

- تنمية الادخار: عن طريق تشجيع الإستثمار في الأوراق المالية وتوجيه المدخرات لخدمة الاقتصاد القومي،

حيث تشجع بورصة الأوراق المالية على تنمية عادة الادخار الإستثماري خاصة بالنسبة لصغار المدخرين الذين

لا يستطيعون القيام بأموالها القليلة، ومن ثم فإنهم يفضلون شراء أوراق مالية على قدر أموالهم، وهذا يساعد على

خدمة أغراض التنمية والحد من التضخم، كما أنها تساعد على توجيه المدخرات نحو الإستثمارات الملائمة سواء

في الأسهم أو السندات وذلك وفقاً لاتجاهات الأسعار¹.

- المساعدة في تحويل الأموال من الفئات التي لديها فائض (المقرضين) إلى الفئات التي لديها عجز (المقترضين)،

فالمقرضون يقومون بتخفيض نفقاتهم الاستهلاكية الحالية مقابل الحصول على دخول أعلى في المستقبل عند

حلول أجل استحقاق تلك القروض، وعندما يقوم المقرضون باستخدام تلك الأموال المقترضة في شراء وتأجير

عناصر الإنتاج، فإنهم سوف ينتجون دخولا أعلى، وبالتالي زيادة مستوى المعيشة ليس فقط للمقترضين بل لكل

فئات المجتمع².

- التخصيص الكفاء لرأس المال: فالبورصة هي الجهاز الذي يتقابل فيه الطلب مع العرض، وبعد تحديد السعر

وإتمام صفقة البيع يتم إعلان الأسعار بطريقة ظاهرة للجميع وتسجل في نشرات وتوزع على طالبيها، وطريقة

الإعلان هذه تسمح للجميع بالاستفادة، كما أن عملية التخصيص الكفاء لرأس المال تسمح بتعديل قيمة الورقة

¹ - محمد الصيرفي، البورصات، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007، ص 83.

² - أمانة مخانشة، تأصيل لفكرة البورصة ومضمونها، مجلة الاجتهاد القضائي، المجلد 8، العدد 11، 2016، ص 14.

التجارية وذلك بناء على إعلانات أسعار البيع والشراء، فالمستثمرون يتهافتون إلى شراء الأسهم المنخفضة السعر، وهذا يؤدي إلى رفع أسعارها، كما أن الورقة المرتفعة السعر لا يلتفتون إليها وهذا يؤدي إلى انخفاض سعرها، وهكذا تحدث البورصة موازنة في الأسعار¹.

- إن بورصة الأوراق المالية تعتبر أداة هامة لتقويم المؤسسات والمشروعات، حيث تساهم في زيادة وعي المستثمرين وتمكينهم من معرفة واقع المؤسسات والمشروعات، ويتم الحكم عليها بالنجاح أو الفشل، فانخفاض أسعار الأسهم بالنسبة للمؤسسة دليل على قاطع على عدم نجاحها أو على ضعف مركزها المالي، وهو ما قد يؤدي إلى إجراء بعض التعديلات في قيادتها أو سياستها أملا في تحسين مركزها².

- المساهمة في تمويل خطط التنمية عن طريق طرح أوراق مالية حكومية في تلك السوق، حيث رافق بروز أهمية الأوراق المالية التي تصدرها شركات المساهمة زيادة لجوء الحكومات إلى الاقتراض العام من أفراد الشعب، لسد نفقاتها المتزايدة وتمويل مشروعات التنمية، وذلك عن طريق إصدار السندات والأذونات التي تصدرها الخزنة العامة ذات الأجل المختلفة، ومن هنا صارت هذه الصكوك مجالا لتوظيف الأموال لا يقل أهمية عن أوجه التوظيف الأخرى³.

- مؤشر الأحوال الاقتصادية: تعتبر بورصة الأوراق المالية المرآة العاكسة لتلك الحالة الاقتصادية لأن حركة السوق ونشاطه ما هو إلا انعكاس لحركة ذلك الاقتصاد، الأمر الذي يعطي الإدارة الاقتصادية في البلاد الفرصة لاتخاذ أي إجراءات تصحيحية بهدف معالجة أي خلل اقتصادي، فعند انخفاض الأسعار يعتبر مؤشرا لاحتمال تعرض البلاد لموجة من الكساد، كما يبدي المحللون الاقتصاديون وجهات نظرهم بشأن الحالة وبشأن الترتيبات المقترحة لمواجهتها، ومن خلالها نستطيع أن نعرف معدلات الإستثمار والإدخار، وتستطيع الدولة اتخاذ قرارات من أجل السياسات النقدية والمالية لتحقيق الإستقرار فيها⁴.

ثانيا: خصائص البورصة

تتميز بورصة الأوراق المالية بعدد من الخصائص تميزها عن باقي الأسواق الأخرى منها:

¹ - مسعودي محمد لمين، بورصة الأوراق المالية ودورها في أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية، مجلة الباحث للدراسات الأكاديمية، العدد 6، 2015، ص 328.

² - محمد الصيرفي، مرجع سبق ذكره، ص 86.

³ - آمنة مخانشة، مرجع سبق ذكره، ص 14.

⁴ - عبد الله غالم، عبد الحفيظ خزان، أسواق الأوراق المالية (نشأتها، الوظائف الاقتصادية، خصائصها، وأقسامها)، مجلة الاجتهاد القضائي، المجلد 8، العدد 11، 2016، ص 76.

- بورصة الأوراق المالية ترتبط بالأوراق المالية طويلة الأجل وتكتسب أهمية خاصة في تمويل المشروعات الإنتاجية التي تحتاج إلى رؤوس أموال كبيرة على الأجل الطويل¹؛
- بورصة الأوراق المالية تتسم بكونها سوق أكثر تنظيماً من باقي الأسواق المالية الأخرى، نظراً لكون المتعاملين فيها من الوكلاء المتخصصين، وهناك شروط وقيود قانونية لتداول الأوراق المالية في هذه السوق، لذلك في معظم البلدان هناك إدارات مستقلة ذات صلاحيات تدير العمليات في أسواق الأوراق المالية وتوفر للمتعاملين المعلومات الضرورية²؛
- الإستثمار في رؤوس الأموال يعتبر عائد ويهتم المستثمرين بالدخل أكثر من اهتمامهم بالسيولة والأرباح الموزعة والمخاطرة التي يتعرض لها رأس المال³؛
- الإستثمار في سوق رأس المال يكون أكثر مخاطرة وأقلها سيولة في الإستثمار السوق النقدي، لأن أدوات الإستثمار فيه طويلة الأجل مما يحتمل مخاطرة سوقية أو سعرية وتنظيمية مختلفة⁴؛
- تتطلب بورصة الأوراق المالية وجود سوق ثانوي، يتم تداول أدوات الإستثمار المختلفة فيه كي يتم تنشيط الإستثمار فيه، وكذلك توفير سيولة نقدية ملائمة للأوراق المالية طويلة الأجل مما يزيد سرعة تداولها⁵؛
- التداول في بورصة الأوراق المالية يتطلب توفير المناخ الملائم، وكذا المنافسة التامة، وبالتالي تحديد الأسعار العادلة على أساس العرض والطلب⁶؛
- التداول في سوق الأوراق المالية الخاصة يتم من خلال الوسطاء ذوي خبرة في الشؤون المالية⁷؛
- بورصة الأوراق المالية تتميز بالمرونة، وبإمكانية استفادتها من تكنولوجيا الاتصالات فإن ذلك يعطي خاصية للأسواق المالية بكونها تتميز عن غيرها من أسواق السلع بأنها أسواق واسعة تتم فيها صفقات كبيرة وممتدة قد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء عدة من العالم في نفس الوقت⁸؛

1 - عبد الحفيظ خزان، مرجع سبق ذكره، ص 97.

2 - نفس المرجع، ص 97.

3 - عبد الله غالم، عبد الحفيظ خزان، مرجع سبق ذكره، ص 80.

4 - نفس المرجع، ص 80.

5 - عبد الحفيظ خزان، ص 97.

6 - نفس المرجع، ص 97.

7 - نفس المرجع، ص 97.

8 - عبد الله غالم، عبد الحفيظ خزان، مرجع سبق ذكره، ص 80.

- الإستثمار في بورصة الأوراق المالية يعتبر ذو عائد مرتفع نسبيا، وبالتالي فإن اهتمام المستثمرين في سوق الأوراق المالية يكون نحو الدخل أكثر منه نحو السيولة والمخاطرة¹.

المطلب الثالث: تقسيمات البورصة والمتدخلون فيها

أولا: تقسيمات البورصة

تنقسم بورصة الأوراق المالية إلى قسمين هما:

1: السوق الأولية (سوق الإصدار)

وهي تلك السوق التي يتم فيها التعامل بالأوراق عند إصدارها، وفي إطار هذا النوع من الأسواق يتم التعامل بالأوراق المالية الجديدة التي تم إصدارها لأول مرة، وذلك عن طريق ما يسمى بالإكتتاب العام سواء تعلق ذلك بإصدار الأسهم عند تأسيس وإنشاء الشركات الجديدة أو زيادة رأس مالها بغرض توسيع وتنويع نشاطها، أو إصدار الأسهم والسندات عند الحاجة إلى قروض طويلة الأجل²، وتلعب المؤسسات المالية الوسيطة بمختلف أنواعها وأنشطتها دورا رئيسيا في هذه الأسواق، لاسيما مصارف الإستثمار والمصارف التجارية، إذ تتولى مهمة تسويق الإصدارات أو التعهد بتسويقها إما لصالحها أو لصالح الجهة المصدرة لقاء عمولة طبقا للاتفاقية المتعاقد عليها للإصدار، كما تعد السوق الأولية الخطوة الأولى للنشاط المالي للورقة، إذ التوقف عند هذا السوق يفقد الورقة المالية مرونة تسيلها، الأمر الذي يستدعي وجود أسواق أخرى محفزة ومنشطة لحركة تداول الإصدارات الجديدة³.

2: السوق الثانوية

وهي السوق التي تتداول فيها الأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولية، وتعمل فيها المؤسسات المالية لتي تقوم بتنشيط تداول الأوراق المالية وتوفير عنصر السيولة مثل شركات السمسرة وصناديق الإستثمار وشركات محافظ الأوراق المالية⁴. حيث أن السوق الثانوية تقوم بدور أساسي لتنظيم التعامل بالأوراق المالية كما يلي⁵:

- إمداد المستثمرين بالسيولة اللازمة متى دعت الحاجة وذلك ببيع كل أو جزء من الأوراق المالية التي يملكها في السوق؛

¹ - نفس المرجع، ص 81.

² - عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص 18.

³ - أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الإستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2004، ص 121.

⁴ - صلاح الدين جودة، بورصة الأوراق المالية علميا-عمليا، الطبعة الأولى، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، 2000، ص 22.

⁵ - زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2007، ص ص 88-89.

- تسهيل التحرك للمستثمرين دون خسارة مالية تذكر عند قيامهم بمبادلة الأوراق بالنقود؛
 - سهولة الحركة للمستثمر بالتحول من ورقة مالية إلى أخرى ودون خسارة مالية قد تحدث.
- وعموما فالتعامل في السوق الثانوية يتم إما بشكل تبادل منظم أي داخل الأسواق المنظمة أو في الأسواق غير المنظمة وذلك كما يلي:

2-1: الأسواق المنظمة

وهي الأسواق التي يتداول فيها الأوراق المالية المدرجة بمواعيد دورية طبقا لقواعد وإجراءات تحددها لجنة السوق وبطريقة المزايمة العلنية، تتميز هذه الأسواق بهيكلها التنظيمي والمؤسسي المنظم، يدار من قبل لجنة السوق أو لجنة البورصة تتكون من أعضاء منتخبين ممثلين عن الشركات المسجلة في السوق والوسطاء والحكومة، تجرى عمليات التداول في قاعة السوق من قبل الوسطاء المسجلين في السوق ووفقا للشروط التي تضعها لجنة سوق المال في البلد المعني¹.

2-2: السوق غير المنظمة

ويطلق على المعاملات التي تجرى خارج البورصات، وهذا التعامل يتم من خلال بيوت السمسرة المنتشرة في أنحاء جميع العالم ولا يوجد مكان محدد لإجراء المعاملات، حيث تتم من خلال شبكة اتصالات جيدة تتمثل في الهاتف، الحاسوب، أنترنت إلى غير ذلك². وتنقسم الأسواق غير المنظمة إلى:

2-2-1: السوق الثالث

وهو يمثل جزء من السوق غير المنظمة حيث يتكون من السماسرة غير الأعضاء في البورصة المنظمة، والذين يقدمون خدمات التعامل في الأوراق المالية للمؤسسات الإستثمارية الكبيرة وصناديق استثمار المعاشات، والأموال التي تديرها البنوك نيابة عن عملائها، وتتميز معاملات هذا السوق بانخفاض تكلفة المعاملات وكذا سرعة تنفيذها³.

2-2-2: السوق الرابع

حيث يتم التعامل فيها مباشرة وبدون وساطة بين المؤسسات الكبرى والهدف منها استبعاد شركات التجارة والسمسرة في الأوراق المالية بهدف تخفيض النفقات خاصة في حالة الصفقات الكبيرة وعليها أن تبحث بنفسها

¹ - أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة، مرجع سبق ذكره، ص 123.

² - بصيري محفوظ، المؤشرات الرئيسية لأداء سوق الأوراق المالية وأثرها على التنمية الاقتصادية - دراسة حالة بورصة الجزائر خلال الفترة (2001-2015)، معارف، العدد 21، 2016، ص 83.

³ - صلاح الدين جودة، مرجع سبق ذكره، ص 22.

عن بائع أو مشتري، ويتم التعامل فيما بينها من خلال شبكة اتصال إلكترونية تسمى Instant حيث يمكن عن طريق هذه الشبكة معرفة الأسعار وفقا لحجم التعامل¹.

ثانيا: المتدخلون في البورصة

التعامل في بورصة الأوراق المالية يتم من خلال مجموعة من الأعضاء تتمثل أهم هذه الفئات في:

1: مصدرو الأوراق المالية

يتمثل الدور الذي يقوم به مصدرو الأوراق المالية في الأسواق تجميع رؤوس الأموال بإصدار أوراق مالية، وفي العادة يتشكل هؤلاء من حكومات وهيئات حكومية ومنظمات دولية وبنوك وشركات أخرى، يرغب مصدرو الأوراق المالية تجميع قدر من الأموال طويلة الأجل، ولكن هناك عوامل متعددة قد تؤثر على كيفية ووقت أداء ذلك، وتتمثل هذه العوامل في²:

- قد يرغب مصدرو الأوراق المالية في الاستفادة من الأموال لفترة محددة من الوقت، وقد يرغب في الاستفادة منها بصورة دائمة، لذا يجب أن يحدد مدة استحقاق الإصدار وأن يختار بين الحصول على أسهم رأس المال أو رأس المال المقترض.

- يرغب مصدر رأس المال المقترض في تجميع رأس المال بأقل تكلفة ممكنة كعائد الفوائد، وتختلف العوائد التي يسعى المستثمرون للحصول عليها بمرور الوقت تبعا لتغيرات معدلات الفائدة في السوق ومدة استحقاق الدين.

- يبحث مصدر الأوراق المالية عن مصدر تمويل يسمح له بتجميع المزيد من الأموال في المستقبل.

2: المستثمرون

هناك نوعين من المستثمرين هما المستثمر الداخلي والمستثمر العادي، حيث يهدف المستثمر الداخلي إلى السيطرة على المؤسسة وإدارتها من خلال تملك عدد كافي من الأسهم ويكون هدف الربح في المرتبة الثانية، أما المستثمر العادي فيهدف إلى تحقيق الربح في الأجل الطويل بالإضافة إلى العائد الخارجي³، كما نقصد بالمستثمرين الأفراد أو المؤسسات المتعاملون في سوق الأوراق المالية سواء الأولية أو الثانوية بغرض توظيف ما لديهم من أموال من أجل الحصول على عائد⁴.

¹ - محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة، أسهم - سندات - أوراق مالية، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، 2006، ص 69.

² - بريان كويل، نظرة عامة عن الأسواق المالية، دار الفاروق للنشر والتوزيع، القاهرة، 2005، ص ص 35-36.

³ - صلاح الدين جودة، مرجع سبق ذكره، ص 36.

⁴ - العربي غويني، عادل مستوي، آلية تفعيل البورصة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة - حالة بورصة الجزائر -، مجلة المناجر، العدد 1، 2014، ص 108.

3: السماسرة

السمسار هو المستشار الذي يرشد المستثمر ويساعده على اختيار الأوراق المالية كما قد يعمل كممثل أو وكيل لأحد بيوت السمسرة، ويقوم السمسار بالتعامل مع الجمهور الذي يرغب في شراء أو بيع الأوراق المالية التي يمثلها مقابل حصوله على عمولة تحددها لائحة البورصة، أي أنه يتوسط بين البائع والمشتري، وتمثل هذه الفئة الجزء الأكبر من أعضاء البورصة¹.

4: المضاربون

هم الذين يضعون أسعارا معينة ويغرون آخريين بالدخول للشراء منها وغالبا ما تكون هذه الأسعار التي يضعونها غير حقيقية ولا تعبر عن أسعار المنتجات التي يعرضونها، فهم يعتمدون في ذلك على الشائعات أو وسائل الإعلام،... الخ².

المطلب الرابع: عمليات البورصة وأوامرها**أولا: عمليات البورصة**

تتمثل عمليات بورصة الأوراق المالية في العمليات العاجلة والعمليات الآجلة.

1: العمليات العاجلة (الفورية)

و تسمى أيضا بالأسواق العاجلة التي تقوم عملياتها نقدا والتسليم الفوري للأوراق المالية موضوع التعامل على الأقل قبل افتتاح الجلسة التالية للتداول، يتحمل الوسيط هنا مسؤولية التنفيذ السريع والدقيق للصفقة وبما ينسجم وطبيعة السوق المالية، العمر الزمني لهذه العمليات بالأيام والأسابيع والشهر كحد أقصى، ويجوز تمديده للأشهر اللاحقة بموافقة أطراف الصفقة والسوق³، ومن خلال هذه العمليات يجب أن يبين كل أمر نوع الصفقة، طبيعة الورقة المالية، موضوع الصفقة والكمية المعروضة أو المطلوبة من هذه الأوراق المالية، بما في ذلك السعر المرغوب فيه من طرف العميل لتنفيذه، بحيث يوجد في هذه العملية العاجلة شرط أساسي هو إلزامية حيازة الأوراق المالية موضوع الصفقة وذلك لتسليمها إلى السماسرة المكلفين بتنفيذ الأوامر في سوق الأوراق المالية⁴.

¹ - بن جميل هناء، مخفي أمين، سوق الأوراق المالية من محفز للنمو إلى مولد للأزمات، مجلة المالية والأسواق، المجلد 4، العدد 2، 2017، ص 118.

² - العربي غويني، عادل مستوي، مرجع سبق ذكره، ص 108.

³ - أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة، مرجع سبق ذكره، ص 178.

⁴ - بن اممر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية- دراسة قياسية-، أطروحة دكتوراه، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2012-2013، ص 40.

ويعمد المتعاملون في بورصة الأوراق المالية إلى التعامل العاجل لأحد السببين التاليين أو كلاهما معاً¹:

- الاحتفاظ بها: يعني الاستفادة من الأرباح الموزعة وغيرها من الحقوق المتعلقة بالأوراق المالية المشتراة.
- المضاربة على ارتفاع أسعارها: فيعمدون إلى بيعها وقت تحسن أسعارها في السوق مع ملاحظة أن أسعار الأوراق المالية في السوق العاجلة أقل ارتفاعاً من أسعارها في السوق الآجلة.

2: العمليات الآجلة

يكون فيها الدفع مؤجلاً وهذا يعني أن التسليم يكون مؤجلاً إلى آخر الشهر عند حلول تاريخ التصفية، فالمشتري الذي لا يتوفر لديه الأموال الكافية يمكنه الشراء دون أن يدفع في إطار قواعد محددة، بهذه الطريقة يمكن شراء سند بدون دفع أي مبلغ، وبيعه بعد عدة أيام والحصول على أرباح في حال ارتفاع السند، وفي حالة انخفاض سعره مع حلول أجل التصفية يمكن التأجيل ثانية مقابل دفع مبلغ بسيط قابل للتأجيل في هذه المرة، هذه الطريقة صالحة للأفراد الذين لا يملكون الأموال الكافية للاستثمار في البورصة².

ثانياً: أوامر البورصة

يتم التعامل في بورصة الأوراق المالية من خلال الوسطاء الذين يلعبون دور حيوي وجوهري في تنفيذ مختلف العمليات لاسيما في الأسواق المنظمة، وذلك من خلال عقد توكيل بين المستثمر والعميل يتضمن تعليمات عقد الصفقة سواء في حالة البيع أو الشراء، حيث أنه قبل قيام السمسار بتنفيذ عمليات البيع والشراء ينبغي أن يتسلم تعليمات أو أوامر محددة من العميل.

1: مفهوم أوامر البورصة

يقصد بأوامر البورصة التوكيل الذي يعطيه الزبون لأحد الوسطاء كي يبيع أو يشتري له أوراق مالية معينة في البورصة، ويجوز أن يوجه الأمر إلى أحد مستخدمي الوسطاء المكلفين بالعمل داخل البورصة الذي ينقله بدوره إلى الوسيط، وفي جميع الأحوال يجب تنفيذ الأمر وإجراء العملية وفقاً للقواعد الموجودة في البورصة³.

¹ - نفس المرجع، ص 41.

² - رائد محمود أبو طربوش، أسرار الفوركس، عمالات، أسهم، عقود مستقبلية، الطبعة الأولى، دار كنوز المعرفة العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص 23.

³ - محمد يوسف ياسين، البورصة، عمليات البورصة، تنازع القوانين اختصاص المحاكم، الطبعة الأولى، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، 2004، ص 99.

يجب على محرر الأمر (الموكل) أن يتمتع بالأهلية هذا الشرط يجعل الوسيط على علم قبل عقد الصفقة، كما أن تنفيذ الصفقة يتحدد بمدى وضوح الأمر الصادر من العميل، لذا عند تحرير الأمر يجب أن يتضمن الشروط التالية¹:

- تحديد نوع الورقة موضوع الصفقة؛
- تحديد الجهة المصدرة للورقة المالية؛
- تحديد السعر وكمية الأوراق المطلوبة؛
- في حالة السندات تحديد تاريخ الإصدار، معدل الفائدة والأجل وفئة السند، أما في حالة الأسهم تحديد فيما إذا كان ممتازا أو عاديا.

2: أنواع الأوامر

فيما يلي نعرض الأوامر الأساسية التي عادة ما تكون متاحة في كل الأسواق وهي:

2-1: الأوامر المحددة لسعر التنفيذ

يقصد بالأوامر المحددة لسعر التنفيذ تلك الأوامر التي يكون فيها السعر الذي يحدده العميل هو الفيصل في تنفيذ الصفقة من عدمه، وفي هذا الصدد يوجد بديلين من الأوامر، أوامر يطلب فيها العميل من السمسار تنفيذ الصفقة بأفضل سعر يجرى على أساسه التعامل في السوق وقت استلام الأمر ويطلق عليها أوامر السوق، وأوامر يشترط فيها العميل سعرا محددًا لإتمام الصفقة ويطلق عليها الأوامر المحددة².

2-1-1: أوامر السوق

تعد من بين الأوامر الأكثر شيوعا في التعاملات، حيث يطلب من السمسار بيع أو شراء عددا من الأوراق المالية بأفضل سعر وبأسرع وقت ممكن (أقل الأسعار في حالة الشراء وأعلى الأسعار في حالة البيع)، وغالبا ما يكون المستثمر متأكدا من تنفيذ العملية طالما توجد مرونة للتنفيذ وحسب إعلانات السوق المستثمرة، لذلك فهذا الأمر يكون أمر يومي، ومثل هذه الأوامر قد تنفذ بسرعة إلا أن نتائجها قد لا تتناسب مع رغبات المستثمر، وينخفض مثل هذا التأثير في ظل كفاءة عالية للسوق وتوافر المعلومات التي تقلل من انحراف العائد المتوقع عن العائد السوقي الذي تحققه قرارات الشراء والبيع في البورصة³.

¹ - أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص 172.

² - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، مركز الدلتا للطباعة، الإسكندرية، 2006، ص 125.

³ - محمد محمد الداغر، الأسواق المالية، مؤسسات، أوراق، بورصة، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان 2007، ص 251.

2-1-2: الأوامر محددة السعر

يتغلب هذا النوع من الأوامر على عيب أمر السوق، حيث لا يعلم المستثمر بسعر تنفيذ العملية مقدما في حالة إصدار أمر السوق، أما في حالة الأوامر محددة السعر يتم وضع حدود لدرجة المخاطرة، وهذا يعني أن المستثمر يقوم بتحديد السعر الذي يرغب أن تتم الصفقة على أساسه مقدما، حيث يحدد المستثمر الحد الأقصى للسعر المحدد في حالة أمر الشراء، أما في حالة إصدار أمر البيع يقوم المستثمر بتحديد الحد الأدنى للسعر الذي يقبله لبيع الورقة المالية ويتم تنفيذ الصفقة عند هذا الحد الأدنى أو بسعر أكبر منه¹.

2-2: الأوامر المحددة لوقت التنفيذ

ويقصد بها الأوامر التي يكون الزمن هو الفيصل في تنفيذها، وقد تكون مدة الأمر يوما، أو أسبوعا أو شهرا، وقد يكون مفتوحا لا يوجد تاريخ محدد لتنفيذه وفي هذه الحالة يجب على المؤسسة عرضه في أول جلسة تالية لوروده وإلا يصبح باطلا ما لم يتفق على غير ذلك².

2-2-1: أوامر محددة بيوم

يستمر الأمر لمدة يوم واحد في التعامل وهو ساري المفعول حتى يتم انتهاء اليوم أو حتى يتم تنفيذه أو يتم إيقافه بواسطة العميل، ويقوم السمسار بإدخال كافة الأوامر التي ترد إليه كأوامر لمدة يوم واحد، هذا وتعتبر أوامر السوق غالبا ودائما أوامر محددة بيوم واحد نظرا لعدم تحديد السعر بها، ويرجع تحديد مدة الأمر بيوم واحد إلى ظروف السوق والصناعة والمؤسسة قد تتغير بين لحظة وأخرى، ومن ثم فإن الإستثمار الذي قد يكون ملائما الآن يمكن أن يكون غير ملائما في اليوم التالي³.

2-2-2: أوامر محددة بأسبوع أو شهر

بالنسبة للأمر الذي مدته أسبوع فإنه سيظل ساري المفعول حتى نهاية الأسبوع الذي صدر فيه الأمر، كذلك فإن الأمر الذي مدته شهر ينتهي سريانه بنهاية آخر يوم في الشهر الذي تم فيه إصدار وإدخال الأمر⁴.

¹ - صلاح الدين جودة، مرجع سبق ذكره، ص 45.

² - محمد شكري الجميل العدوي، بورصة الأوراق المالية في ميزان الشريعة الإسلامية دراسة فقهية مقارنة، الطبعة الأولى، مكتبة الوفاء القانونية، الإسكندرية، 2014، ص 127.

³ - صلاح الدين جودة، مرجع سبق ذكره، ص 46.

⁴ - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، مرجع سبق ذكره، ص 129.

2-2-3: الأوامر مفتوحة المدة

يقصد بالأمر المفتوح ذلك الأمر الذي يظل ساري المفعول حتى يتم تنفيذه أو يقرر المستثمر إلغائه، وغالبا ما يشار إليه "ساري حتى الإلغاء"، وعادة ما يرتبط الأمر المفتوح بالأوامر محددة السعر، ويتطلب إصدار الأمر المفتوح أن يكون المستثمر على علم بظروف العرض والطلب على الورقة المالية موضوع الأمر¹.

2-3-2: الأوامر التي تجمع بين سعر ووقت التنفيذ

من الأمثلة على هذا النوع من الأوامر الأمر المحدد لسعر التنفيذ خلال فترة زمنية معينة والأمر المفتوح في حدود سعر معين.

2-3-1: الأمر المحدد للسعر خلال فترة معينة

يقصد بالأمر المحدد للسعر خلال فترة معينة تحديد سعر معين للتنفيذ غير أنه يشترط إتمام الصفقة خلال فترة زمنية معينة².

2-3-2: الأمر المفتوح في حدود سعر معين

ويقصد به الأمر الذي لا يحدد له فترة معينة للتنفيذ، غير أنه يشترط إتمام الصفقة حينما يصل سعر السوق إلى السعر الذي يحدده المستثمر أو سعر أفضل منه، ويقوم السمسار باغتنام الفرصة وذلك عندما يصل سعر السهم في السوق إلى السعر المحدد أو أقل منه في حالة الشراء، أو أعلى منه في حالة البيع، وعادة ما يضع المستثمر حدا أقصى للفترة الزمنية التي ينبغي أن ينفذ خلالها الأمر، ومن بين مزاياه أن المستثمر يعرف مسبقا وإلى حد كبير السعر الذي سيحصل عليه في حالة البيع أو الشراء³. أما أهم عيوبه فهو أنه إذا كان السعر المحدد أعلى قليلا (في حالة أمر الشراء) أو أقل قليلا (في حالة أمر البيع) عن السعر المحدد فإن الأمر لن ينفذ على الإطلاق⁴.

2-4: الأوامر الخاصة

وهي الأوامر التي تقيد من حرية السمسار، كالأوامر التي لا تنفذ إلا إذا بلغ سعر الورقة المالية مستوى معين أو تجاوزه، وقد يضع العميل حد أدنى لسعر الشراء ولا يتم التعامل إلا بذلك أو أفضل منه، ويجب على شركة السمسرة أن تقوم بعرض أوامر العملاء بطريقة علانية وبالبيانات اللازمة للتعريف بالعملية وفقا للقواعد التي تقرها الهيئة، وفي حالة قيام الشركة بتنفيذ أوامر صادرة إليها فعليها أن تعلن عن ذلك بطريقة واضحة على لوحة

¹ - صلاح الدين جودة، مرجع سبق ذكره، ص 47.

² - عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص 89.

³ - نفس المرجع، ص 89.

⁴ - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، مرجع سبق ذكره، ص 130.

التداول لمدة نصف ساعة على الأقل قبل تنفيذ العملية على أن تكون أسعارها مساوية لسعر الإقبال أو سعر التداول حسب الأحوال¹.

المطلب الخامس: التسعير في البورصة والعوامل المساعدة على استقرارها

أولاً: التسعير في البورصة

نظراً لتأثير الأسلوب الذي تتبعه إدارة البورصة في تحديد أسعار الأوراق المالية المدرجة في جدول التسعيرة بها على حركة السوق (العرض والطلب)، فإن سعر الورقة المالية عندما يتحدد في البورصة قد يصل إلى أضعاف قيمتها الاسمية وربما يصل إلى جزء صغير منها، فقط تبعاً لتأثير عوامل عدة في تحديد سعر الورقة المالية من بين هذه العوامل نجد، العرض والطلب، المركز المالي للجهة المصدرة للورقة المالية والحالة الاقتصادية للقطاع الذي تعمل فيه الجهة المصدرة للورقة وسعر الفائدة لتلك الجهة المصدرة². وتتحدد أسعار الأوراق وفقاً لعدة طرق أهمها ما يلي:

1: التسعير بالمناداة

تتم هذه الطريقة بتلاقي المتعاملين وجها لوجه في قاعة تداول البورصة وعقد الصفقات بمناداة بعضهم البعض، فينادي الباعة بأن لديهم أوراق مالية مستعملين بعض الألفاظ المنقنين عليها، للتعبير عن استعدادهم لبيع نوع معين من الأوراق وذلك بصوت مرتفع، بنفس الطريقة ينادي المشترون ويعبرون عن استعدادهم للشراء، وبذلك يخلق عرض وطلب على كل ورقة مالية متداولة ويتحدد سعر توازنها الذي تباع به، عادة ما يتفاوض بهذه الطريقة على الأسهم والسندات النشطة أي الأكثر تداولاً في البورصة، إذ من أهم مزاياها الشفافية في التعامل، إذ يتمكن من خلالها المتعاملين الحاضرين من مراقبة الصفقات بصورة مباشرة³.

2: التسعير بالأدراج

تختلف هذه الطريقة عن سابقتها كونها تتم بطريقة كتابية وليست شفوية، إذ تسجل كافة الأوامر الخاصة بورقة مالية معينة على بطاقة وتوضع في درج، حيث يخصص درج لكل ورقة في البورصة وترتكز كل المعاملات ومطالب هناك، ويوضع الدرج تحت تصرف وسيط مالي، يعتبر بمثابة المتخصص في التعامل بتلك الورقة، بذلك يصبح كل وسيط متخصصاً في التعامل بعدد معين من الأوراق المالية، حيث يقوم بمتابعة الصفقات المتعلقة بها وتحديد أسعارها، في بداية كل حصة يقوم الموظف التابع لذلك الوسيط بجمع كافة الأوامر المتعلقة بالورقة المعنية

¹ - - محمد الصيرفي، مرجع سبق ذكره، ص 126.

² - محمد شكري الجميل العدوي، مرجع سبق ذكره، ص 132.

³ - صلاح الدين شريط، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية -دراسة تجرية جمهورية مصر العربية" مع إمكانية تطبيقها على الجزائر"-، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر 3، 2011-2012، ص 107.

الموجودة في الدرج الخاص بها ويضيف لها الأوامر الباقية من الحصة السابقة التي مازالت صالحة ويحدد سعر التعامل وفقاً لذلك¹.

3: التسعير بالصندوق

يلجأ إلى هذه الطريقة عندما تكون عروض البيع وطلبات الشراء في بورصة الأوراق المالية كثيرة ومتعددة، فيعتمد الوسيط إلى بوضع عروضهم وطلباتهم في صندوق خاص كصندوق البريد، ثم تقوم لجنة البورصة بحساب العروض والطلبات ثم تحديد أسعار البورصة بناء على ما يتضمنه الصندوق من عروض وطلبات².

4: التعامل بالمقابلة

يضيف البعض هذا النوع من الطرق، التي تقع بين الطريقة الشفوية والطريقتين الكتابيتين (التسعير بالأدراج والتسعير بالصندوق) فأخذت إيجابيتهما، حيث تسجل الأوامر على سجلات بالإضافة إلى لقاء المتعاملين وإتباع الطريقة الشفوية في عقد الصفقات. تسمح هذه الطريقة بإجراء عمليات المراجعة أو الموازنة³.

ثانياً: العوامل المساعدة على استقرار البورصة

يعتبر الاستقرار الاقتصادي بشكل عام والاستقرار المالي والنقدي بشكل خاص بالإضافة إلى الاستقرار السياسي والأمني من أهم المتطلبات الأساسية التي تساعد على استقرار بورصة الأوراق المالية، كما توجد هناك متطلبات أخرى قد تساعد في استقرارها ومنها ما يلي⁴:

- وجود بيئة تشريعية قوية ومرنة قادرة على أن تراقب أداء البورصة وتضبط عمليات التلاعب والممارسات غير القانونية، وهذا يتطلب من الجهة الرقابية مواكبة المستجدات وتعزيز القدرات لأنظمتها وموظفيها والالتزام بالقيم والمبادئ الأساسية كالعدالة والنزاهة والشفافية.
- توفر سياسة اقتصادية مرنة ومنفتحة.
- نمو الوعي الإستثماري لدى فئة كبيرة من المستثمرين بالسوق.
- التزام المؤسسات بقواعد حوكمة الشركات بما فيها الشفافية والإفصاح، وهي مسؤولية مشتركة بين المؤسسات والهيئة العامة لسوق المال.
- انخفاض حجم المضاربات في البورصة وعدم تجاوزها الحدود المعقولة.

¹ - محفوظ جبار، تنظيم وإدارة البورصة، الطبعة الأولى، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2002، ص 116.

² - شمعون شمعون، البورصة (بورصة الجزائر)، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2005، ص 46.

³ - محفوظ جبار، مرجع سبق ذكره، ص 117.

⁴ - سهيل مقابلة، كيف تستثمر بسوق الأسهم - حالة سلطنة عمان -، الطبعة الأولى، دار الراية، الأردن، 2013، ص 46.

المبحث الثاني: التأسيس النظري لمؤشرات البورصة

ازداد الاهتمام بمؤشرات البورصة مع مرور الوقت واستعملت كأداة لتقييم أداء الأسواق المالية ومقارنتها بغيرها من الأسواق، من خلال متابعة وقياس تغيرات حركات أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق، كما أنها وسيلة يسترشد بها المستثمرون لاتخاذ قراراتهم الإستثمارية في سوق الأوراق المالية، وتعد بمثابة مقياس لدرجة تطور الاقتصاد بصفة عامة والسوق بصفة خاصة، حيث كانت البداية مع ظهور مؤشر داو جونز الصناعي لأول مرة عام 1884. وعليه سنقوم في هذا المبحث بالتركيز على الجانب المفاهيمي لمؤشرات البورصة حتى نتكون لدينا فكرة عنها، ومن ثم إدراك أهمية استخدامها.

المطلب الأول: تاريخ مؤشرات البورصة ومفهومها

نقوم بالتطرق في هذا العنصر إلى كل من تاريخ مؤشرات البورصة وأهدافها.

أولاً: تاريخ مؤشرات البورصة

يرتبط الحديث عن تاريخ المؤشرات المستعملة في أسواق الأوراق المالية بالحديث عن تاريخ هذه المؤشرات نفسها، ومن هنا يعد سوق نيويورك من أقدم وأكبر الأسواق المالية الدولية في العالم حالياً، وقد أنشأ هذا السوق سنة 1817م، وقد حقق نمواً متسارعاً، حيث بلغت استثماراته الكلية أكثر من 4.5 تريليون دولار علماً بأن هذا السوق يعتمد على مجموعة من المؤشرات من أهمها مؤشر داو جونز الصناعي، الذي يعتبر أقدم مؤشر لقياس أسعار الأوراق المالية وتطوراتها في الأسواق المالية، وهذا يبين مدى قدم هذه المؤشرات تبعاً لقدم الأسواق التي تتعامل بها والتي تعمل فيها هذه المؤشرات بوظيفة المقياس للنشاط المالي فيه¹.

ثانياً: مفهوم مؤشرات البورصة

تعتبر أسواق الأوراق المالية مرآة عاكسة لاقتصاديات مختلف الدول، وعليه يمكن استخدام المؤشر والذي يضم عادة أكبر المؤسسات المدرجة في البورصة للتعبير على الأداء الاقتصادي والتنبؤ بالحالة الاقتصادية المستقبلية.

1: تعريف مؤشر البورصة

أدى وجود عدد كبير من الأسهم في كل سوق مالية وصعوبة تحديد الاتجاه العام لنشاط السوق مع تزامن ارتفاع أسعار بعض الأسهم وانخفاض بعضه الآخر إلى استخراج مؤشر خاص لكل سوق مالية، ويمثل متوسط أسعار الأسهم يومياً، وهو أداة تستخدم لقياس اتجاهات التقدم أو التراجع في السوق المالي ككل، فعندما تكون

¹ - مسعودة نصبه، ناصر محدة، إصدارات مؤشرات سوق الأسهم الإسلامية كبديل لمؤشرات السوق العالمية التقليدية - حالة المؤشرات الشرعية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 48، 2017، ص ص 97-98.

حركة مؤشر أسعار الأسهم المتوقعة متجهة نحو الصعود يطلق على السوق المالية السوق السعودية، أما حينما تكون حركة المؤشر المتوقعة متجهة نحو الهبوط يطلق عليها السوق النزولية¹.

المؤشر هو قيمة عددية يقاس بها التغيير في الأسواق المالية، ويعبر عن المؤشر كنسبة مئوية للتغيير عند لحظة زمنية معينة مقارنة بقيمة ما في فترة الأساس أو نقطة البداية، ويقاس المؤشر تحركات أسعار الأسهم والسندات أو الصناديق... الخ ارتفاعاً أو انخفاضاً، الأمر الذي يعكس سعر السوق واتجاهه، أما عن مؤشر الأسهم فهو بالنسبة للمستثمر معياراً لقياس مستوى سوق الأسهم ككل وأيضاً لقياس أداء سهم معين بالنسبة للسوق ككل². يعرف أيضاً المؤشر بأنه أداة إحصائية تستخدم لقياس الاتجاه العام لأسعار المؤسسات المدرجة في البورصة، وقد يشمل جميع المؤسسات المدرجة في السوق أو قد يختص بعدد محدد من المؤسسات بقطاع معين، أو يقتصر على عينة من المؤسسات المدرجة والتي غالباً ما يتم اختيارها بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس واقع سوق رأس المال، ويتم التعبير عادة عن المؤشر وتغيره من خلال عدد النقاط والنسبة المئوية³.

كذلك المؤشر هو "عبارة عن أداة هامة التي يسترشد بها المستثمرون في الأسواق المحلية والدولية من أجل توقيت استثماراتهم وتنفيذها، كذلك في رصد التطورات التي تستهدفها الأسواق ودرجة فعاليتها (تقييم أسواق الأوراق المالية)، وبالتالي التعرف على اتجاهات الأداء فيها ومقارنتها بغيرها من الأسواق المالية، الأمر الذي يمنح فرصة أخرى للمستثمرين لاتخاذ قرارات الإستثمار"⁴.

مؤشر سوق الأوراق المالية يقيس مستوى الأسعار في السوق، وبعد المؤشر أداة نافعة للتنبؤ بما ستكون عليه الحالة الاقتصادية العامة في الدولة، ويوجد نوعين من المؤشرات⁵:

- مؤشرات تقيس حالة السوق بصفة عامة مثل داو جونز (DJIA) Dow Jones Industrial Average ومؤشر ستاندرد أندبورز (S&P500).

- مؤشرات تقيس حالة السوق بالنسبة لصناعة معينة مثل مؤشر داو جونز لصناعة النقل ومؤشر ستاندرد أندبورز لصناعة الخدمات العامة التي تنتج خدمة الكهرباء والماء والتليفون وما شابه ذلك.

¹ - إلهام وحيد دحام، فعالية أداء السوق المالي والقطاع المصرفي في النمو الاقتصادي، الطبعة الأولى، المركز القومي للإصدارات القانونية، القاهرة، 2013، ص 25.

² - عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص 35.

³ - سهيل مقابلة، كيف تستثمر بسوق الأسهم - حالة سلطنة عمان -، الطبعة الأولى، دار الراجحة للنشر والتوزيع، 2013، ص 148.

⁴ - مناصرية خولة، أثر السياسة المالية على أداء سوق الأوراق المالية - دراسة حالة الأردن (خلال الفترة 1990-2014) -، أطروحة دكتوراه، جامعة محمد خيضر - بسكرة، 2015-2016، ص 148.

⁵ - عصران جلال عصران، الاستثمار غير المباشر في محافظ الأوراق المالية، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2010، ص 279.

من خلال التعاريف السابقة يمكن القول بأن مؤشر بورصة الأوراق المالية هو أداة أساسية تستخدم لمعرفة الحالة التي يكون عليها سوق الأوراق المالية في فترة زمنية معينة من خلال قياس تغير مستوى الأسعار وكميات الأوراق المالية المتداولة من أجل التعرف على أداء السوق ومقارنته بغيره من الأسواق، وقد يكون المؤشر عام أي يقيس حالة السوق بصفة عامة، أو مؤشر خاص يختص بقياس حالة صناعة معينة.

2: أهمية مؤشرات البورصة

تلعب مؤشرات الأوراق المالية دوراً فعالاً في عمليات تداول الأوراق المالية في الأسواق المالية كونها تعكس الأسعار وحركتها، وتأتي أهمية المؤشر فيما يلي:

- يعد تلخيص لأداء الأسواق المالية كونه يعكس أسعار أسهم الشركات في جميع القطاعات الاقتصادية، ويلخص أدائها بمعايير ومؤشرات رقمية قابلة للتداول، كما أن المؤشر يكتشف العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية للبلد ونتائج التداول في السوق المالي¹.

- يساعد المؤشر القائمين على الأسواق المالية والمشاركين فيها بإعادة تنظيم السوق من خلال عمليات المراجعة التي تساعد على تحديد العناصر التي أدت إلى انحراف الأسعار وتصويبها باتجاه يعكس الأسعار بدقة، كما يساعد الدولة على رسم السياسات الاقتصادية من خلال معرفة الوضع العام للاقتصاد من خلال أنشطة الشركات وأرباحها، لأن أعمال ونتائج الشركات لا بد وأن تنعكس على المؤشر الخاص للأسهم².

- أداة فعالة للمقارنة مع أسعار السهم أو القطاع أو السوق ومع المعايير المختارة الأخرى أو مع مؤشرات الأسواق المالية في الدول الأخرى³.

- يعد إحدى الأدوات لتحديد سعر السهم من خلال خصم التدفقات النقدية المستقبلية، ويعكس المؤشر توقعات المساهمين والمستثمرين في السوق⁴.

- المؤشرات أدوات مفيدة في البحوث المالية⁵.

¹ - دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2012، ص 92.

² - عمر النور، نحو انشاء مؤشر إسلامي في بورصة عمان "دراسة تحليلية في ضوء المعيار الشرعي رقم (21) والصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المؤتمر الدولي الرابع للمصارف الإسلامية: "الأسواق المالية الإسلامية من منظور المالية الإسلامية والمعايير الدولية"، للفترة 16-17 أوت 2017، الجامعة الأردنية، عمان، ص 11.

³ - دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، مرجع سبق ذكره، ص 92.

⁴ - نفس المرجع، ص 92.

⁵ - نفس المرجع، ص 92.

كذلك تبرز أهمية مؤشرات البورصة من خلال ما يلي¹:

- المؤشر أداة للمقارنة المرجعية

يعد المؤشر بمثابة المعيار الذي يرجع له للمقارنة وتقييم أداء السوق والأسهم المتداولة فيه، ومن ثم تحديد مواطن الخلل الانحراف ثم معالجتها.

- تحديد الاتجاه العام للسوق

بما أن المؤشر يعتمد على عدد كبير من أسهم السوق فهو يمثل مرآة للسوق واتجاهاتها الصعودية والنزولية.

- المؤشر أداة للتنوع الجيد

يبحث المستثمر على التنوع الجيد من أجل تقليل المخاطر، ومحاولة تجنبها ومحاولة تجنبها، حيث أن المؤشر ذو التنوع الجيد يعني خطر أقل من قبل المستثمر.

- يعمل المؤشر على استقرار ثنائية العائد-الخطر

من أهم الوظائف التي يمارسها المؤشر قدرته على فصل سعر السهم عن القرارات التي تتخذها المؤسسة داخليا، مما يعني أن التغيرات في سعر السهم ينبغي أن لا تؤثر على قيمته.

المطلب الثاني: استخدامات ومزايا المؤشر

أولاً: استخدامات المؤشر

لمؤشرات سوق الأوراق المالية استخدامات عديدة تهم جميع المستثمرين والأفراد وغيرهم من الأطراف التي تتعامل في سوق رأس المال وأهمها:

1: إعطاء فكرة سريعة عن أداء المحفظة

إذا ما كانت التشكيلة التي اختير منها المؤشر هي عينة ممثلة للأسهم المتداولة في السوق، فلا بد أن يعكس المؤشر حركة أسعار كافة الأسهم المتداولة، وعليه يمكن للمستثمر أن يكون فكرة سريعة عن التغير في عائد محفظة أوراقه المالية -إيجاباً أو سلباً- بمجرد مقارنته بنسبة التغير الذي طرأ على مؤشر السوق، التي تعكس متوسط عائد السوق، وذلك دون الحاجة إلى قيام المستثمر بمتابعة أداء كل ورقة مالية على حدى، حيث أنه

¹ - سرمد كوكب الجميل، المدخل إلى الأسواق المالية، 2017، ص 91.

<https://books.google.dz/books?id=ssNTDwAAQBAJ&pg=PA102&lpg=PA102&dq>

وبالتأكيد إذا كانت اسثماراته كلها مركزة في صناعة معينة لها مؤشر خاص بها، حينئذ يكون من الأفضل مقارنة عائد المحفظة مع عائد محفظة ذلك المؤشر¹.

2: الحكم على أداء المديرين المحترفين

وفقا لفكرة التنويع الساذج يمكن للمستثمر العادي أن يحقق معدل عائد على محفظة مكونة من أوراق مالية مختارة عشوائيا عادل تقريبا معدل عائد السوق الذي يعكسه المؤشر، وهذا يعني بالتبعية أن المدير المحترف عليه تحقيق معدل عائد أعلى من متوسط عائد السوق، للتحقيق من ذلك يمكن استخدام عائد أحد المؤشرات الذي يعكس عائد السوق بصفة عامة كأساس للمقارنة مع العائد الفعلي الذي حققه مدير المحفظة².

3: التنبؤ بالحالة التي يكون سيكون عليها السوق

إذا أمكن للمحلل معرفة طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية وبين المتغيرات التي تطرأ على المؤشرات (ما يعرف بالتحليل الأساسي) فإنه قد يمكنه من التنبؤ مسبقا بما سيكون عليه حال السوق في المستقبل، كما أن إجراء تحليل فني وتاريخي للمؤشرات التي تقيس حالة السوق قد تكشف عن وجود نمط للتغيرات التي تطرأ عليه، حيث يتم تتبع حركة الأسعار في الماضي على أمل اكتشاف نمط لتلك الحركة يمكن منه تحديد التوقيت السليم للقرار الإستثماري في المستقبل، إذا ما توصل المحلل إلى معرفة هذا النمط يمكنه عندئذ التنبؤ بالتطورات المستقبلية في اتجاه حركة الأسعار في السوق³.

4: تقدير مخاطر المحفظة

يمكن استخدام المؤشرات لقياس المخاطر المنتظمة لمحفظة الأوراق المالية، أو يمكن أن نطلق عليه المخاطر ذات الصبغة العامة، وتقاس تلك المخاطر بمعامل الانحدار بين معدل العائد على الإستثمار في المحفظة وبين معدل العائد على محفظة السوق الذي يقاس بدوره بمعدل العائد المحسوب لأحد المؤشرات التي تقيس حالة السوق بصفة عامة⁴.

¹ - منير إبراهيم هندي، أساسيات الإستثمار وتحليل الأوراق المالية، الطبعة الثالثة، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2015، ص 148.

² - عصران جلال عصران، مرجع سبق ذكره، ص 280.

* التنويع الساذج يعني أن لا يقوم المستثمر بإستثمار كل رأس ماله في أوراق مالية لشركة واحدة من أجل تجنب المخاطر.

³ - سمر مصطفى منصور متولى، تحليل ومقارنة أساليب تصميم مؤشرات أسواق الأوراق المالية: مثال مؤشرات أسواق الولايات المتحدة ومصر، المجلة العربية للعلوم ونشر الأبحاث، المجلد 2، العدد 6، 2016، ص 138.

⁴ - عصران جلال عصران، مرجع سبق ذكره، ص 280.

5: التنبؤ بالحالة التي سيكون عليها حالة الاقتصاد

القيمة السوقية للسهم تعكس الأداء المستقبلي للمؤسسة المعنية، وبما أن مؤشر السوق ما هو إلا ملخص لاتجاه أسعار أسهم المؤسسات المتداولة في تلك السوق، فإن ارتفاع قيمة المؤشر تعني بالتبعية توقعات أفضل بالأداء المستقبلي لتلك المؤسسات، ولما كان المؤشر هو تعبير عن السوق ككل فإن الأداء المتميز للمؤسسات لابد أن يعكس الأداء المستقبلي للاقتصاد القومي، كل ذلك بشرط أن تكون عينة المؤشر ممثلة للقطاعات الاقتصادية الرئيسية وأن يكون السوق كفاء، بمعنى أن أسعاره تحركها المعلومات وليس الإشاعات عن الأداء المستقبلي للمؤشرات¹.

6: يعتبر المؤشر إنذارا مبكرا للدولة والمؤسسات المالية

والذي من خلاله تتخذ قرارات وإجراءات مالية واقتصادية قابلة لتصحيح مسار التعامل في سوق الأوراق المالية للحد من حالات الكساد أو التضخم أو الانهيار المالي المتوقع، وكذلك من حالات الإفلاس المالي للشركات والمستثمرين في الأوراق المالية².

ثانيا: مزايا المؤشر

تبرز أهمية مؤشرات الأسواق المالية من خلال المزايا التي تحققها للسوق والتي تتمثل أهمها في³:

- يلخص المؤشر أداء السوق الإجمالي، إذ يتكون من أسهم الشركات في كل القطاعات المختلفة للاقتصاد، وعليه فهو بمثابة أسلوبا سهلا لتحويل أداء الاقتصاد إلى صورة كمية، كما تعكس المؤشرات الظروف الاقتصادية السائدة في سوق الأسهم وبالتالي فإنه يمكن تكوين مؤشرات تعكس الأداء الاقتصادي لقطاع معين.
- تساعد المؤشرات على قيام السوق من خلال إعادة تنظيم عملياته، إذ يمكن للمراجحين في السوق تحديد المشكلات التي يمكن أن تؤدي إلى انحراف الأسعار أو تصويب اتجاه السوق الأمر الذي يعكس بشكل دقيق أسعار الأوراق المالية.
- أحد الاتجاهات في تحديد سعر السهم يتمثل في خصم التدفقات النقدية المستقبلية له، فإذا كان من المتوقع أن تتغير هذه التدفقات فإن المؤشر يعكس هذه التوقعات للمساهمين والمستثمرين.

¹ - منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 149.

² - قدي عبد المجيد، سايفي مريم، قراءة الأوضاع الاقتصادية باستخدام المؤشرات البورصية مع دراسة حالة مؤشر ستاندرد أندبورز 500، معارف، العدد 20، 2016، ص 352.

³ - مداحي محمد، ترقو محمد، العلاقة التبادلية بين مؤشرات السوق المالي (الإسلامي والتقليدي) - دراسة قياسية لمؤشر LQ45 و JII ببورصة أندونيسيا، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، العدد 5، 2017، ص 102.

- يمكن للمستثمرين مقارنة أداء مؤشر الأسهم بمؤشرات أسواق الأسهم في العالم، الأمر الذي يساعد في تحديد اتجاهات السوق بالمقارنة بالأسواق الأخرى، مما قد تنجم عنه زيادة الإستثمارات الأجنبية وخاصة إذا كان السوق من الأسواق الواعدة.

المطلب الثالث: أنواع مؤشرات البورصة وأهدافها

أولاً: أنواع مؤشرات البورصة

تقسم مؤشرات البورصة حسب أربع معايير إلى ما يلي:

1: المعيار الأول: من حيث الوظيفة أو الهدف

1-1: مؤشرات عامة

تهتم بحالة السوق ككل أي تقيس اتجاه السوق بمختلف القطاعات الاقتصادية، ولذلك تحاول أن تعكس الحالة الاقتصادية للدولة المعنية خاصة إذا كانت العينة المستخدمة في تكوين المؤشر تمثل جميع الأسهم المتداولة، وأن جميع القطاعات ممثلة تمثيلاً يعكس مساهمتها في الناتج الداخلي الإجمالي، وعليه يمكن القول في هذه الحالة أن سوق الأوراق المالية هي المرآة التي تعكس المكانة الاقتصادية للدولة محل الدراسة¹.

2-1: مؤشرات قطاعية

وهي المؤشرات التي تقيس حالة السوق بالنسبة لقطاع معين أو صناعة معينة، مثل قطاع الصناعة أو قطاع التأمين أو قطاع أسهم الشركات الإسلامية، ومن أمثلتها مؤشر داو جونز للصناعة ومؤشر ستاندراند اندبورز للخدمات العامة².

3-1: مؤشرات الأسواق

نجد هذا النوع من المؤشرات في حالة ما إذا كانت الدولة تتوفر على سوق ثانية تتداول فيها أسهم الشركات متوسطة الحجم أو صغيرة الحجم أي ذات خاصية مميزة مثل مؤشر السوق لأسهم تكنولوجيا معينة مثل مؤشر ناسداك³ NASDAQ .

¹ - حسين قبيلان، مؤشرات أسواق الأوراق المالية - دراسة حالة مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية -، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 11، 2011، ص 94.

² - عمر النور، مرجع سبق ذكره، ص 12.

³ - قدي عبد المجيد، سايغي مريم، مرجع سبق ذكره، ص 350.

1-4: مؤشرات إقليمية

وهي تخص إقليم معين كمؤشر صندوق النقد العربي والذي يعكس حالة السوق ل 12 دولة عربية¹

2: المعيار الثاني: معيار حجم السوق

يعتبر حجم السوق من أهم مؤشرات تطور البورصة ويمكن تحديده عن طريق:

1-2: القيمة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي MV/GDP

تعتبر القيمة السوقية مؤشرا جيدا لقياس سيولة سوق الأوراق المالية عند أخذ نسبتها إلى الناتج المحلي الإجمالي، أي أنها تمثل حجم السوق إلى الاقتصاد ككل، وكلما ارتفعت النسبة اعتبر ذلك مؤشرا على أن السوق يتمتع بسيولة عالية، ويطلق على القيمة السوقية برسلة السوق وتحسب كما يلي: رسلة السوق = عدد الأسهم المدرجة في السوق × سعر السهم الواحد².

2-2: عدد الشركات المدرجة

أي تمثل عدد الشركات المقيدة في بورصة الأوراق المالية يستخدم هذا المؤشر للدلالة على حجم السوق بالإضافة إلى المؤشر العام للأسعار، وتشير الزيادة في عدد الشركات إلى تطور سوق الأوراق المالية في البلد المعني، لما له من دلالة مهمة على التطور السريع، إلا أن هذه المؤشر قد يفقد دلالاته إذا لم يصاحبه استخدام مؤشر القيمة السوقية (السابق الذكر)، فقد يكون عدد الشركات المدرجة كبيرا ولكن إجمالي القيمة السوقية لأسهم تلك الشركات صغير³.

3: المعيار الثالث: معيار سيولة السوق

تعكس السيولة سهولة بيع وشراء الأوراق المالية بسرعة وبدون تكلفة مرتفعة من شأنها إحداث تغيير كبير في القيمة السوقية لهذه الأصول من صفقة إلى أخرى، حيث تزداد سيولة السوق كلما زادت أوامر البيع والشراء الخاصة بالأوراق المالية وسرعة استجابة السوق في معالجة أي خلل في العرض والطلب، كما أن ارتفاع درجة السيولة تشير إلى زيادة قدرة السوق على إتاحة الفرص للمستثمرين لتقليل مخاطر التصريف ومباشرة الإستثمارات طويلة الأجل⁴. وهناك مؤشران أساسيين لقياس السيولة في البورصة هما:

¹ - نفس المرجع، ص 351.

² - نفس المرجع، ص 351.

³ - مناصرية خولة، مرجع سبق ذكره، ص 150.

⁴ - جهرة شنافة، أثر سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي - دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة 1980-2016، أطروحة دكتوراه، جامعة فرحات عباس، سطيف 1، الجزائر، 2017-2018، ص 57.

3-1: مؤشر حجم التداول

والذي يعبر عن قيمة ما يتم تداوله من أسهم وسندات بمختلف الأسعار خلال فترة زمنية، إذ يعكس حجم التداول القيمة الإجمالية للأوراق المالية المتداولة خلال فترة زمنية عادة ما تكون سنة واحدة¹. يقاس معدل التداول من خلال قسمة مجموع الأسهم المتداولة في البورصة على الناتج المحلي الإجمالي، ويقاس هنا مؤشر التداول المنظم لأسهم الشركات كنسبة من الناتج المحلي، وبالتالي فهو يعكس السيولة في الاقتصاد بصفة عامة، ويكمل هذا المؤشر مؤشر رسملة السوق، إذ يعكس الأخير حجم السوق، على الرغم من أن السوق قد تكون كبيرة، إلا أن حجم التداول قد يكون صغيراً، ومن ثم يتعين استخدام المؤشرين معا وذلك لتسهيل الحصول على معلومات سليمة عن سوق الأوراق المالية المحلية².

3-2: مؤشر معدل الدوران

ويمثل قيمة الأسهم المتداولة خلال مدة زمنية معينة كنسبة مئوية من القيمة السوقية لتلك المدة، وبحسب

$$\text{معدل الدوران} = \frac{\text{حجم التداول}}{\text{القيمة السوقية}} \dots (1-3)$$

كما يلي³:

حيث يستخدم هذا المؤشر في مقياسا لانخفاض تكلفة المعاملات، كما أنه يكمل مؤشر رسملة السوق في توضيح درجة نشاطه، إذ أنه من الممكن أن تكون سوق كبيرة ولكنها غير نشطة، إذا كانت رسملتها السوقية كبيرة ولكن معدل الدوران فيها منخفض⁴.

4- المعيار الرابع: مؤشر التركيز وعدم الاستقرار

يعبر عن هذا النوع من المؤشرات بالمقاييس التالية⁵:

4-1: مؤشرات تمركز السوق

تشير هذه المؤشرات إلى مدى سيطرة عدد قليل من الشركات على السوق، ويعبر عنها من خلال تحديد نصيب أكبر عشر شركات من رأس مال السوق، وتعد درجة التمركز المرتفعة أمراً غير مرغوب فيه لأنها تؤثر بشكل سلبي على السوق.

1 - مداحي محمد، ترقو محمد، 99.

2 - مناصرية خولة، مرجع سبق ذكره، ص 150.

3 - قدي عبد المجيد، سايفي مريم، مرجع سبق ذكره، ص 351.

4 - مناصرية خولة، مرجع سبق ذكره، ص 151.

5 - قدوري نور الدين، القري عبد الرحمان، مقومات نجاح سوق الأوراق المالية، دراسة تحليلية لبورصة الجزائر، مجلة البشائر الاقتصادية،

المجلد 5، العدد 2، 2019، ص 37.

4-2: مؤشرات عدم الاستقرار

تشير إلى درجة التقلب في العوائد، وتقاس بالانحراف المعياري للعوائد الشهرية لأسواق الأوراق المالية، بحيث تعد سلسلة زمنية لتلك العوائد لفترة اثنا عشر شهرا، ويؤشر انخفاضها إلى تطور وتنمية السوق.

ثانيا: أهداف مؤشرات البورصة

يمكن إجمال أهم الأهداف التي تحققها المؤشرات في اقتصاديات مختلف الدول من خلال ما يلي¹:

- تقييم كفاءة السوق؛
- تعديل المحفظة الإستثمارية وذلك على وفق أفضل المؤشرات السائدة في السوق الدولي؛
- استخدام المؤشرات لتحليل حركات الأسعار في الأسواق وربطها بالتغيرات في أسواق السلع والخدمات؛
- كشف عيوب الاقتصاد الوطني من حيث الركود أو التضخم؛
- وهناك دور جديد لهذه المؤشرات حيث استخدمت أخيرا كأساس لمتابعة النشاطات غير المشروعة لبعض الشركات.

المطلب الرابع: العوامل المؤثرة في مؤشرات البورصة وكيفية بناءها

أولاً: العوامل المؤثرة في مؤشرات البورصة

- توجد عوامل عديدة تؤثر على مؤشرات البورصة من خلال تأثيرها على عمليات البيع والشراء وعلى أسعار الأسهم التي تشتق من أسعارها حركة هذه المؤشرات وتتمثل هذه العوامل في²:
- مدى دقة وشفافية المعلومات والأخبار في السوق المالي؛
 - قدرة المتعاملين على استخدام الإشاعات في التأثير على حركة الأسعار وحجم التداول؛
 - التوقيت أو الزمن وطبيعة المتغيرات الاقتصادية؛
 - طبيعة المضاربة والمنافسة في السوق المالي (المؤسسات الكبيرة تؤثر على المؤسسات الصغيرة).

ثانيا: كيفية بناء مؤشرات البورصة

يوجد اختلاف في إعداد المؤشرات والمؤشر الجيد هو الذي يبتعد عن التحيز لذلك يشترط فيه أن يمثل المجتمع ككل، ونظرا لعدم تجانس وحدات أي مجتمع، لذلك فإذا لم يكن يعبر عن مختلف وحدات هذا المجتمع

¹ - مسعودة نصبه، ناصر محدة، إصدارات مؤشرات سوق الأسهم الإسلامية كبديل لمؤشرات السوق العالمية التقليدية-حالة المؤشرات الشرعية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا-، مجلة العلوم الإنسانية- جامعة محمد خيضر بسكرة-، العدد 48، 2017، ص ص 98-99.

² - دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، مرجع سبق ذكره، ص ص 92-93.

فإنه لا قيمة له، لذلك يتطلب الأمر توافر عدد من الخصائص والشروط عند تصميم أي مؤشر أو دليل للأسهم¹.
تتمثل هذه الشروط في:

1: ملائمة العينة

يقصد بالعينة فيما يتعلق ببناء المؤشر بأنها الشركات التي استخدمت أسهمها في حساب وبناء ذلك المؤشر ، وينبغي أن تكون هذه العينة ملائمة من ثلاث جوانب وهي، الحجم والاتساع والمصدر².

1-1: بالنسبة للحجم

أي عدد الأوراق المالية التي يشملها المؤشر، فكلما زاد عدد الأوراق المالية التي يشملها المؤشر كلما كان المؤشر أكثر تمثيلاً وصدقاً للأسعار السائدة فيه، بمعنى كلما زاد عدد الأسهم داخل عينة المؤشر كلما كان الرقم المنبثق عن المؤشر أكثر تمثيلاً للواقع الاقتصادي³.

1-2: بالنسبة للاتساع

فيعني قيام العينة المختارة بتغطية مختلف القطاعات المشاركة في السوق، والمؤشر الذي يستهدف قياس حالة السوق ككل ينبغي أن أسهما لمؤسسات في كل قطاع من القطاعات المكونة للاقتصاد القومي دون تمييز، أما إذا كان المؤشر خاص بصناعة معينة حينئذ تقتصر العينة على أسهم عدد من المؤسسات المكونة لتلك الصناعة⁴.

1-3: بالنسبة للمصدر

فالمقصود به الحصول على أسعار الأسهم التي يبني عليها المؤشر، حيث ينبغي أن يكون المصدر هو السوق الأساسي الذي تتداول فيه الأوراق المالية⁵.

2: الأوزان النسبية

يقصد بالأوزان القيمة النسبية للسهم الواحد داخل العينة، وهناك ثلاثة مداخل شائعة لتحديد الوزن النسبي لكل سهم داخل مجموعة الأسهم التي يشتمل عليها المؤشر وهي:

¹ - عبد الغفار حنفي، استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، أسهم، سندات، وثائق الاستثمار، الخيارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007، ص 77.

² - منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 128.

³ - عمر النور، مرجع سبق ذكره، ص 13.

⁴ - حسين قبان، مرجع سبق ذكره، ص 95.

⁵ - سراي صالح، دراسة أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء الأسواق المالية- دراسة عينة من أسواق رأس المال العربية، المغرب، الأردن، مصر، أطروحة دكتوراه، جامعة محمد بوضياف المسيلة، الجزائر، 2016-2017، ص 49.

2-1: مدخل الأوزان على أساس السعر

في مدخل الأوزان على أساس السعر يوجد سهم واحد لكل مؤسسة مختارة لبناء المؤشر، وبالتالي فإن وزن كل سهم يتحدد آلياً على أساس نسبة سعر السهم إلى مجموع أسعار الأسهم الفردية التي يقوم عليها المؤشر، فلو أن المؤشر يتكون من ثلاثة أسهم فقط هي أسهم المؤسسات A.B.C وأن أسعارها هي 50دج، 40دج، 10دج على التوالي حينئذ تصبح القيمة الكلية لمجموع الأسهم التي يتكون منها المؤشر أي القيمة المطلقة تساوي 100دج، أما وزن السهم "A" فهو 6.50% بينما وزن السهم "B" 0.40% في مقابل 0.1% للسهم "C" وإذا ما طرأ تغير على أسعار الأسهم لتصبح 75دج، 35دج، 10دج على التوالي، عندئذ ترتفع القيمة المطلقة للمؤشر إلى 120دج مما يعني أن متوسط العائد على المؤشر قد بلغ معدله 20%.

ويؤخذ على هذا المدخل أن الوزن النسبي يعتمد فقط على سعر السهم في حين أن سعر السهم قد لا يكون مؤشراً على أهمية المؤسسة أو حجمها، يضاف إلى ذلك أنه قد يحدث خلل في حالة الاشتقاق، مما يتسبب في انخفاض وزن السهم داخل المجموعة بانخفاض سعره، وللتغلب على ذلك ينبغي حساب قيمة المؤشر بقسمة القيمة الكلية للأسهم على مقسوم معين التي تحدد قيمته بالمعادلة التالية³:

2-2: مدخل الأوزان حسب القيمة السوقية

من خلال إعطاء وزناً للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل مؤسسة ممثلة في المؤشر⁴. وهو ما يطلق عليه رأس المال السوقي هذا يعني أن المؤشر يتجنب العيب الأساسي في مدخل السعر، إذ لم يعد سعر السهم هو المحدد الوحيد للوزن النسبي فهناك أيضاً عدد الأسهم المكونة لرأس المال، فالسهم الأقل سعراً هو الأكبر وزناً، فالمؤسسات التي تتساوى القيمة الاسمية لأسهمها العادية يتساوى وزنها النسبي داخل المؤشر بغض النظر عن سعر السهم أو عدد الأسهم المصدرة، وهذا بدوره يعني أن تجزئة الأسهم لن تحدث أي خلل في كيفية حساب المؤشر، والأساس أن القيمة السوقية للأسهم العادية للمؤسسة ككل وليس سعر السهم وحده هو المحدد للوزن داخل المؤشر⁵.

¹ - منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 131.

² - مناصرية خولة، مرجع سبق ذكره، ص 151.

³ - حسين قبيلان، مرجع سبق ذكره، ص 95.

⁴ - بشار ذنون محمد الشكرجي، ميادة صلاح الدين تاج الدين، علاقة مؤشر الأسهم في السوق المالية بالحالة الاقتصادية - دراسة تحليلية لسوق الرياض للأوراق المالية-، مجلة تنمية الرافدين، العدد 30، 2008، ص 79.

⁵ - منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 133.

من أهم المآخذ التي تؤخذ على هذه الطريقة عيب التحيز، وليبيان ذلك نفرض أن سهمين قد ارتفعا بنفس النسبة (60% مثلا) وأن أحدهما أعلى من الآخر فإن المؤشر رغم ارتفاعهما بنفس النسبة، إلا أنه يكون مختلف في كل حالة من الحالتين، وهذا التحيز مصدره أن سعر سهم مؤسسة ما أعلى من مثيله لمؤسسة أخرى، ولا يعتبر السعر المصدر الوحيد للتحيز ذلك أنه قد ينشأ عن التباين في حجم المؤسسة داخل العينة. وعلى الرغم من هذا العيب إلا أن هذه الطريقة تعتبر أكثر الطرق كفاءة في بناء المؤشرات، ومن أشهر المؤشرات التي تستخدم أساس القيمة، مؤشر ستاندرد أندبورز، مؤشر ناسداك، مؤشر الفاينانشل تايمز ومؤشر CAC40.¹ والمعادلة التالية توضح طريقة حساب المؤشر وفقا لأسلوب القيمة السوقية:²

$$\text{Index}_T = \frac{\sum P_T Q_T}{\sum P_b Q_b} \dots (2-3)$$

حيث أن:

Index_T = قيمة المؤشر في الفترة t.

P_T = إقبال أسعار الأسهم في الفترة t.

Q_T = عدد وحدات الأسهم في الفترة t.

P_b = إقبال أسعار الأسهم في يوم الأساس.

Q_b = عدد وحدات الأسهم في يوم الأساس.

2-2-3- مدخل الأوزان المتساوية

من خلال إعطاء قيمة نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر. ولو أن الأمر تعلق بمحفظة للأوراق المالية لمستثمر ما ، فإن تطبيق مدخل الأوزان المتساوية سيعني تساوي إجمالي المبلغ المستثمر في كل نوع من الأسهم.³

إن المؤشرات المبنية على أساس الأوزان المتساوية تعزل فكرة التحيز للأسعار، ومن ثم في التغيرات اللاحقة في قيمة المؤشر تعكس اتجاهها حقيقيا للتغيرات الحاصلة في أسعار مجموعة الأسهم التي يتكون منها السوق، ويعاب على هذه الطريقة أنها تعطي أوزانا متساوية للأسهم رغم احتمال تباين حجم وأهمية المؤسسة التي أصدرتها.⁴

¹ - حسين قبيلان، مرجع سبق ذكره، ص 97.

² - تاريخ الإطلاع 16 ديسمبر 2020 http://www.arab-api.org/images/training/programs/1/2004/44_C9-4.pdf

³ - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، مرجع سبق ذكره، ص 253.

⁴ - حسين قبيلان، مرجع سبق ذكره، ص 99.

المطلب الخامس: أنواع حركات المؤشر في السوق

يتحرك المؤشر في سوق مالي وفق ثلاث حركات وفقا لمداهما الزمني وهي الحركة الرئيسية، والثانوية والحركة اليومية.

أولاً: الحركة الرئيسية

تمثل الحركة الرئيسية خط الاتجاه الواسع وتمتد من عدة شهور إلى عدد من السنين، وتشير هذه الحركة أساساً إلى السوق الصاعد والسوق الهابط، وكلما حدد الاتجاه الرئيسي فإن تأثيره يبقى حتى يعكس الاتجاه، كما أن ميل مؤشر السوق إلى التحرك في اتجاه معين ولفترة زمنية معينة (دقائق، أيام، أشهر) يطلق عليه ميل السوق ويبقى هذا الاتجاه قائماً إلى أن يتغير في اتجاه آخر¹، وعندما تشكل تحركات المؤشر سلسلة تصاعدية من الارتفاعات أو الانخفاضات التي يمكن الوصل بينها بخط يشير إلى أعلى تدعى السوق الصاعدة، تزداد عندها حركة الشراء عن حركة البيع، أما إذا كانت تحركات المؤشر في اتجاه أفقي فإن السوق عندها تكون ساكنة، أما إذا كانت تحركات المؤشر سلسلة تنازلية فإن اتجاه السوق يكون عندئذ إلى الأسفل².

ثانياً: الحركة الثانوية

وهو رد الفعل الذي يعمل على تصحيح الاتجاه الرئيسي في السوق الصاعدة والتي تعد حركة تصحيحية، وتدعى في السوق النازلة الحركات الثانوية في بعض الأحيان بـردود الفعل³.

ثالثاً: التقلبات اليومية

وهي حركات قصيرة الأجل تدوم من يوم واحد إلى عدة أسابيع، حيث مجموع التقلبات اليومية تكون الاتجاهات الثانوية في السوق غالباً عرضة للمضاربة⁴.

المبحث الثالث: أهم مؤشرات البورصات الدولية

نتيجة لاختلاف أنواع الأوراق المالية المتداولة في أسواق الأوراق المالية وتعددتها، وبالإضافة إلى طبيعة نشاط وعدد المؤسسات المدرجة في البورصة، اختلفت وتعددت مؤشرات البورصة من دولة إلى أخرى ومن بورصة إلى أخرى داخل نفس الدولة، كما تختلف مؤشرات البورصة تبعاً لأساليب بناءها، حيث يوجد نوعان من مؤشرات

¹ - بشار ذنون محمد الشكري، مرجع سبق ذكره، ص 80.

² - جهرة شنافة، أثر سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي - دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة 1980-2016، مرجع سبق ذكره، ص 65.

³ - بشار ذنون محمد الشكري، ميادة صلاح الدين تاج الدين، مرجع سبق ذكره، ص 81.

⁴ - جهرة شنافة، أثر سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي - دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة 1980-2016، مرجع سبق ذكره، ص 65.

بورصات الأوراق المالية العالمية هما، مؤشرات عامة أي تقيس حالة السوق بصفة عامة ومؤشرات قطاعية تقيس حالة السوق بالنسبة إلى قطاع معين، كقطاع الصناعة أو قطاع الزراعة وغيرها من القطاعات المكونة لاقتصاد أي دولة، وفيما يلي سنعرض أهم المؤشرات الدولية في كل من الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا واليابان وبعض المؤشرات العربية.

المطلب الأول: أهم مؤشرات بورصة الولايات المتحدة الأمريكية

تعتبر بورصة الولايات المتحدة الأمريكية البورصة العالمية الأكثر تقدماً، وذلك نظراً لاحتوائها على أكبر عدد من كبريات المؤسسات في العالم، وتعتبر البورصة الأمريكية وبورصة نيويورك وبورصة ناسداك من أشهر البورصات الموجودة في الولايات المتحدة الأمريكية والتي يقع مقرها في وول ستريت، ولهذا يطلق عليها ببورصة وول ستريت، بالإضافة إلى وجود عدة بورصات أمريكية تنظيمية مثل بورصة شيكاغو للتجارة، كما يوجد فيها عدد من مؤشرات البورصة أهمها:

أولاً: مؤشر داو جونز الصناعي 30 (DJIA)

1: لمحة عن مؤشر داو جونز الصناعي

يعد مؤشر داو جونز الصناعي Dow Jones Industrial Average أقدم المؤشرات وأكثرها شيوعاً في بورصة نيويورك، إذ نشر لأول مرة في صحيفة وول ستريت في 3 جويلية 1884 وذلك باسم الشخص الذي صممه وهو تشارلز دو Charles Dow الذي أصبح فيما بعد محرر للصحيفة نفسها، وقد قام المؤشر في البداية على عينة مكونة من تسع (09) أسهم لتسع مؤسسات صناعية، ارتفع حجمها في البداية إلى 13 سهم في 26 ماي 1898 ثم إلى 20 سهم في عام 1916، وفي عام 1928 ارتفع حجم العينة ليصل إلى 30 سهم ومنذ ذلك التاريخ لم يتغير عدد الأسهم المكونة للمؤشر إلى يومنا هذا، وتمثل تلك الأسهم 30 مؤسسة (بمعدل سهم لكل مؤسسة)، وتتسم بارتفاع قيمتها السوقية وبضخامة رأس مالها السوقي وعدد المساهمين¹.

يوصف مؤشر داو جونز بالصناعي لأنه كان يقوم بقياس أداء القطاع الصناعي فقط عند تأسيسه أول مرة إلا أنه لا يقوم بقياس أداء المؤسسات الصناعية فقط، حيث يتضمن المؤشر حالياً العديد من المؤسسات الغير صناعية أيضاً التي تنشط في القطاع المالي والرعاية الصحية والخدمات الأخرى².

¹ - غراية زهير، ترقو محمد، التحليل القياسي لاستجابة مؤشرات الأسواق المالية لديناميكية مؤشر داو جونز الصناعي، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 2، 2013، ص 143.

² - تاريخ لإطلاع يوم 10 فيفري 2020 <https://www.fxborssa.com/2019/04/How-Does-the-Dow-Jones-Work.html>

2: آلية حساب مؤشر داو جونز الصناعي 30 (DJIA)

مؤشر داو جونز هو عبارة عم مؤشر مرجح للأسعار، وهذا يعني أن الأسهم ذات الأسعار الأعلى تعطي وزناً أكبر في للمؤشر¹، في البداية كان يحسب مؤشر داو جونز الصناعي بقسمة مجموع أسعار الأسهم على عددها، غير أن إتباع هذه القاعدة في حساب قيمة المؤشر أصبحت أمراً غير مقبولاً خاصة عندما يحدث اشتقاق لأسهم إحدى المؤسسات داخل العينة التي يشتمل عليها المؤشر، أو عندما تجري إحدى هذه المؤسسات توزيعات في مقابل أسهم مما يؤثر على القيمة السوقية للسهم².

وللتغلب على الخلل الناتج عن انخفاض وزن السهم داخل العينة -الناتج عن الاشتقاق- اقترح حساب قيمة المؤشر من خلال المعادلة التالية³:

$$DJIA = \frac{\text{مجموع أسعار أسهم المؤسسات الثلاثين}}{\text{رقم خاص يسمى Divisor}} \dots (3-3)$$

الرقم الخاص *Divisor* هو رقم غير ثابت حيث أنه يتغير بتغير هوية المؤسسات الداخلة في حساب المتوسط الحسابي للأسعار والهدف منه هو تحديد الأثر المباشر الناتج عن حذف إحدى المؤسسات من المؤشر وإضافة أخرى بـدلاً منها، أو أثر تجزئة الأسهم أو أثر الأسهم المجانية التي يتم توزيعها على المساهمين⁴. وتحدد قيمة المقسوم عليه *Divisor* التي تحقق هذا الشرط بالمعادلة التالية⁵:

$$= \frac{\text{القيمة الكلية لأسعار الأسهم التي يتكون منها المؤشر قبل الاشتقاق}}{\text{قيمة المقسوم عليه قبل الاشتقاق}} = \frac{\text{القيمة الكلية لأسعار الأسهم التي يتكون منها المؤشر بعد الاشتقاق}}{\text{قيمة المقسوم عليه بعد الاشتقاق}}$$

حيث قيمة المقسوم عليه بعد الاشتقاق غير معلومة.

يقدم French معادلة بديلة لإيجاد قيمة المقسوم عليه في حالة الاشتقاق وهذه المعادلة هي:

1- تاريخ الإطلاع يوم 10 فيفري 2020/مصطلحات/مؤشر-داو-جونز-لأسعار-أسهم-الشركات-الصناعة/ <https://trading-secrets.guru/>

2 - منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 138.

3 - زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 173.

4 - نفس المرجع، ص 173.

5 - غراية زهير، ترقو محمد، مرجع سبق ذكره، ص 143.

قيمة المقسوم عليه = قيمة تعادل مجموع أسعار الأسهم التي لم يحدث لها الاشتقاق وذلك قبل حدوث الاشتقاق + سعر السهم الذي اشتق وذلك قبل حدوث الاشتقاق (1+ معدل الاشتقاق أي عدد الأسهم الذي حصل عليها المستثمر في مقابل كل سهم يملكه)/ قيمة مؤشر داو جونز قبل الاشتقاق.

3: العوامل المؤثرة في مؤشر داو جونز الصناعي (DJIA)

يمكن أن يتأثر مؤشر داو جونز الصناعي بشكل كبير بعدة عوامل، من بينها¹:

- أداء المؤسسات المدرجة في المؤشر كما هو موضح عبر تقارير الأرباح ربع السنوية وتقارير أخبار السوق.
- يمكن أن يتأثر طلب المستهلكين على المنتجات والخدمات التي تقدمها المؤسسات المدرجة بالأخبار الاقتصادية الأمريكية مثل، معدل البطالة وأسعار الفائدة التي يعلنها البنك الاحتياطي الفدرالي.
- تتمتع المؤسسات المدرجة بقاعدة كبيرة من العملاء في الخارج، ومع ذلك يمكن أن يتأثر الطلب الأجنبي على هذه السلع استناداً إلى قوة الدولار الأمريكي. على سبيل المثال إذا انخفض الدولار الأمريكي فسيتم تحويل أي أرباح أجنبية بأسعار مدهلة تؤدي إلى زيادة أرباح المؤسسة على الرغم من أن أسعار البيع بقيت نفسها، مما يؤدي إلى زيادة أسعار الأسهم أمام المستثمرين.

4: مكونات مؤشر داو جونز الصناعي 30 (DJIA)

يحتوي مؤشر داو جونز الصناعي على أكبر المؤسسات الأمريكية التي تنشط في قطاعات مختلفة ويقوم بقياس وتقييم أدائها، ويضع شروط صارمة لانضمام مؤسسة ما إلى مؤشره كما يقوم بحذف المؤسسات الأقل أداءً، والجدول التالي يوضح أهم 10 مؤسسات مدرجة في مؤشر داو جونز الصناعي.

الجدول رقم (3-1): أهم 10 مؤسسات مدرجة في مؤشر داو جونز الصناعي

اسم المؤسسة	رقم المؤسسة
Walt Disney company	01
Microsoft corporation	02
Apple Inc	03
Boeing company	04
Goldman Sachs group Inc	05
Intel corporation	06
Johnson & Johnson	07
JP Morgan Chase	08
Coca Cola company	09
MC Donald's corporation	10

تاريخ الإطلاع يوم 10 فيفري 2020 السندات/المؤشرات/مؤشر - داو جونز - <https://ar.almahfaza.com/> -¹

Source : <https://www.markets-watch.com/stocks/2020/الأسهم-الأمريكية-2020/> تاريخ الإطلاع يوم 10 فيفري 2020

ثانياً: مؤشر ستاندرد أندبوزز 500 (S&P500)

1: التعريف بمؤشر S&P500

مؤشر ستاندرد أندبوزز 500 (S&P500) هو مؤشر سوق أسهم أمريكي يقيس أداء أكبر 500 مؤسسة في سوق الأسهم الأمريكية اعتماداً على القيمة السوقية للأسهم المتداولة في بورصتي نايز (NYSE) وناسداك (NASDAQ)، أطلق المؤشر لأول مرة سنة 1923 من طرف المؤسسة العالمية ستاندارد أندبوزز (Standard & Poor's) وهي مؤسسة رائدة في تقديم الإحصاءات والتحليل الاقتصادي والمعلومات المالية، وفي سنة 1926 أصبح يضم 90 مؤسسة إلى غاية سنة 1957 عندما انضمت 410 مؤسسة ليصبح عدد المؤسسات التي يقيس المؤشر أدائها 500 مؤسسة¹.

ويحتوي المؤشر على أربع مجموعات رئيسية للأنشطة الاقتصادية تتمثل في²:

- 400 مؤسسة صناعية، 40 مؤسسة خدمات عامة، 20 مؤسسة نقل و 40 مؤسسة في مجال المال والبنوك والتأمين، ويمثل هذا التركيب حوالي 80% من القيمة السوقية للأسهم المتداولة في بورصة نيويورك، ويتم تعديل المؤشر من خروج أو دخول مؤسسات جديدة بما يسمح له بالتمثيل الصادق والموضوعي والمستمر للسوق. وهذه المؤسسات تنشط في 11 قطاع كما يلي:

- قطاع خدمات الاتصالات؛

- قطاع الخدمات؛

- قطاع دورة الاستهلاك؛

- قطاع الصناعة؛

- قطاع العقارات؛

- قطاع السلع الاستهلاكية؛

- قطاع التكنولوجيا؛

- قطاع المواد الأساسية؛

- قطاع الطاقة؛

تاريخ الإطلاع <https://www.netotrade.ae/learn/trading-academy/advanced-trading-strategies/what-is-the-sp-500-index> - 1

يوم 11 فيفري 2020

² - محمد فتحي البديوي، أسواق رأس المال (بورصات الأوراق المالية وصناديق الاستثمار) دراسة تحليلية، الطبعة الأولى، المكتبة الأكاديمية، القاهرة، 2007، ص 58.

- قطاع الرعاية الصحية؛

- القطاع المالي.

2: أهمية مؤشر S&P500

أصبح مؤشر ستاندرد أندبورز 500 مؤشرا مفضلا بالنسبة لسوق الأسهم الأمريكية (U.S Stock)، وحل محل مؤشر داو جونز الصناعي، ويعتبر مؤشر S&P500 أكثر تمثيلا للسوق نظرا لكونه متضمنا 500 مؤسسة مقارنة مع مؤشر داو جونز الصناعي والذي يتكون من 30 مؤسسة، كما أن هناك اختلاف كبير في كيفية تمثيل المؤسسات في كلا المؤشرين، فجد أن مؤشر ستاندرد أندبورز 500 يقوم على أساس القيمة السوقية والتي تعطي ترجيح أعلى لكبرى المؤسسات بينما يستخدم مؤشر داو جونز الصناعي منهجية ترجيح السعر والتي تعطي الأسهم الأكثر تكلفة قيمة ترجيحية أعلى، وتعتبر منهجية القيمة السوقية أكثر تمثيلا لهيكل السوق الحقيقي¹.

ثالثا: مؤشر ناسداك 100 (Nasdaq 100)

يعتبر مؤشر ناسداك 100 من بين أشهر وأهم مؤشرات بورصة الولايات المتحدة الأمريكية إلى جانب كل من مؤشر داو جونز الصناعي ومؤشر ستاندرد أندبورز 500

1: تعريف مؤشر ناسداك 100

يتألف مؤشر ناسداك 100 من أكبر 100 مؤسسة في الولايات المتحدة الأمريكية وخارجها باستثناء القطاع المالي، يتم تخصيص الأسهم في الأسهم ضمن المؤشر بما يتناسب مع حجم المؤسسة، وبالتالي فإن بعض المؤسسات يكون لها تأثير أكبر على المؤشر²، يرمز لهذا المؤشر عادة بالرمز NDX100 وتكون قيمته مقابل الدولار الأمريكي وتقاس قوته بقوة مؤشرات أسهم المؤسسات التكنولوجية، بدأ التداول بمؤشر ناسداك 100 في بورصة نيويورك وقد سجل أعلى قيمة له في سنة 1999 في ثورة عالم الانترنت حيث وصل إلى 5000 نقطة وبعدها انهار ليصل إلى 1000 نقطة بسبب أزمة الدوت كوم التي مرت بها الثورة التكنولوجية وبعدها عاد بالانتعاش في بداية سنة 2007 حيث تعدى 2700 نقطة سرعان ما نهار مرة أخرى حيث وصل إلى 1500 نقطة بسبب أزمة الرهن العقاري التي تركت أثرا واضحا على أسواق التداول في عام 2008³. يحسب مؤشر ناسداك 100 بنفس طريقة حساب مؤشر S&P500 أي يقوم على أساس القيمة السوقية للمؤسسات المكونة له.

1- تاريخ الاطلاع يوم 11 فيفري 2020/مصطلحات-/مؤشر-ستاندرد-آند-بورز - <https://trading-secrets.guru/500>

2- تاريخ الاطلاع يوم 10 فيفري 2020 <https://www.etoro.com/ar/markets/nsdq100/stats2020>

3- تاريخ الاطلاع يوم 10 فيفري 2020 نبذة -عن-مؤشر-ناسداك/46282 <https://www.arabictrader.com/ar/news/details/46282>

2: أهم وأكبر مؤسسات مؤشر ناسداك 100

يمكن توضيح أهم وأكبر مؤسسات مؤشر ناسداك 100 من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (3-2): أكبر 10 مؤسسات مؤشر ناسداك 100

اسم المؤسسة	رقم المؤسسة
Apple Inc	01
Microsoft Corp	02
Amazon.com Inc	03
Facebook Inc	04
Alphabet Inc	05
Alphabet Inc	06
Comcast Corp	07
Intel.Corp	08
Cisco Systems Inc	09
Amgen Inc	10

Source : <https://www.avatrade.ar.com/cfd-trading/indices/nasdaq-100> تاريخ الإطلاع يوم 10 فيفري 2020

المطلب الثاني: أهم مؤشرات البورصة الأوروبية

تعتبر البورصة الأوروبية كغيرها من البورصات المتقدمة لها مكانة على مستوى اقتصاديات الدول الأوروبية وغيرها من دول العالم، نشأت البورصة الأوروبية في منتصف القرن العشرين من أجل تمويل التجارة الدولية، المشاركون فيها هم البنوك التجارية والشركات الكبرى والبنوك المركزية للاتحاد الأوروبي، يتم فيها بصورة رئيسية التعامل بالسندات والأوراق التجارية والأذونات والأسهم الأوروبية، وتعتبر بورصة لندن أكبر بورصة أوروبية، إلى جانب ذلك توجد بورصات أخرى في باريس و بروكسل وفرانكفوت وغيرها من البورصات¹.

أولاً: مؤشر كاك 40 (CAC40)

يعتبر مؤشر CAC40 أحد أهم مؤشرات بورصة باريس للأوراق المالية يضم أكبر أربعين مؤسسة فرنسية في قطاعات مختلفة، وتعكس هذه المؤسسات الأوضاع العامة في فرنسا، كما يكتسي هذا المؤشر أهمية كبيرة لدى المستثمرين، فهو يعد مؤشر مرجعياً للعديد من المستثمرين من المؤسسات والشركات الفرنسية والدولية.

1: تاريخ مؤشر كاك 40 (CAC40)

مؤشر كاك 40 عبارة عن مؤشر بورصي لقياس أداء بورصة باريس بشكل عام والاتجاه العام لاقتصاد الشركات الفرنسية الكبرى بشكل خاص، أسس في 13 ديسمبر 1987 من طرف شركة أعوان الصرف في فرنسا Compagne des Agents de Changes (CAC)، بقاعدة نقاط قدرت أنداك ب 1000 نقطة ، لكنه في السنوات

1- [https://www.almaany.com/ar/dict/ar-ar/البورصة الأوروبية](https://www.almaany.com/ar/dict/ar-ar/البورصة%20الأوروبية) تاريخ الإطلاع يوم 07 فيفري 2020

الأخيرة أصبح يمتد اسمه من عبارة Cotation Assistée en Continu وهي عبارة تعكس نمط توقيت قياسه والإعلان عن قيمته، حيث يعطي بصورة مستمرة (كل 15 ثانية) فكرة عن اتجاه تطور السوق، وذلك خلال مدة عمل بورصة باريس التي تتراوح بين التاسعة صباحا والخامسة وخمسة وثلاثون دقيقة مساء من أيام الأسبوع¹، ويتكون مؤشر CAC40 من عينة 40 مؤسسة فرنسية مسعرة من بين 100 مؤسسة الأولى ذات الرسملة الرسملة البورصية المعومة، والممثلة لمختلف قطاعات الاقتصاد الفرنسي والتي تعكس الاتجاه العام للاقتصاد الفرنسي، ويتم تعديل قائمة 40 سهما واستحداثها للحفاظ على الطابع التمثيلي للسوق المالي الفرنسي، على حد سواء من حيث حجم وشروط أنشطة القطاعات، حيث يتم إعادة النظر في تركيبة المؤشر فصليا (كل 3 أشهر) من قبل لجنة خبراء، وعندما يتم شطب مؤسسة من المؤشر فإنه يتم استبدالها من حيث المبدأ بقيم CAC Next20، التي تضمن المتطلبات المالية للإدراج في مؤشر CAC40 (سيولة الورقة المالية، رسملة بورصية كافية، حجم التبادل اليومي للأوراق المالية كبير،... الخ)².

2: حساب مؤشر كاك 40 (CAC40)

يحسب مؤشر CAC40 كل خمسة عشر ثانية حسب التعويم الحر وذلك عن طريق العلاقة التالية³:

$$I_t = 100 + \frac{\sum_{i=1}^N Q_{i,t} F_{i,t} f_{i,t} C_{i,t}}{K_t \sum_{i=1}^n Q_{i,0} C_{i,0}} \dots (4-3)$$

حيث أن:

t: يوم إجراء الحساب.

N: عدد المؤسسات المكونة للمؤشر.

Q_{i,t}: عدد أسهم المؤسسة i في اليوم t.

F_{i,t}: التعويم الحر للمؤسسة.

f_{i,t}: معامل محتمل للسقف الأعلى.

C_{i,t}: سعر السهم للمؤسسة في اليوم t.

Q_{i,0}: عدد أسهم المؤسسة في 31 ديسمبر 1987.

¹ - قيرة عمر، مرجع سبق ذكره، ص 319.

² - دادن عبد الوهاب، بديدة حورية، تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة الشركات المدرجة في المؤشر CAC40 تحليل إحصائي خلال الفترة 2007-2009، أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد 10، 2011، ص 2.

³ - كاك - <https://www.marefa.org/40>

C_{I,0}: سعر أسهم المؤسسة في 31 ديسمبر 1987.

K_t: معامل التعديل في نفس التاريخ (اليوم t).

3: العوامل المؤثرة على سعر مؤشر كاك 40 (CAC40)

توجد مجموعة من العوامل المؤثرة على سعر مؤشر CAC40 من بينها¹:

- العرض والطلب لأسهم الشركات الأربعين

ويعتبر المحرك الأساسي لسعر أي مؤشر، ولكن ما يحرك مؤشر كاك 40 ليس العرض والطلب على المؤشر نفسه بل مجموعة الشركات الأربعين الفرنسية المكونة للمؤشر، حيث تتغير أسعار المؤشرات بتغير العرض والطلب عليها، فترتفع أسعار المؤشرات في حالة ارتفاع الطلب عليها، إذ لا بد أن يكون هناك طلب جيد على المجال الخاص بالشركة بصورة مباشرة، بالإضافة إلى ذلك الطلب على الخدمات والمنتجات الموزعة من الشركة.

- العوامل السياسية

ما يحدث من تغييرات سياسية قد تطرأ على البلاد لا تزال العامل الرئيسي الذي يؤثر على سعر المؤشر، حيث أن تغير في الاتجاهات والأحداث العالمية يؤثر بصورة مباشرة على سعر المؤشر.

- أداء الشركة

لا يزال أداء الشركة من العوامل الأساسية التي تؤثر على سعر المؤشر فينظر إلى الأداء الحالي لمجموعة الشركات المكونة لمؤشر كاك 40 الفرنسي وما تتطلع إليه في المستقبل بصورة جديّة، حيث أن الإستثمارات في الغالب تقوم أساساً للحصول على مكاسب في المستقبل.

4: المؤسسات المكونة ل مؤشر كاك 40 (CAC40)

يعتبر مؤشر كاك 40 المعيار الأكثر استخداماً على نطاق واسع لسوق باريس، نتيجة امتلاكه لأكثر من 40 مؤسسة مدرجة في فرنسا من حيث القيمة السوقية والسيولة، وتخضع هذه المؤسسات إلى مراجعة كل 3 أشهر من قبل لجنة مستقلة لها السلطة الكاملة في إضافة أو إزالة أي مؤسسة من المؤشر، كما أنه في الوقت نفسه لا يسمح لأي عنصر فردي (مؤسسة) أن يكون وزنه أكبر من 15% من القيمة الإجمالية للمؤشر. والجدول التالي يوضح أهم 10 شركات المدرجة في مؤشر CAC40:

الجدول رقم (3-3): أهم 10 المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40

اسم المؤسسة	رقم المؤسسة
Accor	01
Carrefour	02

¹ - <https://www.q8trade.ae/cac-الأصول/مؤشر-كاك-الفرنسي/>

Danone	03
Michelin	04
Renault	05
Sanofi	06
Total	07
Arcelor Mittal	08
Société généra	09
BNP Paribas	10

Source : <https://arabfx.net/vb/58918-40-cac.html> - تعرف-إلى-مؤشر-كأك -40-58918/vb/

ثانياً: مؤشر داكس 30 (DAX30)

يعد مؤشر داكس 30 المؤشر الرئيسي لبورصة فرانكفورت الألمانية وذلك لامتلاكه لأكثر من 30 مؤسسة ألمانية على أساس القيمة السوقية وحجم الطلب.

1: تعريف مؤشر داكس 30

تم إنشاء مؤشر داكس 30 عام 1988 وهو مؤشر ألماني من قبل بورصة فرانكفورت للأوراق المالية، يتكون من أكبر 30 شركة مدرجة في بورصة فرانكفورت على أساس القيمة السوقية والسيولة¹، يتم اختيار هذه الشركات التي يتم التعامل بأسهمها إلكترونياً من خلال شاشة خاصة Screen Trading Prices، علماً بأن سوق الأسهم الألمانية يتم التعامل فيها إما إلكترونياً أو إما بشكل عادي في قاعة التداول، ومؤشر داكس 30 يتم حسابه من أسعار أسهم أكبر ثلاثين شركة، وهو مؤشر مرجح بالفوائد والأسعار أي بالأرباح الموزعة وبالأسعار، ويتم اختيار هذه الشركات الثلاثين بناء على الأسس التالية²:

- حجم أعمال الشركة؛

- حجم أرباح الشركة؛

- عدد فرص العمل التي توفرها الشركة.

بسبب صغر حجم المؤشر فهو لا يمثل بالضرورة حيوية الاقتصاد ككل، وبخلاف معظم المؤشرات في سوق الفوركس في جميع أنحاء العالم يتم تحديث مؤشر داكس 30 بأسعار العقود الآجلة لليوم التالي حتى إذا تم إغلاق البورصة الأولية، ويتم إجراء التغييرات أيضاً على تواريخ المراجعة المجدولة بانتظام، ومع ذلك فإنه يمكن إضافة أعضاء للقائمة أو الفهرس إذا قاموا باختراق مستوى أعلى من 30، أو إزالتهم من القائمة إذا لم يتم ترتيبهم في أفضل 30 شركة بعد الآن، والعديد من الشركات المدرجة في مؤشر داكس هي شركات متعددة الجنسيات وكبيرة،

¹ تاريخ الاطلاع يوم 07 فيفري 2020 <https://ar.tradingview.com/ideas/dax30/2020>

² - زياد رمضان، مروان شموط، مرجع سبق ذكره، ص 173.

وتلعب هذه الشركات دورا هاما في الاقتصاد العالمي، وهذا يعتبر مهم بالنسبة للمستثمرين مراقبة الأحداث العامة، التي من المحتمل أن تؤثر على السوق وعمليات التداول.

2: أبرز وأهم المؤسسات المدرجة في مؤشر داكس 30

إن جميع المؤسسات المدرجة في هذا المؤشر تمثل كبرى المؤسسات من حيث القيمة لسوقية لرأس المال إلى جانب نشاطها من خلال التداول في أسواق الأسهم، كما أن هذه الشركات لا تختص بقطاع معين بل تنشط في قطاعات مختلفة، من بينها المؤسسات الصناعية الكبرى كمؤسسات صناعة السيارات التي تتمثل في شركة بي ام دبليو "BMW" وشركة مرسيدس بنز، وتصنف هذه المؤسسات ضمن المؤسسات العالمية، وتعد ألمانيا من أهم الدول الرائدة في مجال صناعة السيارات، كما يتضمن مؤشر داكس بالإضافة إلى المؤسسات الكبرى بعض المؤسسات مثل مؤسسة سيمنس العالمية التي تسجل غالبا النسبة الأعلى من خلال هذا المؤشر بالإضافة إلى شركة أديداس وغيرها من المؤسسات الشهيرة، هذا إلى جانب التعامل مع بعض البنوك الكبرى مثل كومير سبانك Commerzbank وبنك دويتشي¹.

3: كيفية حساب مؤشر داكس 30

لكي تتمكن مؤسسة من الظهور في مؤشر داكس، عليها أن تتسم بالمقومات التالية²:

- أن تكون المؤسسة مدرجة للاكتتاب العام لمدة 3 سنوات على الأقل؛
 - أن يتم تداول 15% على الأقل من الرسملة السوقية لها بشكل علني؛
 - أن تكون جزءا من شريحة "المعيار الأساسي" في بورصة فرانكفورت؛
 - تمثيل الاقتصاد الألماني (من خلال تحقيق عوائد كافية أو أن يكون مقر المؤسسة في ألمانيا).
- ومؤشر داكس عبارة عن مؤشر قيمة مرجحة، مما يعني أن الشركات ذات الرسملة السوقية الأعلى تؤثر بشكل كبير على سعره، ويتم حسابه باستخدام "منهجية التعويم الحر"، فهو يعتمد فقط بعدد الأسهم المتاحة متجاهلا الأسهم التي لا يمكن شراءها أو بيعها فعليا، وبفعل نظام extra المعتمد سنة 2006 وهو نظام حساب المعاملات المالية والذي يتولى 90% من عمليات التداول في بورصة فرانكفورت، ويتم إجراء حساب Dax30 كل 15 ثانية³.

¹ - تاريخ الإطلاع يوم 07 فيفري 2020 - <https://www.q8trade.ae/الأصول/مؤشر-داكس/dax-30/2020>

² - Ibid.

³ - أعراب جازية، مخاطر تقلب عوائد مؤشرات الأسواق المالية (دراسة قياسية للبيانات يومية من سبتمبر 2014 إلى سبتمبر 2018 خاصة بمؤشر بورصة فرانكفورت Dax30)، مجلة الإستراتيجية والتنمية، المجلد 10، العدد 1، 2020، ص 60.

ثالثاً: مؤشر فاينانشل تايمز 100 (FT-SE100)

مؤشر فاينانشل تايمز 100 لقي صدق واسعاً وتداول كثير في أسواق الأسهم العالمية باعتباره من أهم المؤشرات المحددة للسعر في العالم، كما أنه يقوم بقياس أداء أكبر المؤسسات البريطانية.

1: تعريف مؤشر فاينانشل تايمز 100 (FT-SE100)

ويعرف كذلك باسم (Footsi) وهو واحد من أكبر مؤشرات الأسهم البريطانية ويتكون من أسهم لأكثر من 100 مؤسسة بريطانية في بورصة لندن من حيث القيمة السوقية الإجمالية للأسهم المتداولة، أطلق المؤشر في 3 يناير 1984 عند مستوى 1000 نقطة، يدار المؤشر من قبل FTSE GROUP مجموعة الفاينانشل تايمز وهي شركة خاصة مستقلة، كما يمثل FT-SE100 نسبة 80% من القيمة السوقية لبورصة لندن¹.

ويعتمد حساب هذا المؤشر على المتوسط الحسابي المرجع ويتم تعديله عند الضرورة لاستيعاب التغيرات التي تؤثر على قيمة المؤشر والتي ترجع إلى حركة التعامل العادية بالسوق مثل التغير في رأس مال الشركات المصدرة لأسهم المؤشر، ويتم حساب قيمة المؤشر كل دقيقة من خلا نظام الكتروني معين يطلق عليه EPIS اختصاراً لمصطلح Electronic Price Information Computer ببورصة إنجلترا ويتم نشره على شاشات عرض ملحقه بحاسبات آلية "TOPIC" وهي اختصاراً لمصطلح Teletext out Put of Price Information by Computer ويتم عرض قيمة المؤشر في نفس الوقت بالمقصورة ويتم توزيع ونشر قيمة المؤشر من خلال الإذاعة ودور النشر².

2: مكونات مؤشر فاينانشل تايمز 100 (FT-SE100)

يتم تحديد الشركات التي تشكل مؤشر فوتسي 100 كل ثلاثة أشهر، وتتم صياغتها على أساس القيم التي يتم أخذها بعد إغلاق الأعمال في الليلة السابقة، وإذا لم تحقق المؤسسات درجة معينة فإنه سيتم استبعادها واستبدالها بمكون جديد قد وصل إلى الدرجة المطلوبة، كما أنه هناك شروط معينة يجب أن تتوفر في المؤسسة لكي يتم إدخالها في حساب هذا المؤشر من أهمها³:

- أن تكون المؤسسة شركة مساهمة عامة؛
- أن يكون مقرها في بريطانيا لغايات الضرائب؛
- أن يكون 25% من أسهمها على الأقل متاح للجمهور لكي يستثمر فيها؛

¹ - <https://ar.wikipedia.org/wiki/100> فوتسي

² - محمد عبد الله شاهين محمد، تحليل وتقييم محافظ الأوراق المالية، دار حميترا للنشر والترجمة، ص 286. متوفر على الموقع الإلكتروني: <https://books.google.dz/books?id=nI1WDwAAQBAJ&printsec=frontcover&hl=fr#v=onepage&q&f=false>

³ - زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 177.

- أن يتم تداول أسهمها فيما لا يقل عن 100 يوم عمل خلال 12 شهر الماضية.

والجدول التالي يوضح أكبر 10 شركات مدرجة في مؤشر FTSE100.

الجدول رقم (3-4): أكبر 10 مؤسسات تمثل مؤشر FT-SE100

اسم المؤسسة	رقم المؤسسة
HSBC Holdings	01
Royal Dutch Shell A	02
BP	03
Royal Dutch Shell B	04
British American Tobacco	05
GlaxoSmithKline	06
Diageo	07
Vodafone	08
Reckitt Benckiser Group	09
Shire	10

Source : <https://www.avatrade.sa.com/cfd-trading/indices/ftse-100/> 08 فيفري 2020 تاريخ الإطلاع يوم

رابعا: مؤشر ستوكس يوروب 600 "STOXX Europe 600"

مؤشر يتعقب أداء 600 مؤسسة متنوعة رأس المال ما بين كبيرة وصغيرة ومتوسطة الحجم موجودة في 18 بلدا أوروبيا، والمؤشر هو فرع لمؤشر ستوكس يوروب، وهو جزء من مجموعة مؤشرات ستوكس العالمية والتي تديرها يوركس، وتعود ملكيتها المشتركة إلى البورصة الألمانية والبورصة السويسرية، ويتم حساب مؤشر ستوكس يوروب 600 استنادا إلى السعر والأداء، و الدول التي يغطيها المؤشر هي: ألمانيا، النمسا، بلجيكا، الدنمارك، فنلندا، فرنسا، اليونان، أيسلندا، إيرلندا، إيطاليا، لوكسمبورغ، هولندا، النرويج، البرتغال، إسبانيا، السويد، سويسرا والمملكة المتحدة¹.

المطلب الثالث: أهم مؤشرات البورصة اليابانية

تعد بورصة طوكيو في اليابان أكبر بورصة موجودة في آسيا تأسست سنة 1878 م وتعتمد هذه البورصة وثاني أكبر سوق للأوراق المالية في العالم بعد بورصة نيويورك في الولايات المتحدة الأمريكية، وتستخدم هذه البورصة مؤشر نيكاي 225، بالإضافة إلى مؤشر Topix.

أولا: مؤشر نيكاي 225 (Nikkei225)

هو المؤشر الرئيسي لسوق الأسهم اليابانية في بورصة طوكيو، يقيس المؤشر قوة وأداء أكبر 225 مؤسسة يابانية مدرجة في بورصة طوكيو، ويعتبر مؤشر نيكاي من أهم المؤشرات الرئيسية والأكثر تداولاً في

¹ - ماذا - تعرف - عن - المؤشرات - الاقتصادية - الأوروبية - <https://www.alaraby.co.uk/economy/2017/3/11/>

سوق الأسهم اليابانية والأسواق الأخرى لأنه يعكس الأداء والأوضاع الاقتصادية في اليابان وهو يعتبر مقياس حيوي لمعنويات وثقة المستثمرين¹، سمي بهذا الاسم نسبة إلى صحيفة نيكبي التي بدأت في حساب المؤشر في سنة 1950، ويلعب هذا المؤشر دور كبير في أسواق التداول نظرا لقوة اقتصاد هذه الدولة، ولا ينحصر قياس هذا المؤشر بقطاع معين بل يعتمد على حركة السوق بشكل عام، وقد بدأ مؤشر نيكاي عمله في السابع من شهر أيلول في سنة 1950، وتصدر قيمته يوميا حتى تتبنى صحيفة نيهون كيزاي شيمبون احتسابه يوميا، ويكون للمؤسسات الكبيرة التي تمتلك أعلى أسعار الأسهم تأثير أكبر على حركة المؤشر، وتتغير هذه المؤسسات سنويا اعتمادا على قوتها بالترتيب ومن أبرز هذه المؤسسات، تويوتا، بريد جستون، كيكومان وباناسونيك².

ثانيا: مؤشر طوبيكس (Topix)

هو مؤشر مالي يقيس أداء سوق الأسهم في بورصة طوكيو وقد تم إنشائه بتاريخ 4 جانفي 1968 وأعطيت له قيمة بنفس التاريخ الذي اعتبر سنة الأساس، وهذا المؤشر يعتبر أهم وأفضل من سابقه لأنه يغطي أكثر من 1165 مؤسسة تمثل كل قطاعات الاقتصاد الياباني، وجاء موزونا على أساس القيمة السوقية لكافة المؤسسات المكونة للمؤشر، ومن ثم فإنه يعكس وضعية البورصات اليابانية بصورة أكثر صدقا من مؤشر نيكاي³.

المطلب الرابع: أهم مؤشرات البورصات العربية

توجد العديد من مؤشرات البورصة في العديد من الدول العربية من بينها:

أولاً: مؤشر بورصة عمان

قد بدأت بورصة عمان منذ عام 1980 م باحتساب رقم قياسي غير مرجح لأسعار الأسهم، وبعد دراسات إحصائية مكثفة وفي سنة 1992 تم اعتماد رقم قياسي جديد مرجح بالقيمة السوقية، حيث تم تحديد 31 كانون الأول 1991 كفترة أساس التي بدأت ب 100 نقطة، ونتيجة للتطورات العالمية في مجالات احتساب الأرقام القياسية ويهدف زيادة قدرة هذه الأرقام على عكس أداء السوق، قامت البورصة بتطوير رقم قياسي جديد مبني على الأسهم الحرة (المتاحة للتداول) بحيث يعطي تمثيلا أفضل لتحركات أسعار الأسهم في السوق⁴.

¹ تاريخ الاطلاع يوم 12 فيفري 2020/نيكاي- <https://www.equiti.com/ae-ar/newsroom/articles/225>

² تاريخ الاطلاع يوم 11 فيفري 2020 نيكبي- عن-مؤشر- <https://www.arabictrader.com/ar/news/details/46517/225>

³ قط سليم، مفاضلة الاستثمار بين سوق الأوراق المالية المعاصرة وسوق الأوراق المالية الإسلامية- دراسة مقارنة، أطروحة دكتوراه، جامعة محمد خيضر- بسكرة- الجزائر، 2015-2016، ص 53..

⁴ - لعصامي آمنة، تأثير المتغيرات النقدية على مؤشر بورصة عمان للفترة 2000-2019- دراسة قياسية تحليلية باستخدام نموذج ARDL، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المجلد 19، العدد 1، 2019، ص 321.

ثانياً: المؤشر العام للسوق المالية السعودية (مؤشر تداول TASI)

المؤشر العام السعودي أو مؤشر تداول TASI هو مؤشر يختص بقياس أسعار الأسهم في السوق السعودي بشكل عام ويكون على إطار زمني يومي، ويعتبر مؤشر السعودي TASI بمثابة جهاز لقياس أداء السوق السعودي وتحركات الأسعار في كل القطاعات، وتسيطر المؤسسات المدرجة في قطاع البنوك وقطاع الخدمات المالية والصناعات البتروكيمياوية على مكونات المؤشر، كما يظهر من خلاله إذا كان مستوى السوق في الارتفاع أو الانخفاض، ويتم حساب الارتفاع والانخفاض بسوق المال على أساس حدوث تغير في مستوى المؤشر بالنقطة، بحيث يتم حساب المستوى المبدئي للمؤشر عن طريق معرفة التغير بالنسبة لنقط المؤشر¹.

يتكون مؤشر TASI من 170 مؤسسة حتى يونيو سنة 2015، في 15 يونيو 2015 تم فتح سوق الأسهم السعودي لأول مرة منذ إنشائه إلى مؤسسات الإستثمار الأجنبي وحتى الفردي، حيث يمكن لأي مستثمر أجنبي يستوفي المتطلبات التداول والإستثمار في 164 مؤسسة من أصل 170 مؤسسة مدرجة في سوق الأسهم السعودي شرط أن لا تتجاوز حصته 5% من أسهم المؤسسة، يعطي المؤشر العام السعودي لمحة عن صحة الاقتصاد السعودي².

في نهاية شهر فيفري من سنة 1985 بدأ المركز الوطني للمعلومات المالية بحساب المؤشر العام لسوق الأسهم السعودي، وذلك بأخذ المتوسط الحسابي المرجح للرسملة السوقية للمؤسسات المدرجة في السوق، البالغ عددها آنذاك 33 مؤسسة مساهمة، وقد أعطيت لهذا المؤشر قيمة ابتدائية محددة بنحو 100 نقطة، ليتم استبدالها بنحو 1000 نقطة³. وعملياً يحسب هذا المؤشر بالصيغة التالية:

$$\text{SaudiIndex}(N) = \frac{\sum_{i=1}^n P_{i,n} \cdot Q_{i,n}}{P_{i,n-1} \cdot Q_{i,n}} (I_{n-1}) \dots (5-3)$$

حيث أن:

IN: نقطة المؤشر للحظة الحالية.

$P_{i,n}$: سعر السهم i في اللحظة الحالية.

$Q_{i,n}$: عدد الأسهم المصدرة للمؤسسة i في اللحظة الحالية.

$P_{i,n-1}$: سعر السهم i في اللحظة الماضية.

¹ تاريخ الاطلاع يوم 16 فيفري 2020 /مؤشر-السوق-السعودي/ <https://www.trend-cast.com/blog/>

² تاريخ الإطلاع 16 فيفري 2020 /المؤشر-العام-السوق-المالية-السعودية/ <https://www.forex-arabia.com/>

³ - زهير غراية، اختبار نموذج كفاءة الأسواق المالية: مدخل لتقييم أسعار المنتجات المالية- دراسة لعينة من المؤشرات المالية العربية -، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، العدد 13، 2015، ص 40.

I_{n-1} : نقطة المؤشر لحظة بداية حساب المؤشر.

N: نهاية اللحظة الحالية.

ثالثاً: مؤشر MASI المغربي

تأسست بورصة الدار البيضاء عام 1929 وكانت تحمل اسم "مكتب مقاصة القيم المنقولة" وتعتبر السوق المالي الوحيد في المغرب وتعد الأولى مغارياً والثالثة عربياً من حيث القيمة السوقية، على غرار العديد من الدول التي هي في طور النمو لم يسلم المغرب من التغيرات الجذرية التي مست النظام ووظيفة السوق المالي، ما دفع بالسلطات إلى تحسين هيكلها وطريقة عملها وتقنين تنظيم وسير هذه السوق ونظراً أيضاً للأهمية المتزايدة لسوق القيم المنقولة¹.

ويعتبر مؤشر MASI أهم مؤشر لنشاط السوق المالي المغربي، أقر منذ سنة 2004 عند مرور بورصة الدار البيضاء إلى قياس المردودية عبر مبدأ الرسملة العائمة، أي ربط وزن كل سهم في مؤشر معين بحجمه المتداول في السوق، وليس برأسمال المؤسسة المصدرة، كما كان يعمل به سابقاً². ويتم حساب مؤشر MASI حسب الصيغة التالية³:

$$I=1000 \frac{\sum_{i=1}^n f_{i,t}.F_{i,t}.Q_{i,t}.C_{i,t}}{B_0.K_t} \dots\dots(6-3)$$

حيث أن:

T: تاريخ الحساب.

N: عدد الأسهم العادية في المؤشر.

$Q_{i,t}$: عدد الأسهم i في الزمن t.

$F_{i,t}$: معامل الحد الأعلى.

$f_{i,t}$: معامل الرأسمال العائم.

$C_{i,t}$: سعر السهم i في الزمن t.

K: المعامل المصحح في الزمن t بالنسبة لرأس المال في زمن الأساس.

¹ - همال فريدة، دراسة سلوك مؤشر بورصة المغرب ومؤشر بورصة تونس- محاولة النمذجة بنماذج GARCH-، مجلة دراسات اقتصادية، المجلد 9، العدد 19، 2013، ص 403.

² - تاريخ الإطلاع يوم 27 مارس 2020 مؤشر-مازي/ <https://ar.wikipedia.org/wiki/مؤشر-مازي>

³ - هني محمد نبيل، غراية زهير، اختبار نموذج السير العشوائي لحركة أسعار الأسهم في إطار كفاءة الأسواق المالية في البورصات العربية الناشئة- دراسة حالة بورصة المغرب والكويت-، أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد 11، 2012، ص 59.

B_0 : رأس المال في الزمن الأساس (1991/12/31).

المبحث الرابع: مؤشر S&P500

يعد مؤشر ستاندرد أندبورز 500 من أشهر المؤشرات العالمية وهو يشكل نظرة شاملة عن قوة الاقتصاد الأمريكي، لأنه يتكون من 500 مؤسسة كبيرة مدرجة في كل من بورصتي نيويورك وناسداك وتنشط في قطاعات مختلفة، مؤشر S&P500 مؤشرا مرجح بالقيمة السوقية، أي أن المؤسسات المكونة له يتم ترجيحها وفقا للقيمة السوقية لأسهمها المصدرة، وكلما زاد الوزن السوقي للمؤسسة كان له تأثير كبير على قيمة المؤشر. كما عرف أداء مؤشر S&P500 تطورات عديدة خلال سنوات مختلفة غير أن أزمة الرهن العقاري في سنة 2008 أثرت بشكل سلبي على أداء هذا المؤشر. وعليه سنحاول في هذا المبحث التطرق إلى السوق المالي الأمريكي من خلال تقديم نبذة تاريخية عليه، والتعرف على شروط انضمام المؤسسات إلى مؤشر S&P500 وطريقة قياسه وأيضا التعرف على مزايا وعيوب مؤشر S&P500، وتحليل تطور أداء مؤشر S&P500 خلال الفترة الممتدة من سنة 2008 إلى سنة 2019، وأخيرا استعراض أكبر 10 مؤسسات من حيث القيمة السوقية المدرجة في مؤشر S&P500 سنة 2019.

المطلب الأول: تقديم السوق المالي الأمريكي

يعتبر السوق المالي الأمريكي من أكبر الأسواق المالية العالمية، حيث يتكون السوق الأمريكي من عدة بورصات ولكنه انطلق فعليا من ببورصتين أساسيتين هما بورصة نيويورك (NYSE) والتي تعد أكبر سوق لتداول الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية، والبورصة الأمريكية (AMEX) وهي ثاني أكبر سوق مالي في الولايات المتحدة الأمريكية وتضم المؤسسات الصغيرة والناشئة.

أولا: نبذة تاريخية عن السوق المالي الأمريكي

تحتل سوق الأوراق المالية الأمريكية المركز الأول في العالم من حيث حجم عملياتها وتأثيرها على باقي أسواق الأوراق المالية الدولية، ويحتوي أيضا على أكبر عدد من المؤسسات المسجلة في قوائم الأسعار بالبورصة، ويشهد على ما هو موجود في في وول ستريت Stock Exchange American ومجلس شيكاغو للتجارة Chicago Board Trade، وتتميز أسواق الأوراق المالية الأمريكية بالأهمية البالغة للأسواق الآجلة، حيث يتم التعامل في عقود المستقبلية والخيارات اللذان بدأ التعامل بهما في السبعينات¹.

¹ - بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2005-2006، ص 144.

- تقدم أمريكا أكبر مجموعة من الخدمات المالية للمستثمرين والمقترضين في العالم، إذ مر السوق المالي الأمريكي بعدة مراحل نوجزها فيما يلي:
- بدأت بورصة نيويورك والتي تعتبر من أقدم وأكبر بورصات العالم سنة 1792، وذلك بإبرام مجموعة من التجار لاتفاقية بيتون وود لتنظيم أول سوق لتداول الأسهم والسندات بطريقة قديمة جدا، خاصة بعد إصدار الحكومة الأمريكية لسندات خزينة بقيمة 80 مليون دولار لتسديد نفقات الحرب الأهلية¹؛
 - الإعلان عن تأسيس بورصة نيويورك للأسهم والتبادل (NYSE&EB) وتم تعديل اسمها سنة 1863 باسم بورصة نيويورك لتبادل الأسهم (NYSE)، ليتخذوا بعد ذلك من شارع وول ستريت مقرا لهم، وكانت أكبر الشركات الأمريكية مدرجة بها²؛
 - اتجه تجار الشوارع بنيويورك بعد ثورة الذهب بكاليفورنيا والحرب الأهلية الأمريكية بإدراج الأسهم الصغيرة وأسهم الشركات الناشئة بسوق منظم أطلقوا عليه اسم البورصة الأمريكية³ (AMEX)؛
 - في سنة 1972 تم إدماج كل من بورصة AMEX وبورصة NYSE تحت مظلة واحدة لتقديم خدمات موحدة وأطلق عليها اسم سياك لتبادل الأوراق المالية، وتم إدراج البورصتين وصنفتا على أنها غير ربحيتان⁴؛
 - في سنة 2005 انضمت كل من بورصة الباسيك وارشي بلاجو الأمريكيتين واللنتين تأسستا بالغرب الأمريكي بلوس أنجلس إلى بورصة نيويورك وتشكلت حينها البورصة العملاقة⁵ NYSE GROUP؛
 - في سنة 2007 اندمجت بورصة مجموعة نيويورك ويورو نيكست ليكونوا أكبر تجمع بورصة عالمية وأصبح اسمها NYSE EURONEXT GROUP وأصبحت تضم تحت جناحها أكبر الشركات الأمريكية المدرجة ببورصة نيويورك وأكثر من 1700 شركة من 6 دول أوروبية كانت تضمهم يورونيكتست⁶؛
 - في عام 2008 انضمت AMEX إلى العملاق NYSE EURONEXT GROUP لتصبح بذلك بورصة نيويورك قد استحوتت على أكثر من 85% من الشركات الأمريكية وعلى 2000 شركة أوروبية من 6 دول مختلفة⁷.

¹ - محمد العيد تجاني، أهمية استراتيجيات إدارة المخاطر في تعزيز الصناعة المالية الإسلامية لمتطلبات استقرار الأسواق المالية الدولية - دراسة قياسية لحالة مجموعة من الأسواق الإسلامية والدولية خلال الفترة 2007-2017، أطروحة دكتوراه، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2017-2018، ص 94.

² - تاريخ الاطلاع يوم 26 فيفري 2020 <https://my.mec.biz/t30904.html>

³ Ibid.

⁴ - محمد العيد تجاني، مرجع سبق ذكره، ص 94.

⁵ - نفس المرجع، ص 94.

⁶ - <https://my.mec.biz/t30904.html>. OP.Cit.

⁷ - Ibid.

ثانياً: خصائص السوق المالي الأمريكي

تتسم السوق المالية الأمريكية بعدة خصائص أهمها¹:

- الكفاءة المرتفعة؛
- نظام معلومات مالية متقدم (تقارير البورصة والصحف والربط الإلكتروني)؛
- القدرة على الاتصال بجميع البورصات العامة؛
- تأمين المعاملات بالبورصة (جهاز البورصة وهيئة حماية المستثمرين في الأوراق المالية)؛
- تفرض رسوم على الأوراق المالية الأجنبية يطلق عليها (Interst Equalisation Tax (IET)؛
- يتم بيع وشراء الأوراق المالية للأجانب إما عن طريق السوق الثانوية الرسمية أو عن طريق الصفقات خارج البورصة؛
- يتم تطوير وتجديد البورصات الأمريكية بصفة مستمرة.

المطلب الثاني: شروط انضمام المؤسسات إلى مؤشر S&P500 وطريقة حسابه

أولاً: شروط انضمام المؤسسات إلى مؤشر S&P500

- يتم اختيار الأسهم التي تدرج في مؤشر S&P500 عن طريق لجنة مختصة تسمى لجنة المؤشر Index Committee، وتقوم اللجنة بتقييم المؤسسات من حيث معايير أساسية وهي: القيمة السوقية، السيولة، المقر الرسمي للمؤسسة، الإصدار العام، تصنيف القطاع، الجدوى المالية، طول مدة التداول العام، الإدراج في البورصة، ويتم اختيار المؤسسات بشكل يتم فيه تمثيل معظم القطاعات الصناعية في الولايات المتحدة الأمريكية، ولكي يتم إضافة أي مؤسسة لمؤشر S&P500 يجب أن يتوفر فيها الشروط التالية²:
- القيمة السوقية للمؤسسة يجب أن لا تقل عن 4 مليار دولار؛
 - نسبة قيمة الدولار السنوية المتداولة إلى القيمة السوقية المعدلة أكبر من 1؛
 - حجم التداول الشهري يجب ألا يقل عن 250 ألف سهم خلال آخر 6 أشهر السابقة لتاريخ التقييم؛
 - يجب أن تكون أسهم المؤسسة متداولة في بورصتي NYSE وناسداك.

ثانياً: طريقة حساب مؤشر S&P500

يتكون مؤشر S&P500 من 500 ساهم صادر عن 500 مؤسسة مدرجة في الولايات المتحدة الأمريكية، كما يمثل هذا المؤشر 80% تقريباً من القيمة الإجمالية لسوق الأسهم في الولايات المتحدة، ويضم المؤشر معظم

¹ - فريد راغب النجار، إدارة شركات، تداول الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009، ص 177.

² - سمر مصطفى منصور متولى، مرجع سبق ذكره، ص 145.

المؤسسات كبيرة الحجم في مجال الصناعة والمنافع العامة والنقل والمؤسسات المالية بالولايات المتحدة الأمريكية، ويتم حسابه وفق العلاقة التالية¹:

$$S\&P500 = \frac{\sum P_{it}Q_{it}}{\sum P_{ib}Q_{ib}} \cdot (K) \dots (7-3)$$

حيث أن:

P_{it} : سعر السهم i في الفترة t .

Q_{it} : عدد وحدات السهم i في الفترة t .

P_{ib} : سعر السهم i في الفترة b .

Q_{ib} : عدد وحدات السهم i في الفترة b .

b : فترة الأساس و K : رقم الأساس.

