



جامعة 8 ماي 1945

قالمة

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير

مذكرة تخرج مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة ماستر في

علوم التسيير

تخصص: إدارة مالية

تحت عنوان

أثر تكلفة التمويل على الأداء المالي للمؤسسة

الاقتصادية

دراسة حالة مجمع صيدال خلال الفترة (2002-2020)

تحت إشراف الدكتورة:

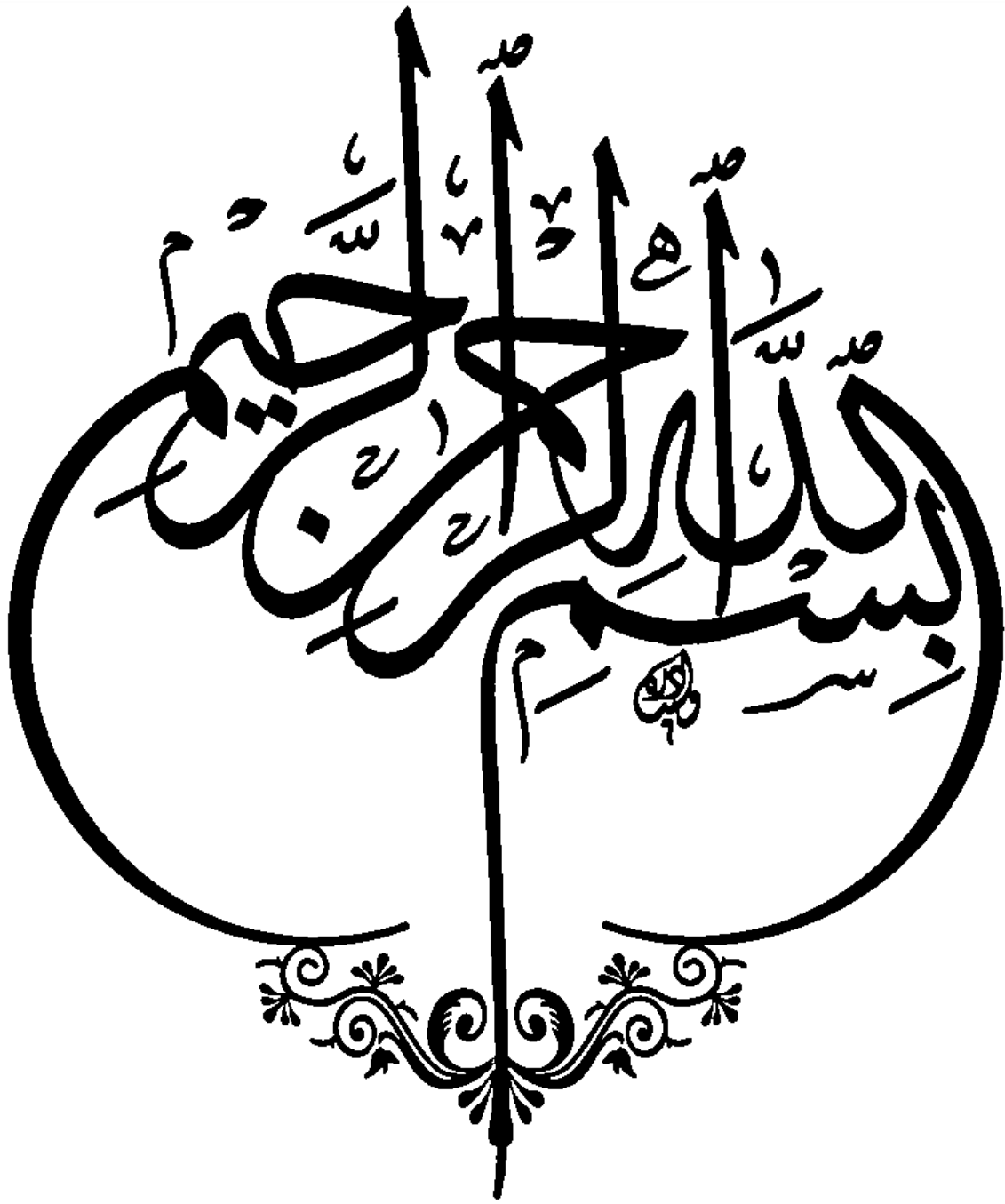
عمر عبدة سامية

من إعداد الطالبتين:

بهنوس حليلة

عثماني شهيناز

السنة الجامعية 2022/2021



"وَقُلْ رَبِّ زِدْنِي عِلْمًا"

## الشكر والتقدير

الحمد لله والصلاة على الحبيب المصطفى سيدنا ونبينا وحبيبنا محمد طي الله عليه وسلم وصدق رسول الله حين قال: "من لم يشكر الناس لم يشكر الله، ومن أسدى إليكم معروفًا فكافئوه، فإن لم تستطيعوا فادعوا له".

نتقدم أولاً بالشكر لله جل ثناؤه وتقدست أسماؤه أن حبه إلينا العلم، ويسر لنا سبله ورزقنا تلقيه على أيدي أهله الطيبين والمخلصين، ونسأله سبحانه أن يرزقنا الإخلاص في القول والعمل، إنه ولي ذلك والقادر عليه.

ومن تمام شكره تعالى، أن نشكر أهل الفضل فضلهم وجهودهم، وأن نعتزف لهم بحقهم، وعلى رأسهم الأستاذة الفاضلة المشرفة "الدكتورة عمر عبدة سامية" التي سارت معنا إلى التي آخر المطاف، على كافة مجهوداتها القيمة التي بذلتها والتوجيهات التي قدمتها و الثقة التي وضعتها والتي كانت دافعا لإتمام هذا العمل المتواضع، جزاها الله عنا خير الجزاء.

كما نتقدم بجزيل الشكر وعظيم الإمتنان لجميع أساتذة قسم علوم التسيير الذين تلقينا على أيديهم مناهل العلم طيلة مشوارنا في الجامعة.

ولا ننسى أن نقدم إمتناننا وتقديرنا إلى كل من قدم لنا يد العون من قريب أو بعيد على إتمام هذا العمل المتواضع.

# الإهداء

لا يطيب الكلام إلا بذكر الله ولا يصفو المقام إلا بالصلاة على خير الأنام ولا تصانح الدنيا إلا بالوالدين الكرام.

أهدي ثمرة جهدي إلى من أفنى حياته ليشق لي الطريق وأشعل سنين عمره ليضيء لي دربي

أدامك الله وأطال في عمرك أبي الغالي.

إلى من خصها ربي بالجنة والتي جعلت من ألمي ألمها وتعبي تعبها أطال الله في عمرك يا أمي

إلى إخوتي سامي وسيل نادية وإبنها أنس

وإلى كل العائلة الكريمة حفظهم الله ورعاهم

إلى كل الأصدقاء والأقارب " نورهان " " إيمان " " أبة " " أميرة " " صورية "

وزميلتي وصديقتي " حليلة " وإلى كل عزيز على قلبي وإلى كل من وسعته

ذاكرتي ولم تسعه مذكرتي.



شمس ناز



# الإهداء

"وأخر دعواتهم أن الحمد لله رب العالمين"

أهدي ثمرة جهدي وتعبي إلى الكتف الذي استندت عليه حين خذلتني قدماي إلى اليد التي تقدر لي العون دون طلب إلى التي حملت وسهرت وربت وعلمت أمي و أماني و أمنى وسكنتني أمي قلعة لا يوضع خلفها فاصلة ولا نقطة لأنها فوق قواعد الأبدية

إلى بؤرة النور التي عبرت بي نحو الأمل والنجاح إلى الغالي الذي لم يحرمني من شيء في الدنيا إلى الذي عاش من أجل أن نحيا حياة سعيدة إلى الذي رباني على العقيدة الصحيحة أبي الغالي دمت في رعاية الله وحفظه وأدامك الله تاجا على رؤوسنا

إلى أخي البكر "محمد" أسعدك الله في الدنيا والآخرة ورزقك الله من حيث لا تحتسب دمت لي سندا وذراعا فأنت الذي قال فيك تعالى "سنشد عضدك بأخيك"

إلى أخي الجميل "خالد" أتمنى من الله أن يوفقك في حياتك المهنية ورزقك من فضله ذرية طالحة ودمت دائما متألها

إلى سعادتني و بصيتي الحنون "صوفيا" أطال الله في عمرك وشفاك من كل سقم ومرض إذا مسك الضر مسني ضعفه وحفظ ذريتك "ألين"

إلى أخت العنقود ومدلل البيت "أنيس" أتمنى من الله أن يعطيك كل تتمني وأن تصل إلى المراتب العليا إلى عائلتي الثابتة "برائحة" وأعزهم خالي حنون وزوجته رعاكم الله وحفظكم من كل سوء وجعل بيننا مودة ورحمة ورزقكم الصحة والعافية

شكرا إلى الزميلة الطيبة التي شاركتني هذا العمل "شهيناز" ورزقك الله من حيث لا تحتسب

شكرا لكل الأصدقاء والأقارب "زينب" "بشرى" "فادية" "ريان" "ابتسام" "أمانى" "أنيس" "محمود" "طالح" "نذير".

## طليحة

فهرس

المحتويات

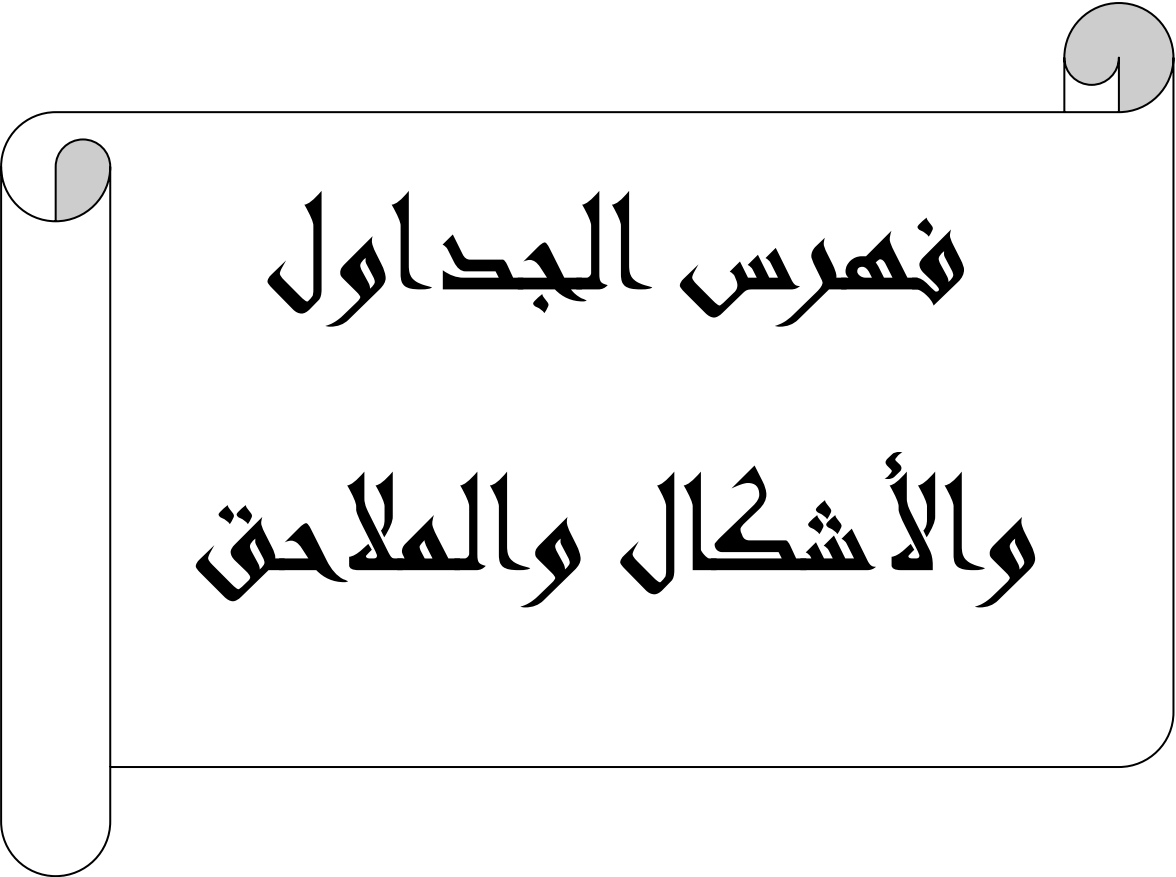
## فهرس المحتويات

الصفحة	العنوان
I	البسملة والدعاء
IV-II	التشكرات والإهداءات
VIII-V	فهرس المحتويات
XII-IX	فهرس الجداول والأشكال والملاحق
أ-هـ	مقدمة
<b>الفصل الأول: الإطار المفاهيمي للأداء المالي</b>	
2	تمهيد
3	المبحث الأول: أساسيات الأداء المالي
3	المطلب الأول: نظرة عامة حول الأداء
3	أولاً: تعريف الأداء
4	ثانياً: أهمية الأداء
4	ثالثاً: أنواع الأداء
8	<b>المطلب الثاني: الأداء المالي</b>
9	أولاً: ماهية الأداء المالي
11	ثانياً: أهداف الأداء المالي
11	ثالثاً: العوامل المؤثرة في الأداء المالي
12	<b>المطلب الثالث: تقييم الأداء المالي</b>
12	أولاً: ماهية تقييم الأداء المالي
15	ثانياً: مصادر معلومات تقييم الأداء المالي
16	ثالثاً: خطوات تقييم الأداء المالي
17	<b>المبحث الثاني: طرق ومؤشرات تقييم الأداء المالي</b>
17	<b>المطلب الأول: التحليل المالي الساكن والديناميكي</b>
18	<b>المطلب الثاني: طرق تقييم الأداء المالي</b>
18	أولاً: تحليل القوائم المالية
23	ثانياً: التوازن المالي
26	<b>المطلب الثالث: مؤشرات تقييم الأداء المالي</b>

26	أولاً: نسب السيولة
27	ثانياً: نسب الربحية
29	ثالثاً: نسب النشاط
31	رابعاً: نسب هيكل رأس المال
33	خلاصة الفصل الأول
الفصل الثاني: الإطار المفاهيمي لتكلفة التمويل	
35	تمهيد
36	المبحث الأول: مفاهيم عامة حول التمويل
36	المطلب الأول: ماهية التمويل
36	أولاً: مفهوم التمويل
37	ثانياً: أهمية التمويل
38	ثالثاً: أهداف التمويل
38	المطلب الثاني: وظائف وأنواع التمويل
39	أولاً: وظائف التمويل
39	ثانياً: أنواع التمويل
41	المطلب الثالث: مصادر التمويل
41	أولاً: مصادر التمويل بالملكية
48	ثانياً: مصادر التمويل بالاستدانة
56	المبحث الثاني: تكلفة التمويل
56	المطلب الأول: أساسيات حول تكلفة التمويل
56	أولاً: مفهوم تكلفة التمويل
56	ثانياً: أهمية تقدير تكلفة التمويل
57	ثالثاً: العوامل المؤثرة في تكلفة التمويل
58	المطلب الثاني: تقدير تكلفة التمويل
59	أولاً: تقدير تكلفة التمويل بالملكية
63	ثانياً: تقدير تكلفة التمويل بالاستدانة
66	ثالثاً: تقدير التكلفة الكلية للتمويل
67	المطلب الثالث: أثر تكلفة التمويل على الأداء المالي



70	خلاصة الفصل الثاني
الفصل الثالث: قياس أثر تكلفة التمويل على الأداء المالي لمجمع صيدال	
72	تمهيد
73	المبحث الأول: تقديم مجمع صيدال والإجراءات المنهجية للدراسة
73	المطلب الأول: تقديم مجمع صيدال
73	أولاً: التعريف بمجمع صيدال
78	ثانياً: الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال
80	ثالثاً: مؤشرات حول أداء مجمع صيدال
83	المطلب الثاني: الإجراءات المنهجية للدراسة
83	أولاً: تحديد متغيرات الدراسة
86	ثانياً: توصيف النموذج القياسي
88	ثالثاً: اختبار النماذج
90	المطلب الثالث: اختبار استقرارية السلاسل الزمنية
93	المبحث الثاني: تقدير وتقييم نماذج الدراسة
93	المطلب الأول: تقدير أثر تكلفة التمويل على نسب الربحية
93	أولاً: تقدير تكلفة التمويل على معدل العائد على الموجودات ROA
98	ثانياً: تقدير أثر تكلفة التمويل على معدل العائد على حقوق الملكية ROE
103	ثالثاً: تقدير أثر تكلفة التمويل على نسبة ربحية السهم EPS
107	المطلب الثاني: تقدير أثر تكلفة التمويل على نسب التوازن المالي وهيكل رأس المال
108	أولاً: تقدير تكلفة التمويل على نسبة الاستقلالية المالية RIF
111	ثانياً: تقدير تكلفة التمويل على الاحتياج في رأس المال العامل BFR
115	المطلب الثالث: مناقشة نتائج الدراسة
117	خلاصة الفصل الثالث
118	خاتمة
122	قائمة المراجع
131	قائمة الملاحق



**فهرس الجداول  
والأشكال والملاحق**

## فهرس الجداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
(1-1)	قائمة المركز المالي	20
(2-1)	قائمة الدخل	22
(3-1)	نسب السيولة	27
(1-2)	مزايا وعيوب الأسهم العادية	44
(2-2)	مزايا وعيوب الأسهم الممتازة	56
(3-2)	مزايا وعيوب الأرباح المحتجزة	48
(4-2)	مزايا وعيوب التمويل بالسندات	51
(5-2)	مزايا وعيوب القروض متوسطة وطويلة الأجل	52
(1-3)	بطاقة فنية لمجمع صيدال	74
(2-3)	تطور انتاج مجمع صيدال خلال الفترة (2016-2020)	82
(3-3)	عرض وصفي لبيانات متغيرات الدراسة	85
(4-3)	اختبار PP لاستقرارية السلاسل الزمنية عند المستوى وعند الفرق الأول	91
(5-3)	نتائج اختبار سببية جرانجر لمتغير معدل العائد على الموجودات	93
(6-3)	نتائج اختبار التكامل المشترك للمتغير ROA	94
(7-3)	اختبار درجة تأخير نموذج التكامل المشترك لـ ROA	95
(8-3)	نتائج الاختبارات التشخيصية لـ ROA	96
(9-3)	نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ لـ ROA	97
(10-3)	نتائج اختبار سببية جرانجر لمتغير معدل العائد على حقوق الملكية	98
(11-3)	نتائج اختبار التكامل المشترك للمتغير ROE	99
(12-3)	نتائج اختبار تحديد درجة الإبطاء المثلى	100
(13-3)	نتائج الاختبارات التشخيصية لـ ROE	101
(14-3)	نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ لـ ROE	101
(15-3)	نتائج اختبار سببية جرانجر لمتغير نسبة ربحية السهم	103
(16-3)	نتائج اختبار التكامل المشترك للمتغير EPS	104
(17-3)	نتائج اختبار تحديد درجة الإبطاء المثلى	105
(18-3)	نتائج اختبار سببية جرانجر للمتغير نسبة الاستقلالية المالية	108

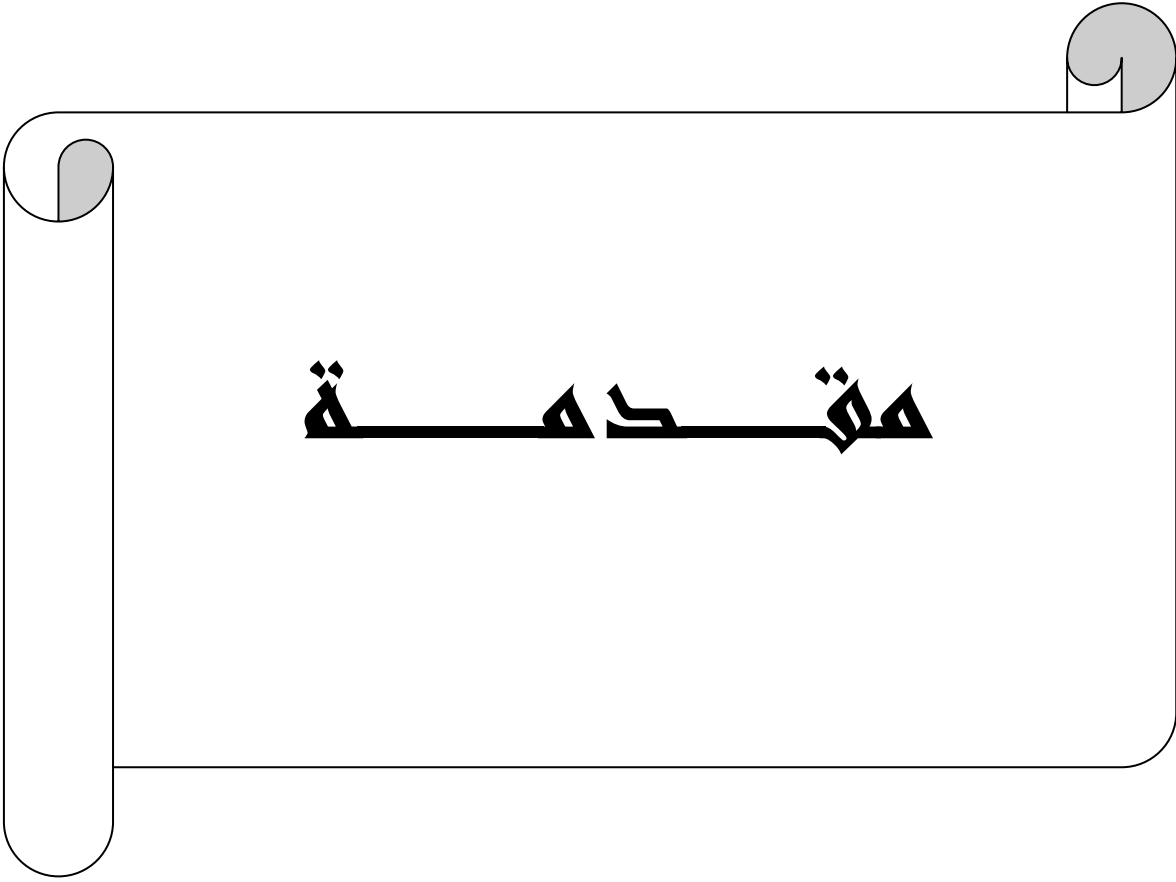
109	نتائج اختبار التكامل المشترك للمتغير RIF	(19-3)
109	نتائج اختبار تحديد درجة الإبطاء المثلى	(20-3)
111	نتائج اختبار سببية جرانجر للمتغير الاحتياج في رأس المال العامل	(21-3)
112	نتائج اختبار التكامل المشترك لمتغير BFR	(22-3)
113	نتائج اختبار تحديد درجة الإبطاء المثلى	(23-3)

### فهرس الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
5	أنواع الأداء	(1-1)
41	أنواع التمويل	(1-2)
55	مصادر التمويل	(2-2)
78	الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال	(1-3)
81	تطور رقم أعمال مجمع صيدال خلال الفترة (2020-2016)	(2-3)
82	تطور النتيجة الصافية لمجمع صيدال خلال الفترة (2022-2016)	(3-3)
88	مراحل اختبار التكامل المشترك	(4-3)
107	نتائج اختبار استقرارية نموذج VAR(3)	(5-3)
111	نتائج اختبار استقرارية نموذج VAR(3)	(6-3)
114	نتائج اختبار استقرارية النموذج VAR(1)	(7-3)

## فهرس الملاحق

الصفحة	عنوان الملحق	رقم الملحق
132	بيانات الدراسة	الملحق رقم (1)
133	الخصائص الوصفية لبيانات الدراسة	الملحق رقم (2)
134	اختبار صلاحية النموذج الأول	الملحق رقم (3)
136	اختبار معنوية معالم النموذج الأول	الملحق رقم (4)
137	اختبار صلاحية النموذج الثاني	الملحق رقم (5)
139	اختبار معنوية المعالم للنموذج الثاني	الملحق رقم (6)
140	نماذج تقدير النموذج الثالث	الملحق رقم (7)
142	نماذج تقدير النموذج الرابع	الملحق رقم (8)
144	نماذج تقدير النموذج الخامس	الملحق رقم (9)



## تمهيد

تسعى كل مؤسسة اقتصادية إلى تحسين أدائها المالي من خلال تحليل وضعيتها واستغلال مواردها المالية والبشرية بكفاءة وفعالية، وتكتسي عملية تقييم الأداء المالي في المؤسسة أهمية بالغة من أجل التوجيه السليم لها وإيضاح الرؤية لبلوغ أهدافها وتنفيذها المثالي والفعال لاستراتيجياتها، حيث تعتبر عملية تقييم الأداء المالي من أهم العمليات التي تقوم بها المؤسسة في مجال الرقابة لضمان بقائها واستمراريتها.

ولتتمكن المؤسسة من قياس وتقييم نتائجها أو بالأحرى تقييم أدائها تستعين بمجموعة من المؤشرات التي تساعد في عملية اتخاذ القرار، ويوفر كل مؤشر معلومات مفيدة لمستخدمي القوائم المالية، ولكل من هذه المؤشرات تفسير في تقييم الأداء المالي، لكن كل هذا مرتبط بالمصادر المالية المتاحة أمام الإدارة وتكلفتها وكيفية الحصول عليها لاستغلالها الأمثل في تحقيق الأهداف المرجوة.