المطلب الثالث: مزايا وعيوب مؤشر S&P500

يتمتع مؤشر S&P500 بعدة مزايا وعيوب وهي كما يلي²:

أولاً: مزايا مؤشر S&P500

- يعتبر مؤشر S&P500 أفضل مقياس منفرد للأسهم الأمريكية الكبيرة وهو بمثابة الأساس لمجموعة واسعة من المنتجات الإستثمارية؛

- يوفر المؤشر رؤية واسعة للصحة الاقتصادية للولايات المتحدة الأمريكية؛

- يقوم مؤشر S&P500 بتحديث مكوناته على أساس ربع سنوي.

ثانياً: عيوب مؤشر S&P500

على خلاف ما يحتويه مؤشر S&P500 من مزايا عديدة غير أنه يتسم بعيوب تتمثل في:

- معظم المستثمرين متنوعون في الأصول بخلاف الأسهم، مثل السندات والمعادن الثمينة والتي لا تنعكس قيمتها في مؤشر S&P500؛

- يحتوي المؤشر على أكبر المؤسسات في سوق الولايات المتحدة الأمريكية، في المقابل قد يمتلك المستثمرون مؤسسات صغيرة أو أجنبية في محافظهم الإستثمارية، مما قد يكون استخدام مؤشر S&P500 معياراً غير دقيق

¹ - رملوي عبد القادر، بشرول فيصل، مؤشرات الأسواق المالية كوسيلة للوقاية من الأزمات المالية- التنبؤ بحركة مؤشر داو جونز الصناعي باستخدام منهجية box-jenkins في تحليل السلاسل الزمنية-، اقتصاديات الأعمال والتجارة، العدد 3، 2017، ص 121.

تاريخ الاطلاع يوم 29 فيفري 2020/sp-500- لتتعرف- أكثر- على- مؤشر- <https://www.borseclub.com/ar/> -²

لعائد المحفظة للمستثمرين الأفراد؛

- المؤشر تم وزنه بشكل غير متناسب اتجاه المؤسسات الكبرى، حيث أن أكبر 50 مؤسسة من حيث القيمة السوقية تمثل أكثر من نصف قيمة المؤشر، نتيجة لذلك فإن هذه المؤسسات الخمسين لها تأثير أكبر على حساب المؤشر.

المطلب الرابع: تطور أداء وحجم تداول مؤشر S&P500 خلال الفترة 2008-2019

أولاً: تطور أداء مؤشر S&P500 خلال الفترة 2008-2019

على الرغم من التأثيرات السلبية لأزمة الرهن العقاري سنة 2008 وما تبعها من حالة عدم اليقين والتقلبات الكبيرة التي سادت في الأسواق المالية الأمريكية، إلا أن مؤشر S&P500 عرف تطورات إيجابية في أدائه انطلاقاً من سنة 2009، مما جعله من أهم وأكبر المؤشرات المالية العالمية، كما يرى العديد من الخبراء أن الأداء الجيد لمؤشر S&P500 هو بمثابة دليل على مدى جودة أداء الاقتصاد الأمريكي بأكمله. ويمكن عرض تطور أداء مؤشر S&P500 وتحليله خلال الفترة 2008-2019، وذلك كما هو موضح في الجدول التالي:

الجدول رقم (3-5): تطور أداء مؤشر S&P500 خلال الفترة 2008-2019

السنوات	قيمة المؤشر	نسبة التغير
2008	903.25	-
2009	1116.1	0.236
2010	1257.54	0.127
2011	1263.02	0.004
2012	1426.66	0.129
2013	1842.02	0.291
2014	2090.57	0.135
2015	2043.94	-0.022
2016	2268.88	0.110
2017	2673.61	0.178
2018	2467.7	-0.077
2019	3221.29	0.306

Source : <https://us.spindices.com/indices/equity/sp-500> تاريخ الاطلاع يوم 28 فيفري 2020

ويمكن توضيح تطور أداء مؤشر S&P500 خلال الفترة 2008-2019 من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (3-1): تطور أداء مؤشر S&P500 خلال الفترة 2008-2019



Source : <https://us.spindices.com/indices/equity/sp-500> تاريخ الاطلاع يوم 28 فيفري 2020

نلاحظ من خلال الشكل رقم 1 أن مؤشر s&p500 بلغت سنة 2008 قيمته 903.25 نقطة وهي منخفضة مقارنة بسنة 2009، ويعود سبب هذا الانخفاض إلى أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية التي امتدت تداعياتها لتمس اقتصاديات العالم ، بحيث بلغ حجم ديون الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية 9.294 تريليون دولار 2008¹. ومع ارتفاع معدلات التضخم التي تجاوزت 4.5% وارتفاع معدلات البطالة إلى 5.1% سنة 2008 ومن أجل المحافظة على استقرار الأسعار وتحقيق مستويات توظيف مرتفعة لجأ البنك الاحتياطي الفدرالي إلى تطبيق التيسير الكمي(*) الأولى في ديسمبر 2008، والمتمثلة في شراء 600 مليار دولار من الأوراق المالية المضمونة برهون عقارية بالإضافة إلى سندات الخزينة، وبالرغم من استمرار مؤشر s&p500 في الانخفاض إلى غاية بداية سنة 2009 إلى أن أثر سياسة التيسير الكمي بدأ يظهر ابتداء من 23 مارس 2009 أين بدأ السوق يسجل أرباحاً، حيث سجل المؤشر نهاية سنة 2009 قيمة 1116.1 نقطة². وفي شهر أوت 2010 أعلن البنك الفدرالي الأمريكي الخطة الثانية من عملية التيسير الكمي وكانت تقتصر فقط على شراء الأصول المالية طويلة الأجل ولكنها أقل حجماً من الخطة الأولى، وخلال شهر ديسمبر 2010 قام بشراء سندات الخزينة الأمريكية بمبلغ 600 مليار دولار، وذلك لخفض أسعار الفائدة طويلة الأجل و الحفاظ

¹ تاريخ الإطلاع يوم 28 فيفري 2020/الولايات-المتحدة-رهن-عقاري-1038588-<https://arabic.rt.com/business/>

* التيسير الكمي هو أداة من أدوات السياسة النقدية الحديثة حيث يقوم البنك المركزي بشراء السندات لزيادة المعروض النقدي.

² - قدي عبد المجيد، ساخي مريم، قراء الأوضاع الاقتصادية باستخدام المؤشرات البورصية مع دراسة حالة مؤشر ستاندرد أندبورز 500، معارف، العدد 20، 2016، ص ص 359-360.

على نسب التضخم عند المستوى المستهدف¹. حيث بلغ المؤشر نهاية سنة 2010 قيمة 1257.54 نقطة وهي أكبر من سنة 2009.

وفي سبتمبر 2011 أعلن البنك الاحتياطي الفدرالي عن تنفيذ عملية تويس (Twist) وهي خطة تتضمن شراء 400 مليار دولار من السندات ذات أجال استحقاق من 6 إلى 30 سنة وبيع سندات ذات أجال استحقاق أقل من 3 سنوات، فكانت محاولة لتخفيف ما يحاول التيسير الكمي القيام به دون إصدار المزيد من النقود ودون توسيع الميزانية العمومية لبنك الاحتياطي الفدرالي، وبهذه السياسة بدأ مؤشر S&P500 يعرف ارتفاعا في قيمته².

أعلن بنك الاحتياطي الفدرالي في سبتمبر 2012 إتباع الخطة الثالثة من التسيير الكمي ولكن تطبيقها كان في ديسمبر 2013، إذ تختلف عن الخطين السابقين بشكل طفيف، فبدلا من قيام البنك الفدرالي بشراء الأصول المالية من الخزنة الأمريكية بكمية إجمالية قام بشراء ما لا يقل عن 85 مليار دولار بصيغة شهرية ولمدة غير محددة، إذ شكلت عملية الشراء الشهرية 45 مليار دولار من سندات الخزينة الأمريكية و40 مليار دولار من الأوراق المالية المدعومة بالقروض العقارية³. وبهذا ارتفعت قيمة المؤشر نهاية سنة 2012 إلى 1426.66 نقطة أي بنسبة قدرت ب 12.9%، استمر ارتفاع قيمة المؤشر خلال سنتي 2013 و2014 إلى غاية سنة 2015 أين سجل المؤشر انخفاض في قيمته بنسبة 2.2% مقارنة بسنة 2014.

وهذا الانخفاض يعود إلى تواصل هبوط أسعار النفط ابتداء من سنة 2014 أين وصل سعر البرميل إلى 40 دولار في منتصف سنة 2015 بسبب زيادة الإنتاج العالمي، وذلك بهدف تعزيز الثقة بالدولار نظرا للعلاقة العكسية بين سعر النفط وسعر الدولار، وهذا ما يؤثر سلبا على أداء مؤسسات قطاع الطاقة وبالتالي التأثير على قيمة المؤشر بالانخفاض⁴.

أيضا يمكن إرجاع انخفاض أداء المؤشر سنة 2015 إلى مختلف الانهيارات السريعة التي شهدتها هذه السنة حيث انخفض سعر أسهم المؤسسات المكونة لمؤشر S&P500 في دقائق، إذ أنه في هذه السنة وقع حدثان كبيران: الأول في شهر مارس والثاني في شهر أوت، حيث أنه في شهر مارس انخفضت قيمة المؤشر، وفي شهر

¹ - يحي بن يحي وآخرون، أثر سياسة التسيير الكمي على معدل التضخم في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 2008-2015 (دراسة قياسية بمنهجية ARDL)، مجلة دراسات العدد الاقتصادي، المجلد 11، العدد 1، 2020، ص 248.

² - قدي عبد المجيد، سايعي مريم، مرجع سبق ذكره، ص 360.

³ - يحي بن يحي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 249.

⁴ - قدي عبد المجيد، سايعي مريم، مرجع سبق ذكره، ص 360-361.

أوت افتتح المؤشر في سنة 2015 عند نقطة 1967، ثم انخفض إلى أدنى مستوى عند نقطة 1867.01، كما شهت أواخر أوت عمليات بيع قوية من قبل المتداولين لمختلف أصول مؤسسات S&P500، مما جعل المستثمرين قلقين، خاصة مع اقتراب عطلة نهاية الأسبوع أين تفتح الأسواق الآسيوية قبل الأسواق الأمريكية، وفي أواخر شهر أوت انخفض مؤشر شنغهاي الصيني بنسبة 8,5%، مما دفع المتداولين في الأسواق المالية إلى سحب أوار الشراء والضغط على أوامر البيع، ما أدى ذلك إلى انخفاض الأسعار حيث أغلق المؤشر سنة 2015 عند نقطة 2043.94.

كما نلاحظ من خلال الشكل أن مؤشر S&P500 شهد ارتفاعا خلال سنتي 2016 و 2017، غير أنه تراجع سنة 2018 بنسبة 7.7% مقارنة بسنة 2016 وهذا راجع إلى الحرب التجارية بين الولايات المتحدة الأمريكية والصين مما أدى إلى تذبذب أسواق الأسهم طوال السنة، كما أظهرت سنة 2019 ارتفاع قياسي في قيمة المؤشر قدر ب 3221.29 نقطة وبنسبة كبيرة بلغت 30.6%، وتعتبر سنة 2019 أحد أفضل السنوات للاستثمار.

ثانيا: تطور حجم تداول مؤشر S&P500 خلال الفترة 2008-2019

الجدول رقم (3-6): تطور حجم تداول مؤشر S&P500 خلال الفترة 2008-2019

الوحدة: مليون سهم

السنة	حجم التداول
2008	1273405
2009	1404448
2010	1151481
2011	1035482
2012	907919
2013	846459
2014	845405
2015	921219
2016	984118
2017	856488
2018	906718
2019	892290

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات الموقع: <http://finance.yahoo.com/quote/%5egspc/history?p=%5egspc>

بلغ حجم التداول في مؤشر ستاندرد أندبورز 500 سنة 2008 (حجم التداول في أسهم المؤسسات المكونة له) 1273.405 مليار سهم، وارتفع سنة 2009 حيث بلغ 1404.448 مليار سهم، غير أنه في سنة 2010 انخفض حجم التداول إلى 1151.481 مليار سهم، واستمر في الانخفاض خلال سنة 2011، 2012، 2013 و2014 بحجم تداول قدر ب 1035،482 م. 907.919 م. 846.459 م. 845.405 على الترتيب، وهذا راجع إلى انخفاض مؤشرات الثقة مما أدى بالمستثمرين إلى الإحجام عن التعامل بتلك الأسهم نتيجة الهول والفرع¹. شهدت سنتي 2015 و2016 زيادة في حجم التداول في مؤشر S&P500 أين وصل إلى 921.219 و984.118 على التوالي وذلك نتيجة تحسن الأوضاع الاقتصادية والمالية في الولايات المتحدة الأمريكية، وهذا التحسن ساهم بشكل كبير في بعث الطمأنينة والارتياح لنفوس المستثمرين، بعد القلق والخوف الذي تعرضوا إليه في السنوات السابقة، كم نلاحظ من خلال الجدول أعلاه انخفاض حجم التداول طيلة سنة 2017، 2018 و2019 مقارنة بسنة 2016.

المطلب الخامس: أكبر 10 مؤسسات من حيث القيمة السوقية المدرجة في مؤشر S&P500 سنة 2019

يضم مؤشر S&P500 أكبر المؤسسات الموجودة في الولايات المتحدة الأمريكية، والجدول الموالي يوضح أكبر 10 مؤسسات مدرجة في مؤشر S&P500 من حيث القيمة السوقية سنة 2019.

الجدول رقم (3-7): أكبر 10 مؤسسات مدرجة في مؤشر S&P500 سنة 2019

رقم المؤسسة	اسم المؤسسة	رمز المؤسسة	قطاع النشاط
1	Microsoft Corp	MSFT	Information technology
2	Apple Inc	AAPL	Information technology
3	Amazon.Com Inc	AMZN	Consumer Discretionary
4	Facebook	FB	Communication Services
5	Berkshire Hathaway B	BRK.B	Financial
6	Alphabet Inc A	GOOGL	Communication Services
7	Alphabet Inc C	GOOG	Communication Services

¹ - قدي عبد المجيد، سايفي مريم، مرجع سبق ذكره، ص 361.

Financial	JPM	JP Morgan Chase & Co	8
Health Care	JNJ	Johnson & Johnson	9
Information technology	V	Visa Inc A	10

Source : <https://us.spindices.com/indices/equity/sp-500-top-502020> تاريخ الإطلاع 29 فيفري 2020

نلاحظ بأن هناك 10 مؤسسات أكثر أهمية من غيرها بسبب ارتفاع القيمة السوقية لأسهمها في مؤشر S&P500 خلال سنة 2019 وهي تنشط في قطاعات مختلفة، كما يتم الإشارة إلى أن هذه المؤسسات تختلف من فترة إلى أخرى.

خلاصة الفصل:

من خلال دراستنا لفصل مؤشرات البورصة ومؤشر S&P500 توصلنا إلى أن البورصة تعتبر مصدر تمويلي أساسي لمختلف المؤسسات والأفراد من أجل إقامة مشاريعهم الإستثمارية، وذلك من خلال تحويلها للموارد المالية من أصحاب الفوائض المالية إلى أصحاب العجز المالي كما أنها تساهم بدورها في دفع عجلة التنمية لاقتصادية لأي دولة، حيث نجد أن البورصة ومن أجل القيام بالدور المنوط بها وخاصة في ظل تعدد الأوراق المالية المدرجة في البورصات واختلاف أنواعها تقوم باستخدام المؤشرات. حيث يعرف مؤشر البورصة بأنه قيمة عددية يقاس بها التغير الحاصل في الأسواق المالية، ويعبر عن المؤشر كنسبة مئوية للتغيير عند لحظة زمنية معينة مقارنة بقيمة ما في فترة الأساس أو نقطة البداية، كما يستعمل المؤشر كأداة أساسية لتقييم أداء الأسواق المالية ومقارنتها بغيرها من الأسواق المالية، غير أنه يجب توافر مجموعة من الخصائص والشروط عند تصميم وبناء المؤشر حتى يستطيع أن يمثل المجتمع ككل أهمها: ملائمة العينة والأوزان النسبية.

حيث يوجد نوعان من مؤشرات بورصات الأوراق المالية العالمية هما، مؤشرات عامة أي تقيس حالة السوق بصفة عامة ومؤشرات قطاعية تقيس حالة السوق بالنسبة إلى قطاع معين، كقطاع الصناعة أو قطاع الزراعة وغيرها من القطاعات المكونة لاقتصاد أي دولة.

توجد العديد من مؤشرات البورصة في العديد من الدول إذ تعتبر بورصة الولايات المتحدة الأمريكية الأكثر تقدماً وذلك لاحتوائها على أكبر المؤسسات في العالم، ويوجد فيها العديد من المؤشرات أهمها مؤشر داو جونز الصناعي الذي يعتبر أقدم المؤشر في بورصة نيويورك حيث يضم 30 مؤسسة، وهو مؤشر مرجح بالأوزان، كما يعتبر مؤشر ناسداك 100 من أهم مؤشرات بورصة الولايات المتحدة الأمريكية حيث يتكون من أكبر 100 مؤسسة موجودة في الولايات المتحدة الأمريكية وخارجها باستثناء القطاع لمالي، بالإضافة إلى مؤشر S&P500 وهو من أشهر المؤشرات العالمية لأنه يعكس أداء وقوة الاقتصاد الأمريكي في مختلف القطاعات المكونة له، حيث يتكون من 500 مؤسسة مدرجة في بورصتي نيويورك وناسداك وهو مؤشر مرجح بالقيمة السوقية. كما توجد مؤشرات عديدة في البورصات الأوروبية أهمها مؤشر CAC40 الذي يضم 40 مؤسسة فرنسية ناشطة في قطاعات مختلفة وتعكس الاتجاه العام للاقتصاد الفرنسي، ومؤشر داكس 30 (DAX30) وهو المؤشر الرئيسي لبورصة فرانكفورت الألمانية، حيث يتكون من أكبر 30 مؤسسة مدرجة في بورصة فرانكفورت على أساس القيمة السوقية والسيولة، كما يعد مؤشر فاينانشل تايمز 100 (FT-SE100) من أهم مؤشرات البورصة الأوروبية، وهو يقوم بقياس أداء أكبر 100 مؤسسة بريطانية مدرجة في بورصة لندن من حيث القيمة السوقية الإجمالية للأسهم المتداولة، وهو يمثل نسبة 80% من القيمة السوقية لبورصة لندن، بالإضافة إلى مؤشر ستوكس يوروب 600 " STOXX Europe

600" الذي يقو بقياس وتقييم أداء 600 مؤسسة صغيرة ومتوسطة وكبيرة الحجم موجودة في 18 دولة أوروبية. تعد أيضا بورصة طوكيو في اليابان أكبر بورصة موجودة في آسيا تأسست سنة 1878 م، وتقوم هذه البورصة باستخدام مؤشر نيكاي 225، بالإضافة إلى مؤشر Topix، حيث أن مؤشر نيكاي 225 (Nikkei255) يعد المؤشر الرئيسي لسوق الأسهم اليابانية في بورصة طوكيو، يقيس المؤشر قوة وأداء أكبر 225 مؤسسة يابانية مدرجة في بورصة طوكيو، و مؤشر طوبيكس (Topix) الذي يعد مؤشر مالي يقيس أداء سوق الأسهم في بورصة طوكيو، وهو يضم أكثر من 1165 مؤسسة تمثل كل قطاعات الاقتصاد الياباني، إضافة إلى مؤشرات البورصات المتقدمة توجد العديد من مؤشرات البورصة في دول عربية ناشئة من بينها مؤشر بورصة عمان، حيث نجد أنه ومن أجل قياس تحركات أسعار الأسهم في سوق عمان المالي بشكل أفضل قامت بورصة عمان بتطوير رقم قياسي جديد مبني على الأسهم المتاحة للتداول، والمؤشر العام للسوق المالية السعودية (مؤشر تداول TASI) و هو مؤشر يختص بقياس أسعار الأسهم في السوق السعودي بشكل عام ويكون بشكل يومي.

مؤشر S&P500 هو مؤشر عالمي مرتبط باقتصاد قوي وهو الاقتصاد الأمريكي لأنه يضم 500 مؤسسة أمريكية مدرجة بورصتي نيويورك وناسداك ناشطة في قطاعات مختلفة، عرف أداء مؤشر S&P500 تطورات عديدة نتيجة أحداث سريعة ومتغيرة شهدها الاقتصاد العالمي، حيث شكلت أزمة الرهن العقاري سنة 2008م حالة خاصة أثرت على العديد من اقتصاديات الدول، إذ نجد أن أداء مؤشر S&P500 تأثر سلبا بتبعيات هذه الأزمة، حيث بلغ مؤشر S&P500 سنة 2008 قيمة 903.25 نقطة وهي قيمة منخفضة مقارنة بالسنوات الأخرى، حيث اتخذت الولايات المتحدة الأمريكية عدة تدابير وإجراءات من أجل المحافظة على اقتصادها قوي، وانطلاقا من سنة 2009 عرف هذا المؤشر قفزة كبيرة حيث عرفت قيمته ارتفاعا حتى سنة 2015 أين شهد المؤشر انخفاض في قيمته بنسبة 2.2% مقارنة بسنة 2014 وهذت نتيجة انخفاض أسعار النفط في تلك الفترة، وارتفعت قيمة المؤشر خلال سنة 2016 و 2017، غير أنه تراجع سنة 2018 بنسبة 7.7% مقارنة بسنة 2017 وهذا راجع إلى الحرب التجارية بين الولايات المتحدة الأمريكية والصين مما أدى إلى تذبذب أسواق الأسهم طوال السنة، كما ارتفعت قيمة المؤشر بشكل قاسي سنة 2019 وتعتبر من أفضل سنوات الإستثمار في سوق الأسهم الأمريكية.

الفصل الرابع:

**دراسة قياسية لتأثير السلوك التمويلي على الأداء المالي للمؤسسات
الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010-2019**

الفصل الرابع: الدراسة التطبيقية لتأثير السلوك التمويلي على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010-2019

تمهيد

يعتبر موضوع أثر السلوك التمويلي على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية من بين المواضيع التي نالت اهتماما كبيرا من قبل المؤلفين والباحثين في مجال الإدارة المالية في مختلف دول العالم، إلا أن هذه الدراسات توصلت إلى نتائج وأراء مختلفة، فتمحور في هذا الصدد ثلاث اتجاهات رئيسية تمثلت في ، اتجاه توصل الى أن السلوك التمويلي ممثلا في نسبة المديونية يؤدي إلى تعظيم الأداء لمالي للمؤسسة ، بينما الاتجاه الثاني كان عكس الأول حيث توصل الى أن السلوك التمويلي يؤدي إلى تخفيض الأداء المالي للمؤسسة، والاتجاه الأخير توصل إلى استقلالية السلوك التمويلي عن أداء وقيمة المؤسسة، أي أن السلوك التمويلي لا يؤثر على الأداء المالي للمؤسسة، ويرجع السبب في اختلاف نتائج الدراسات النظرية والتطبيقية إلى اختلاف مكان وزمان إجراء الدراسة، وكذلك اختيار متغيرات الدراسة وطريقة حسابها، بالإضافة الى اختلاف الأساليب الإحصائية المستخدمة في قياس اثر واختبار العلاقة بين متغيرات السلوك التمويلي والأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية.

سنقوم في هذه الدراسة باختبار طبيعة تأثير السلوك التمويلي معبرا عنه بنسب المديونة على الأداء المالي مقاسا بمؤشرين حديثين هما القيمة السوقية المضافة ومعدل العائد الإجمالي للمساهم لعينة من المؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010-2019، وباستخدام بيانات البائل الساكن والديناميكي. ولأجل تحقيق الهدف الرئيسي لهذا الفصل يتم تقسيمه إلى المباحث التالية:

المبحث الأول: مفاهيم عامة حول نماذج بيانات البائل.

المبحث الثاني: منهجية الدراسة.

المبحث الثالث: دراسة قياسية لتأثير السلوك التمويلي على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة

في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010-2019.

المبحث الأول: مفاهيم عامة حول نماذج بيانات البائل

برزت بيانات البائل في الآونة الأخيرة كحقل أساسي في الاقتصاد القياسي، وفي الوقت نفسه أصبحت دعما كبيرا لجميع تحليلات الاقتصاد الجزئي، وأيضا نهج مناسب للإجابة على أسئلة ذات طبيعة اقتصادية كلية، إن المكاسب من استخدام هذه البيانات بدلا من بيانات السلاسل الزمنية تمثلت في الحصول على نتائج أكثر دقة وموضوعية من أجل الوصول إلى اتخاذ القرارات السليمة، وهذا كله بفضل زيادة عدد المشاهدات من خلال الدمج بين عدد الوحدات المقطعية وعدد الفترات الزمنية.

المطلب الأول: مفهوم بيانات البائل

أولا- تعريف بيانات البائل

تعرف بيانات البائل أو بيانات السلاسل الزمنية المقطعية بأنها مجموعة من المشاهدات التي تتكرر عند مجموعة من الأفراد في عدة فترات من الزمن¹، وتشير إلى مجموعة البيانات التي تجمع بين خصائص كل من البيانات المقطعية والسلاسل الزمنية في نفس الوقت²، فبالنسبة للبيانات المقطعية فهي تصف سلوك عدد من المفردات أو الوحدات المقطعية (شركات أو دول..الخ) عند فترة زمنية واحدة، بينما تصف بيانات السلاسل الزمنية سلوك مفردة واحدة خلال فترة زمنية معينة، وها تكمن أهمية استخدام بيانات البائل كونها تحتوي على معلومات ضرورية تتعامل مع ديناميكية الوقت وعلى مفردات متعددة³.

وبعبارة أخرى تعرف بيانات البائل على أنها مزيج من بيانات السلسلة الزمنية والبيانات المقطعية، فهي تعطي بيانات عن مجموعة من المفردات عبر سلسلة زمنية، فإذا كانت بيانات السلسلة الزمنية تهمل أثر التغيير في سلوك المتغير من مفردة لأخرى وتفترض أن الأفراد يتصرفون بنفس الطريقة خلال حدث ما، في حين تهمل البيانات المقطعية أثر التغيير في قيم المتغير من فترة زمنية لأخرى، وتفترض أن سلوك الأفراد لا يتغير عبر الزمن، فإن بيانات السلاسل الزمنية المقطعية تحتوي على الأثرين، ويستخدم هذا النوع من البيانات عادة لتكبير حجم العينة عندما لا تتوافر بيانات كافية من نوع السلسلة الزمنية أو من نوع البيانات القطاعية كل على حدى⁴.

¹ - بدرابي شهياز، تأثير أنظمة سعر الصرف على النمو الاقتصادي في الدول النامية- دراسة قياسية باستخدام بيانات البائل لعينة من 18 دولة نامية (1980-2012)، أطروحة دكتوراه، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2014-2015 ص 201.

²- Anwar Fitrianto and Others, **Panel Data Analysis for Sabah Construction Industries: Choosing the Best Model**, Procedia Economics and Finance, No 35, 2016, p 242.

³ - بدرابي شهياز، مرجع سبق ذكره، ص 201.

⁴ - بن شلاط مصطفى، الوالي فاطمة، دراسة قياسية لإمكانية توحيد العملة بين الجزائر، المغرب وتونس، مجلة البشائر الاقتصادية، العدد 1، 2014، ص 112.

ثانيا: أهمية بيانات البائل

حظيت بيانات البائل في الآونة الأخيرة باهتمام كبير خاصة في الدراسات الاقتصادية، نظرا لأنها تأخذ في الاعتبار أثر تغير الزمن وأثر تغير الاختلاف بين الوحدات المقطعة على حد سواء في البيانات المتعلقة بعينة الدراسة، ويتفوق تحليل البائل على تحليل البيانات الزمنية بمفردها أو البيانات المقطعية بمفردها بالعديد من الإيجابيات، وعليه تكمن أهمية تحليل البائل فيما يلي:

- التحكم في التباين الفردي الذي قد يظهر في حالة البيانات المقطعية أو الزمنية، والذي يفضي إلى نتائج متحيزة¹؛
- تتضمن بيانات البائل محتوى معلوماتي أكثر من تلك التي في المقطعية أو الزمنية، وبالتالي إمكانية الحصول على تقديرات ذات ثقة أعلى، كما أن مكلة الارتباط المشترك بين المتغيرات تكون أقل حدة من بيانات السلاسل الزمنية، ومن جانب آخر تتميز بيانات البائل عن غيرها بعدد أكبر من درجات الحرية وكذلك بكفاءة أفضل²؛
- توفر نماذج البائل إمكانية أفضل لدراسة ديناميكية التعديل، التي قد تخفيها البيانات المقطعية، كما أنها أيضا تعتبر مناسبة لدراسة فترات الحالات الاقتصادية، مثل البطالة والفقر، ومن جهة أخرى يمكن من خلال بيانات البائل الربط بين سلوكيات مفردات العينة من نقطة زمنية لأخرى³؛
- تسهم في الحد من ظهور مشكلة المتغيرات المهملة (Omitted Variable)، الناتجة عن خصائص المفردات غير المشاهدة، والتي تقود عادة إلى تقديرات متحيزة (Biased Estimates) في الانحدارات المفردة⁴؛
- كما تبرز أيضا أهمية استخدام بيانات البائل في أنها تأخذ في الاعتبار ما يوصف " بعدم التجانس أو الاختلاف غير الملحوظ" (Unobserved heterogeneity) الخاص بمفردات العينة سواء المقطعية أو الزمنية، إذ أ إهمالها يؤدي إلى الحصول على تقديرات متحيزة وغير متناسقة⁵؛
- إن استخدام بيانات البائل سيتيح فرصة التخفيف من مشكلة التعدد الخطي (Multicollinearity)، الذي يظهر بين المتغيرات المستقلة ومشكلة انعدام ثبات تباين حد الخطأ Heteroscedasticity الشائعة الظهور عند استخدام

¹ - عابد بن عابد العبدلي، محددات التجارة البينية للدول الإسلامية باستخدام منهج تحليل البائل، مجلة دراسات اقتصادية إسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والدراسات، البنك الإسلامي للتنمية، جدة، المجلد 16، العدد 1، 2010، ص 17.

² - نفس المرجع، ص 17.

³ - مجاهد كنزة، تأثير القطاع المالي على النمو الاقتصادي: دراسة حالة الدول النامية والمتقدمة باستخدام **Panel Data Analysis**، أطروحة دكتوراه، جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان، الجزائر، 2015-2016، ص 152.

⁴ - عابد بن عابد العبدلي، مرجع سبق ذكره، ص 17.

⁵ - مجاهد كنزة، مرجع سبق ذكره، ص 152.

الفصل الرابع: الدراسة التطبيقية لتأثير السلوك التمويلي على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة
في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010-2019

بيانات المقطع العرضي في تقدير النماذج القياسية¹.

المطلب الثاني: أشكال بيانات البائل وأنواعه

أولاً: أشكال بيانات البائل

تتخذ بيانات البائل عدة أشكال مختلفة حيث أنه يمكن التمييز بين الأشكال التالية²:

1: بيانات السلاسل الزمنية المقطعية المتوازنة (Balanced Panel Data)

يمكن تسمية بيانات البائل بأنها سلاسل زمنية مقطعية متوازنة إذا كانت تحتوي على مقاطع لها نفس عدد المشاهدات (لا تحتوي على بيانات مفقودة).

2: بيانات السلاسل الزمنية المقطعية غير المتوازنة (Unbalanced Panel Data)

وهي عكس الحالة الأولى حيث تحتوي على مقاطع ليس لها نفس عدد المشاهدات (تحتوي على بيانات مفقودة).

3: بيانات السلاسل الزمنية المقطعية القصيرة (Short Panel Data)

وهي التي تحتوي على عدد المقاطع (N) أكبر من الفترات الزمنية (T).

4: بيانات السلاسل الزمنية المقطعية الطويلة (Long Panel Data)

وهي التي تحتوي على عدد المقاطع (N) أقل من الفترات الزمنية (T).

ثانياً: أنواع نماذج البائل

يمكن التعبير عن نموذج البيانات الزمنية المقطعية المتكون من N وحدة و T عدد الفترات الزمنية بالصيغة

الأساسية التالية³:

$$Y_{it} = \alpha_i + \beta X_{it} + \varepsilon_{it} \dots (1-4)$$

حيث أن:

Y_{it} : قيمة المتغير التابع للوحدة i في الفترة t؛

α_i : ثابت المعادلة؛

¹ - بلهوشات محمد الأمين، بوتواتة أمينة، أثر تكنولوجيا المعلومات والاتصالات على النمو الاقتصادي - دراسة قياسية لحالة دول شمال أفريقيا خلال الفترة 2000-2017، - الملتقى الدولي السابع حول: نقل التكنولوجيا على الصعيد الدولي، جامعة الجبلالي بونعام، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، يومي 26 و27 جوان 2019، ص 9.

² - Abdulkader Aljandali, Motasam Tatahi, **Economic and financial Modelling With Eviews, A guide for Students and Professionals**, Springer Cham, Switzerland, 2018, pp 237-238.

³ - Muhammad Tahir, Muhammad Mushtaq, **Determinants of Dividend Payout: Evidence from listed Oil and Gas Companies of Pakistan**, Journal of Asian Finance, Economics and Business Vol 3, No 4, 2016, P 32.

X_{it} : قيم المتغيرات المستقلة والضابطة للوحدة i في الفترة t ؛

β : معاملات التقدير للمتغيرات المستقلة والضابطة؛

ε_{it} : هو حد الخطأ العشوائي للوحدة i في الفترة t .

تأخذ بيانات السلاسل الزمنية المقطعية أو بيانات البانل ثلاثة أشكال رئيسية من النماذج والتي تختلف

باختلاف الأثر الفردي (β_i) Individual Effect وهي، نموذج الانحدار التجميعي Pooled (PRM)،
Regression Model، نموذج التأثيرات الثابتة (FEM) Fixed Effects Method ونموذج التأثيرات العشوائية
(REM) Random Effects Method.

1: نموذج الانحدار التجميعي

يعتبر هذا النموذج من أبسط نماذج البيانات الطويلة حيث تكون فيه جميع المعاملات α و β_j ثابتة

لجميع الفترات الزمنية (يهمل تأثير الزمن). ويتم صياغة النموذج في المعادلة التالية¹:

$$Y_{it} = \alpha + \sum_{j=1}^k \beta_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it} \dots (2-4), \quad i= 1,2,\dots,N \quad T= 1,2, \dots,T$$

بحيث: $E(\varepsilon_{it}) = 0$ و $\text{Var}(\varepsilon_{it}) = \sigma_\varepsilon^2$

وتستخدم طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS) لتقدير معاملات نموذج الانحدار التجميعي بحجم

المشاهدات $(N \times T)$ ².

من أهم عيوب هذا النموذج افتراض ثبات قيمة معلمة الحد الثابت لجميع المقاطع المستخدمة، ولكي نأخذ

بعي الاعتبار الطبيعة الخاصة لكل وحدة مقطعية، وفي هذه الحالة نستخدم نموذج التأثيرات الثابتة³.

2: نموذج التأثيرات الثابتة

يلاحظ في نموذج الانحدار التجميعي أنه إذا كان هناك فروق أو اختلافات واضحة بين الوحدات

(المؤسسات) المكونة للعينة محل الدراسة، فإن القيم المقدره لمعاملات انحدار هذا النموذج الناتجة عن استخدام

طريقة OLS سوف تكون متحيزة، ولعلاج هذه المشكلة توجد عدة بدائل مستخدمة في أدب الاقتصاد القياسي،

منها الأخذ في عين الاعتبار الاختلافات بين المؤسسات محل الدراسة من خلال استخدام المتغيرات الصورية لكل

¹ - زكرياء يحيى الجمال، اختيار النموذج في نماذج البيانات الطويلة الثابتة والعشوائية، المجلة العراقية للعلوم الإحصائية، العدد 21، 2012، ص 270.

² - رملة حسام الدين، دراسة أثر تكوين رأس المال البشري على النمو الاقتصادي لدول المغرب العربي باستعمال بيانات بانل للفترة (1995-2014)، مجلة الإبداع، المجلد 8، العدد 1، 2018، ص 161.

³ - أيمن العشوش، اختبارات جذر الوحدة لبيانات البانل (اختبارات الجيل الأول) تطبيق على عينة من الدول النامية، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، المجلد 39، العدد 5، 2017، ص 53.

الفصل الرابع: الدراسة التطبيقية لتأثير السلوك التمويلي على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010-2019

مؤسسة من هذه المؤسسات في فترة زمنية معينة، لكي يعكس الآثار الثابتة للمؤسسات محل الدراسة ككل في نموذج يسمى بنموذج الآثار الثابتة مع وجود الآثار الثابتة للمؤسسة¹.

في نموذج التأثيرات الثابتة يكون الهدف هو معرفة سلوك كل مجموعة بيانات مقطعية على حدى من خلال جعل معلمة القطع α_i تتفاوت من مجموعة إلى أخرى مع بقاء معاملات الميل β_j ثابتة لكل مجموعة بيانات مقطعية (أي سوف نتعامل مع حالة عدم التجانس في التباين بين المجاميع)، وعليه فإن نموذج التأثيرات الثابتة يكو وفق الصيغة التالية²:

$$Y_{it} = \alpha_i + \sum_{j=1}^K \beta_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it} \dots\dots(3-4), \quad i = 1, 2, \dots, N \quad t = 1, 2, \dots, T$$

حيث: $E(\varepsilon_{it}) = 0$ و $\text{Var}(\varepsilon_{it}) = \sigma_\varepsilon^2$.

ويقصد بمصطلح التأثيرات الثابتة أن المعلمة α لكل بيانات مقطعية لا تتغير خلال الزمن وإنما يكون التغير فقط في مجاميع البيانات المقطعية لغرض تقدير معالم النموذج في المعادلة أعلاه والسماح لمعلمة القطع α بالتغير بين المجاميع المقطعية عادة ما نستخدم متغيرات وهمية بقدر $N-1$ ، لكي نتجنب التعددية الخطية التامة، ثم نستخدم طريقة المربعات الصغرى العادية، ويطلق على نموذج التأثيرات الثابتة اسم نموذج المربعات الصغرى للمتغيرات الوهمية (Least Squares Dummy Variable Model) بعد إضافة المتغيرات الوهمية D في المعادلة أعلاه³، فوجود المتغيرات الوهمية يسمح باختلاف الحد الثابت بين الوحدات المقطعية، في ظل فرضيتين أساسيتين هما⁴:

- تجانس المعالم وعدم تجانس الثوابت.

- عدم تجانس المعالم والثوابت معا.

¹ - مجدي الشورجي، أثر تكنولوجيا المعلومات والاتصالات على النمو الاقتصادي في الدول العربية، الملتقى الدولي الخامس حول " رأس المال الفكري في منظمات الأعمال العربية في ظل الاقتصاديات الحديثة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، يومي 13 و14 ديسمبر 2011، ص 16.

² - رتيعة محمد، استخدام نماذج بيانات البانل في تقدير دالة النمو الاقتصادي في الدول العربية، المجلة الجزائرية للاقتصاد والمالية، العدد 2، 2014 ص 155.

³ - حنا حراث، صالح عباد، أثر البرامج الاستثمارية في تطوير السياحة الداخلية لتحقيق الميزة التنافسية -دراسة قياسية ومقارنة بين تونس والجزائر-، الملتقى الوطني الخامس حول: السياحة الداخلية بين الواقع والمأمول، المركز الجامعي أحمد زبانه غليزان، معهد العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، يومي 10 و11 ديسمبر 2018، ص 10.

⁴ - بقيق ليلي اسمهان، بورقعة سوسي، تطبيق نماذج البانل: أثر سعر الفائدة والنمو الاقتصادي على الاستثمارات الأجنبية المباشرة إلى الدول المغاربية، الملتقى الوطني الثالث حول: تطبيقات القياس الاقتصادي والنمذجة المالية في ظل البيانات الضخمة وتكنولوجيا الإعلام والاتصال، المركز الجامعي بلحاج بوشعيب، عين تيموشت، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، يوم 14 نوفمبر، 2019، ص 8.

ويصبح الشكل النهائي للنموذج كالتالي¹:

$$Y_{it} = \alpha_1 + \sum_{d=2}^N \alpha_d D_d + \sum_{j=1}^k \beta_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it} \dots (4-4), \quad i=1,2,\dots,N \quad t=1,2,\dots,T$$

حيث: يمثل المقدار $\alpha_1 + \sum_{d=2}^N \alpha_d D_d$ التغير في المجاميع المقطعية لمعلمة القطع β_0 .
 D_d : المتغير الوهمي الخاص بكل وحدة (مؤسسة).

ويمكن كتابة النموذج وفق المعادلة التالية بعد حذف α_1 وذلك كما يلي:

$$Y_{it} = \sum_{d=2}^N \alpha_d D_d + \sum_{j=1}^k \beta_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it} \dots (5-4)$$

3: نموذج التأثيرات العشوائية

على عكس نموذج التأثيرات الثابتة، فإن نموذج التأثيرات العشوائية يتعامل مع الآثار المقطعية أو الزمنية على أنها معالم عشوائية، ويقوم هذا الافتراض على أن الآثار المقطعية والزمنية هي متغيرات عشوائية مستقلة بوسط يساوي الصفر وتباين محدد، وتضاف كمكونات عشوائية في حد الخطأ العشوائي للنموذج². ويستند هذا النموذج في ذلك على افتراض أن العينة المستخدمة في التطبيق مسحوبة بشكل عشوائي من مجتمع كبير وبالتالي فإن معالم انحدار النموذج تمثل المجتمع بأكمله³.

في نموذج التأثيرات العشوائية سوف يعامل معامل القطع $\beta_{0(i)}$ كمتغير عشوائي له معدل مقداره μ

أي:

$$\alpha_i = \mu + V_i, \quad i=1,2,\dots,N \dots (6-4)$$

وبتعويض المعادلة رقم (6-4) في المعادلة (3-4) نحصل على نموذج التأثيرات العشوائية بالشكل التالي⁴:

$$Y_{it} = \mu + \sum_{j=1}^k \beta_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it} + V_i, \quad i=1, 2,\dots,N \quad t=1,2,\dots,T \dots (7-4)$$

حيث أن: V_i يمثل حد الخطأ في مجموعة البيانات المقطعية أ.

يطلق على نموذج التأثيرات العشوائية أحيانا نموذج مكونات الخطأ (Error Components Model) بسبب

أن النموذج في المعادلة (7-4) يضم مركبين للخطأ هما V_i و ε_{it} .

¹ - رتيعة محمد، مرجع سبق ذكره، ص 156.

² - رفيف نزارى، هارون الطاهر، أثر الانفتاح على النمو الاقتصادي في دول جنوب المتوسط باستخدام تحليل بيانات البائل خلال الفترة 1980-2012، مجلة العلوم الاجتماعية والإنسانية، العدد 34، 2016، ص 67.

³ - أيمن العشوش، مرجع سبق ذكره، ص 54.

⁴ - رتيعة محمد، مرجع سبق ذكره، ص 156.

الفصل الرابع: الدراسة التطبيقية لتأثير السلوك التمويلي على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة
في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010-2019

ويقوم هذا النموذج على الافتراضات التالية¹:

$$E(\varepsilon_{it}) = 0, \text{Var}(\varepsilon_{it}) = \sigma_{\varepsilon}^2 \dots \dots (8-4)$$

$$E(\varepsilon_{it}, V_i) = 0, E(\varepsilon_i, \varepsilon_j) = 0 \quad (i \neq j) \dots \dots (9-4)$$

$$E(\varepsilon_{it} + \varepsilon_{is}) = E(\varepsilon_{it} + \varepsilon_{jt}) = E(\varepsilon_{it} + \varepsilon_{js}) = 0 \dots \dots (10-4), \quad (i \neq j, t \neq s)$$

تدل الفرضيات السابقة على أن مركبات الخطأ غير مرتبطة فيما بينها وأنه لا وجود لارتباط ذاتي

بين كل من السلاسل الزمنية وبين الوحدات المقطعية.

تستخدم طريقة المربعات الصغرى المعممة (Generalized least Squares (GLS)) لتقدير نموذج التأثيرات العشوائية بشكل صحيح، لأن طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS) تفشل في تقدير معلمات لنموذج وتعطي مقدرات غير كفؤة ولها أخطاء قياسية غير صحيحة مما يؤثر في اختبار المعلمات².

4: نموذج البانل الديناميكي Dynamic Panel

انفرد هذا النوع من نماذج البانل بميزة أساسية هي أنه يسمح بتقدير كل من التأثيرات على المدى القصير والطويل في نفس الوقت، وهذا النوع من النماذج يتطلب الأخذ بعين الاعتبار أهمية وقوة عدم التجانس الفردي الغير الملاحظ، ويتم التمييز بين نوعين من النماذج الديناميكية تتمثل في نموذج ديناميكي بمركبات الخطأ ونموذج ديناميكي ذو التأثيرات الثابتة، وتستند النماذج الديناميكية إلى نماذج الانحدار الذاتي حيث تأخذ بعين الاعتبار إبطاء أو تأخير المتغيرة الداخلية التي يتم إدخالها في النموذج³. إلا أن الارتباط بين المتغيرات الداخلة في الانحدار بشكل خاص المتغيرة المبطئة وحد الخطأ قد يؤثر بشكل كبير على الخصائص الإحصائية للمقدرات المستخدمة، مما قد ينتج مقدرات تتسم بالتحيز وعدم التقارب، ومن أجل التخلص من هذه المشاكل يتم استخدام طرق تقدير بديلة تأخذ بعين الاعتبار هذه الخصائص من أجل الحصول على مقدرات متقاربة للمعلمات، وفي هذا السياق يتم في الغالب اللجوء إلى طريقة العزوم المعممة GMM من أجل تقدير هذا النوع من النماذج، وهذه الطريقة تجمع بين طريقة المربعات الصغرى شبه المعممة والطريقة التي تأخذ بعين الاعتبار المتغيرات المساعدة

¹- J. Ramón Gil-García, y Gabriel Puron-Cid, **Using Panel Data Techniques for Social Science Research: a Illustrative Case and Some Guidelines**, C I E N C I A e r g o - s u m , Universidad Autónoma del Estado de México , V o l . 21-3, 2015, p 208.

² - زكرياء يحي الجمال، مرجع سبق ذكره، ص ص -273-274.

³ - جيبوري محمد، تأثير أنظمة أسعار الصرف على التضخم والنمو الاقتصادي: دراسة نظرية وقياسية باستخدام بيانات بانل، أطروحة دكتوراه، جامعة أبي بكر بلقياد، تلمسان، الجزائر، 2012-2013، ص 337.

الفصل الرابع: الدراسة التطبيقية لتأثير السلوك التمويلي على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة
في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010-2019

Instrumental Variable¹. هناك عدة طرق تسمح بالأخذ بعين الاعتبار البعد الديناميكي في نماذج البائل وتقتصر مقدرات غير متحيزة، التقنية الكلاسيكية المستخدمة في الحالة التي تكون فيها المتغيرات مرتبطة مع حد الخطأ، تتمثل في مقدرات المتغيرات المساعدة باستخدام طريقة العزوم المعممة، في حالة النموذج الديناميكي ومن خلال مقدرات المتغيرات المساعدة باستخدام طريقة العزوم المعممة، هناك عدة طرق متقاربة تم اقتراحها من قبل Bover et ،Bond et Arellano (1991) ،Hsiao et Anderson (1981) ،Nerlove et Balestra (1966) Arrellano(1995)² ،Bond et Blundell(1998).

تتميز نماذج البائل الديناميكية بالعديد من الإيجابيات حيث تسمح في الوقت نفسه بتقدير التأثيرات على المدى القصير والطويل، إذ أن النماذج الديناميكية تتطلب ضرورة الأخذ بعين الاعتبار أهمية وقوة عدم التجانس الفردي غير الملاحظ، حيث يتم التمييز بين نموذج البائل الديناميكي بمركبات الخطأ ونموذج التأثيرات الثابتة، وتجدر الإشارة إلى أن النماذج الديناميكية تستند بشكل أساسي إلى نماذج الانحدار الذاتي مع الأخذ بعين الاعتبار إبطاء أو تأخير المتغيرة الداخلية³.

حيث تم اقتراح النموذج الديناميكي من الدرجة الأولى كالتالي⁴:

$$Y_{it} = \alpha Y_{it-1} + \sum_{i=1}^K \beta_K x_{it} + \mu_{it} \dots (11-4)$$

μ_{it} : يمثل الخطأ العشوائي الذي يضم نوعين من الأخطاء العشوائية ($\mu_{it} = V_i + \varepsilon_{it}$)، حيث V_i هو

عنصر الخطأ بالنسبة للبيانات المقطعية فيما بين الوحدات (الأفراد).

4-1: أنواع نماذج البائل الديناميكية: يتم التمييز بين نوعين من نماذج البائل الديناميكية وذلك كما يلي:

4-1-1: نماذج الانحدار الذاتي ذات مركبات الخطأ

تتطلب نماذج بيانات البائل السماح بمزيد من التفاوت في معالم النموذج لا سيما في نماذج البائل

الديناميكية، وذلك من أجل الحصول على تقديرات متسقة تعكس السلوكيات المتباينة لأفراد العينة. ليعتبر نموذج

الانحدار الذاتي دون متغيرات خارجية التالي:

$$Y_{it} = \delta Y_{i,t-1} + \mu_{it} \quad \text{With } |\delta| < 1 \dots (12-4)$$

¹ - بن دحمان آمنة، التطور المالي والنمو الاقتصادي في الدول النامية- دراسة قياسية باستخدام بيانات البائل لعينة من 25 دولة خلال الفترة 1989-2014، أطروحة دكتوراه، جامعة أبي بكر بلقايد- تلمسان، الجزائر، 2015-2016، ص ص 249-250.

² - جبوري محمد، مرجع سبق ذكره، ص 338.

³ - هند سعدي، أثر الاستثمارات المباشرة الأجنبية على النمو الاقتصادي في البلدان العربية - دراسة قياسية اقتصادية للفترة (1980-2014)، أطروحة دكتوراه، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، الجزائر، 2016-2017، ص 181.

⁴ - Lorelied. A. Santos, Erniel B. Barrios, **Small Sample Estimation in Dynamic Panel Data Models: A Simulation Study**, American Open Journal of Statistics, Vol 1, 2011, P 59.

الفصل الرابع: الدراسة التطبيقية لتأثير السلوك التمويلي على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة
في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010-2019

حيث أن: μ_{it} يتكون من جانبين: $\mu_{it} = \mu_i + V_{it}$.
كما أن التباينات المشتركة بين μ_i, V_{it} تكون معدومة.

يتضح من النموذج (12-4) أن المتغيرة المبطة $Y_{i,t-1}$ تكون مرتبطة مع حد الخطأ (μ_{it})، بحيث إذا تم كتابة النموذج رقم (12-4) في الفترة (T-1) نحصل على المتغيرة المبطة $Y_{i,t-1}$ ، التي تتوقف على الأثر الخاص الفردي حسب خصائص الأبعاد الفردية والزمنية، هذا الارتباط يجعل من المقدرات المعتادة (OLS) غير فعالة من الناحية العملية في حالة البعد الزمني المحدود والذي يشكل أغلب الحالات، ويكون من الضروري استخدام طريقة التقدير المتقارب في طريقة المساعدة أو طريقة العزوم المعممة¹.

4-1-2: نماذج الانحدار الذاتي ذات التأثيرات الثابتة

تأخذ نماذج الانحدار الذاتي ذات التأثيرات الثابتة الصيغة التالية:

$$Y_{it} = \phi Y_{i,t-1} + \sum_{j=1}^K \beta_j x_{j,i,t} + \mu_{it} \dots \dots (13-4)$$

حيث: $n, i = 1, 2, 3, \dots, n$ و $t = 1, 2, 3, \dots, T$ و $\mu_{it} \approx \text{IID} (0, \delta_u^2)$

حسب نظرية Frisch-Waugh-Lovell يتم تقدير النموذج رقم (13-4) باستخدام المقدر *Within* وبالتالي يكون مكافئاً لتطبيق المربعات الصغرى العادية للنموذج، أين يعبر عن المتغيرات بالانحراف عن المتوسطات الفردية
حيث:

$$Y_{it} - Y_i = \lambda(Y_{i,t-1} - Y_{i,t-2}) + \sum_{j=1}^K \beta_j x_{j,i,t} - X_{j,i} + (\mu_{it} - \mu_i) \dots \dots (14-4)$$

يتضح من النموذج وجود عدة علاقات ارتباط بين المتغيرات الداخلية المبطة $Y_{i,t-1}$ ومتوسطها الفردي $Y_{i,t-2}$ وحد الخطأ، بمعنى آخر إذا كان المقدر *Within* متقارب في حالة $N \rightarrow \infty$ و $T \rightarrow \infty$ فإنه يكون متغير وغير متقارب في حالة $N \rightarrow \infty$ و T محددة، وبالتالي كما هو الشأن في حالة النموذج مع مركبات الخطأ يكون من الضروري استخدام طريقة المتغيرات المساعدة وطريقة العزوم المعممة².

4-2: الاختبارات الإحصائية

لاختبار صلاحية النموذج الديناميكي المستعمل والتأكد من صلاحية المتغيرات المساعدة يتم الاستعانة

بجملة من الاختبارات الإحصائية هي:

¹ - بوشمال محمد، أثر سعر الصرف على النمو الاقتصادي في الجزائر دراسة تحليلية قياسية مقارنة مع بعض الدول العربية خلال الفترة 1990-2016، أطروحة دكتوراه، جامعة زيان عاشور، الجلفة، 2019-2020، ص ص 135-135.

² - هند سعدي، مرجع سبق ذكره، ص 182.

4-2-1: اختبار القيود زائدة التمييز

(*Test sargan*) يسمح هذا الاختبار بتحديد مدى جودة وملائمة المتغيرات المستعملة في النموذج وصلاحيته شروط العزوم المستخدمة في التقدير، وتتمثل الفرضية الصفرية لهذا الاختبار في أن المتغيرات المساعدة غير مرتبطة بالحد العشوائي¹.

4-2-2: اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء (*Test de Arellano et bond*)

يوفر هذا الاختبار إمكانية فحص الارتباط الذاتي للأخطاء من الدرجة الأولى والثانية بالفرضية الصفرية لهذا الاختبار تنص على عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء من الدرجة الثانية، وإحصائية هذا الاختبار تتبع توزيع *Chi-deux* وقبول فرضية العدم يؤكد ذلك صلاحية المتغيرات المساعدة وشروط العزوم المستخدمة في التقدير².

4-2-3: اختبار Wald

يهتم هذا الاختبار بدراسة معنوية المتغيرات التفسيرية وقدرتها على شرح المتغير التابع، بمعنى آخر اختبار المعنوية الكلية للنموذج وهو بذلك يوافق اختبار فيشر، والفرضية الصفرية لهذا الاختبار تنص على أن كل معالم المتغيرات التفسيرية معدومة، وتتبع إحصائية هذا الاختبار توزيع *Chi-deux* فإذا كانت الإحصائية المحسوبة أكبر من الإحصائية الجدولية نرفض الفرضية المعدومة ونقبل معنوية المتغيرات التفسيرية في شرح المتغير التابع³.

المطلب الثالث: اختبار التجانس

يتم إجراء هذا الاختبار بهدف معرفة مدى تجانس معاملات النموذج المقدر من خلال عينة مكونة من T فترة زمنية ل N مفردة في المجموعة، كما نفرض أن المسار Y_{it} معرف بالعلاقة الخطية التالية:

$$Y_{it} = \alpha_i + \beta'_i X_{it} + \varepsilon_{it} \quad \dots\dots(15-4)$$

يفترض أن حد الأخطاء ε_{it} مستقلة ومتماثلة التوزيع بمتوسط معدوم وتباين يساوي δ_i^2 ، كما يفترض معاملات النموذج α_i و β'_i يمكن اختلافها في البعد الفردي لكنها ثابتة في الزمن، لذلك يمكن لهذا النموذج الممثل بالمعادلة رقم (15-4) أن يأخذ عدة صيغ ممكنة كالتالي⁴:

¹ - بهياني رضا، بختي فريد، الحرية الاقتصادية والنمو الاقتصادي في الدول العربية- دراسة قياسية باستخدام نماذج بانل الديناميكي خلال الفترة (2006-2017)، مجلة الاستراتيجية والتنمية، المجلد 10، العدد 1 مكرر (الجزء الثاني)، 2020، ص 205.

² - العقون عبد الجبار، أثر السياسات المالية على النمو الاقتصادي في الجزائر-دراسة تحليلية قياسية مقارنة مع بعض دول الخليج العربي خلال الفترة 1990-2016، أطروحة دكتوراه، جامعة زيان عاشور، الجلفة، 2019-2020، ص 215.

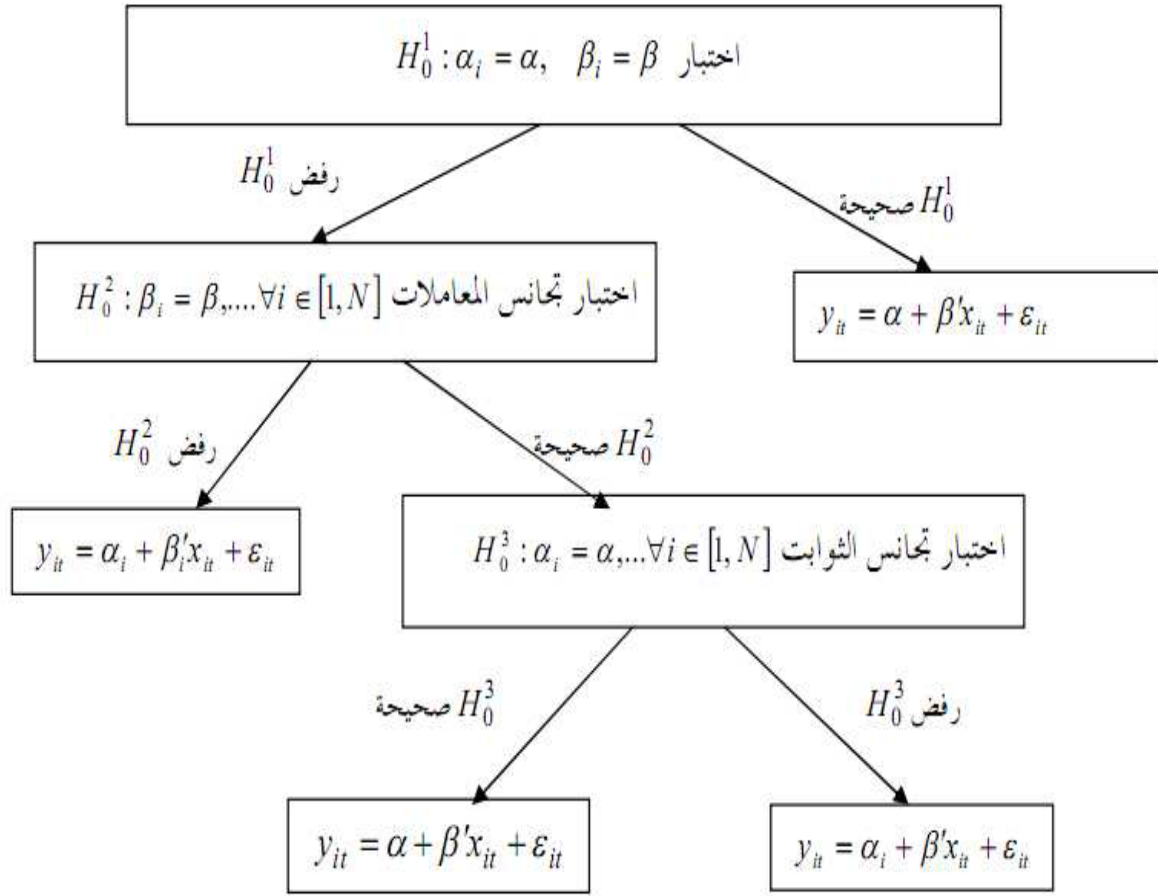
³ - نفس المرجع، ص 215.

⁴ - حركاتي نبيل، أطروحة دكتوراه، مرجع سبق ذكره، ص 198.

الفصل الرابع: الدراسة التطبيقية لتأثير السلوك التمويلي على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة
في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010-2019

- تماثل الثوابت α_i وتطابق شعاع المعلمات β_i بحيث أن: $\alpha_i = \alpha$ ، $\beta_i = \beta$ ، $\forall_i \in [1, N]$ نقول أنه لدينا سلة متجانسة؛
- اختلاف الثوابت α_i واختلاف شعاع المعلمات β_i حسب الأفراد، وبالتالي نقول أنه يوجد N نموذج مختلف وعليه نرفض صيغة السلة؛
- تطابق الثوابت α_i واختلاف شعاع المعلمات β_i بين الأفراد، بحيث أن: $\beta_{0i} = \beta_0$ ، $\forall_i \in [1, N]$ ، وفي هذه الحالة نقول بأن كل معلمات النموذج باستثناء الثوابت تكون مختلفة حسب المفردات، وبالتالي نقول أنه يوجد N نموذج مختلف؛
- اختلاف الثوابت α_i وتطابق شعاع المعلمات β_i في مفردات المجموعة، بحيث أن $\beta_i = \beta$ ، $\forall_i \in [1, N]$ ، وفي هذه الحالة نحصل على نموذج التأثيرات الفردية.
- وبهدف التمييز بين هذه الصيغ المختلفة ومن أجل ضمان نموذج بانل جيد لا بد علينا أن نلجأ إلى اختبار التجانس والمقدم من طرف (Hsiao 1986)، وذلك عن طريق إتباع الخطوات العامة للاختبار والموضحة في الشكل التالي:

الشكل رقم (4-1): خطوات ومراحل اختبار التجانس ل Hsiao



المصدر: بدرابي شهيناز، مرجع سبق ذكره، ص 206.

أولاً: اختبار التجانس الكلي

تتمثل الخطوة الأولى في اختبار بنية التجانس العام القائم على تطابق الثوابت α_i وتمائل شعاع

المعاملات β_i بحيث أن:

$$H_0^1 : \alpha_i = \alpha \quad \beta_i = \beta \quad \forall i \in [1, N]$$

وفي هذه الحالة نقوم باستخدام إحصائية فيشر والتي يرمز لها بالرمز F_1 من أجل اختبار التجانس

الكلي للنموذج والتي تتبع توزيع Fisher مع $(K+1)(N-1)$ و درجة حرية $(K+1)(NT-N)$ ، ويتم كتابتها وفق

الصيغة التالية¹:

$$F_1 = \frac{(SCR_{1,c} - SCR_1) / [(N-1)(K+1)]}{SCR_1 / [NT - N(K+1)]} \dots\dots(16-4)$$

¹ - Cheng Hsiao, *Analysis Of Panel Data, Second Edition*, Cambridge, University Press, New York, 2003, P 18.

الفصل الرابع: الدراسة التطبيقية لتأثير السلوك التمويلي على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010-2019

حيث أن:

SCR_1 : يمثل مجموع مربعات البواقي للنموذج رقم (4-15) و $SCR_{1,c}$: يمثل مجموع مربعات بواقي النموذج المقيد ب:

$$Y_{it} = \alpha_i + \beta'_i X_{it} + \varepsilon_{it} \dots (17-4)$$

أما نتائج هذا الاختبار فتكون كالتالي:

- قبول الفرضية H_0 للتجانس وعليه يتم الحصول على نموذج بانل متجانس كليا أي:

$$Y_{it} = \alpha + \beta' X_{it} + \varepsilon_{it} \dots (18-4)$$

- أما في حالة فرض فرضية العدم يتم الانتقال إلى الخطوة الثانية التي تتمثل في تحديد ما إذا كان عدم التجانس مصدره المعاملات β_i .

ثانياً: اختبار تجانس المعلمات β_i .