وفي ظل تنوع مصادر تمويل المؤسسة واختلاف أشكالها لازال الاهتمام منصبا على الطريقة التي يتم بها تشكيل الهيكل التمويلي بين أموال الملكية وأموال الاستدانة، لما لهذا التنوع من تأثير على عنصرين أساسيين في نشاط المؤسسة وهما العائد والمخاطرة، حيث أن نجاح عملية اختيار الهيكل التمويلي المناسب تعتمد بالدرجة الأولى على تحقيق أكبر عائد بأقل تكلفة ممكنة. وتعتبر عملية اتخاذ القرارات التمويلية من أهم القرارات نظرا لطابعها الاستراتيجي ولما لها من أثر في اختيار الميزج التمويلي المناسب الذي يؤدي إلى تحقيق التوازن المالي داخل المؤسسة. وقد حاولت بعض الدراسات إبراز أهم الجوانب المختلفة المتعلقة بكيفية تحديد أهم مصادر التمويل المناسبة للمؤسسات والمفاضلة بين مختلف مصادرها والتي على أساسها يتم اتخاذ القرار المالي المناسب وتأثير كل من تكلفة الأموال الخاصة وتكلفة الاستدانة على الأداء المالي للمؤسسة.

## 1- إشكالية الدراسة

بناء على ما سبق تتمحور إشكالية الدراسة حول التساؤل التالي:

هل يوجد أثر لتكلفة التمويل على الأداء المالي لمجمع صيدال؟

انطلاقا من التساؤل الرئيسي يمكن طرح التساؤلات الفرعية التالية:

1- ماهو أثر تكلفة أموال الملكية على الأداء المالي لمجمع صيدال خلال الفترة 2002-2020؟

- 2- هل تؤثر تكلفة الاستدانة على الأداء المالي لمجمع صيدال خلال الفترة 2002-2020؟
- 3- هل هناك أثر لتكلفة التمويل على نسب الربحية لمجمع صيدال خلال الفترة 2002-2020؟
- 4- هل هناك أثر لتكلفة التمويل على نسب التوازن المالي وهيكل رأس المال لمجمع صيدال خلال الفترة 2002-2020؟

## 2- فرضيات الدراسة

للإجابة على إشكالية الدراسة تم الفرضيات التالية:

- 1- يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتكلفة أموال الملكية على الأداء المالي لمجمع صيدال.
- 2- يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتكلفة الاستدانة على الأداء المالي لمجمع صيدال.
- 3- يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتكلفة التمويل على نسب الربحية لمجمع صيدال.
- 4- يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتكلفة التمويل على نسب التوازن المالي وهيكل رأس المال لمجمع صيدال.

## 3- أهمية الدراسة

تكمن أهمية هذه الدراسة في اختبار مدى تأثير الأداء المالي بتكلفة التمويل، وذلك من خلال تحديد وحساب تكلفة كل عنصر من عناصر التمويل وتوضيح أثرها على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية، حيث يمكن أن يساهم ذلك في بناء إطار عملي لاتخاذ القرارات المالية في مختلف المجالات واستخدام الأموال بشكل يحقق أكبر عائد لملاك المؤسسات الاقتصادية وهو الهدف الأساسي للإدارة المالية.

## 4- أهداف الدراسة

تهدف هذه الدراسة إلى التأكد من وجود أثر لتكلفة التمويل على الأداء المالي لمجمع صيدال، ذلك من خلال الدور الذي تلعبه تكلفة التمويل في قياس وتحسين الأداء المالي.

ويمكن تحقيق هذا الهدف من خلال الأهداف الفرعية التالية:

- معرفة الأداء المالي وطرق تقييمه المختلفة؛
- تحديد مفاهيم أساسية حول التمويل، مصادره، وطرق تقدير تكلفة هيكل رأس المال؛
- دراسة وتحليل العلاقة بين تكلفة التمويل والأداء المالي في ظل المقاييس المختلفة.



## 5- منهج وأدوات الدراسة

تحقيقاً لأهداف البحث السابقة ووصولاً إلى أفضل الطرق لقياس أثر تكلفة التمويل على الأداء المالي استخدمت الدراسة المنهج الوصفي التحليلي في عرض الجوانب النظرية لكل من الأداء المالي وتكلفة التمويل، وكذلك اعتمدت الدراسة على الأسلوب الإحصائي القياسي من أجل قياس أثر تكلفة التمويل على الأداء المالي بجمع صيدال، وذلك باستخدام أسلوب التكامل المشترك لتقدير في كل مرة نموذج يستخدم أحد مؤشرات تقييم الأداء المالي والمتمثلة في ROA، ROE، EPS، BFR، RIF كمتغير تابع، وكل من Kcp و Kd كمتغيرات مستقلة. أما الإطار الزمني للدراسة فشمل الفترة من 2002 إلى 2020 وهي الفترة التي توفرت فيها القوائم المالية للمؤسسة. وقد تمت الاستعانة ببرمجة Eviews10 وبرنامج Microsoft Excel في تقدير النماذج والقيام بالعمليات الحسابية اللازمة والرسوم البيانية.

## 6- الدراسات السابقة

من بين الدراسات التي تناولت الموضوع ولو من أحد جوانبه نجد:

➤ دراسة عادلة حاتم ناصح، عبد الخالق ياسين البدران (2014) بعنوان "علاقة هيكل التمويل بربحية الشركة لعينة من شركات القطاع الصناعي المسجلة في سوق العراق للأوراق المالية (2004-2011)"، وقد هدفت الدراسة إلى الكشف عن العلاقة بين هيكل التمويل والربحية لعينة مكونة من 14 شركة مسجلة في سوق العراق، وقد استخدم الإحصاء الوصفي والانحدار الذاتي بالإضافة إلى استخدام الوسط الحسابي والانحراف المعياري، وتوصلت الدراسة إلى أنه توجد علاقة بين المتغير المستقل والمتمثل في نسبة المديونية والمتغير التابع الربحية الممثل بالعائد على الموجودات.

➤ دراسة شاكر الزاوي (2016) بعنوان "أثر القرار التمويلي على الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية" حيث هدفت هذه الدراسة إلى معرفة القرار التمويلي على الأداء المالي للمؤسسة الوطنية لأشغال الكهرباء - تقرت- للفترة الممتدة (2012-2014)، وذلك باستخدام مؤشرات التوازن المالي ونسب الهيكلية المالية خلال فترة الدراسة وقد توصلت الدراسة إلى أن المؤسسة تعتمد على تنوع المصادر لتمويل استثماراتها وقد وجدت أن المؤسسة حققت مؤشرات توازن مالي إيجابية مما انعكس بالإيجاب على الأداء المالي للمؤسسة محل الدراسة.

➤ دراسة أحمد كاظم قاسم البهادلي (2019) بعنوان "أثر الهيكل المالي على الأداء المالي للفنادق المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية"، حيث هدفت هذه الدراسة إلى قياس أثر الهيكل المالي على الأداء المالي

لخمس فنادق مدرجة في سوق العراق للأوراق المالية (فلسطين وبابل والمنصور وبغداد وعشتار)، وتم استخدام النسب المالية لقياس الهيكل المالي (التمويل الداخلي والتمويل الخارجي) وقياس الأداء المالي (نسبة المديونية ونسبة العائد على الاستثمار ومعدل دوران الأصول) للفترة (2013-2017) المستخرجة من القوائم المالية للفنادق وذلك بالاعتماد على معامل الارتباط بيرسون والانحدار الخطي البسيط والمتعدد لاختبار الفرضيات، وقد توصلت الدراسة إلى أن أغلب الفنادق اعتمدت على التمويل الداخلي أكثر من التمويل الخارجي في بناء هيكلها المالي.

➤ دراسة فالح حسن علوان جواد الجنابي (2020) بعنوان "أثر هيكل التمويل على الأداء المالي للشركات لعينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية (2008-2019)" وهدفت الدراسة إلى معرفة ما مدى تأثير هيكل التمويل على الأداء المالي لعينة مكونة من 5 شركات من مختلف القطاعات، وقد اتبعت الدراسة المنهج الإحصائي في اختبار فرضيات الدراسة وتوصلت إلى أن كثرة التعثر المالي للشركات المدرجة في السوق المالي يؤثر سلباً في أنشطتها وأدائها على مستوى السوق لأن المركز المالي هو صمام أمان وخط دفاع للأداء والنشاط الذي يحقق أهداف الشركات.

➤ دراسة فرماج عبد القادر، عصام بوزيد، عبد الباقي بضياف (2021) بعنوان "تأثير الأداء المالي على تكلفة التمويل لعينة من شركات المساهمة الجزائرية (2010-2017)" وقد هدفت الدراسة إلى معرفة أثر الأداء المالي على تكلفة التمويل لعينة مكونة من 15 شركة مساهمة لفحص هيكلها المالي وقد استخدمت الدراسة تقنيات الانحدار الذاتي على بيانات بانل لاختبار نموذج الدراسة وخلصت إلى أن الشركات الجزائرية تعتمد على الديون بشكل أساسي في تمويل احتياجاتها وأن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية طردية بين الربحية وتكلفة التمويل، وعلاقة عكسية بين العائد على الاستثمار وتكلفة التمويل.

## 7- التوثيق العلمي

تم الاعتماد في إنجاز هذه الدراسة في الجانب النظري على مراجع باللغة العربية وباللغة الفرنسية، تتمثل في كتب، مذكرات ماجستير ودكتوراه، إضافة إلى المجلات ومواقع الانترنت، أما الجانب التطبيقي فقد تم الاعتماد على التقارير السنوية لمجمع صيدال بالإضافة إلى كتب الاقتصاد القياسي.

## 8- محتويات الدراسة

تتناول الدراسة ثلاث فصول، حيث الفصل الأول الخاص بالجانب النظري يهدف الإحاطة بموضوع الأداء المالي وإعطاء خلفية جيدة عنه والفصل ثاني خصص لدراسة تكلفة التمويل في حين خصص الفصل الثالث للدراسة التطبيقية أين تم اختبار الفرضيات من خلال دراسة حالة مجمع صيدال، ويمكن عرض محتوى الدراسة كما يلي:

- الفصل الأول بعنوان "الإطار المفاهيمي للأداء المالي"، حيث تم تقسيمه إلى مبحثين، المبحث الأول تم فيه عرض أساسيات حول الأداء المالي بداية بتقديم نظرة عامة حول الأداء وأنواعه ثم التطرق إلى الأداء المالي من خلال تعريفه وعرض أهدافه وأهم العوامل المتحكمة فيه، إضافة إلى تقييم الأداء المالي وتحديد مصادر معلوماته والخطوات المتبعة في التقييم، أما المبحث الثاني فقد تضمن طرق ومؤشرات تقييم الأداء المالي والمتمثلة في كل من تحليل القوائم المالية، التوازن المالي والنسب المالية بالإضافة إلى التحليل المالي الساكن والديناميكي.
- أما الفصل الثاني بعنوان "الإطار المفاهيمي لتكلفة التمويل"، حيث قسم إلى مبحثين، تناول المبحث الأول مفاهيم عامة حول التمويل من خلال تعريفه، وإبراز أهميته والأهداف التي يسعى إلى تحقيقها، إضافة إلى تحديد وظائف التمويل وأنواعها ثم التطرق إلى مصادر التمويل المختلفة، أما المبحث الثاني فقد خصص لتكلفة التمويل من خلال تعريفها، أهميتها والعوامل المؤثرة فيها، ثم تقدير تكلفة كل مصدر تمويلي على حدى وكذا تقدير التكلفة الكلية للتمويل، وأخيرا دراسة العلاقة بين متغيرات الدراسة.
- في حين أن الفصل الثالث بعنوان "قياس أثر تكلفة التمويل على الأداء المالي لمجمع صيدال"، فتم تقسيمه هو الآخر إلى مبحثين حيث أنه في المبحث الأول قمنا بتقديم عام لمجمع صيدال من نشأة وتطور وتعريف بالمجمع وكذا أهم المؤشرات حول أدائه بالإضافة إلى الإجراءات المنهجية لدراسة الحالة، أما المبحث الثاني فتم فيه القيام بالدراسة القياسية من خلال تقدير واختبار نماذج الدراسة.

## 9- صعوبات الدراسة

واجهتنا بعض الصعوبات في إنجاز المذكرة نوجزها فيما يلي:

- إشكالية الوصول إلى بعض الكتب ذات الصلة بموضوع الأداء المالي مع ندرتها باللغة العربية، حيث كلها تصب في نفس المعلومة مما استوجب الاستعانة بالمجلات والرسائل العلمية.
- صعوبة حساب كل المؤشرات وهذا لكثرتها.
- صعوبة استخدام كل من برنامج Eviews10 والتكامل المشترك حيث لم نتطرق إليهم من قبل في مسيرتنا الدراسية.

**الفصل الأول:**

**الإطار المفاهيمي**

**الأداء المالي**

## تمهيد

يحتل الأداء باهتمام متزايد من قبل المؤسسات والأطراف التابعة لها، وتعد عملية تقييم الأداء أحد الموضوعات الرئيسية للفكر الاقتصادي لأنه يعطينا صورة واضحة لوضعية المؤسسة، وبسبب اتساع الموضوع سيتم فقط دراسة جانب واحد من الأداء وهو الأداء المالي لأن الأداء المالي الأمثل هو السبيل الوحيد للنمو والبقاء، وتعد عملية تقييم الأداء المالي أحد المكونات الأساسية للمؤسسات حيث يعتمد على المؤشرات المالية وتحليل القوائم المالية لإعطاء صورة دقيقة وموثوقة عن مدى تحقيق المؤسسة للأهداف المسطرة.

ومن هذا المنطلق سيوضح في هذا الفصل مفاهيم أساسية حول الأداء المالي وعليه تم تقسيمه إلى مبحثين كما يلي:

- المبحث الأول بعنوان أساسيات الأداء المالي سيتناول نظرة عامة عن الأداء وأنواعه، ماهية الأداء المالي والعوامل المؤثرة فيه، وأخيرا تقييم الأداء المالي وخطواته؛
- أما المبحث الثاني بعنوان طرق ومؤشرات تقييم الأداء المالي سيتضمن نظرة مختصرة عن التحليل المالي الساكن والديناميكي، طرق ومؤشرات تقييم الأداء المالي وذلك عن طريق معرفة القوائم المالية وطرق تحليلها بالإضافة إلى النسب المالية وكيفية حسابها.

## المبحث الأول: أساسيات الأداء المالي

سيتناول هذا المبحث نظرة عامة حول الأداء: تعريف الأداء، أهميته، أنواعه، وكذا ماهية الأداء المالي، أهدافه والعوامل المؤثرة فيه، وأخيرا يتضمن تقييم الأداء المالي، مصادر معلومات تقييم الأداء المالي وخطواته.

## المطلب الأول: نظرة عامة حول الأداء

يعد الأداء مفهوما أساسيا بالنسبة للمؤسسة نظرا لكونه البعد الأكثر أهمية لمختلف المؤسسات الذي يتمحور حوله وجود المؤسسة، فجميع وظائف المؤسسة تهتم بمعرفة أدائها بناء على الخطة الإستراتيجية والنتائج المحققة، وفي هذا المطلب سيتم الإحاطة ببعض جوانب الأداء من مفاهيم، أهمية، وأنواعه.

## أولا: تعريف الأداء

يعرفه Miller & Bromiley: " أن الأداء محصلة قدرة المنظمة في استغلال مواردها وتوجيهها نحو تحقيق الأهداف المنشودة، فالأداء هو انعكاس لكيفية استخدام المنظمة لمواردها المادية والبشرية واستغلالها بالصورة التي تجعلها قادرة على تحقيق أهدافها".<sup>1</sup>

وعرف Maadani & Saïd الأداء بأنه: " تحقيق أهداف المنظمات " وهذا التعريف العام يسلط هذا التعريف الضوء على ثلاث خصائص للأداء: يترجم الأداء بإنجازات (نتيجة)؛ يتم تقييمه عن طريق المقارنة؛ وتعكس المقارنات نجاح النشاط الممارس".<sup>2</sup>

ويعرفه Martory & Crozet بأنه المزيج بين الفعالية والكفاءة حيث: " الفعالية، هي درجة تحقيق الأهداف أيا كانت الوسائل المستخدمة، أما الكفاءة هي العلاقة بين النتائج التي تم الحصول عليها والوسائل المستخدمة للحصول عليها".<sup>3</sup>

<sup>1</sup>- طاهر محسن منصور الغالي، وائل محمد صبحي إدريس، سلسلة إدارة الأداء الاستراتيجي، ط1، دار وائل للنشر، الأردن، 2009، ص 36.

<sup>2</sup>- Martine Maadani & karim Saïd, **Management et pilotage de la performance**, édition hachette supérieur, France, 2009, p28.

<sup>3</sup>- Bernard Martory, Daniel Crozet, **Gestion des ressources humaines**, 8<sup>ed</sup>, édition Dunod, France, 2013, p171.

كما تعرف المنظمة العالمية لتقييس الإيزو 9000 إصدار 2000 الأداء بأنه: " يشمل الكفاءة والفعالية، فهذه الأخيرة هي مدى بلوغ النتائج، أما الكفاءة هي العلاقة بين النتيجة المتحصل عليها والموارد المستعملة".<sup>1</sup>

نستنتج من التعاريف السابقة بأن الأداء هو تعبير عن كيفية توظيف المؤسسات لمواردها المتاحة تحت قيد الفعالية والكفاءة ووفق معايير محددة من أجل تحقيق أهدافها القصيرة وطويلة الأجل وكذلك البقاء والاستمرار في ممارسة نشاطها.

### ثانيا: أهمية الأداء

تولي منظمات الأعمال للأداء أهمية كبيرة، ويتضح ذلك من خلال مناقشة الأداء في إطار ثلاث أبعاد رئيسية وهي:<sup>2</sup>

نظريا: يمثل الأداء مركز الإدارة الإستراتيجية حيث يحتوي جميع المفاهيم الإدارية على مضامين ودلالات تختص بالأداء سواء بشكل مباشر، وذلك بسبب أن الأداء يمثل اختبار زمني للإستراتيجية المتبعة من قبل الإدارة.

تجريبيا: تظهر أهمية الأداء من خلال استخدامه في أغلب دراسات وبحوث الإدارة الإستراتيجية لاختيار الإستراتيجيات المختلفة والعمليات الناتجة عنها.

إداريا: فالأهمية هنا تظهر واضحة من خلال حجم الاهتمام الكبير من قبل إدارات المؤسسات بالأداء ونتائجه والتحويلات الكبرى التي تجري في هذه المؤسسات اعتمادا على نتائج الأداء.

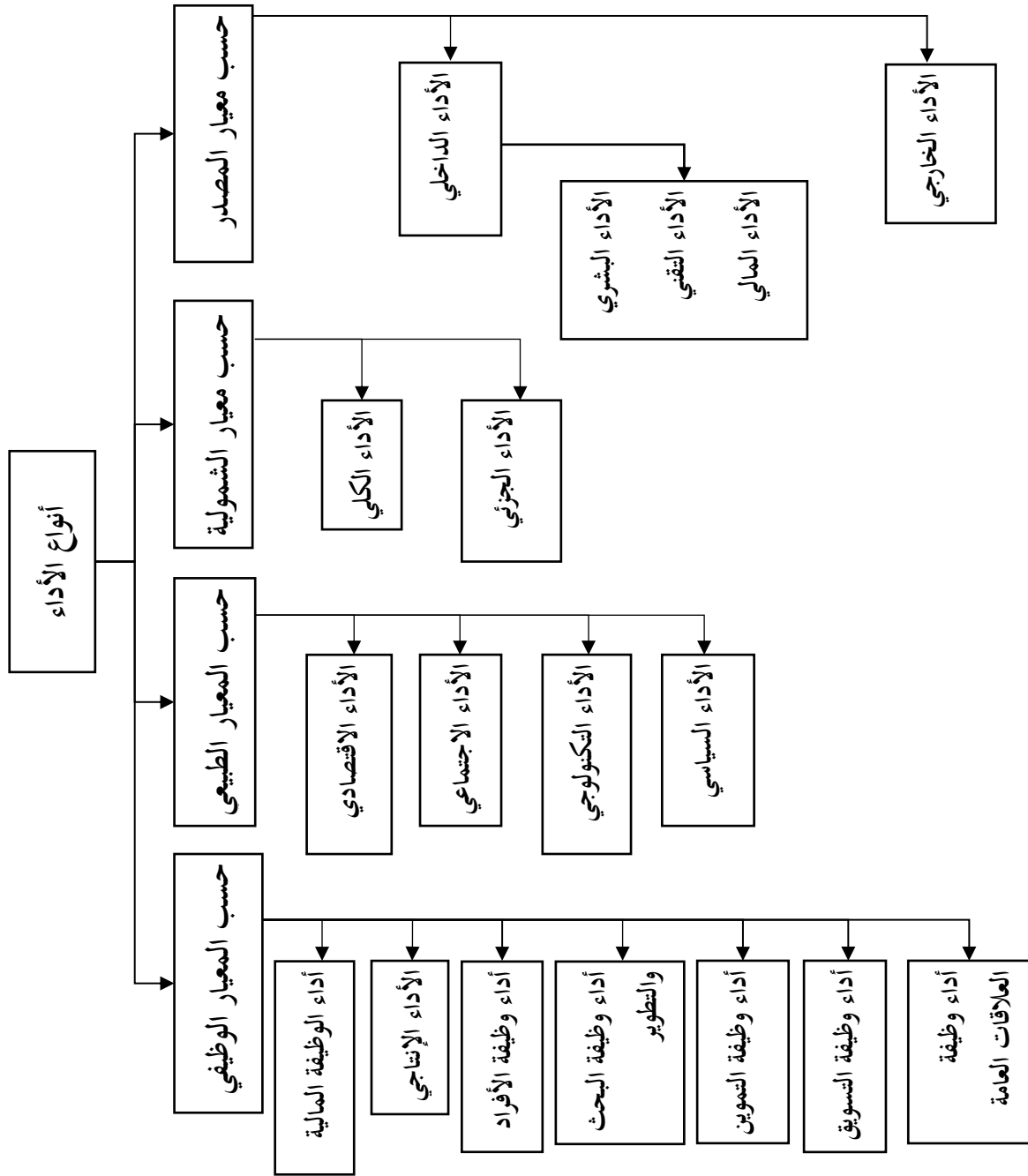
### ثالثا: أنواع الأداء

يمكن تمييز أنواع الأداء حسب عدة معايير كما يتضح من خلال الشكل الموالي:

<sup>1</sup> - هوان بو عبد الله، عبد القادر شاعة، تقييم الأداء الفندقية باستخدام مؤشرات قياس الأداء دراسة حالة فندق قصر المنصور -مستغانم-، مجلة الإستراتيجية والتنمية، جامعة عبد الحميد بن باديس، الجزائر، المجلد 10، العدد 04، جويلية 2020، ص 133.

<sup>2</sup> - طاهر محسن منصور الغالي، وائل محمد صبحي إدريس، مرجع سابق، ص 40.

الشكل رقم (1-1): أنواع الأداء



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على عدة مراجع، نذكر منها:

- عادل عشي، الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية: قياس وتقييم (دراسة حالة مؤسسة صناعات الكوابل)، رسالة ماجستير في علوم التسيير، تخصص تسيير المؤسسات الصناعية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2002/2001، ص 17-22.
- أحلام دريدي، دور استخدام أساليب بحوث العمليات في تحسين أداء المؤسسات الجزائرية (دراسة حالة عينة من المؤسسات الجزائرية)، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، تخصص الأساليب الكمية في التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2018/2017، ص 12.



**1- حسب معيار المصدر**

وفقا لهذا المعيار، يمكن تقسيم أداء المؤسسة إلى نوعين وهما:<sup>1</sup>

**أ- الأداء الداخلي**

كذلك يطلق عليه اسم أداء الوحدة أي أنه ينتج بفضل ما تملكه المؤسسة من الموارد فهو ينتج أساسا من التوليفة التالية:

- **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 استعمال استثماراتها بشكل فعال.

- **الأداء المالي:** ويكمن في فعالية تعبئة واستخدام الوسائل المالية المتاحة.

فالأداء الداخلي هو أداء متأني من الموارد الضرورية لسير نشاط المؤسسة والمتمثل في الموارد البشرية، الموارد المالية والمواد المادية.

**ب- الأداء الخارجي**

هو الأداء الناتج عن التغيرات التي تحدث في المحيط الخارجي للمؤسسة، فالمؤسسة لا تتسبب في إحداثه ولكن المحيط الخارجي هو الذي يولده. فهذا النوع بصفة عامة يظهر في النتائج الجيدة التي تتحصل عليها المؤسسة كارتفاع رقم الأعمال نتيجة لارتفاع سعر البيع أو خروج أحد المنافسين، ارتفاع القيمة المضافة مقارنة بالسنة الماضية نتيجة لانخفاض أسعار المواد واللوازم والخدمات فكل هذه التغيرات تنعكس على الأداء سواء بالإيجاب أو بالسلب.

**2- حسب معيار الشمولية**

وحسب هذا المعيار يمكن تقسيم الأداء إلى نوعين هما الأداء الكلي والأداء الجزئي.

**أ- الأداء الكلي:**

وهو الذي يتجسد في الانجازات التي ساهمت فيها جميع العناصر والوظائف أو الأنظمة الفرعية للمؤسسة لتحقيقها، ولا يمكن نسب إنجازها إلى أي عنصر من دون مساهمة باقي العناصر.

<sup>1</sup>- Bernard Martory, **contrôle de gestion sociale**, librairie Vuibert, France, 1999, p 236.

وفي هذا النوع من الأداء يمكن الحديث عن مدى وكيفية بلوغ المؤسسة أهدافها الشاملة كاستمرارية والشمولية، الربح والنمو، كما أن أداء المؤسسة في الحقيقة هو نتيجة تفاعل أداء أنظمتها الفرعية.<sup>1</sup>

### ب- الأداء الجزئي:

وهو الذي يتحقق من مستوى الأنظمة الفرعية للمؤسسة، وينقسم بدوره إلى عدة أنواع مختلفة تختلف باختلاف المعيار المعتمد لتقييم عناصر المؤسسة.<sup>2</sup>

### 3- حسب معيار الطبيعة

حسب هذا المعيار فالأداء يقسم إلى:<sup>3</sup>

أ. **الأداء الاقتصادي:** يعبر عن الأهداف الأساسية التي تسعى المؤسسة الاقتصادية إلى تحقيقها ويتمثل في تعظيم نواتجها (الإنتاج، الربح، القيمة المضافة، رقم الأعمال، حصة السوق والمردودية) وتدنية استخداماتها (رأس المال، المواد الأولية ... إلخ).