يتم القيام في الخطوة الثانية باختبار المساواة لكل المفردات ل K مركبة للأشعة β_i ، وتعطى الفرضية

الصفريية (العدمية) بالصيغة التالية:

$$H_0^2 : \beta_i = \beta \quad \forall i \in [1, N]$$

تستخدم إحصائية Fisher ويرمز لها بالرمز F_2 لتجانس المعلمات β_i والتي تتبع توزيع فيشر مع $K(N-1)$ و درجة حرية $(K+1)N - N$. وتكتب وفقاً للصيغة التالية¹:

$$F_2 = \frac{(SCR_{1,c'} - SCR_1) / [(N-1)K]}{SCR_1 / [NT - N(K+1)]} \dots (19-4)$$

حيث أن:

SCR_1 : يمثل مجموع مربعات البواقي للنموذج 8 و $SCR_{1,c'}$: يمثل مجموع مربعات البواقي للنموذج :

$$Y_{it} = \alpha_i + \beta'_i X_{it} + \varepsilon_{it} \dots (20-4)$$

- إذا تم رفض الفرضية الصفريية لتجانس المعلمات β_i فإنه في هذه الحالة لا يوجد هيكل البائل وعليه يتم رفض بنية نموذج البائل، لأنه تكون الثوابت α_i متماثلة فقط بين المفردات، وتكون صيغة النموذج كالتالي:

$$Y_{it} = \alpha + \beta_i X_{it} + \varepsilon_{it} \dots (21-4)$$

ويتم تقدير المعلمات β_i باستخدام النماذج المختلفة مفردة بمفردة.

- أما في حالة قبول الفرضية الصفريية لتجانس المعاملات β_i فإننا نقوم بالاحتفاظ بنموذج البائل ثم ننتقل إلى اختبار الخطوة الموالية المتعلقة بتجانس الثوابت α_i .

¹- Régis Bourbonnais, *Économétrie*, 10^e édition, Dunod, Paris, 2018, P 376.

ثالثاً: اختبار تجانس الثوابت α_i

تقوم الخطوة الثالثة والأخيرة باختبار مساواة الثوابت الفردية في ظل فرضية المعاملات β_i المساوية لكل المفردات محل الدراسة، إذ تعطى الصيغة الصفرية بالصيغة التالية:

$$H_0^3 : \alpha_i = \alpha \quad \forall_i \in [1, N]$$

أما بخصوص إحصائية فيشر F_3 لاختبار تجانس الثوابت α_i فهي تتبع توزيع فيشر مع $(N-1)$ ودرجة حرية $K - (T-1) - N$ ، وتكتب الصيغة على الشكل التالي¹:

$$F_3 = \frac{(SCR_{1,c} - SCR_{1,c'}) / (N-1)}{SCR_{1,c'} / [N(T-1) - K]} \dots\dots(22-4)$$

وفي حالة إذا تم رفض الفرضية الصفرية H_0 لتجانس الثوابت α_i فإننا نحصل على نموذج البانل مع التأثيرات الفردية، وذلك كما هو موضح وفق الصيغة التالية:

$$Y_{it} = \alpha_i + \beta X_{it} + \varepsilon_{it} \dots\dots(23-4)$$

المطلب الرابع: اختيار النموذج الملائم لبيانات البانل (السلاسل الزمنية المقطعية)

يتم اختيار النموذج الملائم لبيانات البانل من خلال المفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي، نموذج التأثيرات العشوائية ونموذج التأثيرات الثابتة، ويتم ذلك من خلال القيام بالاختبارات التالية:

- اختبار فيشر (Fisher) المقيد للمفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة.
- اختبار Hausman للمفاضلة بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية.

أولاً: اختبار فيشر F (Fisher) المقيد للمفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة: يقوم هذا الاختبار على الفرضيتين التاليتين:

H_0 : النموذج الانحدار التجميعي هو الملائم.

H_1 : نموذج التأثيرات الثابتة هو الملائم.

¹- Ibid, P 377.

الفصل الرابع: الدراسة التطبيقية لتأثير السلوك التمويلي على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة
في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010-2019

ويأخذ هذا الاختبار الصيغة التالية¹:

$$F = \frac{R_{FEM}^2 - R_{PM}^2 / (N-1)}{(1 - R_{FEM}^2) / (NT - N - k)} = (N - 1, NT - N - K) \dots (24-4)$$

حيث أن: K عدد المتغيرات التفسيرية. R_{FEM}^2 : معامل التحديد عند استخدام نموذج التأثيرات الثابتة. R_{PM}^2 :

معامل التحديد عند استخدام نموذج الانحدار التجميعي.

حيث أنه إذا كانت قيمة F المحسوبة أكبر أو تساوي القيمة الجدولية أو إذا كانت قيمة P -Value أقل

من أو تساوي 0,05 فإننا نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة التي تنص على أن نموذج التأثيرات الثابتة

هو النموذج الملائم لبيانات الدراسة.

ثانياً: اختبار مضاعف لاغرانج (Lagrange Multiplier (LM)

يتم استخدام مضاعف لاغرانج (LM) المقترح من قبل Breusch-Pagan (1980) من أجل المفاضلة

والاختيار بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات العشوائية، حيث يأخذ هذا الاختبار الصيغة التالية²:

$$LM = \frac{NT}{2(T-1)} \left[\frac{\sum_{i=1}^n (T\bar{e}_i)^2}{\sum_{i=1}^n \sum_{t=1}^T e_{it}^2} - 1 \right]^2 \sim \chi^2(1)$$

إذا كانت القيمة الاحتمالية للاختبار أكبر من 0,05 فإن نموذج الانحدار التجميعي هو النموذج الملائم

لبيانات الدراسة، أما إذا كانت القيمة الاحتمالية أقل من 0.05 فإن نموذج التأثيرات العشوائية هو الملائم.

ثالثاً: اختبار (Hausman (1978) للمفاضلة بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية.

يقوم اختبار Hausman على الفرضيتين التاليتين:

H_0 : نموذج التأثيرات العشوائية هو الملائم ويتم تقدير النموذج بطريقة المربعات الصغرى المعممة (GLS).

H_1 : نموذج التأثيرات الثابتة هو الملائم ويتم تقدير النموذج بطريقة المربعات الصغرى العادية (OLS).

يستخدم اختبار Hausman (1978) في حالة الاختلاف الجوهرى بين التأثيرات الثابتة والعشوائية وهو

المدى الذي يربط فيه الأثر الفردي بالمتغيرات المستقلة، فتستند نظرية العدم إلى عدم وجود ذلك الارتباط، وعندما

تكون كل من مقدرات التأثيرات الثابتة والعشوائية متنسقة ولكن مقدرتا التأثيرات العشوائية تكون هي الأكثر كفاءة،

بينما في ظل الفرضية البديلة لوجود الارتباط فإن مقدرتا التأثيرات الثابتة هي فقط تكون متنسقة وأكثر كفاءة³.

¹ - رجاء كامل مجيد، دراسة تطبيقية عن تحليل نماذج البيانات المقطعية الثابتة والعشوائية والمختلطة المقاسة في فترات زمنية محددة، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 23، العدد 100، 2017، ص 545.

² - حركاتي نبيل، أطروحة دكتوراه، مرجع سبق ذكره، ص 216.

³ - مجاهد كنزة، مرجع سبق ذكره، ص 165.

وتكون صيغة الاختبار كالتالي¹:

$$H = (\hat{\beta}_{FEM} - \hat{\beta}_{REM})' [VAR(\hat{\beta}_{FEM}) - VAR(\hat{\beta}_{REM})]^{-1} (\hat{\beta}_{FEM} - \hat{\beta}_{REM}) \dots\dots(25-4)$$

بحيث أن:

$(\hat{\beta}_{FEM} - \hat{\beta}_{REM})'$: تمثل الفرق بين معاملات نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية.

$VAR(\hat{\beta}_{FEM}) - VAR(\hat{\beta}_{REM})$: تتمثل في الفرق بين مصفوفة التباين المشترك لكل من معاملات التأثيرات الثابتة والتأثيرات العشوائية.

المطلب الخامس: اختبار جذر الوحدة وعلاقة التكامل المتزامن لبيانات البانل

يعد اختبار الاستقرار وعلاقة التكامل المتزامن لبيانات البانل من أهم المراحل الأساسية لبناء نموذج قياسي صالح للدراسة.

أولاً: اختبار استقرارية بيانات البانل

تتضمن الدراسات المتعلقة بجذر الوحدة لبيانات البانل جيلين من الاختبارات، إذ تستند اختبارات الجيل الأول على فرضية الاستقلالية بين الوحدات المقطعية (مؤسسات أو دول أو غيرها)، أما اختبارات الجيل الثاني فقد اسقطت فرضية الاستقلالية، لأنها تعد الارتباط بين الوحدات المقطعية كمعاملات، وتقتصر استغلال الحركات المشتركة للوحدات المقطعية من أجل تعريف إحصائيات اختبار جديدة².

تتفرد اختبارات جذر الوحدة لبيانات البانل بميزة أساسية مقارنة باختبارات جذر الوحدة للسلاسل الزمنية الفردية وذلك بوجود محتوى معلوماتي مقطعي وزمني معاً، مما يؤدي إلى نتائج أكثر فيما يخص الاستقرار، إلا أن هناك مسألة مرتبطة ببيانات البانل والتي أصبحت ضرورية في أدبيات اختبار جذر الوحدة، وهي مسألة الارتباط بين الوحدات المقطعية، والسؤال المطروح في هذه الحالة هل يمكن السماح بوجود الارتباط بين بواقي مختلف الوحدات المقطعية³، وعليه يمكن التمييز بين جيلين من الاختبارات كما هو موضح في الجدول التالي:

¹ - Inmaculada C et al, A Panel Data Toolbox for MATLAB, Journal of Statistical Software, Vol 76, No 6, 2017, P 18.

² - أيمن العشعوش، مرجع سبق ذكره ص 55.

³ - نفس المرجع، ص 55.

الفصل الرابع: الدراسة التطبيقية لتأثير السلوك التمويلي على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010-2019

الجدول رقم (4-1): اختبارات جذر الوحدة في بيانات البانل

اختبارات الجيل الأول: الاستقلالية بين المفردات	
- اختبار Levin and lin (1992-1993)	1- تحديد نوعية التجانس لجذر الانحدار الذاتي
- اختبار Levin, lin and Chu (2002)	
- اختبار Hanis and Tzavalis (1999)	
- اختبار Im, Pesaram and Shin (1997, 2002, 2003)	2- نوعية غير متجانسة لجذر الانحدار الذاتي
- اختبار Wu and Maddala (1999)	
- اختبار Choi (1999, 2001)	
- اختبار Hadri (2000)	
- اختبار Henin, Jollivaldt and Nguyen (2001)	3- اختبار تسلسلي
اختبارات الجيل الثاني: الارتباط بين المفردات	
- اختبار Bai and Ng (2001)	اختبارات على أساس نماذج عاملية
- اختبار Moon and Perron (2004)	
- اختبار Phillips and Sul (2003)	
- اختبار Choi (2002)	
- اختبار O'connell (1998)	
- اختبار Chang (2002, 2004)	4- مناهج وأساليب أخرى

Source : Christophe Hurlin, Valérie Mignon, Une Synthèse des Tests de Racine Unitaire sur Données de Panel , Université d.Orléans, 2005, P 4.

وفيما يلي عرض أهم الاختبارات والأكثر استعمالاً الخاصة بالجيل الأول:

1: اختبار Levin, lin and Chu (2002)

يعتبر Andrew Levin و Chien-Fu Lin أول من اقترحا اختبار جذر الوحدة في بيانات البانل، وذلك من خلال ما قاما به من مجموعة أعمال في السنوات 1992، 1993 و 2002، فكانت انطلاقتهم مأخوذة مباشرة من اختبارات جذر الوحدة في السلاسل الزمنية ل Deckey Fuller الصاعدة (ADF). ومن أجل القيام بهذا الاختبار تم وضع ثلاثة نماذج لاختبار وجود جذر الوحدة هي¹:

$$\Delta Y_{it} = \rho Y_{it-1} + \varepsilon_{it} \dots\dots(26-4) \quad \text{النموذج (01):}$$

$$\Delta Y_{it} = \alpha_i + \rho Y_{it-1} + \varepsilon_{it} \dots\dots(27-4) \quad \text{النموذج (02):}$$

$$\Delta Y_{it} = \alpha_i + \beta_{it} + \rho Y_{it-1} + \varepsilon_{it} \dots\dots(28-4) \quad \text{النموذج (03):}$$

$$-2 < \rho \leq 0 \quad i = 1, 2, \dots, N \quad t = 1, 2, \dots, T \quad \text{حيث:}$$

¹- Levin. A, Lin.C-F, Unit root tests in panel data: asymptotic and finite-sample properties, Journal of Econometrics 108 (2002), p 4.

الفصل الرابع: الدراسة التطبيقية لتأثير السلوك التمويلي على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة
في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010-2019

وبالتالي يمكن تسجيل ملاحظتين:

- نلاحظ أن النماذج الثلاثة تفرض استقلالية حدود الخطأ في البعد الفردي وهي فرضية مقبولة في كل اختبارات جذر الوحدة لمعطيات البائل الخاصة بالجيل الأول من الاختبارات¹.
- أما الملاحظة الثانية فتتعلق بعدم تجانس السلاسل المولدة للمعطيات وهي شكل أساسي لبيانات البائل، وفي هذه الحالة يفترض الاقتصاديين Levin, Lin and Chu تجانس جذر الانحدار الذاتي ($\rho_i = \rho_j = \rho$)، وبالتالي عندما يكون هناك جذر الوحدة في حركة المتغير Y_t ، فإما أن تقبل فرضية جذر الوحدة لمجموع وحدات البائل المقطعية أو ترفض الفرضية لمجموع وحدات البائل، وهذا يعتبر بمثابة الحد الأساسي لهذا الاختبار².
- وانطلاقاً من النماذج الثلاثة السابقة يقترح Levin, Lin and Chu اختبار الفرضيات التالية³:

$$H_0 : \rho = 0 \quad H_1 : \rho < 0 \quad \text{النموذج (01):}$$

$$H_0 : \rho = 0, \quad \alpha_i = 0, \quad \forall_i = 1; 2, \dots, N \quad \text{النموذج (02):}$$

$$H_1 : \rho < 0, \quad \alpha_i \in R, \quad \forall_i = 1; 2, \dots, N$$

$$H_0 : \rho = 0, \quad \beta_i = 0, \quad \forall_i = 1; 2, \dots, N \quad \text{النموذج (03):}$$

$$H_1 : \rho < 0, \quad \beta_i \in R, \quad \forall_i = 1; 2, \dots, N$$

ونشير في هذه الحالة إلى أن فرضية العدم في النموذجين الثاني والثالث هي فرضيات مترافقة، بمعنى أن فرضية العدم في النموذج الثاني هي فرضية جذر الوحدة لكل وحدات البائل المقطعية ($\rho_i = \rho_j = \rho$) مترافقة مع فرضية غياب الأثر الفردي (المقطعي)، وبالتحديد انعدام كل الحدود الثابتة الفردية ($\alpha_i = 0$)، أما في النموذج الثالث فإن فرضية العدم تقتضي باختبار فرضية جذر الوحدة مع فرضية غياب مركبة الاتجاه العام من أجل كل وحدات البائل المقطعية (β_i)⁴.

وفي الحالة العامة وفي حالة وجود ارتباط ذاتي بين البواقي (θ_{ik}) فإن اختبار Levin, Lin and Chu بني على أساس نماذج Dickey-Fuller المطور (ADF) كما أشرنا إليه سابقاً، بحيث أنه اختبار يسمح بوضع البواقي في توزيعات معروفة من أجل الإحصائيات t الفردية، مما يجعل النماذج الثلاثة تأخذ الشكل التالي⁵:

¹ - أيمن العشعوش، مرجع سبق ذكره ص 56.

² - بدرابي شهيناز، مرجع سبق ذكره، ص 223.

³ - نفس المرجع، ص 223.

⁴ - أيمن العشعوش، مرجع سبق ذكره ص 56.

⁵ - مجاهد كنزة، مرجع سبق ذكره، ص 158.

الفصل الرابع: الدراسة التطبيقية لتأثير السلوك التمويلي على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010-2019

$$\Delta_{it} = \rho_{Y_{it-1}} + U_{it} + \sum_{S=1}^{\rho_t} Y_{is} \Delta Y_{it-s} \dots\dots(29-4) \quad \text{النموذج (01):}$$

$$\Delta_{it} = \alpha_i + \Delta Y_{it} + \rho_{Y_{it-1}} + U_{it} + \sum_{S=1}^{\rho_t} Y_{is} \Delta Y_{it-s} \dots\dots(30-4) \quad \text{النموذج (02):}$$

$$\Delta_{it} = \alpha_i + \beta_{it} + \Delta Y_{it} + \rho_{Y_{it-1}} + U_{it} + \sum_{S=1}^{\rho_t} Y_{is} \Delta Y_{it-s} \dots\dots(31-4) \quad \text{النموذج (03):}$$

$$U_{it} \sim i, i, d(0, \delta_{u,i}^2) \quad \text{بحيث:}$$

2: اختبار (IPS) Im, Pesaram and Shin (2003)

بناء على ما تم ذكره سابقا فإن أحد المحددات الأساسية لاستخدام اختبار Levin, Lin and Chu يكمن في فرضية تجانس جذر الانحدار الذاتي تحت الفرضية البديلة، والتي تقتضي بوجود انحدار ذاتي مشترك ρ_i لكل الوحدات المقطعية، إلا أن جاءت بعد ذلك سلسلة الأعمال المشتركة ل Im, Pesaram and Shin في السنوات (1997، 2002، 2003) والتي سامحت بمعالجة هذه الفرضية، بالإضافة إلا أن هذا الاختبار يندرج ضمن نماذج الجيل الأول، إذ يعتبر هؤلاء الاقتصاديون أول من قاموا بتطوير اختبار التجانس تحت الفرضية البديلة مع اختلاف جذر الانحدار الذاتي¹.

النموذج المقدم لهذا الاختبار يفترض وجود آثار مقطعية فردية ودو اتجاه عام و هو نفسه النموذج الخاص باختبار LLC كما يفترض أيضا هذا النموذج عدم وجود ارتباط بين البواقي، وتكتب الصيغة العامة لهذا الاختبار كالتالي²:

$$\Delta_{it} = \alpha_i + \rho_{Y_{it-1}} + \varepsilon_{it} \dots\dots(32-4)$$

$$i = 1, 2, \dots, N \quad \text{حيث:}$$

والآثار الفردية معبر عنها كالتالي:

$$\alpha_i = -\rho_i y_i$$

$$y_i \in R \quad \text{و} \quad \varepsilon_{it} \sim N.I.d(O, \delta_{\varepsilon_{it}}^2) \quad \text{مع:}$$

يعتبر اختبار IPS مطابقا لاختبار LLC لأنهما يقومان على اختبار فرضيتين مترافقتين هما: فرضية

جذر الوحدة وفرضية انعدام الآثار الفردية، كما هو موضح كالتالي:

$$H_0 : \rho_i = 0, \quad \forall_i = 1, 2, \dots, N$$

$$H_1 : \rho_i < 0, \quad \forall_i = 1, 2, \dots, N_1$$

¹ - بدرابي شهيناز، مرجع سبق ذكره، ص 224.

²- Kyung So Im et al, **Testing for unit roots in heterogeneous panels**, Journal of Econometrics 115, 2003, P 55.

الفصل الرابع: الدراسة التطبيقية لتأثير السلوك التمويلي على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة
في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010-2019

$$\rho_i = 0, \quad \forall_i = N_1 + 1, N_1 + 2, \dots, N$$

وكما هي الفرضية السائدة في اختبارات الجيل الأول فإن البواقي مستقلة فيما بينها في البعد الفردي، فإن نموذج *IPS* يسمح بوجود ارتباط ذاتي للبواقي برتب مختلفة من أجل كل فرد في بيانات البائل، وفي هذه الحالة اشتق *IPS* توزيعات تقاربية لإحصائيتهم المتوسطة عندما T و N تتجه نحو ∞ واقترحوا إحصائيتين متوسطتين موحدتين للنموذج¹.

لإجراء هذا الاختبار اقترح *IPS* استخدم متوسط الإحصائيات الفردية *ADF* المعرفة وفق الآتي²:

$$t\text{-bar}_{NT} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N t_{iT}(\rho_i, \rho_i) \dots (33-4)$$

حيث: $t_{iT}(\rho_i, \rho_i)$: تتعلق بإحصائية *T-student* الفردية الخاصة باختبار فرضية العدم: $\rho_i = 0$ وانطلاقاً من N إحصائية فردية تتبع قانون التوزيع الطبيعي $\infty \rightarrow T.N$ ، يمكن بناء الإحصائية الموحدة

$Z_{tbar}(\rho, \rho)$ متقاربة نحو قانون التوزيع الطبيعي $N(0,1)$ على النحو التالي³:

$$(\rho, \rho) = \frac{\sqrt{N}\{t\text{-bar}_{NT} - E(n)\}}{\sqrt{\text{Var}(n)}} \rightarrow N(0,1)Z_{tbar} \dots (34-4)$$

3: اختبار (WM) Wu and Maddala (1999)

هذا الاختبار هو عبارة عن اختبار (1932) Fisher وقد تم توضيحه بشكل عام من قبل Wu and Maddala عام 1999، بحيث أن مبدأ هذا الاختبار بسيط ويعتمد على تركيبة من مستويات المعنوية (*P-Value*) ل N اختبار فردي مستقل لجذر الوحدة⁴.

لتكن $\rho_i = F_{Ti}(G_i)$ عبارة عن ال (*P-Value*) المتعلقة بالإحصائية G_i وهذه الأخيرة عبارة عن إحصائية اختبار لفرضية العدم لجذر الوحدة من أجل المقطع أو الفرد i ، أما $F_{Ti}(G_i)$ فهي عبارة عن دالة الكثافة الإحصائية الفردية ل G_i بالنسبة للبعد الزمني T_i . وقد عرف كل من Wu and Maddala إحصائية الاختبار بالصيغة التالية⁵:

$$P_{MW} = -2 \sum_{i=0}^n \ln p_i \dots (35-4)$$

¹ - بدرابي شهيناز، مرجع سبق ذكره، ص 226.

²- Kyung So Im et al, OP.Cit , p63.

³- Ibid, p64.

⁴ - بدرابي شهيناز، مرجع سبق ذكره، ص 226.

⁵ - أيمن العشعوش، مرجع سبق ذكره ص 59.

الفصل الرابع: الدراسة التطبيقية لتأثير السلوك التمويلي على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة
في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010-2019

في ظل فرضية الاستقلالية للإحصائيات الفردية، فإن إحصائية WM تتبع توزيع كاي مربع بدرجة حرية $2N$ في حالة $T \rightarrow \infty$ وحالة N محددة، وعليه إذا كانت أكبر من قيمة كاي مربع بدرجة حرية $2N$ عند مستوى دلالة $\alpha\%$ ، يتم رفض فرضية العدم لجذر الوحدة بالنسبة لمجموع الوحدات المقطعية¹.

يعتبر اختبار Wu and Maddala مثل اختبار IPS بحيث أنه لم يهمل الفرضية البديلة لجذر الوحدة واعتبروا جذر الإنحدار الذاتي غير متجانس بين الوحدات المقطعية، غير أن (Choi 2001) اقترح استعمال إحصائية موحدة في حالة كون حجم العينة N كبير، وهي معرفة على النحو التالي²:

$$P_s = \frac{1}{2\sqrt{N}} \sum_{i=1}^N [-2\ln(P_i) - 2] \dots (36-4)$$

كما نلاحظ من العلاقة أن إحصائية Choi تتعلق بالإحصائية المتوسطة من النوع $N^{-1}P_{MW}$ مركزة ومختصرة، وإذا كانت قيم (P-Value) من نوع i.i.d فإن استخدام نظرية النهاية المركزة يسمح بالوصول إلى كون هذه الإحصائية (P_s) تتبع قانون التوزيع الطبيعي³.

4: اختبار (Hadri 2000)

يفترض هذا الاختبار أن السلسلة (X_{it}) تكون مستقرة على أساس الفرضية المعدومة، أي عدم وجود جذر الوحدة لكل فرد على حدى، فتكون الفرضية البديلة وجود فرد على الأقل يقبل جذر الوحدة، أي تكون عنده السلسلة (X_{it}) غير مستقرة، وتكتب الصيغة التالية الخاصة بهذا الاختبار⁴:

$$H_0: \forall_i : \phi_i < 0 \quad \text{VS} \quad H_1: \forall_i : \phi_i = 0$$

وبغرض اختبار الفرضية أعلاه يعتمد (Hadri-2000) على تقدير بواقي تحديد (X_{it}) بالنسبة للثابت والاتجاه العام باستعمال طريقة المربعات الصغرى، ثم تطبيق مضاعف لاغرانج على مقدرات البواقي، الإحصائية المحسوبة لهذا الاختبار تتبع التوزيع الطبيعي المعياري⁵.

¹ - نفس المرجع، ص 60.

² - بدرابي شهبانز، مرجع سبق ذكره، ص 227.

³ - نفس المرجع، ص 227.

⁴ - زيان نورة، أثر سياسة التحرير المالي على النمو الاقتصادي في الجزائر -دراسة تحليلية قياسية ومقارنة مع بعض الدول النامية خلال الفترة 1980-2015، أطروحة دكتوراه، جامعة زيان عاشور، الجلفة، 2018-2019، ص 193.

⁵ - نفس المرجع، ص 193.

ثانيا: اختبارات التكامل المتزامن

في حالة عدم الاستقرارية يمكن لاختبارات التكامل المتزامن تحديد المتغيرات التي يمكن أن تؤثر في تطور المتغير التابع، إذا كانت العلاقة تتضمن المتغيرات غير المستقرة، وعند القيام بالاستدلال الإحصائي على واحد أو أكثر من معلمات النموذج، لا بد من مراعاة وجود أو عدم وجود علاقة تكامل متزامن، في هذا السياق يشير Kao (1999) إلى أن الإحصائيات المعتادة للاختبارات تكون لها توزيعات غير متقاربة في ظل وجود ارتباطات زائفة¹. حيث قام بتعريف علاقات التكامل المتزامن كل من (Kao (1999), Pedroni (1995-1997) و Bai and Ng (2004) بأنها اختبار فرضية جذر الوحدة لبواقي التكامل وهي متشابهة كثيرا في الجيل الأول والثاني، أما الفئة الثانية التي تعتبر أكثر تطورا من قبل (Johansen (1991) أين تكون رتبة التكامل المتزامن غير معروفة، فهي مقدمة في أعمال كل من (Larsson and Al (2001), Groen and Kleibergen (2003) و Breitung (2005)². وعلى هذا الأساس سنقوم بالتطرق إلى أهم اختبارات التكامل المتزامن الأكثر شيوعا واستخداما والتي تتمثل في اختبار Pedroni واختبار Johanson وذلك كما يلي:

1: اختبار Pedroni

اقترح Pedroni من خلال العديد من الدراسات التي قام بها خلال سنتي 1999 و 2004 سبعة اختبارات من أجل الكشف وإثبات فرضية التكامل المتزامن، التي تأخذ بعين الاعتبار عدم التجانس الفردي، ومن أجل هذا لا بد من تقدير العلاقة على المدى الطويل، بحيث³:

$$Y_{it} = d_{i,t} + x_{i,t}b_i + \mu_{i,t} \dots \dots (37-4)$$

حيث $d_{i,t}$ في الغالب تكون دالة كثيرة الحدود في الزمن بدرجة 1، $x_{i,t}$ شعاع K متغيرة تفسيرية من المفترض

أن تكون متكاملة من الدرجة الأولى (I(1).

عمل Pedroni على تطوير مجموعتين من الإحصائيات هما⁴:

- إحصائيات التكامل لبائل "Panel Cointegration Statistics" (P).

- إحصائيات متوسط مجموعة التكامل المتزامن "Group mean Cointegration Statistics" (m).

¹ - جبوري محمد، تأثير أنظمة أسعار الصرف على التضخم والنمو الاقتصادي: دراسة نظرية وقياسية باستخدام بيانات بانل، أطروحة دكتوراه، جامعة أبي بكر بلقياد، تلمسان، 2012-2013، ص 330.

² - بدرابي شهيناز، مرجع سبق ذكره، ص 228.

³ - جبوري محمد، مرجع سبق ذكره، ص 330.

⁴ - بدرابي شهيناز، مرجع سبق ذكره، ص ص 228-229.

الفصل الرابع: الدراسة التطبيقية لتأثير السلوك التمويلي على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010-2019

و كلتا الحالتين تقومان على أساس اختبار فرضية العدم في ظل غياب التكامل المتزامن : $H_0 : \rho_i = 1$ بحيث ρ_i يشير إلى ارتباط البواقي المقدر في الانحدار التالي:

$$\mu_{i,t} = \rho_i \hat{\mu}_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \dots (38-4)$$

تمثل $\hat{\mu}_{i,t}$ بواقي النموذج (01)، حيث أن جوهر الاختلاف بين هاتين الفئتين من الاختبارات يكمن في

صيغة الفرضيات البديلة، والتي تأخذ الشكل التالي:

$$\begin{cases} H_1^p : \rho_i = \rho < 1, \forall_i \\ H_1^m : \rho_i = \rho < 1, \forall_i \end{cases}$$

وبعد المقارنة يتضح أن الفرضية H_1^m تسمح بمصدر إضافي لعدم التجانس بين المفردات، فمثلا إذا تم

الأخذ على الترتيب بإحدى الإحصائيات غير معلمية $Z_{t\hat{p}NT}^p$ الخاصة ب (1988) Philips-Perron وإحصائية

معلمية $Z_{t\hat{p}NT}^{p*}$ من الصنف الأول من النوع ADF، وتتمثل صيغ هذه الإحصائيات كالتالي¹:

$$Z_{t\hat{p}NT}^p = \frac{\sum_{i=1}^N \sum_{t=2}^T \hat{L}_{1,1,i}^{-2} (\hat{\mu}_{i,t-1} \Delta \hat{\mu}_{i,t} - \hat{\lambda}_i)}{\sqrt{\sigma_{NT}^2 \sum_{i=1}^N \sum_{t=2}^T \hat{L}_{1,1,i}^{-2} \hat{\mu}_{i,t-1}^2}} \dots (39-4)$$

$$Z_{t\hat{p}NT}^{p*} = \frac{\sum_{i=1}^N \sum_{t=2}^T \hat{L}_{1,1,i}^{-2} \hat{\mu}_{i,t-1}^* \Delta \hat{\mu}_{i,t}^*}{\sqrt{\hat{S}_{NT}^{*2} \sum_{i=1}^N \sum_{t=2}^T \hat{L}_{1,1,i}^{-2} \hat{\mu}_{i,t-1}^{*2}}} \dots (40-4)$$

وباعتماد نفس المنطق على الفئة الثانية، يكون:

$$\frac{1}{\sqrt{N}} Z_{t\hat{p}NT}^m = \frac{1}{\sqrt{N}} \sum_{i=1}^N \left(\frac{\sum_{t=2}^T (\hat{\mu}_{i,t-1} \Delta \hat{\mu}_{i,t} - \hat{\lambda}_i)}{\sqrt{\sigma_i^2 \sum_{t=2}^T \hat{\mu}_{i,t-1}^2}} \right) \dots (41-4)$$

$$\frac{1}{\sqrt{N}} Z_{t\hat{p}NT}^{m*} = \frac{1}{\sqrt{N}} \sum_{i=1}^N \left(\frac{\sum_{t=2}^T (\hat{\mu}_{i,t-1}^* \Delta \hat{\mu}_{i,t}^*)}{\sqrt{\hat{S}_i^{*2} \sum_{t=2}^T \hat{\mu}_{i,t-1}^{*2}}} \right) \dots (42-4)$$

$$\sigma_{NT}^2 = N^{-1} \sum_{i=1}^N \hat{L}_{1,1,i}^{-2} \hat{\sigma}_i^2, \hat{\sigma}_i^2 = \hat{S}_i^2 + 2\hat{\lambda}_i = T^{-1} \sum_{i=1}^T \hat{\varepsilon}_{i,t}^2 \dots (43-4)$$

لقد أوضح Pedroni من خلال مختلف الاختبارات السابقة أن كل إحصائية تتبع التوزيع الطبيعي:

$$\frac{S_{NT} - \mu\sqrt{N}}{\varphi} \xrightarrow{(N,T \rightarrow \infty)} N(0,1)$$

حيث أن S_{NT} تتمثل في إحصائية الاختبار المختار، قيم التوزيع μ و φ^2 للتباين موضحة وفق جدولتها.

¹ - جبوري محمد، مرجع سبق ذكره، ص 331.

الفصل الرابع: الدراسة التطبيقية لتأثير السلوك التمويلي على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة
في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010-2019

في حالة $T > 100$ فإن Pedroni يوضح أن قوة هذه الاختبارات تكون كافية، إلا أنه في الحالة التي يكون فيها البعد الزمني أصغر ($T < 20$) فإن أحصائية الاختبار الأكثر قوة تكون تلك المتعلقة بالإحصائية في المعادلة (04)، بمعنى آخر إذا كانت الإحصائية المحسوبة أكبر من القيمة الحرجة للقانون الطبيعي عند مستوى $\alpha\%$ يتم رفض فرضية عدم لغياب التكامل المتزامن، كما نجد أن Pedroni يشير بوضوح إلى كيفية حساب هذه الاختبارات المعلمية وغير المعلمية¹.

2: اختبار التكامل المتزامن ل Johansen

يعتبر من أشهر اختبارات التكامل المتزامن، حيث قام Johansen سنة 1988 باكتشاف وتطوير مقارنة متعددة لاختبار التكامل المتزامن، تركز على نموذج الانحدار الذاتي وذلك من خلال مجموعة من الدراسات والأبحاث التي قام بها.

بدأ الاختبار بنموذج الانحدار الذاتي (VAR) على الشكل التالي²:

$$Y_t = \pi_1 \Delta Y_{t-1} + \dots + \pi_{p-1} \Delta Y_{t-p+1} + \pi Y_{t-p} + \varepsilon_t \Delta \dots (44-4)$$

حيث ε_t : تشويش أبيض، والمصفوفة π_i ($i=1 \dots p$) ذات البعد $(N \times N)$.

ونلاحظ أن كل متغيرات المعادلة أعلاه متكاملة من الدرجة 0 باستثناء Y_{t-p} المتكاملة من الدرجة (1) مما ينتج عنها حالة عدم توازن في المعادلة، ولذلك يجب تحقق شرط أن تكون:

$$\pi_p X_{t-p} \text{ متكاملة من الدرجة } 0.$$

$$\pi_p = \alpha \beta$$

حيث: α مصفوفة ذات البعد $(N \times r)$ والتي تحتوي على شعاع التكامل المتزامن r .

β مصفوفة ذات البعد $(N \times r)$ التي تحتوي على الأوزان المشتركة لشعاع التكامل.

وعليه يتم إعادة صياغة المعادلة على الشكل التالي³:

$$\Delta Y_t = \pi_1 \Delta Y_{t-1} + \dots + \pi_{p-1} \Delta Y_{t-p+1} + \beta \alpha X_{t-p} + \varepsilon_t \dots (45-4)$$

¹ - نفس المرجع، ص 332.

² - صحراوي سعيد، بن حمودة يوسف، اختبار التكامل المتزامن كأسلوب لقياس العلاقات الاقتصادية: دراسة حالة للنموذج النقدي الأساسي لتحديد سعر الصرف في الاقتصاد الجزائري خلال الفترة (1977-2010)، مجلة دفاتر بوداكس، العدد 4، 2015، ص 270.

³ - عدنان العريبي، ربا كنيفاتي، المحددات الرئيسية للادخار القومي في سورية- دراسة قياسية للفترة 1980-2012، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية- سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 36، العدد 2، 2014، ص 319.

الفصل الرابع: الدراسة التطبيقية لتأثير السلوك التمويلي على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010-2019

حيث اقترح Johansen (1988) إجراء اختبار الأثر (λ_{trace} -Trace test) إذ يختبر فرضية العدم التي تنص على أن هناك على الأكثر K من متجهات التكامل المشترك مقابل الفرضية البديلة ($K=r$), ويحسب وفق الصيغة التالية¹:

$$\lambda_{trace} = -n \sum_{i=r+1}^k \ln(1 - \lambda_i) \dots (46-4)$$

حيث: λ_i هي القيمة الذاتية رقم i لمصفوفة التباين-التباين المشترك التي تسمح بحساب القيم الذاتية، K : عدد المتغيرات و r رتبة المصفوفة.

واختبار جوهانسن سيعتمد على رتبة المصفوفة π ، وتكون قواعد القرار كالتالي:

الجدول رقم (4-2): اختبار (Johansen (1988)

النتيجة	رتبة المصفوفة
لا توجد علاقة تكامل متزامن	$R=0$
كل المتغيرات مستقرة ولا يمكن إجراء الاختبار	$K=r$
توجد علاقة تكامل متزامن بين المتغيرات في هذه الحالة يتم حساب الإحصائية λ_{trace}	$k-1 > r > 1$

المصدر: صحراوي سعيد، بن حمودة يوسف، اختبار التكامل المتزامن كأسلوب لقياس العلاقات الاقتصادية: دراسة حالة للنموذج النقدي الأساسي لتحديد سعر الصرف في الاقتصاد الجزائري خلال الفترة (1977-2010)، مجلة دفاتر بوداكس، العدد 4، 2015، ص 271.

الجدول رقم (4-3): نتائج اختبار (Johansen (1988)

النتيجة	الفرضيات	قيمة λ
نرفض الفرضية H_0 ونمر للاختبار الموالى	$r > 0, H_0: r = 0 H_1$	أكبر من القيم الحرجة
نرفض الفرضية H_0 ونمر للاختبار الموالى	$r > 1, H_0: r = 1 H_1$	أكبر من القيم الحرجة
.	.	.
.	.	.
.	.	.

¹ - أحمد سلامي، محمد شيخي، اختبار العلاقة السببية والتكامل المشترك بين الإذخار والاستثمار في الاقتصاد الجزائري خلال الفترة (1970-2011)، مجلة الباحث، العدد 13، 2013، ص 127.

الفصل الرابع: الدراسة التطبيقية لتأثير السلوك التمويلي على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة
في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010-2019

في حالة رفض H_0 أي $r=K$ ، في هذه الحالة نقول أن المتغيرات مستقرة وبالتالي عدم وجود علاقة تكامل متزامن بين المتغيرات.	$r = K, H_0: r = K - 1H_1$	أكبر من القيم الحرجة
---	----------------------------	----------------------

المصدر: صحراوي سعيد، بن حمودة يوسف، اختبار التكامل المتزامن كأسلوب لقياس العلاقات الاقتصادية: دراسة حالة للنموذج النقدي الأساسي لتحديد سعر الصرف في الاقتصاد الجزائري خلال الفترة (1977-2010)، مجلة دفاتر بوداكس، العدد 4، 2015، ص 271.

المبحث الثاني: منهجية الدراسة

سنقوم في هذه الدراسة باختبار أثر السلوك التمويلي على الأداء المالي لعينة من المؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010-2019، بالاعتماد على نماذج الانحدار الخطي المتعدد، باستخدام بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (Panel Data) باعتبارها الأنسب لطبيعة بيانات المؤسسات المدروسة، كما نسعى من خلال هذا المبحث إلى إبراز طبيعة السلوك التمويلي الذي تعتمده المؤسسات محل الدراسة بهدف التعرف على مدى اعتمادها على مصادر التمويل الخارجية الممثلة في المديونية في إقامة مختلف استثماراتها، واكتشاف مدى اختلاف نسب المديونية من قطاع النشاط الذي تنشط فيه هذه المؤسسات إلى آخر عبر الفترة المدروسة، كما نسعى إلى تحليل تطور الأداء المالي للمؤسسات محل الدراسة وفق المؤشرات الحديثة والتي تتمثل في القيمة السوقية المضافة ومعدل العائد الإجمالي للمساهم، بهدف الوقوف على مدى قدرة هذه المؤسسات على خلق الثروة لحملتها وتحسين أدائها المالي.

المطلب الأول: مجتمع وعينة الدراسة ومصادر جمع البيانات

أولاً: مجتمع وعينة الدراسة

يتكون مجتمع الدراسة من 500 مؤسسة اقتصادية مدرجة في مؤشر ستاندرد أندبورز (S&P500) وهو مؤشر يضم أكبر المؤسسات الرائدة في الولايات المتحدة الأمريكية وذلك خلال الفترة 2010-2019، ويجب أن تتوفر في جميع هذه المؤسسات الشروط التالية لضمان قياس متغيرات الدراسة:

الفصل الرابع: الدراسة التطبيقية لتأثير السلوك التمويلي على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010-2019

- أن تكون المؤسسة موجودة في المؤشر من عام 2010 إلى 2019 وهي تمثل فترة الدراسة.
 - أن لا تكون المؤسسة قد تم دمجها أو الاستحواذ عليها.
 - أن لا تكون مؤسسة مالية بنك أو شركة تأمين.
 - أن تكون السنة المالية المعتمدة من N/1/1 إلى N/12/31.
 - أن تتوفر عن الشركات البيانات اللازمة خلال فترة الدراسة لقياس متغيرات الدراسة.
- وعليه تم استبعاد 332 مؤسسة، وبالتالي تكونت عينة الدراسة من 168 مؤسسة مستوفية كل الشروط تنشيط في 10 قطاعات مختلفة النشاط كما هو موضح في الجدول التالي.
- الجدول رقم (4-4): عدد المؤسسات محل الدراسة في كل قطاع

عدد المؤسسات	القطاع
10	خدمات الاتصالات Communication Services
21	الخدمات Utilities
16	التكنولوجيا Technology
6	العقارات Real Estate
39	الصناعة Industrials
26	دورة الاستهلاك Consumer Cyclical
10	المواد الأساسية Basic Materials
11	السلع الاستهلاكية Consumer Staples
9	الطاقة Energy
20	الرعاية الصحية Health Care
168	المجموع

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على موقع Yahoo. Finance.

الفصل الرابع: الدراسة التطبيقية لتأثير السلوك التمويلي على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة
في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010-2019

ثانيا: مصادر جمع البيانات:

اعتمدت الدراسة على مصادر البيانات التي تتمثل في:

- الكتب والمقالات العلمية والرسائل العلمية من أجل توضيح الجانب النظري لمتغيرات الدراسة.
- المواقع الإلكترونية ونذكر منها:

www.finance.yahoo.com

www.teletrader.com

- القوائم المالية السنوية للمؤسسات الاقتصادية والمنشورة من 2010 إلى 2019.

المطلب الثاني: النماذج الرياضية المعتمدة ومتغيرات الدراسة

أولاً: النماذج الرياضية المعتمدة

بهدف اختبار ومعرفة أثر السلوك التمويلي على الأداء المالي لعينة من المؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500، تستخدم هذه الدراسة نموذج الانحدار المتعدد بالاعتماد على بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (Panel Data)، وقد تم اعتماد النماذج الرياضية التالية:

النموذج الأول:

$$MVA_{it} = \beta_0 + \beta_1 SDAC_{i,t} + \beta_2 LDAC_{i,t} + \beta_3 TDAC_{i,t} + \beta_4 LOGACT_{i,t} + \beta_5 LIQ_{i,t} + \beta_6 TANG_{i,t1} + \mu_{it} + \varepsilon_{it} \dots (47-4)$$

كما أنه تم إدخال المتغير التابع كمتغير مستقل مؤخر بسنة واحدة، بما أن المتغيرات التفسيرية التي تم إدراجها في النموذج ليست وحدها هي التي تؤثر في القيمة السوقية المضافة، ويتم في هذه الحالة استخدام طريقة العزوم المعممة (GMM) من أجل التقدير، وكانت المعادلة الرياضية كالتالي:

$$MVA_{it} = \beta_0 + \beta_1 MVA_{i,t-1} + \beta_2 SDAC_{i,t} + \beta_3 LDAC_{i,t} + \beta_4 TDAC_{i,t} + \beta_5 LOGACT_{i,t} + \beta_6 LIQ_{i,t} + \beta_7 TANG_{i,t1} + \mu_{it} + \varepsilon_{it} \dots (48-4)$$

النموذج الثاني:

$$TSR_{it} = \beta_0 + \beta_1 SDAC_{i,t} + \beta_2 LDAC_{i,t} + \beta_3 TDAC_{i,t} + \beta_4 LOGACT_{i,t} + \beta_5 LIQ_{i,t} + \beta_6 TANG_{i,t1} + \mu_{it} + \varepsilon_{it} \dots (49-4)$$

وفي هذا النموذج أيضا تم إدخال المتغير التابع (معدل العائد الكلي للمساهم) كمتغير مستقل مؤخر بسنة واحدة، وكانت المعادلة الرياضية كالتالي:

$$TSR_{it} = \beta_0 + \beta_1 TSR_{i,t-1} + \beta_2 SDAC_{i,t} + \beta_3 LDAC_{i,t} + \beta_4 TDAC_{i,t} + \beta_5 LOGACT_{i,t} + \beta_6 LIQ_{i,t} + \beta_7 TANG_{i,t1} + \mu_{it} + \varepsilon_{it} \dots (50-4)$$

حيث T= 1.2....10 عبارة عن فترة الدراسة الممتدة من 2010 إلى 2019.

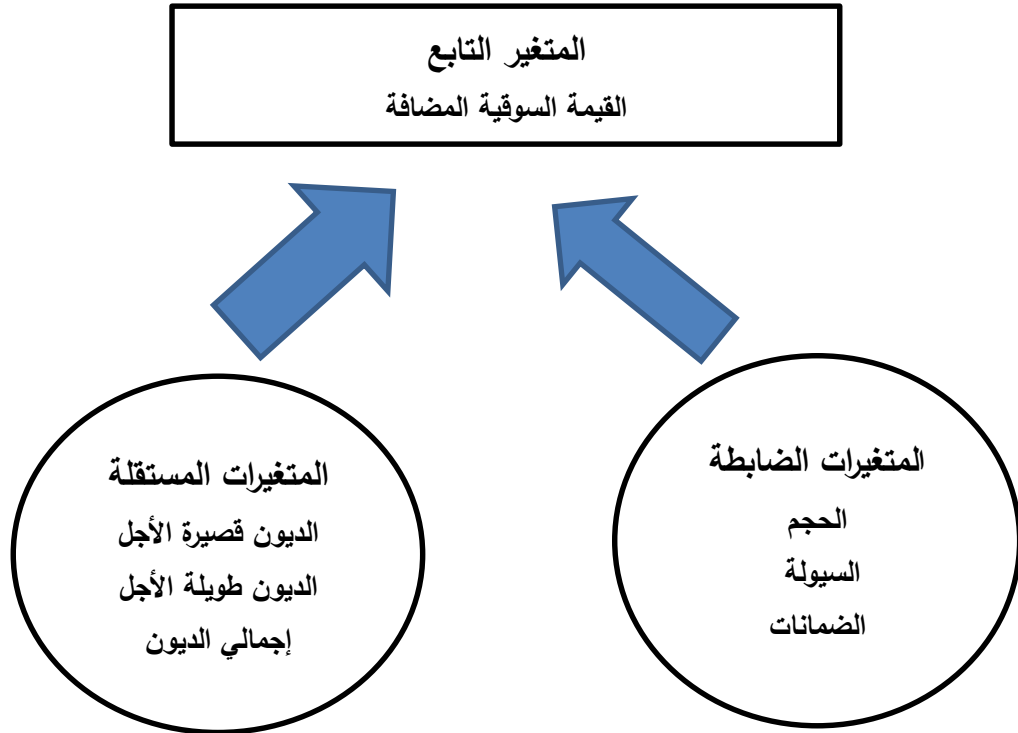
معاملات الانحدار للمتغيرات المستقلة: $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5, \beta_6, \beta_7$.

الفصل الرابع: الدراسة التطبيقية لتأثير السلوك التمويلي على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة
في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010-2019

- β_0 : ثابت ويمثل قيمة المتغير التابع عندما تكون قيمة جميع المتغيرات المستقلة تساوي 0.
- MVA_{it} : المتغير التابع ويمثل القيمة السوقية المضافة للمؤسسة i في الفترة t .
- TSR_{it} : المتغير التابع ويمثل معدل العائد الإجمالي للمساهم للمؤسسة i في الفترة t .
- MVA_{it-1} : يمثل المتغير المستقل القيمة السوقية المضافة للمؤسسة i في الفترة $t-1$.
- TSR_{it-1} : المتغير المستقل يمثل معدل العائد الإجمالي للمساهمين للمؤسسة i في الفترة $t-1$.
- $SDAC_{it}$: متغير مستقل الديون قصيرة الأجل للمؤسسة i في الفترة t .
- $LDAC_{it}$: يمثل المتغير المستقل الديون طويلة الأجل للمؤسسة i في الفترة t .
- $TDAC_{it}$: يمثل المتغير المستقل إجمالي الديون للمؤسسة i في الفترة t .
- $LOGACT_{it}$: متغير ضابط يمثل حجم المؤسسة i في الفترة t .
- $LIQ_{i,t}$: متغير ضابط يمثل السيولة للمؤسسة i في الفترة t .
- $TANG_{it}$: متغير ضابط يتمثل في الضمانات للمؤسسة i في الفترة t .
- μ_i : يمثل أثر المؤسسة i .

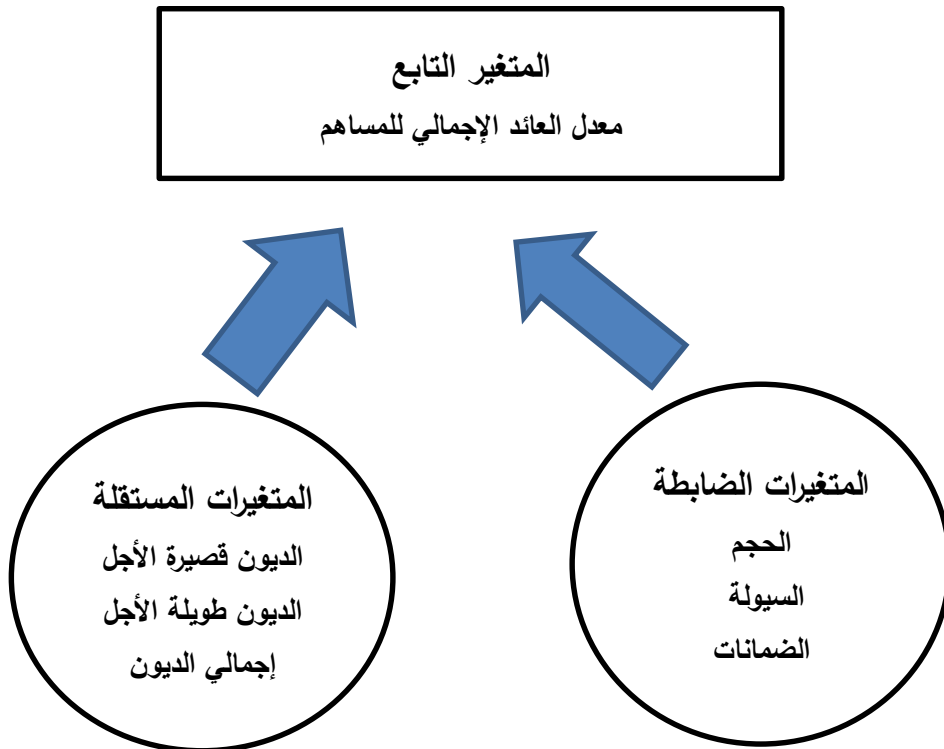
استنادا إلى الدراسات السابقة التي تناولت أثر السلوك التمويلي على الأداء المالي وبعد توضيح أبرز النتائج التي توصلت إليها، تم وضع نماذج الدراسة والتي تشتمل على نوعين من المتغيرات هما المتغير المستقل المتمثل في السلوك التمويلي والأداء المالي كمتغير تابع، حيث تم تقسيم السلوك التمويلي إلى الديون قصيرة الأجل والديون طويلة الأجل وإجمالي الديون والتي تتكون من الديون قصيرة الأجل والديون طويلة الأجل، وذلك لمعرفة المزايا التي تحققها المؤسسة جراء هذا المزج بين أنواع الديون أو مختلف العراقل التي تتعرض لها في حياتها المالية، في حين الأداء المالي تم التعبير عنه بالمؤشرات المالية الحديثة هما القيمة السوقية المضافة ومعدل العائد الإجمالي للمساهم، كما تم تعزيز النماذج بمتغيرات ضابطة هي الحجم والسيولة والضمانات. ويعرض الشكلين المواليين النماذج الخاصة بالدراسة:

الشكل رقم (4-2): النموذج الأول للدراسة الخاص بـ MVA



المصدر: من إعداد الطالبة.

الشكل رقم (4-3): النموذج الثاني للدراسة الخاص بـ TSR



المصدر: من إعداد الطالبة.

الفصل الرابع: الدراسة التطبيقية لتأثير السلوك التمويلي على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة
في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010-2019

ثانيا: متغيرات الدراسة: وبناء على ما سبق فإن متغيرات الدراسة تتمثل في:

1: المتغيرات التابعة:

- القيمة السوقية المضافة (MVA)

هي مقياس جوهري لقياس أداء المؤسسة بهدف معرفة مدى قدرتها وكفاءتها في إدارة مواردها المتوفرة بهدف خلق القيمة، كما تعبر عن الفرق بين القيمة السوقية للمؤسسة وقيمة رأس المال المستثمر، حيث إذا كانت القيمة السوقية أكبر من قيمة رأس المال المستثمر فهذا يدل على أن المؤسسة خلقت الثروة للمساهمين، والعكس تدمر المؤسسة قيمة المساهمين إذا كانت القيمة السوقية لها أقل من قيمة رأس المال المستثمر.

- معدل العائد الإجمالي للمساهم (TSR)

هو مؤشر يتم من خلاله معرفة مقدار الأرباح المحققة للمساهمين التي يحصلون عليها بناء على أسعار الأسهم على مدار فترة زمنية معينة.

2: المتغيرات المستقلة:

- الديون قصيرة الأجل (SDAC)

هو متغير مستقل يعبر عن مدى مساهمة الديون قصيرة الأجل التي لا تتعدى مدة استحقاقها السنة الواحدة في تمويل إجمالي أصول المؤسسة.

- الديون طويلة الأجل (LDAC)

متغير مستقل يعبر عن نسبة الديون طويلة الأجل في الهيكل التمويلي.

- إجمالي الديون (TDAC)

متغير مستقل وتقيس هذه النسبة مدى مساهمة أموال الاستدانة سواء كانت ديون قصيرة أو طويلة الأجل في تمويل الأصول.

3: المتغيرات الضابطة:

- حجم المؤسسة (SIZE)

متغير ضابط وتم قياسه من خلال اللوغاريتم الطبيعي للأصول.

- السيولة (LIQ)

متغير ضابط وتشير إلى قدرة المؤسسة على مواجهة التزاماتها قصيرة الأجل عندما يحين موعد استحقاقها.

- الضمانات (TANG)

متغير ضابط يعبر عن نسبة مساهمة الأصول الثابتة في الهيكل التمويلي.

الفصل الرابع: الدراسة التطبيقية لتأثير السلوك التمويلي على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010-2019

الجدول التالي يوضح متغيرات الدراسة وطريقة قياسها وبعض الدراسات السابقة التي اعتمدت نفس طريقة القياس.

الجدول رقم (4-5): متغيرات الدراسة وطريقة قياسها

المتغير	الرمز	طريقة القياس	الدراسات السابقة	الإشارة المتوقعة لأثر المتغيرات التفسيرية على الأداء المالي
المتغيرات التابعة				
القيمة السوقية المضافة	MVA	$MVA = \sum_{t=1}^n \frac{EVA}{(1+K)^t}$	Izhar Ahmad et al (2019), Hasan Kareem Hamzh et al (2019),	
معدل العائد الإجمالي للمساهم	TSR	$TSR = \frac{P_1 - P_0}{P_0} + \frac{D}{P_0}$	Leonardo Fernando Cruz Basso et al (2015), Dounia KERZABI(2015), Levent Ataïnal et al (2016).	
المتغيرات المستقلة				
الديون قصيرة الأجل	SDAC	$\frac{\text{الديون قصيرة الأجل}}{\text{إجمالي الأصول}}$	Odum and Odum (2017), Chaleeda, Md. Aminul Islam et al (2019), Borala Rajeswer Rao, A Suryanarayana (2018)	موجبة (+)
الديون طويلة الأجل	LDAC	$\frac{\text{الديون طويلة الأجل}}{\text{إجمالي الأصول}}$	Sohail Aziz& Ulfat Abbas (2019), K.Y. K.M.R.Magoro&D.K. Y. Abeywardhana (2017), Zahoor Hussain Javed et al (2015).	سلبية (-)
إجمالي الديون	TDAC	$\frac{\text{اجمالي الديون}}{\text{إجمالي الأصول}}$	Arikekpar, Obaima. Ateibueri (2020), Orajaka Ugochukwu Paul (2017).	موجبة (+)
المتغيرات الضابطة				

الفصل الرابع: الدراسة التطبيقية لتأثير السلوك التمويلي على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة
في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010-2019

موجبة (+)	Yakubu Abubakar & Gbenga Joseph Olowe كريمة (2019)، بوكرومة، عبادة عبيدات (2019)	اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول	SIZE	حجم المؤسسة
موجبة (+)	Rafiuddin Ahmed & Rafiqul Bhuyan (2020)، Brahmaiah B (2018).	<u>الأصول الجارية</u> الخصوم الجارية	LIQ	السيولة
موجبة (+)	Ali Tariq (2015)، Zaher Abdel Fattah Al- Slehat (2020).	<u>الأصول الثابتة</u> إجمالي الأصول	TANG	الضمانات

المصدر: من إعداد الطالبة.

المطلب الثالث: تحليل تطور متوسط نسب الديون (الاقتراض) للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة 2010-
2019.

نقوم في هذا العنصر بتحليل وتتبع تطور متوسطات نسبة الديون القصيرة والطويلة الأجل وإجمالي الديون وأيضاً تحليل نسب الديون حسب القطاعات التي تنشط فيها المؤسسات محل الدراسة، وذلك بهدف معرفة العلاقة بين السلوك التمويلي لهذه المؤسسات المترجم في الديون والأداء المالي لها، الذي من خلاله في الأخير نستطيع تقديم نتائج واقتراحات تساعد المستثمرين باتخاذ قرارات الإستثمار الصائبة في هذه المؤسسات.

أولاً: تحليل تطور متوسط نسبة الديون قصيرة الأجل للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة 2010-2019.

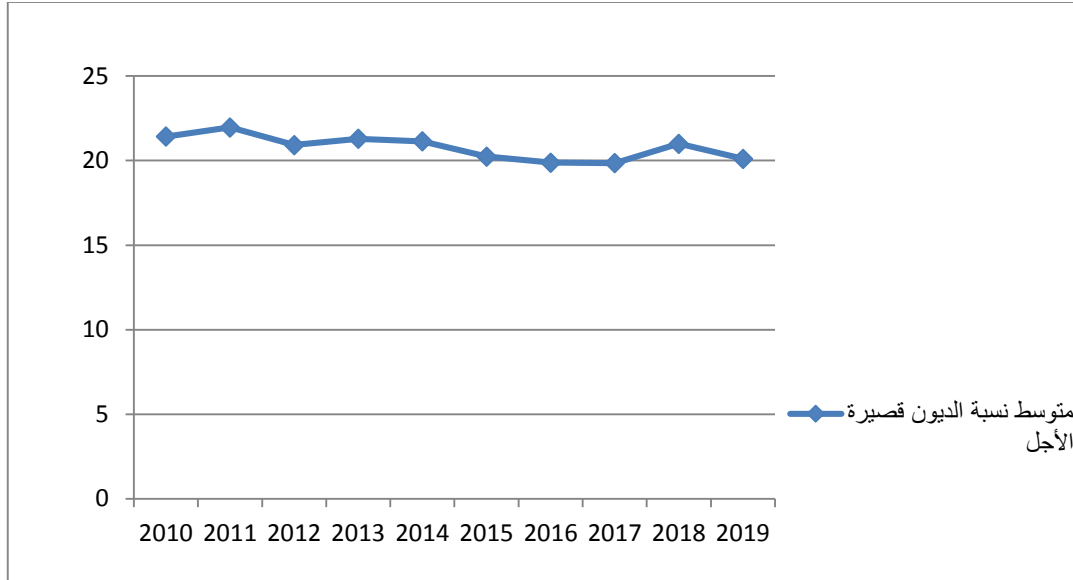
يوضح الجدول التالي تطور نسب الديون قصيرة الأجل للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة المدروسة.

2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	السنوات
20.11	21.00	19.85	19.88	20.24	21.14	21.29	20.92	21.96	21.42	متوسط نسبة الديون قصيرة الاجل

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Excel.

الفصل الرابع: الدراسة التطبيقية لتأثير السلوك التمويلي على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة
في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010-2019

الشكل رقم (4-4): تطور متوسط نسبة الديون قصيرة الأجل للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة 2010-2019.



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Excel.

نلاحظ من خلال الجدول والشكل أعلاه أن متوسطات نسبة الديون قصيرة الأجل بلغت لها أعلى نسبة سنة 2011 إذ قدرت بـ 21.96%، وأدنى نسبة سجلت سنة 2017 حيث بلغت 19.85%، وعموما تبقى متوسطات نسبة الديون قصيرة الأجل مستقرة ومتقاربة مع بعضها البعض، كما أنها منخفضة مقارنة بمتوسطات نسبة الديون طويلة الأجل، رغم انخفاض تكلفتها، وهذا راجع إلى أن الديون قصيرة الأجل تكون في العادة موجهة إلى تمويل استثمارات قصيرة الأجل وتلبية مختلف الالتزامات اليومية والمؤقتة لدى المؤسسة كدفع مرتبات الأجور والإجار... الخ.

ثانياً: تحليل تطور متوسط نسبة الديون طويلة الأجل للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة 2010-2019.
الجدول رقم (4-7): تحليل تطور نسبة الديون طويلة الأجل للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة 2010-

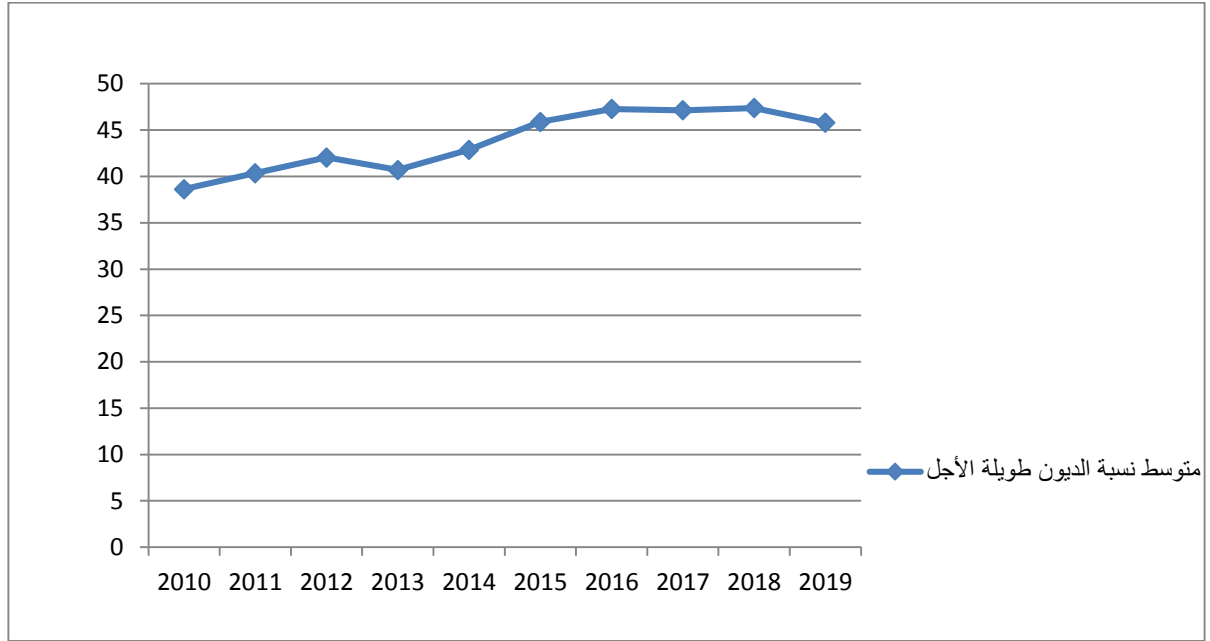
2019.

السنوات	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
متوسط نسبة الديون طويلة الأجل (%)	38.63	40.36	42.04	40.70	42.88	45.80	47.28	47.14	47.38	45.79

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Excel.

الفصل الرابع: الدراسة التطبيقية لتأثير السلوك التمويلي على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010-2019

الشكل رقم (4-5): تطور نسبة الديون طويلة الأجل للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة 2010-2019.



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Excel.

على عكس الديون قصيرة الأجل فإن الديون طويلة الأجل تسعى من خلالها المؤسسات على اختلاف أنواعها وأحجامها إلى إقامة استثمارات طويلة الأجل، وهذا يتطلب منها توفر موارد مالية ضخمة لأجل اقتناء الآلات والمعدات المتطورة لغرض الإنتاج وتوسيع عملياتها الإنتاجية، بهدف تحقيق عوائد مرتفعة، بالإضافة إلى استفادتها من الوفرة الضريبية، وهذا ما نلاحظه من خلال الجدول والشكل أعلاه أن المؤسسات محل الدراسة تعتمد بدرجة كبيرة على الديون طويلة الأجل، إذ بلغت أكبر نسبة متوسطة لها سنة 2018 نسبة 47.38% وشهدت سنة 2010 أدنى نسبة متوسطة إذ بلغت 38.63%.

ثالثاً: تحليل تطور نسب إجمالي الديون للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة 2010-2019.

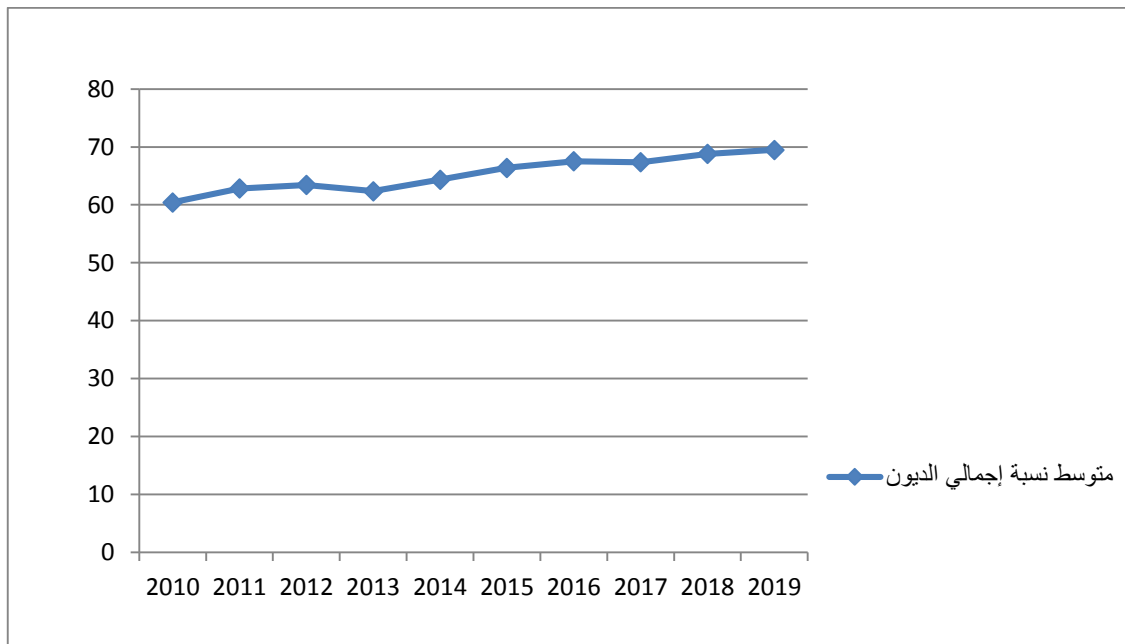
الفصل الرابع: الدراسة التطبيقية لتأثير السلوك التمويلي على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة
في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010-2019

الجدول رقم (4-8): تطور نسب إجمالي الديون للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة 2010-2019.

السنوات	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
متوسط نسبة إجمالي الديون (%)	60.05	62.32	62.96	62.00	64.02	66.04	67.16	67.00	68.38	65.90
نسبة الديون قصيرة الأجل (%)	35.67	35.24	33.23	34.36	33.02	30.65	29.60	29.64	30.71	30.52
نسبة الديون طويلة الأجل (%)	64.33	64.76	66.77	65.64	66.98	69.35	70.40	70.36	69.29	69.48

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Excel.

الشكل رقم (4-6): تطور نسب إجمالي الديون للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة 2010-2019.



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Excel.

على العموم يمكن القول بأن المؤسسات محل الدراسة تعتمد في سلوكها التمويلي بشكل كبير على الديون مقارنة بالأموال الخاصة، وهذا راجع لطبيعة نشاط المؤسسات محل الدراسة فمعظمها مؤسسات صناعية تنشط في قطاعات مختلفة، وهو نشاط يتطلب توفر موارد مالية كبيرة لتلبية احتياجاته المتزايدة، فنلاحظ من خلال الجدول (4-5) والشكل (4-6) بأن متوسط نسبة إجمالي الديون بلغ أقصى قيمة سنة 2018 قدرت بـ 68.38% وأدنى

الفصل الرابع: الدراسة التطبيقية لتأثير السلوك التمويلي على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010-2019

نسبة متوسطة بلغت 60.05% سنة 2010، كما نجد بأن الديون طويلة الأجل شكلت حوالي 69% من محفظة القروض المالية للمؤسسات محل الدراسة. غير أنه يمكن لهذا السلوك التمويلي أن يعرض هذه المؤسسات إلى مخاطر مالية عديدة كعدم قدرتها على تسديد التزاماتها المالية وضعف استقلاليتها المالية، كما أنه يترتب عليه آثار على أدائها المالي، وهذا ما نسعى إلى معرفته من خلال هذه الدراسة القياسية.

رابعاً: تحليل تطور نسبة الديون (الاقتراض) للمؤسسات محل الدراسة حسب قطاعات النشاط

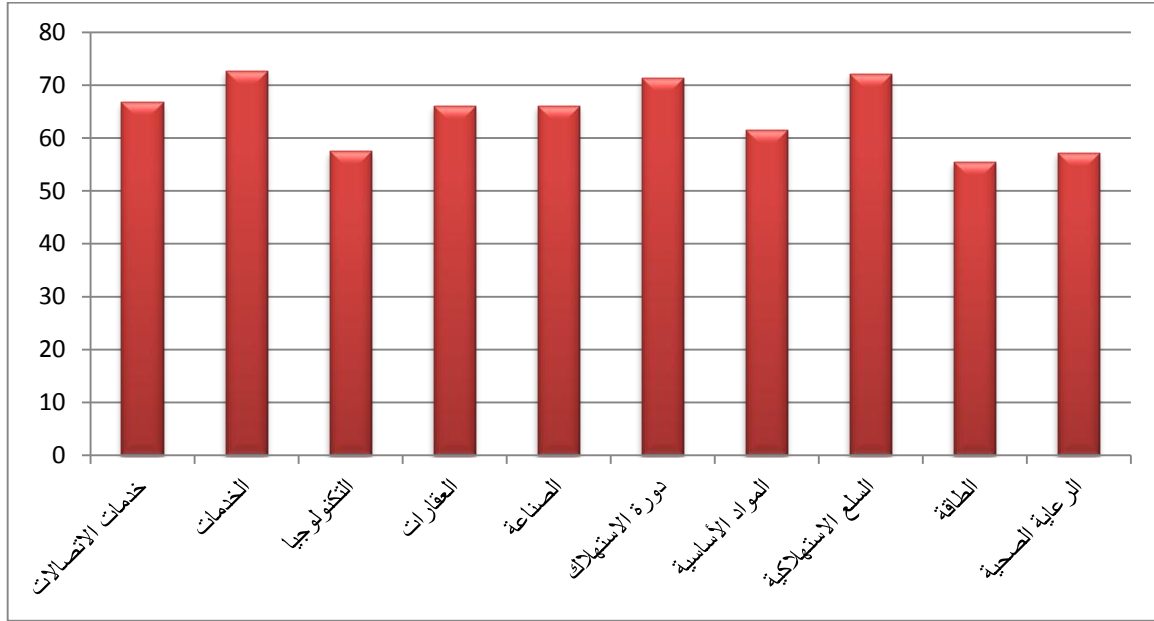
الجدول رقم (4-9): نسبة الديون للمؤسسات محل الدراسة حسب قطاعات النشاط

القطاع	نسبة الديون (%)
خدمات الاتصالات Communication Services	66.77
الخدمات Utilities	72.64
التكنولوجيا Technology	57.43
العقارات Real Estate	66.08
الصناعة Industrials	66.09
دورة الاستهلاك Consumer Cyclical	71.21
المواد الأساسية Basic Materials	61.40
السلع الاستهلاكية Consumer Staples	72.10
الطاقة Energy	55.50
الرعاية الصحية Health Care	54.58

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على موقع Yahoo finance.

الفصل الرابع: الدراسة التطبيقية لتأثير السلوك التمويلي على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010-2019

الشكل رقم (4-7): توزيع نسب الاقتراض للمؤسسات محل الدراسة حسب قطاعات النشاط.



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Excel.

نلاحظ من خلال الجدول (4-6) والشكل (4-6) أن المؤسسات محل الدراسة تنشط في 10 قطاعات مختلفة، مما جعل السلوك التمويلي الذي تتخذه هذه المؤسسات يختلف من قطاع إلى آخر، حيث نجد بأن قطاع الخدمات شهد أعلى نسبة اقتراض قدرت بـ 72.64%، وعرف قطاع الرعاية الصحية أدنى نسبة اقتراض بلغت 54.58%.

المطلب الرابع: تحليل تطور القيمة السوقية المضافة ومعدل العائد الإجمالي للمساهمين للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة 2010-2019.

أولاً: تحليل تطور القيمة السوقية المضافة (MVA) للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة 2010-2019:

يمكن توضيح ذلك من خلال الجدول (4-10) والشكل (4-7).

الجدول رقم (4-10): تطور متوسط مؤشر القيمة السوقية المضافة (MVA) للمؤسسات محل الدراسة خلال

الفترة 2010-2019.

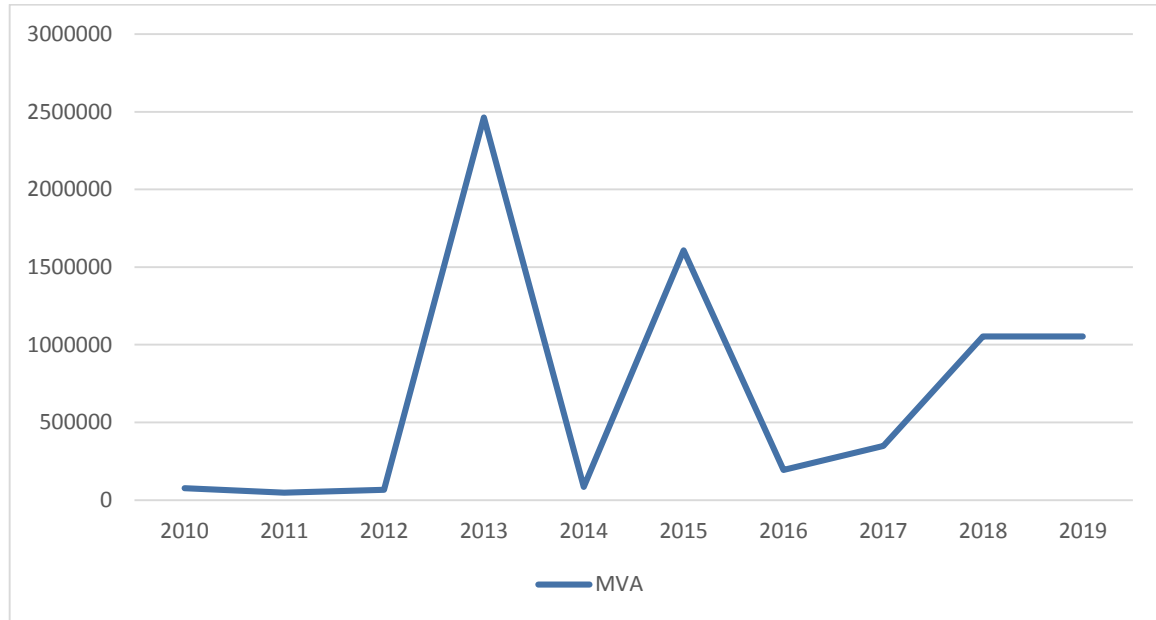
السنوات	متوسط القيمة السوقية المضافة (MVA)
2010	77447,39
2011	48090,94
2012	66693,05
2013	2462726,84

الفصل الرابع: الدراسة التطبيقية لتأثير السلوك التمويلي على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة
في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010-2019

85327,59	2014
1607468,71	2015
194158,19	2016
349720,14	2017
1052812,37	2018
1454036,44	2019

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Excel.

الشكل رقم (4-8): تطور متوسط مؤشر القيمة السوقية المضافة (MVA) للمؤسسات محل الدراسة خلال
الفترة 2014-2019.



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Excel.

يوضح الجدول والشكل بأن المؤسسات محل الدراسة حققت متوسطات قيمة سوقية مضافة موجبة خلال فترة الدراسة، وهذا يدل على قدرة المؤسسات محل الدراسة على تشكيل ثروة بورصية للمساهمين، وهذا بدوره يعتبر مؤشر على قدرتها على تحسين أدائها المالي وتحقيق معدلات أداء مرتفعة، كما يتضح لنا بأن أقصى قيمة سجلت سنة 2013 بلغت 2462726.84 وهي قيمة مرتفعة جدا مقارنة بباقي سنوات الدراسة، وأدنى قيمة قدرت ب 48090.94 سنة 2011.

الفصل الرابع: الدراسة التطبيقية لتأثير السلوك التمويلي على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة
في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010-2019

ثانياً: تحليل تطور معدل العائد الإجمالي للمساهم (TSR) للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة 2010-
2019.

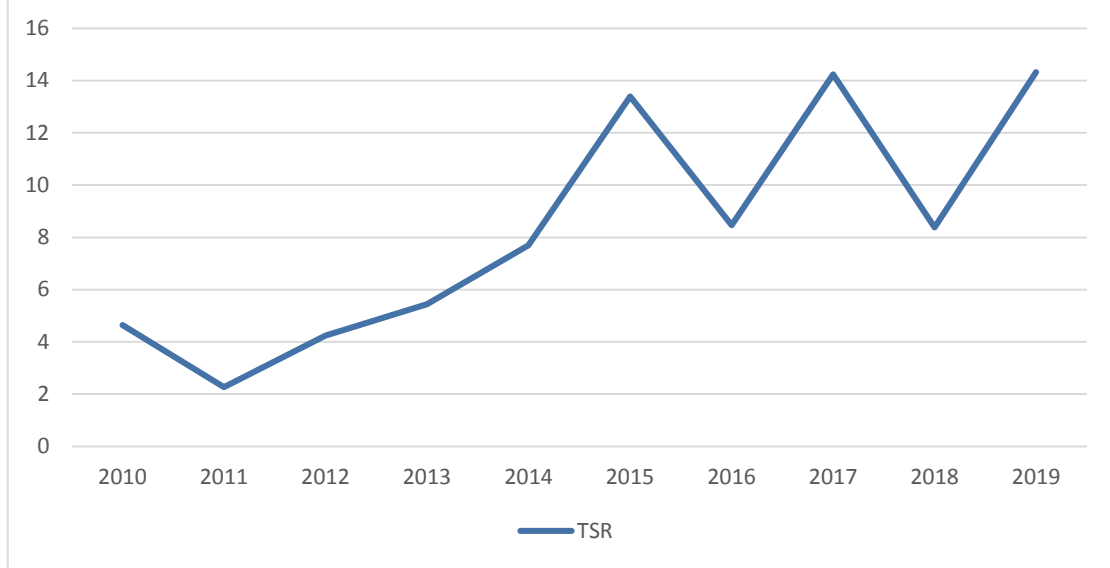
الجدول رقم (4-11): تطور متوسط معدل العائد الإجمالي للمساهمين (TSR) للمؤسسات محل الدراسة
خلال الفترة 2010-2019.

متوسط معدل العائد الإجمالي للمساهم (TSR)	السنوات
0.8558	2010
0.8271	2011
0.8504	2012
0.8497	2013
0.8452	2014
0.9019	2015
0.8683	2016
0.8779	2017
0.8764	2018
0.9142	2019
100%	الوحدة

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات المؤسسات وبرنامج Excel.

الفصل الرابع: الدراسة التطبيقية لتأثير السلوك التمويلي على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة
في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010-2019

الشكل رقم (4-9): تطور متوسط معدل العائد الإجمالي للمساهم (TSR) للمؤسسات محل الدراسة خلال
الفترة 2010-2019.



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات المؤسسات وبرنامج Excel.

يعتبر معدل العائد الإجمالي للمساهم مؤشر فعال في قياس وتقييم أداء المؤسسات، و من خلال الجدول (4-11) والشكل (4-9) أعلاه الذي يبين تطور متوسط معدل العائد الإجمالي للمساهم للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة 2010-2019، نلاحظ أن هذه المؤسسات حققت متوسطات موجبة من معدل العائد الإجمالي للمساهم، على الرغم من أن أسعار الأسهم حققت أرقام سلبية خلال الفترة المدروسة، إلا أنها استطاعت تحقيق عوائد كلية موجبة لحملة الأسهم، نتيجة حصول هؤلاء المساهمين على توزيعات أرباح تفوق أسعار الأسهم، حيث سجلت سنة 2019 أعلى معدل قدر ب 91.42% وعرفت سنة 2011 أدنى معدل ب 82.71%.

المبحث الثالث: التحليل القياسي لتأثير السلوك التمويلي على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010-2019.

سنقوم في هذا المبحث باختبار وقياس تأثير السلوك التمويلي معبرا عنه ب (الديون قصيرة الأجل، الديون طويلة الأجل وإجمالي الديون) على الأداء المالي مقاسا ب القيمة السوقية المضافة ومعدل العائد الإجمالي للمساهم لعينة من المؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500 خلال الفترة الممتدة من 2010 إلى 2019، وذلك باستخدام بيانات البنائ الساكن ونقوم في هذه الحالة بالاعتماد على طريقة المربعات الصغرى من أجل تقدير نموذج الدراسة، وبما أن بيانات البنائ في التحليل الساكن تنقسم إلى نموذج الانحدار التجميعي، ونموذج التأثيرات الثابتة وأخيرا نموذج التأثيرات العشوائية، حيث أنه يتم تقدير النموذجين الأول والثاني بطريقة المربعات الصغرى

الفصل الرابع: الدراسة التطبيقية لتأثير السلوك التمويلي على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة
في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010-2019

العادية والنموذج الثالث يتم تقديره بطريقة المربعات الصغرى المعممة، كما يتم استخدام البائل الديناميكي من خلال إدراج المتغيرات التابعة كمتغيرات مستقلة مؤخرة بسنة واحدة، وذلك من أجل الحصول على نتائج أفضل وفي هذه الحالة يتم التقدير بواسطة طريقة العزوم المعممة.
المطلب الأول: الدراسة الوصفية واستقرارية متغيرات الدراسة
أولاً: الإحصاء الوصفي

طبقت الدراسة على عينة مكونة من 168 مؤسسة اقتصادية خلال الفترة الممتدة من 2010 إلى 2019، وعليه يكون عدد المشاهدات 1680 (168*10) لكل متغير من متغيرات الدراسة. والجدول رقم (4-12) يعرض الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة.

الجدول (4-12): "الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة"

Variable	Mean	Median	S.D.	Min	Max
MVA	7.40	0.00402	117.	-20.4	2552
TSR	0.866	0.0364	1.77	-1.00	17.8
SDAC	0.209	0.169	0.137	0.000398	1.52
LDAC	0.444	0.442	0.217	0.000	2.60
TDAC	0.659	0.659	0.266	0.0888	3.56
SIZE	5.30	4.73	1.22	3.29	7.83
LIQ	2.52	1.33	34.6	0.0779	1420
TANG	0.691	0.708	0.200	0.000	0.981

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Gretl

نلاحظ من خلال الجدول رقم (4-12):

- أن المؤسسات محل الدراسة حققت فوائض في القيمة السوقية المضافة على مدار الفترة 2010-2019، حيث بلغ متوسط القيمة السوقية المضافة 7.40، وبانحراف معياري قدر ب 117 وهو مرتفع ما يدل ذلك على أن هناك تفاوت في مقدار القيمة السوقية المضافة المحققة من قبل المؤسسات محل الدراسة، ولقد تراوحت هذه القيمة بين -20.4 كحد أدنى و 2552 كحد أقصى.

- بلغ متوسط معدل العائد الإجمالي للمساهم 0.86، وبانحراف معياري قدر ب 1.77 وهو يشير إلى اختلاف معدل العائد الإجمالي للمساهم المحقق من مؤسسة إلى أخرى، ويمكن تفسير ذلك إلى اختلاف سعر افتتاح وسعر

الفصل الرابع: الدراسة التطبيقية لتأثير السلوك التمويلي على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010-2019

إغلاق أسهم المؤسسات و أيضا اختلاف مقدر الأرباح الموزعة على المساهمين من قبل هذه المؤسسات، وتراوح هذا المعدل بين 1- كحد أدنى و 17.8 كحد أقصى.

- قدرت المتوسطات الحسابية لمتغيرات السلوك التمويلي الممثلة في، الديون قصيرة الأجل، الديون طويلة الأجل وإجمالي الديون ب 0.21، 0.44 و 0.66 على التوالي و بانحرافات معيارية بلغت 0.14، 0.22، 0.27.

- بلغت المتوسطات الحسابية للمتغيرات الضابطة (الحجم، السيولة، الضمانات) 5.3، 2.52، 0.69 على الترتيب، كما قدرت انحرافات المعيارية ب 1.22، 34.6، 0.2 على التوالي.

ثانيا: مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة

تم إعداد مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة، من أجل التأكد من عدم وجود مشكلة الارتباط الخطي المتعدد بين متغيرات الدراسة. والجدول رقم (4-13) يوضح ذلك:

الجدول رقم (4-13): مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة.

Variables	MVA	TSR	SDAC	LDAC	TDAC	SIZE	LIQ	TANG
MVA	1.0000							
TSR	0.0132	1.0000						
SDAC	0.1271	0.0023	1.0000					
LDAC	0.0767	-0.0074	-0.2204	1.0000				
TDAC	0.1261	-0.0144	0.3669	0.7244	1.0000			
SIZE	0.0606	-0.0498	-0.0000	-0.1447	-0.0892	1.0000		
LIQ	-0.0020	0.0557	-0.0464	0.0206	-0.0079	0.0320	1.0000	
TANG	-0.0805	-0.0145	-0.5535	0.4936	0.1188	-0.0839	-0.0521	1.0000

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Gretl

تساهم مصفوفة الارتباط في الكشف عن وجود مشكلة الارتباط الخطي المتعدد بين المتغيرات التفسيرية (المتغيرات المستقلة والضابطة) من عدمه، وكل هذا من أجل القيام بالتقدير الجيد لنموذج الانحدار وتفسير النتائج. وعليه فإن مشكلة الارتباط الخطي المتعدد ووفقا للعديد من الباحثين تظهر عندما تكون قيم معاملات الارتباط أكبر من 0.9¹، أما بالنسبة لدراستنا ومن خلال الجدول رقم (4-13) نلاحظ أن أكبر قيمة لمعامل الارتباط هي 0.72، وبالتالي عدم وجود مشكلة الارتباط الخطي المتعدد بين المتغيرات التفسيرية. كما تم التأكد من ذلك أيضا من خلال إجراء اختبار معامل تضخم التباين (Variance Inflation Factor) VIF حيث إذا كان معامل تضخم التباين (VIF) أقل أو يساوي 10 فإن مشكلة الارتباط الخطي المتعدد بين المتغيرات التفسيرية غير موجودة، أو من خلال إجراء اختبار معامل تضخم التباين واختبار التباين المسموح (Tolerance) لكل متغير من المتغيرات

¹- Adhikari Nabaraj, **Determinants of Systemic Risk for Companies Listed on Nepal Stock Exchange**. Global Journal of Management and Business Research: C Finance, Vol 15, Issue 5, 2015, P 79.

الفصل الرابع: الدراسة التطبيقية لتأثير السلوك التمويلي على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة
في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010-2019

التفسيرية، مع مراعاة عدم تجاوز معامل تضخم التباين (VIF) القيمة 10 وقيمة اختبار التباين المسموح (Tolerance) أكبر من 0.05.

الجدول رقم (4-14): قيمة VIF و Tolerance لكل متغير من المتغيرات التفسيرية

Variables	VIF	Tolerance= 1/VIF
SDAC	3.19	0.31
LDAC	5.27	0.19
TDAC	5.47	0.18
SIZE	1.03	0.97
LIQ	1.01	0.99
TANG	1.84	0.54

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Gretl

تشير نتائج الجدول أعلاه إلى أن جميع قيم معاملات تضخم التباين (VIF) للمتغيرات التفسيرية أقل من 10، مما يدل على عدم وجود مشكلة الارتباط الخطي المتعدد بين المتغيرات التفسيرية (المستقلة والضابطة)، وبالتالي لن يتم استبعاد أي متغير. كما أن Tolerance لجميع المتغيرات التفسيرية أكبر من 0.05 وهذا مؤشر أيضا ودليل على عدم وجود مشكلة الارتباط الخطي المتعدد.

ثالثا: اختبار استقرار السلاسل الزمنية

من أجل تقدير نماذج بيانات البانل لا بد من اختبار استقرار السلاسل الزمنية المقطعية لمختلف متغيرات النموذج الخاص بالدراسة وذلك لتفادي مشكلة الانحدار الزائف في حالة وجود جذر الوحدة، وذلك بالاعتماد على مختلف الاختبارات الأكثر شيوعا واستخداما والمتمثلة في اختبار Chu (LLC) Lin, Levin and PP- واختبار Fisher, Im, Pesaran and Shin (IPS) واختبار ADF- Fisher، و الجدول الموالي يعرض نتائج هذه الاختبارات.

الجدول رقم (4-15): نتائج اختبار استقرارية متغيرات الدراسة

عند المستوى: I(0) (level)		نوع الاختبار	المتغيرات
الاحتمال (Prob)	الإحصائية (Statistic)		
0.0000	-12.6639	LLC	MVA
0.0000	-10.7861	IPS	
0.0000	718.802	ADF	

الفصل الرابع: الدراسة التطبيقية لتأثير السلوك التمويلي على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة

في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010-2019

0.0000	915.398	PP	TSR
0.0000	-4171.08	LLC	
0.0000	-257.262	IPS	
0.0000	1115.38	ADF	
0.0000	1270.55	PP	
0.0000	-19.8985	LLC	SDAC
0.0000	-8.8232	IPS	
0.0000	939.884	ADF	
0.0000	1082.20	PP	
0.0000	-16.7315	LLC	LDAC
0.0000	-5.7097	IPS	
0.0000	538.878	ADF	
0.0000	601.180	PP	
0.0000	-17.6413	LLC	TDAC
0.0000	-5.3614	IPS	
0.0000	536.370	ADF	
0.0000	567.882	PP	
0.0000	-5.8829	LLC	SIZE
0.0238	-1.9813	IPS	
0.0016	417.65	ADF	
0.0006	426.898	PP	LIQ
0.0000	-26.4386	LLC	
0.0000	-8.6132	IPS	
0.0000	616.687	ADF	
0.0000	681.629	PP	TANG
0.0000	-47.9380	LLC	
0.0000	-10.6829	IPS	
0.0000	571.624	ADF	
0.0000	564.187	PP	

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج برنامج Eviews 12.

الفصل الرابع: الدراسة التطبيقية لتأثير السلوك التمويلي على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010-2019

نلاحظ من خلال الجدول رقم (4-15) أن نتائج الاختبارات التي تم اعتمادها تتطابق فيما بينها حيث تشير إلى غياب جذر الوحدة على مستوى جميع متغيرات الدراسة، أي أن ذلك يشير إلى استقرار هذه المتغيرات عند المستوى (Level)، وهذا يدل على رفض فرضية العدم التي تنص على وجود جذور الوحدة، وبالتالي عدم وجود مشكلة الانحدار الزائف.

المطلب الثاني: التحليل الساكن لنماذج بيانات البائل

سيتم في هذا الجزء من الدراسة تقدير نماذج بيانات البائل الساكن لكل من نموذج MVA ونموذج TSR من أجل المفاضلة بينها لاختيار النموذج الملائم للدراسة واختباره من الناحية الإحصائية والقياسية، والذي يتم على أساسه مناقشة وتحليل النتائج.

أولاً: تقدير نماذج بيانات البائل الساكن

تمت الإشارة سابقاً إلى أنه يوجد ثلاثة نماذج أساسية لبيانات البائل وهي نموذج الانحدار التجميعي، نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية، وعليه سيتم عرض هذه النماذج الأساسية لكل من نمودي الدراسة (MVA, TSR)، وذلك باعتماد طريقة التقدير بالمربعات الصغرى العادية (OLS) لكل من النموذج التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة، في حين يتم استخدام طريقة المربعات الصغرى المعممة (GLS) في النموذج العشوائي.

1: تقدير نماذج بيانات البائل الساكن للنموذج MVA: سيتم عرض نتائج النماذج الثلاثة لبيانات البائل كما هو موضح في الجدول التالي:

الفصل الرابع: الدراسة التطبيقية لتأثير السلوك التمويلي على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010-2019

الجدول رقم (4-16): نتائج تقدير النماذج الثلاثة لبيانات البانل الخاصة بالمتغير التابع MVA.

Dependent Variable: MVA										
Period included: 10										
Cross-sections included: 168										
Total Panel (balanced) observation: 1680										
Variables	النموذج التجميعي			نموذج التأثيرات الثابتة			نموذج التأثيرات العشوائية			
	Pooled OLS			Fixed Effect			Random Effect			
	Coef	Std. Error	T statistic	Coef	Std. Error	T Statistic	Coef	Std. Error	T statistic	
Const	-			-87.1284** (0.0412)	42.6352	-2.044	71.2752*** (0.0081)	26.9115	-2.649	
SDAC	54.27434*** (0.0091)	20.7868	-2.611	241.891*** (0.0000)	55.7724	4.337	163.196*** (0.0001)	42.5625	3.834	
LDAC	123.962*** (0.0007)	36.5971	3.387	87.2402** (0.0245)	38.7389	2.252	96.1093*** (0.0032)	32.6332	2.945	
TDAC	111.959*** (0.0002)	29.6378	3.778	-28.3355 (0.3406)	29.7255	-0.9532	-23.9811 (0.3620)	26.3102	-0.9115	
SIZE	-26.4014 (0.2837)	24.6184	-1.072	4.9746 (0.4009)	5.9199	0.8403	6.9682** (0.0287)	3.1862	2.187	
LIQ	7.4696*** (0.0014)	2.3309	3.205	0.0397 (0.6175)	0.0795	0.4995	0.0070 (0.9279)	0.0778	0.0905	
TANG	-0.0243 (0.7646)	0.0813	-0.2996	-3.8045 (0.9140)	35.2173	-0.1080	-27.8914 (0.2314)	23.3064	-1.197	
R-squared = 0.0387 AdjR-squared = 0.0352			R-squared = 0.2610 AdjR-squared = 0.1761			R-squared = 0.0255 AdjR-squared = 0.0220				
F-statistic = 11.2359 Prob(F-statistic): 0.0000			F-statistic = 3.0750 Prob(F-statistic): 0.0000			F-statistic = 7.3093 Prob(F-statistic): 0.0000				

*** مستوى المعنوية 1%، ** عند مستوى المعنوية 5 المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج Gretl.

الفصل الرابع: الدراسة التطبيقية لتأثير السلوك التمويلي على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة
في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010-2019

2: تقدير نماذج بيانات البائل الساكن للنموذج TSR: سيتم عرض نتائج النماذج الثلاثة لبيانات البائل كما هو موضح في الجدول التالي:

الجدول رقم (4-17): نتائج تقدير النماذج الثلاثة لبيانات البائل الخاصة بالمتغير التابع TSR.

Dependent Variable: TSR										
Period included: 10										
Cross-sections included: 168										
Total Panel (balanced) observation: 1680										
Variables	النموذج التجميعي			نموذج التأثيرات الثابتة			نموذج التأثيرات العشوائية			
	Pooled OLS			Fixed Effect			Random Effect			
	Coef	Std. Error	T statistic	Coef	Std. Error	T Statistic	Coef	Std. Error	T Statistic	
Const	1.1387*** (0.0000)	0.3201	4.336	-0.2024 (0.503)	0.3020	-0.67	0.0040 (0.990)	0.3133	0.01	
SDAC	0.2383 (0.672)	0.5635	0.423	-0.2037 (0.606)	0.3951	-0.52	-0.1347 (0.727)	0.3862	-0.35	
LDAC	0.1968 (0.666)	0.4563	0.431	-0.3728 (0.175)	0.2744	-1.36	-0.3294 (0.225)	0.2713	-1.21	
TDAC	-0.2753 (0.4678)	0.379	-0.726	0.1042 (0.621)	0.2106	0.50	0.0668 (0.749)	0.2091	0.32	
SIZE	-0.0767 (0.033)**	0.036	-2.138	0.1518*** (0.0000)	0.0419	3.62	0.1191*** (0.002)	0.0392	3.04	
LIQ	0.3324** (0.021)	0.001	2.312	-0.0002 (0.630)	0.0005	-0.48	-0.0001 (0.727)	0.0005	-0.35	
TANG	-0.113 (0.70)	1.0634	-0.12	0.5852** (0.019)	0.2495	2.34	0.5236** (0.028)	0.2385	2.20	
R-squared = 0.0064 AdjR-squared = 0.0028			R-squared = 0.8382 AdjR-squared = 0.8196			R-squared = 0.0148 AdjR-squared = 0.0074				
F-statistic = 1.81 Prob(F-statistic): 0.0935			F-statistic = 3.79 Prob(F-statistic): 0.0000			F-statistic = 2.8924 Prob(F-statistic): 0.0082				

*** مستوى المعنوية 1%، ** مستوى المعنوية 5%

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews 10.

ثانياً: اختيار النموذج الملائم للدراسة

سيتم اختيار النموذج الملائم للدراسة من خلال المقاضلة بين النماذج الثلاثة الأساسية للبائل وذلك

بالاعتماد على الاختبارات التالية:

-اختبار فيشر المقيد للمفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة.

الفصل الرابع: الدراسة التطبيقية لتأثير السلوك التمويلي على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010-2019

- اختبار مضاعف لاغرانج (Lagrange Multiplier (LM) للمفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات العشوائية.

- اختبار هوسمان Hausman للمفاضلة بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية.

1: اختيار النموذج الملائم بالنسبة لنموذج MVA

1-1: اختبار فيشر المقيد:

يتم استخدامه من أجل المفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة، حيث تم استخراج

قيمة هذا الاختبار باستخدام برنامج Gretl والتي هي محسوبة بشكل آلي، والتي موضحة كالتالي:

الجدول (4-18): "نتائج اختبار فيشر المقيد"

الاختبار الإحصائي	القيمة الجدولية	القيمة المحسوبة	درجة الحرية	القيمة الاحتمالية
F-test individual effects	1.20	2.7128	Df 1 = 167 Df 2 = 1506	(0.0000)

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج برنامج Gretl

أشارت النتائج المتحصل عليها في الجدول أعلاه إلى أن نموذج الآثار الثابتة هو الأنسب، وبالتالي رفض الفرضية الصفرية التي تنص على أن نموذج الانحدار التجميعي هو الملائم، لكون أن القيمة المحسوبة تساوي 2.65 أكبر من القيمة الجدولية 1.20.

1-2: اختبار مضاعف لاغرانج (Lagrange Multiplier (LM)

يتم استخدام مضاعف لاغرانج (LM) المقترح من قبل Breusch-Pagan (1980) من أجل المفاضلة والاختيار بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات العشوائية، وكانت نتيجة هذا الاختبار كما هي موضحة في الجدول التالي:

الجدول (4-19): نتائج اختبار LM

The statistical test	Chi square value	Probability value
LM test	147.951	(0.0000)

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج برنامج Gretl

نلاحظ من خلال نتيجة اختبار LM بأن القيمة الاحتمالية له أقل من مستوى المعنوية 5%، وعلى هذا

الأساس يتم رفض الفرضية الصفرية التي تنص على أن نموذج الانحدار التجميعي هو الملائم وقبول الفرضية البديلة التي تنص على أن نموذج التأثيرات العشوائية هو الملائم.

الفصل الرابع: الدراسة التطبيقية لتأثير السلوك التمويلي على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة
في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010-2019

1-3: اختبار هوسمان: (Hausman test):

تتبع إحصائية Hausman توزيع كاي مربع (χ^2) مع درجة حرية K أي عدد المتغيرات المستقلة. إذا كانت قيمة الإحصائية المحسوبة أكبر من القيمة الجدولية (قيمة χ^2) فإنه يتم رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة أي النموذج الملائم هو نموذج التأثيرات الثابتة، والعكس يكون نموذج التأثيرات العشوائية هو الملائم إذا كانت قيمة الإحصائية المحسوبة أصغر من القيمة الجدولية. والجدول التالي يبين النتائج المتحصل من خلال استخدام هذا الاختبار.

الجدول (4-20): "نتائج اختبار Hausman"

The statistical test	Chi square value	Probability value
Hausman test	11.1309	(0.08)

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج برنامج Gretl

على ضوء نتائج Hausman تبين أن النموذج الأنسب هو نموذج الآثار الثابتة لكون القيمة الاحتمالية أقل من 0.1 (10%)، وعليه يتم رفض الفرضية الصفرية التي تنص على أن النموذج العشوائي هو الأفضل، بالإضافة إلى ذلك ومن خلال النماذج الثلاثة للبانل لاحظنا أن النموذج الآثار الثابتة هو الأنسب لأن معامل التحديد فيه أكبر من معامل التحديد في النموذج العشوائي.

2: اختيار النموذج الملائم بالنسبة لنموذج TSR

1-2: اختبار فيشر المقيد: يتم إظهار نتيجة هذا الاختبار في الجدول التالي:

الجدول (4-21): "نتائج اختبار فيشر المقيد"

الاختبار الإحصائي	القيمة الجدولية	القيمة المحسوبة	درجة الحرية	القيمة الاحتمالية
F-test individual effects	1.20	46.38	Df 1 = 167 Df 2 = 1506	(0.0000)

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج برنامج Gretl

من خلال نتائج الجدول أعلاه يتم رفض الفرضية الصفرية التي تنص على أن نموذج الانحدار التجميعي هو الأفضل، وذلك لأن القيمة المحسوبة والتي تساوي 46.38 أكبر من القيمة الجدولية، وعليه فإن نموذج الآثار الثابتة هو الملائم لبيانات هذه الدراسة.

2-2: اختبار مضاعف لاغرانج (Lagrange Multiplier (LM)

يتم إظهار نتيجة هذا الاختبار كما هي موضحة في الجدول التالي:

الفصل الرابع: الدراسة التطبيقية لتأثير السلوك التمويلي على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010-2019

الجدول (4-22): "نتائج اختبار LM

The statistical test	Chi square value	Probability value
LM test	4958.74	(0.0000)

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج برنامج Gretl

نلاحظ من خلال نتيجة اختبار LM بأن القيمة الاحتمالية له أقل من مستوى المعنوية 5%، وعليه يمكن القول بأن نموذج التأثيرات العشوائية هو النموذج الملائم.

2-3: اختبار هوسمان (Hausman test):

الجدول التالي يبين النتائج المتحصل من خلال استخدام هذا الاختبار.

الجدول (4-23): "نتائج اختبار Hausman"

The statistical test	Chi square value	Probability value
Hausman test	15.1846	(0.0188)

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج برنامج Gretl

على ضوء نتائج Hausman تبين أن النموذج الأفضل للدراسة هو نموذج الآثار الثابتة وذلك لكون أن القيمة الاحتمالية أقل من مستوى المعنوية 5% وعليه يتم رفض الفرضية الصفرية.

ثالثاً: تشخيص جودة النموذج المقدر من الناحية الإحصائية والقياسية

لا بد من التأكد من جودة وصلاحيّة النموذج المناسب للدراسة المستخدم في اختبار وتحليل أثر المتغيرات التفسيرية وعلاقتها بالمتغير التابع من الناحية الإحصائية والقياسية، من أجل الوصول إلى نتائج ومنطقية وموضوعية.

1: عرض نتائج نموذج الانحدار المتعدد باستخدام نموذج التأثيرات الثابتة

1-1: نتائج نموذج التأثيرات الثابتة للنموذج MVA: يتم عرض نتائج نموذج التأثيرات الثابتة باعتباره النموذج

الملائم للدراسة الخاص بالمتغير التابع MVA كما هو موضح في الجدول التالي:

الجدول رقم (4-24): نتائج نموذج الانحدار المتعدد باستخدام نموذج التأثيرات الثابتة الخاص بنموذج MVA

Dependent Variable: MVA	
Period included: 10	
Cross-sections included: 168	
Total Panel (balanced) observation: 1680	
Variables	نموذج الآثار الثابتة
	Fixed Effect

الفصل الرابع: الدراسة التطبيقية لتأثير السلوك التمويلي على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة

في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010-2019

	Coef	Std. Error	T Statistic
Const	-87.1284** (0.0412)	42.6352	-2.044
SDAC	241.891*** (0.0000)	55.7724	4.337
LDAC	87.2402** (0.0245)	38.7389	2.252
TDAC	-28.3355 (0.3406)	29.7255	-0.9532
SIZE	4.9746 (0.4009)	5.9199	0.8403
LIQ	0.0397 (0.6175)	0.0795	0.4995
TANG	-3.8045	35.2173	-0.1080
R-squared = 0.2610			
AdjR-squared = 0.1761			
F-statistic = 3.0750			
Prob(F-statistic): 0.0000			

*** مستوى المعنوية 1%، ** مستوى المعنوية 5%

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج برنامج Gretl

1-2- نتائج نموذج التأثيرات الثابتة للنموذج TSR: يتم عرض نتائج نموذج التأثيرات الثابتة باعتباره النموذج

الملائم للدراسة الخاص بالمتغير التابع TSR كما هو موضح في الجدول الموالي:

الجدول رقم (4-25): نتائج نموذج الانحدار المتعدد باستخدام نموذج التأثيرات الثابتة الخاص بنموذج TSR

Dependent Variable: TSR			
Period included: 10			
Cross-sections included: 168			
Total Panel (balanced) observation: 1680			
Variables	نموذج الآثار الثابتة		
	Fixed Effect		
	Coef	Std. Error	T Statistic
Const	-0.2024 (0.503)	0.3020	-0.67
SDAC	-0.2037 (0.606)	0.3951	-0.52
LDAC	-0.3728 (0.175)	0.2744	-1.36
TDAC	0.1042 (0.621)	0.2106	0.50
SIZE	0.1518*** (0.0000)	0.0419	3.62

الفصل الرابع: الدراسة التطبيقية لتأثير السلوك التمويلي على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010-2019

LIQ	-0.0002 (0.630)	0.0005	-0.48
TANG	0.5852** (0.019)	0.3020	-0.67
R-squared = 0.8382 AdjR-squared = 0.8196			
F-statistic = 3.79 Prob(F-statistic): 0.0000			

*** مستوى المعنوية 1%، ** مستوى المعنوية 5%

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews 10.

2: تشخيص النموذج من الناحية الإحصائية

سنقوم باختبار النموذج المقدر للدراسة من الناحية الإحصائية وذلك من خلال اختبار معنوية المعالم

وأيضاً اختبار المعنوية الكلية للنموذج باستخدام معامل التحديد (R^2) واختبار فيشر.

2-1: تشخيص نموذج القيمة السوقية المضافة من الناحية الإحصائية

2-1-1: اختبار معنوية المعالم المقدر

من أجل تحديد ما إذا كان هناك أثر للمتغيرات المستقلة الديون قصيرة الأجل، الديون طويلة الأجل وإجمالي الديون والمتغيرات الضابطة المتمثلة في الحجم، السيولة و الضمانات على القيمة السوقية المضافة (MVA) للمؤسسات موضع الدراسة، لا بد من اختبار المعنوية الإحصائية لمعاملات هذه المتغيرات في النموذج، ومن خلال الجدول رقم (4-24) نلاحظ بأن الديون قصيرة الأجل كانت معنوية عند مستوى 1% يعني أنه يوجد أثر لهذا المتغير على القيمة السوقية المضافة، كما كانت أيضاً الديون طويلة الأجل كانت معنوية عند مستوى 5% أي لها على أثر على المتغير التابع، بينما إجمالي الديون كان غير معنوي أي أن هذا المتغير لا يؤثر على المتغير التابع، أما بالنسبة للمتغيرات الضابطة التي تم تضمينها في النموذج ليست معنوية ما يدل ذلك على عدم وجود أثر لهذه المتغيرات الضابطة على القيمة السوقية المضافة للمؤسسات محل الدراسة.

2-1-2: اختبار المعنوية الكلية للنموذج

لاختبار المعنوية الكلية للنموذج نستخدم معامل التحديد R^2 واختبار فيشر، ومن خلال الجدول رقم (4-24)

نلاحظ أن:

- معامل التحديد R^2 بلغت قيمته 0.261، إذ يمكن القول أن ما نسبته 26.1% من التغيرات التي تحدث في القيمة السوقية المضافة للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010-2019 يتم

الفصل الرابع: الدراسة التطبيقية لتأثير السلوك التمويلي على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010-2019

تفسيرها عن طريق المتغيرات التفسيرية التي تم إدراجها في نموذج الدراسة، أما النسبة المتبقية (73.9%) فتفسرها متغيرات أخرى لم يتضمنها النموذج.

- نلاحظ من خلال نموذج التأثيرات الثابتة أن القيمة الإحصائية المحسوبة ل Fisher تقدر ب 3.0750 وهي أكبر من القيمة الجدولية 2.09، كما أن Prob(F-statistic) تساوي 0.0000 وهي أقل من 0.05، وبذلك نرفض H_0 ونقبل الفرضية البديلة أي أن للنموذج معنوية كلية.

2-2: اختبار نموذج معدل العائد الإجمالي للمساهم من الناحية الإحصائية

2-2-1: اختبار معنوية المعالم المقدرة

من أجل تحديد ما إذا كان هناك تأثير للمتغيرات المستقلة الديون قصيرة الأجل، الديون طويلة الأجل وإجمالي الديون والمتغيرات الضابطة المتمثلة في الحجم، السيولة و الضمانات على معدل العائد الإجمالي للمساهمين (TSR) للمؤسسات موضع الدراسة، لا بد من اختبار المعنوية الإحصائية لمعاملات هذه المتغيرات في النموذج، ومن خلال الجدول رقم (4-25) يتضح بأن جميع المتغيرات المستقلة المتمثلة في: الديون قصيرة الأجل، الديون طويلة الأجل وإجمالي الديون كانت غير معنوية يعني ذلك أنه لا يوجد تأثير لهذا المتغيرات على معدل العائد الإجمالي للمساهم، بينما كانت المتغيرات الضابطة (الحجم والضمانات) معنوية عند مستوى 1% و 5% على التوالي، أي يوجد أثر لهذه المتغيرات الضابطة على المتغير التابع، كما كانت السيولة غير معنوية بمعنى عدم وجود تأثير لها على المتغير التابع.

2-2-2: اختبار المعنوية الكلية للنموذج

من أجل اختبار المعنوية الكلية للنموذج نستخدم معامل التحديد R^2 واختبار فيشر، ومن خلال الجدول (4-25) نلاحظ أن:

- معامل التحديد R^2 بلغت قيمته 0.8382، إذ يمكن القول أن ما نسبته 83.82% من التغيرات التي تحدث في معدل العائد الإجمالي للمساهم للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010-2019 يتم تفسيرها عن طريق المتغيرات التفسيرية التي تم إدراجها في نموذج الدراسة، أي يوجد هناك ارتباط قوي بين

الفصل الرابع: الدراسة التطبيقية لتأثير السلوك التمويلي على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة
في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010-2019

هذه المتغيرات التفسيرية والمتغير التابع، أما النسبة المتبقية (16.18%) فتفسرها متغيرات أخرى لم يتضمنها النموذج.

- نلاحظ من خلال نموذج التأثيرات الثابتة أن القيمة الإحصائية المحسوبة ل Fisher تقدر ب 3.79 وهي أكبر من القيمة الجدولية، كما أن Prob(F-statistic) تساوي 0.0000 وهي أقل من 0.05، وبذلك نرفض الفرضية الصفرية ونقبل الفرضية البديلة أي أن للنموذج معنوية كلية.

3: اختبار النموذج من الناحية القياسية

بعد التأكد من جودة وصلاحيّة النموذج من الناحية الإحصائية وأيضاً عدم وجود مشكلة الارتباط الخطي المتعدد بين المتغيرات التفسيرية، لا بد أن نقوم باختباره من الناحية القياسية).

3-1: اختبار نموذج القيمة السوقية المضافة من الناحية القياسية

3-1-1: اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء (Autocorrelation Test)

يقوم الارتباط الخطي على عدة فرضيات من بينها عدم وجود ارتباط ذاتي بين قيم البواقي، حيث يقيس الارتباط الذاتي درجة الارتباط بين القيم لنفس المتغير خلال فترة زمنية محددة وليس بين متغير أو أكثر، ويمكن التأكد من وجود مشكلة الارتباط الذاتي من عدمه باستخدام عدة اختبارات إلا أننا سنعتمد في دراستنا هذه على اختبار **Wooldridge test** الذي يقوم على الفرضيتين التاليتين:

H_0 : عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي.

H_1 : وجود مشكلة الارتباط الذاتي.

والجدول التالي يعرض نتائج اختبار الارتباط الذاتي.

الجدول (4-26): نتائج اختبار الارتباط الذاتي

Test	Test statistic	Probability value
Wooldridge test	F(1, 167) = 1.82631	(0.1783)

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج Gretl.

الفصل الرابع: الدراسة التطبيقية لتأثير السلوك التمويلي على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة
في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010-2019

نلاحظ من خلال الجدول أن $Prob > F = 0.1783$ أكبر من مستوى المعنوية 5% وبالتالي قبول فرضية العدم أي أن نموذج الدراسة المقدر لا يعاني من مشكلة الارتباط الذاتي.

3-1-2: اختبار عدم تجانس التباين (Heteroskedasticity)

إن مصطلح عدم تجانس التباين Heteroskedasticity متكون من كلمتين هما (Heteo) أي مختلف وغير متساوي وكلمة (skedasticity) أي التباعد أو الانتشار، حيث تعتبر مجموعة المتغيرات غير متجانسة التباين إذا كان هناك مجموعة فرعية تختلف في متغيراتها عن بقية المجموعات الأخرى، فظاهرة عدم تجانس التباين تؤثر في تقديرات تباين مقدرات النموذج وأن الاختبارات المستخدمة تصبح في هذه الحالة غير واقعية ولا يمكن الاعتماد عليها¹، ويتم استخدام اختبار وولد **Wald test** من أجل التأكد من ثبات التباين للأخطاء من عدمه، يقوم هذا الاختبار على الفرضيتين التاليتين:

H_0 : ثبات التباين في الأخطاء.

H_1 : عدم ثبات التباين في الأخطاء.

ويتم عرض نتائج هذا الاختبار في الجدول الموالي:

الجدول (4-27): نتائج اختبار عدم تجانس التباين

The statistical test	Chi square value (168)	Probability value
Wald Test	6.56152e+008	(0.0000)

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Gretl.

نلاحظ بأن p-value أصغر من مستوى المعنوية 5% وعليه يتم رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة أي يوجد عدم ثبات تباينات الأخطاء للوحدات المقطعية في نموذج التأثيرات الثابتة. توصلنا من خلال الاختبار القياسي لنموذج التأثيرات الثابتة بأنه لا يعاني من مشكلة الارتباط الذاتي لكنه يعاني مشكلة عدم ثبات التباين، لكن لا بد من معالجة هذا المشكل، وسيتم ذلك باستخدام طريقة White period

¹ - زين الدين شروقي، محددات سياسة توزيع الأرباح في البنوك الجزائرية- دراسة تطبيقية خلال الفترة (2009-2014)، مجلة العلوم الإدارية والمالية، المجلد 1، العدد 1، 2017، ص 337.

الفصل الرابع: الدراسة التطبيقية لتأثير السلوك التمويلي على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة
في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010-2019

standard errors، ويمكن عرض نتائج نموذج التأثيرات الثابتة المصحح باستعمال هذه الطريقة كما هو موضح في الجدول التالي:

الجدول رقم (4-28): نموذج التأثيرات الثابتة المصحح

Dependent Variable: MVA			
Period included: 10			
Cross-sections included: 168			
Total Panel (balanced) observation: 1680			
White period standard errors			
Variables	نموذج الآثار الثابتة		
	Fixed Effect		
	Coef	Std. Error	T Statistic
Const	4.5246*** (0.0000)	1.0109	4.4757
SDAC	1.3840 (0.2434)	1.1860	1.1669
LDAC	1.1224* (0.0823)	0.6455	1.7387
TDAC	-0.4216*** (0.0025)	0.1394	-3.0233
SIZE	0.4595** (0.0249)	0.2047	2.2445
LIQ	-0.0006*** (0.0015)	0.0002	-3.1712
TANG	-0.0993 (0.7413)	0.3177	-0.3126
R-squared = 0.3398			
AdjR-squared = 0.2640			
F-statistic = 4.4823			
Prob(F-statistic): 0.0000			

*** مستوى المعنوية 1%، ** مستوى المعنوية 5%، مستوى المعنوية 10%

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج EViews 10

الفصل الرابع: الدراسة التطبيقية لتأثير السلوك التمويلي على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010-2019

3-2: اختبار نموذج معدل العائد الإجمالي للمساهم من الناحية القياسية

3-2-1: اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء (Autocorrelation Test)

سنقوم باستخدام اختبار Wooldridge test في دراستنا هذه والذي يقوم على الفرضيتين التاليتين:

H_0 : عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي.

H_1 : وجود مشكلة الارتباط الذاتي.

والجدول التالي يعرض نتائج اختبار الارتباط الذاتي.

الجدول (4-29): نتائج اختبار الارتباط الذاتي

Test	Test statistic	Probability value
Wooldridge test	F(1, 167) = 38.6882	(0.0000)

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج Gretl.

نلاحظ بأن $Prob > F = 0.0000$ وهي أقل من مستوى المعنوية 5%، بالتالي رفض فرضية العدم وقبول

الفرضية البديلة التي تنص بوجود ارتباط ذاتي.

3-2-2: اختبار عدم تجانس التباين (Heteroskedasticity)

يتم استخدام اختبار وولد Wald test من أجل التأكد من ثبات التباين للأخطاء من عدمه، ويقوم هذا

الاختبار على الفرضيتين التاليتين:

H_0 : ثبات التباين في الأخطاء.

H_1 : عدم ثبات التباين في الأخطاء.

ويتم عرض نتائج هذا الاختبار في الجدول الموالي:

الجدول (4-30): نتائج اختبار عدم تجانس التباين

The statistical test	Chi square value (168)	Probability value
Wald Test	3.16003e+008	(0.0000)

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Gretl.

الفصل الرابع: الدراسة التطبيقية لتأثير السلوك التمويلي على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة
في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010-2019

نلاحظ بأن p-value أصغر من مستوى المعنوية 5% وعليه يتم رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة أي يوجد عدم ثبات تباينات الأخطاء للوحدات المقطعية في نموذج التأثيرات الثابتة. توصلنا من خلال الاختبار القياسي لنموذج التأثيرات الثابتة بأنه يعاني من مشكلة الارتباط الذاتي ومشكلة عدم ثبات التباين، ولتصحيح هذه المشاكل نلجأ إلى طريقة White Cross-section Standard errors، ويمكن عرض نتائج نموذج التأثيرات الثابتة المصحح باستعمال هذه الطريقة كما هو موضح في الجدول التالي:

الجدول رقم (4-31): نموذج التأثيرات الثابتة المصحح

Dependent Variable: TSR			
Period included: 10			
Cross-sections included: 168			
Total Panel (balanced) observation: 1680			
White cross-section standard errors			
Variables	نموذج الآثار الثابتة		
	Fixed Effect		
	Coef	Std. Error	T Statistic
Const	-0.2024* (0.0589)	0.1070	-1.8905
SDAC	-0.2037 (0.3085)	0.1999	-1.0187
LDAC	-0.3728** (0.0478)	0.1882	-1.9805
TDAC	0.1042** (0.0311)	0.0483	2.1584
SIZE	0.1518*** (0.0000)	0.0100	15.1637
LIQ	-0.0002** (0.0124)	0.0001	-2.5038
TANG	0.5852*** (0.0008)	0.1735	3.3715
R-squared = 0.8382			
AdjR-squared = 0.8196			
F-statistic = 45.1199			
Prob(F-statistic): 0.0000			

*** مستوى المعنوية 1%، ** مستوى المعنوية 5%، مستوى المعنوية 10%

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج EViews 10

رابعاً: تحليل ومناقشة النتائج

1: تحليل ومناقشة النتائج الخاصة بنموذج القيمة السوقية المضافة (MVA)

- تشير نتائج الجدول رقم (4-28) إلى عدم وجود تأثير للديون قصيرة الأجل على القيمة السوقية المضافة للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010-2019، ويمكن تفسير ذلك بأن الديون قصيرة الأجل وجودها مؤقتة في الميزانية، فالمؤسسات محل الدراسة تستعمل هذه الديون في تمويل استثمارات قصيرة الأجل وتلبية مختلف الالتزامات اليومية والمؤقتة لديها كدفع مرتبات الأجور والإجار... الخ، كما يمكن أرجاع سبب هذه النتيجة إلى انخفاض معامل التحديد (R^2)، حيث كانت القوة التفسيرية للنموذج في حدود 34%، وهذه النتيجة تتوافق مع دراسة (Hasan Kareem Hamz et al (2019) وعليه يتم رفض الفرضية الفرعية التي تنص بوجود تأثير ذو دلالة إحصائية لنسبة الديون قصيرة الأجل على القيمة السوقية المضافة للمؤسسات محل الدراسة.

- تشير النتائج إلى وجود تأثير موجب وذو دلالة إحصائية للديون طويلة الأجل عند مستوى المعنوية 10% على القيمة السوقية المضافة للمؤسسات محل الدراسة، حيث أن الزيادة في الديون طويلة الأجل بوحدة واحدة يؤدي إلى زيادة القيمة السوقية المضافة لهذه المؤسسات ب 1.12 وحدة، ويمكن تفسير هذه النتيجة بأن هذه المؤسسات ومن خلال استخدامها للديون طويلة في هيكلها التمويلي وبنسب مرتفعة فإن ذلك يساهم في خلق القيمة السوقية المضافة وزيادتها بما يتجاوز رأس المال المستثمر من قبل المساهمين، وذلك يدل على نجاح إدارة المؤسسة في تحسين أدائها المالي من خلال الاستخدام الأمثل للموارد المتاحة واستغلالها للموارد النادرة بكفاءة مما يعود بالفائدة على ثروة المساهمين (أي تعظيم ثروة الملاك)، بالإضافة إلى ذلك فعندما تستخدم المؤسسة الدين فإنها تعطي إشارة إيجابية للسوق المالي بأن المؤسسة أكثر جدارة وأن لديها تاريخ مصداقية جيد وهذا هو السبب في أن المؤسسات المالية تقدم لها القروض، كما تحصل أيضا المؤسسة على ميزة الوفر الضريبي، كما أن الديون طويلة الأجل تفرض عدة قيود على المديرين من بينها جعلهم مجبرين على تسديد الالتزامات المالية المترتبة على هذه الديون من خلال دفع الفوائد وأصل الدين في تاريخ الاستحقاق، من يجعلهم ملتزمين على العمل بكفاءة نحو تحقيق الأهداف المرسومة للمؤسسة، وذلك من خلال استخدام هذه المصادر التمويلية في إقامة أنشطة مربحة مما يعمل على تعظيم قيمة المؤسسة أي زيادة قيمتها السوقية المضافة والوفاء بالتزاماتها، وتتوافق هذه النتيجة مع نظرية موديكلياني وميلر لسنة 1963 التي نصت على أن المؤسسات التي يتكون هيكلها التمويلي من الديون فإن ذلك يعمل على زيادة قيمة المؤسسة وتحقيق أداء مالي جيد وذلك بسبب استفادتها من الوفرات الضريبية، كما تتفق هذه النتيجة أيضا مع نظرية الإشارة (Ross 1977) التي تشير إلى زيادة نسبة مديونية

الفصل الرابع: الدراسة التطبيقية لتأثير السلوك التمويلي على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010-2019

المؤسسة تعتبر بمثابة إشارة إيجابية على الوضع المالي الجيد للمؤسسة، وبالتالي يتم قبول الفرضية التي تنص على وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لنسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول على القيمة السوقية المضافة للمؤسسات محل الدراسة.

- يوجد تأثير سلبي ومعنوي عند مستوى المعنوية 1% لإجمالي الديون على القيمة السوقية المضافة للمؤسسات محل الدراسة، فزيادة إجمالي الديون بوحدة واحدة يساهم في انخفاض القيمة السوقية المضافة ب 0.42 وحدة، ويمكن تفسير هذه النتيجة بأن الديون تساهم في زيادة قيمة المؤسسة وتعزيز الأداء المالي، إلا أنه وبعد مستوى معين (النقطة المثلى) تصبح الزيادة في نسبة الديون تسبب زيادة في أعباء الفوائد والمخاطر المالية، الأمر الذي يؤدي إلى ظهور مخاطر الإفلاس الناتجة عن عدم قدرة المؤسسة على تسديد التزاماتها في تواريخ استحقاقها وتقلل في النهاية من عوائد الأسهم وقيمة المساهمين، وبما أن الديون سلاح ذو حدين فقد يؤدي إلى زيادة وتعزيز الأداء المالي للمؤسسة من جهة ومن جهة أخرى قد يؤدي إلى التأثير السلبي على الأداء المالي وهذا ما لحظناه من خلال دراستنا الحالية وبالنسبة للمؤسسات محل الدراسة، بالإضافة إلى ذلك فعندما تكون الديون مرتفعة في الهيكل التمويلي للمؤسسة يتعين على المدير المالي مراعاة سياسة توزيع الأرباح (تقليل الأرباح الموزعة) لإنقاذ المؤسسة من مخاطر الإفلاس، وبالتالي الاستفادة من فرص الإستثمار في المستقبل بشكل أقل، وعليه فخلق القيمة للمساهمين وتعظيمها يتطلب موارد مالية عالية واستثمارات مدروسة ودخول أسواق مالية جديدة، إلا أن الديون المرتفعة تمنع تنفيذ ما سبق وبالتالي تقليل القيمة السوقية المضافة للمؤسسة، وهي النتيجة تتفق مع نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل التي تدعو إلى نظام هرمي يأخذ في الاعتبار الفوائد المالية للموارد المالية التي سيتم استخدامها، لذلك أكدت هذه النظرية بأن عدم تماثل المعلومات بين مديري المؤسسة والمساهمين والسوق يستلزم الاختيار بين مصادر الأموال المتاحة، ووفقاً لهذه النظرية فإن الأموال الذاتية هي الخيار الأول للمؤسسة وتليها الديون كخيار ثاني وتبقى إصدار الأسهم كخيار أخير، وبالتالي يحتمل أن تكون علاقة سلبية بين نسبة إجمالي الديون والأداء المالي، وهذه تتفق مع النتائج التي توصلت إليها كل من دراسة (Farhad et al (2012) ,Shahveisi (2012) ,Ben Amor Atiyet (2012) ,BHARGAV PANDYA(2017) وبناء على هذه النتيجة يتم قبول الفرضية التي تنص على وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لنسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول على القيمة السوقية المضافة للمؤسسات محل الدراسة.