ب. **الأداء الاجتماعي:** إن الأهداف الاجتماعية التي ترسمها المؤسسة أثناء عملية التخطيط كانت قبل ذلك شروط فرضها عليها العاملين أولاً وأفراد المحيط الخارجي ثانياً، والقدرة على تحقيق هذه الأهداف هو ما يصطلح عليه الأداء الاجتماعي لأنه الأساس لتحقيق المسؤولية الاجتماعية لأي مؤسسة.

ج. **الأداء التكنولوجي:** يكون للمؤسسة أداء تكنولوجي عندما يكون لها القدرة على تحقيق ما قامت بالتخطيط له من أهداف تكنولوجية كالسيطرة على مجال تكنولوجي معين.

د. **الأداء السياسي:** ويتجسد في بلوغ المؤسسة لأهدافها السياسية ويمكن للمؤسسة أن تحصل على مزايا من خلال تحقيق أهدافها السياسية التي تعتبر كوسائل لتحقيق أهدافها الأخرى كتمويل حملة انتخابية من أجل إيصال شخص معين للحكم لاستغلال امتيازاته فيما بعد لصالح المؤسسة.

<sup>1</sup>- كمال بو الشرش، الثقافة التنظيمية والأداء في العلوم السلوكية والإدارية، ط1، دار الأيام للنشر والتوزيع، الأردن، 2016 ص 90.

<sup>2</sup>- عمر محمد تومي الشيبلي، علم النفس الإداري، الدار العربية للكتاب، ليبيا، 1988، ص56.

<sup>3</sup>- أحلام دريدي، دور استخدام أساليب بحوث العمليات في تحسين أداء المؤسسات الجزائرية (دراسة حالة عينة من المؤسسات الجزائرية)، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، تخصص الأساليب الكمية في التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2017/2018، ص 12.

## 4- حسب المعيار الوظيفي:

- يرتبط هذا المعيار وبشدة بالتنظيم، لأن هذا الأخير هو الذي يحدد الوظائف والنشاطات التي تمارسها المؤسسة، فالأداء في هذه الحالة ينقسم حسب الوظائف المسندة إلى المؤسسة التي يمكن حصرها فيما يلي:<sup>1</sup>
- أ. أداء الوظيفة المالية: يتمثل في قدرة المؤسسة على بلوغ أهدافها المالية بأقل التكاليف الممكنة، فالأداء المالي يتجسد في قدرتها على تحقيق التوازن المالي وتوفير السيولة اللازمة لتسديد ما عليها وتحقيق مردودية جيدة.
- ب. الأداء الإنتاجي: يتحقق للمؤسسة عندما تتمكن من تحقيق معدلات مرتفعة للإنتاجية مقارنة بمثيلاتها أو بالنسبة للقطاع الذي تنتمي إليه، بجودة عالية وتكاليف منخفضة تسمح بمزاومة المنافسين.
- ج. أداء وظيفة الأفراد: تكمن أهمية الموارد البشرية داخل المؤسسة في قدرتها على تحريك الموارد الأخرى وتوجيهها نحو تحقيق أهداف المؤسسة، وهو ما يوجب توظيف الأكفاء وذوي المهارات العالية وتسييرهم تسييرا فعالا، وتحقيق فعالية الموارد البشرية لا تكون إلا بتوظيف الشخص المناسب في المكان أو الوقت المناسبين.
- د. أداء وظيفة البحث والتطوير: يمكن دراسة أداء وظيفة البحث والتطوير بدراسة المؤشرات التالية:
- ✚ الجوائز الملائمة للاختراع، الابتكار، التجديد وقدرة المؤسسة على التنوع وإرسال منتجات جديدة؛
  - ✚ وتيرة التجديد مقارنة بالمنافسين ودرجة التحديث ومواكبة التطور.
- هـ. أداء وظيفة التمويين: يتمثل أداؤها في تحقيق درجة عالية من الاستقلالية من الموردين والحصول على المواد بجودة عالية وفي الآجال المحددة وبشروط دفع مرضية وتحقيق استغلال جيد لأماكن التخزين.
- و. أداء وظيفة التسويق: يتمثل في القدرة على بلوغ أهدافها بأقل التكاليف الممكنة، هذا الأداء يمكن معرفته من خلال مجموعة من المؤشرات المتعلقة بوظيفة التسويق، كالحصة السوقية، إرضاء العملاء، السمعة ... الخ.
- ز. أداء وظيفة العلاقات العامة: في هذه الوظيفة يأخذ الأداء بعين الاعتبار المساهمين، الموظفين، العملاء، الموردين وأخيرا الدولة.

## المطلب الثاني: الأداء المالي

يعد الأداء المالي مفهوما جوهريا وهاما بالنسبة للمؤسسات، وبالشكل العام يمثل القاسم المشترك لاهتمامات المفكرين والباحثين، حيث يوفر لها نظام متكامل للمعلومات الدقيقة والموثوق بها لمقارنة الأداء الفعلي للأنشطة من

<sup>1</sup> - عادل عشي، الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية: قياس وتقييم (دراسة حالة مؤسسة صناعات الكوابل)، رسالة ماجستير في علوم التسيير، تخصص تسيير المؤسسات الصناعية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2002/2001، ص 19-21.

خلال مؤشرات محددة، بهدف تحديد الانحرافات عن الأهداف المسطرة وهذا المطلب سيتناول أهم الجوانب في موضوع الأداء المالي.

## أولاً: ماهية الأداء المالي

### 1. نظرة تاريخية حول الأداء المالي

يمثل الجانب المالي تاريخياً محور اهتمام مؤسسات الأعمال، حيث الاهتمام بالأرباح وتراكمها باعتبارها تعطي انطبعا إيجابيا على نمو الأعمال وتوسعها من جانب ونجاح الإدارة وخاصة الإدارة العليا من جانب آخر، لقد مثلت المحاسبة على مر العصور نظام القياس وترجمة بلغة الأعمال وعرضت مؤشرات وتقارير للإفصاح المستخدمة لهذه الجوانب بشكل واضح وجاءت الثورة الصناعية لتعطي توجهها مغايراً حيث الاهتمام بنظم محاسبية أكثر حداثة من السابقة لعبت فيها النسب المالية كمؤشرات وطرق تحليل لتبيان أداء المؤسسات ومقارنة بعضها مع البعض الآخر كفاءة للحكم على فعاليتها وإدارتها.

وفي بداية القرن العشرين تم وضع مؤشرات تعكس الجانب المالي بصورة شمولية، ويتم من خلالها تقييم الأداء للمؤسسات وخاصة الكبيرة منها، فمؤشر مثل العائد على الاستثمار، أو العائد على حق الملكية ونسب التحليل المرتبطة بالموازنات التشغيلية والنقدية جاءت لتلبي متطلبات الإدارة لاتخاذ القرارات المناسبة لتوسيع الأعمال أو بقائها والانسحاب منها، ولقد انتقلت اهتمامات المستخدمين لمؤشرات الأداء المالي في إطار المحاسبة المالية التقليدية إلى نتائج الأداء ومخرجات النظام المحاسبي الإداري، حيث يعد هذا الأمر انطلاقة حديثة لتطوير معلومات كمية يمكن الحكم من خلالها على الأداء بصورة أدق.<sup>1</sup> ومع ظهور المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية بدأت العديد من المؤسسات في تطبيقها نظراً للمزايا التي تشتملها من جهة، ونظراً لدورها في إنتاج القوائم المالية التي تعتبر المرآة العاكسة للمركز المالي الحقيقي للمؤسسة، كما تسمح باستخراج نسب واقعية وموثوقة في تقييم الأداء المالي للمؤسسة، وبسبب التغيرات التي تحد البيئة المحاسبية تحول اهتمام المستخدمين للقوائم المالية إلى جودة المعلومات المحاسبية لأنها تلعب دور حاسم في اتخاذ القرار لتقييم الأداء المالي.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - طاهر محسن منصور الغالي، وائل محمد صبحي إدريس، مرجع سابق، ص 172.

<sup>2</sup> - جودي محمد رمزي، أثر تطبيق معايير التقارير المالية الدولية على تقييم الأداء المالي في المؤسسات الجزائرية المعيار المحاسبي الدولي 1 عرض القوائم المالية دراسة حالة لمجموعة من المؤسسات، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2015/2014، ص 89.

## 2. التعريف الأداء المالي

عرف الزبيدي الأداء المالي على أنه: " المفهوم الضيق لأداء الشركات حيث يركز على استخدام مؤشرات مالية لقياس مدى انجاز الأهداف، ويعبر الأداء المالي عن أداء الشركات حيث أنه الداعم الأساسي للأعمال المختلفة التي تمارسها الشركة، ويساهم في إتاحة الموارد المالية وتزويد الشركة بفرص استثمارية في ميادين الأداء المختلفة والتي تساعد على تلبية احتياجات أصحاب المصالح وتحقيق أهدافهم".<sup>1</sup>

وعرف الأداء المالي على أنه: " مساهمة الأنشطة في خلق قيمة إضافية وذلك باستخدام الموارد المالية المتوفرة وتحقيق أهداف الشركة بأقل تكلفة".<sup>2</sup>

كما عرف بن ساسي وقريشي: " هو تعظيم النتائج من خلال تحسين المدروية، ويتحقق ذلك بتدنية التكاليف وتعظيم الإيرادات بصفة مستمرة، تمتد إلى المدى المتوسط والطويل بغية تحقيق كل من التراكم في الثروة والاستمرار في مستوى الأداء".<sup>3</sup>

باختصار يمكننا القول بأن الأداء المالي ما هو إلا عبارة عن مؤشرات مالية لقياس مدى انجاز الأهداف المسطرة باستخدام الموارد المالية المتاحة وذلك من خلال تدنية التكاليف وتعظيم الإيرادات.

## 3. أهمية الأداء المالي

تتجلى أهمية الأداء المالي فيما يلي:<sup>4</sup>

- ✓ المساعدة في متابعة ومعرفة النتائج المالية للمؤسسة وطبيعة تلك النتائج سواء كانت إيجابية أو سلبية.
- ✓ المساعدة في متابعة ومعرفة الظروف الاقتصادية سواء كانت مزدهرة أم هناك ركود اقتصادي فضلاً عن الأمور المالية المحيطة بالشركة واتخاذ الإجراءات اللازمة لذلك.
- ✓ المساعدة في إجراء عمليات التحليل والمقارنة للنتائج المالية للمؤسسة مع السنوات السابقة أو مع المؤسسات العاملة في نفس القطاع.

<sup>1</sup> حمزة محمود الزبيدي، التحليل المالي لأغراض تقييم الأداء والتنبؤ بالفشل، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2000، ص 81.

<sup>2</sup> إيمان بن عوالي، عبد الحميد بوخاري، أثر تطبيق قواعد الحوكمة على الأداء المالي: دراسة ميدانية لعينة من المؤسسات، مجلة البشائر الاقتصادية، جامعة طاهر محمد، بشار، الجزائر، المجلد 07، العدد 01، أبريل 2021، ص 320.

<sup>3</sup> إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية)، ط2، دار وائل للنشر، الأردن، 2011، ص 60.

<sup>4</sup> ناظم حسن عبد السيد، محاسبة الجودة، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص 140.

- ✓ تعتمد الرؤية المستقبلية للمؤسسة على العوائد المتوقع تحقيقها من أدائها المستقبلي وهذا يعني أهمية الاهتمام بالأداء المالي وطرق قياسه.
- ✓ يقدم الأداء المالي مفهوماً وأدوات قياس رئيسية ومهمة في تنفيذ الإجراءات وصياغة الخطط التي تدعم عمليات ترشيد الموارد وتحقيق الفعالية في إنجاز الأهداف.
- ✓ يساهم قياس الأداء في تحديد مواقع القوة والضعف التي تعاني منها الشركة، وهذا يساعد كثيراً على اتخاذ الإجراءات التصحيحية لمعالجة هذه الانحرافات.
- ✓ يساعد في معرفة درجة النمو التي تحققها المؤسسة باتجاه أهدافها سواء كانت قصيرة أو بعيدة المدى.
- ✓ إن استخدام التعددية في المقاييس المالية يعطي صورة واضحة عن الحالة المالية للشركة مقارنة بنتائج الأداء المالي للسنوات السابقة للمؤسسة نفسها، أو مع مؤسسات عاملة في نفس القطاع.
- ✓ يعد الأداء المالي الأداة المهمة للكشف عن الميزة التنافسية التي يمكن أن تعمل على أساسها المؤسسة.

### ثانياً: أهداف الأداء المالي

يمكن حصر أهداف الأداء المالي في النقاط التالية:<sup>1</sup>

- مراقبة السياسات المالية والالتزام بنظام التخطيط المالي، الذي يتضمن الموازنة التخطيطية الجارية والرأسمالية والموازنة التخطيطية النقدية.
- مراقبة الإنفاق بإجراء المقارنات المستمرة للتكاليف الفعلية مع تقديرات الموازنة.
- استخدام وإعادة استثمار النقدية من التشغيل من خلال اقتناء الأصول التي تحتاجها المؤسسة لتحقيق العائد الاقتصادي المناسب.

### ثالثاً: العوامل المؤثرة في الأداء المالي

تواجه المؤسسات خلال القيام بنشاطاتها العديد من المشاكل والصعوبات التي قد تعرقها في أداء وظائفها بالشكل الأمثل مما يدفع بالمسؤولين إلى البحث عن مصادر هذه المشاكل وتحليلها واتخاذ القرارات التصحيحية بشأنها، ومن أهم العوامل المؤثرة في الأداء المالي ما يلي:<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - طاهر محسن منصور الغالي، وائل محمد صبحي إدريس، مرجع سابق، ص 43.

<sup>2</sup> - رائف معن الغلابي، دور مؤشرات قائمة التدفقات النقدية في تقييم الأداء المالي دراسة حالة للشركات الصناعية الدوائية، رسالة ماجستير في علوم المحاسبة، جامعة الإسراء، الأردن، 2017، ص 31.

**1- العوامل الداخلية:** وهي تلك العوامل التي تؤثر في أداء المؤسسة، والتي يمكن للمؤسسة التحكم فيها والسيطرة عليها بالشكل الذي يساعد على تعظيم العوائد، وتقليل التكاليف، ومن أهم هذه العوامل:

- الرقابة على التكاليف،

- الرقابة على كفاية استخدام الموارد المالية المتاحة،

- الرقابة على تكلفة الحصول على الأموال.

**2- العوامل الخارجية:** تواجه المؤسسة مجموعة من التغييرات الخارجية التي تؤثر في أدائها المالي، بحيث لا يمكن لإدارة المنشأة السيطرة عليها، ولكن يمكن توقع النتائج المستقبلية لهذه التغييرات ومحاولة وضع خطط للتقليل من تأثيرها، وتشمل هذه العوامل:

- مخاطر الأزمات المالية،

- التغييرات العلمية والتكنولوجية المؤثرة على نوعية الخدمات،

- القوانين والتعليمات التي تطبق على المؤسسات من طرف الدولة وقوانين السوق،

- السياسات المالية والنقدية والاقتصادية ككل للدولة.

### المطلب الثالث: تقييم الأداء المالي

تجدر الإشارة إلى وجود جدال أو عدم تفاهم حول المصطلح الأنسب "تقييم أو تقويم"، وبما أن الكلمتين مترادفتين سيتم اعتماد كلمة تقييم في هذه الدراسة.

### أولاً: ماهية تقييم الأداء المالي

في هذا العنصر سيتم التطرق إلى تقييم الأداء المالي من تعريف، أهمية وأهدافه.

#### 1. تعريف تقييم الأداء المالي

يعرف تقييم الأداء المالي للمؤسسة بأنه: "تقديم حكم له قيمة على إدارة الموارد الطبيعية والمادية والمالية المتاحة لإدارة المؤسسة وذلك لخدمة أطرافها المختلفة، أي يعتبر تقييم الأداء المالي للمؤسسة قياساً للنتائج المحققة أو المنتظرة في ضوء معايير محددة سلفاً".<sup>1</sup>

كما يعرف على أنه: "تقييم الصحة المالية للمؤسسة، وتحديد ما إذا كانت قادرة على خلق قيمة أو لا، وما هي القيمة التي ستحققها في المستقبل، وتعتمد في ذلك على دراسة بياناتها المالية من الميزانية العمومية وجدول

<sup>1</sup> - السعيد فرحات جمعة، الأداء المالي لمنظمات الأعمال (التحديات الراهنة)، دار المريخ للنشر، السعودية، 2000، ص 38.

حسابات النتائج، وعلى هذا النحو يركز تقييم الأداء المالي على المحركين الرئيسيين للقيمة وهما الربحية الاقتصادية للمؤسسة ومعدل نمو الأرباح".<sup>1</sup>

كما ينظر لتقييم الأداء المالي على أنه: "التعبير عن مدى قدرة المؤسسة على الاستغلال الأمثل لمواردها في الاستخدامات ذات الأجل الطويل والقصير من أجل تشكيل ثروة".<sup>2</sup>

مما سبق نستنتج أن تقييم الأداء المالي يعد أحد العناصر الأساسية للعملية الإدارية، فهو عبارة عن عملية تشخيص للصحة المالية، ويكون ذلك بمقارنة الأداء المالي المحقق بما هو مخطط له من أجل الوقوف للنقص في الأداء المالي.

## 2. أهمية تقييم الأداء المالي

ينظر لعملية تقييم الأداء المالي لمنشأة الأعمال على أنه عملية مراقبة الأداء، حيث يضم تقييم الأداء مختلف أنواع النشاط في المؤسسة، وفيما يلي يمكن أن نتناول أهمية تقييم الأداء المالي:<sup>3</sup>

- ❖ تساعد على ترشيد الطاقة البشرية في البنك في المستقبل حيث يتم إبراز العناصر الناجحة وتنميتها، وكذلك إبراز العناصر المنتجة التي يتطلب الأمر الاستغناء عنها.
- ❖ تساعد على توجيه الإدارة العليا إلى مراكز المسؤولية التي تكون أكثر حاجة إلى الإشراف.
- ❖ يجب أن يكون أداء المؤسسة جيد حتى يصبح شرطاً أساسياً لتأمين بقاء المؤسسة في بيئة تنافسية.
- ❖ تسمح مؤشرات الأداء الجيد بالحكم على درجة أمان المؤسسة لذلك فهي تركز على الخطة التمويلية والاستثمارية لها.
- ❖ يؤدي تقييم الأداء إلى تقييم قرارات المؤسسة وذلك بتحديد هدفها الوظيفي الذي يحث على تعظيم قيمتها السوقية.
- ❖ يمكن لتقييم الأداء الاجتماعي والتنظيمي لمؤسسة أن يؤسس الأداء المالي.

<sup>1</sup> -Arnaud Thauvron, *Évaluation des entreprises : technique de gestion*, édition économique, France, 2005, P23.

<sup>2</sup> - عبد الغني دادن، محمد الأمين كعاسي، الأداء المالي من منظور المحاكاة المالية، المؤتمر العلمي الدولي حول الأداء المتميز للمنظمات، جامعة ورقلة، 08-09 مارس 2005، ص 304.

<sup>3</sup> - السعيد فرحات جمعة، مرجع سابق، ص 41-42.



- ❖ يوفر تقييم الأداء مقياساً لمدى نجاح المؤسسة من خلال سعيها لمواصلة نشاطها، بغيت تحقيق أهدافها فالنجاح مقياس مركب يجمع بين الفاعلية والكفاءة وبالتالي فهو أشمل من أي منهما، وفي كلتا الحالتين تستطيع المؤسسة أن تواصل البقاء والاستمرار في العمل.<sup>1</sup>
- ❖ يؤدي إلى الكشف عن العناصر الكفؤة وتحديد العناصر التي تحتاج إلى مساعدة من أجل النهوض بأدائها.<sup>2</sup>

### 3. أهداف تقييم الأداء المالي

تهدف عملية تقييم الأداء المالي إلى تحقيق ما يلي:<sup>3</sup>

- تشخيص المجالات التي تكون بحاجة إلى إجراءات تصحيحية والعمل على معالجتها.
- ربط جميع الأجهزة الإدارية بمختلف مستوياتها بالوسائل التي تجعلها قادرة على قياس الأداء وبالتالي اتخاذ القرارات المستندة إلى الحقائق علمية وموضوعية توفرها عملية تقييم الأداء.
- التأكد من أن الإنجاز الفعلي قد تم بكفاءة من خلال الاستغلال الأمثل للموارد.
- الوقوف على مدى كفاءة استخدام الموارد المتاحة بطريقة رشيدة تحقق عائد أكبر بتكاليف أقل بنوعية جيدة.<sup>4</sup>
- معرفة المركز المالي للمؤسسة حيث يوضح إمكانية الإدارة في اتخاذ بعض الإجراءات لتحقيق الأهداف المرجوة كما أن عملية التقييم الأداء المالي للمؤسسة تسمح بمعرفة وضعية المؤسسة من حيث:<sup>5</sup>
  - السيولة والكفاءة المؤسسة في استخدام رأس المال العامل بحيث لا يكون أقل أو أكثر من اللازم.
  - ملائمة هيكل التمويل أي ملائمة الالتزامات طويلة الأمد في ظل ظروف المؤسسة.
  - قدرة المؤسسة على تحقيق أرباح كافية وقادرة على تغطية فوائد الأموال المقترضة... الخ

1- حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص 92.

2- عبد الغفار حنفي، الأداء المالي ودراسات الجدوى، ط1، الدار الجامعية، مصر، 2009، ص 10.

3- عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، مركز الإسكندرية للكتاب، مصر، 1999، ص 213.

4- 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، جامعة غزة، فلسطين، مجلد 05، عدد 02، ديسمبر 2018، ص 282.

5- رقية شطبي، الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية ومؤشرات تقييمه دراسة ميدانية لمؤسسة مدينة نوميديا قسنطينة، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص إستراتيجية مالية، جامعة 8 ماي 1945، قلمة، الجزائر 2010/ 2011، ص 27-28.

## ثانيا: مصادر معلومات تقييم الأداء المالي

تعتبر عملية جمع المعلومات أو المرحلة في عملية تقييم الأداء فيجب أن تكون المعلومات التي تم جمعها أن تتميز بالمصداقية والموثوقية، ويجب أن تتوفر في الوقت المناسب من اجل الاعتماد عليها في تقييم الأداء وهي تتوفر في عدة مصادر متمثلة في:

## 1. مصادر خارجية

تتحصل المؤسسة على هذا النوع من المعلومات من محيطها الخارجي ويمكن تصنيفها إلى نوعين من المعلومات:<sup>1</sup>

❖ **المعلومات العامة:** تتعلق هذه المعلومات بالحالة الاقتصادية حيث تبين الوضعية الحالية للاقتصاد في فترة زمنية معينة، وسبب اهتمام المؤسسة بهذا النوع من المعلومات هو تأثير نتائجها بطبيعة الحالة الاقتصادية للمحيط كالتضخم والتدهور الاقتصادي. كما تساعد هذه المعلومات على تفسير نتائجها والوقوف على حقيقتها.

❖ **المعلومات القطاعية:** تقوم بعض المنظمات المتخصصة بجمع المعلومات الخاصة بالقطاع ونشرها لتستفيد منها المؤسسات في إجراء الدراسات المالية والاقتصادية، فهذا النوع من المعلومات عموما تحصل عليه المؤسسة من إحدى الأطراف التالية: النقابات المهنية، النشرات الاقتصادية، المجالات المتخصصة، بعض المواقع على الانترنت... الخ، من أجل المقارنة بين المؤسسات بواسطة النسب.

## 2. مصادر داخلية

تتمثل المعلومات الداخلية المستعملة في عملية تقييم الأداء المالي عموما في المعلومات التي تقدمها مصلحة المحاسبة وتمثل هذه المعلومات في الميزانية، جدول حسابات النتائج، الملاحق ويمكن توضيح هذه المصادر كما يلي:

❖ **الميزانية:** تقدم مصلحة المحاسبة العامة إلى المسيرين المكلفين بإجراء عملية تقييم الأداء المالي وثيقة محاسبية ختامية هي الميزانية المحاسبية ومجموعة من المعلومات التي تمكنهم من إعداد الميزانية المالية التي يمكن الاعتماد عليها كمعلومات مالية مساعدة على تقييم الأداء.<sup>2</sup>

❖ **جدول حسابات النتائج:** يعد جدول حسابات النتائج وثيقة محاسبية نهائية تلخص المؤسسة دوريا، ويتمثل في جدول يجمع مختلف عناصر التكاليف والإيرادات التي تساهم في تحقيق نتيجة نشاط المؤسسة في دورة

<sup>1</sup> - عادل عشي، مرجع سابق، ص 39-41.

<sup>2</sup> - عبد الغفار حنفي، مرجع سابق، ص 51.

معينة دون تحديد تواريخ تسجيل لها أي يعبر عن مختلف التدفقات التي تتسبب في تكوين نتيجة المؤسسة خلال فترة معينة فهو يعد وسيلة جد مهمة للمسيرين لدراسة وتحليل نشاط المؤسسة من جهة، ولتحديد مجاميع المحاسبة الوطنية من جهة أخرى.<sup>1</sup>

❖ **قائمة التدفقات النقدية:** وهي تلك الأداة الدقيقة المستخدمة في الحكم على فعالية تسيير الموارد المالية واستخداماتها، وذلك اعتماداً على عنصر الخزينة الذي يعد المعيار الأكثر موضوعية في الحكم على نجاعة التسيير المالي للمؤسسة.<sup>2</sup>

❖ **الملاحق:** الملحق هو وثيقة شاملة تنشئها المؤسسة وهدفه الأساسي هو تكملة وتوضيح فهم الميزانية وجدول حسابات النتائج، فهو يمكن أن يقدم المعلومات التي يحتويها هذين الأخيرين بأسلوب آخر.<sup>3</sup>

### ثالثاً: خطوات تقييم الأداء المالي

يمكن تلخيص عملية تقييم الأداء المالي بالخطوات الآتية:<sup>4</sup>

- ✓ الحصول على مجموعة القوائم المالية السنوية حيث إن خطوات الأداء المالي إعداد الموازنات والقوائم المالية والتقارير السنوية المتعلقة بأداء الشركات خلال فترة زمنية معينة.
- ✓ احتساب مقاييس مختلفة لتقييم الأداء مثل نسب الربحية والسيولة والنشاط والرفع المالي والتوزيعات، وتتم بإعداد واختيار الأدوات المالية التي ستستخدم في عملية تقييم الأداء المالي.
- ✓ دراسة وتقييم النسب، وبعد استخراج النتائج يتم معرفة الانحرافات والفروقات ومواطن الضعف بالأداء المالي الفعلي من خلال مقارنته بالأداء المتوقع أو مقارنته بأداء الشركات التي تعمل في نفس القطاع.
- ✓ وضع التوصيات الملائمة معتمدين على عملية تقييم الأداء المالي من خلال النسب، بعد معرفة أسباب هذه الفروق وأثرها على الشركات للتعامل معها ومعالجتها.

<sup>1</sup> - عدنان تايه النعيمي، سعدون مهدي الساقى، أسامة عزمي سلام، شقيري نوري موسى، الإدارة المالية النظرية والتطبيق، ط2، دار المسيرة، الأردن، 2006، ص 76.

<sup>2</sup> - إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سابق، ص 222.

<sup>3</sup> - عبد الغفار حنفي، مرجع سابق، ص 51.

<sup>4</sup> - توفيق سميح محمد الأغوات، دور المؤشرات المالية في تقييم الأداء المالي لشركة البوتاس العربية، رسالة ماجستير في قسم المحاسبة، تخصص محاسبة، جامعة الإسراء، الأردن، 2015/2014، ص 43.

## المبحث الثاني: طرق ومؤشرات تقييم الأداء المالي

في هذا المبحث سنتطرق إلى التحليل المالي الساكن والديناميكي، طرق ومؤشرات الأداء المالي من خلال التطرق إلى طرق تقييم الأداء المالي كمطلب ثاني يتضمن طريقتين لتقييم الأداء المالي وهما: أولاً تحليل القوائم المالية وثانياً التوازن المالي، أما المطلب الثالث يشتمل على مؤشرات أو نسب تقييم الأداء المالي من سيولة، ربحية، نشاط وهيكل رأس المال.

## المطلب الأول: التحليل المالي الساكن والديناميكي

التحليل المالي الساكن أو ما يسمى أيضاً التحليل الذمي أو تحليل سيولة-استحقاق، وهو طريقة تقليدية تركز على مخاطر العسر ومخاطر الإفلاس، ويعتمد هذا التحليل على مفهوم الذمة المالية للمؤسسة حيث يعتبر أن المؤسسة وحدة قانونية ذات ذمة مالية ويتم تحديدها من خلال جرد الأصول والخصوم، كما يركز على تصنيف عناصر الأصول والخصوم حسب مفهومي السيولة والاستحقاق حيث يتم ترتيب عناصر الأصول حسب درجة السيولة أي حسب المدة التي يستغرقها كل عنصر من عناصر الأصول ليتحول إلى سيولة وترتب تصاعدياً من الأعلى نحو الأسفل، بينما يتم ترتيب الخصوم حسب درجة استحقاقها المتزايدة من أي حسب المدة الزمنية لاستحقاق كل عنصر من عناصر الخصوم وترتب من الأعلى إلى الأسفل بالإضافة إلى مبدأ السنوية لتسهيل عملية الترتيب، ويتكون من مؤشرين هما الميزانية المالية ورأس المال العامل للسيولة،<sup>1</sup> وقد وجهت عدة انتقادات للتحليل المالي الساكن نذكر منها:<sup>2</sup>

- أنه لا يعطي تصوراً واضحاً حول المستوى الأمثل لرأس المال العامل؛
- كما لم يبين العلاقة بين رأس المال العامل للخزينة على الرغم من أنه يفترض أن الخزينة تكون موجبة في حالة توفر رأس المال العامل.

وعلى هذا الأساس ظهر تحليل آخر يندرج ضمن التحليل الساكن جاء لإعطاء معايير جديدة لتصنيف عناصر الأصول والخصوم حيث اعتبر المؤسسة وحدة اقتصادية تتضمن ثلاث وظائف وهم الاستغلال، الاستثمار والتمويل وهو ما يعرف بالتحليل الوظيفي ومن أدواته رأس المال العامل الصافي الإجمالي FRng، الاحتياج في رأس المال العامل BFR، والخزينة TN، بالإضافة إلى جدول حسابات النتائج أو ما يسمى بقائمة الدخل وهو ما سنفصل فيه لاحقاً.

<sup>1</sup>- سعيدة بورديمة، مطبوعة دروس في مقياس التسيير المالي، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير علوم تجارية، جامعة 08 ماي 1945، قالمة، الجزائر، 2015/2014، ص 15.

<sup>2</sup>- إلياس بن ساسي، يوسف قرينشي، مرجع سابق، ص 90.

ومن أهم الانتقادات الموجهة لتحليل الوظيفي أنه:<sup>1</sup>

- يعتبر الخزينة مجرد حاصل لعملية تمويل الموارد للاستخدامات مما يدفع المسير للبحث عن خزينة تقترب من 0، إلا أن المعادلات المالية الحديثة تركز على ضرورة توفر الخزينة على مستويات سيولة معتبرة لتتمتع بالمرونة العالية وتمول مختلف العمليات بصورة فعالة؛
- كما أن هذا التحليل لم يعرف كيفية تشكل الخزينة ولا الأنشطة المسؤولة عن تحقيق العجز والفائض فيها وبالتالي اعتبر الخزينة غامضة.

والانتقادات السابقة كانت سببا في ظهور تحليل جديد يبين كيف تتشكل الخزينة خلال دورة كاملة أي من بداية النشاط إلى نهايته وذلك من خلال جدول التمويل أو ما يعرف بجدول الموارد والاستخدامات الذي يحول التحليل من المنظور الساكن إلى المنظور المتحرك، وكذا جدول تدفقات الخزينة الذي يدرس تطور الحالة المالية للمؤسسة من سنة إلى أخرى وهذا بالاعتماد على وظائف التدفقات الجارية للخزينة وهذا ما يطلق عليه اسم التحليل الديناميكي.<sup>2</sup>

### المطلب الثاني: طرق تقييم الأداء المالي

يوجد طريقتين لتقييم الأداء المالي وذلك إما عن طريق تحليل القوائم المالية أو مؤشرات التوازن المالي وهو ما نوجزه في هذا المطلب.

#### أولا: تحليل القوائم المالية

تهدف القوائم المالية إلى إعطاء صورة دقيقة عن وضع المؤسسة المالي ونتائج عملياتها خلال فترة معينة، وقد تولت مهنة المحاسبة مهمة القيام بإعداد هذه القوائم في ظل مجموعة من المبادئ المحاسبية المتعارف عليها. إن العملية المحاسبية أو نظام التقارير "الإعلام الآلي" الذي يزود المعلومات المالية للأطراف خارج المؤسسة يتكون من عدة قوائم ولكننا سنتطرق فقط إلى قائمة المركز المالي (الميزانية) وقائمة الدخل (جدول حسابات النتائج).<sup>3</sup>

#### 1- قائمة المركز المالي

تعتبر أهم القوائم المالية حيث تعكس الميزانية العمومية المركز المالي للمؤسسة في نقطة زمنية محددة، وفي غالب الأمر تكون سنة مالية واحدة، فهي تمثل خلاصة الإجراءات المحاسبية وتطبيقاتها، وتحتوي الميزانية على جانب الأصول

<sup>1</sup> - سعيدة بورديمة، مرجع سابق، ص 43.

<sup>2</sup> - إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سابق، ص 112.

<sup>3</sup> - فاطمة ساجي، مطبوعة في مقياس التحليل المالي، موجهة لطلبة السنة الثالثة علوم اقتصادية، تخصص إدارة مالية ومالية التأمينات والبنوك، جامعة ابن خلدون، تيارت، الجزائر، 2017/2016، ص 15.

والذي يختص بالاستثمارات طويلة الأجل (موجودات ثابتة) وقصيرة الأجل (موجودات متداولة)، وجانب الخصوم فهو يختص بقرارات التمويل سواء بالتمويل الممتلك (رؤوس الأموال الجماعية) والتمويل بالمدىونية (المطلوبات المتداولة وقصيرة الأجل)<sup>1</sup>، وفيما يلي أهم عناصر الميزانية:<sup>2</sup>

#### أ- جانب الأصول:

- التثبيتات المعنوية،
- التثبيتات العينية،
- الاهتلاكات،
- المساهمات،
- الأصول المالية،
- المخزونات،
- أصول الضريبة ( مع تمييز الضرائب المؤجلة)،
- الزبائن، والمدينين الآخرين والأصول الأخرى المماثلة (أعباء مثبتة مسبقا)،
- خزينة الأموال الإيجابية ومعدلات الخزينة.

#### ب- جانب الخصوم:

- رؤوس الأموال الخاصة قبل عمليات التوزيع المقررة أو المقترحة عقب تاريخ الإقفال مع تمييز رأس المال الصادر (في حالة الشركات) والاحتياطات والنتيجة الصافية للسنة المالية والعناصر الأخرى،
- الخصوم غير الجارية التي تتضمن فائدة،
- الموردون والدائنون الآخرون،
- خصوم الضريبة (مع تمييز الضرائب المؤجلة)،
- المرصودات للأعباء وللخصوم المماثلة (منتوجات مثبتة مسبقا)،
- خزينة الأموال السلبية ومعدلات الخزينة السلبية.

والجدول الموالي يوضح قائمة المركز المالي:

<sup>1</sup> - عدنان تايه النعيمي، راشد فؤاد التميمي، التخطيط والتحليل المالي اتجاهات معاصرة، اليازودي العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص 24.

<sup>2</sup> - الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، عدد رقم 19، 25 مارس 2009، ص 23.

## الجدول رقم (1-1): قائمة المركز المالي

المبالغ	الخصوم	المبالغ	الأصول
	رؤوس الأموال الخاصة رأس مال تم إصداره رأس مال غير مستعان علاوات واحتياطات فوارق إعادة التقييم فارق المعادلة نتيجة صافية ترحيل من جديد		أصول غير جارية فارق بين الاقتناء - المنتج الإيجابي أو السلبي تثبيتات معنوية تثبيتات عينية أراضي مباني تثبيتات عينية أخرى تثبيتات ممنوح امتيازها تثبيتات جاري إنجازها تثبيتات مالية سندات موضوعة موضع معادلة مساهمات أخرى وحسابات دائنة ملحقة بها سندات أخرى مثبتة قروض وأصول مالية أخرى غير جارية ضرائب مؤجلة على الأصول
	مجموع الأموال الخاصة		مجموع الأصول غير جارية
	الخصوم غير الجارية قروض وديون مالية ضرائب (مؤجلة ومرصود لها) ديون أخرى غير جارية مؤونات ومنتجات ثابتة مسبقا		أصول جارية مخزونات ومنتجات قيد التنفيذ حسابات دائنة واستخدامات مماثلة الزبائن المدينون الآخرون الضرائب وما شابهها
	مجموع الخصوم غير الجارية		حسابات دائنة أخرى واستخدامات مماثلة الموجودات وما شابهها
	الخصوم الجارية موردون وحسابات ملحقة ضرائب		الأموال الموظفة والأصول المالية الجارية الأخرى الخزينة

	ديون أخرى خزينة سلبية		
	مجموع الخصوم الجارية		مجموع الأصول الجارية
	مجموع الخصوم		مجموع الأصول

المصدر: الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، عدد رقم 19، 25 مارس 2009، ص 28.  
29.

ويتم تحليل قائمة المركز المالي بطريقتين إما التحليل العمودي أو التحليل الأفقي:<sup>1</sup>

#### • التحليل العمودي

يعتمد التحليل العمودي على تحويل الأرقام المطلقة إلى نسب مئوية وعادة ما يحرص المحللون على إجراء التحليل العمودي لأكثر من فترة مالية وبالتالي يمكن إجراء التحليل العمودي لقائمة المركز المالي بطرق مختلفة حيث يمكن أن يتم ذلك بنسبة إلى مجموع القائمة أو بنسبة كل مجموعة بنود إلى إجمالي القائمة أو نسبة كل بند إلى مجموعته.

#### • التحليل الأفقي

يقوم التحليل الأفقي بدراسة سلوك واتجاهات البنود المختلفة في القوائم ورصد التغيرات الحادثة فيها خلال أكثر من فترة مالية وهو ما يمكن المحلل من معرفة مدى استقرار أو تراجع في تلك البنود.  
يقوم المحلل بخطوته الأولى وهي إعداد الجدول الذي يمكنه من رصد التغيرات المسجلة في مختلف البنود الواردة في قوائم المركز المالي المستخدمة في التحليل ومن ثم يقوم بتفسير أسباب هذه التغيرات.

<sup>1</sup> - مؤيد راضي حنفر، غسان فلاح المطارنة، تحليل القوائم المالية مدخل نظري وتطبيقي، ط1، دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 2006، ص 98-107.



## 2- قائمة الدخل

تمثل قائمة الدخل عناصر الإيرادات والمصروفات، أي أنها تعد بطريقة توضح جميع إيرادات الشركة وما يقابلها من نفقات وكلف، سواء الناتجة عن النشاط الفعلي للشركة أو/وأنشطة أخرى تحقق إيرادات للشركة، يمكن الاستدلال من قائمة الدخل على حجم الأرباح المحتجزة ونسبة توزيع الأرباح لحملة الأسهم العادية.<sup>1</sup>

والجدول الموالي يمثل قائمة الدخل مفترض من وجهة نظر مالية:

## الجدول رقم (1-2): قائمة الدخل

	صافي المبيعات (تكلفة المبيعات)
	إجمالي الربح (مصروفات تشغيلية أخرى)
	إجمالي الربح قبل الإهلاك (الإهلاك السنوي)
	إجمالي الربح قبل الفائدة والضريبة (الفائدة)
	صافي الربح قبل الضريبة (الضريبة)
	صافي الربح (أرباح السهم الممتاز)
	صافي الربح المتاح لحملة الأسهم العادية

المصدر: عدنان تايه النعيمي، راشد فؤاد التميمي، التخطيط والتحليل المالي اتجاهات معاصرة، اليازوردي العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص 17.

<sup>1</sup> - عدنان تايه النعيمي، راشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص 21.

وكذلك يتم تحليل قائمة الدخل إما عموديا أو أفقيا كما يلي:<sup>1</sup>

● التحليل العمودي:

يتم في هذا التحليل نسب مختلفة بنود قائمة الدخل إلى البند الرئيسي ألا وهو المبيعات (إيرادات النشاط الرئيسي)، حيث تعطى النسبة 100%، وينسب إليها تكاليف المبيعات، مصاريف التشغيل و... الخ.

● التحليل الأفقي:

عند القيام بالتحليل الأفقي لقائمة الدخل فإن المحلل المالي يهتم بدراسة التغيرات الحادثة في مختلف بنود القائمة سواء كانت على شكل نقص أو زيادة، ويحاول تتبع الأسباب التي كانت وراء هذه التغيرات.

### ثانيا: التوازن المالي

يتمثل التوازن المالي في توفير الاحتياجات المالية للمؤسسة بالأحجام المطلوبة بأحسن وبأدنى تكلفة واستخدام هذه الأموال ضمن هيكل مالي لتحقيق المؤسسة توازنا ماليا جيدا أي يضمن لها إمكانية تسديد التزاماتها العامة وديونها القصيرة خاصة بتواريخ استحقاقها وتجنبها لوقوعها في عسر مالي الذي قد يؤدي بها إلى الإفلاس".<sup>2</sup> وتتمثل مؤشرات التوازن المالي في:

#### 1. رأس المال العامل

يمثل رأس المال العامل مجموع الأموال المستثمرة في الأصول المتداولة، وهو كذلك الجزء من الأموال الدائمة المخصص لتمويل الأصول المتداولة بعد تمويل الأصول الثابتة وذلك لمراجعة تذبذبات دورة الاستغلال وهو عبارة عن هامش الأمان.<sup>3</sup>

يمكن حساب رأس المال العامل بأسلوبين هما:<sup>4</sup>

<sup>1</sup> - مؤيد راضي خنفر، غسان فلاح المطارنة، مرجع سابق، ص 94-105.

<sup>2</sup> - يوسف حسن يوسف، التمويل في المؤسسات الاقتصادية، دار التعليم الجامعي للنشر والتوزيع، مصر، 2012، ص 63.

<sup>3</sup> - رائد محمد عبد ربه، نظرية المنظمة في المؤسسات، الجنادرية للنشر والتوزيع، الأردن، 2013، ص 193-194.

<sup>4</sup> - العليجة مبطوش، محاضرات في مقياس التسيير المالي، موجهة لطلبة سنة ثالثة مالية البنوك والتأمينات، معهد العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة أحمد بن يحيى الونشريسي، تسمسليت، الجزائر، 2020/2019، ص 21.

أسلوب أعلى الميزانية:

رأس المال العامل **FR** = الأموال الدائمة - الأصول الثابتة

رأس المال العامل **FR** = (الأموال الخاصة + الديون طويلة) - الأصول الثابتة

أسلوب أسفل الميزانية:

رأس المال العامل **FR** = الأصول المتداولة - ديون قصيرة الأجل

## 2. احتياج رأس المال العامل:

يعرف على أنه إجمالي الأموال التي تحتاجها المؤسسة خلال دورة الاستغلال، وهو عبارة عن الفرق بين إجمالي المخزونات والقيم القابلة لتحقيق من جهة والالتزامات قصيرة المدى بعد استثناء السلفيات المصرفية من جهة ثانية.<sup>1</sup>

ويحسب بالعلاقة التالية:

احتياج رأس المال العامل **BFR** = (الأصول المتداولة - النقدية) - (ديون قصيرة أجل - السلفيات المصرفية)

ويتكون احتياج رأس المال العامل من احتياج في رأس المال العامل للاستغلال ( $BFR_{EXP}$ ) الذي هو مرتبط بالنشاط الاستغلالي للمؤسسة، والاحتياج في رأس المال العامل خارج الاستغلال ( $BFR_{HEXP}$ ) الذي هو استثنائي لا يرتبط بالنشاط العادي للمؤسسة، ويحسب كل منهم كالتالي:<sup>2</sup>

الاحتياج لرأس المال العامل للاستغلال ( $BFR_{EXP}$ ) = موجودات متداولة للاستغلال - ديون قصيرة الأجل ذات الطابع الاستغلالي

<sup>1</sup> - شبيب شنوف، التحليل المالي الحديث طبقاً للمعايير الدولية للإبلاغ المالي **IFRS**، ط1، دار الزهراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2012، ص 121.

<sup>2</sup> - اليمين سعادة، استخدام التحليل المالي في تقييم أداء المؤسسات الاقتصادية وترشيدها قراراتها دراسة حالة المؤسسة الوطنية لصناعة أجهزة القياس والمراقبة، رسالة ماجستير في العلوم التجارية، تخصص إدارة أعمال، جامعة الحاج لخضر، باتنة، الجزائر، 2009/2008، ص 64.

الاحتياج لرأس المال العامل خارج الاستغلال ( $BFR_{HEXP}$ ) = استخدامات خارج الاستغلال - موارد خارج الاستغلال.

وعليه فإن الاحتياج في رأس المال العامل الإجمالي يحسب أيضا كما يلي:

$$BFR_g = BFR_{ex} + BFR_{hex}$$

### 3. الخزينة

تعرف على أنها مجموعة الأموال التي في حوزة المؤسسة لمدة دورة الاستغلال وهي تشمل صافي القيم الجاهزة أي ما تستطيع التصرف فيه فعلا من المبالغ السائلة خلال دورة استغلالية معينة. وتحسب بطريقتين:<sup>1</sup>

الخزينة = القيم الجاهزة - سلفات مصرفية

$$T_n = FR - BFR$$

بما أن الخزينة مرتبطة برأس المال العامل و احتياجاته، نجد الوضعيات التالية في:<sup>2</sup>

✓ رأس المال العامل < احتياج رأس المال العامل معناه أن الخزينة < 0: في هاته الحالة المؤسسة قامت بتجميد جزء من أموالها الثابتة لتغطية رأس المال العامل، مما يطرح عليها مشكلة الربحية أي تكلفة الفرصة الضائعة لهذا وجب عليها معالجة الوضعية عن طريق شراء مواد أولية أو تقييم تسهيلات للزبائن.

✓ رأس المال العامل > احتياج رأس المال العامل وبالتالي الخزينة > 0: المؤسسة في حالة عجز أي غير قادرة على تسديد ديونها في آجالها، وهذا يطرح مشكل متمثل في وجود تكاليف إضافية مما يجعل المؤسسة في هاته الحالة إما تطالب بحقوقها الموجودة لدى الغير، أو تقترض من البنوك، أو تتنازل عن بعض استثماراتها دون التأثير على طاقتها الإنتاجية، وفي بعض الحالات الاستثنائية تلجأ المؤسسة إلى بيع بعض المواد الأولية.

✓ رأس المال العامل = احتياج رأس المال العامل معناه أن الخزينة = 0: أي الخزينة المثلى، إن الوصول إلى هذه الحالة يتم بالاستخدام الأمثل للموارد المتاحة للمؤسسة وفق الإمكانيات المتاحة عن طريق

<sup>1</sup> - ناصر دادي عدون، تقنيات مراقبة التسيير، الجزء الأول، دار البحث، الجزائر، 1988 ص 55.

<sup>2</sup> - العليجة مبطوش، مرجع سابق، ص 25.

تفادي مشاكل عدم التسديد وبالتالي التحكم في السيولة دون التأثير على الربحية، ويتم تحقيق ذلك من خلال التأثير على رأس المال العامل واحتياج رأس المال العامل

### المطلب الثاني: مؤشرات تقييم الأداء المالي

سنتطرق في هذا المطلب إلى أكثر النسب المالية المستخدمة في تقييم الأداء المالي والمتمثلة في نسب السيولة، نسب الربحية، نسب النشاط، ونسب الهيكل رأس المال.

#### أولاً: نسب السيولة

تستعمل هذه المجموعة للتحكم على مدى قدرة المؤسسة في مواجهة التزاماتها قصيرة الأجل، وبالتالي فهي تقيس وضعية المؤسسة من حيث توازنها المالي قصير الأجل، أي أنها تهدف إلى تحليل وتقييم مركز رأس المال العامل والتعرف على درجة تداول عناصره.<sup>1</sup> تقاس سيولة المؤسسة من خلال هذه النسب:

<sup>1</sup> - مليكة زغيب، بوشنقىر ميلود، التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد، ط2، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2011، ص 37.

## الجدول رقم (1-3): نسب السيولة

النسب	الصيغة الرياضية	مدلولها
نسبة السيولة العامة	$\frac{\text{الأصول المتداولة}}{\text{الديون قصيرة الأجل}}$	توضح درجة تغطية الأصول المتداولة للديون قصيرة الأجل (كلما ارتفعت هذه النسبة كانت السيولة كبيرة).
نسبة السيولة المنخفضة	$\frac{\text{الأصول المتداولة- المخزون}}{\text{الديون قصيرة الأجل}}$	تقيس هذه النسبة مدى قدرة المؤسسة على تسديد التزاماتها قصيرة الأجل بواسطة تحصيلات الزبائن والخزينة المتاحة لديها، دون الاضطرار إلى بيع مخزونها.
نسبة السيولة الجاهزة	$\frac{\text{النقدية}}{\text{الديون قصيرة الأجل}}$	تبين هذه النسبة مدى قدرة المؤسسة على تسديد كل ديونها قصيرة الأجل بالاعتماد فقط على السيولة الموجودة حالياً تحت تصرفها.
نسبة المخزون إلى رأس المال العامل	$\frac{\text{المخزون}}{\text{الأصول المتداولة-الديون قصيرة الأجل}}$	تظهر هذه النسبة المخزون السلعي، والغرض من هذه العلاقة هو الإشارة إلى الخسارة المحتملة للمؤسسة نتيجة الانخفاض في قيم المخزون، والانخفاض هنا يعتبر في صالح المؤسسة.

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على: مليكة زغيب، بوشنقير ميلود، التسيير المالي حسب

البرنامج الرسمي الجديد، ط2، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2011، ص 37-39.

ثانياً: نسب الربحية

تعكس نسبة الربحية الأداء الكلي للمؤسسة حيث تفحص قدرة الشركة على توليد الأرباح من مبيعاتها وتعتبر

من المقاييس الهامة لقياس فاعلية سياسات إدارة الشركة الاستثمارية والتشغيلية.<sup>1</sup>

ومن نسبة الربحية ما يأتي:<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - فايز سليم حداد، الإدارة المالية، ط3، دار الحامد للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 2010، ص 79.

<sup>2</sup> - علاء فرحات طالب، إيمان شبحان الشهداني، الحوكمة المؤسسية والأداء المالي الاستراتيجي للمصارف، ط1، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن،

2011، ص 81-82.