- أشارت نتائج الدراسة إلى وجود تأثير موجب وذو دلالة إحصائية للمتغير الضابط الحجم عند مستوى الدلالة 5% على القيمة السوقية المضافة لعينة من المؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500 خلال الفترة

الفصل الرابع: الدراسة التطبيقية لتأثير السلوك التمويلي على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010-2019

2010-2019، وعليه يتم دعم فكرة أن المؤسسات كبيرة الحجم لديها القدرة على المنافسة في المجالات التي تستحق المنافسة وأيضا قدرتها على الحصول بسهولة على الأموال من مختلف مصادر التمويل وبقيود أقل مما يسمح لها بتوسيع استثماراتها وإقامة استثمارات جديدة مربحة، وبالتالي تعظيم قيمة المساهمين، على عكس المؤسسات الصغيرة التي تواجه صعوبات وعراقيل عديدة من طرف البنوك ومختلف المؤسسات المالية أو عند لجوئها لإصدار أسهم من أجل الحصول على التمويل، مما يجعلها تتجه نحو الاقتراض قصير الأجل، وفي هذه الحالة تنخفض الإستثمارات الطويلة الأجل لهذه المؤسسات، وحتى وأن أتاحت لها الفرصة للحصول على التمويل من هذه المصادر الطويلة الأجل فهي تتحمل معدل فائدة مرتفع بالإضافة إلى ضمانات أكبر، وبهذا تنخفض مختلف أسطتها الإستثمارية مقارنة بالمؤسسات كبيرة الحجم، وهذه النتيجة تتوافق مع دراسة Ben Amor Atiyet (2012).

- هناك تأثير سلبي ضعيف للسيولة على القيمة السوقية المضافة للمؤسسات المدروسة إلا أنه دال إحصائيا عند مستوى المعنوية 1%، فزيادة مستوى السيولة لدى المؤسسات بوحدة واحدة يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية المضافة لها ب 0.0006 وحدة، وقد يكون سبب هذه النتيجة بأن لدى المؤسسات محل الدراسة أموال معطلة لا تقوم باستغلالها في إقامة استثمارات، والتي تسمح بخلق ثروة لمساهميها، مما يضعف ثقة هؤلاء المساهمين في المؤسسة، وقد يقومون بالانسحاب من الإستثمار فيها، مما ينعكس مباشرة على تقليل فرص استثمارها وبالتالي تخفيض قيمتها السوقية المضافة.

- كذلك كشفت نتائج الدراسة عن عدم وجود تأثير للمتغير الضابط الضمانات على القيمة السوقية المضافة للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500 والمكونة لعينة الدراسة خلال الفترة 2010-2019.

2: تحليل ومناقشة النتائج الخاصة بنموذج معدل العائد الإجمالي للمساهم (TSR)

- لا يوجد تأثير للسلوك التمويلي مقاسا بالديون قصيرة الاجل إلى إجمالي الأصول على العائد الإجمالي للمساهم للمؤسسات محل الدراسة، وقد يكون ذلك راجع إلى الأجل القصير لهذه الديون فهي في الغالب لا تتعدى السنة الواحدة، وتكون موجهة إلى استثمارات قصيرة الاجل او تسديد التزامات مالية، وبالتالي لا ينتظر المساهمون الحصول على عوائد من وراء استغلال هذا النوع من الديون، كما أن هذه الديون ليس لها تأثير على تذبذب أسعار

الفصل الرابع: الدراسة التطبيقية لتأثير السلوك التمويلي على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010-2019

أسهم هذه المؤسسات، وبالتالي يتم رفض الفرضية التي تنص على وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لنسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالي الأصول على معدل العائد الإجمالي للمساهم.

- وجود علاقة سلبية بين الديون طويلة الأجل والعائد الإجمالي للمساهم للمؤسسات محل الدراسة، هذه العلاقة ذو دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 5%، وعليه فارتفاع الديون طويلة الأجل بوحدة واحدة يؤدي إلى انخفاض العائد الإجمالي للمساهم ب 0.37 وحدة، ويمكن توضيح سبب هذه النتيجة بأن الديون طويلة الأجل تشكل الجزء الأكبر في الهيكل التمويلي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500 والمشكلة لعينة الدراسة خلال الفترة 2010-2019، كما يؤدي الاستخدام المتزايد للديون إلى مطالبة المساهمين بعوائد أعلى لأنهم يواجهون مخاطر مالية أعلى، وتزداد هذه المخاطر كلما زادت ديون المؤسسة لأنها تلتزم بدفع مبالغ الفوائد للدائنين من النقد التشغيلي للمؤسسة وبالتالي انخفاض عائد المساهمين، حيث أنه من المتعارف عليه بأن الديون تقلل من تكلفة رأس المال بسبب ميزة الوفر الضريبي إلا أنه إذا لم تقوم المؤسسة بالاستخدام الجيد لهذه الديون فإن هذه الزيادة تؤدي إلى زيادة تكلفة رأس المال ونمو أقل في إيرادات المؤسسة، كما أن الاستخدام المفرط و غير الفعال للديون طويلة الأجل من شأنه أن يؤثر سلبا على سعر السهم بالانخفاض لأنه بمثابة إشارة سلبية للسوق المالي على أن سعر السهم أقل من قيمته الحقيقية وهذه المؤسسات لا تقوم بتوزيع الأرباح على المساهمين وبالتالي لن يكون هناك توزيعات أرباح مستقبلية، وبالتالي ينخفض الطلب على أسهم هذه المؤسسات وينخفض سعرها ويقوم المستثمرون بالإستثمار في أسهم مؤسسات أخرى، وهذا يساهم في انخفاض العائد الإجمالي الممنوح للمساهمين، وهذه النتيجة تتوافق مع دراسة (2015) Dounia KERZABI، وعليه يتم قبول الفرضية التي تنص على وجود تأثير لنسبة الديون طويلة الأجل على معدل العائد الإجمالي للمساهم.

- اعتماد المؤسسات المدروسة على الديون طويلة الأجل لوحدها في الهيكل التمويلي يشكل خطرا على أدائها المالي بسبب ارتفاع تكلفتها، ونفس الشيء بالنسبة للديون قصيرة الأجل نظرا لعدم الاستخدام الجيد لها، وعليه يجب على هذه المؤسسات أن تقوم بالجمع بين الديون الطويلة والديون القصيرة الاجل في التمويل من أجل الاستفادة من مزايا كل مصدر تمويلي وهذا ما لاحظناه من خلال الجدول رقم (4-31) أين كان تأثير إيجابي ومعنوي لإجمالي الديون على العائد الإجمالي للمساهم (TSR)، فارتفاع اجمالي الديون بوحدة واحدة أدى إلى ارتفاع العائد الإجمالي للمساهم ب 0.10 وحدة، وذلك راجع إلى أن الاعتماد على المزيد من الديون (الديون القصيرة والطويلة الأجل) يساهم في تخفيض التكلفة الاجمالية لرأس المال من خلال الاستفادة من مزايا ضريبية من وراء هذا المصدر التمويلي وذلك بسبب الوفرة الضريبية وهذا يساهم في تحسين الأداء المالي للمؤسسة

الفصل الرابع: الدراسة التطبيقية لتأثير السلوك التمويلي على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010-2019

وتحقيق معدلات ربحية مرتفعة، يجعل المؤسسة تقوم بتوزيع أرباح مرتفعة من أجل ضمان وفاء المساهمين وأيضاً المساهمة في ارتفاع سعر السهم، وبالتالي ارتفاع معدل العائد الإجمالي للمساهمين، وهذه النتيجة تتوافق مع نظرية الإشارة التي تنص على أن لجوء المؤسسة الى الاقتراض يعتبر بمثابة إشارة إيجابية حول التدفقات النقدية المستقبلية للمؤسسة.

- أشارت نتائج الجدول رقم (4-31) إلى وجود تأثير موجب وذو دلالة إحصائية للحجم على العائد الإجمالي للمساهم للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010-2019، إذ أن زيادة حجم المؤسسة بوحدة واحدة أدى إلى زيادة العائد الإجمالي للمساهم بـ 0.1518 وحدة، يعتبر الحجم أحد خصائص المؤسسة وهو من أهم محددات الأداء المالي، فالمؤسسات التي تمتلك أكبر حصة من الأصول تتمتع بأداء أفضل نسبياً، ولها قوة وسهولة الوصول إلى أسواق رأس المال وإلى فرص الإستثمار التي تمنح غير متاحة للمؤسسات صغيرة الحجم، كما أنه من المعروف أن المؤسسات كبيرة الحجم تمتلك قدرات وموارد ولديها موظفين مؤهلين ذو كفاءة عالية، كما أن المؤسسات كبيرة الحجم تحقق وفرات الحجم وأيضاً تستعمل تكنولوجيا متطورة في استثماراتها، و تحصل على الأموال بتكاليف أقل، ويمكن لهذه المؤسسات استغلال وفرات الحجم في تجسيد مشاريع استثمارية ذات عوائد مرتفعة وبالتالي تكون أكثر كفاءة، بالإضافة إلى ذلك فزيادة حجم المؤسسة يزيد من اقبال المستثمرين الجدد على الإستثمار فيها ويقلل من مخاطر الائتمان بالنسبة للمقرضين، وهذه الدراسة تتوافق مع دراسة Dounia (2015).

- يوجد تأثير سلبي ضعيف إلا أنه ذو دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 5% للسيولة على معدل العائد الإجمالي للمساهم للمؤسسات عينة الدراسة، حيث أن زيادة السيولة بوحدة واحدة يؤدي إلى انخفاض العائد الإجمالي للمساهم بـ 0.0002 وحدة، إذ أنه من المفروض توفر السيولة بالنسب الكافية لتحقيق توازن مثالي بينها وبين الالتزامات المتوقعة والإستثمار، وذلك من أجل حماية المؤسسة من التعرض الى مخاطر عديدة وتجنب التغيرات المفاجئة في أسعار الأسهم، الامر الذي يسمح لها بتحقيق عوائد مالية مرتفعة، لكن ما توصلنا إليه في دراستنا الحالية ومن خلال التحليل الساكن كان العكس، حيث أنه على الرغم من توفر السيولة لدى المؤسسات محل الدراسة إلا أنها لا تستغلها في إقامة استثمارات تعود عليها بالربح، ما انعكس سلباً على مختلف القرارات المالية التي تتخذها وأيضاً على أدائها المالي.

- أظهرت نتائج الدراسة عن وجود تأثير موجب للضمانات على العائد الإجمالي للمساهم للمؤسسات محل الدراسة، وهذه العلاقة معنوية عند مستوى المعنوية 1%، حيث أن زيادة مستوى الضمانات بوحدة واحدة يؤدي إلى زيادة

الفصل الرابع: الدراسة التطبيقية لتأثير السلوك التمويلي على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة
في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010-2019

العائد الإجمالي للمساهم ب 0.5852 وحدة، وقد يكون ذلك راجع إلى أن المؤسسات التي تمتلك أصولاً ثابتة عالية يمكن استخدامها كضمان أثناء الاقتراض من المصادر الخارجية، أي أن هذه المؤسسات تصل إلى سوق الديون بسهولة وبتكلفة أقل لتحقيق مكاسب المزايا الضريبية، من أجل إقامة استثماراتها، ونتيجة ذلك تكون بتحقيق أداء مالي متميز للمؤسسة ودفع عوائد كبيرة للمساهمين.

المطلب الثالث: التحليل الديناميكي لنماذج بيانات البائل

من خلال الجدول رقم (4-24) و الجدول رقم (4-25) لاحظنا بأن أغلب معاملات المتغيرات التفسيرية كانت غير معنوية بسبب وجود مشاكل إحصائية وقياسية في النموذج، لكن بعد معالجة هذه المشاكل أصبحت أغلب المتغيرات التفسيرية معنوية وإشارتها متوافقة مع دراسات نظرية وتطبيقية والبعض الآخر منافي لها، مما يدل هذا على أن مؤشرات الأداء المالي المستخدمة في الدراسة لا تتأثر فقط بهذه المتغيرات التي تم إدراجها في النموذج بل توجد متغيرات أخرى تؤثر فيها لم يتم التطرق لها، حيث قد تكون القيمة السوقية المضافة التي حققتها المؤسسة في السنة السابقة تؤثر في القيمة السوقية المضافة المحققة في السنة الحالية، يعني ذلك هل تقوم المؤسسة بالاستغلال الجيد للقيمة التي حققتها مما يعود عليها بالأرباح وخلق قيمة مضافة أو العكس، ونفس الشيء بالنسبة لمعدل العائد الإجمالي الذي حصل عليه المساهم في السنة السابقة هل يؤثر إيجاباً أو سلباً على المعدل الذي سيحصل عليه المساهم في السنة الحالية، وعليه فإن نتائج التقدير وفقاً للتحليل الساكن لبيانات البائل لا يمكن الاعتماد عليها بشكل كلي، لذلك سوف نقوم بإدراج المتغيرات التابعة (MVA) و (TSR) كمتغيرات مستقلة مؤخرة بسنة واحدة من أجل تحسين جودة النموذج وزيادة قدرته التفسيرية وذلك بالاعتماد في التقدير على طريقة العزوم المعممة (GMM) باستخدام طريقة مقدر الفروق the difference estimator وطريقة مقدر النظام GMM-Systeme.

أولاً: تقدير النموذج الديناميكي باستخدام مقدر الفروق difference GMM

1: تقدير النموذج الديناميكي باستخدام مقدر الفروق difference GMM للنموذج MVA: والجدول التالي يعرض نتائج هذا التقدير:

الجدول رقم (4-32): نتائج تقدير أثر السلوك التمويلي على القيمة السوقية المضافة (MVA) للمؤسسات

الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500 خلال الفترة (2010-2019) باستخدام مقدر الفروق difference

GMM

Dependent Variable: MVA	
Cross-sections included: 168	
Total Panel (balanced) observation:1344	
Arellano-Bond dynamic	

الفصل الرابع: الدراسة التطبيقية لتأثير السلوك التمويلي على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة
في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010-2019

Variables	Asymptotic standard errors		
	Coef	Std. Error	Z
MVA(-1)	0.0478*** (0.0000)	0.0004	102.8
Const	2.1115*** (0.0000)	0.0409	51.51
SDAC	378.749*** (0.0000)	6.6098	57.30
LDAC	108.570*** (0.000)	6.9782	15.56
TDAC	-37.4117*** (0.0000)	6.1898	-6.044
SIZE	19.7350*** (0.0000)	0.4614	42.77
LIQ	0.0750*** (0.0000)	0.0070	10.59
TANG	2.0283** (0.0389)	0.9822	2.065
<i>Arellano and Bond (1991) AR(1)</i>	Z= -1.582 Prob(Z)= 0.1137		
<i>Arellano and Bond (1991) AR(2)</i>	Z= -1.5674 Prob(Z)= 0.1170		
<i>Sargan test</i>	chi2(36) = 41.3031 Prob > chi2 = 0.2500		
<i>Wald test</i>	Chi2 (7)= 47674 Prob= 0.0000		

*** مستوى المعنوية 1%، ** مستوى المعنوية 5%

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج Gretl

من خلال الجدول أعلاه الذي يوضح نتائج تقدير نموذج الدراسة باستخدام مقدر الفروق (difference GMM) نلاحظ بأن جميع المتغيرات التفسيرية التي تم إدراجها في النموذج معنوية إحصائياً عند مستوى 1% و 5%، كما أن إشارات معالمها توافق الفكر النظري والتطبيقي، و النموذج يتمتع بمعنوية كلية عند مستوى 1% وهذا ما أظهره اختبار Wald، كذلك احتمال اختبار القيود زائدة التمييز (Sargan test) أكبر من مستوى الدلالة 5% أي أن المتغيرات المساعدة المستعملة من قبل هذه الطريقة مستقلة عن بواقي النموذج وبالتالي قبول الفرضية الصفرية، وفيما يخص اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء (Test de Arellano et bond) يتضح عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي من الدرجة الأولى والثانية وذلك لأن احتمال هذا الاختبار أكبر من مستوى المعنوية 5%، وعليه يتم قبول فرضية عدم التنصص على عدم وجود ارتباط ذاتي من الدرجة الثانية كما يؤكد كذلك على صلاحية

الفصل الرابع: الدراسة التطبيقية لتأثير السلوك التمويلي على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010-2019

المتغيرات المساعدة وشروط العزوم المستخدمة في التقدير، وبالتالي فإن نموذج الدراسة المقدر وفق هذه الطريقة ذات جودة سواء من الناحية الإحصائية والقياسية.

2: تقدير النموذج الديناميكي باستخدام مقدر الفروق difference GMM للنموذج TSR: والجدول التالي يعرض نتائج هذا التقدير:

الجدول رقم (4-33): نتائج تقدير أثر السلوك التمويلي على معدل العائد الإجمالي للمساهم (TSR) للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500 (2010-2019) باستخدام مقدر الفروق difference GMM

Dependent Variable: TSR			
Cross-sections included: 168			
Total Panel (balanced) observation:1344			
Variables	Arellano-Bond dynamic		
	Asymptotic standard errors		
	Coef	Std. Error	Z
TSR(-1)	-0.2730*** (0.0000)	0.0014	-168.35
Const	0.4297** (0.017)	0.1805	2.38
SDAC	-0.4364*** (0.0000)	0.1062	-4.11
LDAC	-0.7518*** (0.000)	0.0552	-13.60
TDAC	0.0808*** (0.0000)	0.01934	4.18
SIZE	0.1687*** (0.0000)	0.0257	6.57
LIQ	0.0001*** (0.0000)	0.00002	6.27
TANG	-0.3288*** (0.0000)	0.0892	-2.38
<i>Arellano and Bond (1991) AR(1)</i>	Z= -2.2727 Prob(Z)= 0.7850		
<i>Arellano and Bond (1991) AR(2)</i>	Z= -1.1919 Prob(Z)= 0.2333		
<i>Sargan test</i>	chi2(36) = 46.3500 Prob > chi2 = 0.1158		
<i>Wald test</i>	Chi2 (7)= 1399.84 Prob= 0.0000		

*** مستوى المعنوية 1%، ** مستوى المعنوية 5%

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج برنامج STATA 16.

من خلال الجدول أعلاه الذي يظهر نتائج تقدير نموذج الدراسة باستخدام مقدر الفروق (difference GMM) يتضح لنا بأن جميع المتغيرات التفسيرية التي تم إدراجها في النموذج ذات دلالة إحصائية عند مستوى 1% و

الفصل الرابع: الدراسة التطبيقية لتأثير السلوك التمويلي على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010-2019

5%، كما أن النموذج يتمتع بمعنوية كلية عند مستوى 1% وهذا ما أظهره اختبار Wald، بين أيضا اختبار القيود زائدة التمييز (Sargan test) أن المتغيرات المساعدة المستعملة من قبل هذه الطريقة مستقلة عن بواقي النموذج وذلك لأن احتمال هذا الاختبار أكبر من مستوى الدلالة 5% وبالتالي قبول الفرضية الصفرية، كما أظهرت نتائج الجدول عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي من الدرجة الأولى والثانية، وذلك من خلال ما أكده اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء (Test de Arellano et bond)، وعليه يتم قبول فرضية عدم التنص على عدم وجود ارتباط ذاتي من الدرجة الثانية، كما يؤكد كذلك على صلاحية المتغيرات المساعدة وشروط العزوم المستخدمة في التقدير، وبالتالي فإن نموذج الدراسة المقدر وفق هذه الطريقة ذات جودة سواء من الناحية الإحصائية والقياسية.

ثانيا: تقدير النموذج الديناميكي باستخدام مقدر النظام GMM-Systeme

1: تقدير النموذج الديناميكي باستخدام مقدر النظام GMM-Systeme للنموذج MVA: ويتم عرض نتائج هذا التقدير في الجدول الموالي:

الجدول رقم (4-34): نتائج تقدير أثر السلوك التمويلي على القيمة السوقية المضافة (MVA) للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500 (2010-2019) باستخدام مقدر النظام GMM -Systeme

Dependent Variable: MVA			
Cross-sections included: 168			
Total Panel (balanced) observation:1512			
Variables	Arellano- Bover-Bond dynamic		
	Asymptotic standard errors		
	Coef	Std. Error	Z
MVA(-1)	0.1557*** (0.000)	0.0000	3551
Const	-72.3822*** (0.0000)	0.8558	-84.57
SDAC	180.949*** (0.0000)	0.4954	365.2
LDAC	99.0222*** (0.0000)	0.6696	147.9
TDAC	-25.8452*** (0.0000)	0.4480	-57.69
SIZE	7.3634*** (0.0000)	0.1188	61.96
LIQ	0.0129*** (0.0000)	0.0004	28.91

الفصل الرابع: الدراسة التطبيقية لتأثير السلوك التمويلي على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة
في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010-2019

TANG	-35.4293*** (0.0000)	0.1151	0.0000
Arellano and Bond (1991) AR(1)	Z= -16578 Prob(Z)= 0.0974		
Arellano and Bond (1991) AR(2)	Z= -1.6887 Prob(Z)= 0.0913		
Sargan test	chi2(43) = 65.6781 Prob > chi2 = 0.0145		
Wald test	Chi2 (7)= 2.39163 E+008 Prob= 0.0000		

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج Gretl

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن كل المتغيرات التفسيرية ذات دلالة معنوية عند مستوى 1% كما أن للنموذج معنوية كلية وهذا ما أظهره اختبار Wald، ومن خلال اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء (Test de Arellano et bond) نلاحظ عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي من الدرجة الأولى والثانية وذلك لأن احتمال هذا الاختبار أكبر من مستوى المعنوية 5%، أما بالنسبة لاختبار القيود زائدة التمييز (test Sargan) فنجد بأن احتمال هذا الاختبار أقل من مستوى المعنوية 5% وبالتالي يتم رفض فرضية عدم أي أن المتغيرات المساعدة المستعملة من قبل هذه الطريقة مرتبطة عن بواقي النموذج وبالتالي تعتبر هذه الطريقة مرفوضة من أجل تقدير نموذج الدراسة. ومن خلال التحليل الديناميكي لنماذج البانل يمكن الحكم بأن طريقة التقدير difference GMM هي الأكثر فعالية والأفضل في تقدير نموذج الدراسة مقارنة بطريقة Sys GMM.

2: تقدير النموذج الديناميكي باستخدام مقدر النظام GMM-Systeme للنموذج TSR: ويتم عرض نتائج هذا التقدير في الجدول الموالي:

الفصل الرابع: الدراسة التطبيقية لتأثير السلوك التمويلي على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة
في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010-2019

الجدول رقم (4-35): نتائج تقدير أثر السلوك التمويلي على معدل العائد الإجمالي للمساهم (TSR) للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500 (2010-2019) باستخدام مقدر النظام GMM-Systeme

Dependent Variable: TSR			
Cross-sections included: 168			
Total Panel (balanced) observation:1512			
Variables	Arellano- Bover-Bond dynamic		
	Asymptotic standard errors		
	Coef	Std. Error	Z
TSR(-1)	0.1703*** (0.000)	0.0009	175.82
Const	-0.5795*** (0.0000)	0.1175	-4.93
SDAC	-0.0802* (0.066)	0.0435	-1.84
LDAC	-0.2965*** (0.0000)	0.0269	-11.00
TDAC	0.0639*** (0.0000)	0.0072	8.79
SIZE	0.2570*** (0.0000)	0.0166	15.41
LIQ	0.0003*** (0.0000)	0.00001	24.57
TANG	-0.3040*** (0.0000)	0.0383	-7.92
<i>Arellano and Bond (1991) AR(1)</i>	Z= -2.0167 Prob(Z)= 0.0437		
<i>Arellano and Bond (1991) AR(2)</i>	Z= 0.8735 Prob(Z)= 0.3824		
<i>Sargan test</i>	chi2(44) = 81.1662 Prob > chi2 = 0.0005		
<i>Wald test</i>	Chi2 (7)= 92113.21 Prob= 0.0000		

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج برنامج STATA 16.

يتضح من خلال الجدول أعلاه أن جميع المتغيرات التفسيرية التي تم إدراجها في نموذج الدراسة معنوية إحصائياً عند مستوى 1% و 10% كما أن للنموذج معنوية كلية وهذا ما أظهره اختبار Wald، و أيضاً عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي من الدرجة الثانية وذلك لأن احتمال هذا الاختبار أكبر من مستوى المعنوية 5%، أما بالنسبة لاختبار القيود زائدة التمييز (Sargan test) فنجد بأن احتمال هذا الاختبار أقل من مستوى المعنوية 5%

الفصل الرابع: الدراسة التطبيقية لتأثير السلوك التمويلي على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010-2019

وبالتالي يتم رفض فرضية العدم أي أن المتغيرات المساعدة المستعملة من قبل هذه الطريقة مرتبطة عن بواقي النموذج وبالتالي لا يتم الاعتماد على هذه الطريقة من أجل تقدير نموذج الدراسة. ومن خلال تحليل النماذج الديناميكية للبانل يمكن الاعتماد على طريقة difference GMM من أجل تقدير نموذج الدراسة وتحليل نتائجه باعتبارها الأكثر كفاءة والأفضل بالنسبة لطريقة Sys GMM.

ثالثا: تحليل ومناقشة النتائج

1- تحليل ومناقشة النتائج الخاصة بنموذج القيمة السوقية المضافة (MVA)

بما أن المتغيرين التابعين القيمة السوقية المضافة ومعدل العائد الإجمالي للمساهم لا يتأثران فقط بالمتغيرات التي تم إدراجها في نموذج الدراسة، وعليه فقد قمنا بإدخال المتغيرات التابعة في حد ذاتها كمتغيرات مستقلة مؤخرة بسنة واحدة لمعرفة أثرها في تلك السنة على القيمة السوقية المضافة ومعدل العائد الإجمالي للمساهم للسنة الحالية، وقد تم استخدام نماذج البانل الديناميكية و بالاعتماد في التقدير على طريقة العزوم المعممة (GMM) باستخدام طريقة مقدر الفروق difference GMM ومقدر GMM-Systeme، وقد توصلنا إلى أن طريقة التقدير باستخدام difference GMM هي الأكثر كفاءة وفعالية في تقدير نموذج الدراسة والتي على أساسها يتم مناقشة النتائج.

- وجود تأثير موجب وذو دلالة إحصائية للقيمة السوقية المضافة مؤخرة بسنة واحدة (T-1) على القيمة السوقية المضافة في السنة T حيث أنه كلما زادت القيمة السوقية المضافة في السنة السابقة بوحدة واحدة زادت القيمة السوقية المضافة للسنة الحالية ب 0.05 وحدة، أي أن المؤسسات محل الدراسة عندما تحقق قيمة سوقية مضافة موجبة تفوق رأس المال المستثمر فإن ذلك يساعدها في كسب ثقة المساهمين الحاليين وجلب مستثمرين جدد من أجل الحصول على موارد مالية إضافية، تستعملها في إقامة استثمارات جديدة، تسمح لها بتحقيق أرباح إضافية تفوق القيمة الإجمالية لرأس المال المستثمر.

- في ظل إدخال المتغير التابع (القيمة السوقية المضافة) كمتغير مستقل مؤخر بسنة واحدة أصبحت الديون قصيرة الأجل تؤثر إيجابا على القيمة السوقية المضافة للمؤسسات محل الدراسة عند مستوى المعنوية 1% فعند زيادة نسبة الديون قصيرة الاجل بوحدة واحدة يؤدي ذلك إلى زيادة القيمة السوقية المضافة ب 378.74 وحدة، وقد يكون ذلك راجع إلى أن هذه المؤسسات تقوم باستغلال الديون قصيرة الأجل التي تحصل عليها في إدارة الأصول

الفصل الرابع: الدراسة التطبيقية لتأثير السلوك التمويلي على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010-2019

المتداولة بطريقة فعالة تحقق لها عوائد ومكاسب مالية، وعليه في ضوء التحليل الديناميكي يتم قبول الفرضية التي تفترض وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لنسبة الديون قصيرة الأجل على القيمة السوقية المضافة.

- أسفرت نتائج الدراسة من خلال الجدول رقم (4-32) عن وجود تأثير موجب ودال إحصائياً لنسبة الديون طويلة الأجل في ظل التحليل الديناميكي على القيمة السوقية المضافة للمؤسسات محل الدراسة وهي نفس النتيجة تم التوصل إليها من خلال التحليل الساكن لنموذج الدراسة.

- أشارت نتائج الدراسة إلى وجود تأثير سالب ودال إحصائياً عند مستوى المعنوية 1% لنسبة إجمالي الديون على القيمة السوقية المضافة في ظل إدراج المتغير التابع (MVA) كمتغير مستقل، حيث أن زيادة نسبة إجمالي الديون بوحدة واحدة يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية المضافة للمؤسسات محل الدراسة ب 37.41 وحدة وذلك عندما تم إدخال القيمة السوقية المضافة كمتغير مستقل مؤخر بسنة واحدة، وهي نفس النتيجة تم الحصول عليها في التحليل الساكن لنموذج الدراسة.

- توصلت نتائج الدراسة في حالة إدخال المتغير التابع كمتغير مستقل إلى وجود تأثير موجب وذو دلالة إحصائية للمتغير الضابط الحجم عند مستوى المعنوية 1% على القيمة السوقية المضافة للمؤسسات محل الدراسة، وبالتالي مساندة الفكرة التي تؤكد أن المؤسسات كبيرة الحجم لها تسهيلات كثيرة للحصول على الموارد المالية التي تريدها من مختلف مصادر التمويل المتاحة مقارنة بالمؤسسات صغيرة الحجم.

- وجود تأثير موجب للسيولة التي تعتبر المرآة العاكسة للوضع المالي للمؤسسة على القيمة السوقية المضافة للمؤسسات محل الدراسة، حيث تظهر هذه العلاقة أن المؤسسات تقوم بإدارة الموارد السائلة بكفاءة وسهولة على المدى القصير والطويل، فالمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة 2010-2019 قامت بإدارة أصولها المتداولة بفعالية مما ساعدها ذلك على تحقيق أرباح، فتوفر السيولة بصورة دائمة في المؤسسة تعتبر بمثابة إشارة إيجابية على قوة المركز المالي لها، مما يزيد من ثقة المقرضين في هذه المؤسسات فتقوم بمنحها قروض بمعدل تكلفة منخفض، وبالتالي يمكن تخفيض تكلفة رأس المال وتحقيق أداء أفضل في جميع المجالات وبالتالي تعزيز أدائها المالي من خلال تحقيق عوائد إضافية موجبة من القيمة السوقية المضافة لها.

- يوجد تأثير موجب للضمانات عند مستوى المعنوية 1% على القيمة السوقية المضافة للمؤسسات المدرجة في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010-2019، فزيادة حجم الضمانات بوحدة واحدة يساهم في زيادة القيمة السوقية المضافة ب 2.03 وحدة، وهذا راجع إلى أن المؤسسات التي لديها نسبة كبيرة من الأصول الثابتة ستكون في وضع أفضل للحصول على أموال مقترضة طويلة الأجل من المقرضين لإقامة استثمارات جديدة أو توسيع

الفصل الرابع: الدراسة التطبيقية لتأثير السلوك التمويلي على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010-2019

استثمارات قائمة، لأن الضمانات تعتبر عنصر أمان وضمنان لحماية مصالح المقرضين، وبالتالي تلعب دورا مهما في توليد أداء مالي متميز وخلق قيمة سوقية مضافة للمؤسسة.

2: تحليل ومناقشة النتائج الخاصة بنموذج معدل العائد الإجمالي للمساهم (TSR)

توصلنا من خلال ادخال المتغير التابع (العائد الإجمالي للمساهم) كمتغير مفسر وباستخدام طريقة العزوم المعممة GMM وباستخدام طريقة GMM-difference إلى النتائج التالية:

- أظهرت النتائج التجريبية في دراستنا الحالية بأن أداء المؤسسة معبرا عنه بالعائد الإجمالي للمساهم (TSR) عينة من المؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500 في السنة الحالية يتأثر سلبا بأدائها المالي في السنة السابقة (TSR-1)، فزيادة العائد الإجمالي للمساهمين في السنة السابقة بوحدة واحدة ينخفض عنده العائد الإجمالي للمساهمين في السنة الحالية ب 27.30 وحدة، ويمكن تفسير ذلك بأن هذه المؤسسات لا تقوم بتوفير معلومات قيمة للمستثمرين حول أداءها المالي وأيضا مختلف القرارات المالية التي تتخذها لا سيما قرار توزيع الأرباح، وبالتالي يتكون لدى هؤلاء المستثمرين بأن هذه المؤسسات لا تقوم بتوزيع الأرباح على المساهمين وأيضا أسهمها مقيمة بأقل من قيمتها الحقيقية، مما يجعلهم لا يتخذون قرار الإستثمار في هذه المؤسسات، وهذا كله يؤثر سلبا على استثمارات هذه المؤسسات وعلى أسعار أسهمها.

- أظهرت نتائج الدراسة عندما تم إدخال المتغير التابع (TSR) كمتغير مفسر مؤخر بسنة واحدة عن وجود تأثير سلبي قوي ومعنوي (عند مستوى 10%) للديون قصيرة الأجل على العائد الإجمالي للمساهم، فزيادة الديون قصيرة بوحدة واحد ينخفض عندها العائد الإجمالي للمساهم ب 0.4364 وحدة، وتشير هذه العلاقة السلبية إلى أن المؤسسات محل الدراسة تواجه تحديات عند اعتمادها على هذا المصدر التمويلي، إذ أن الديون قصيرة تعرف بأن أجالها لا يتعدى السنة الواحدة وبالتالي يتم تسديدها بسرعة، مما يجعل هذه المؤسسات تفقد فرص استثمارية ذات عوائد مرتفعة، وبالتالي تتخفف ربحيتها وفي المقابل يقل عائد المساهم، وبالتالي قبول الفرضية الفرعية التي تنص عن وجود تأثير لنسبة الديون قصيرة الأجل على معدل العائد الإجمالي للمساهم.

- تشير نتائج الدراسة عن وجود تأثير سلبي قوي ومعنوي عند مستوى المعنوية 1% للديون طويلة الأجل على العائد الإجمالي للمساهم للمؤسسات عينة الدراسة، وذلك في ظل استخدام نموذج البائل الديناميكي، حيث كلما زاد اعتماد المؤسسة على التمويل بالديون طويلة الأجل انخفض أدائها المالي (العائد الإجمالي للمساهم)، هذا ممكن أن يرتبط بحقيقة أنه بدلا من استخدام الأرباح لإعادة الإستثمار في المؤسسة فإن الأرباح تستخدم للوفاء بالتزامات

الفصل الرابع: الدراسة التطبيقية لتأثير السلوك التمويلي على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010-2019

الدائنين، وبالتالي قبول الفرضية الفرعية التي تنص عن وجود تأثير لنسبة الديون طويلة الأجل على معدل العائد الإجمالي للمساهم.

- يوجد تأثير قوي موجب وذو دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 1% لإجمالي الديون على العائد الإجمالي للمساهم للمؤسسات محل الدراسة، وذلك عندما تم إدخال متغير العائد الإجمالي للمساهم كمتغير مستقل مؤخر بسنة واحدة، حيث أن زيادة نسبة إجمالي الديون بوحدة واحدة أدى إلى زيادة العائد الإجمالي للمساهم ب 0.08 وحدة، وهي نفس النتيجة تم الحصول عليها في التحليل الساكن لنموذج الدراسة.

- أشارت نتائج الجدول رقم (4-33) وباستخدام طريقة العزوم المعممة GMM إلى وجود تأثير موجب وذو دلالة إحصائية (مستوى المعنوية 1%) للحجم على العائد الإجمالي للمساهم للمؤسسات محل الدراسة، إذ أن زيادة حجم المؤسسة بوحدة واحدة أدى إلى زيادة العائد الإجمالي للمساهم ب 0.1687 وحدة، وهذا ما تم التوصل إليه من خلال نموذج الآثار الثابتة باستخدام التحليل الساكن للبانل.

- يوجد تأثير معنوي موجب للسيولة على العائد الإجمالي للمساهم للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500 خلال فترة الدراسة (2010-2019)، هذه النتيجة كانت بسبب إدخال المتغير التابع (TSR) كمتغير مفسر مؤخر بسنة واحدة وباستخدام طريقة العزوم المعممة GMM، إذ نلاحظ بأن زيادة السيولة بوحدة واحدة أدى إلى زيادة العائد الإجمالي للمساهم ب 0.0001 وحدة، وهذا الأثر ضعيف جدا إلا أنه دال إحصائيا، ويمكن إرجاع ذلك إلى المؤسسات محل الدراسة تستغل الأصول المتداولة بكفاءة وفعالية مما يضمن لها تحقيق عوائد، حيث تلعب السيولة دورا مهما في حياة المؤسسة فتوفرها بالمقدار وفي الوقت المناسب تكون نقطة قوة للمؤسسة وتعزز من أدائها التشغيلي، وبالتالي تحسين الأداء المالي الذي يعمل على تعظيم قيمة لمؤسسة وتحقيق عوائد مرتفعة للمساهمين.

- في ظل إدخال متغير العائد الإجمالي للمساهم كمتغير مفسر مؤخر بسنة واحدة لاحظنا وجود تأثير سالب ومعنوي للضمانات على العائد الكلي للمساهمين للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010-2019، وهذا يمكن إرجاعه بما أن مستوى الديون مرتفع في الهيكل التمويلي لهذه المؤسسات، فذلك يمكن أن يعرضها لمشاكل ومخاطر عديدة، فارتفاع الأصول الثابتة لدى المؤسسة يجعل المقرضون يطالبون بضمانات أكثر من أجل حماية مصالحهم كما قد يطالبون بمعدل فائدة أعلى، وفي هذه الحالة قد لا تقوم المؤسسة بدفع أرباح نقدية على مساهميها أي انخفاض العائد الكلي للمساهمين، لأنها تقوم باستخدام تلك الأموال في تسديد الديون وأيضا الإستثمار في المستقبل، وبالتالي قد يميل المستثمرين إلى بيع أسهمهم وتحويلها الإستثمار في أسهم

الفصل الرابع: الدراسة التطبيقية لتأثير السلوك التمويلي على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة
في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010-2019

مؤسسات أخرى تقوم بدفع أرباح على مساهميها، حيث أن المديرين عادة ما يهتمون باستقرار توزيع الأرباح، لاعتقادهم أن السوق لديه استجابة لاستقرار نسبة الأرباح الموزعة، كما أن المعلومات التي يتم طرحها في السوق تعتبر تقييم لوضع المؤسسة مما يقلل من تقلب أسعار الأسهم.

المطلب الرابع: فحص Robustness

يتم إجراء فحص Robustness إلى جانب التحليل الرئيسي للتحقق من صلابة ومتانة نماذج الدراسة، بالإضافة ما إذا كانت النتائج المتوصل إليها قوية، وذلك من خلال إدخال متغير إضافي على نموذج الدراسة النهائي، وفي دراستنا هذه قمنا بإدراج متغير أزمة أسعار النفط لسنة 2015، حيث نعتبر أزمة النفط متغير وهمي يأخذ القيمة 1 في السنة التي حدثت فيها الأزمة والسنوات التي جاءت بعدها إلى غاية سنة 2019، في حين يأخذ القيمة 0 في السنوات التي سبقت الأزمة، ووفقا لهذا الاختبار تحصلنا على النتائج التالية:

أولا: فحص Robustness في التحليل الساكن

الجدول رقم (4-36): نتائج نموذج التأثيرات الثابتة وفق فحص Robustness

Variables	نموذج التأثيرات الثابتة MVA			نموذج التأثيرات الثابتة TSR		
	Fixed Effect			Fixed Effect		
	Coef	Std. Error	T statistic	Coef	Std. Error	T Statistic
Const	4.1726*** (0.0001)	1.0000	4.1709	-0.2034** (0.0593)	0.1077	-1.8876
SDAC	1.2032 (0.3315)	1.2386	0.9714	-0.2043 (0.03091)	0.2007	-1.0175
LDAC	1.0858 (0.1119)	0.6826	1.5906	-0.3793** (0.0492)	0.1927	-1.9680
TDAC	-0.3841*** (0.0087)	0.1461	-2.6289	0.1063** (0.0282)	0.0484	2.1961
SIZE	0.5272** (0.0126)	0.2110	2.3646	0.1527*** (0.0000)	0.0103	14.6986
LIQ	-0.0007*** (0.0025)	0.0002	-3.1942	-0.0002** (0.0148)	0.0001	-2.4396
TANG	-0.0560 (0.8834)	0.3817	-0.1467	0.5762*** (0.001)	0.1747	3.2987
CR	-0.0698 (0.3476)	0.0703	-0.9925	0.0412*** (0.0000)	0.0095	4.3358
R-squared = 0.3223 AdjR-squared = 0.2439			R-squared = 0.8383 AdjR-squared = 0.8196			
F-statistic = 4.1139 Prob(F-statistic): 0.0000			F-statistic = 44.8470 Prob(F-statistic): 0.0000			

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Eviews 10

الفصل الرابع: الدراسة التطبيقية لتأثير السلوك التمويلي على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة
في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010-2019

نلاحظ بأن النتائج المتوصل إليها من خلال ادخال متغير أزمة أسعار النفط لسنة 2015 على نموذج الدراسة في التحليل الساكن، تؤكد النتائج التي توصلنا إليها في السابق لتأثير السلوك التمويلي على الأداء المالي (القيمة السوقية المضافة ومعدل العائد الإجمالي للمساهم) للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤسسة S&P500، وبالتالي يمكن القول بأن نماذج دراستنا في التحليل الساكن قوية وصلبة لا تتأثر بأي متغير يمكن إضافته.

ثانيا: فحص Robustness في التحليل الديناميكي

الجدول رقم (4-37): نتائج نموذج مقدر الفروق GMM difference وفق فحص Robustness

Variables	نموذج التأثيرات الثابتة MVA			نموذج التأثيرات الثابتة TSR		
	Fixed Effect			Fixed Effect		
	Coef	Std. Error	T statistic	Coef	Std. Error	T Statistic
MVA(-1) TSR(-1)	0.0481*** (0.0000)	0.0004	103	-0.2719	0.0012	-209.51
Const	2.0000*** (0.0000)	0.1342	14.90	0.2719*** (0.0000)	0.0012	-209.51
SDAC	381.209*** (0.0000)	5.0826	75	-0.4075*** (0.001)	0.1178	-3.46
LDAC	106.353*** (0.0000)	5.6886	18.70	-0.7578*** (0.0000)	0.0568	-13.33
TDAC	-38.6262*** (0.0000)	4.5949	-8.407	0.0765*** (0.003)	0.0258	2.97
SIZE	21.6554*** (0.0000)	1.7640	14.43	0.1630*** (0.0000)	0.0245	6.65
LIQ	0.0795*** (0.0000)	0.0055	-3.1942	-0.0002** (0.0148)	0.00003	5.85
TANG	-0.0207 (0.9838)	0.3817	-0.1467	-0.3098*** (0.002)	0.1002	-3.09
CR	6.8082*** (0.0000)	0.1278	53.27	0.0111 (0.209)	0.0088	1.26
Arellano and Bond (1991) AR(1)	Z= -1.6416 Prob(Z)= 0.1007			Z= -0.2956 Prob(Z)= 0.7675		
Arellano and Bond (1991) AR(2)	Z= -1.5589 Prob(Z)= 0.1190			Z= -1.1897 Prob(Z)= 0.2342		
Wald test	Chi2 (8)= 1.84128e+007 Prob= 0.0000			Chi2 (8)= 51716.79 Prob= 0.0000		

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Stata و Gretl

من خلال فحص Robustness في التحليل الديناميكي لاحظنا بأنها تقريبا نفس النتائج التي تحصلنا عليها في المعالجة القياسية السابقة، وذلك من خلال إدخال متغير آخر هو أزمة سنة 2015 (أزمة أسعار

الفصل الرابع: الدراسة التطبيقية لتأثير السلوك التمويلي على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة
في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010-2019

النفط) على نموذج الدراسة، وبالتالي النتائج المتوصل إليها تؤكد النتائج التي توصلنا إليها في السابق لتأثير السلوك التمويلي على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤسسة S&P500.

الفصل الرابع: الدراسة التطبيقية لتأثير السلوك التمويلي على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010-2019

خلاصة الفصل:

لقد حاولنا في هذا الفصل إجراء الدراسة التطبيقية لتأثير السلوك التمويلي على الأداء المالي لعينة من المؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010-2019، إذ تناولنا في البداية التعريف بالمفاهيم الأساسية المتعلقة ببيانات السلاسل الزمنية المقطعية (بيانات البانل)، وقمنا بتطبيق بيانات البانل الساكن والديناميكي على عينة مكونة من 168 مؤسسة اقتصادية مدرجة في مؤشر S&P500 خلال الفترة المدروسة 2010-2019، وتوصلنا من خلال التحليل الساكن وإجراء مجموعة من الاختبارات الإحصائية بأن نموذج التأثيرات الثابتة هو النموذج الملائم للدراسة وباستخدام طريقة المربعات الصغرى، وكانت نتائج تقدير هذا النموذج كما يلي:

- لا يوجد تأثير للسلوك التمويلي معبرا عنه بالديون قصيرة الأجل على الأداء المالي مقاسا بالقيمة السوقية المضافة ومعدل العائد الإجمالي للمساهم للمؤسسات محل الدراسة.
- وجود تأثير موجب وذو دلالة إحصائية للديون طويلة الأجل على القيمة السوقية المضافة للمؤسسات محل الدراسة، وهذه النتيجة تتوافق مع نظرية موديكلياني وميلر 1963 ونظرية الإشارة (1977).
- وجود تأثير سلبي للديون طويلة الأجل على العائد الإجمالي للمساهم للمؤسسات محل الدراسة.
- وجود تأثير سلبي ومعنوي لإجمالي الديون على القيمة السوقية المضافة للمؤسسات محل الدراسة.
- وجود تأثير إيجابي ومعنوي لإجمالي الديون على العائد الإجمالي للمساهم للمؤسسات محل الدراسة.
- توصلت الدراسة إلى وجود تأثير موجب ومعنوي للمتغير الضابط الحجم على كل من القيمة السوقية المضافة ومعدل العائد الإجمالي للمساهم للمؤسسات محل الدراسة، بينما كان أثر سلبي لمتغير السيولة على الأداء المالي، كما أشارت النتائج إلى وجود أثر موجب للضمانات على معدل العائد الإجمالي للمساهم.
- كما توصلنا من خلال التحليل الديناميكي لنماذج البانل وبالاعتماد في التقدير على طريقة العزوم المعممة إلى أن طريقة التقدير باستخدام difference GMM هي الأكثر كفاءة وفعالية في تقدير نموذج الدراسة، وتوصلنا من خلال هذا التحليل إلى مجموعة من النتائج هي:

الفصل الرابع: الدراسة التطبيقية لتأثير السلوك التمويلي على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة
في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010-2019

- وجود تأثير موجب وذو دلالة إحصائية للقيمة السوقية المضافة مؤخره بسنة واحدة (T-1) على القيمة السوقية المضافة في السنة T للمؤسسات محل الدراسة.
- يوجد تأثير سلبي وذو دلالة إحصائية لمعدل العائد الإجمالي للمساهم مؤخره بسنة واحدة (T-1) على العائد الإجمالي للمساهم (TSR) في السنة الحالية.
- يوجد أثر موجب ومعنوي للديون قصيرة الأجل في ظل التحليل الديناميكي على القيمة السوقية المضافة للمؤسسات محل الدراسة، وعلى خلاف ذلك كان أثر سلبي للديون قصيرة الاجل على معدل العائد الإجمالي للمساهم.
- توصلت نتائج الدراسة إلى وجود تأثير موجب ومعنوي للديون طويلة الأجل على القيمة السوقية المضافة للمؤسسات محل الدراسة، بينما كان لها أثر سلبي على معدل العائد الإجمالي للمساهم.
- وجود تأثير سالب لنسبة إجمالي الديون على القيمة السوقية المضافة، كما توصلت الدراسة إلى وجود تأثير موجب لنسبة إجمالي الديون على معدل العائد الإجمالي للمساهم.
- في ظل التحليل الديناميكي توصلت الدراسة إلى وجود تأثير موجب لكل من المتغيرات الضابطة المتمثلة في الحجم والسيولة على الأداء المال (MVA, TSR) للمؤسسات محل الدراسة، ووجود أثر موجب للضمانات على القيمة السوقية المضافة، بينما كان لهذا المتغير (الضمانات) أثر سالب على معدل العائد الإجمالي للمساهم.
- أظهر لنا فحص Robustness بأن نماذج دراستنا قوية ولا تتأثر بأي متغير يتم إضافته، حيث تم إدراج متغير أزمة أسعار النفط سنة 2015 وتحصلنا على نفس النتائج تقريبا سواء في ظل التحليل الساكن أو الديناميكي.

الخاتمة

من خلال الدور الذي يلعبه السلوك التمويلي في التأثير على الأداء المالي، وذلك باعتبار أن المؤسسة بحاجة مستمرة للتمويل من المصادر المختلفة لتجسيد مشاريعها الإستثمارية من أجل تحقيق هدفها الأساسي وهو تعظيم قيمتها وتحقيق معدلات مرتفعة من الأداء، كما أن التغيرات في أسعار الأسهم دعت إلى ضرورة دراسة العوامل التي تحدد إنشاء القيمة للمساهمين في المؤسسات المدرجة في الأسواق المالية، وعليه كان الغرض الرئيسي من هذه الدراسة هو دراسة تأثير السلوك التمويلي على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية، حيث تم أخذ البيانات لعينة مكونة من 168 مؤسسة اقتصادية مدرجة في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010-2019، إذ تم أخذ 6 متغيرات تفسيرية ممثل في الديون قصيرة الأجل والديون طويلة الأجل وإجمالي الديون كمتغيرات مستقلة، والحجم والسيولة والضمانات متغيرات ضابطة، في حين تم قياس الأداء المالي من خلال مؤشرات حديثة تمثلت في القيمة السوقية المضافة ومعدل العائد الإجمالي للمساهم، وذلك باستخدام بيانات البائل الساكن والديناميكي.

ومن خلال دراستنا لمختلف العناصر الواردة في هذا الدراسة توصلنا إلى مجموعة من النتائج نوردتها فيما يلي:
أولاً: النتائج النظرية:

- من خلال عرضنا لمختلف العناصر الأساسية المتعلقة بالسلوك التمويلي والأداء المالي والعلاقة بينهما استخلصنا جملة من النتائج النظرية أهمها:
- إن قرار المؤسسة بشأن اتخاذ سلوك تمويلي معين من أصعب القرارات التي تمارسها لكونه يؤثر في أدائها المالي وقيمتها، فالهيكل التمويلي هو مزيج من الأموال الخاصة والديون التي تستخدمها المؤسسة لتمويل عملياتها الإستثمارية، حيث أنه إذا كان هناك تخطيط جيد لصياغة الهيكل التمويلي فإن تكلفة رأس المال تنخفض مما يمكن أن يزيد ذلك من معدلات الأداء المالي، والعكس في حالة التخطيط السيئ بشأن الهيكل التمويلي، وهذا ما أظهرته الدراسات التي أجريت حول هذا الموضوع بأن اختيار طريقة التمويل سواء كانت داخلية أو خارجية، ديون أو أموال خاصة، طويلة أو قصيرة الأجل سيكون لها تأثيرات مختلفة على الأداء المالي للمؤسسة.
 - يتوجب على المدير المالي عند قيامه بتشكيل الهيكل التمويلي للمؤسسة مراعاة تكلفة التمويل التي تختلف باختلاف مصدر التمويل المعتمد عليه، حيث أن المصدر التمويل الأقل تكلفة هو الذي يسمح للمؤسسة بتعظيم قيمتها وتدنية مخاطرها، خاصة إذا قامت المؤسسة بدراسة مختلف العوامل المؤثرة في هيكلها التمويلي، إلا أن الاختيار والاستغلال السيء للمصدر التمويلي حتى لو كان مصدر رخيص قد يتولد عليه مخاطر مرتفعة على عكس المصادر مرتفعة التكلفة، وبالتالي يتوجب على المؤسسة الموازنة بين العائد والمخاطرة.
 - يهدف هيكل رأس المال الأمثل إلى تقليل التكلفة الإجمالية لرأس مال المؤسسة وتعظيم قيمتها، كذلك يؤدي استخدام الديون إلى زيادة أرباح السهم، حيث يتم خصم الضريبة على مدفوعات الفائدة، ومع ذلك قد يؤدي

الخاتمة

الاستخدام المتزايد لأموال الدين في هيكل رأس المال إلى زيادة المخاطر والتي بدورها تساهم في زيادة التكلفة الاجمالية لرأس المال، مما يؤدي إلى انخفاض السعر السوقي للسهم، لذلك يجب على الشركة الحفاظ على هيكل رأس المال الأمثل الذي يساعد في تعظيم قيمة الشركة.

- تعددت النظريات المفسرة للسلوك التمويلي للمؤسسة إلا أنه اختلف وجهات نظر ونتائج هذه النظريات، والبداية كانت من نظرية موديكلياني وميلر 1958 التي قامت على فرضيات غير واقعية من بينها غياب الضرائب، وعدم وجود تكاليف الإفلاس والوكالة، وبالتالي وفقا لهذه النظرية فإنه لا يوجد هيكل تمويلي أمثل أي أن قيمة المؤسسة لا تتأثر بتشكيلة الهيكل التمويلي، وها ما جعل هذه النظرية تتعرض إلى انتقادات شديدة، دفعت بالتثائي موديكلياني وميلر إلى إعادة دراستهما سنة 1963 وذلك بإسقاط فرضية عدم وجود الضرائب، حيث توصلوا إلى أن قيمة المؤسسة التي يتكون هيكلها التمويلي من أموال خاصة وديون تفوق قيمة المؤسسة التي يتكون هيكلها التمويلي من أموال خاصة فقط، وانطلاقا من هذه النظرية جاءت نظريات أخرى مفسرة للسلوك التمويلي للمؤسسة، حيث أخذت هذه النظريات بعين الاعتبار كل من الضرائب وتكاليف الإفلاس، وتوصلت من خلال تحليلها إلى أنه يوجد هناك هيكل تمويلي أمثل وأن السلوك التمويلي يؤثر على قيمة المؤسسة وأدائها، من بين هذه النظريات نظرية الإشارة ونظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل.

- تعتبر عملية تقييم الأداء المالي من الأمور الهامة التي يتم إجراؤها بالنسبة للمؤسسة من أجل الحكم على نجاحها أو فشلها، وذلك من خلال معرفة وضعيتها المالية باستعمال مجموعة من المؤشرات المالية التي يتم استخراجها انطلاقا من معلومات متوفرة ومتاحة ضمن القوائم المالية المعدة، سواء كانت مؤشرات تقليدية أو مؤشرات حديثة التي جاءت نتيجة الانتقادات التي تعرضت إليها المؤشرات التقليدية، بالإضافة إلى تغيير أهداف المؤسسة نحو خلق القيمة للمساهمين، ما يضمن لها البقاء والاستمرارية في عالم الاعمال والتفوق على منافسيها.

- عرفت مؤشرات قياس الأداء المالي تطورا كبيرا نتيجة تعرض المؤشرات التقليدية إلى انتقادات شديدة لأنها لا تعطي معلومات كافية ودقيقة عن الأداء المالي للمؤسسة ومستقبلها، وذلك راجع إلى اعتمادها على البيانات المحاسبية، ما أدى إلى ظهور مؤشرات حديثة، والتي في الغالب تؤخذ بعين الاعتبار تكلفة رأس المال (تكلفة الديون وتكلفة الأموال الخاصة) التي تم تجاهلها في المؤشرات التقليدية.

ثانيا: النتائج التطبيقية:

توصلنا من خلال الدراسة التطبيقية إلى أن المؤسسات محل الدراسة والمدرجة في مؤشر S&P500 خلال فترة الدراسة 2010-2019 تعتمد على الديون في هيكلها التمويلي بدرجة أكبر مقارنة بالأموال الخاصة، كما أظهرت كذلك الدراسة التطبيقية وجود اختلافات في متوسطات نسبة الديون لدى قطاعات النشاط التي تنشط فيها

الخاتمة

هذه المؤسسات، وهذا الاختلاف يمكن إرجاعه إلى نوع الصناعة الذي تمارسه هذه المؤسسات بالإضافة إلى الخصائص التي تتمتع بها كل مؤسسة مقارنة بمؤسسة أخرى.

- إن المؤسسات الاقتصادية الأمريكية محل الدراسة تقوم باستغلال الأصول المتداولة بشكل فعال، حيث أن السيولة تلعب دور كبير في تحسين الأداء المالي للمؤسسة، خاصة إذا تم توفرها بالكمية والوقت المناسب.

- يعد كل من القيمة السوقية المضافة ومعدل العائد الإجمالي للمساهم المفتاح الحقيقي لبناء القيمة للمساهمين ودليل على نجاح الإدارة في تحسين الأداء المالي.

- يعود نجاح طريقة القيمة السوقية المضافة إلى حد إثبات وجودها كمؤشرات معيارية لجودة إدارة المؤسسة إلى عدة أسباب، بالإضافة إلى حقيقة أن هذه الطريقة مملوكة لشركة استشارات مالية مشهورة عالمياً، مما يسهل الترويج لها واستخدامها.

- بعد القيام بإجراء اختبارات نماذج البائل الساكن على عينة الدراسة توصلنا إلى أن نموذج التأثيرات الثابتة هو النموذج الملائم لبيانات الدراسة سواء في النموذج الأول الخاص بالقيمة السوقية المضافة أو النموذج الثاني الخاص بمعدل العائد الإجمالي للمساهم، وبعد تقدير النموذج توصلنا إلى مجموعة من النتائج تتمثل في:

- عدم وجود تأثير للسلوك التمويلي ممثلاً في نسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالي الأصول على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010-2019 مقاساً بالقيمة السوقية المضافة ومعدل العائد الإجمالي، وسبب هذه النتيجة يعود إلى أن المؤسسات محل الدراسة تستعمل هذا النوع من الديون في تمويل استثمارات قصيرة الأجل وتلبية مختلف الالتزامات اليومية والمؤقتة، ولا تقوم باستثمارها في مشاريع استثمارية طويلة الأجل تحقق عوائد أكبر للمساهمين، وعليه يتم رفض الفرضية التي تنص عن وجود تأثير لنسبة الديون قصيرة الأجل على الأداء المالي للمؤسسات محل الدراسة.

- أظهرت نتائج الدراسة وجود تأثير موجب وذو دلالة إحصائية للديون طويلة الأجل على القيمة السوقية المضافة للمؤسسات، إذ أن الزيادة في الديون طويلة الأجل تؤدي إلى خلق قيمة سوقية مضافة للمؤسسات تزيد عن التكلفة الإجمالية لرأس المال، كما توضح هذه النتيجة كفاءة وفعالية هذه المؤسسات في استغلال الديون واستثمارها في مشاريع مربحة، وأيضاً استفادتها من الوفرة الضريبية الناجمة عن هذه الديون، وعليه يتم قبول الفرضية التي تنص على وجود تأثير للديون طويلة الأجل على القيمة السوقية المضافة، في حين كان تأثير سلبي للديون طويلة الأجل على معدل العائد الإجمالي للمساهم، إذ أن ارتفاع الديون طويلة الأجل أدى إلى انخفاض معدل العائد الذي يحصل عليه المساهم جراء استثمار أمواله في هذه المؤسسات، حيث أنه في هذه الحالة فإن لجوء المؤسسة إلى الاقتراض يعد بمثابة إشارة سلبية للسوق المالي عن الصحة المالية للمؤسسة وأدائها المالي، مما يؤثر ذلك

على انخفاض سعر سهم المؤسسة، وبالتالي تتخفف استثمارات وأرباح المؤسسة، ما يجعل هذه المؤسسات لا تقوم بتوزيع الأرباح على مساهميها أو تقوم بتوزيع أرباح قليلة جدا، وبالتالي ينخفض العائد الإجمالي للمساهمين، وبالتالي يتم قبول الفرضية التي نصت على وجود تأثير للديون طويلة الأجل على معدل العائد الإجمالي للمساهم.

- يوجد تأثير سلبي وذو دلالة إحصائية لنسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول على القيمة السوقية المضافة للمؤسسات محل الدراسة، أي أن إجمالي الديون أثرت سلبا على الأداء المالي للمؤسسات مقاسا بالقيمة السوقية المضافة، وكما هو معروف فإن الديون سلاح ذو حدين فقد يؤدي إلى زيادة وتعزيز معدلات الأداء المالي للمؤسسة من جهة ومن جهة أخرى قد يؤدي إلى التأثير السلبي على الأداء المالي وهذا ما توصلنا إليه من خلال دراستنا الحالية، وبالتالي يتم قبول الفرضية التي تنص على وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لإجمالي الديون على القيمة السوقية المضافة للمؤسسات محل الدراسة، على عكس من ذلك فقد أظهرت الدراسة وجود تأثير موجب وذو دلالة إحصائية لنسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول على الأداء المالي للمؤسسات مقاسا بمعدل العائد الإجمالي للمساهم، حيث تعتبر الديون أفضل وسيلة لتقليل تكاليف الوكالة بين المساهمين والمسيرين، مما يساهم ذلك في ارتفاع أسعار الأسهم، وبالتالي يتم خلق القيمة للمساهمين، وعليه تم قبول الفرضية التي تنص بوجود تأثير ذو دلالة إحصائية لنسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول على معدل العائد الإجمالي للمساهم.

- يوجد تأثير موجب وذو دلالة إحصائية للمتغير الضابط الحجم على الأداء المالي مقاسا بالقيمة السوقية المضافة ومعدل العائد الإجمالي للمساهم للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500، أي أن المؤسسات كبيرة الحجم لها قدرة على جذب مستثمرين جدد، وبالتالي قيامها باستثمارات جديدة أو توسيع استثماراتها القائمة، يسمح لها ذلك بتحقيق أداء مالي متميز وتعظيم قيمتها، كما أن المؤسسات كبيرة الحجم تدفع المزيد من الأرباح لمساهميها وبالتالي تخلق القيمة لهم، ولها قدرة على الحصول على الأموال من المصادر الخارجية وتحمل مخاطرها، وعليه فإن المؤسسات الكبيرة لديها أداء مالي أفضل من المؤسسات الصغيرة في سوق الأوراق المالية.

- أسفرت نتائج الدراسة عن وجود تأثير سلبي للسيولة على كل من القيمة السوقية المضافة ومعدل العائد الإجمالي للمساهم للمؤسسات محل الدراسة، حيث يمكن تفسير سبب هذه النتيجة بأن هذه المؤسسات لا تقوم باستغلال

السيولة المتوفرة لديها، وهذا جعلها تضيع فرص استثمارية ذات أرباح مرتفعة، ما أثر ذلك سلباً على الأداء المالي للمؤسسة.

- لا يوجد تأثير للمتغير الضابط الضمانات على القيمة السوقية المضافة للمؤسسات محل الدراسة، بينما كان لها تأثير موجب على معدل العائد الإجمالي للمساهم.

إن نموذج التأثيرات الثابتة باعتباره النموذج الملائم للدراسة أسفر عن نتائج مقبولة إلى حد ما من الناحية الاقتصادية، إلا أنه من الناحية الإحصائية فعلى الرغم من تمتع النموذج بمعنوية كلية إلا أن القدرة التفسيرية له كانت متوسطة، إضافة إلى ذلك فمن خلال الاختبارات التي تم إجرائها تبين وجود مشكلة الارتباط الذاتي للأخطاء ومشكلة عدم ثبات التباين، مما دفعنا إلى تقدير النموذج بطريقة قياسية مختلفة تتمثل في التحليل الديناميكي باستخدام طريقة العزوم المعممة GMM، إذ توصلت النتائج إلى أن التقدير بواسطة طريقة مقدر الفروق difference كانت الأفضل من طريقة مقدر النظام GMM-Systeme سواء من الناحية الاقتصادية أو الإحصائية، ومن خلال هذا التقدير توصلنا إلى جملة من النتائج تتمثل في:

- يوجد تأثير موجب وذو دلالة إحصائية للقيمة السوقية المضافة التي تم إدراجها في نموذج الدراسة كمتغير مستقل مؤخر بسنة واحدة على القيمة السوقية المضافة للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500 خلال فترة الدراسة 2010-2019، حيث أن المؤسسات محل الدراسة استفادت من القيمة السوقية المضافة التي حققتها من فرصها الإستثمارية في السنة السابقة، وذلك بإعادة استثمارها في مشاريع أخرى، وذلك ساعدها في كسب ثقة المساهمين الحاليين وجلب مستثمرين جدد من أجل الحصول على موارد مالية إضافية، وبالتالي ساهم ذلك في تحقيق أرباح إضافية تفوق القيمة الإجمالية لرأس المال المستثمر.