## 1. نسبة العائد على الموجودات

تقيس هذه النسبة صافي الدخل الذي يحصل عليه المساهمون في المؤسسة من استثمارهم لأموالهم ويعتمد إلى حد كبير على مقدار الأرباح التي تتحقق من هذه الموجودات هذا أيضا بالعائد على الاستثمار لأنه المقياس لربحية كافة استثمارات المؤسسة القصيرة والطويلة الأجل، وإن ارتفاع هذه النسبة يدل على كفاءة سياسات الإدارة الاستثمارية والتشغيلية، وتقاس نسبة العائد على الموجودات بتطبيق المعادلة الآتية:

$$ROA = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة}}{\text{إجمالي الموجودات}} \times 100\%$$

## 2. نسبة العائد على حق الملكية

تقيس نسبة العائد على حق الملكية ما يحصل عليه المالكون من استثمارهم لأموالهم من نشاطات المؤسسة، وارتفاع هذه النسبة يدل على كفاءة إدارة المؤسسة. وأيضاً ارتفاعها يدل على المخاطرة العالية الناجمة عن زيادة الرافعة المالية، وانخفاضها يشير إلى اعتماد المؤسسة تمويلاً متحفظاً بالقروض وتقاس بتطبيق المعادلة الآتية:

$$ROE = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة}}{\text{حق الملكية}} \times 100\%$$

## 3. نسبة العائد على الأموال المتاحة

تستخدم هذه النسبة لقياس كفاءة المؤسسة في توليد الأرباح من الأموال المتاحة المتمثلة بالخصوم وحقوق الملكية، وتمثل الخصوم في الأموال المقترضة، وتقاس بتطبيق المعادلة الآتية:

$$ROF = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة}}{\text{حقوق الملكية + الخصوم}} \times 100\%$$

## 4. نسبة استخدام الموجودات

يمكن لهذه النسبة أن تستخدم لقياس كفاءة إدارة الموجودات وسياسة إدارة محافظ الموجودات، وتتأثر هذه النسبة بكمية الموجودات المدرة للربحية الموجودة ضمن إجمالي الموجودات، وعند ارتفاع الموجودات المرحة المتمثلة بالقروض ذات المتحصلات العالية ترتفع نسبة تلك الموجودات وتنخفض بانخفاض كميته، وتقاس بتطبيق المعادلة الآتية:

$$AUR = \frac{\text{إجمالي الإيرادات}}{\text{إجمالي الموجودات}} \times 100\%$$

## 5. نسبة ربح السهم

تعكس هذه النسبة مدى ربحية كل سهم من أسهم المالكين في المؤسسة، أي تعكس حصة السهم الواحد من الأرباح المتحققة، وارتفاع هذه النسبة يدل على ارتفاع ربحية السهم وهو الهدف الذي يصبو إليه المستثمرون، كذلك يمكن مقارنتها خلال السنوات الماضية لمعرفة نسبة النمو في المؤسسة وتقاس بتطبيق المعادلة الآتية:

$$EPS = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة}}{\text{عدد الأسهم}} \times 100\%$$

## ثالثاً: نسب النشاط

تستخدم هذه النسب لتقييم مدى نجاح إدارة المؤسسة في إدارة الأصول والخصوم وتقيس مدى كفاءتها في استخدام الموارد المتاحة للمؤسسة في اقتناء الأصول ومدى قدرتها في الاستخدام الأمثل لهذه الأصول وتحقيق أكبر حجم ممكن من المبيعات وتحقيق أعلى ربح ممكن.<sup>1</sup>

وفيما يلي أهم نسب النشاط وأكثرها شيوعاً:<sup>2</sup>

## 1- معدل دوران إجمالي الأصول:

توضح هذه النسبة قدرة المؤسسة على استخدام أصولها والانتفاع بها بشكل كامل، كلما كان >2 كان أفضل وبحسب كما يلي:

$$RTA = \frac{\text{صافي المبيعات}}{\text{إجمالي الأصول}}$$

<sup>1</sup> - عبد الحليم كراجه، علي الربابعة، ياسر السكران، الإدارة والتحليل المالي، ط2، دار الصفاء، الأردن، 2006، ص 194.

<sup>2</sup> - أمين السيد أحمد لطفى، التحليل المالي للاستثمار في الأوراق المالية، دار النهضة العربية، مصر، 2000، ص 222.



## 2- معدل دوران الأصول غير الجارية:

ويسمح بقياس معدل استثمار أموال المؤسسة في الأصول الثابتة، فزيادة المعدل تدل على شدة استغلال المؤسسة لأصولها الثابتة وانخفاض يدل على وجود زيادة غير مرغوب فيها في الاستثمار في الأصول الثابتة حيث يجب أن يكون معدل المتوسط في النشاط خمس مرات يشير إلى مدى كفاءة المؤسسة في استخدام الأصول الثابتة الخاصة بالمؤسسة لتوليد رقم الأعمال. ويحسب كما يلي:

$$TRANK = \frac{\text{صافي المبيعات}}{\text{الأصول الثابتة}}$$

## 3- معدل دوران الأصول المتداولة: يتم حساب معدل دوران الأصول بقسمة صافي المبيعات على مجموع

الأصول المتداولة، ويعتبر هذا المعدل مؤشرا لمدى الكفاءة في إدارة هذا النوع من الأصول وتوليد المبيعات منه، ويحسب كما يلي:

$$TRAA = \frac{\text{صافي المبيعات}}{\text{الأصول المتداولة}}$$

وللتأكد من ملائمة المبالغ المستثمرة فيه وجب القيام بتحليل كل بند من بنود الأصول المتداولة على حدى.

## أ- معدل دوران الذمم:

يتم حساب معدل دوران الذمم بقسمة صافي المبيعات الآجلة على إجمالي الذمم، ويعتبر هذا المعدل مؤشرا

لمدى ملائمة حجم الاستثمار في الذمم حيث:

$$\text{معدل دوران الذمم} = \frac{\text{صافي المبيعات الآجلة}}{\text{رصيد الذمم}}$$

## ب- معدل دوران المخزون:

يعتبر معدل دوران المخزون مؤشراً لمدى ملائمة حجم الاستثمار في المخزون السلعي، ولكي توضح فكرة استخدام المتوسطات في حساب معدل الدوران، سوف يتم حساب معدل دوران المخزون بقسمة تكلفة البضاعة المباعة على متوسط المخزون خلال العام، ويمكن إيجاد متوسط المخزون بإضافة مخزون أول المدة إلى رصيد المخزون في نهاية المدة وقسمة الناتج على 2، وبحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{معدل دوران المخزون} = \frac{\text{تكلفة البضاعة المباعة}}{\text{متوسط المخزون}}$$

$$\text{متوسط المخزون} = \frac{\text{مخزون أول المدة} + \text{مخزون آخر المدة}}{2}$$

## ج- معدل دوران النقدية:

يتم حسابه بقسمة المبيعات الصافية على رصيد النقدية وشبه النقدية.

$$\text{معدل دوران النقدية} = \frac{\text{المبيعات}}{\text{النقدية} + \text{شبه النقدية}}$$

وهكذا يتضح أن المخزون وحده هو سبب ارتفاع كل من معدل دوران الأصول المتداولة ومعدل دوران مجموع الأصول.

## رابعاً: نسب هيكل رأس المال

تمكننا هذه النسب من دراسة وتحليل النسب التمويلية، أي اكتشاف مدى مساهمة كل مصدر تمويلي في تمويل الأصول بصفة عامة والأصول الثابتة بصفة خاصة. وهي بالتالي تبين مساهمة الديون في رأس المال وكذا قدرة المؤسسة على تسديد ديونها والتزاماتها طويلة الأجل.<sup>1</sup>

وفيما يلي أهم النسب المستعملة لحساب نسبة هيكل رأس المال:

<sup>1</sup>- أيمن الشنطي، عامر شقر، الإدارة والتحليل المالي، ط1، دار البداية، الأردن، 2005، ص 226.

## جدول رقم (1-4): يوضح نسب هيكل رأس المال

النسبة	الصيغة الرياضية	مدلولها
نسب التمويل الدائم	$100 \times \frac{\text{أموال دائمة}}{\text{أصول ثابتة}}$	إذا كانت هذه النسبة: <ul style="list-style-type: none"> <li>• تساوي الواحد فإن التوازن المالي للمؤسسة في وضعه الأدنى؛</li> <li>• أكبر من الواحد فإن رأس المال العامل للمؤسسة موجب؛</li> <li>• أصغر من الواحد أي أن رأس المال العامل سالباً فإن المؤسسة في حالة عسر مالي أي أن وضعها المالي خطير.</li> </ul>
نسبة التمويل الخاص	$100 \times \frac{\text{الأموال الخاصة}}{\text{الأصول الثابتة}}$	تمثل مدى تغطية المؤسسة للأصول الثابتة بأموالها الخاصة بمعنى قدرة أموال المساهمين على تغطية الأصول الثابتة.
نسبة المديونية	$100 \times \frac{\text{إجمالي الديون}}{\text{إجمالي الأصول}}$	تقيس هذه النسبة مدى اعتماد المؤسسة في تمويل أصولها من أموال الاقتراض، وكذا نسبة اعتمادها على مواردها المالية الخاصة.
نسبة الاستقلالية المالية	$100 \times \frac{\text{الأموال الخاصة}}{\text{مجموع الخصوم}}$	تبين هذه النسبة استقلالية المؤسسة المالية، وعندما تكون هذه النسبة أكبر من الواحد فيعني هذا أن المؤسسة مستقلة مالياً.

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على: طارق طه، إدارة البنوك وتكنولوجيا المعلومات، دار الجامعة

الجديدة، مصر، 2007، ص 410-411.

## خلاصة الفصل الأول

تناول هذا الفصل عدة مفاهيم أساسية حول الأداء المالي للمؤسسة، حيث تم التعرض في المبحث الأول إلى تحديد مفهوم الأداء والذي عرف بالكفاءة والفعالية وكذا بيان أهميته وتحديد أنواعه معتمدين في ذلك على معيار المصدر، معيار الشمولية، المعيار الوظيفي، معيار الطبيعة، وفي المطلب الثاني تم التطرق إلى ماهية الأداء المالي من خلال تعريفه بالإضافة لأهميته، ثم أهدافه والتي بدورها تبرز مدى تحقيق المؤسسة لعوائد مناسبة، وبعد هذا تم تحديد العوامل المؤثرة فيه، حيث صنفت إلى مجموعتين هما العوامل الداخلية والعوامل الخارجية ثم كمطلب أخير في هذا المبحث تم التطرق إلى تقييم الأداء المالي من خلال تعريفه والتعرف على أهميته وأهدافه وكذا إبراز مصادر المعلومات التي على أساسها يتم تقييم الأداء المالي وأخيرا الخطوات المتبعة في عملية التقييم.

أما المبحث الثاني فقد خصص لطرق ومؤشرات تقييم الأداء المالي، حيث تم التطرق فيه أولا إلى التحليل الساكن والديناميكي ثم تحليل القوائم المالية المتمثلة في قائمة المركز المالي وقائمة الدخل من خلال مفاهيم بسيطة لكل قائمة بالإضافة إلى كيفية تحليل كل منهما وثانيا إلى عناصر التوازن المالي وطرق الحساب الخاصة بكل عنصر.

أما في المطلب الثالث فتم فيه التطرق إلى مؤشرات تقييم الأداء المالي وقد تم توضيح النسب المالية (نسب السيولة، الربحية، النشاط ونسب هيكل رأس المال) وأنواعها وطرق حساب كل نسبة على حدى بالإضافة إلى مدلولها.

**الفصل الثاني:**

**الإطار المفاهيمي**

**لتكلفة التمويل**

## تمهيد

تعتبر المؤسسة النواة الأساسية وجوهر قيام اقتصاد أي دولة إذ أن المؤسسة الناجحة هي التي تحافظ على قدرتها الإنتاجية عن طريق التجديد والتوسع مما يدفعها للبحث عن مصادر التمويل المناسبة إذ تعتبر هذه الأخيرة عصب المؤسسة وحجر الأساس في الإدارة المالية والطاقة المحركة لجميع الوظائف والأعمال فبدونه تبقى خطط المؤسسة حبر على ورق دون تنفيذ، حيث تحتاج المؤسسات إلى توفير الأموال اللازمة من أجل القيام بالتجهيز والتسيير وشراء الأصول الثابتة والمتداولة، ويتحدد الخيار التمويلي للمؤسسة في مجال اختيار مصدر التمويل الملائم تبعاً لعدة عوامل أهمها تكلفة التمويل والتي تتطلب شروطاً عديدة في تحقيقها ودراسة مسبقة لتحديد التوليفة المثلى لها، حيث يسعى المدير المالي إلى المفاضلة بين مصادر التمويل في ظل محدودية البدائل المتاحة من أجل اختيار المزيج التمويلي المناسب الذي يحقق أعلى عائد بأقل تكلفة.

وعلى هذا الأساس سيتم التطرق في هذا الفصل إلى مفاهيم عامة حول التمويل، وظائفه، وأنواعه كما سيتناول مصادر التمويل المالية وهي التمويل بالملكية والتمويل بالاستدانة وكمبحث ثاني سيتضمن تكلفة التمويل والعوامل المؤثرة فيها وكذا تقدير تكلفة كل مصدر تمويلي على حدى، وفي الأخير سيتناول أثر تكلفة التمويل على الأداء المالي.

## المبحث الأول: مفاهيم عامة حول التمويل

تعد وظيفة التمويل من أهم الوظائف الأساسية في المؤسسة الاقتصادية، وذلك لما توفره من أموال لتغطية النفقات المختلفة وتجهيز المؤسسات بمعدات أو الأصول الرأسمالية سواء عند الانطلاق في المشروع أو عند إحلال وتجديد معداته وتجهيزاته، وبهذا يمثل التمويل تحدي كبير أمام المؤسسة للبحث عن مصادره إذ تعتبر الأخيرة من أكبر المشكلات التي تواجه الإدارة المالية، وفي هذا المبحث سيتناول نظرة عامة حول التمويل ووظائفه وأنوعه وكذا مصادره المختلفة التي تعتبر أحد المشكلات التي تواجه المؤسسة في تحديد أيها أقل تكلفة لها.

## المطلب الأول: ماهية التمويل

سيتم في هذا المطلب التطرق إلى مفهوم التمويل، أهميته بالنسبة للمؤسسات، وكذا الأهداف التي يسعى إلى تحقيقها.

## أولاً: مفهوم التمويل

يعرف التمويل بأنه: " أسلوب للحصول على المبالغ النقدية اللازمة لرفع أو تطوير مشروع ما".<sup>1</sup>

وهناك من الاقتصاديين من يرون أن للتمويل معنيان وهما معنى حقيقي ومعنى نقدي:

فالمعنى النقدي ونقصد به الحصول على الأموال النقدية اللازمة من أجل توفير الموارد الحقيقية وذلك بهدف خلق رؤوس أموال جديدة<sup>2</sup>؛

أما المعنى الحقيقي للتمويل فهو يتمثل في توفير الموارد والمتمثلة في السلع والخدمات وتخصيصها لأغراض التنمية أو لبناء طاقات إنتاجية وكذا إنشاء مشروعات استثمارية وتكوين رؤوس أموال جديدة.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - يوسف حسن يوسف، مرجع سابق، ص 210.

<sup>2</sup> - هشام بن عزة، دور القرض الايجاري في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة -دراسة حالة بنك البركة الجزائري-، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية دولية، جامعة وهران 2، الجزائر، 2012/2011، ص 27.

<sup>3</sup> - كنجو عبود كنجو، إبراهيم وهي فهد، الإدارة المالية، دار الميسرة، الأردن، 1997، ص 40.

ويعرف التمويل أيضا بأنه: " البحث عن الطرائق المناسبة للحصول على الأموال واختيار وتقييم تلك الطرائق والحصول على المزيج الأفضل بينها بشكل يناسب كمية ونوعية احتياجات والتزامات المؤسسة المالية".<sup>1</sup>

وعليه يمكن القول أن التمويل هو تلك الوظيفة الإدارية في المؤسسة التي تختص بعمليات التخطيط للأموال والحصول عليها من مصدر التمويل المناسب لتوفير الاحتياجات المالية اللازمة لأداء أنشطة المؤسسة المختلفة، مما يساعد على تحقيق أهدافها، وتحقيق التوازن بين الرغبات المتعارضة للفتحات المؤثرة في نجاح واستمرار المؤسسة، والتي تشمل المستثمرين والعمال والمديرين.<sup>2</sup>

### ثانيا: أهمية التمويل

إن المؤسسات والدولة والمنظمات التابعة لها، لها استخدام دائم لجميع مواردها المالية، فهي تلجأ عند الحاجة إلى مصادر خارجية لسد حاجاتها سواء من عجز في الصندوق أو لتسديد الالتزامات. من هذا المنطلق يمكن القول بأن للتمويل أهمية كبيرة تتمثل في:<sup>3</sup>

- ✓ تحرير الأموال أو الموارد المالية المجمدة سواء داخل المؤسسة أو خارجها؛
- ✓ يساعد على إنجاز مشاريع معطلة وأخرى جديدة والتي بها يزيد الدخل الوطني؛
- ✓ يساهم في تحقيق أهداف المؤسسة من أجل اقتناء أو استبدال المعدات؛
- ✓ يعتبر التمويل كوسيلة سريعة تستخدمها المؤسسة للخروج من حالة العجز المالي؛
- ✓ يساهم في ربط الهيئات والمؤسسات المالية والتمويل الدولي؛
- ✓ المحافظة على سيولة المؤسسة وحمايتها من خطر الإفلاس والتصفية.

ونظرا لأهمية التمويل فقراره يعتبر من القرارات الأساسية التي يجب أن تعتني بها المؤسسة ذلك أنها المحدد لكفاءة متخذي القرارات المالية من خلال بحثهم عن مصادر التمويل اللازمة والموافقة لطبيعة المشروع الاستثماري المستهدف واختيار أحسنها، واستخدامها استخداما أمثالا لما يتناسب وتحقيق أكبر عائد بأقل تكلفة وبدون مخاطر

<sup>1</sup> - هواري معراج، حاج سعيد عمر، التمويل التاجيري: المفاهيم والأسس، ط1، دار الكنوز المعرفية العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2013، ص 15.

<sup>2</sup> - نصيرة عقبة، محاضرات منشورة في مادة مصادر التمويل التقليدية والحديثة في المؤسسة، الموجهة لطلبة سنة أولى ماستر، تخصص اقتصاد وتسيير المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2021، ص 2.

<sup>3</sup> - رابع خوني، رقية حساني، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومشكلات تمويلها، ط1، ايتراك للنشر والتوزيع، مصر، 2008، ص 96.



مما يساعد على بلوغ الأهداف المسطرة، وأن قرار اختيار طرق التمويل يعتبر أساس السياسة المالية حيث يرتبط بهيكل رأس المال وتكلفته إذ يختار البديل الذي يكلف المؤسسة أقل ما يمكن.

### ثالثاً: أهداف التمويل

من أهم الأهداف التي تسعى المؤسسة إلى تحقيقها من خلال الحصول على التمويل هي:<sup>1</sup>

❖ السيولة: يمثل مبدأ استمرارية المؤسسة هدفاً أساسياً ويتم ذلك من خلال تسديدها للالتزامات المترتبة عليه في موعد استحقاقها ومواجهتها الطارئة، أي تحقيق رصيد نقدي مناسب في المشروع على أن لا يتم ذلك جراء تقليل التدفق النقدي الخارج وزيادة التدفق النقدي الداخل بل على الإدارة المالية أن تخلق التناسب بين التدفقين بما يحافظ على بقاء المشروع وتطوره.

❖ ربحية المشروع: تمثل هدف المشروع الأساسي في التمويل والذي يعتمد على العائد المتوقع تحقيقه والمخاطرة التي يتحملها المشروع من أجل تحقيق ذلك العائد، وتلعب القرارات المالية الدور الأساسي بالتأثير في قيمة المشروع ذاته من خلال تأثيرها على العائد والمخاطرة ووصولها إلى تحقيق أعلى مردود ممكن للمشروع في ضوء الاعتبارات الإستراتيجية له.

❖ الربحية الاجتماعية: إن العائد الذي يؤول للمجتمع والممثل في المردود الذي يأتي به المشروع للمجتمع جراء قيام المشروع ويتمثل ذلك في:

- توفير مناصب شغل جديدة للقضاء على البطالة؛
- تحقيق الرفاهية لأفراد المجتمع من خلال تحسين المستوى المعيشي؛
- توفير السكن... الخ.

### المطلب الثاني: وظائف وأنواع التمويل

باعتبار أن التمويل هو أحد المقومات الأساسية في الإدارة المالية سيتم في هذا المطلب التطرق إلى وظائفه وأنواعه.

<sup>1</sup> - طارق الحاج، مبادئ التمويل، ط1، دار الصفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2002، ص 12.

## أولاً: وظائف التمويل

يمكن إجمال وظائف التمويل في الوظائف الخمس الآتية:<sup>1</sup>

- التخطيط المالي: هو نوع من أنواع التخطيط يساعد في الإعداد للمستقبل حيث أن تقديرات المبيعات والمصاريف المستقبلية الرأسمالية توجه تفكير المدير المالي نحو المتطلبات المالية في المستقبل.
- الرقابة المالية: وهي مقارنة أداء المنشآت بالخطط الموضوعية.
- الحصول على الأموال: من خلال تبيان التدفقات النقدية الداخلة والخارجة خلال الفترة التي تشملها الخطة.
- استثمار الأموال: بعد قيام المدير المالي بإعداد الخطط المالية والحصول على الأموال من مصادرها، عليه أن يتأكد من أن هذه الأموال تستخدم بحكمة وتستخدم اقتصادياً داخل المنشآت.
- مقابلة مشاكل خاصة: إن الوظائف السابقة هي وظائف دورية ودائمة للإدارة المالية والمدير المالي، ولكن قد تظهر مشاكل مالية ذات طبيعة خاصة وغير متكررة، وقد لا تحدث خلال المشروع.

## ثانياً: أنواع التمويل

ينقسم التمويل إلى ثلاث أنواع نوجزها فيما يلي:

1. من حيث المدة: وينقسم إلى:<sup>2</sup>

- ✓ تمويل قصير الأجل: يقصد به تلك الأموال التي لا تزيد فترة استعمالها عن سنة واحدة كالمبالغ النقدية التي تخصص لدفع أجور العمال وشراء المدخلات اللازمة لإتمام العملية الإنتاجية والتي يتم تسديدها من إيرادات نفس الدورة الإنتاجية.
- ✓ تمويل متوسط الأجل: يستخدم التمويل المتوسط الأجل لتمويل حاجة دائمة للمشروع كتغطية تمويل أصول ثابتة أو لتمويل مشروعات تحت التنفيذ والتي تستغرق عدداً من السنين، وتكون مدته ما بين سنة وخمسة سنوات.

<sup>1</sup> - محمد عبد الله شاهين محمد، هيكل التمويل الأمثل للشركات والمؤسسات المالية، ط1، دار الكتاب للنشر الجامعي، الإمارات، 2019، ص 52-53.

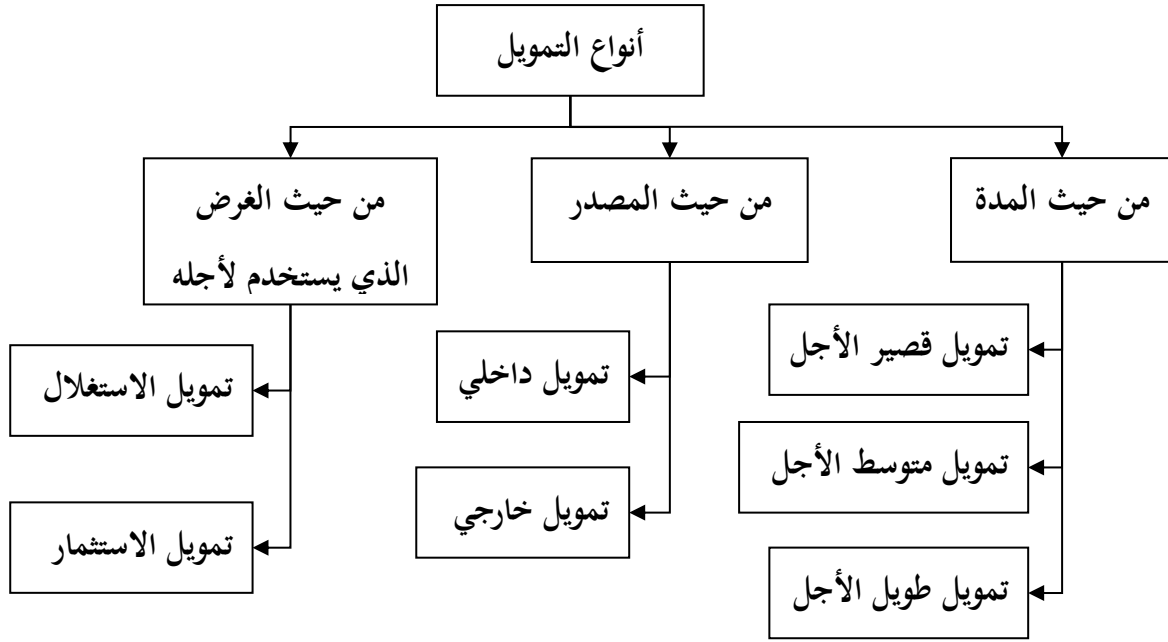
<sup>2</sup> - هوارى معراج، حاج سعيد عمر، مرجع سابق، ص 17.

- ✓ تمويل طويل الأجل: وينشأ من الطلب على الأموال اللازمة لحيازة التجهيزات الإنتاجية ذات المردودية على المدى الطويل وتوجه أيضا إلى مشاريع إنتاجية تفوق مدتها خمس سنوات.
2. من حيث المصدر: وينقسم إلى:<sup>1</sup>
- ✓ تمويل داخلي: ويكون مصدره من المؤسسة نفسها أو مالكيها مثل بيع الأصول أو تأجيرها أو حجز الأرباح... الخ.
- ✓ تمويل خارجي: ويكون مصدره من خارج المؤسسة وبعيدا عن مالكيها مثل الاقتراض البنكي؛ التمويل التجاري؛ السندات... الخ.
3. من حيث الغرض الذي يستخدم لأجله: وينقسم إلى:<sup>2</sup>
- ✓ تمويل الاستغلال: يصنف إلى تلك الأموال التي ترصد لمواجهة الاحتياطات والمعاملات قصيرة الأجل والتي تتعلق بتنشيط الدورة الإنتاجية في المؤسسة.
- ✓ تمويل الاستثمار: ويتمثل في الأموال المخصصة لمواجهة النفقات التي يترتب عنها خلق طاقة إنتاجية جديدة وتوسيع الطاقة الحالية للمشروع الاقتناء الآلات والتجهيزات وما يليها من العمليات التي تؤدي إلى زيادة التكوين الرأسمالي للمشروع.
- ويمكن تلخيص أنواع التمويل في الشكل الموالي:

<sup>1</sup> - طارق الحاج، مرجع سابق، ص 26.

<sup>2</sup> - يوسف حسن يوسف، مرجع سابق، ص 212.

## الشكل رقم (2-1): أنواع التمويل



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على المراجع السابقة.

## المطلب الثالث: مصادر التمويل

يتكون الهيكل المالي من مصادر تمويل بالملكية ومصادر تمويل بالاستدانة وهو ما سيتناوله هذا المطلب.

## أولاً: مصادر التمويل بالملكية

وتتضمن ثلاث أنواع الأسهم العادية، الأسهم الممتازة والأرباح المحتجزة وفيما يلي عرض موجز لها.

## 1. الأسهم العادية

تمثل الأسهم العادية صكوكاً متساوية القيمة تشكل جزء من رأس مال المؤسسة، وهي بذلك تعد بمثابة سند ملكية في شركات المساهمة والتوصية بالأسهم. وتعتبر الأسهم من مصادر التمويل طويلة الأجل حيث أنه ليس لها تواريخ استحقاق محددة طالما كانت المؤسسة المصدرة لها قائمة ومستمرة.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> - عاطف وليم أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، مصر، 2006، ص 369.

ومن خصائص الأسهم العادية ما يلي:<sup>1</sup>

- ✓ ليس لها تاريخ استحقاق محدد، فهي مستمرة طالما أن الشركة قائمة.
- ✓ لأصحابها حق التصويت في الجمعية العمومية للشركة باعتبارهم مالكيين.
- ✓ يحصل حامل السهم العادي على عائد متغير طبقاً لما تحققه الشركة من ربح.
- ✓ المخاطر المرتبطة بالأسهم العادية أعلى من تلك المرتبطة بالسندات على اعتبار أن أصحاب الأسهم العادية لا يحصلون على توزيعات أرباح إلا بعد سداد جميع الالتزامات الأخرى.
- ✓ في حالة تصفية الشركة فإن أصحاب الأسهم العادية لا يحصلون على أي شيء من حصيلة بيع أصول الشركة إلا بعد سداد مستحقات الأطراف الأخرى.

#### أ- أنواع الأسهم العادية

من بينها نذكر ما يلي:<sup>2</sup>

#### - الأسهم المدافعة

السهم المدافعة هي الأسهم التي يتوقع بقاء أسعارها مستقرة ومأمونة خلال الركود الاقتصادي وتدهور الأعمال، أو خلال التقلبات الحادة للأسواق المالية، بمعنى أنها تبقى غير متأثرة نسبياً بمدة الانكماش في دورات الأعمال، ولهذا توصف بأنها مقاومة للركود ويعد هذا النوع من الأسهم جذابة للمستثمرين الراغبين في الحصول على عائد مؤكد وآمن.

#### - أسهم المجازفة

تشتري الأسهم المجازفة على أمل تزايد أسعارها مستقبلاً وبدلاً من استناد قرارات المستثمرين على البيانات التاريخية الخاصة بالمؤسسة فإن مشتري أسهم المضاربة يراهنون على أن ما قد يستجد من معلومات أو اكتشافات أو وسائل إنتاج سوف يؤثر إيجابياً على نمو المؤسسة ويزيد من سعر السهم، وتميل قيم هذه الأسهم ومضاعفات أرباحها للتقلب كثيراً عند استلام معلومات جديدة تتعلق بمستقبل المؤسسة، وتكون (بيتاً) هذه الأسهم دائماً أكبر من الواحد وعلى المستثمرين فيها التهيؤ لاحتمال تحقق الخسائر إذ أنه لا ينتظر تحقق الأرباح على الدوام.

<sup>1</sup> - أمين عبد العزيز حسن، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة، مصر، 2007، ص 36.

<sup>2</sup> - محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية الحديثة، ط1، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2013، ص 508-510.

### - الأسهم الناجحة أو الرباحة

تعود هذه الأسهم لشركات توصف بأنها شركات كبيرة وقديمة ومعروفة، وتصدر هذه الأسهم عادة شركات قائمة في صناعتها، وكثيرا ما تضع المعايير أو المؤشرات التي تقيم بها الشركات الأخرى وتتسم بكفاءة الإدارة وبتقديم منتجات مختلفة وذات جودة عالية ومميزة، وتمتاز هذه الأسهم بسعرها العالي وبعائد مقسومها القليل، وبالقدرة على دفع مقسوم مستقر لسنوات الأداء الجيد والسيء ولمدة طويلة، ويعد هذا مؤشرا مهما على الاستقرار المالي، وبفضل مجالاتها المؤكدة للأرباح والمقسوم والتوقعات الجيدة لها بالنمو في الأمد الطويل بالإضافة للثقة العالية التي يوليها المستثمرون، تعد الأسهم الناجحة استثمارات جذابة خاصة للمستثمرين الباحثين عن عوائد مستقرة وقابلة للتنبؤ كما أنها تباع بمضاعف أرباح عالي.

### - أسهم الدخل

يسعى بعض المستثمرون لشراء أسهم الدخل أساسا بهدف الحصول على المقسوم النقدي من الأرباح وهذا الدخل قد يمثل للبعض الحافز الأساسي للاستثمار في الأوراق المالية، والأفراد الذين يستثمرون للحصول على الدخل يبحثون عن أوراق مالية تعطي شكلا منتظما من توزيعات الدخل وقابلا للتنبؤ، ويهتم المستثمرون بتقليل مخاطرة أصل الاستثمار لذا عليهم أن يركزوا على تلك الأسهم التي تكون عرضة لتقلبات أقل في أسعارها.

### - أسهم النمو

يعرف سهم النمو بأنه السهم ذو معدل العائد المتوقع العالي، وكلما تزايدت فرص نمو المؤسسة في فترة معينة كلما كان العائد المعدل بالمخاطرة والذي يحققه سهمها في فترة لاحقة أدنى، وأن الشائع هو أن أسهم النمو هي أسهم لشركات النمو، وأن هذا الاعتقاد خاطئ بالرغم من شيوعه تأتي مما سمي بالانحياز المعياري المعرفي وهو المسؤول عن ذلك التعريف الخاطئ ولا يشترط أن تكون أسهم النمو هي أسهم لشركات النمو، وسهم النمو، وكما أشير لهذا فيما تقدم، هو السهم ذو معدل العائد الأعلى من بين كل الأسهم في السوق في ظل تماثل خصائص المخاطرة، ويحصل السهم على معدل العائد الأعلى لأن السوق في لحظة زمنية معينة يدي من قيمته مقارنة بالأسهم الأخرى.

### ب- مزايا وعيوب الأسهم العادية

يمكن إيجاز مزايا وعيوب الأسهم العادية في الجدول التالي:

## الجدول رقم (2-1): مزايا وعيوب الأسهم العادية

العيوب	المزايا
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ يؤدي التوسع في إصدارها إلى زيادة قاعدة المالكين، وقد يؤدي ذلك إلى تأثر سلطة المالكين المسيطرين حالياً،</li> <li>■ يتم احتساب الضريبة قبل توزيع الأرباح أي زيادة الوعاء الضريبي من جهة وانخفاض العائد على السهم من جهة أخرى.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ تعد الأسهم العادية الوسيلة الرئيسية والأساسية للتمويل طويل الأجل؛</li> <li>■ بما أن الأسهم العادية توفر الضمان الذي يعتمد عليه الدائون، فإن بيعها يزيد من المقدرة الائتمانية للمؤسسة؛</li> <li>■ بما أنها تمثل ملكية الشركة فإنها تحمي المستثمر من التضخم، حيث ترتفع قيمة الأسهم العادية عند ارتفاع قيمة الأصول الحقيقية أثناء التضخم؛</li> <li>■ لن يحصل أصحاب الأسهم العادية على أية عوائد إذا خسرت المؤسسة أو لم توزع أرباحاً أو وزعت جزءاً بسيطاً من الأرباح على أصحاب الأسهم الممتازة؛</li> <li>■ زيادة عدد الأسهم العادية يقوي مركز المؤسسة المالي.</li> <li>■ تتميز الأسهم العادية بسرعة تداولها في السوق المالي.</li> </ul>

من إعداد الطالبتين بالاعتماد على:

- هيثم محمد الزعبي، الإدارة والتحليل المالي، ط1، دار الفكر للطباعة والنشر والتوزيع، الأردن، 2000، ص 88-89.
- محمد حسين، محمد إبراهيم عبيدات، أساسيات الإدارة المالية في القطاع الخاص، ط1، دار المستقبل، الأردن، دون سنة نشر، ص 164-165.

## 2. الأسهم الممتازة

تعرف الأسهم الممتازة على أنها حصة في رأس مال المؤسسة لها نسبة أرباح ثابتة تتمتع بحق الأولوية على حملة الأسهم العادية.<sup>1</sup>

ومن أبرز خصائص الأسهم الممتازة ما يلي:<sup>2</sup>

- ✓ لحامل السهم الممتاز الحق في استرجاع قيمة سهمه عند التصفية؛
  - ✓ ليس لحامل السهم الممتاز الحق في التصويت (إلا في الحالات القصوى)؛
  - ✓ عائد السهم الممتاز ثابت ولا يتأثر بالوضع المالي للمؤسسة؛
  - ✓ حامل السهم الممتاز له الحق في تحويل سهمه إلى سهم عادي؛
  - ✓ لإدارة المؤسسة الحق في شراء الأسهم الممتازة من أصحابها (خاصة عندما تنخفض أسعار الفائدة)؛
  - ✓ حملة الأسهم الممتازة لهم حق الأولوية على حملة الأسهم العادية فيما يتعلق بالحصول على الأرباح الموزعة.
- أ- أنواع الأسهم الممتازة

هناك أنواع عديدة من الأسهم الممتازة كل نوع مختلف في طريقة الدفع والامتيازات وأهمها ما يلي:<sup>3</sup>

- الأسهم التراكمية: هي أسهم يملك أصحابها الحق في الحصول على النسبة الثابتة السنوية من الأرباح سواء كانت الأرباح السنوية كافية أم لا ففي حال لم يتم إجراء التوزيع في سنة ما وتم إجراءه في السنة التالية فإن أرباحهم تكون مضاعفة.
- الأسهم الغير تراكمية: على العكس مما سبق فإن أصحاب الأسهم الممتازة الغير تراكمية يخسرون حصص أرباحهم عن أي فترة لا يعلن أعضاء مجلس الإدارة خلالها عن حصة أرباح.
- أسهم المشاركة: وهنا يتم دفع حصة أرباح إضافية فوق حصة الأرباح المذكورة إذا تجاوزت حصة الأرباح الأسهم العادية المبلغ المذكور.
- الأسهم القابلة للتحويل: يمكن استبدال هذه الأسهم (تحويلها) إلى عدد معين من الأسهم العادية بسعر محدد، ولأسباب معروفة فإن قيمة هذه الأسهم تميل إلى الارتفاع والانخفاض مع سعر الأسهم العادية ويطبق

<sup>1</sup> - عبد الخليم كراجه، علي الربابعة، ياسر السكران، مرجع سابق، ص 90.

<sup>2</sup> - هوراي معراج، حاج سعيد عمر، مرجع سابق، ص 25-26.

<sup>3</sup> - هوراي معراج، حاج سعيد عمر، مرجع سابق، ص 26-27.



مصطلح سعر التماثل على الأسهم العادية التي يتم تسليمها بدلا من الأسهم الممتازة القابلة للتحويل وسعر التماثل هو السعر الذي يكون عنده سعر السهم العادي مساويا في القيمة للسهم الممتاز، وعند مبادلة السهم الممتاز القابل للتحويل إلى سهمين عاديين فإن سعر التماثل للسهم العادي يساوي نصف سعر السهم الممتاز، وبصورة عامة فإن سعر التماثل للسهم العادي يساوي سعر السوق للسهم الممتاز مقسوماً على سعر تحويل السهم الممتاز إلى سهم عادي.

- السهم الممتاز القابل للمناداة: وهي أسهم تحتفظ المؤسسة لنفسها بالحق في استعادتها، نقصد بذلك شرائها مرة أخرى بسعر ما وهو سعر الإصدار.

ب- مزايا وعيوب الأسهم الممتازة: وسنميز هنا من وجهة نظر المؤسسة ومن وجهة نظر المستثمر

### الجدول رقم (2-2): مزايا وعيوب الأسهم الممتازة

المزايا	العيوب	من وجهة نظر المؤسسة
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ لا يؤدي عدم دفع فوائدها إلى إفلاس المؤسسة، كما هي الحال في فوائد السندات.</li> <li>■ عوائدها مقتصرة على نسبة معينة، لذا لا تشارك في أية زيادة في الأرباح، كما أنها لا تؤدي إلى تآكل يذكر في ربحية الأسهم العادية.</li> <li>■ ليس لها أصوات (إلا في حالات معينة)، لذا لا يؤثر إصدار مثل هذه الأسهم في السيطرة على الإدارة القائمة (التأثر في الحد الأدنى).</li> <li>■ بالرغم من عدم وجود تاريخ لإلغاء الأسهم الممتازة، إلا أن حق استدعائها يعطي المؤسسة المصدرة ميزة استبدالها بوسائل دين أقل تكلفة إذا انخفضت أسعار الفوائد.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ أعلى تكلفة من الدين، لأن عوائدها لا تقتطع من الدخل الخاضع للضريبة كالسندات.</li> <li>■ إمكانية تراكم عوائدها بموجب نص خاص تؤدي إلى زيادة الأعباء المالية المترتبة على الشركة.</li> <li>■ قد تفرض بعض القيود على الشركة.</li> </ul>	

	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ تزيد هامش الأمان للمقرضين وتوسع قاعدة الاقتراض وتحسن الصورة الائتمانية للمؤسسة المصدرة.</li> <li>■ تقلل احتمالات تأثر المؤسسة بالأوضاع الاقتصادية السلبية.</li> </ul>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ دخلها محدود رغم ما تتحمله من مخاطر مقارنة بمخاطر أصحاب المشروع.</li> <li>■ لا يمكن المقاضاة لأجل تنفيذ حقها في العائد.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ تحقق عائداً ثابتاً.</li> <li>■ يكون لها الأولوية على حملة الأسهم العادية عند التصفية.</li> <li>■ قد تتمتع ببعض الميزات الضريبية.</li> </ul>	<p>من وجهة نظر المستثمر</p>

المصدر: إسماعيل الدباغ، إلهام خضير شبر، مدخل متكامل في الاستثمار السياحي والتمويل، ط1، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2015، ص 460-461.

### 3. الأرباح المحتجزة

تعرف بأنها: " النتيجة الصافية التي تحققها المؤسسة من عملياتها الجارية والاستثمارية، والتي لم تقم بتوزيعها".<sup>1</sup>

والجدول الموالي يوضح المزايا والعيوب:

<sup>1</sup> - أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر والتوزيع، الجزائر، 2008، ص 31.

الجدول رقم (2-3): مزايا وعيوب الأرباح المحتجزة

المزايا	العيوب
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ تكلفة الأرباح المحتجزة كمصدر للتمويل منخفضة بالمقارنة مع غيرها.</li> <li>■ لا تحتاج لرهن موجوداتها.</li> <li>■ كلما تراكمت الأرباح المحتجزة أكثر وزاد استخدامها في تمويل موجوداتها ينعكس ذلك إيجابيا على السعر السوقي والقيمة الدفترية للسهم.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ استخدام الأرباح المحتجزة كمصدر للتمويل بشكل متكرر والإكثار من حجز النتيجة عدة سنوات لرفعه.</li> <li>■ قد يتعذر على الشركات المساهمة المبتدئة الاستفادة من هذا المصدر.</li> <li>■ يتطلب أحيانا من الشركة إصدار أسهم مجانية مقابل احتجاز أرباح المساهمين مما يزيد من كلفة استخدام هذا المصدر.</li> </ul>

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على: غنية بوريعة، محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة دراسة حالة مؤسسة - الأشغال والتركيب الكهربائي فرع سونلغاز-، رسالة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية مؤسسات، جامعة الجزائر 3، 2012/2011، ص 47.

ثانيا: مصادر التمويل بالاستدانة

وهي تلك الحالات التي تلجأ فيها المؤسسة إلى التمويل الخارجي وستوجز بعضها في هذا العنصر.

1- السندات:

تمثل السندات الأموال المقترضة التي تستخدم في التمويل طويل الأجل، تنقسم هذه القروض إلى أجزاء صغيرة متساوي القيمة يطلق على كل الأجزاء اسم " سند " وهو صك قابل للتداول يعتبر حامله دائن للمؤسسة المصدرة له، يحمل كل سند سعر فائدة ثابت توافق بموجبه المؤسسة التي أصدرته بدفع الفائدة المستحقة عليه لمالك السند في تواريخ محددة بالإضافة إلى التزامها بدفع قيمة السند في تاريخ استحقاقه.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> - محمد صالح الخناوي، إبراهيم سلطان، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية، مصر، 1999، ص 312.

من أبرز خصائص السندات ما يلي:<sup>1</sup>

- تمثل ديناً في ذمة الجهة المصدرة لها.
- قابلة للتداول كالأسهم سواء عن طريق التسجيل أو مجرد التسليم.
- أهم المخاطر التي تواجه حاملي السندات هي تقلب أسعار الفائدة.
- تسدد حقوق حاملي السندات قبل حقوق حاملي الأسهم في حالة إفلاس الجهة المصدر للسندات.
- لها أجل لاستيفاء قيمتها، وهذا الأجل قد يكون قصيراً أو متوسطاً أو طويلاً.
- تعطي لحاملها حقين أساسيين: حق الحصول على فائدة ثابتة سواء حققت الشركة المصدرة أرباحاً أو لم تحقق من جهة، وحق استرداد قيمة سنده في أجل الاستحقاق.

#### أ- أنواع السندات:

توجد عدة أنواع للسندات وتصنف كما يلي:<sup>2</sup>

#### ❖ من حيث الضمان :

- السندات المضمونة برهن أصول معينة: وهي أن تقدم المنشأة بعض أصولها لضمان حقوق حملة السندات إذا عجزت عن دفع فوائدها أو قيمتها الاسمية وقت استحقاقها.
- السندات غير المضمونة بأصول معينة: وتسمى السندات البسيطة لأنها غير مضمونة بأصل.

#### ❖ من حيث سعر الفائدة:

- السندات ذات سعر فائدة ثابت: وهي السندات التي يحدد لها سعر فائدة معروف ويبقى ثابت حتى موعد استحقاقه.
- السندات ذات سعر فائدة معوم: وهي السندات التي لها سعر فائدة متغير.
- السندات الصفيرية: وهي السندات التي يكون سعر الفائدة فيها صفراً، وتباع بأقل من قيمتها وعند استحقاقها يأخذ صاحبها قيمتها كاملة، ويكون الفرق بين ما دفعه وما قبضه هو ربحه من السند.

<sup>1</sup> - حسين بني هاني، الأسواق المالية: طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة، ط1، دار الكندي، الأردن، 2002، ص 154.

<sup>2</sup> - هيثم محمد الزعبي، الإدارة والتحليل المالي، ط1، دار الفكر للطباعة والنشر والتوزيع، الأردن، 2000، ص 99-100.

## ❖ من حيث الجهة المصدرة:

- السندات الحكومية: وهي السندات التي تصدرها جهة حكومية.
- السندات الخاصة: وهي السندات التي تصدرها مؤسسات خاصة.

## ❖ من حيث القابلية للاستدعاء

- السندات القابلة للاستدعاء: وهي السندات التي يمكن أن تقوم المنشأة المصدرة باستدعائها وطلبها وسداد قيمتها قبل موعد استحقاقها مقابل تعويض يدفع لحامل السند يسمى (علاوة الاستدعاء).
- السندات غير قابلة للاستدعاء: وهذا النوع لا يجوز فيه استدعاء السندات وسداد قيمتها قبل موعد استحقاقها.

## ❖ من حيث القابلية للتحويل

- السندات القابلة للتحويل وهي التي ينص العقد فيها على إمكانية تحويلها إلى أسهم عادية بعد مرور فترة زمنية محددة ويحدد أيضا سعر التحويل أو معدل التحويل أي كم سند يساوي سهما عاديا.
- السندات الغير قابلة للتحويل: وهذا النوع لا يجوز فيه تحويل السندات إلى أسهم.

## ❖ من حيث الملكية

- سندات لحاملها: إذ تدفع فائدة السند وقيمه عند استحقاقها لحامل السند.
- سندات اسمية: إذ تدفع فائدة السند وقيمه عند استحقاقها للشخص المسجل اسمه في السند.

## ب- مزايا وعيوب التمويل عن طريق السندات

يمكن إيجازها في الجدول الموالي:

## الجدول رقم (2-4): مزايا وعيوب التمويل بالسندات

العيوب	المزايا
<ul style="list-style-type: none"> <li>● تكلفة التمويل من السندات تكلفة ثابتة واجبة الدفع مهما كان الوضع المالي للمؤسسة مما يزيد من المخاطر المالية إذا تعرضت المؤسسة لضائقة مالية.</li> <li>● إذا تعرضت المؤسسة إلى ضائقة مالية فإن دفع المؤسسة لمستحققاتها اتجاه حملة السندات يقلل من إيراد حملة الأسهم مما يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للأسهم في السوق المالية.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● سهولة تحديد تكلفة التمويل بالسندات.</li> <li>● قلة تكلفة السندات مقارنة بتكلفة الأسهم العادية والأسهم الممتازة.</li> <li>● في العادة لا يحق لحملة السندات المشاركة في الإدارة، فذلك يعطي مرونة أكبر لعمل المسيرين</li> <li>● تمثل تكلفة السندات عبئاً، فتخصص مثل باقي الأعباء قبل تحديد الربح الإجمالي الخاضع للضريبة، مما يؤدي إلى تقليل الوعاء الضريبي.</li> <li>● السندات محددة المدة والقيمة والفائدة والمؤسسة عليها توقع الاحتياطي لاهتلاكها، وعليه فإنها تعتبر من مصادر التمويل المرنة التأثير على هيكل التمويل</li> </ul>

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على: محمد عبد الله شاهين محمد، هيكل التمويل الأمثل للشركات والمؤسسات المالية، ط1، دار الكتاب للنشر الجامعي، الإمارات، 2019، ص 99-100.

## 2- القروض

هناك نوعين من القروض: قروض متوسطة وطويلة الأجل، قروض قصيرة أجل وهو ما سيتم التطرق إليه في

هذا العنصر.

## أ- القروض متوسطة وطويلة الأجل

تعرف على أنها: تلك الخدمات المقدمة للعملاء والتي بمقتضاها يتم تزويد الأفراد والمؤسسات في المجتمع بالأموال اللازمة على أن يتعهد المدين بسداد تلك الأموال وفوائدها، والعمولات المستحقة عليها والمصاريف دفعة واحدة أو على أقساط في تواريخ محددة وتدعم تلك العملية بتقديم مجموعة من الضمانات التي تضمن للبنك استرداد أمواله في حالة توقف العميل عن السداد دون أية خسائر.<sup>1</sup>

تمثل مزايا وعيوب التمويل بالقروض متوسطة وطويلة الأجل في الجدول الموالي:

## الجدول رقم (2-5): مزايا وعيوب القروض متوسطة وطويلة الأجل

المزايا	العيوب
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ الاقتراض أقل تكلفة من التمويل بالأسهم بسبب وفورات الضرائب.</li> <li>■ تكلفة الاقتراض، معبرا عنها بمعدل الفائدة، لا تتغير إذا تغير مستوى الربح.</li> <li>■ لا يتمتع المقرضون بحقوق التصويت في الجمعية العامة.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ قد يؤدي عدم دفع الفائدة أو قيمة الدين إلى إفلاس المؤسسة.</li> <li>■ يؤدي الاقتراض إلى تعريض المؤسسات لمخاطر المالية.</li> <li>■ القروض لها تاريخ استحقاق، لذلك يجب على المؤسسة سداد ديونها في تاريخ محدد.</li> <li>■ قد يمنح عقد القرض للمقرض الحق في فرض قيود على الأعمال التجارية، مثل مخاطر شراء الأصول الثابتة وبيعها، منع التوزيعات أو تقليل نسبها... الخ.</li> </ul>

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على: منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليل معاصر، ط4، المكتب العربي الحديث، مصر، 2000، ص 556-557.

## ب- قروض قصيرة الأجل

وهي تلك القروض التي لا تزيد فترة استحقاقها عن سنة، ويوجد نوعين من التمويل قصير الأجل.

<sup>1</sup> - عبد المطلب عبد الحميد، البنوك الشاملة عملياتها وإدارتها، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، مصر، 2000، ص 403.