- أظهرت نتائج الدراسة التطبيقية ومن خلال التحليل الديناميكي وجود تأثير سالب ودال إحصائياً لمتغير معدل العائد الإجمالي للمساهم والمؤخر بسنة واحدة على الأداء المالي للمؤسسات محل الدراسة مقاساً بمعدل العائد الإجمالي للمساهم، أي أن الزيادة الناجمة عن معدل العائد الذي يحصل عليه المساهم في السنة السابقة يؤدي إلى انخفاض معدل العائد الإجمالي للمساهم في السنة الحالية، ويمكن تفسير ذلك بأن هذه المؤسسات لا تقوم بتوفير معلومات كافية وصحيحة للمستثمرين حول أداءها المالي وأيضاً مختلف القرارات المالية التي تتخذها لا

الخاتمة

سيما قرار توزيع الأرباح، وبالتالي يجعل هؤلاء المستثمرين متخوفين من الإستثمار في هذه المؤسسة، وهذا كله يؤثر سلبا على استثمارات هذه المؤسسات وعلى أسعار أسهمها.

- أشارت نتائج الدراسة إلى وجود تأثير موجب وذو دلالة إحصائية لنسبة الديون قصيرة الأجل على القيمة السوقية المضافة للمؤسسات محل الدراسة، وذلك في ظل التحليل الديناميكي، وتفسير ذلك يعود إلى أن هذه المؤسسات تقوم من خلال اعتمادها على الديون قصيرة الأجل في تجسيد مشاريع استثمارية ذات جدوى، ما يسمح لها بتحقيق عوائد مالية، كما يدل ذلك على الصحة المالية الجيدة للمؤسسة وقدرتها على استغلال الموارد المالية قصيرة الأجل بكفاءة وفعالية في توليد وخلق قيمة مضافة للمؤسسة، وبالتالي قبول الفرضية التي تنص على أن للديون قصيرة الأجل لها تأثير على القيمة السوقية المضافة للمؤسسات محل الدراسة، في حين كان هناك تأثير سلبي ومعنوي لنسبة الديون قصيرة الأجل على معدل العائد الإجمالي للمساهم وذلك في ظل التحليل الديناميكي، ويعود ذلك إلى أن اعتماد المؤسسات بكثرة على الديون قصيرة الأجل في هيكلها التمويلي فإن ذلك يهدد مصالح المساهمين، لأن المؤسسة تصبح مجبرة على تسديد الالتزامات المالية قصيرة الأجل في تاريخ استحقاقها، الأمر الذي يؤدي إلى قيام هذه المؤسسات باحتجاز أرباح أكثر من أجل هذه الالتزامات، ما ينتج عنه انخفاض التوزيعات الممنوحة للمساهمين، وهذا يؤثر بالانخفاض في معدل العائد الإجمالي للمساهم، وعليه يتم قبول الفرضية التي تنص على أنه يوجد تأثير لنسبة الديون قصيرة الأجل على معدل العائد الإجمالي للمساهم.

- يوجد تأثير موجب وذو دلالة إحصائية لنسبة الديون طويلة الأجل على القيمة السوقية المضافة للمؤسسات، وهذه النتيجة في ظل إدخال المتغير التابع (القيمة السوقية المضافة) كمتغير مستقل مؤخر بسنة واحدة، وهي نفس النتيجة التي تم التوصل إليها من خلال التحليل الساكن لنموذج الدراسة، كما لا حظنا بأنه في حالة التحليل الديناميكي كان هناك تأثير سالب لنسبة الديون طويلة الأجل على معدل العائد الإجمالي للمساهم، وبالتالي قبول الفرضية التي تنص على وجود تأثير لنسبة الديون طويلة الأجل على الأداء المالي للمؤسسات محل الدراسة.

- أشارت نتائج الدراسة إلى وجود تأثير سلبي لنسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول على القيمة السوقية المضافة للمؤسسات محل الدراسة، وهي نفس النتيجة التي لاحظناها في التحليل الساكن، بينما كان لهذه النسبة تأثير موجب ودال إحصائيا على معدل العائد الإجمالي للمساهم، وهي أيضا نفس النتيجة التي تم التوصل إليها

الخاتمة

في التحليل الساكن، وعليه يتم قبول الفرضية التي تقر بوجود تأثير لنسبة إجمالي الديون على الأداء المالي للمؤسسات محل الدراسة.

- تبين من خلال التحليل الديناميكي لنماذج البائل وجود تأثير موجب ودال إحصائياً للمتغير الضابط الحجم على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500 خلال الفترة الممتدة من 2010 إلى 2019.

- يوجد تأثير موجب ومعنوي للسيولة على الأداء المالي للمؤسسات محل الدراسة، إذ تعتبر السيولة بمثابة الصورة الحقيقية للمؤسسة، إن تعكس قدرة المؤسسة على مواجهة الالتزامات قصيرة الأجل، كما تظهر هذه العلاقة أن المؤسسات محل الدراسة خلال الفترة 2010-2019 قامت بإدارة أصولها المتداولة بكفاءة وفعالية مما سمح لها ذلك بتحقيق أرباح.

- توصلت الدراسة إلى وجود تأثير موجب ومعنوي للضمانات على القيمة السوقية المضافة للمؤسسات محل الدراسة، أما بالنسبة لمعدل العائد الإجمالي للمساهم فكان للضمانات تأثير سالب ومعنوي.

- اتسمت نتائج دراستنا بالقوة والصلابة وهذا ما أكده فحص **Robustness** من خلال إدخال متغير أزمة أسعار النفط سنة 2015 على نماذج الدراسة، فتحصلنا من خلال هذا الاختبار تقريبا نفس النتائج المتوصل إليها في الدراسة القياسية في التحليل الساكن والديناميكي.

ثالثاً: التوصيات والاقتراحات:

بناء على ما تم التوصل إليه من نتائج والمذكورة أعلاه يمكن تقديم مجموعة من التوصيات والاقتراحات، تتمثل في:

- إجراء المزيد من الدراسات والبحوث حول هذا الموضوع وتكون عينة الدراسة أكبر من عينة دراستنا الحالية، بالإضافة إلى إدراج متغيرات لم يتم تغطيتها في هذه الدراسة، مما يزيد من تحسين جودة النتائج الإحصائية ومساعدة متخذي القرار بالإستثمار في أحد المؤسسات محل الدراسة.

- إجراء دراسات مستقبلية تقوم بالمقارنة بين الأداء المالي لكل القطاعات المدرجة في مؤشر S&P500، لمعرفة التفاوت في معدلات الأداء المالي المحققة في كل قطاع، بهدف تمكين الإدارات من دراسة مختلف العوامل التي قد تؤثر على أدائها المالي، وذلك بهدف تمكين المؤسسات من تحقيق أهدافها الأساسية.

- من الضروري أن تقوم هذه المؤسسات بإجراء دراسات مالية تقييمية بعد أي عملية تمويلية، حتى تتمكن من معرفة أثر هذه المصادر التمويلية المختارة على أدائها المالي، وتتمكن من اتخاذ الإجراءات المناسبة.
- على المؤسسات محل الدراسة أن تحافظ على التمويل بالديون عند المستويات المثلى، من أجل الاستخدام الفعال لأصول هذه المؤسسات.
- على إدارة هذه المؤسسات أن تقوم بدراسة وتحليل سلوكها التمويلي، من أجل الاختيار الأمثل لمصادر التمويل، والتي تعمل على تخفيض تكلفة رأس المال مع مراعاة درجة المخاطرة، لتحقيق أداء مالي جيد، كما يمكن لها الاستفادة من نتائج هذه الدراسة لتحسين وتعزيز أدائها المالي مستقبلاً.
- بالنظر إلى العملية الطويلة والمعقدة نسبياً لحساب المؤشرات الحديثة لتقييم الأداء المالي على أساس القيمة، فإنه يقترح من أجل تسهيل وصول المحللين والمستثمرين والباحثين والمستخدمين إلى المتغيرات المذكورة، يجب على شركات البرمجيات التي تقدم البيانات المالية للشركات في بورصة الأوراق المالية أن تحسب متغيرات تقييم الأداء على أساس القيمة ومن ثم تسليمها للمستخدمين، بحيث يمكن للمحللين والمستثمرين استخدامها بسهولة في اتخاذ قرارات الإستثمار، ومساعدة الباحثين في إنجاز بحوثهم الأكاديمية بسرعة أكبر.
- مع تطور العالم المالي على مدى العقود القليلة الماضية، فإن وسائل التمويل المتاحة للمؤسسات عديدة ومتنوعة، لكن في الواقع لا يمكن للمؤسسة أن تمول نفسها فقط من خلال الوسائل التمويلية التقليدية (الأموال الخاصة والديون بأشكالها المختلفة)، بل يجب عليها أن تلجأ إلى مصادر أخرى حديثة كرأس المال المخاطر، التأجير التمويلي، التوريق والمشتقات المالية.
- العمل على التنسيق الدائم والمستمر بين القرارات الاستراتيجية للمؤسسة (قرار التمويل، قرار الإستثمار وقرار توزيع الأرباح)، من أجل أن يؤدي ذلك إلى تحقيق أهداف المؤسسة وتعزيز قدرتها التنافسية، خصوصاً مع التغيرات المستمرة التي تشهدها بيئة الأعمال.
- حتى الآن لم يتم التوصل إلى نظرية أو دراسة توصلت إلى نفس النتائج بخصوص تأثير السلوك التمويلي على الأداء المالي وقيمة المؤسسة، مما يعني ذلك توسيع دائرة البحث لاختبار هذا الأثر في بيئات مختلفة.

آفاق الدراسة:

ساهمت النتائج النظرية والتطبيقية الخاصة بدراستنا في فتح آفاق جديدة واكتشاف تطلعات ومواضيع بحثية يمكن للباحثين من خلالها إثراء ميدان البحث العلمي لاسيما المتعلقة بموضوع بحثنا، لأن هذا الموضوع بحاجة إلى إجراء المزيد من البحوث والدراسات، وفيما يلي نذكر بعض آفاق البحث:

- إجراء دراسات حول مصادر التمويل الحديثة (كالمشتقات والتأجير التمويلي وغيرها من المصادر الحديثة) ودورها في تحسين الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية.
- إجراء الدراسة بتطبيقها في بيئة مختلفة وتوسيع عينة الدراسة والفترة الزمنية حتى يتم الوصول إلى نتائج أكثر دقة.
- إجراء دراسات حول التداعيات الاقتصادية لوباء كورونا Covid-19 على أداء ونمو المؤسسات الاقتصادية المدرجة في البورصة.
- إجراء الدراسة في بيئة مختلفة ومدة زمنية تزيد عن 10 سنوات، مع محاولة إجراء الدراسة على المؤسسات الجزائرية.

قائمة المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

1: الكتب:

1. إبراهيم الكراسنة، إرشادات عملية في تقييم الأسهم والسندات، صندوق النقد العربي، معهد السياسات الاقتصادية، أبوظبي، 2010.
2. أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر والتوزيع، الجزائر، 2008.
3. أحمد محمد غنيم، الإدارة المالية مدخل التحول من الفقر إلى الثراء، المكتبة العصرية للنشر والتوزيع، مصر، 2008.
4. أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الإستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2004.
5. أسعد أحمد العلي، الإدارة المالية الأسس العلمية والتطبيقية، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2013.
6. أشرف مصطفى توفيق، كيف تتعلم استثمار الأموال؟ في البورصة- صناديق الإستثمار-أسواق رأس المال، الطبعة الأولى، إيتراك للنشر والتوزيع، مصر، 2008.
7. إلهام وحيد دحام، فعالية أداء السوق المالي والقطاع المصرفي في النمو الاقتصادي، الطبعة الأولى، المركز القومي للإصدارات القانونية، القاهرة، 2013.
8. إلياس بن الساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية)، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2006.
9. أمين السيد أحمد لطفي، التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والإستثمار في البورصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.
10. أيمن الشنطي، عامر شقر، مقدمة في الإدارة والتحليل المالي، الطبعة الأولى، دار البداية للنشر والتوزيع، عمان، 2007.
11. بريان كويل، نظرة عامة عن الأسواق المالية، دار الفاروق للنشر والتوزيع، القاهرة، 2005.
12. جمال الدين المرسي، أحمد عبد الله اللوح، الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الإسكندرية.
13. حسين بلعجوز، الجودي صاطوري، تقييم واختيار المشاريع الإستثمارية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2013.
14. حمزة محمود الزبيدي، أساسيات الإدارة المالية، الطبعة الأولى، الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2006.
15. حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2004.
16. خميسي شيحة، التسيير المالي للمؤسسة، دار هومة للنشر والتوزيع، الجزائر، 2013.
17. دريد كامل آل شبيب، إدارة مالية للشركات المتقدمة، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2010.
18. دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2012.
19. دريد كامل آل شبيب، مبادئ الإدارة المالية، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، 2004.
20. رائد محمود أبو طربوش، أسرار الفوركس، عملات، أسهم، عقود مستقبلية، الطبعة الأولى، دار كنوز المعرفة العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2008.
21. رسوان حلوه حنان، نزار فليح البلداوي، مبادئ المحاسبة المالية، الطبعة الأولى، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.

قائمة المراجع

22. رضوان وليد العمار، أساسيات في الإدارة المالية (مدخل إلى قرارات الإستثمار وسياسات التمويل)، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 1997.
23. زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2007.
24. سرمد كوكب الجميل، المدخل إلى الأسواق المالية، 2017.
25. سعد صادق بحيري، إدارة توازن الأداء، الدار الجامعية، 2003-2004.
26. سلام صلال راهي الحسناوي، أساسيات الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار المنهجية للنشر والتوزيع، عمان، 2016.
27. سمير محمد عبد العزيز، اقتصاديات الإستثمار والتمويل والتحليل المالي، مركز الإسكندرية للكتاب، الإسكندرية، 2006.
28. سمير محمد عبد العزيز، التأجير التمويلي، الطبعة الأولى، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، مصر، 2000.
29. سمير محمد عبد العزيز، التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية، مكتبة الإشعاع للنشر والتوزيع، مصر، 1997.
30. سهيل مقابلة، كيف تستثمر بسوق الأسهم- حالة سلطنة عمان-، الطبعة الأولى، دار الريبة للنشر والتوزيع، 2013.
31. شعيب شنوف، التحليل المالي الحديث طبقا للمعايير الدولية للإبلاغ المالي IFRS، الطبعة الثانية، دار زهران للنشر والتوزيع، الأردن، 2015.
32. شقيري نوري موسى، أسامة عزمي سلام، دراسة الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات الإستثمارية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
33. شمعون شمعون، البورصة (بورصة الجزائر)، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2005.
34. صلاح الدين جودة، بورصة الأوراق المالية علميا-عمليا، الطبعة الأولى، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، 2000.
35. طارق عبد العال حماد، دليل التعامل في البورصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007.
36. عاطف وليد أندراوس، أسواق الأوراق المالية (بين ضروريات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها)، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006.
37. عاطف وليم أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007.
38. عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005.
39. عامر عبد الله، التحليل والتخطيط المالي المتقدم، الطبعة الأولى، دار البداية ناشرون وموزعون، عمان، 2015.
40. عبد الحليم كراجه، السكران ياسر، رابعة علي، الإدارة والتحليل المالي، أسس، مفاهيم، تطبيقات، الطبعة الثانية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2006.
41. عبد الستار مصطفى الصياح، سعود جايد مشكور العامري، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2007.
42. عبد العزيز النجار، أساسيات الإدارة المالية، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2007.
43. عبد الغفار حنفي، أساسيات التحليل المالي ودراسات الجدوى، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004.

قائمة المراجع

44. عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2002.
45. عبد الغفار حنفي، استراتيجيات الإستثمار في بورصة الأوراق المالية، أسهم، سندات، وثائق الإستثمار، الخيارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007.
46. عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، المنشآت المالية ودورها في التنمية الاقتصادية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2014.
47. عبد المطلب عبد الحميد، السياسات الاقتصادية على مستوى المشروع (تحليل جزئي)، الطبعة الأولى، مجموعة النيل العربية، القاهرة، 2003، ص 172.
48. عدنان تايه النعيمي، شفيري نوري موسى، سعدون مهدي الساقي، أسامة عزمي سلام، الإدارة المالية النظرية والتطبيق، الطبعة الرابعة، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2011.
49. عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، التحليل والتخطيط المالي اتجاهات معاصرة، دار البيازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2008.
50. عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشه، أساسيات في الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2007.
51. عصام أبو النصر، أسواق الأوراق المالية (البورصات) في ميزان الفقه الإسلامي، الطبعة الأولى، دار النشر للجامعات، القاهرة، 2006.
52. عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، 2008.
53. عصران جلال عصران، الإستثمار غير المباشر في محافظ الأوراق المالية، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2010.
54. عطا الله " محمد تيسير " الشرعة، غالب محمود سنجق، إدارة الموارد البشرية الاتجاهات الحديثة وتحديات الألفية الثالثة، الطبعة الأولى، الدار المنهجية، 2015.
55. علي عباس، الإدارة المالية في منظمات الأعمال، الطبعة الأولى، دار مكتبة الرائد العلمية، عمان، 2002.
56. علي عباس، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، 2008.
57. عليان الشريف، أحمد الجعبري، رشاد العصار، الإدارة والتحليل المالي، دار البركة للنشر والتوزيع، عمان، 2007.
58. فارس جميل الصوفي، المعايير المحاسبية الدولية والأداء المالي للشركات الصناعية المساهمة العامة، الطبعة الأولى، دار جليس الزمان للنشر والتوزيع، عمان، 2012.
59. فايز تيم، مبادئ الإدارة المالية، الطبعة الثالثة، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، 2013.
60. فرد ويستون، يوجين برجام، التمويل الإداري، دار المريخ للنشر، السعودية، 1993.
61. فريد راغب النجار، إدارة شركات، تداول الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009.
62. فلاح حسن الحسيني، مؤيد عبد الرحمن الدوري، إدارة البنوك مدخل كمي واستراتيجي معاصر، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2003.

قائمة المراجع

63. فيصل محمود الشواورة، الإستثمار في بورصة الأوراق المالية (الأسس النظرية والعملية)، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان، 2008.
64. كاظم جاسم العيساوي، الاقتصاد الإداري، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2008.
65. كمال الدين الدهراوي، تحليل القوائم المالية لأغراض الإستثمار، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004.
66. كنجو عبود كنجو، إبراهيم وهبي فهد، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 1997.
67. مبارك لسوس، التسيير المالي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004.
68. مجيد الكرخي، تقويم الأداء باستخدام النسب المالية، الطبعة الأولى، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، 2007.
69. محفوظ جبار، تنظيم وإدارة البورصة، الطبعة الأولى، دار هومة للنشر، الجزائر، 2002.
70. محفوظ جودة، حسين اليحي، حسني خريوش، تحليل وتقييم المشاريع، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2009.
71. محمد الصيرفي، البورصات، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007.
72. محمد المبروك أبو زيد، التحليل المالي شركات وأسواق مالية، الطبعة الثانية، دار المريخ للنشر، السعودية، 2009.
73. محمد تيسير الرجبى، تحليل القوائم المالية، الطبعة الأولى، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، 2014.
74. محمد سعيد عبد الهادي، الإدارة المالية الإستثمار والتمويل، التحليل المالي الأسواق المالية الدولية، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، 2008.
75. محمد شكري الجميل العدوى، بورصة الأوراق المالية في ميزان الشريعة الإسلامية دراسة فقهية مقارنة، الطبعة الأولى، مكتبة الوفاء القانونية، الإسكندرية، 2014.
76. محمد صالح الحناوي، إبراهيم إسماعيل سلطان، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1999.
77. محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية مدخل القيمة واتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2010.
78. محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، نهال فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد، أسواق المال والمؤسسات المالية، دار التعليم الجامعي للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2013.
79. محمد صالح الحناوي، رسمية زكي قرياقص، أساسيات الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1997.
80. محمد صالح الحناوي، رسمية زكي قرياقص، الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004.
81. محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، الإدارة المالية (التحليل المالي لمشروعات الأعمال)، المكتب الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008.
82. محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية (التحليل المالي للمشروعات الجديدة)، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2009.
83. محمد طنيب، محمد عبيدات، الإدارة المالية في القطاع الخاص، الطبعة الأولى، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 2009.

قائمة المراجع

84. محمد عبد الله شاهين محمد، تحليل وتقييم محافظ الأوراق المالية، دار حميترا للنشر والترجمة، ص 286.
85. محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، الإستثمار في البورصة، أسهم - سندات - أوراق مالية، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، 2006.
86. محمد فتحي البديوي، أسواق رأس المال (بورصات الأوراق المالية وصناديق الإستثمار) دراسة تحليلية، الطبعة الأولى، المكتبة الأكاديمية، القاهرة، 2007.
87. محمد محمد الداغر، الأسواق المالية، مؤسسات، أوراق، بورصة، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان 2007.
88. محمد محمود الخطيب، الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات المساهمة، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، 2010.
89. محمد مطر، الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والائتماني والأساليب والأدوات والاستخدامات العملية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، الأردن، 2003.
90. محمد يوسف ياسين، البورصة، عمليات البورصة، تنازع القوانين اختصاص المحاكم، الطبعة الأولى، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، 2004.
91. محمود عزت اللحام، أنس علي القضاء، محمود إبراهيم نور، مصطفى يوسف كافي، الإدارة المالية المعاصرة، الطبعة الأولى، دار الإعصار العلمي للنشر والتوزيع، عمان 2014.
92. مدحت محمد أبو النصر، الأداء الإداري المتميز، الطبعة الأولى، المجموعة العربية للتدريب والنشر، مصر، 2008.
93. معراج هوارى، بهناس عباس، أحمد مجدل، القرار الإستثماري في ظل عدم التأكد والأزمة المالية، الطبعة الأولى، دار كنوز المعرفة العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2013.
94. مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، الطبعة الأولى، دار أجنادين للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
95. المنظمة العربية للتنمية الإدارية، قياس وتقييم الأداء كمدخل لتحسين جودة الأداء المؤسسي، القاهرة، 2009.
96. منير إبراهيم هندي، أساسيات الإستثمار وتحليل الأوراق المالية، الطبعة الثالثة، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2015.
97. منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، الطبعة السادسة، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2007.
98. منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، مركز الدلتا للطباعة، الإسكندرية، 2006.
99. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1998.
100. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، الطبعة الثانية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2005.
101. منير شاكر محمد، عبد الناصر نور، التحليل المالي مدخل صناعة القرارات، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2005.
102. موسى اللوزي، التنظيم وإجراءات العمل، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2007.

قائمة المراجع

103. مؤيد راضي خنفرة، غسان فلاح المطارنة، تحليل القوائم المالية مدخل نظري وتطبيقي، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2006.
104. مؤيد عبد الرحمن الدوري، نور الدين أديب أبوزناد، التحليل المالي باستخدام الحاسوب، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، عما، 2006.
105. ناصر دادي عدون، عبيرات مقدم، قرية معمر، دراسة الحالات في المحاسبة ومالية المؤسسة، الطبعة الأولى، دار المحمدية، الجزائر، 2008.
106. نور الدين خبابة، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار النهضة العربية للنشر والطباعة، بيروت، 1997.
107. وائل محمد صبحي إدريس، طاهر محسن منصور الغالبي، أساسيات الأداء وبطاقة التقييم المتوازن، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
108. وليد ناجي الحياي، الاتجاهات المعاصرة في التحليل المالي (منهج علمي وعملي متكامل)، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2004.

2: أطروحات الدكتوراه

1. بدرابي شهباز، تأثير أنظمة سعر الصرف على النمو الاقتصادي في الدول النامية- دراسة قياسية باستخدام بيانات البانل لعينة من 18 دولة نامية (1980-2012)، أطروحة دكتوراه، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2014-2015.
2. بن اعمر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية- دراسة قياسية-، أطروحة دكتوراه، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2012-2013.
3. بن دحمان آمنة، التطور المالي والنمو الاقتصادي في الدول النامية- دراسة قياسية باستخدام بيانات البانل لعينة من 25 دولة خلال الفترة 1989-2014-، أطروحة دكتوراه، جامعة أبي بكر بلقايد- تلمسان-، 2015-2016.
4. بوشمال محمد، أثر سعر الصرف على النمو الاقتصادي في الجزائر دراسة تحليلية قياسية مقارنة مع بعض الدول العربية خلال الفترة 1990-2016، أطروحة دكتوراه، جامعة زيان عاشور، الجلفة، 2019-2020.
5. بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2005-2006.
6. جبوري محمد، تأثير أنظمة أسعار الصرف على التضخم والنمو الاقتصادي: دراسة نظرية وقياسية باستخدام بيانات بانل، أطروحة دكتوراه، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2012-2013.
7. جهرة شنافة، أثر سوق الأوراق المالية في النمو الاقتصادي - دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة 1980-2016، أطروحة دكتوراه، جامعة فرحات عباس، سطيف 1، الجزائر، 2017-2018.
8. حركاتي نبيل، تحليل قرارات التمويل وأثرها على ربحية وقيمة المؤسسة الاقتصادية - دراسة حالة الشركات الصناعية المدرجة في الأسواق المالية العربية للفترة 2007-2015، أطروحة دكتوراه، جامعة فرحات عباس سطيف 1، 2017-2018.
9. حططاش عبد السلام، نظرية الهيكل التمويلي في إطار نظام المشاركة -دراسة تقييمية للهيكل التمويلية لعينة من المؤسسات الاقتصادية-، أطروحة دكتوراه، المدرسة العليا للتجارة، 2016-2017.
10. دادن عبد الغني، قياس وتقييم الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية نحو إرساء نموذج للإنذار المبكر باستعمال المحاكاة المالية- حالتي بورصتي الجزائر وباريس، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2006-2007.
11. رفاع توفيق، دراسة السلوك التمويلي للمؤسسة الاقتصادية في ظل التحولات المالية- دراسة ميدانية للمؤسسات الصناعية الجزائرية-، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر 3، 2014-2015.

قائمة المراجع

12. زيان نورة، أثر سياسة التحرير المالي على النمو الاقتصادي في الجزائر -دراسة تحليلية قياسية ومقارنة مع بعض الدول النامية خلال الفترة 1980-2015، أطروحة دكتوراه، جامعة زيان عاشور، الجلفة، 2018-2019.
13. سراي صالح، دراسة أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء الأسواق المالية- دراسة عينة من أسواق رأس المال العربية، المغرب، الأردن، مصر، أطروحة دكتوراه، جامعة محمد بوضياف المسيلة، 2016-2017.
14. صلاح الدين شريط، دور صناديق الإستثمار في سوق الأوراق المالية -دراسة تجربة جمهورية مصر العربية" مع إمكانية تطبيقها على الجزائر"-، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر 3، 2011-2012.
15. عبد المجيد تيمواوي، نحو بناء نظري لتفسير السلوك التمويلي للمؤسسات الجزائرية، أطروحة دكتوراه، جامعة محمد خيضر - بسكرة-، 2013-2014.
16. عقبي حمزة، انعكاسات تطبيق النظام المحاسبي المالي على الأداء المالي للشركات المدرجة في السوق المالي، أطروحة دكتوراه، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2016-2017.
17. العقون عبد الجبار، أثر السياسات المالية على النمو الاقتصادي في الجزائر-دراسة تحليلية قياسية مقارنة مع بعض دول الخليج العربي خلال الفترة 1990-2016، أطروحة دكتوراه، جامعة زيان عاشور، الجلفة، 2019-2020.
18. عمر قيرة، الهندسة المالية وإدارة مخاطر تجميع رأس المال في المؤسسات الاقتصادية- دراسة حالة مؤشر CAC40، أطروحة دكتوراه، جامعة فرحات عباس سطيف 1، 2017-2018.
19. قط سليم، مفاضلة الإستثمار بين سوق الأوراق المالية المعاصرة وسوق الأوراق المالية الإسلامية- دراسة مقارنة، أطروحة دكتوراه، جامعة محمد خيضر - بسكرة-، 2015-2016.
20. كامل أحمد أبو ماضي، قياس أداء مؤسسات القطاع العام في قطاع غزة باستخدام بطاقة الأداء المتوازن، أطروحة دكتوراه، جامعة الجنان طرابلس، لبنان، 2015.
21. مجاهد كززة، تأثير القطاع المالي على النمو الاقتصادي: دراسة حالة الدول النامية والمتقدمة باستعمال **Panel Data Analysis**، أطروحة دكتوراه، جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان، 2015-2016.
22. محمد العيد تجاني، أهمية استراتيجيات إدارة المخاطر في تعزيز الصناعة المالية الإسلامية لمتطلبات استقرار الأسواق المالية الدولية- دراسة قياسية لحالة مجموعة من الأسواق الإسلامية والدولية خلال الفترة 2007-2017، أطروحة دكتوراه، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2017-2018.
23. محمد بوشوشة، تأثير السياسة التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، أطروحة دكتوراه، جامعة بسكرة، 2015-2016.
24. محمد بوهالي، أثر القرارات المالية على الأداء المالي للمؤسسة- دراسة مجموعة من المؤسسات الجزائرية-، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر 3، 2017-2018.
25. مناصرية خولة، أثر السياسة المالية على أداء سوق الأوراق المالية - دراسة حالة الأردن (خلال الفترة 1990-2014)-، أطروحة دكتوراه، جامعة محمد خيضر - بسكرة، 2015-2016.
26. نوي فطيمة الزهرة، أثر تطبيق الحوكمة المؤسسية على تحسين أداء البنوك الجزائرية، أطروحة دكتوراه، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2016-2017.
27. هند سعدي، أثر الإستثمارات المباشرة الأجنبية على النمو الاقتصادي في البلدان العربية - دراسة قياسية اقتصادية للفترة (1980-2014)-، أطروحة دكتوراه، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، 2016-2017.

3: الملتقيات

قائمة المراجع

1. إلياس بن ساسي، النمو ومفهوم خلق القيمة كمؤشر للأداء المالي والاستراتيجي للمؤسسة- حالة المؤسسة الوطنية للتنقيب بحاسي مسعود-، المؤتمر العلمي الدولي حول الأداء المتميز للمنظمات والحكومات، 8-9 مارس، 2005، ورقة.
2. بربيش السعيد، التمويل التاجيري كبديل لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات-دراسة حالة الجزائر والدول النامية-، جامعة محمد خيضر بسكرة، يومي 21 و22 نوفمبر 2006.
3. بريكة السعيد، مسعي سمير، تقييم المنشأة الاقتصادية: مدخل القيمة الاقتصادية المضافة EVA، الملتقى الدولي حول صنع القرار في المؤسسات الاقتصادية، يوم 14 أبريل 2009، جامعة محمد بوضياف المسيلة، الجزائر.
4. ببق ليلي اسمهان، بورقة سوسي، تطبيق نماذج البانل: أثر سعر الفائدة والنمو الاقتصادي على الإستثمارات الأجنبية المباشرة إلى الدول المغاربية، الملتقى الوطني الثالث حول: تطبيقات القياس الاقتصادي والنمذجة المالية في ظل البيانات الضخمة وتكنولوجيا الإعلام والاتصال، المركز الجامعي بلحاج بوشعيب، عين تيموش، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، يوم 14 نوفمبر، 2019.
5. بلبول حدة، سحنون أمال، السياسات التمويلية المنتهجة من طرف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ملتقى وطني حول النظام المالي وإشكالية تمويل الاقتصاديات النامية، 11 فيفري 2019، جامعة المسيلة.
6. بلهوشات محمد الأمين، بوتواتة أمينة، أثر تكنولوجيا المعلومات والاتصالات على النمو الاقتصادي- دراسة قياسية لحالة دول شمال افريقيا خلال الفترة 2000-2017-، الملتقى الدولي السابع حول: نقل التكنولوجيا على الصعيد الدولي، جامعة الجبالي بونعامة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، يومي 26 و27 جوان 2019.
7. حنا حراث، صالح عياد، أثر البرامج الإستثمارية في تطوير السياحة الداخلية لتحقيق الميزة التنافسية-دراسة قياسية ومقارنة بين تونس والجزائر-، الملتقى الوطني الخامس حول: السياحة الداخلية بين الواقع والمأمول، المركز الجامعي أحمد زبانة غليزان، معهد العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، يومي 10 و11 ديسمبر 2018.
8. خوني رباح، حساني رقية، واقع وآفاق التمويل التاجيري في الجزائر وأهميته كبديل لقطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الملتقى الدولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، يومي 17 و18 أبريل 2006.
9. روبنة عبد السميع، حجازي إسماعيل، تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق شركات رأس المال المخاطر، ملتقى دولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، يومي 17 و18 أبريل 2006.
10. عمر النسور، نحو انشاء مؤشر إسلامي في بورصة عمان"دراسة تحليلية في ضوء المعيار الشرعي رقم (21) والصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المؤتمر الدولي الرابع للمصارف الإسلامية:" الأسواق المالية الإسلامية من منظور المالية الإسلامية والمعايير الدولية"، للفترة 16-17 أوت 2017، الجامعة الأردنية، عمان.
11. مجدي الشورجي، أثر تكنولوجيا المعلومات والاتصالات على النمو الاقتصادي في الدول العربية، الملتقى الدولي الخامس حول" رأس المال الفكري في منظمات الأعمال العربية في ظل الاقتصاديات الحديثة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبية بن بوعلي، الشلف، الجزائر، يومي 13 و14 ديسمبر 2011.

قائمة المراجع

12. مداني بن بلغيث، عبد القادر دشاش، انعكاسات تطبيق النظام المحاسبي المالي على التشخيص المالي للمؤسسة- دراسة حالة مطاحن الواحات-، ملتقى دولي حول النظام المحاسبي المالي في مواجهة المعايير الدولية للمحاسبة التحدي والمعايير الدولية للمراجعة، يومي 13 و14 ديسمبر 2011.

4: المقالات

1. بن شلاط مصطفى، الوالي فاطمة، دراسة قياسية لإمكانية توحيد العملة بين الجزائر، المغرب وتونس، مجلة البشائر الاقتصادية، العدد 1، 2014.
2. إبراهيم علي عبد الله القاضي، علي عباس، عبد العزيز صايمة، علي زكي غازي، أثر القرارات الاستراتيجية التمويلية في الشركات المساهمة العامة الصناعية الأردنية على حصة السهم العادي من الأرباح، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، العدد 15.
3. أحمد العلي، أثر الرفع المالي على السيولة والربحية- دراسة تطبيقية على عينة من الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية-، مجلة جامعة البعث، المجلد 40، العدد 1.
4. أحمد سلامي، زينب درويش، نحو بناء نموذج قياسي للتنبؤ بالأداء المالي للمؤسسات المسعرة في بورصة قطر- دراسة حالة عينة من الشركات خلال الفترة (2010-2015)، مجلة الدراسات الاقتصادية الكمية، العدد 2، 2016.
5. أحمد سلامي، محمد شيخي، اختبار العلاقة السببية والتكامل المشترك بين الادخار والإستثمار في الاقتصاد الجزائري خلال الفترة (1970-2011)، مجلة الباحث، العدد 13، 2013، ص 127.
6. أعراب جازية، مخاطر تقلب عوائد مؤشرات الأسواق المالية (دراسة قياسية للبيانات يومية من سبتمبر 2014 إلى سبتمبر 2018 خاصة بمؤشر بورصة فرانكفورت Dax30)، مجلة الإستراتيجية والتنمية، المجلد 10، العدد 1، 2020.
7. أمنة مخانشة، تأصيل لفكرة البورصة ومضمونها، مجلة الاجتهاد القضائي، المجلد 8، العدد 11، 2016.
8. أمينة بوتواتة، تقييم الأداء المالي لمجمع سونطراك بالمقارنة بين أساليب التقييم الحديث والتقليدي -دراسة قياسية للفترة 2012-2015-، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، المجلد 6، العدد 1، 2019.
9. إياد ظاهر محمد، برشنة صالح العسكري، قياس وتحليل النجاح المالي وفق المؤشرات المالية الحديثة- دراسة تطبيقية في سوق أبوظبي المالي، مجلة دراسات اقتصادية، العدد 38، 2019.
10. أيمن الشعوش، اختبارات جذر الوحدة لبيانات البائل (اختبارات الجيل الأول) تطبيق على عينة من الدول النامية، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، المجلد 39، العدد 5، 2017.
11. بحري علي، تحليل الأداء المالي بالنسب المالية للمؤسسة الاقتصادية- دراسة تطبيقية في مؤسسة مطاحن الحضاة للفترة 2011-2016-، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية، العدد الاقتصادي 35(1).
12. بختي عمارية، تقييم الأداء للبنوك الإسلامية باستخدام معيار CAMELS- دراسة حالة بنك السلام الجزائري-، Revue des Réformes Economiques et Intégration En Economie Mondiale، المجلد 12، العدد 25، 2018.
13. براق محمد، عيواج مختار، دور بورصة الأوراق المالية في خوصصة المؤسسات العمومية مع الإشارة إلى بعض التجارب العربية، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية، المجلد 5، العدد 2، 2012.

14. برشنة صالح محمد، التمويل الممتك في إطار نظرية الإشارة وانعكاسه على متوسط أسعار الأسهم العادية- دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية-، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 24، العدد 102، 2018.
15. بشار ذنون محمد الشكرجي، ميادة صلاح الدين تاج الدين، علاقة مؤشر الأسهم في السوق المالية بالحالة الاقتصادية - دراسة تحليلية لسوق الرياض للأوراق المالية-، مجلة تنمية الرافدين، العدد 30، 2008.
16. بصيري محفوظ، المؤشرات الرئيسية لأداء سوق الأوراق المالية وأثرها على التنمية الاقتصادية- دراسة حالة بورصة الجزائر خلال الفترة (2001-2015)، معارف، العدد 21، 2016.
17. بكاري بالخير، قمو سهيلة، محددات الهيكل المالي في المؤسسات البترولية الوطنية - دراسة تطبيقية لعينة من المؤسسات العاملة في منطقة حاسي مسعود للفترة (2009-2014)، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، جامعة الوادي، العدد 2017.
18. بلبال حسناوي، عبد الرزاق فوزي، أثر رأس المال الفكري في تحسين أداء المؤسسة الاقتصادية- دراسة على عينة من المؤسسات الاقتصادية بولاية سطيف، مجلة الاستراتيجية والتنمية، المجلد 9، العدد 16، 2019.
19. بلعدي عبد الله، رأس المال المخاطر نمط تمويلي بديل ومعاصر للمؤسسة " التجربة الجزائرية أنموذجاً"، مجلة الأصيل للبحوث الاقتصادية والإدارية، المجلد 4، العدد 1، 2020.
20. بن البار موسى، بوساق أمين، نموذج مقترح لتقييم الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية- عينة من المؤسسات الناشطة بالمنطقة الصناعية بالمسيلة-، مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبة، المجلد 4، العدد 1، 2019.
21. بن جميل هناء، مخفي أمين، سوق الأوراق المالية من محفز للنمو إلى مولد للأزمات، مجلة المالية والأسواق، المجلد 4، العدد 2، 2017.
22. بن رحمون سليم، القرارات الإستثمارية والإفصاح عنها في القوائم المالية للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 48، 2017.
23. بن وسعد زينة، أثر تقييم الأداء على الرضا الوظيفي في المؤسسات- دراسة حالة مؤسسة الاسمنت ببني صاف، عين تيموشنت، مجلة الاقتصاد وإدارة الأعمال، المجلد 2، العدد 7، 2018.
24. بنية حيزية، مكيد علي، دراسة تحليلية للأساليب الحديثة لقياس الأداء المالي- دراسة حالة مؤسسة الاسمنت السعودية، أبعاد اقتصادية، المجلد 6، العدد 2، 2018.
25. بهياني رضا، بختي فريد، الحرية الاقتصادية والنمو الاقتصادي في الدول العربية- دراسة قياسية باستخدام نماذج بانل الديناميكي خلال الفترة (2006-2017)، مجلة الاستراتيجية والتنمية، المجلد 10، العدد 1 مكرر (الجزء الثاني)، 2020.
26. بوعباية حسان، فاعلية المراجعة الإستراتيجية في تقييم وتقويم أداء المؤسسات الاقتصادية- بالتطبيق على تعاونية الحبوب والخضر الجافة بالمسيلة-، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، العدد 15، 2016.
27. بوغرارة بومدين، غربي ناصر صلاح الدين، مدى توافق صيغ التمويل الإسلامي مع الاحتياجات المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، مجلة دفاتر اقتصادية، المجلد 3، العدد 6، 2013.
28. بومجان عادل، موسى عبد الناصر، التمكين الإداري وأثره على أداء المؤسسة- دراسة حالة مؤسسة صناعة الكوابل فرع جنرال كابل، بسكرة-، أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد 27، 2015.

29. جمال معتوق، تحليل القوائم المالية المعدة وفق النظام المحاسبي المالي SCF - دراسة حالة: المؤسسة العمومية لإنتاج الحليب ومشتقاته، مجمع GIPLATT (وحدة ملبنة التل مزلق، سطيف) للفترة 2014-2014، مجلة العلوم الانسانية والاجتماعية، العدد 48، 2017.
30. جميل حسن النجار، مدى تأثير الرفع المالي على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين - دراسة اختبارية-، مجلة جامعة الأزهر بغزة، سلسلة العلوم الإنسانية، المجلد 13، العدد 1، 2013، ص 289.
31. حابي أحمد، زيدي البشير، دور حوكمة الشركات في تحسين الأداء المالي، مجلة المناجير، العدد 2، 2015.
32. حجاج مصطفى، بن عمور سمير، مدى فعالية التحليل المالي في تقييم الأداء والتنبؤ بالوضع المالي - دراسة حالة مجمع صيدال وشركة آليانس للتأمينات، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، المجلد 9، العدد 3، 2018.
33. حركاتي نبيل، محددات الهيكل التمويلي للشركات الصناعية المساهمة بولاية سطيف خلال الفترة 2009-2014، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 18، 2018.
34. حسين قبالن، مؤشرات أسواق الأوراق المالية - دراسة حالة مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية -، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 11، 2011.
35. حشماوي محمد، الأغا سعاد، نماذج التحليل المالي عن طريق قياس مساهمة المؤسسة في خلق القيمة، المدبر، العدد 6، 2018.
36. حطاب دلال، زعييط نور الدين، تحليل وتقييم الأداء المالي باستخدام المؤشرات المالية - دراسة تطبيقية لمؤسسة أرسيلور ميتال عنابة (2013-2014)، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، المجلد 4، العدد 1، 2018.
37. حكيم شبوطي، براهيم علي عباس، مدى أهمية محتوى القوائم المالية للمستثمرين في ظل التوجه نحو معايير الإبلاغ المالي الدولية، مجلة شعاع للدراسات الاقتصادية، العدد 3، 2018.
38. حكيمة حلمي، عبد المالك بلعشي، محمد سعد أبو الفتوح الفقي، أثر قرار الرفع في رأس مال المؤسسة المسعرة في البورصة على أدائها المالي: دراسة قياسية باستخدام نماذج البائل لعينة من المؤسسات الجزائرية للفترة (2012-2017)، مجلة الإبداع، المجلد 11، العدد 1، 2021.
39. حيدر نعمة الفرجي، لميس محمد مطرود، قياس تكلفة التمويل باستخدام نموذج CAPM GORDEN وأثرهما في القرار المالي، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد 116، 2018.
40. خلايفة العلمي، العبيدي عماره، إشكالية تمويل الخدمات المصرفية في البنوك الإسلامية، مجلة العلوم الإدارية والمالية، المجلد 2، العدد 2، 2018.
41. خلفه ساهل زينب، حوكمة الشركات الممولة برأس المال المخاطر - دراسة نظرية للعلاقة بين المخاطر برأس المال/مسير-، مجلة الباحث الاقتصادي (CHEEC)، المجلد 6، العدد 1، 2018، ص 231.
42. خولة عزاز، سعيدة ممو، صيغ التمويل الإسلامي كآلية لدعم ربحية البنوك الإسلامية - دراسة حالة بنك قطر الإسلامي مع الإشارة إلى تجربة بنك البركة الجزائري -، الأفاق للدراسات الاقتصادية، العدد 6، 2018.
43. دادن عبد الغاني، قرار التمويل تحت تأثير الضرائب وتأثير تكلفة التمويل، مجلة الباحث، العدد 6، 2008.
44. دادن عبد الغني، قراءة في الأداء المالي والقيمة في المؤسسات الاقتصادية، مجلة الباحث، العدد 4، 2006.
45. دادن عبد الوهاب، بديدة حورية، تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة الشركات المدرجة في المؤشر CAC40 تحليل إحصائي خلال الفترة 2007-2009، أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد 10، 2011.
46. دادن عبد الوهاب، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي (الإسهامات النظرية الأساسية)، مجلة الباحث، العدد 4، 2006.

47. دلفوف سفيان، أثر محددات القرار التمويلي على قيمة الرفع المالي بالمؤسسة من وجهة نظر إسلامية- حالة عينة من المؤسسات المدرجة في السوق المالي الماليزي، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، المجلد 14، العدد 19، 2018.
48. رامي أبو وادي، نهيل سقف الحيط، القيمة الاقتصادية المضافة كأداة مكملة لتقييم أداء المصارف التجارية الأردنية، مجلة جامعة النجاح للأبحاث (العلوم الإنسانية)، المجلد 30، العدد 12، 2016.
49. رتيعة محمد، استخدام نماذج بيانات البائل في تقدير دالة النمو الاقتصادي في الدول العربية، المجلة الجزائرية للاقتصاد والمالية، العدد 2، 2014.
50. رجاء كامل مجيد، دراسة تطبيقية عن تحليل نماذج البيانات المقطعية الثابتة والعشوائية والمختلطة المقاسة في فترات زمنية محددة، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 23، العدد 100، 2017.
51. ردة خديجة، طاري محمد العربي، الأدوات المستخدمة في تحليل القوائم المالية وأهميتها كألية لتشخيص الوضع المالي للمؤسسات، مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبة، المجلد 2، العدد 3، 2017.
52. رشيد حفصي، نبيل حلبي، جميلة بلعشي، تأثير مؤشرات الأداء المالي على القيمة السوقية للسهم- دراسة لعينة من المؤسسات الصناعية المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة 2014-2016-، مجلة الاستراتيجية والتنمية، المجلد 9، العدد 3، 2019.
53. رضوان العمار، دانيا إبراهيم غيا، نظريات الهيكل التمويلي وأثرها على قيمة المؤسسة (عرض وتحليل)، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية، المجلد 40، العدد 6، 2018.
54. رفيق نزار، هارون الطاهر، أثر الانفتاح على النمو الاقتصادي في دول جنوب المتوسط باستخدام تحليل بيانات البائل خلال الفترة 1980-2012، مجلة العلوم الاجتماعية والإنسانية، العدد 34، 2016.
55. رملوي عبد القادر، بشرول فيصل، مؤشرات الأسواق المالية كوسيلة للوقاية من الأزمات المالية- التنبؤ بحركة مؤشر داو جونز الصناعي باستخدام منهجية box-jenkins في تحليل السلاسل الزمنية-، اقتصاديات الأعمال والتجارة، العدد 3، 2017.
56. رملة حسام الدين، دراسة أثر تكوين رأس المال البشري على النمو الاقتصادي لدول المغرب العربي باستعمال بيانات بانل للفترة (1995-2014)، مجلة الإبداع، المجلد 8، العدد 1، 2018.
57. ريمة يونس، مقارنة نتائج التحليل المالي بين تطبيق الأساليب التقليدية والأساليب الحديثة- دراسة حالة الشركة الوطنية للتأمين SAA، مجلة معهد العلوم الاقتصادية، المجلد 20، العدد 2، 2016.
58. زادوركب منير، رأس المال المخاطر كألية من آليات الهندسة المالية لتمويل المشاريع الإستثمارية- دراسة سوق رأس المال المخاطر في الجزائر-، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، المجلد 10، العدد 3، 2019.
59. زاوي صورية، أثر إدارة الأرباح على جودة القوائم المالية للمؤسسة الاقتصادية، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 47، 2017.
60. زيبيدي البشير، سعدي يحي، جودة التقارير المالية ودورها في تقييم الأداء المالي- دراسة حالة مجمع صيدال-، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، جامعة الوادي، المجلد 2، العدد 9، 2016.
61. زرفاوي عبد الكريم، تقييم أداء المؤسسة الاقتصادية باستخدام أساليب المحاسبة الإدارية- مدخل بطاقة الأداء المتوازن:- دراسة حالة مؤسسة "صيدال" و"روبية"، مجلة الاقتصاد الصناعي، العدد 11، 2016.
62. زعفران منصورية، بودونات أسماء، جودة القوائم المالية في ظل النظام المحاسبي المالي- دراسة حالة لوحدة تغذية الأنعام لولاية مستغانم-، مجلة اقتصاديات الأعمال والتجارة، العدد 6، 2018.

63. زكرياء يحي جمال، اختيار النموذج في نماذج البيانات الطويلة الثابتة والعشوائية، المجلة العراقية للعلوم الإحصائية، العدد 21، 2012.
64. زهرة حسن العماري، علي خلف الركابي، أهمية النسب المالية في تقويم الأداء- دراسة ميدانية في شركة المشاريع النفطية، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد 63، 2007.
65. زهير غراية، اختبار نموذج كفاءة الأسواق المالية: مدخل لتقييم أسعار المنتجات المالية- دراسة لعينة من المؤشرات المالية العربية -، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، العدد 13، 2015.
66. زيد أيمن، بودراع أمينة، صيغ التمويل الإسلامي ودورها في الحد من مشكلة البطالة، مجلة الاجتهاد للدراسات القانونية والاقتصادية، العدد 11، 2017.
67. زين الدين شروقي، محددات سياسة توزيع الأرباح في البنوك الجزائرية- دراسة تطبيقية خلال الفترة (2009-2014)، مجلة العلوم الإدارية والمالية، المجلد 1، العدد 1، 2017، ص 337.
68. سباع أحمد صالح، محمد البشير بن عمر، فعالية مبادئ الحوكمة في تحسين الأداء المالي للمؤسسة-دراسة حالة المجمع الصناعي صيدال، مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبة، المجلد 3، العدد 1، 2018.
69. سبتي اسماعيل، تقييم الأداء المالي للمؤسسة الجزائرية في ظل تطبيق النظام المحاسبي المالي SCF- دراسة حالة مؤسسة ملبنة التل بسطيف للفترة 2014-2016، دراسات اقتصادية، المجلد 16، العدد 33، 2018.
70. سعاد شكري معمر، تفعيل إستراتيجية الحوكمة للرقابة على التمويل الإسلامي، معارف، العدد 23، 2017.
71. سليم مجلح، وليد بشيشي، محددات الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية- دراسة تحليلية قياسية باستخدام أشعة الانحدار الذاتي VAR ، مجلة دراسات اقتصادية، المجلد 6، العدد 1، 2019.
72. السمان محمد أحمد عبد الله، إسماعيل عثمان نجيب، أثر تكلفة التمويل على الهيكل المالي والقيمة السوقية للمنشأة، مجلة العلوم الاقتصادية، المجلد 15، العدد 2، 2014.
73. سمر مصطفى منصور متولى، تحليل ومقارنة أساليب تصميم مؤشرات أسواق الأوراق المالية: مثال مؤشرات أسواق الولايات المتحدة ومصر، المجلة العربية للعلوم ونشر الأبحاث، المجلد 2، العدد 6، 2016.
74. سمية أحمد ميلي، حسين بلعجوز، محاسبة التسيير ودورها في قياس وتقييم الأداء بالتطبيق على المؤسسة الاقتصادية في الجزائر، مجلة كلية العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، العدد 16، 2016.
75. سويسي الهواري، رضاني حميدة، 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 2، 2017.
76. شريف غياط، مهري عبد المالك، تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية باستخدام مؤشر قياس المردودية- دراسة حالة مؤسسة البناء والأشغال العمومية (ERTP) خلال الفترة 2011-2013، دراسات اقتصادية، المجلد 6، العدد 13، 2013.
77. شناق جهرة، أثر محددات هيكل رأس المال على الأداء المالي للبنوك المسجلة في سوق الأوراق المالية السعودي- دراسة قياسية للفترة (2005-2015)، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 17، 2017.
78. شنين عبد النور، زرقون محمد، دراسة قدرة المؤشرات التقليدية والحديثة على تفسير الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة- دراسة حالة بورصة الجزائر للفترة 2000-2013، مجلة الدراسات الاقتصادية الكمية، العدد 1، 2015.
79. شهاب الدين حمد النعيمي، التنبؤ بأداء وربحية الشركات باستخدام معادلة Tobin's Q- دراسة تطبيقية على عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة دراسات محاسبية ومالية، المجلد 7، العدد 20، 2012.

80. شهدي محمد، بشوندة رفيق، القياس المقارن لتحسين الأداء في المؤسسات الصناعية- دراسة مقارنة بين مؤسسة ENIE ومؤسسة Condor-، مجلة العلوم الاقتصادية، المجلد 9، العدد 9، 2014.
81. الشيخ الداوي، تحليل الأسس النظرية لمفهوم الأداء، مجلة الباحث، العدد 7، 2009-2010.
82. صايم مصطفى، بوتلجة عبد الناصر، الأرباح المحاسبية وعوائد الأسهم- دراسة قياسية لعينة من الشركات المدرجة في بورصات (السعودية، الكويت، قطر وأبوظبي)، مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي، العدد 2، 2017.
83. صبرينة ترغيني، دور الإبداع في تحسين أداء المؤسسة- دراسة تطبيقية: مؤسسة الكندي للصناعات الدوائية-، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة، العدد 2، 2017.
84. صبيحة قاسم هاشم، نظريات هيكل التمويل الحديثة: تطبيق عملي لنظرية الالتقاط ودورة حياة المؤسسة- بحث تحليلي لعينة من الشركات الأجنبية-، مجلة العلوم الاقتصادية والمالية، المجلد 71، العدد 83، 2015.
85. صحراوي سعيد، بن حمودة يوسف، اختبار التكامل المتزامن كأسلوب لقياس العلاقات الاقتصادية: دراسة حالة للنموذج النقدي الأساسي لتحديد سعر الصرف في الاقتصاد الجزائري خلال الفترة (1977-2010)، مجلة دفاتر بوداكس، العدد 4، 2015.
86. الطيب بولحية، عمر بوجميلة، تقييم الأداء المالي للبنوك الإسلامية- دراسة تطبيقية على مجموعة من البنوك الإسلامية للفترة 2009-2013-، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد 14، 2016.
87. عابد بن عابد العبدلي، محددات التجارة البينية للدول الإسلامية باستخدام منهج تحليل البائل، مجلة دراسات اقتصادية إسلامية، المعهد الإسلام للبحوث والدراسات، البنك الإسلامي للتنمية، المجلد 16، العدد 1، 2010.
88. عادل حاتم ناصح، عبد الخالق ياسين البدان، علاقة هيكل التمويل بربحية المؤسسة- دراسة تطبيقية على عينة من شركات القطاع الصناعي المسجلة في سوق العراق للأوراق المالية للفترة 2003-2011-، العلوم الاقتصادية، المجلد 10، العدد 37، 2014.
89. عبد الباقي بضيف، بوبكر شماخي، عائشة بخالد، تحليل العوامل المؤثرة على الأداء المالي للبنوك التجارية - دراسة قياسية على البنوك التجارية الجزائرية (2009-2016)-، مجلة الباحث، العدد 1، 2018.
90. عبد الحفيظ خزان، الأسواق الأوراق المالية الناشئة في الدول النامية- دراسة مجموعة الأسواق المالية الناشئة من 1994-2016، مجلة الاقتصاد الصناعي، العدد 12(3)، 2017.
91. عبد الحق بوقفة، الحاج عرابية، عبد الله مايو، أثر التحفيز الجبائي على تحسين الأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالجزائر- دراسة ميدانية- Global Journal of Economics and Business، Vol. 4، No. 2، 2018.
92. عبد الرحمن محمد سليمان رشوان، دور استخدام نسب التحليل المالي في تقييم الأداء المالي لقطاع البنوك والخدمات المالية المدرجة في بورصة فلسطين، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، المجلد 5، العدد 2، 2018.
93. عبد الستار عبد الجبار الكبيسي، مصطفى عبد الله القضاة، أثر النسب المالية على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة الصناعية المدرجة في بورصة عمان المالي (2005-2011)، 2015، <https://www.researchgate.net/publication/315615336>
94. عبد الله غالم، عبد الحفيظ خزان، أسواق الأوراق المالية (نشأتها، الوظائف الاقتصادية، خصائصها، وأقسامها)، مجلة الاجتهاد القضائي، المجلد 8، العدد 11، 2016.
95. عبد المجيد تيموي، أثر الرفع على ربحية السهم في المؤسسات الخدمية الجزائرية- حالة مؤسسة التسيير الفندقي سلسلة الأوراسي-، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، المجلد 8، العدد 2، 2015.

قائمة المراجع

96. عبد المجيد عدنان قباجة، محددات هيكل رأس المال للشركات المدرجة في بورصة فلسطين - دراسة تطبيقية للفترة (2006-2016)، مجلة الاقتصاد والمالية، المجلد 4، العدد 2، 2018.
97. عبد الملوك مزهود، الأداء بين الكفاءة والفعالية مفهوم وتطبيق، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 1، 2001.
98. عبد الوهاب دادن، الجدل القائم حول هياكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة الباحث، العدد 7، 2009-2010.
99. عدنان العريبي، ربا كنيفاتي، المحددات الرئيسية للادخار القومي في سورية - دراسة قياسية للفترة 1980-2012، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية - سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 36، العدد 2، 2014.
100. العربي غويني، عادل مستوي، آلية تفعيل البورصة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة - حالة بورصة الجزائر -، مجلة المناجر، العدد 1، 2014.
101. العربي نعيمة، أهمية الوساطة المالية ودورها في البورصة، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية - دراسات اقتصادية -، المجلد 2، العدد 4، 2012.
102. عقي حمزة، بن عيشي بشير، أثر تطبيق النظام المحاسبي المالي على الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية - دراسة عينة من المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر باستخدام طريقة التحليل العاملي التمييزي (AFD)، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 49، 2017.
103. علي بن الضب، سيدي امحمد عياد، تكلفة رأس المال ومؤشرات إنشاء القيمة - دراسة تطبيقية ببورصة الدار البيضاء -، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 2، 2013.
104. علي سماي، ليلي أولاد ابراهيم، تقييم أداء شركات التأمين باستخدام بطاقة الأداء المتوازن - دراسة ميدانية -، دراسات العدد الاقتصادي، المجلد 7، العدد 3، 2016.
105. عمار زودة، التمويل التاجيري في الجزائر واقعه ومتطلبات تطويره، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، المجلد 5، العدد 1، 2018.
106. عمر عيد الجعيدي، مدى اختلاف العلاقة لكل من ROA و EVA مع العوائد غير العادية للأسهم وتأثر العلاقة بنوع القطاع والحجم - دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في بورصة عمان -، مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية، المجلد 23، العدد 1، 2015.
107. عيسى يوسف بازينة، وسكينة محمد بن سليم، أثر هيكل رأس المال على أداء الشركات الصناعية الليبية - دراسة تطبيقية على عينة من الشركات الصناعية الليبية خلال الفترة 2001-2014، مجلة دراسات الاقتصاد والأعمال، المجلد 4، العدد 2، 2016.
108. غازي فلاح المومني، علي محمود حسن، محددات اختيار الهيكل المالي بشركات الأعمال - دراسة تحليلية لشركات قطاع الخدمات المدرجة في بورصة عمان -، دراسات العلوم الإدارية، المجلد 38، العدد 2، 2011.
109. غالمي العالية، التحليل المالي وأدوات التوازن المالي في إطار ميزانية المؤسسة التحليل المالي، مجلة مفاهيم للدراسات الفلسفية، العدد 1، 2018.
110. غراية زهير، ترقو محمد، التحليل القياسي لاستجابة مؤشرات الأسواق المالية لديناميكية مؤشر داو جونز الصناعي، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 2، 2013.
111. فتيحة مزهر عبد الرضا القرشي، التمويل الداخلي بالأرباح المحتجزة والربحية في الشركات - دراسة تطبيقية في سوق دبي وأبو ظبي للأوراق المالية، مجلة جامعة كركوك للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 2، العدد 2، 2017.

112. فطيمة الزهرة قرامز، المنهج المعاصر للتفكير المالي في المؤسسة الاقتصادية-دراسة حالة المؤسسة الوطنية للمنتجات الكهركيماوية، مجلة العلوم الانسانية، العدد 6، 2016.
113. قدوج بدر الدين، مليكاوي مولود، أثر تكلفة التمويل على قيمة الشركة المقاسة بنموذج Tobin's Q - دراسة حالة الشركات الصناعية المدرجة ببورصة الكويت، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، المجلد 10، العدد 1، 2019.
114. قدوري نور الدين، القري عبد الرحمان، مقومات نجاح سوق الأوراق المالية، دراسة تحليلية لبورصة الجزائر، مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد 5، العدد 2، 2019.
115. قدي عبد المجيد، ساغي مريم، قراء الأوضاع الاقتصادية باستخدام المؤشرات البورصية مع دراسة حالة مؤشر ستاندرز أندبورز 500، معارف، العدد 20، 2016.
116. قويدري محمد، سبع فاطمة الزهراء، أساسيات صيغ التمويل الإسلامي المطبقة في الاقتصاد الإسلامي، مجلة التراث، المجلد 8، العدد 1، 2018.
117. كروش نور الدين، سوق الأوراق المالية وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة- دراسة حالة بورصة الجزائر -، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، العدد 11، 2014.
118. كريمة بوكرومة، عبادة عبيدات، أثر هيكل رأس المال على تكاليف الوكالة للتدفقات النقدية الحرة في الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، المجلد 13، العدد 2، 2019.
119. كلبونة أحمد يوسف، زريقات عمر محمد، سلامة رأفت سلامة محمود، زريقات قاسم محمد فلاح، أثر استخدام نظم المعلومات الحاسوبية المحوسبة على الأداء المالي - دراسة ميدانية على الشركات المساهمة العامة الصناعية الأردنية، مجلة الجامعة الإسلامية (سلسلة الدراسات الإنسانية)، المجلد 19، العدد 2، 2011.
120. لعصامي آمنة، تأثير المتغيرات النقدية على مؤشر بورصة عمان للفترة 2000-2019 - دراسة قياسية تحليلية باستخدام نموذج ARDL، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المجلد 19، العدد 1، 2019.
121. محمد الأمين وليد طالب، دور الجباية في اختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 6، 2016.
122. محمد زيدان، جمال قدام، اختيار الهيكل المالي للمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر - دراسة قياسية للفترة 2011-2013 -، مجلة رؤى اقتصادية، العدد 9، 2015.
123. محمد عبد المحسن العفيف، أنس علي القضاة، أثر التمويل طويل الأجل على خطر وريحية الشركات (دراسة تحليلية: قطاع الصناعة، بورصة عمان، (Islamic University of Gasa) IUG Journal of economics and business ، المجلد 25، العدد 1، 2017.
124. محمد فيصل مايده، أحمد الصالح سباع، دور المراجعة الداخلية في تحسين الأداء المالي وتعظيم قيمة المؤسسات الاقتصادية - دراسة حالة مؤسسة سوف للدقيق، مجلة البحوث الاقتصادية المتقدمة، العدد 3، 2017.
125. محمد نواف عابد، اياد سليم زملط، أثر الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على الأداء المالي للمصارف المدرجة في بورصة فلسطين: دراسة ميدانية، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، المجلد 5، العدد 2، 2018.
126. محمود فهد عبد علي، أثر الرافعة المالية في كلفة التمويل ومعدل العائد على حق الملكية، المجلة العراقية للعلوم الإدارية، العدد 21، 2008.
127. محي الدين طرفاوي، عبد الله مايو، محمد زرقون، تأثير سياسة الاستدانة على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية - دراسة حالة عينة من الشركات خلال الفترة 2006-2014، مجلة رؤى اقتصادية، الوادي، العدد 12، 2017.