● الائتمان التجاري: يتمثل في قيمة المشتريات الآجلة التي تحصل عليها المؤسسة من الموردين وغالبا ما يرتبط الائتمان التجاري بالفترة القصيرة التي لا تزيد عن سنة.<sup>1</sup>

وينقسم إلى ما يلي:<sup>2</sup>

- الحساب التجاري: يعتبر أهم نوع والأكثر تفضيلا من المدينين لأنه لا يضع وثيقة بيد الدائن تسهل عليه اتخاذ الإجراءات القانونية ضد المقترض في حالة مواجهته أية صعوبات.

- الكمبيالة: وهي أكثر تفضيلا للدائنين لسببين وهما:

✚ أن المدينين لا يفضلون تنظيم كمبيالات لأمر الدائنين لأنها تضع في يد الدائن مستندا يسهل عليه عملية الإجراءات القانونية إذا قصر المدين في الوفاء ورغب الدائن في اتخاذ إجراءات بحقه.

✚ يمكن الحصول على بعض السلع عند طريق تظهيرها، كما يستطيعون خصمها لدى البنك وقبض قيمتها نقدا أو إيداعها برسم تأمين والحصول على نقد مقابل جزء من قيمتها، كل هذا بالإضافة إلى توفيرها لمستند في يد الدائن يسهل التنفيذ على المدين بموجبه.

● الائتمان المصرفي:

هو ثاني أنواع التمويل قصير الأجل الذي تعتمد عليه المؤسسة، ويقصد به القروض قصيرة الأجل التي تحصل عليها المؤسسة من البنوك بغرض تمويل التكاليف العادية والمتجددة للإنتاج ومتطلبات الصندوق والتي تستحق عادة عندما تحصل المؤسسة على عوائد مبيعات منتجاتها، يعتبر أقل تكلفة من الائتمان التجاري وأكثر مرونة منه إذ أنه يأتي في صورة نقود وليس بضاعة.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - محمد دياب، دراسات الجدوى الاقتصادية والاجتماعية للمشاريع، ط1، دار المنهل اللبناني، لبنان، 2007، ص 94.

<sup>2</sup> - مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية، ط1، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص 421-422.

<sup>3</sup> - أحمد بوراس، مرجع سابق، ص 38.



## 3- التمويل التأجيري:

يعتبر التمويل التأجيري أحد الأساليب التي يعتمد عليها لتمويل المؤسسات الاستثمارية لتفادي اللجوء المكثف إلى القروض البنكية، ويعرف التمويل التأجيري بأنه: " التزام تعاقدي بتأجير أجهزة وأدوات إنتاجية من مؤسسة مالكة إلى مؤسسة إنتاجية مستخدمة لفترة معينة مقابل أقساط كراء محددة".<sup>1</sup>

وينقسم التمويل التأجيري إلى نوعين:

- أ- **التأجير التمويلي:** ويسمى أيضا بالتأجير الرأسمالي ويعتبر من أدوات التمويل طويلة الأجل وتحتسب دفعات التأجير على أساس سعر الأصل مطروحا منه القيمة المتبقية للأصل، ومن خصائصه ما يلي:<sup>2</sup>
- مدة العقد طويلة تصل إلى ما يقارب العمر الافتراضي للأصل؛
  - يتحمل المستأجر مسؤولية عدم صلاحية الأصل بالإضافة إلى تكاليف الصيانة وإصلاح الأصل وكذا التأمين عليه خلال فترة التعاقد؛
  - يكون للمستأجر حرية الاختيار بين إعادة الأصل للمؤجر، أو شرائه، أو إعادة تأجيره لمدة أخرى؛
  - لا يجوز إلغاء عقد الإيجار خلال المدة المتفق عليها في العقد إلا باتفاق الطرفين.
- ب- **التأجير التشغيلي:** ويعرف على أنه "عقد إيجار يسري لمدة أقل من العمر الاقتصادي للأصل ولا تنتقل ملكية الأصل إلى المستأجر".<sup>3</sup> وفيما يلي بعض خصائصه:<sup>4</sup>
- مدة العقد قصيرة لا تتجاوز الفترة التي يحتاج فيها المستأجر للأصل؛
  - يتحمل المؤجر عدم صلاحية الأصل بالإضافة إلى تكاليف الصيانة وتكاليف التأمين عليه خلال فترة التعاقد ما لم ينص عقد الاتفاق على غير ذلك؛
  - يرد الأصل محل التأجير إلى المؤجر؛
  - يجوز إلغاء عقد الإيجار من قبل المستأجر خلال المدة المتفق عليها مع سداده للإيجار عن فترة الاستغلال.

<sup>1</sup> - أيمن عبد الله محمد أبو بكر، الاتجاهات المعاصرة في التمويل التأجيري: مدخل نظري تطبيقي، دار الكتاب الجامعي، الإمارات، 2017، ص 42.

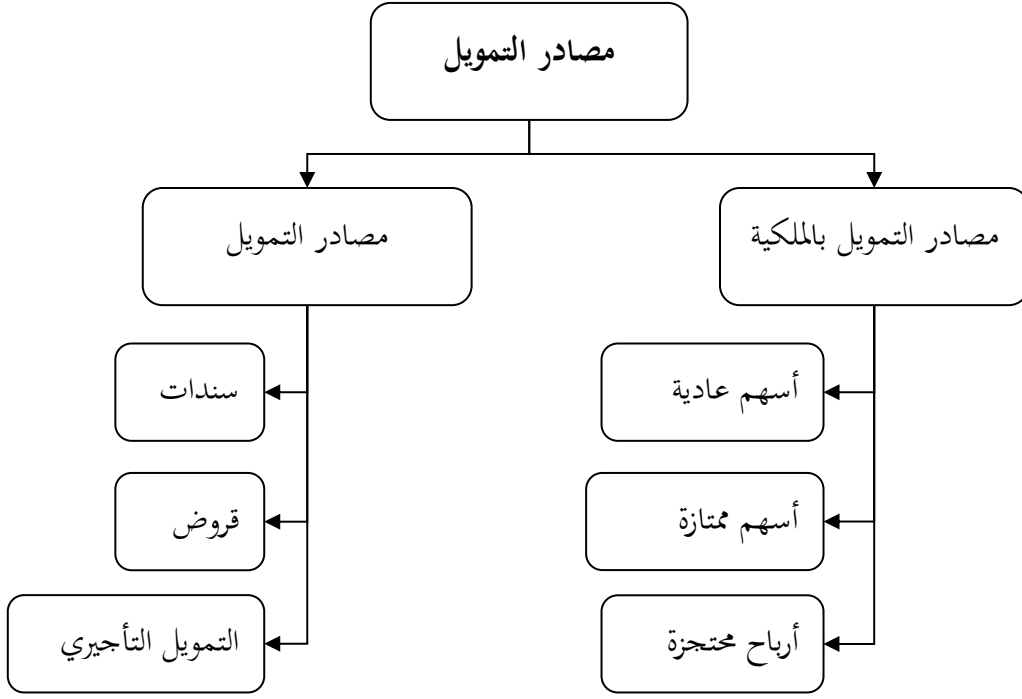
<sup>2</sup> - أيمن عبد الله محمد أبو بكر، مرجع سابق، ص 98.

<sup>3</sup> - مرجع نفسه، ص 96.

<sup>4</sup> - مرجع نفسه، ص 98.

ويمكن تلخيص مصادر التمويل في الشكل التالي:

الشكل رقم (2-2): مصادر التمويل



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على المراجع السابقة.

## المبحث الثاني: تكلفة التمويل

تعتبر تكلفة التمويل أهم عامل لاختيار مصدر تمويلي يتماشى مع احتياجات المؤسسة وبأقل تكلفة ممكنة، والمبحث يفصل في تقدير تكلفة كل مصدر تمويلي.

## المطلب الأول: أساسيات حول تكلفة التمويل

ويتضمن مفاهيم حول تكلفة التمويل، أهمية تقديرها وكذا العوامل المؤثرة فيها.

## أولاً: مفهوم تكلفة التمويل

تمثل تكلفة التمويل متوسط العائد على المدى الطويل الذي يتوقع المستثمرين الحصول عليه من استثماراتهم. ولهذا فهو متوسط العائد الذي ينبغي أن تتوقع المؤسسات سداده.<sup>1</sup>

ويمكن تعريفها أيضاً بأنها: الحد الأدنى للمعدل الذي تطلبه المؤسسة للاستثمارات الجديدة أو ذلك الحد الأدنى الذي ينبغي تحقيقه على الاستثمارات الجديدة لكي ترضي جميع المستثمرين وهو كذلك معدل العائد المطلوب على الاستثمارات الذي يضمن بقاء سعر السهم العادي للمؤسسة بدون تغير.<sup>2</sup>

وبالتالي يمكن القول: تكلفة التمويل هي تكلفة مصادر تمويل المؤسسة وهي الحد الأدنى لمعدل العائد الذي يجب تحقيقه على المبلغ المستثمر والذي يسمح بالحفاظ على حقوق المساهمين العاديين دون تغيير.

## ثانياً: أهمية تقدير تكلفة التمويل

تمثل تكلفة رأس المال الأساس للكثير من القرارات التي تعتمدها الإدارة المالية، إلا أنه يمكن إجمالي ما يمكن أن تحققه الإدارة المالية من أهمية عند حسابها لتكلفة الأموال لكل عنصر أو عند حساب المعدل الموزون لتكلفة أموال المؤسسة ككل، وفيما يلي بعض عناصر أهمية تقدير تكلفة رأس المال:<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - برايان كويل، هيكل رأس مال الشركات، ط1، ترجمة دار الفاروق، دار الفاروق للنشر، الأردن، 2006، ص 32.

<sup>2</sup> - حمزة الشخعي، إبراهيم الجزراوي، الإدارة المالية الحديثة، ط1، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 1998، ص 377.

<sup>3</sup> - حمزة غربي، عيسى بدروني، العوامل المحددة لحساب تكلفة رأس المال في المؤسسة، مجلة الحوكمة المسؤولة الاجتماعية والتنمية المستدامة، جامعة غليزان، الجزائر، المجلد 01، العدد 02، 2019، ص 159.

- يمكن تقدير تكلفة الأموال لكل عنصر من عناصر التمويل الإدارة المالية من اختيار أنسب مصدر من ناحية التكلفة، وعند تساوي الشروط الأخرى المرتبطة بكل مصدر والمصاحبة له، فإنه يختار المصدر الذي يحمل المؤسسة أقل تكلفة ممكنة.
- تستخدم تكلفة الأموال كمعيار للمفاضلة بين البدائل الاستثمارية الممكن أن تستخدم فيها الأموال.
- يفيد حساب تكلفة الأموال في المفاضلة بين البدائل الاستثمارية ذاتها وتحديد مدلولاتها، إضافة إلى دوره في قرارات الأسعار والربط بين قيمة المؤسسة في الأسواق المالية وبين هيكلتها المالية.
- العديد من القرارات المالية من ضمنها تلك القرارات المرتبطة بإيجاد الموجودات وإعادة تمويل السندات وسياسة رأس المال العامل تستخدم حسابا دقيقا لتكلفة الأموال.
- تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة كهدف استراتيجي للإدارة المالية يستلزم أن تكون تكلفة جميع العناصر التي تشكل مدخلات المؤسسة من ضمنها الأموال محدودها الدنيا. لذلك ولغرض تخفيض تكلفة الأموال فإن المنطق يتطلب حسابها.

### ثالثا: العوامل المؤثرة في تكلفة التمويل

بما أن المؤسسة قد تستعمل في تمويل استثماراتها مزيجا من الأموال وهو ما يعرف بالهيكل المالي، ولكن التركيز يكون على المكونات الطويلة الأجل باعتبار أن المصادر القصيرة الأجل تكون مؤقتة، فتكلفة هذه الأموال تخضع للعديد من المتغيرات التي تؤثر عليها، وفيما يلي أهم العوامل المؤثرة في تكلفة التمويل.

#### 1. عوامل لا تتحكم فيها المؤسسة: يعد كل من مستوى أسعار الفائدة ومعدلات الضرائب أهم العوامل التي

لا تخضع لسيطرة المؤسسة وتؤثر على تكلفة الأموال ونوجزها فيما يلي:<sup>1</sup>

- **أسعار الفائدة:** وهي عبارة عن المعدلات التي تدفع لأصحاب الديون (قروض؛ سندات)، وتتبع على العموم أسعار الفائدة السائدة في الاقتصاد الوطني، حيث يؤدي ارتفاعها إلى ارتفاع تكلفة التمويل وذلك من جراء ارتفاع أسعار الفائدة المدفوعة لأصحاب الديون، كما يكون لها تأثير أيضا على تكلفة الأسهم العادية والممتازة.
- **معدلات الضرائب:** وتحدد عن طريق التشريعات الضريبية للدولة، مما يعني عدم قدرة المؤسسة بالضرورة على التدخل فيها أو تعديلها، ويكون تأثيرها على التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال واضحا لكونها تؤخذ

<sup>1</sup> - عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق، ص 425.

في الاعتبار عند احتساب تكلفة القروض، وكذلك في حال صدور تشريعات تقضي بتحديد معدلات ضرائب منخفضة على مصدر تمويلي معين.

**2. العوامل الخاضعة لسيطرة المؤسسة:** وفيها تتمكن المؤسسة في الغالب من تعديلها والتحكم فيها وفق أهدافها وقدراتها، وهي:<sup>1</sup>

- **سياسة التوزيعات:** من خلال هذه السياسة تعمل المؤسسة على توزيع نسبة معينة من الأرباح على المساهمين أما الباقي فيتم الاحتفاظ به لدى المؤسسة، ويمثل الرصيد المتراكم من الأرباح غير الموزعة على المساهمين الأرباح المحتجزة، ويؤدي تدني نسبة هذه الأخيرة لدى المؤسسة إلى عجزها عن تمويل استثماراتها ذاتيا مما يفرض عليها اللجوء إلى مصادر أخرى، هذا الأمر يؤدي إلى ارتفاع تكلفة التمويل على عكس الحالة التي تكون فيها الأرباح المحتجزة متوفرة لدى المؤسسة في حدود النسب الواردة في الهيكل المالي المثالي للمؤسسة، ما يؤدي إلى تدنية تكلفة التمويل بشكل كبير، وهذا يكون دون المبالغة في احتجاز الأرباح والذي قد يؤثر بالسلب على المؤسسة.
- **السياسة الاستثمارية للمؤسسة:** عادة تكون معدلات العائد المطلوب على الأسهم العادية؛ الممتازة والسندات هي العناصر المستخدمة في تقدير تكلفة الأموال في البداية، وبالتالي هذه المعدلات تعكس درجة الخطر المرتبطة بالأصول المالية للمؤسسة، لذا يمكن افتراض أن المؤسسة تمويل أصول مماثلة لأصولها ولها نفس درجة المخاطر عن طريق الأموال الإضافية، ولكن إن حدثت وغيرت المؤسسة من سياستها الاستثمارية واتجهت للاستثمار في أصول مغايرة لأصولها، فهذا ينعكس على العائد المطلوب حسب درجة الخطر المصاحبة للأصول الجديدة، وبالتالي تكلفة التمويل تتغير وفقا للتغير الحاصل في معدلات العائد المطلوبة.
- **توجهات المؤسسة بشأن هيكل رأس المال:** فالمؤسسات عادة تخطط لهيكل مالي أمثل، ونظرا لاختلاف تكلفة تمويل كل عنصر حسب درجة الخطر، فعند قرار المؤسسة القاضي بإحداث تغيير في هيكلها المالي فهذا بالضرورة يحدث تغييرا على مستوى التكلفة أيضا.

### المطلب الثاني: تقدير تكلفة التمويل

في هذا العنصر المطلب سيتم التطرق إلى كيفية حساب كل مصدر تمويلي على حدى.

<sup>1</sup> - عبد الكريم بوحادرة، أثر إختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة: دور سياسة توزيعات الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم -دراسة حالة-، رسالة ماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2012/2011، ص 26.

## أولاً: تقدير تكلفة التمويل بالملكية

ولتقدير تكلفة التمويل بالملكية لابد من حساب تكلفة الأسهم العادية والممتازة والأرباح المحتجزة.

## 1- تكلفة الأسهم العادية:

يمكن تعريف تكلفة الأسهم العادية على أنها معدل الخصم المستخدم لخصم توزيعات الأرباح المتوقعة على الأسهم العادية لتحديد قيمة الأسهم، عملاً بالقاعدة الاقتصادية القاضية بأن قيمة رأس المال تتحدد بقيمة الإيرادات المتوقعة.<sup>1</sup> ومن أكثر الطرق استخداماً في تقدير تكلفة الأسهم العادية نموذج جوردن ونموذج تسعير الأصول الرأسمالية.

## أ- نموذج جوردن Gordon Model

تتحدد قيمة الأسهم العادية وفق نموذج جوردن بالصيغة الرياضية التالية:<sup>2</sup>

$$K_{Cp} = \frac{D_0}{P_0} + g$$

حيث أن:

$K_{Cp}$ : تكلفة التمويل بالأسهم العادية

$D_0$ : قيمة توزيع أرباح السهم في الفترة الأولى

$P_0$ : السعر الحالي للسهم.

$g$ : معدل النمو المتوقع لربح السهم

والتقدير تكلفة التمويل بالأسهم العادية في استخدام نموذج جوردن مع تكييف النموذج ليتضمن تكلفة الإصدار للتمويل الجديد، بافتراض أن ربح السهم ينمو بنسبة ثابتة  $g$ ، وعليه فإن تكلفة التمويل بالأسهم العادية

تصاغ كما يلي:<sup>3</sup>

$$K_c = \frac{D_0}{P_0(1 - F)} + g$$

<sup>1</sup> نور الدين خبابة، الإدارة المالية، دار النهضة العربية للطباعة والنشر، لبنان، 1997، ص 526.

<sup>2</sup> حمزة غربي، بدروي عيسى، مرجع سابق، ص 149.

<sup>3</sup> مرجع نفسه، ص 150.

حيث تمثل  $F$  تكلفة الإصدار للأسهم الجديدة

لطريقة تقييم أرباح السهم عدة مزايا وسلبيات، فمن مزاياه أنه سهل الاستخدام، لكن هناك عدد من المشاكل العملية المرتبطة به، فالنموذج ينطبق على المؤسسات التي تدفع أرباح السهم فقط، وهذا يعني أن النموذج عديم الجدوى في كثير من الحالات، ثم إذا كانت المؤسسة تقوم بتوزيع أرباح السهم، فإن النموذج يفترض بثباته وهو غير محقق دائما، كما أن من سلبيات النموذج أيضا هو إهمال أثر المخاطر في حساب التكلفة.

### ب- نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM

حيث يحتل نموذج تسعير الأصول الرأسمالية الذي جاء به شارب (1964) Sharpe مكانة كبيرة في حساب تكلفة التمويل بالأسهم العادية، حيث يوازن نموذج تسعير الأصول المالية بين معدل العائد المطلوب من السهم العادي (تكلفته) وبين مخاطرته، فهو يفترض بأن المساهم يملك محفظة مالية متنوعة. والعوائد على الأصول لا تتحرك بنفس الاتجاه ولا بنفس الوقت ولا بنفس المقدار. نتيجة هذا التنوع، تصبح المخاطرة الوحيدة المتبقية هي المخاطرة المرتبطة بالتغيرات في السوق بشكل عام.

تحدد تكلفة التمويل بالأسهم العادية بدلالة المخاطرة الذي تتضمنها، بالنظر لعدة عوامل، منها:<sup>1</sup>

- طبيعة المخاطرة المرتبطة بالاستثمار، من مخاطر تشغيلية مرتبطة بنشاط المؤسسة المصدرة للأوراق المالية

ومخاطر مالية.

- المدة الزمنية المأخوذة لتقدير التدفقات، فكلما كانت في المدى البعيد كلما زاد الخطأ وحالة عدم التأكد، وهو ما يؤدي إلى زيادة علاوة المخاطر.

يعطي نموذج تسعير الأصول الرأسمالية كما يلي:<sup>2</sup>

$$E(R_i) = R_f + (E(R_m) - R_f) \times \beta_i$$

<sup>1</sup> - هواري سويبي، أهمية تقييم المؤسسات في اتخاذ قرارات الاستثمار المالي، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، العدد 5، 2007، ص 114.

<sup>2</sup> - حمزة غربي، بدروني عيسى، مرجع سابق، ص 151.

حيث:

$R_i$ : عائد السهم للمؤسسة  $i$

$R_m$ : عائد المحفظة التي تضم جميع المؤسسات أو عائد السوق

$R_f$ : معدل العائد للأصل بدون مخاطرة

$$\beta_i = \frac{COV(R_m, R_i)}{VAR(R_m)}$$

$\beta_i$ : مخاطر السوق ويحسب بالعلاقة التالية:

$E$ ،  $Var$  و  $Cov$ : تمثل التوقع، التباين والتباين المشترك على الترتيب

لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية ميزتان أساسيتان، فالأولى تعديل للمخاطرة، أما الثانية فإن النموذج ينطبق على المؤسسات التي لا يكون فيها نمو أرباح السهم ثابتاً، وبذلك فإن النموذج يطبق على نطاق واسع من المؤسسات.<sup>1</sup>

## 2- تكلفة الأسهم الممتازة

إن تعريف تكلفة الأسهم الممتازة يتماثل مع تعريف تكلفة الاقتراض فهو معدل العائد الواجب تحقيقه على الاستثمارات الممولة عن طريق الأسهم الممتازة حتى يمكن الاحتفاظ بالإيرادات المتوفرة لحملة الأسهم العادية بدون تغيير.<sup>2</sup>

كما يمكن تعريف تكلفة الأسهم الممتازة بمعدل العائد الواجب تحقيقه على استخدام هذه الأموال بما يحافظ على مركز حملة الأسهم العادية. وتحسب كما يلي:<sup>3</sup>

$$K_p = \frac{D}{P - C}$$

<sup>1</sup> - محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية، ط1، دار إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص 287.

<sup>2</sup> - سمير محمد عبد العزيز، التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، مصر، 1997، ص 301.

<sup>3</sup> - محمود عزت اللحام، محمود إبراهيم نور، مصطفى يوسف كافي، أنس علي القضاة، الإدارة المالية المعاصرة، ط1، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، الأردن، 2014، ص 324.



حيث :

$K_p$ : تمثل معدل تكلفة أموال الأسهم الممتازة

$D$ : قيمة لتوزيع السهم الممتازة

$P$ : قيمة الإصدار

$C$ : تكلفة الإصدار

وإذا كانت توزيعات الأسهم الممتازة تعفى من الضريبة فإنها تحقق وفرا ضريبيا. وفي هذه الحالة يتعين تعديل المعادلة السابقة. ولكن غالبا لا تستفيد توزيعات الأسهم من إعفاء ضريبي للضريبة على أرباح الشركات.

### 3- تكلفة الأرباح المحتجزة

إن تكلفة الأرباح المحتجزة هي عبارة عن العائد الذي يطالب به حملة الأسهم مقابل أموال الملكية وعلى الرغم من أن احتجاز الأرباح لا ينطوي على أي مصروفات إلا أنه لا بد من تقدير تكلفة هذا العنصر تطبيقا لمفهوم تكلفة الفرصة البديلة ويمكن حساب تكلفة الأرباح المحتجزة كما يلي:<sup>1</sup>

$$T = (D_0/P_0) + g$$

حيث:

$T$ : تكلفة الأرباح المحتجزة

$D_0$ : التوزيعات المتوقعة للسهم

$P_0$ : سعر بيع السهم في السوق

$g$ : معدل نمو الأرباح

<sup>1</sup> - نخال فريد مصطفى، مبادئ وأساسيات الإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة للنشر، مصر، 2003، ص 280.

كما يمكن حساب تكلفة الأرباح المحتجزة باستخدام طريقة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية ويستخدم هذا النموذج العلاقة بين العائد والخطر بهدف تقييم قرارات الاستثمار في الأوراق المالية ويقوم نموذج تسعير الأصول الرأسمالية على تقدير العناصر التالية:<sup>1</sup>

✓ تقدير معدل العائد الخالي من الخطر وهو عادة يساوي معدل العائد على أذون الخزانة التي تقوم الدولة بإصدارها.

✓ تقدير معامل بيتا المرتبط باستثمار معين وهذا المعامل يعتبر مؤشراً لدرجة الخطر حيث يمثل معامل بيتا=1 استثمار ذات درجة خطورة متوسطة.

✓ تقدير معدل العائد على محفظة السوق أي العائد المتوقع من الاستثمارات ذات درجة الخطورة المتوسطة، وتظهر المعادلة الخاصة بالنموذج في التالي:

$$T = R_f + (R_m - R_f)\beta_i$$

حيث:

T: تكلفة الأرباح المحتجزة

$R_f$ : المعدل الخالي من المخاطر

$R_m$ : عائد السوق

$\beta_i$ : مخاطر منتظمة

ثانياً: تقدير تكلفة التمويل بالاستدانة

1) تكلفة التمويل بالقروض: وتمثل تكلفة الاقتراض في المعدل الفعلي للفائدة والذي تدفعه المؤسسة للمستثمر وهو ما يعرف بالتكلفة الظاهرة ويمكن تقديره بالعلاقة التالية:<sup>2</sup>

$$C_0 = C_t / (1 + K_i)^t$$

<sup>1</sup> - مرجع نفسه، ص 280-281.

<sup>2</sup> - Guy Van Loy, Fiches de politique financière de l'entreprise, Ellipses édition, France, 2015, P154

حيث:

$C_0$ : مبلغ القرض.

$C_t$ : مبلغ التدفقات الخارجة للسنة  $t$  ويعادل (القرض + الفوائد)

$K_i$ : سعر الفائدة الظاهري.