128. مداحي محمد، ترقو محمد، العلاقة التبادلية بين مؤشرات السوق المالي (الإسلامي والتقليدي) - دراسة قياسية لمؤشر LQ45 و JII ببورصة أندونيسيا، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، العدد 5، 2017.
129. مزريق عاشور، بوقسري صارة، أثر رأس المال البشري على أداء المؤسسات الاقتصادية- دراسة ميدانية على عينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، العدد 21، 2019.
130. مسعودة نصبه، ناصر محدة، إصدارات مؤشرات سوق الأسهم الإسلامية كبديل لمؤشرات السوق العالمية التقليدية- حالة المؤشرات الشرعية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 48، 2017.
131. مسعودي محمد لمين، بورصة الأوراق المالية ودورها في أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية، مجلة الباحث للدراسات الأكاديمية، العدد 6، 2015.
132. معاليم سعاد، بوحفص سميحة، إنشاء القيمة في المؤسسة وفق مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA- دراسة حالة مؤسسة صناعة الكوابل فرع جنرال كابل-بسكرة-، مجلة العلوم الإنسانية والاجتماعية، العدد 30، 2017.
133. معيزة مسعود أمير، نظرية الإشارة كمدخل لتفسير محددات التمويل بالقروض الإستثمارية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في ظل ظروف عدم تماثل المعلومات- دراسة حالة عينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر-، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 16، 2016.
134. مليكة زغيب، سفيان دلفوف، تأثير الاقتراض على القيمة السوقية للمنشأة- دراسة حالة مجمع صيدال-، أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد 12، 2012.
135. مليكة زغيب، دور وأهمية قرض الإيجار في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 5، 2005.
136. منير عوادي، مساهمة سوق الأوراق المالية في تمويل المؤسسة الاقتصادية، مجلة اقتصاد المال والأعمال، المجلد 1، العدد 1، 2016.
137. المهدي حجاج، بلال شبيخي، تفسير أثر الاهتلاك على التوازن المالي في ظل تطبيق النظام المحاسبي المالي، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، المجلد 2، العدد 7، 2014.
138. مولود فتحي، قطاف عبد القادر، دراسة تحليلية لأثر الهيكل التمويلي على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية - حالة مجمع صيدال (2013-2015)-، مجلة إضافات اقتصادية، المجلد 2، العدد 4، 2018.
139. نبيلة سهابلية، جبار بوكثير، عناصر الهيكل المالي وأثرها على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية- دراسة حالة ديون مجمع صيدال الجزائري (1999-2014)-، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، العدد 5، 2017.
140. نبيلة قدور، حمزة العرابي، المقارنة المرجعية كآلية حديثة لتقييم الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية- دراسة مقارنة بين مجمع صيدال ومؤسسة حكمة للأدوية-، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، المجلد 5، العدد 2، 2018.
141. نعمان محصول، سراح موصو، تقييم الأداء المالي للبنوك التجارية- دراسة حالة بنك المؤسسة العربية المصرفية خلال الفترة 2013-2018، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة، المجلد 3، العدد 2، 2020.
142. نهاد الياس نادر، أثر الملكية الإدارية في القيمة السوقية للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية- دراسة اختبارية باستخدام Tobin's Q، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 28، العدد 2، 2016.
143. هشام بحري، تقييم مقاييس الأداء من منظور خلق القيمة للمساهم، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 42، 2014.

144. همال فريدة، دراسة سلوك مؤشر بورصة المغرب ومؤشر بورصة تونس- محاولة النمذجة بنماذج GARCH-، مجلة دراسات اقتصادية، المجلد 9، العدد 19، 2013.
145. هند ضياء عبد الرسول، هيكل رأس المال وأثره على قرارات التمويل- دراسة تطبيقية لعينة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية (2006-2011)-، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 16، العدد 2، 2014.
146. هني محمد نبيل، غراية زهير، اختبار نموذج السير العشوائي لحركة أسعار الأسهم في إطار كفاءة الأسواق المالية في البورصات العربية الناشئة- دراسة حالة بورصة المغرب والكويت-، أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد 11، 2012.
147. هوارى سويبي، دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة، مجلة الباحث، 2009-2010.
148. يحي بن يحي، زاير وافية، محفوظ مراد، أثر سياسة التسيير الكمي على معدل التضخم في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 2008-2015 (دراسة قياسية بمنهجية ARDL)، مجلة دراسات العدد الاقتصادي، المجلد 11، العدد 1، 2020.
149. يزيد تفرات، استخدام أدوات التحليل المالي في تشخيص الوضع المالي للمؤسسات الاقتصادية في ظل الإصلاح المحاسبي- دراسة حالة المؤسسة الوطنية لإنتاج اللوالب والسكاكين والصنابير BCR بولاية سطيف للفترة المالية (2011-2014)-، بحوث، المجلد 11، العدد 1، 2017.
150. يمينة مسراتي، رميدي عبد الوهاب، أثر محددات الهيكل التمويلي على الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الجزائر: دراسة قياسية للفترة (2011-2017)، مجلة الاقتصاد الجديد، العدد 1 (جزء 1)، 2019.
151. يوسفات علي، عبد الرحمان عبد القادر، واقع صيغ التمويل التجارية الإسلامية-بالإشارة إلى بعض البنوك الإسلامية-، مجلة الاجتهاد للدراسات القانونية والاقتصادية، العدد 1، 2012.

ثانيا: المراجع باللغة الفرنسية

1- Les livres :

1. Christophe Hurlin, Valérie Mignon, **Une Synthèse des Tests de Racine Unitaire sur Données de Panel**, Université d'Orléans, 2005.
2. Gean Barreau, Jacqueline Delahaye, Florence Delahaye, **Gestion Financière**, 15^{ème} édition, Dunod, paris, 2006.
3. Jacques Teulié, **Patrick topsacalian, finance, Vuibert**, 4^{ème} édition, paris, 2005.
4. Régis Bourbonnais, **Économétrie**, 10^{ème} édition, Dunod, Paris, 2018.

2- Les thèses scientifiques :

1. Dounia KERZABI, **Les Déterminants de la Valeur actionnariale : Cas des Entreprises Maghrebines Cotées en Bourse**, Thèse en vue de l'obtention du Doctorat, UNIVERSITE ABOU BAKR BELKAID TLEMCEN, 2014-2015.
2. Inès Zekri, **L'impact de La Décision de Financement sur la Performance de L'Entreprise Mesurée Par la Valeur économique Ajoutée (EVA)**, *Comptabilité et Connaissances*, May 2005, France. pp.CD-Rom. [halshs-00581297](#) France, 2005.
3. Mell Boukrous Djamila, **Les Circuits De Financement Des Petites et Moyennes Entreprises En Algerie : Etude D' un Credit Bancaire**, *Mémoire De Magistère*, Université d'Oran, 2007.

3- Séminaires :

1. Et-taoufik FATHI, Benoît GAILLY, **La Structure Financière des PME De la Haute Technologie**, XII^{ème} Conférence de l'Association Internationale de Management Stratégique, 3, 4, 5 et 6 juin 2003.

2. Hajar Mouatassim Lahmini, Abdelmajid Ibenrissoul, **Impact de la Décision de Financement sur la Performance de l'entreprise marocaine : Cas des sociétés cotées des secteurs Immobilier et Matériaux de Construction**, Communication présentée lors du 4ème Colloque et séminaire doctoral international sur les méthodes de recherche à l'université Jean Moulin LYON 3- France, 2015.

4- Les Articles

- Mohamed Larbi TARI, Abdennasser ATTARI, **La Decision Financiere et Son Impact Sur La Performance Financiere Mesuree Par la Rentabilite Cas de L'entreprise Nationale de Promotion Immobiliere.ENPI. EPE du Secteur de l'Habitat**, Recherches économiques et managériale, No 23, 2018.

ثالثا: المراجع باللغة الإنجليزية

1-Ouvrages :

1. Cheng Hsiao, **Analysis Of Panel Data, Second Edition**, Cambridge, University Press, New York, 2003.

2- Thesis:

2. Olokoyo, Felicia Omowunmi, **Capital Structure And Corporate Performance Of Nigerian Quoted Firms: A Panel Data Approach**, PHD Thesis, Covenant University, Ota Ogun State, Nigeria, 2012.

3- Articles :

3. Abdul Basit, Nur Fasirah Irwan, **The Impact of Capital Structure on Firms Performance: Evidence From Malaysian Industrial Sector –A Case Based Approach**, International Journal of Accounting & Business Management, Vol 5, No2, 2017.
4. Abdulkader Aljandali, Motasam Tatahi, **Economic and Financial Modelling With Eviews, A guide for Studens and Professionals**, Springer Cham, Switzerland, 2018 .
5. Abdur Rahman, Abdul Wali Khan, **Effect of Dividend Policy on Firm's Performance: A Case Study of Cement Sector of Pakistan**, SEISENSE Journal of Management, Vol ,1 No, 5, 2018.
6. Abor, J, **The Effect of Capital Structure on Profitability: An Empirical Analysis of Listed Firms in Ghana**, Journal of Risk Finance, Vol. 6 No. 5, 2005.
7. Abubkr Ahmed Elhadi Abdelraheem, Badreldin Elhadi Ahmed Serajeldin, **Financial Structure and its Impact on Commercial Bank Objectives**, IJARIE, Vol 3, Issue 4 2017.
8. Abuthebahak, **The Impact of The Financial Structure of Tourism Companies on The Market Value Added: An Empirical Study**, African Journal of Hospitality, Tourism and Leisure, Vol 8, No 5, 2019.
9. Agha Jahanzeb, Saif-ur-Rehman Khan, Norkhairul Hafiz Bajuri, **Determinants of Capital Structure and Human Capital**, International Journal of Information Processing and Management (IJIPM), Vol 5, No 4, 2015.
10. Ajibola A, Wisdom O and Qudus OL, **Capital Structure and Financial Performance of Listed Manufacturing Firms in Nigeria**, Journal of Research in International Business and Management, Vol. 5(1), 2018.
11. Akhor Sadiq Oshoke, Jafaru Sumaina, **Performance Evaluation Through Ratio Analysis**, Journal of Accounting and Financial Management, Vol. 1 No.8, 2015.
12. Akparhuere Godwin Oghenekohwo, Eze Nkeiruka Theresa, Unah Nnenna Alice, **Effect of Capital Structure on Retained Earnings in The Oil and Gas Sector – Evidence from Nigeria**, Issues in Business Management and Economics Vol.3 (10), 2015.

13. Ali Tariq, **The Joint-Determinants of Leverage and Dividend Policy: A Balanced Panel Study of Non Financial Firms of India**, European Scientific Journal, vol.11, No.10, 2015.
14. Amanj Mohamed Ahmed, **The Impact of Financial Statement Analysis on The Profitability Assessment (Applied Study of Kirkuk Company for Producing Constructional Materials)**, Studies and Scientific Researches. Economics Edition, No 28, 2018.
15. **AND PAKISTAN**, European Scientific Journal , Vol 11, No 10, 2015.
16. Anwar Fitrianto and Others, **Panel Data Analysis for Sabah Construction Industries: Choosing the Best Model**, Procedia Economics and Finance, No 35, 2016.
17. Arikekpar, Obaima. Ateibueri, **Capital Structure and Firm Performance: An Empirical Study of Manufacturing Companies in Nigeria**, World Journal of Finance and Investment Research, Vol, 5 No,1, 2020.
18. Augustine Nwekemezie Odum, Chinwe Gloria Odum, **Impact of Financial Leverage on Dividend Policy of Selected Manufacturing Firms in Nigeria**, IDOSR JOURNAL OF SCIENCE AND TECHNOLOGY, Vol 2, No 1, 2017.
19. B. Navaneetha, D. Nikhilaa, Mrudula.V.Rag, **A Study of Cost of Capital of ITC Limited**, International Journal of Advance Research, Ideas and Innovations in Technology, Vol 4, Issue, 2018.
20. Ben Amor Atiyet, **The Impact of Financing Decision on the Shareholder Value Creation**, Journal of Business Studies Quarterly, Vol 4, No 1, 2012.
21. Bertrand Sogbossi Bocco, **Perception de la Notion de Performance par les Dirigeants de Petites Entreprises en Afrique**, La Revue des Sciences de Gestion, Direction et Gestion n° 241, 2010, p 119.
22. BHARGAV PANDYA, **Association of Financial Leverage with Cost of Capital and Shareholder Value: An empirical study of BSE Sensex Companies**, NMIMS JOURNAL OF ECONOMICS AND PUBLIC POLICY, Volume II , Issue 1, 2017.
23. Borala Rajeswer Rao, **A Suryanarayana, Capital Structure and Firms Financial Performance; A Study of Selected Companies Listed on The Bombay Stock Exchange**, Journal of Advance Management Research, Vol 6, Issue-04, 2018.
24. Brahmaiah B, **Determinats of Corporate Dividend Policy in India: A Dynamic Panel Data Analysis**, Academy of Accounting and Financial Studies Journal, Volume 22, Issue 2, 2018.
25. by A.S. Nhleko and C. Musingwini, **Estimating Cost of Equity in Project Discount rates: Comparison of the Capital Asset Pricing Model and Gordon's Wealth Growth Model**, the Journal of the southern African Institute of Mining and Metallurgy, Vol 16, 2016.
26. ChaleedaI, Md. Aminul Islam, Tunku Salha Tunku Ahmad, Anas Najeeb Mosa Ghazalat, **The Effects of Corporate Financing Decisions on Firm Value in Barsa Malaysia**, International Journal of Economics and Finance; Vol 11, No. 3, 2019.
27. Charles Yegon, Joseph Cheruiyot, Jane. Sang, **Effects of Dividend Policy on Firm's Financial Performance: Econometric Analysis of Listed Manufacturing Firms in Kenya**, Research Journal of Finance and Accounting, Vol.5, No.12, 2014.
28. Chitra Gunshekhar Gounder, M.Venkateshwarlu, **Shareholder Value Creation: An Empirical Analysis of Indian Banking Sector**, Accounting and Finance Research Vol. 6, No. 1, 2017.
29. David J. Moore, **A Look At Actual Cost of Capital of US Firms** , Cogent Economics, 2016(4).
30. David O. Obuya, **Debt Financing Option and Financial Performance of Micro and Small Enterprises: A Critical Literature Review**, International Journal of Business and Management; Vol. 12, No. 3, 2017.

31. Dharmendra singh, **A Panel Data Analysis of Capital Structure Determinants : An Empirical Study of Non –financial firms in oman**, International journal of economics and financial, Vol 6, Issue 4.
32. Douglas W. Diamond, **Debt Maturity Structure and Liquidity Risk**, e Quarterly Journal of Economics, Vol. 106, No 3., 1991.
33. Dušan Baran, Andrej PastyrA, Daniela Baranova, **Financial Analysis of ASelected Company**, Research Papers Faculty of Materials Science and Thechnology In Trnava Slovak University of Thechnology In Bratislava, Vol 24, No 37, 2016.
34. Eriska Fardhina Henryani, Retno Kusumastuti, **Analysis of Ownership Structure Effect on Economic Value Added**, International of Administrative Sciense& Organization, Vol 20, No 3, 2013.
35. Ezenwakwelu, Godfrey Chinweobi, **Capital Structure and Commercial Banks Performance in Nigeria**, International Journal of Social Sciences and Humanities Reviews Vol.8, No.2, 2018.
36. Farhad Shahveisi, Babak Jamshidi Navid , Yousef Najafi , Seyed Ali Akbar Hosseini, **The Study of the Relationship between the Capital Structure and the Variables of the Value-based Performance Assessment**, Research Journal of Finance and Accounting, Vol 3, No 7, 2012.
37. Farman Ali Khan and Nawaz Ahmad, **Determinants of Dividend Payout: An Empirical Study of Pharmaceutical Companies of Pakistan Stock Exchange. (PSX)**, Journal of Financial Studies & Research,, 2017.
38. Faruk Ahmeti, Burim Prenaj, **A Critical Review of Modigliani and Miller’s Theorem of Capital L Structure**, International Journal of Economics, Commerce and Management, Vol III, Issue 6, 2015.
39. Franco Modigliani, Merton H. Miller, **Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction**, The American Economic Review, Vol 53, No 3, 1963.
40. Franco Modigliani, Merton H. Miller, **The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investmient**, The American economic Review, Vol 48, No 3,1958.
41. Galuh Adika Alifani, Anggoro Budi Nugroho, **Proving Modigliani and Miller theories of capital structure: The research on Indonesia’s cigarette companies**, International Journal of Economic Sciences, No.3, 2013.
42. Gary W. Emery, **Cyclical Demand and the Choice of Debt Maturity**, The Journal of Business, Vol. 74, No. 4, 2001.
43. Halil D. Kaya, **Cost of Capital and its Components: An Application**, International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences, Vol. 6, No. 5, 2016, p248.
44. Hashemi Tilehnouei Mostafa, Shivaraj Boregowda, **A Brief Review of Capital Structure Theories**, Research Journal of Recent Sciences, Vol. 3(10), 2014.
45. Hossein Ghasemi, **Yadollah Noorifard, Study of the Relationship Between Capital Structure and Free Cash Flows With Financial Performance of Companies Listed on Tehran Stock Exchange**, International Journal of Humanities and Cultural Studies, 2015.
46. Igor Stubelj, *Primož Dolenc* and *Mateja Jerman*, **Estimating Wacc for Regulated Industries on Developing Financial Markets and in Times of Market Uncertainty**, Managing Global Transitions, Vol 12, No1, 2014.
47. Inmaculada C. Álvarez, Javier Barbero, José L. Zofío, **A Panel Data Toolbox for MATLAB**, Journal of Statistical Software, Vol 76, No 6, 2017.

48. Izhar Ahmad, Md. Shabbir Alam, Mohammad Yameen, **A Study of Economic Value Added (EVA) & Market Value Added (MVA) of Hindustan Petroleum Corporation Limited**, Global Journal of Economics and Business, Vol. 6, No. 1, 2019.
49. J. Ramón Gil-García, y Gabriel Puron-Cid, **Using Panel Data Techniques for Social Science Research: a Illustrative Case and Some Guidelines**, C I E N C I A e r g o -s u m , Universidad Autónoma del Estado de México ,V o l . 21-3, 2015.
50. Jaroslav Jaros, Viera Bartosova, **To the capital structure choice: Miller and Modigliani model**, Procedia Economics and Finance, No 26, 2015.
51. Javad Afrasiabishani, **Hamed Ahmadinia, Elham Hesami, A Comprehensive Review on Capital Structure Theories**, School of Doctoral Studies (European Union) Journal, 2012.
52. John Beneke, **Benchmarking Value Creation Of Companies Listed On the Jse's Altx**, International Journal of Economics and Finance Studies, Vol 8, No 1, 2016.
53. John Gardner, Carl McGowan, Jr., Susan Moeller, **Calculating the Weighted Average Cost of Capital for the Telephone industry in Russia**, Journal of Case Research Business and Economics, 2011
54. Jorg H.F. Mota, Antonio C. Moreira, **Determinants of the Capital Structure of Portuguese Firms With investments in Angola**, South African Journal of Economic and Management Sciences, Vol 20, Issue 1, 2017.
55. Joseph Kinyua Ruri, Job Omagwa, **Capital Structure and Financial Performance Of Small And Medium Enterprises In Embu County, Kenya**, IOSR Journal of Business and Management (IOSR-JBM), Vol 20, 2018.
56. K.M.R.Magoro, D.K.Y. Abeywardhana, **Debt Capital and Financial Performance: A Study of South African Companies**, *International Journal of Scientific Research and Innovative Technology*, Vol, 4 No, 4, 2017.
57. K.Y Abeywardhana, **Capital Structure Theory: An Overview**, Accounting and Finance Research, Vol 6, No 1,2017.
58. Karuma, M. N, Ndambiri, A. N., Oluoch, J. O, **Effect of Debt Financing On Financial Performance of Manufacturing Firms In Nairobi Securities Exchange**, The Strategic Journal of Business & Change Management, Vol. 5, Iss. 2, 2018.
59. Kyung So Im, M. Hashem Pesaran, Yongcheol Shin, **Testingfor unit roots in heterogeneous panels**, Journal of Econometrics 115, 2003.
60. L.Senthi Kumar, **Theoretical Framework on Capital Structure and Firm's Performance**, International Journal of Interdisciplinary Research in Arts and Humanities (IJIRAH), Vo2, Issue 2, 2017.
61. Leonardo Fernando Cruz Basso., Juliana Albuquerque Saliba de Oliveira, Herbert Kimura, Erica Sumoyama Braune, **The Impact of Intangibles on Value Creation: Comparative Analysis of the Gu and Lev Methodology for the United States Software and Hardware Sector**, Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa, Vol 21, 2015.
62. Levent Ataunal , Ali Osman Gürbüz , Asli Aybars, **Does High Growth Create Value for Shareholders? Evidence from S&P500 Firms**, European Financial and Accounting Journal, Vol 11, No 3, 2016.
63. Levin. A, Lin.C-F, **Unit Root Tests in Panel Data: Asymptotic and Fnite-Sample Properties**, Journal of Econometrics 108 (2002).

64. Lorelied. A. Santos, Erniel B. Barrios, **Small Sample Estimation in Dynamic Panel Data Models: A Simulation Study**, American Open Journal of Statistics, Vol 1, 2011.
65. M.Sunil Manohar Subbaiah, K.Indira, C.Jayasudha, P.Aswini, **The Role of Ratio Analysis in Financial Statement**, International Journal of Science Technology and Management, No 6, 2017.
66. Madan Singh, Asheesh Pandey, **Capital Structure: A Review**, AGU International Journal of Management Studies & Research, No. 5, 2017.
67. Maria Shams Khakwani, **Effect of Corporate Governance and Financial Leverage on Market value Added in Pakistan**, Journal of Accounting and Finance in Emerging Economies, Vol.2, No 1, 2016.
68. Meysam Kaviani1, Seyed Reza Seyednezhad Fahim, Maryam Batebi, Mohammadali Kheyrkar Keshavarz, **Explaining Analysis of the Relationship between Capital Structure, Cost of Capital and Yield Base Value**, International SAMANM Journal of Finance and Accounting, Vol. 2, No. 1, 2014.
69. Mohammed Nuhu, **Role of Ratio Analysis in Business Decisions: A Case Study NBC Maiduguri Plant**, Journal of Educational and Social Research MCSER Publishing, Rome-Italy, Vol. 4 No.5, 2014.
70. Muhammad Tahir, Muhammad Mushtaq, **Determinants of Dividend Payout: Evidence from listed Oil and Gas Companies of Pakistan**, Journal of Asian Finance, Economics and Business Vol 3, No 4, 2016.
71. Muhammad Tahir, Muhammad Mushtaq, **Determinants of Dividend Payout: Evidence from listed Oil and Gas Companies of Pakistan**, Journal of Asian Finance, Economics and Business Vol 3, No 4, 2016.
72. Myers, S. C. "**Determinants of Corporate Borrowing**", Journal of Financial Economics, Vol 5, 1977.
73. Nabil M. Al-Nasser, **The Impact of Financial Analysis in Maximizing the Firm's Value "A Case Study on the Jordanian Industrial Companies"**, International Journal of Managerial Studies and Research, Vol 2, Issue 6, 2014.
74. Enekwe, Chinedu Innocent, **The Relationship Between Financial Ratio Analysis and Corporate Profitability: A Study of Selected Quoted Oil and Gas Companies in Nigeria**, European Journal of Accounting, Auditing and Finance Research, Vol.3, No.2,2015.
75. Ngatemin, Maksum Azhar, Erlina, Sirojuzilam, **Value Of the Firm In Capital Structure Perspective, (Case study of tourism companies in IndonesiaStock Exchange)**, economics, VOL 6, NO 1, 2018.
76. Nusrat Jahan, K.M. Golam Muhiuddin, **Determinants of Capital Structure: A Study on, Three Manufacturing Industries of Bangladesh**, Bank Parikrama, Volume XXXIX, No 4, 2014.
77. Nyoman trisna Herawati, I Made Candias, I Ketut Yadnyana, Naswan Suharsono, **Factors that Influence Financial Behavior Among Accounting Students in Bali**, International Journal of Business Administration, Vol 9, NO 3, 2018.
78. Omete F Ikapel, Isabwa Harwood Kajirwa, **Analysis of Long term Debt and Financial Performance of State Owned Sugar Firms in Kenya**, International Journal of Commerce and Management Research, Vol 3, Issue 2, 2017.

79. Hasan Kareem Hamzh, Sundus Hameed Alktrani, Farhan Mohammed Abuthebahak, **The Impact of The Financial Structure of Tourism Companies on The Market Value Added: An Empirical Study**, African Journal of Hospitality, VOL 8, NO 5, 2019.
80. Orajaka Ugochukwu Paul, **The Impact of Leverage Financing on Financial Performance of Some Manufacturing Industries in Nigerian Stock Exchange**, Saudi Journal of Business and Management Studies, Vol 2, Iss-7, 2017.
81. Pedro J. García-Teruel, Pedro Martínez-Solano, **Short-Term Debt In Spanish SMES**, International Small Business Journal, Vol 25, No 6, 2004.
82. Peter Nderitu Githaiga, Charles Githinji Kabiru, **Debt Financing and Financial Performance of Small and Medium Size Enterprises: Evidence From Kenya**, Journal of Economics, Finance and Accounting, Vol 2, Issue 3.
83. Rabindra Kumar Swain, Chandrika Prasad Das, **Impact of Capital Structure on Financial Performance and Its Determinants**, international journal of informative & futuristic research, Vol 4, Issue 11, 2017.
84. Rafat Wolski, **Application of the Beta Coefficient in the Market of Direct Residential Real Estate Investments**, Real Estate Management and Valuation, Vol 22, No 2, 2014
85. Rafiuddin Ahmed, **Rafiqul Bhuyan, Capital Structure and Firm Performance in Australian Service Sector Firms: A Panel Data Analysis**, Journal of *Risk and Financial Management*, Vol 13, No 214, 2020.
86. Rajib Datta, *Tasnim Uddin Chowdhury, Haradhan Kumar Mohajan*, **Reassess Of Capital Structure Theories**, International Journal Of Research In Computer Application & Management, Vol 3, No 10, 2013.
87. Ripon Kumar Dey, Syed Zabid Hossain, Rashidah Abdul Rahman, **Effect of Corporate Financial Leverage on Financial Performance: A Study on Publicly Traded Manufacturing Companies in Bangladesh**, Asian Social Science; Vol. 14, No. 12, 2018.
88. Roy Badar, Asif Saeed, **Impact Of Capital Structure On Performance Empirical Evidence From Sugar Sector Of Pakistan**, European Journal of Business and Management, Vol.5, No.5, 2013.
89. Sabrin, Muhammad Nur Afiat, Sarqiah, **Analysis of Financial Performance in Lakamali Business Multipurpose Cooperative Wangi-Wangi Selatan District, Wakatobi Regency**, IOSR Journal of Business and Management, Vol 21, Issue 5, 2019.
90. Sakshi Khanna, Amit Srivastava, Yajulu Medury and Others, **Revisiting the Capital Structure Theories with Special Reference to India**, The International Journal Of Business & Management, Vol 2 Issue 8, 2014.
91. Sam G. Berry, Carl E. Betterton, Iordanis Karagiannidis, **Understanding Weighted Average Cost of Capital: A pedagogical Application**, Journal of Financial Education, 2014.
92. Sebastain Ofumba Uremadu, Onuegbu Onyekachi, **The Impact of Capital Structure on Corporate Performance in Nigeria: A Quantitative Study of Consumer Goods Sector**, Agriculture Research & Technology Open Access Journal, Vol 19, Issue 5, 2019.
93. Seoki Lee, Woo Gon Kim, **EVA, refined EVA, MVA, or Traditional Performance Measures for The Hospitality Industry?**, International Journal of Hospitality Management (28), 2009.
94. Shadi Arshid Muslim Saraireh, **The Effect of Operational and Financial Leverage on Economic Performance Indicators: Evidence from industrial companies listed on the Amman Stock Exchange**, Journal of Contemporary Issues in Business and Government, Vol 27, No 1, 2021.
95. Shofian Ahmad, Marina Abu Bakar, **The Status of Preference Shares from Islamic Perspective**, International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences, Vol. 7, No. 10, 2017.

96. Sohail Aziz, Ulfat Abbas, **Effect of Debt Financing on Firm Performance: A Study on Non-Financial Sector of Pakistan**, Open Journal of Economics and Commerce, Vol 2, Issue 1, 2019.
97. Sonia Machfiro, Eko Ganis Sukoharsono, Nila Firdausi Nuzula, **the Reciprocal Effect of Leverage Dividend Policy, and Financial Performance: Study on Comparison Between Mining and Trade, Services, Investment Companies Listed on Indonesia Stock Exchange Period of 2010-2014**, RJOAS, 3(63), 2017.
98. Subramani.N, Uma.K, Leo Franklin.L, **Cost of Internal and External, Equity With Spicial Reference to Ramco Cements, Alathiyar, Ariyalur(DT), Tamil Nadu**, International Journal of Multidisciplinary Research, Vol2, Issue4, 2012.
99. Syed Muhammad Javed Iqbal and Other, **A Critical Review of Capital Structure Theories**, Information Management and Business Review, Vol. 4, No. 11, 2012.
100. Tarek Ghazouani, **The Capital Structure through the Trade-Off Theory: Evidence from Tunisian Firm**, International Journal of Economics and Financial Issues, Vol 3, No 3, 2013.
101. Thomas Arkan, **The Importance of Financial Ratios in Predicting Stock Price Trends: A Case Study in Emerging Markets**, Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia nr 1, (79), 2016.
102. Tobias Olweny, **The Reliability of Dividend Discount Model in Valuation of Common stock at The Nairobi stock Exchange**, International Journal of Business and Social Science, Vol 2, No6, 2011.
103. Umer Iqbal, Muhammad Usman, **Impact of Financial Leverage on Firm Performance: Textile composite companies of Pakistan**. *SEISENSE Journal of Management*, Vol 1, No 2, 2018.
104. Valentin Dimitrov, Prem C. Jain, **The Value Relevance of Changes in Financial Leverage Beyond Growth in Assets and GAAP Earnings**, Journal of Accounting, Auditing & Finance, Vol 23, No 2, 2008, <http://jaf.sagepub.com/>
105. Yakubu Abubakar, Gbenga Joseph Olowe, **Capital Structure and Financial Performance of Selected Quoted Firms in Nigeria**, International Journal of Research and Scientific Innovation (IJRSI), Volume VI, Issue II, 2019 .
106. Zaher Abdel Fattah Al- Slehat, **Impact of Financial Leverage, Size and Asset Structure on Firm Value, Evidence from Industrial Sectore**, Jordan, International Business Research, Vol 13, No 1, 2020.
107. Zahoor Hussain Javed, Huma Rao, Bader Akram , Muhammad Fayyaz Nazir, **Effect of Financial Leverage on Performance of the Firms: Empirical Evidence from Pakistan**, *SPOUDAI Journal of Economics and Business*, Vol 65, Issue 1-2, 2015

4- Sites Web :

- <https://www.fxborssa.com/2019/04/How-Does-the-Dow-Jones-Work.html>
- <https://trading-secrets.guru/>
- <https://ar.almahfaza.com/>
- <https://www.markets-watch.com/stocks>
- <https://www.netotrade.ae/learn/trading-academy/advanced-trading-strategies/what-is-the-sp-500-index>.
- <https://trading-secrets.guru/500> –
- <https://www.etoro.com/ar/markets/nsdq100/stats>
- <https://www.arabictrader.com/ar/news/details/46282/>
- <https://www.marefa.org/40->
- [https://www.q8trade.ae/-](https://www.q8trade.ae/)
- <https://ar.tradingview.com/ideas/dax30/>

<https://www.q8trade.ae/-dax-30/>
<https://www.trend-cast.com/blog/>
<https://www.forex-arabia.com/>
<https://ar.wikipedia.org/wiki/>
<https://us.spindices.com/indices/equity/sp->
http://finance.yahoo.com_
www.teletrader.com

قائمة الملاحق

قائمة الملاحق

الملحق رقم (01): قائمة مؤسسات الدراسة وتوزيعها حسب قطاعات النشاط

قطاع النشاط	المؤسسة	الرقم
خدمات الاتصالات	Activision blizzard	1
قطاع الخدمات	American electric	2
قطاع التكنولوجيا	Amphenol	3
قطاع الخدمات	Consolidated Edison	4
قطاع التكنولوجيا	Corning inc	5
قطاع العقارات	Crown castle	6
قطاع الصناعة	Csx	7
قطاع الصناعة	Cummins inc	8
قطاع الصناعة	Delta air lines inc	9
قطاع المواد الأساسية	Ecolab	10
قطاع العقارات	Equinix inc	11
قطاع دورة الاستهلاك	Hilton worldwide	12
قطاع الصناعة	Illinois tool works inc	13
قطاع السلع الاستهلاكية	Kimberly-clark corporation	14
قطاع المواد الأساسية	LyondellBasell Industries N.V	15
قطاع الصناعة	Ingersoll rand inc	16
قطاع دورة الاستهلاك	Marriott international inc	17
قطاع الصناعة	Northrop grumman	18
قطاع الطاقة	Oneok inc	19
قطاع دورة الاستهلاك	Oreilly	20
قطاع الخدمات	Ppl corp	21
قطاع الصناعة	Southwest airlines	22
قطاع الرعاية الصحية	Stryker corp	23
قطاع الطاقة	Valero energy	24
قطاع الخدمات	Wec energy	25
قطاع المواد الأساسية	The Sherwin-Williams company	26
قطاع الخدمات	Xcel energy	27
قطاع دورة الاستهلاك	Yum! Brands	28
قطاع الخدمات	Ameren	29
قطاع دورة الاستهلاك	Aptiv plc	30
قطاع العقارات	Cbre group	31
قطاع الصناعة	Cbs corporation	32

قائمة الملاحق

قطاع الخدمات	Centerpoint energy	33
قطاع الخدمات	Cms energy	34
قطاع الخدمات	Dte energy	35
قطاع الخدمات	Entergy corporation	36
قطاع الخدمات	Eversource energy	37
قطاع الصناعة	Fastenal	38
قطاع الطاقة	First Energy Metals Limited	39
قطاع التكنولوجيا	Fleetcor technologies	40
قطاع المواد الأساسية	Freeport	41
قطاع الرعاية الصحية	Laboratory Corporation of	42
قطاع السلع الاستهلاكية	New Age Beverages	43
قطاع التكنولوجيا	Motorola	44
قطاع الخدمات الاتصالات	Omnicom Group	45
قطاع الصناعة	Republic services	46
قطاع العقارات	Sba communication	47
قطاع الصناعة	United continental holdings	48
قطاع التكنولوجيا	Verisign	49
قطاع الرعاية الصحية	Waters corporation	50
قطاع العقارات	Weyerhaeuser	51
قطاع الخدمات	American water	52
قطاع الصناعة	Ametek	53
قطاع الخدمات	Edison	54
قطاع الصناعة	3M company	55
قطاع دورة الاستهلاك	Mcdonald's corp	56
قطاع الصناعة	Boeing	57
قطاع الرعاية الصحية	Johnson&johnson	58
قطاع السلع الاستهلاكية	Coca-cola	59
قطاع الصناعة	Caterpillar inc	60
قطاع الرعاية الصحية	Amgen inc	61
قطاع الرعاية الصحية	Abbott laboratories	62
قطاع الرعاية الصحية	Abbvie	63
قطاع السلع الاستهلاكية	Colgate palmolive	64
قطاع الرعاية الصحية	Cvs health	65
قطاع السلع الاستهلاكية	Pepsico	66
قطاع خدمات الاتصالات	Comcast	67

قائمة الملاحق

قطاع الخدمات	Duke energy	68
قطاع الرعاية الصحية	Danaher corporation	69
قطاع الصناعة	General dynamics	70
قطاع الرعاية الصحية	Gilead sciences	71
قطاع الصناعة	Honeywell	72
قطاع الطاقة	Kinder morgan	73
قطاع الصناعة	Lockheed martin	74
قطاع السلع الاستهلاكية	Mondeelez inc	75
قطاع السلع الاستهلاكية	Altria group	76
قطاع السلع الاستهلاكية	Philip morris	77
قطاع الصناعة	Raytheon	78
قطاع الخدمات الاتصالات	At&t inc	79
قطاع التكنولوجيا	Texas instruments	80
قطاع الصناعة	Union pacific corp	81
قطاع التكنولوجيا	United technologies	82
قطاع خدمات الاتصالات	Verizon	83
قطاع دورة الاستهلاك	General motors	84
قطاع الخدمات	Nextera energy	85
قطاع الرعاية الصحية	Biogen	86
قطاع الخدمات	Exelon	87
قطاع دورة الاستهلاك	Booking holdings	88
قطاع الخدمات الاتصالات	Netflix	89
قطاع الخدمات الاتصالات	Facebook	90
قطاع دورة الاستهلاك	Amazon	91
قطاع التكنولوجيا	Intel	92
قطاع الصناعة	Expeditors International of Washington	93
قطاع الخدمات	Alliant Energy	94
قطاع الصناعة	American airlines group inc	95
قطاع المواد الأساسية	Celanese	96
قطاع الخدمات الاتصالات	Centurylink	97
قطاع الصناعة	C.H. Robinson Worldwide	98
قطاع التكنولوجيا	Citrix systems	99
قطاع الطاقة	Cabot oil&gas	100
قطاع الرعاية الصحية	Dentsply sirona	101
قطاع الصناعة	Dover corporation	102

قائمة الملاحق

قطاع المواد الأساسية	Eastman	103
قطاع الطاقة	Devon energy	104
قطاع دورة الاستهلاك	Expedia group inc	105
قطاع التكنولوجيا	Fortinet inc	106
قطاع التكنولوجيا	Gartner inc	107
قطاع التكنولوجيا	Ansys inc	108
قطاع المواد الأساسية	International flavors&fragrances	109
قطاع الصناعة	Kansas city southern	110
قطاع الطاقة	Marathon corp	111
قطاع المواد الأساسية	Martin marietta	112
قطاع الصناعة	Masco corporation	113
قطاع دورة الاستهلاك	Mgm Resort international	114
قطاع السلع الاستهلاكية	Molson coors brewing	115
قطاع الرعاية الصحية	Mylan N.V	116
قطاع الطاقة	National oilwell varco	117
قطاع دورة الاستهلاك	Norwegian cruise line holdings	118
قطاع الخدمات	Nrg energy	119
قطاع الخدمات	Pinnacle west capital corp	120
قطاع الرعاية الصحية	Quest Diagnostics Inc	121
قطاع الرعاية الصحية	Teleflex inc	122
قطاع الرعاية الصحية	Universal health services	123
قطاع الصناعة	Grainger inc	124
قطاع دورة الاستهلاك	Wynn resorts	125
قطاع الصناعة	Xylem inc	126
قطاع الصناعة	Alaska air group	127
قطاع المواد الأساسية	Albemarl corporation	128
قطاع دورة الاستهلاك	Borgwarner inc	129
قطاع الطاقة	Cimarex energy co	130
قطاع الرعاية الصحية	Davita inc	131
قطاع خدمات الاتصالات	discovery inc	132
قطاع الصناعة	flowserve corp	133
قطاع دورة الاستهلاك	fortune brands home & security inc	134
قطاع الصناعة	Huntington ingalls industries	135
قطاع خدمات الاتصالات	interpublic group	136
قطاع التكنولوجيا	ipg photonics	137

قائمة الملاحق

قطاع العقارات	iron mountain	138
قطاع الصناعة	j.b hunt transport services inc	139
قطاع دورة الاستهلاك	lkq corporation	140
قطاع دورة الاستهلاك	mattel inc	141
قطاع دورة الاستهلاك	mohawk industries inc	142
قطاع المواد الأساسية	mosaic company	143
قطاع السلع الاستهلاكية	newell brands	144
قطاع الصناعة	nielsen holdings plc	145
قطاع الصناعة	pentair plc	146
قطاع الصناعة	quanta services inc	147
قطاع دورة الاستهلاك	sealed air corporation	148
قطاع الصناعة	united rentals inc	149
قطاع دورة الاستهلاك	tripadvisor inc	150
قطاع دورة الاستهلاك	whirlpool corporation	151
قطاع الرعاية الصحية	henry schein	152
قطاع الصناعة	snap-on inc	153
قطاع دورة الاستهلاك	tractorsupplyco	154
قطاع السلع الاستهلاكية	kellogg company	155
قطاع التكنولوجيا	cadence design systems inc	156
قطاع دورة الاستهلاك	hanesbrands inc	157
قطاع دورة الاستهلاك	royal caribbean cruises ltd	158
قطاع التكنولوجيا	arista networks inc	159
قطاع الرعاية الصحية	zimmer biomet holdings inc	160
قطاع دورة الاستهلاك	advance auto parts inc	161
قطاع الرعاية الصحية	alexion pharmaceuticals inc	162
قطاع الصناعة	waste management inc	163
قطاع الخدمات	evergy inc	164
قطاع التكنولوجيا	Garmin ltd	165
قطاع دورة الاستهلاك	Harley davidson	166
قطاع الخدمات	Nisource inc	167
قطاع الصناعة	UNITED PARCEL SERVICE, INC	168

قائمة الملاحق

الملحق رقم (02): الإحصاء الوصفي ومصفوفة الارتباط لمتغيرات الدراسة

1- الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

	Mean	Median	S.D.	Min	Max
MVA	7.398	0.004022	116.6	-20.39	2552
TSR	0.8664	0.03644	1.766	-1.000	17.75
SDAC	0.2094	0.1689	0.1365	0.0003980	1.516
LDAC	0.4438	0.4416	0.2165	0.0000	2.604
TDAC	0.6589	0.6587	0.2657	0.08878	3.558
SIZE	5.297	4.733	1.218	3.292	7.828
LIQ	2.524	1.327	34.64	0.07793	1420
TANG	0.6915	0.7078	0.1999	0.0000	0.9806

2- مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة

Correlation Coefficients, using the observations 1:01 - 168:10
5% critical value (two-tailed) = 0.0478 for n = 1680

MVA	TSR	SDAC	LDAC	TDAC	
1.0000	0.0132	0.1271	0.0767	0.1261	MVA
	1.0000	0.0023	-0.0074	-0.0144	TSR
		1.0000	-0.2204	0.3669	SDAC
			1.0000	0.7244	LDAC
				1.0000	TDAC
SIZE	LIQ	TANG			
0.0606	-0.0020	-0.0805			MVA
-0.0498	0.0557	-0.0145			TSR
-0.0000	-0.0464	-0.5535			SDAC
-0.1447	0.0206	0.4936			LDAC
-0.0892	-0.0079	0.1188			TDAC
1.0000	0.0320	-0.0839			SIZE
	1.0000	-0.0521			LIQ
		1.0000			TANG

3- معامل تضخم التباين

Variance Inflation Factors

Minimum possible value = 1.0

Values > 10.0 may indicate a collinearity problem

SDAC	3.195
LDAC	5.271
TDAC	5.479
SIZE	1.031
LIQ	1.016
TANG	1.849

VIF(j) = 1/(1 - R(j)^2), where R(j) is the multiple correlation coefficient between variable j and the other independent variables

قائمة الملاحق

الملحق رقم (03): نتائج التحليل القياسي باستخدام التحليل الساكن لتأثير السلوك التمويلي على القيمة السوقية المضافة للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010-2019.

1- نموذج الانحدار التجميعي

Model 1: Pooled OLS, using 1680 observations

Included 168 cross-sectional units

Time-series length = 10

Dependent variable: MVA

	coefficient	std. error	t-ratio	p-value	
const	-54.2743	20.7868	-2.611	0.0091	***
SDAC	123.962	36.5971	3.387	0.0007	***
LDAC	111.959	29.6378	3.778	0.0002	***
TDAC	-26.4014	24.6184	-1.072	0.2837	
SIZE	7.46969	2.33091	3.205	0.0014	***
LIQ	-0.0243588	0.0813160	-0.2996	0.7646	
TANG	-52.1895	19.0161	-2.744	0.0061	***

Mean dependent var	7.398482	S.D. dependent var	116.6031
Sum squared resid	21943914	S.E. of regression	114.5273
R-squared	0.038735	Adjusted R-squared	0.035288
F(6, 1673)	11.23594	P-value (F)	2.49e-12
Log-likelihood	-10344.88	Akaike criterion	20703.75
Schwarz criterion	20741.74	Hannan-Quinn	20717.82
rho	0.238342	Durbin-Watson	1.402708

2- نموذج التأثيرات العشوائية

Model 2: Random-effects (GLS), using 1680 observations

Included 168 cross-sectional units

Time-series length = 10

Dependent variable: MVA

	coefficient	std. error	z	p-value	
const	-71.2752	26.9115	-2.649	0.0081	***
SDAC	163.196	42.5625	3.834	0.0001	***
LDAC	96.1093	32.6332	2.945	0.0032	***
TDAC	-23.9811	26.3102	-0.9115	0.3620	
SIZE	6.96825	3.18627	2.187	0.0287	**
LIQ	0.00704611	0.0778403	0.09052	0.9279	
TANG	-27.8914	23.3064	-1.197	0.2314	

Mean dependent var	7.398482	S.D. dependent var	116.6031
Sum squared resid	21990266	S.E. of regression	114.6140
Log-likelihood	-10346.65	Akaike criterion	20707.30
Schwarz criterion	20745.28	Hannan-Quinn	20721.37
rho	0.004749	Durbin-Watson	1.795847

3- نموذج التأثيرات الثابتة

Model 3: Fixed-effects, using 1680 observations
Included 168 cross-sectional units
Time-series length = 10
Dependent variable: MVA

	coefficient	std. error	t-ratio	p-value	
const	-87.1284	42.6352	-2.044	0.0412	**
SDAC	241.891	55.7724	4.337	1.54e-05	***
LDAC	87.2402	38.7389	2.252	0.0245	**
TDAC	-28.3355	29.7255	-0.9532	0.3406	
SIZE	4.97466	5.91996	0.8403	0.4009	
LIQ	0.0397449	0.0795657	0.4995	0.6175	
TANG	-3.80457	35.2173	-0.1080	0.9140	
Mean dependent var	7.398482	S.D. dependent var	116.6031		
Sum squared resid	16869183	S.E. of regression	105.8363		
LSDV R-squared	0.261037	Within R-squared	0.019357		
LSDV F(173, 1506)	3.075087	P-value(F)	9.41e-31		
Log-likelihood	-10123.95	Akaike criterion	20595.91		
Schwarz criterion	21540.13	Hannan-Quinn	20945.67		
rho	0.004749	Durbin-Watson	1.795847		

4- نتائج اختبار فيشر المقيد

Joint significance of differing group means:
F(167, 1506) = 2.71286 with p-value 2.19772e-023
(A low p-value counts against the null hypothesis that the pooled OLS model is adequate, in favor of the fixed effects alternative.)

5- نتائج اختبار لاغرانج

Breusch-Pagan test statistic:
LM = 147.951 with p-value = prob(chi-square(1) > 147.951) = 4.86164e-034
(A low p-value counts against the null hypothesis that the pooled OLS model is adequate, in favor of the random effects alternative.)

6- نتائج اختبار هوسمان Hausman

Hausman test statistic:
H = 11.1309 with p-value = prob(chi-square(6) > 11.1309) = 0.0844152
(A low p-value counts against the null hypothesis that the random effects model is consistent, in favor of the fixed effects model.)

7- نتائج اختبار الارتباط الذاتي

قائمة الملاحق

Wooldridge test for autocorrelation in panel data -
Null hypothesis: No first-order autocorrelation ($\rho = -0.5$)
Test statistic: $F(1, 167) = 1.82631$
with p-value = $P(F(1, 167) > 1.82631) = 0.178392$

8- نتائج اختبار عدم تجانس التباين

Distribution free Wald test for heteroskedasticity:
Chi-square(168) = 6.56152e+008, with p-value = 0

9- نتائج نموذج التأثيرات الثابتة المصحح

Dependent Variable: MVA
Method: Panel EGLS (Cross-section weights)
Date: 10/15/21 Time: 22:29
Sample: 2010 2019
Periods included: 10
Cross-sections included: 168
Total panel (balanced) observations: 1680
Linear estimation after one-step weighting matrix
White period standard errors & covariance (no d.f. correction)
WARNING: estimated coefficient covariance matrix is of reduced rank

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	4.524623	1.010909	4.475796	0.0000
SDAC	1.384045	1.186003	1.166982	0.2434
LDAC	1.122439	0.645546	1.738743	0.0823
TDAC	-0.421694	0.139478	-3.023367	0.0025
SIZE	0.459547	0.204738	2.244558	0.0249
LIQ	-0.000698	0.000220	-3.171218	0.0015
TANG	-0.099323	0.300825	-0.330171	0.7413

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

Weighted Statistics			
R-squared	0.339894	Mean dependent var	8.246400
Adjusted R-squared	0.264065	S.D. dependent var	31.25048
S.E. of regression	27.02820	Sum squared resid	1100169.
F-statistic	4.482373	Durbin-Watson stat	1.881898
Prob(F-statistic)	0.000000		

قائمة الملاحق

الملحق رقم (04): نتائج التحليل القياسي باستخدام التحليل الساكن لتأثير السلوك التمويلي على معدل العائد الإجمالي للمساهم للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010-2019.

1- نموذج الانحدار التجميعي

Dependent Variable: TSR
Method: Panel Least Squares
Date: 10/15/21 Time: 22:14
Sample: 2010 2019
Periods included: 10
Cross-sections included: 168
Total panel (balanced) observations: 1680

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.387832	0.320073	4.335990	0.0000
SDAC	0.238315	0.563516	0.422908	0.6724
LDAC	0.196818	0.456359	0.431280	0.6663
TDAC	-0.275278	0.379070	-0.726193	0.4678
SIZE	-0.076746	0.035891	-2.138325	0.0326
LIQ	0.002895	0.001252	2.312316	0.0209
TANG	-0.112960	0.292807	-0.385784	0.6997
R-squared	0.006450	Mean dependent var		0.866410
Adjusted R-squared	0.002887	S.D. dependent var		1.766026
S.E. of regression	1.763475	Akaike info criterion		3.976607
Sum squared resid	5202.769	Schwarz criterion		3.999218
Log likelihood	-3333.350	Hannan-Quinn criter.		3.984983
F-statistic	1.810079	Durbin-Watson stat		0.173505
Prob(F-statistic)	0.093504			

2- نموذج التأثيرات العشوائية

قائمة الملاحق

Dependent Variable: TSR
 Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
 Date: 10/15/21 Time: 21:58
 Sample: 2010 2019
 Periods included: 10
 Cross-sections included: 168
 Total panel (balanced) observations: 1680
 Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.004066	0.312503	0.013010	0.9896
SDAC	-0.134745	0.385232	-0.349775	0.7266
LDAC	-0.329453	0.270585	-1.217558	0.2236
TDAC	0.066867	0.208546	0.320632	0.7485
SIZE	0.119162	0.039133	3.045038	0.0024
LIQ	-0.000197	0.000563	-0.350449	0.7260
TANG	0.523601	0.237881	2.201109	0.0279

Effects Specification

	S.D.	Rho
Cross-section random	1.583206	0.8168
Idiosyncratic random	0.749905	0.1832

Weighted Statistics

R-squared	0.010267	Mean dependent var	0.128344
Adjusted R-squared	0.006718	S.D. dependent var	0.754473
S.E. of regression	0.751935	Sum squared resid	945.9242
F-statistic	2.892496	Durbin-Watson stat	0.907413
Prob(F-statistic)	0.008287		

3- نموذج التأثيرات الثابتة

Dependent Variable: TSR
 Method: Panel Least Squares
 Date: 10/15/21 Time: 22:45
 Sample: 2010 2019
 Periods included: 10
 Cross-sections included: 168
 Total panel (balanced) observations: 1680

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.202440	0.302092	-0.670127	0.5029
SDAC	-0.203732	0.395176	-0.515546	0.6062
LDAC	-0.372826	0.274485	-1.358276	0.1746
TDAC	0.104279	0.210621	0.495103	0.6206
SIZE	0.151842	0.041946	3.619928	0.0003
LIQ	-0.000272	0.000564	-0.481960	0.6299
TANG	0.585276	0.249533	2.345487	0.0191

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.838269	Mean dependent var	0.866410
Adjusted R-squared	0.819690	S.D. dependent var	1.766026
S.E. of regression	0.749905	Akaike info criterion	2.360067
Sum squared resid	846.9114	Schwarz criterion	2.922102
Log likelihood	-1808.456	Hannan-Quinn criter.	2.568258
F-statistic	45.11999	Durbin-Watson stat	1.014011
Prob(F-statistic)	0.000000		

4- نتائج اختبار فيشر المقيّد

Joint significance of differing group means:

F(167, 1506) = 46.3814 with p-value 0

(A low p-value counts against the null hypothesis that the pooled OLS model is adequate, in favor of the fixed effects alternative.)

5- نتائج اختبار لاغرانج

Breusch-Pagan test statistic:

LM = 4958.74 with p-value = $\text{prob}(\text{chi-square}(1) > 4958.74) = 0$

(A low p-value counts against the null hypothesis that the pooled OLS model is adequate, in favor of the random effects alternative.)

6- نتائج اختبار Hausman

Hausman test statistic:

H = 15.1846 with p-value = $\text{prob}(\text{chi-square}(6) > 15.1846) = 0.0188683$

(A low p-value counts against the null hypothesis that the random effects model is consistent, in favor of the fixed effects model.)

7- نتائج اختبار الارتباط الذاتي

Wooldridge test for autocorrelation in panel data -

Null hypothesis: No first-order autocorrelation ($\rho = -0.5$)

Test statistic: $F(1, 167) = 38.6882$

with p-value = $P(F(1, 167) > 38.6882) = 3.85583e-009$

8- نتائج اختبار عدم تجانس التباين

Distribution free Wald test for heteroskedasticity:

Chi-square(168) = 3.16003e+008, with p-value = 0

9- نتائج نموذج التأثيرات الثابتة المصحح

†

Dependent Variable: TSR
 Method: Panel Least Squares
 Date: 10/15/21 Time: 22:25
 Sample: 2010 2019
 Periods included: 10
 Cross-sections included: 168
 Total panel (balanced) observations: 1680
 White cross-section standard errors & covariance (no d.f. correction)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.202440	0.107081	-1.890537	0.0589
SDAC	-0.203732	0.199984	-1.018738	0.3085
LDAC	-0.372826	0.188240	-1.980588	0.0478
TDAC	0.104279	0.048313	2.158418	0.0311
SIZE	0.151842	0.010013	15.16377	0.0000
LIQ	-0.000272	0.000109	-2.503804	0.0124
TANG	0.585276	0.173593	3.371532	0.0008

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.838269	Mean dependent var	0.866410
Adjusted R-squared	0.819690	S.D. dependent var	1.766026
S.E. of regression	0.749905	Akaike info criterion	2.360067
Sum squared resid	846.9114	Schwarz criterion	2.922102
Log likelihood	-1808.456	Hannan-Quinn criter.	2.568258
F-statistic	45.11999	Durbin-Watson stat	1.014011
Prob(F-statistic)	0.000000		

قائمة الملاحق

الملحق رقم (05): نتائج التحليل القياسي باستخدام التحليل الديناميكي لتأثير السلوك التمويلي على القيمة السوقية المضافة للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010-2019.

1- التحليل الديناميكي باستخدام مقدر الفروق GMM difference

Model 16: 2-step dynamic panel, using 1344 observations
Included 168 cross-sectional units
H-matrix as per Ox/DPD
Dependent variable: MVA
Asymptotic standard errors

	coefficient	std. error	z	p-value	
MVA (-1)	0.0478002	0.000465033	102.8	0.0000	***
const	2.11156	0.0409919	51.51	0.0000	***
SDAC	378.749	6.60980	57.30	0.0000	***
LDAC	108.570	6.97825	15.56	1.40e-054	***
TDAC	-37.4117	6.18980	-6.044	1.50e-09	***
SIZE	19.7350	0.461465	42.77	0.0000	***
LIQ	0.0750503	0.00708851	10.59	3.40e-026	***
TANG	2.02832	0.982219	2.065	0.0389	**

Sum squared resid 31328858 S.E. of regression 153.1331

. estat abond

Arellano-Bond test for zero autocorrelation in first-differenced errors

Order	z	Prob > z
1	-1.582	0.1137
2	-1.5674	0.1170

H0: no autocorrelation

. estat sargan

Sargan test of overidentifying restrictions

H0: overidentifying restrictions are valid

chi2(36) = 41.3031

Prob > chi2 = 0.2500

2- التحليل الديناميكي باستخدام طريقة GMM -Systeme

Model 15: 2-step dynamic panel, using 1512 observations
 Included 168 cross-sectional units
 Including equations in levels
 H-matrix as per Ox/DPD
 Dependent variable: MVA
 Asymptotic standard errors

	coefficient	std. error	z	p-value	
MVA(-1)	0.155756	4.38676e-05	3551	0.0000	***
const	-72.3822	0.855883	-84.57	0.0000	***
SDAC	180.949	0.495496	365.2	0.0000	***
LDAC	99.0222	0.669693	147.9	0.0000	***
TDAC	-25.8452	0.448030	-57.69	0.0000	***
SIZE	7.36340	0.118849	61.96	0.0000	***
LIQ	0.0129631	0.000448346	28.91	8.16e-184	***
TANG	-35.4293	0.115197	-307.6	0.0000	***

Sum squared resid 21054031 S.E. of regression 118.3161

Number of instruments = 51

Test for AR(1) errors: z = -1.65781 [0.0974]

Test for AR(2) errors: z = 1.68873 [0.0913]

Sargan over-identification test: Chi-square(43) = 65.6781 [0.0145]

Wald (joint) test: Chi-square(7) = 2.39163e+008 [0.0000]

قائمة الملاحق

الملحق رقم (06): نتائج التحليل القياسي باستخدام التحليل الديناميكي لتأثير السلوك التمويلي على معدل العائد الإجمالي للمساهم للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010-2019.

1- التحليل الديناميكي باستخدام مقدر الفروق GMM difference

```
. xtabond TSR L.TSR SDAC LDAC TDAC SIZE LIQ TANG, lags(1) twostep artests(2)
note: L.TSR dropped because of collinearity
```

```
Arellano-Bond dynamic panel-data estimation      Number of obs   =       1,344
Group variable: corporate                        Number of groups =        168
Time variable: year
```

```
Obs per group:
      min =         8
      avg =         8
      max =         8
```

```
Number of instruments =      44                Wald chi2(7)    =   47674.69
                                                Prob > chi2     =     0.0000
```

Two-step results

TSR	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
TSR					
L1.	-.2730476	.0014653	-186.35	0.000	-.2759194 - .2701757
SDAC	-.4364902	.10621	-4.11	0.000	-.644658 - .2283225
LDAC	-.7518892	.0552663	-13.60	0.000	-.8602092 - .6435693
TDAC	.0808476	.0193489	4.18	0.000	.0429245 .1187708
SIZE	.1687517	.0257043	6.57	0.000	.1183721 .2191313
LIQ	.000187	.0000299	6.27	0.000	.0001285 .0002455
TANG	-.328865	.0892975	-3.68	0.000	-.5038848 - .1538452
_cons	.4297641	.1805254	2.38	0.017	.0759409 .7835873

Warning: gmm two-step standard errors are biased; robust standard errors are recommended.

```
. estat abond
```

Arellano-Bond test for zero autocorrelation in first-differenced errors

Order	z	Prob > z
1	-.27277	0.7850
2	-1.1919	0.2333

H0: no autocorrelation

```
. estat sargan
```

Sargan test of overidentifying restrictions

H0: overidentifying restrictions are valid

```
chi2(36) = 46.35005
Prob > chi2 = 0.1158
```


قائمة الملاحق

الملحق رقم (07): فحص Robustness في التحليل الساكن

Sample: 2010 2019
 Periods included: 10
 Cross-sections included: 168
 Total panel (balanced) observations: 1680
 Linear estimation after one-step weighting matrix
 White period standard errors & covariance (no d.f. correction)
 WARNING: estimated coefficient covariance matrix is of reduced rank

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	4.172671	1.000403	4.170990	0.0000
SDAC	1.203269	1.238679	0.971413	0.3315
LDAC	1.085870	0.682646	1.590678	0.1119
TDAC	-0.384196	0.146142	-2.628922	0.0087
SIZE	0.527219	0.211028	2.498341	0.0126
LIQ	-0.000727	0.000228	-3.194256	0.0014
TANG	-0.056017	0.381735	-0.146742	0.8834
CR	-0.069809	0.070331	-0.992570	0.3211

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

Weighted Statistics

R-squared	0.322325	Mean dependent var	7.379972
Adjusted R-squared	0.243975	S.D. dependent var	29.08325
S.E. of regression	25.47870	Sum squared resid	976992.4
F-statistic	4.113951	Durbin-Watson stat	1.894221
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics

R-squared	0.246628	Mean dependent var	7.398482
Sum squared resid	17198098	Durbin-Watson stat	1.998268

Dependent Variable: TSR
 Method: Panel Least Squares
 Date: 10/20/21 Time: 00:56
 Sample: 2010 2019
 Periods included: 10
 Cross-sections included: 168
 Total panel (balanced) observations: 1680
 White cross-section standard errors & covariance (no d.f. correction)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.203426	0.107767	-1.887650	0.0593
SDAC	-0.204274	0.200751	-1.017545	0.3091
LDAC	-0.379306	0.192734	-1.968032	0.0492
TDAC	0.106334	0.048419	2.196139	0.0282
SIZE	0.152739	0.010391	14.69863	0.0000
LIQ	-0.000268	0.000110	-2.439668	0.0148
TANG	0.576213	0.174675	3.298782	0.0010
CR	0.041245	0.009513	4.335836	0.0000

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.838318	Mean dependent var	0.866410
Adjusted R-squared	0.819625	S.D. dependent var	1.766026
S.E. of regression	0.750041	Akaike info criterion	2.360956
Sum squared resid	846.6560	Schwarz criterion	2.926221
Log likelihood	-1808.203	Hannan-Quinn criter.	2.570344
F-statistic	44.84702	Durbin-Watson stat	1.013269
Prob(F-statistic)	0.000000		

الملحق رقم (08): فحص Robustness في التحليل الديناميكي

Model 2: 2-step dynamic panel, using 1344 observations
 Included 168 cross-sectional units
 H-matrix as per Ox/DPD
 Dependent variable: MVA
 Asymptotic standard errors

	coefficient	std. error	z	p-value	
MVA (-1)	0.0481148	0.000467260	103.0	0.0000	***
const	1.99998	0.134209	14.90	3.20e-050	***
SDAC	381.209	5.08266	75.00	0.0000	***
LDAC	106.353	5.68862	18.70	5.37e-078	***
TDAC	-38.6262	4.59455	-8.407	4.21e-017	***
SIZE	21.6554	1.76404	12.28	1.22e-034	***
LIQ	0.0795215	0.00551008	14.43	3.25e-047	***
TANG	-0.0207911	1.02584	-0.02027	0.9838	
CR	6.80825	0.127805	53.27	0.0000	***

Sum squared resid 31266692 S.E. of regression 153.0384

Number of instruments = 44

Test for AR(1) errors: z = -1.64168 [0.1007]

Test for AR(2) errors: z = 1.55894 [0.1190]

قائمة الملاحق

note: L.TSR dropped because of collinearity

```

Arellano-Bond dynamic panel-data estimation   Number of obs   =   1,344
Group variable: corporate                     Number of groups =   168
Time variable: year

Obs per group:
      min =   8
      avg =   8
      max =   8

Number of instruments =   45                  Wald chi2(8)    =   51716.79
                                              Prob > chi2     =   0.0000
    
```

Two-step results

TSR	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
TSR						
L1.	-.2719596	.0012981	-209.51	0.000	-.2745038	-.2694154
SDAC	-.4075018	.1177959	-3.46	0.001	-.6383774	-.1766261
LDAC	-.757824	.0568563	-13.33	0.000	-.8692603	-.6463877
TDAC	.0765726	.0257821	2.97	0.003	.0260405	.1271046
SIZE	.1630779	.0245208	6.65	0.000	.1150179	.2111378
LIQ	.0002024	.0000346	5.85	0.000	.0001346	.0002703
TANG	-.3098125	.1002236	-3.09	0.002	-.5062471	-.113378
CR	.01112	.008856	1.26	0.209	-.0062375	.0284774
_cons	.4474403	.1727918	2.59	0.010	.1087746	.786106

Warning: gmm two-step standard errors are biased; robust standard errors are recommended.

Instruments for differenced equation

. estat abond

Arellano-Bond test for zero autocorrelation in first-differenced errors

Order	z	Prob > z
1	-.29568	0.7675
2	-1.1897	0.2342

H0: no autocorrelation

. estat sargan

Sargan test of overidentifying restrictions

H0: overidentifying restrictions are valid

chi2(36) = 44.9056

Prob > chi2 = 0.1467