ومنه:

$$C_0 / C_t = (1 + K_i)^t$$

وبالتالي فإن تكلفة الاقتراض هي المعدل الذي يحقق المساواة بين التدفقات الخارجة للقرض، أما التكلفة

الحقيقية التي تتحملها المنشأة فعلياً بعد فصل الوفورات الضريبية وتعطى بالعلاقة التالية:

$$K_D = K_i (1 - t)$$

حيث:

$t$ : معدل الضريبة.

$K_p$ : معدل الفائدة الفعلي.

(2) تكلفة الائتمان التجاري

عرفت تكلفة الائتمان التجاري بأنها النفقات المترتبة على المشتريات الآجلة للسلع التي تتاجر فيها المؤسسة

أو تستخدمها في العملية الإنتاجية<sup>1</sup>. ويحسب بالعلاقة التالية:<sup>2</sup>

$$T = \frac{365}{D_E - D_R} \times r$$

حيث:

$T$ : تكلفة الائتمان التجاري

$D_E$ : فترة استغلال الائتمان

<sup>1</sup> - عاطف محمد عبيد، الإدارة المالية، مكتبة الرائد العلمية، الأردن، 2002، ص 85.

<sup>2</sup> - عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق، ص 392.

$D_R$ : فترة الخصم النقدي

$I$ : معدل الخصم

### 3) تكلفة الائتمان المصرفي

عرفت تكلفة الائتمان المصرفي بأنها: الفائدة التي تدفعها المؤسسة مقابل الحصول على القرض، وتحسب

بالعلاقة التالية:<sup>1</sup>

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

حيث:

$K_d$ : تكلفة الائتمان المصرفي

$I$ : قيمة القرض

$D$ : قيمة الفائدة قبل الضريبة

عندما لا يشترط المصرف أي شروط على الائتمان المصرفي مثل طلب رصيد معوض أو سداد الائتمان على دفعات أو غيره فإن تكلفة الائتمان المصرفي تساوي المعدل الفعلي للفائدة.

### 4) تكلفة التأجير التمويلي

وهو معدل العائد الأدنى الواجب تحقيقه على الاستثمارات الممولة بواسطة التمويل التأجيري، وهو المعدل  $I$  الذي تتساوى فيه القيمة الحالية التي تتحملها المؤسسة مع القيمة الحالية للدفعات (بعد خصم الضريبة) مضافاً إليه ما تفقده المؤسسة من اقتصاد الضرائب على الإهلاكات خلال مدة عقد التمويل التأجيري مضافاً إليه قيمة إعادة الشراء الأصل في نهاية عمره الاقتصادي،<sup>2</sup> وتحسب تكلفة التمويل بالصيغة التالية:<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - حسن أحمد توفيق، التمويل والإدارة المالية في المشروعات التجارية، دار النهضة العربية، مصر، 2000، ص 203.

<sup>2</sup> - زياد رمضان سليم، أساسيات في الإدارة المالية، ط1، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2001، ص 152.

<sup>3</sup> - سعيده بورديمة، محاضرات غير منشورة في مقياس إدارة مصادر التمويل، موجهة لطلبة سنة ثانية ماستر، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة 08 ماي 1945، قلمة، 2021، ص 4.

$$V_0 = \frac{L_i(1 - T)A_i t}{(1 + r)^i} + \frac{R_n}{(1 + r)^i}$$

حيث:

$V_0$ : القيمة الحالية الصافية للاستثمار (قيمة التجهيزات والآلات).

$L_i$ : الدفعة (الإيجار أو التأجير) التي سوف تدفع في السنة  $i$ .

$T$ : معدل الضريبة على أرباح المؤسسات.

$A_i$ : الاهتلاكات السنوية للأصل فيما لو كانت المنشأة مالكة له.

$R_n$ : القيمة المتبقية من الأصل في نهاية العقد.

$r$ : تكلفة الاستئجار (معدل العائد المساوي بين قيمة الأصل وقيمة التدفقات الحالية لعناصر الأصل المستأجر).

### ثالثا: تقدير التكلفة الكلية للتمويل

تضع كل مؤسسة تصورا لهيكلها المالي، حيث تحدد المزيج الأمثل من عناصر الاقتراض والأسهم العادية والممتازة والأرباح المحتجزة والأسهم العادية التي تشكل هيكلها المالي بشكل يستهدف تعظيم قيمة أسهم المؤسسة. وتبعاً لذلك يجب أن تضع المؤسسة التي تستهدف هيكلها مالياً، وتعمل على تجميع الأموال بالشكل أو النمط الذي يحفظ تكوين هذا الهيكل على مدار عمر المشروع. وفي ذلك الجزء سوف يفترض أن المؤسسة قد حددت هيكلها التمويلي المستهدف والأمثل من وجهة نظرها، وأنها في ممارستها للأنشطة التمويلية تلتزم بتكوين هذا الهيكل وتستخدم النسب أو الأوزان المستهدفة لكل من الاقتراض والأسهم العادية والأسهم الممتازة والأرباح المحتجزة إلى جانب تكلفة هذه العناصر في تحديد ما يسمى بالتكلفة الوسطية المرجحة للأموال التي تمثل المتوسط المرجح لتكاليف مكونات الهيكل المالي للشركة.

أي مجموع تكاليف مصادر التمويل مرجحة بالأهمية النسبية لكل مصدر في مساهمته في تشكيل رأس المال،

وتحسب التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال بموجب المعادلة التالية:<sup>1</sup>

$$CMPC = K_{CP} \times \frac{CP}{CP + D} + K_D(1 - IS) \times \frac{D}{CP + D}$$

<sup>1</sup> - بوربيعة غنية، مرجع سابق، ص 67.

حيث:

CMPC: التكلفة الوسطية المرجحة

$K_{CP}$ : تكلفة الأموال الخاصة

$K_D$ : تكلفة الاستدانة

CP: الأموال الخاصة

D: الديون

وهناك ثلاث مداخل من أجل حساب التكلفة الوسطية المرجحة للأموال:<sup>1</sup>

- حساب تكلفة الأموال على أساس الأوزان الفعلية أو التاريخية: في هذا المدخل تحسب تكلفة الأموال المرجحة إما على أساس القيمة الدفترية أو التاريخية التي يتكون منها الهيكل المالي أو على أساس القيمة السوقية.
- مدخل الأوزان المستهدفة: ويقتضي هذا المدخل قيام المؤسسة على هيكل رأس مال مستهدف تسعى المؤسسة إلى تحقيقه وعدم الانحراف عنه قدر الإمكان، ويوضح هذا الهيكل المصادر التي سوف تعتمد عليه في التمويل والوزن النسبي لكل مصدر وعلى هذا الأساس يتم تقدير تكلفة الأموال بالنسبة للمؤسسة ككل.
- المدخل الحدي: في ظل المدخل الحدي فإن تكلفة الأموال يتم حسابها على أساس أوزان العناصر التي ستستخدم في تمويل الاقتراحات الاستثمارية المعروضة ومعنى هذا أن تكلفة الأموال في هذا المدخل سوف تختلف من اقتراح لآخر إذا اختلفت المصادر المستخدمة في تمويله أو اختلفت أوزان تلك المصادر وذلك مع بقاء العوامل الأخرى على حالها.

### المطلب الثالث: أثر تكلفة التمويل على الأداء المالي

إن دراسة العلاقة بين الهيكل المالي والأداء المالي بشكل عام له أهمية من حيث اتجاه هذه العلاقة، وتأثيرها في مصالح ذوي العلاقة في الشركات حيث تلعب هذه الشركات دورا مهما في بناء الاقتصاد الوطني، وتحقيق التنمية الشاملة والمستدامة كذلك إن العلاقة بين الهيكل المالي والأداء المالي تعتبر من القضايا التي تثير اهتمام الأكاديميين والمستثمرين وصانعي السياسات لأنها تعتبر قضية أساسية في فهم فعالية نظام الحوكمة البديلة وعليه فإنه لا يمكن

<sup>1</sup> - محمد بوشوشة، تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية - دراسة عينة من المؤسسات الجزائرية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، 2016/2015، ص 178.

لعامل واحد أن يفسر كل جانب من جوانب أداء الشركة وبالتالي فإن استخدام أنواع الهياكل المالية المختلفة يسمح بتقييم أفضل للأداء المالي للشركات.

لا يمكن للشركات الاستمرار في أنشطتها المختلفة ما لم تتوافر لها الأموال اللازمة لتمويل أصولها الثابتة والمتداولة، حيث تختلف كل شركة حسب نشاطها في اعتمادها على مصادر التمويل الخارجية والداخلية ويعد القرار التمويلي في الشركات من القرارات الهامة التي تؤثر على التدفقات النقدية المستقبلية، وعلى ربحيتها، وسيولتها، ويتعلق هذا القرار بتحديد نسبة التمويل من المصادر الداخلية والمصادر الخارجية، وكذلك تحديد المزيج المناسب من هذين المصدرين، وتلجأ الشركات للمفاضلة بين مصادر التمويل من حيث الكلف، والمخاطر، والعوائد، والمدى الزمني، في محاولة منها للوصول إلى الهيكل التمويلي الأمثل والذي بدوره يحقق أعلى ربحية، وتعد الربحية إحدى المؤشرات الهامة المستخدمة في قياس الأداء المالي للشركات وتعكس مدى الاستخدام الكفء للموارد المتاحة بهدف تعظيم أرباح المالكين أو أصحاب الأسهم.<sup>1</sup>

وللتأكد من أن طبيعة الهيكل المالي يؤثر في مستوى الأداء المالي لا بد من الوقوف على بعض الدراسات الميدانية التي تؤكد أو تنفي هذا الافتراض ومن بينها الورقة الرائدة من قبل Modigliani and Miller (1958) والتي افترضت وجود مزيج أمثل من الأسهم والديون يجعل كلفة الهيكل المالي اقل ما يمكن وبالتالي تعظيم الأداء المالي مع الأخذ بالاعتبار تكاليف الإفلاس والوفر الضريبي، وأضاف Miller (1977) لاحقاً المدخرات الضريبية، وأضاف Myers (1984) ضرورة الموازنة بين إصدار الأسهم ومقدار الديون وذلك لتقليل المخاطرة المتوقعة. وفيما يلي بيان علاقة كل من التمويل الخارجي والداخلي بالأداء المالي.<sup>2</sup>

### أولاً: العلاقة بين التمويل الخارجي والأداء المالي

يتأثر الأداء المالي بعدة عوامل مختلفة ومن ضمنها بنية الهيكل المالي والتي تعد من أهم العوامل، التي تم إجراء الكثير من الدراسات لاستكشاف طبيعة العلاقة بينها وكانت النتائج متباينة بين الإيجاب والسلب والحايدة، إذ نتجت دراسة (Pathak، 2011) أن التمويل الخارجي له علاقة سلبية مع الأداء المالي للشركة، وهو ما لا يتوافق مع نتائج العديد من الدراسات التي أجريت للاقتصاديات الغربية ولكن بما يتفق مع بعض الدراسات التي أجريت

<sup>1</sup> - أحمد كاظم قاسم البهادلي، أثر الهيكل المالي على الأداء المالي للفنادق المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، رسالة ماجستير في المحاسبة، جامعة الإسراء، الأردن، 2019، ص 46.

<sup>2</sup> - المرجع نفسه، ص 47.

على البلدان الآسيوية. أحد الأسباب المهمة لهذه النتيجة المتعارضة هو ارتفاع تكلفة الاقتراض في البلدان النامية مثل الهند مقارنة بالبلدان الغربية، كانت نتائج دراسة (Khan، 2012) متفقة مع نموذج تكلفة الوكالة ولم تجد أي تأثير كبير للكفاءة على الرافعة المالية. هناك دليل على عدم الخطية في العلاقة بين نوع الملكية وهيكل رأس المال وأداء الشركات (Salim & Yadav، 2012) وبالمقابل فإن الأعمال البحثية لـ (Hutchinson، 1995) توصلت إلى أن للرافعة المالية تأثير إيجابي على عائد الشركة على حقوق الملكية بشرط أن تتجاوز قوة أرباح أصول الشركة متوسط تكلفة الفائدة لديون الشركة... إلخ، وجد (Abor، 2007) في أعماله البحثية حول سياسة الديون وأداء المؤسسات متوسطة الحجم أن تأثير الديون قصير الأجل هو سلبي على إجمالي هامش الربح لكل من المؤسسات في غانا وجنوب إفريقيا. هذا يدل على أن زيادة الاعتماد على الديون قصيرة الأجل من شأنه أن يؤدي إلى انخفاض في ربحية الشركات.<sup>1</sup>

### ثانيا: العلاقة بين التمويل الداخلي والأداء المالي

ترتبط تكلفة الأموال الخاصة ارتباطا وثيقا بتكلفة الاستدانة ونسبتها في الهيكل المالي للمؤسسة، إذ تبقى تكلفة الأموال ثابتة كلما كانت نسبة الاستدانة ثابتة وتكلفتها منخفضة وعند ارتفاع هذه النسبة تتجه كل من تكلفة الاستدانة وتكلفة الأموال الخاصة نحو الارتفاع وهذا يعود إلى المخاطرة التي قد تتعرض لها أسعار الأسهم العادية في السوق مما يدفع بالمساهمين بالمطالبة بزيادة عوائدهم بشكل نسبي.

أما إذا تجاوزت نسبة الاستدانة الحد الأنسب فهذا يؤدي إلى زيادة تكلفتها وتكلفة الأموال الخاصة بشكل جد مرتفع نظرا لنسبة المخاطرة التي قد تتعرض لها المؤسسة في حالة عدم قدرتها على تسديد التزاماتها نحو المقرضين والمساهمين، ما يضع المؤسسة في موقف حرج ويخفض تكلفة أسهمها في السوق والتي يتم على أساسها تقييم خبرة وكفاءة الإدارة المالية في تحديد الهيكل المالي الأنسب، إذ تقوم المؤسسة بوضع مجموعة من بدائل التمويل التي تهدف من خلالها للوصول إلى تحقيق أكبر عائد للسهم مقابل أدنى تكلفة.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - أحمد كاظم قاسم البهادلي، مرجع سابق، ص 48.

<sup>2</sup> - شهرزاد حمزاوي، أثر تكلفة التمويل على الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية - دراسة حالة مؤسسة روية 2012-2015، مذكرة ماستر في علوم التسيير، تخصص إدارة أعمال مالية، جامعة 08 ماي 1945، قالمة، الجزائر، 2016/2017، ص 47-48.



## خلاصة الفصل الثاني

من خلال ما تم التطرق له في هذا الفصل تبين أن التمويل من أعقد المسائل التي تواجه المدير المالي في المؤسسة إذ تقع على عاتقه عملية تدبير الأموال اللازمة لتمويل مختلف أنشطة المؤسسة إذ تعرضنا إلى جملة من المفاهيم المرتبطة بالتمويل وأهم مصادره المختلفة المتاحة أمام أداء المؤسسة الاقتصادية والتي بدورها تبين أثرها على هيكل رأس المال والهيكل المالي للمؤسسة كما تعد تكلفة التمويل من أهم العوامل التي تؤثر على اختيار المصادر التمويلية المناسبة، وتتأثر بالمزيج الذي يتكون منه رأس المال.

كما يتطلب تقدير تكلفة التمويل لكل عنصر من عناصر تمويل الإدارة المالية للمؤسسة تحديد تكلفة كل عنصر من العناصر المكونة لهيكل رأس المال من اختيار أنسب مصدر بأكبر عائد وأقل تكلفة ممكنة.

فقد تناول هذا الفصل مفاهيم عامة حول التمويل، وظائفه وأنواعه بمختلف أشكالها، ومصادر التمويل مصنفة إلى مصادر التمويل بالملكية ومصادر تمويل بالاستدانة ولقد تم عرض مصادر التمويل بالملكية كلها من أسهم عادية، ممتازة، وأرباح محتجزة مع محاولة ذكر أهم مزاياها وعيوبها، ومصادر التمويل بالاستدانة سواء طويلة، متوسطة أو قصيرة الأجل.

أما الجزء الثاني من هذا الفصل فقد تناول تكلفة التمويل وعموميات حولها، وكذا أهم العوامل المؤثرة فيها وكمطلب ثاني تم توضيح كيفية حساب تكلفة كل مصدر تمويلي، وتقدير تكلفة الأموال المرجحة بالأوزان وأهم المدخل المتعلقة بها، وفي الأخير تم محاولة ربط المتغيرين محل الدراسة ألا وهو أثر تكلفة التمويل على الأداء المالي.

## الفصل الثالث

قياس أثر تكلفة التمويل  
على الأداء المالي لمجمع

صيدال

## تمهيد

يعد مجمع صيدال أحد المؤسسات الكبرى في مجال الصناعة الصيدلانية التي تسعى إلى تقوية مركزها في قطاع السوق، والوصول إلى الأسواق العالمية لإبراز منتجاتها من خلال الاعتماد على التكنولوجيات الحديثة، ولذلك يحاول مجمع صيدال:

- التميز في صناعة مختلف الأدوية ذات الجودة العالية التي تلبي احتياجات الزبائن في مجال الطب البشري والبيطري.
- الاعتماد على شبكات مختلفة لتسويق المنتجات.

وبعد الإحاطة بالجانب النظري والمتعلق بالمفاهيم الأساسية حول الأداء المالي وطرق تقييمه بالإضافة إلى تقدير تكلفة التمويل، سيتم في هذا الفصل إسقاط الجانب النظري على الجانب التطبيقي من خلال الاعتماد على القوائم المالية (الميزانيات وجدول حسابات النتائج) في حساب تكلفة التمويل وحساب مؤشرات الأداء المالي لمجمع صيدال.

وعلى هذا الأساس تم تقسيم الفصل إلى مبحثين حيث سيتناول الأول تقديم عام لمؤسسة صيدال من خلال التطرق إلى تعريف بالمجمع، أهدافه ومهامه وكذا هيكله التنظيمي، في حين المبحث الثاني خصص لتقدير النموذج القياسي.

## المبحث الأول: تقديم مجمع صيدال والإجراءات المنهجية للدراسة

يعتبر مجمع صيدال المؤسسة الوطنية المنبثقة عن إعادة الهيكلة للصيدلية المركزية نموذجا لمستقبل صناعة الدواء في الجزائر باعتبارها التواجد العمومي الوحيد في سوق الدواء الجزائري.

### المطلب الأول: تقديم مجمع صيدال

في هذا المطلب سنحاول إلقاء الضوء على المجمع من خلال التعريف به توضيح أهم مراحل نشأته وتطوره، مع توضيح الأهداف التي يسعى إلى تحقيقها بالإضافة إلى مهامه بالإضافة إلى الهيكل التنظيمي ومؤشرات أداء مجمع صيدال.

### أولاً: التعريف بمجمع صيدال

مجمع صيدال هو مؤسسة ذات أسهم برأس مال قدره 2.500.000.000 دينار جزائري مقسم إلى 80% من رأس ماله ملك للدولة و20% تم التنازل عنها في سنة 1999 عن طريق البورصة إلى المستثمرين من المؤسسات والأشخاص، تتمثل مهمة صيدال في تطوير وإنتاج وتسويق المنتجات الصيدلانية للاستخدام البشري.<sup>1</sup> والجدول الموالي يوضع بعض المعلومات حول صيدال:

<sup>1</sup> - <https://www.saidalgroup.dz/qui-sommes-nous/> , consulté le 20/05/2022, à 00:17H.

## الجدول رقم (3-1) بطاقة فنية لمجمع صيدال

اسم المؤسسة	مجمع صيدال
رأس المال الاجتماعي	شركة ذات أسهم برأس مال اجتماعي يقدر بـ 2.5 مليار دينار جزائري
طبيعة العملية	العرض العمومي للبيع بأسعار ثابتة بنسبة 20% من رأس مالها الاجتماعي أي ما يعادل مليوني سهم
طبيعة الأسهم	أسهم اسمية
عدد المساهمين الجدد	19288 مساهم
المساهم الرئيسي	الشركة العمومية القابضة كيمياء-صيدلية بنسبة 80%
العملية المنجزة	عرض عمومي للبيع 2.000.000 سهم اسمي بقيمة 250 دج للسهم وبسعر إصدار 800 دج للسهم
تاريخ العرض	من 15 فيفري إلى 15 مارس 1999
تأشيرة لجنة التنظيم ومراقبة عمليات البورصة	التأشيرة رقم 98-04 بتاريخ 24 ديسمبر 1998
تاريخ الدخول إلى البورصة	17 جويلية 1999
تاريخ أو تسعيرة في البورصة	20 سبتمبر 1999

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على: لجنة التنظيم ومراقبة عمليات البورصة [www.cosob.org](http://www.cosob.org)

سنحاول إدراج أهم مراحل نشأة وتطور مجمع صيدال فيما يلي:<sup>1</sup>

- في سنة 1963 تأسست الصيدلية المركزية الجزائرية PCA بناء على بعض الهياكل التي ورثتها الجزائر من الحقبة الاستعمارية في مجال الخدمات الصحية، وتمثل هذه الهياكل في مجموعة من المخازن العمومية القديمة لتخزين الأدوية، حيث لم يترك الاستعمار بعد خروجه أي صناعة صيدلانية في الجزائر؛
- في سنة 1969 عهدت الدولة للصيدلية المركزية مهمة احتكار استيراد، تصنيع وتسويق المنتجات الصيدلانية الخاصة بالطب البشري، وهذا بناء على أمر رئاسي أوكلها هذه المهام، وفي إطار مهمتها الإنتاجية أسست سنة 1971 وحدة للإنتاج بالحراش؛

<sup>1</sup> - فاطمة محبوب، تأثير التحالفات الإستراتيجية على الأداء التنافسي للمؤسسة الصناعية -دراسة حالة مجمع صيدال-، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد صناعي، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2016/2015، ص 154-155.

- في سنة 1982 تحولت الصيدلية المركزية الجزائرية إلى المؤسسة الوطنية للإنتاج الصيدلاني ENPP بناء على المرسوم 161/1982، والمؤرخ في أبريل 1982، لتصبح بعد ذلك تحت وصاية وزارة الطاقة والصناعات الكيماوية والبتروكيماوية، تحت اسم مؤسسة صيدال؛
- في سنة 1989 صارت صيدال مؤسسة عمومية اقتصادية ذات استقلالية في التسيير، وهذا وفقا لقانون استقلالية المؤسسات، كما عهد لها احتكار إنتاج وتوزيع الأدوية والمنتجات الصيدلانية، وأصبحت ذات قانون أساسي جديد (شركة ذات أسهم)، إلا أنها بقيت خاضعة لمراقبة صندوق المساهمة البتروكيماوية وصيدلة؛
- في سنة 1993 سمحت التغييرات التي أجريت على قانون المؤسسة، بمشاركة صيدال في العمليات الصناعية والتجارية التي من شأنها خدمة هدفها الاجتماعي سواء بإنشاء مؤسسات جديدة أو فروع تابعة لها، وقد تم أيضا في هذا العام الإصلاح المالي لصيدال، حيث تحملت الدولة ديونها وخسائرها في إطار الإصلاح المالي لمؤسسات القطاع العام؛
- في سنة 1997 تم تحويل كل رأسمال المؤسسة إلى ملكية الشركة القابضة للصيدلة والكيماويات، كما تم إعادة هيكلة المؤسسة مما أدى لتحويلها إلى مجمع صناعي، وقد اتجه المجمع في هذه السنة إلى إنتاج المضادات الحيوية بالمدينة، كما عرف تطورا لفعاليتها في عدة مجالات مثل زيادة الإنتاج والمبيعات؛
- في سنة 1998 قام مجمع صيدال بتطوير هدفه الاجتماعي، بالتوجه إلى عمليات البحث الأساسي في مجال الطب الإنساني والبيطري؛
- في مارس 1999 عرضت أسهم مجمع صيدال للبيع في بورصة الجزائر، حيث قدرت قيمة السهم الواحد 800 دينار جزائري وكانت أول تسعيرة لأسهم المجمع؛
- في سنة 2002 تم فتح وحدة انتاج في باتنة تابعة لفرع Biotic تقوم بتصنيع التحاميل (Supposition)؛
- في سنة 2003 تحصل مجمع صيدال على شهادة الإيزو، حيث فاز بالجائزة الأولى للجودة على المستوى الوطني في اليوم الثاني للتقييس الذي نظمته وزارة الصحة؛
- في سنة 2005 تم انشاء مصنع الأنسولين في قسنطينة تابع لفرع Farma، وتم افتتاحه في 16 أبريل 2005 من طرف السيد رئيس الجمهورية؛

- في 12 مارس 2006 تم اختيار مجمع صيدال مع 54 مؤسسة أخرى من بين 145 مؤسسة أخرى لأجل خصوصتها واستكمال فتح رأس مالها؛
- في سنة 2009 رفع مجمع صيدال من حصته في رأسمال سوميدال إلى حدود 59%؛
- في سنة 2010 قام مجمع صيدال بشراء 20% من رأسمال شركة ابييرال كما رفع من حصته في رأسمال شركة " تافكو " من 38.75% إلى 44.51%؛
- في سنة 2011 رفع مجمع صيدال حصته في رأسمال ابييرال إلى حدود 60%؛
- في جانفي 2014 شرع مجمع صيدال في إدماج فروع (أنثيبوتيكال، فارمال وبيوتيك) عن طريق الامتصاص.

وتتجلى أهداف مجمع صيدال فيما يلي:<sup>1</sup>

- العمل على تحقيق الأمن الدوائي؛
- تحقيق أكبر نسبة من التغطية من الاحتياجات الوطنية من الأدوية بغرض تقليص الواردات من الدواء؛
- توسيع حجم استثماراتها في مجال المنتجات الصيدلانية وتطويرها؛
- تقديم أدوية مناسبة من حيث الجودة والسعر؛
- تنويع قائمة المنتجات، حيث وضعت سياسة بحث وتطوير جديدة للأدوية الجنيصة على أشكال جالونسية (جنيصة) لأجيال جديدة وبتكنولوجيا متطورة؛
- تكثيف الجهود في ميدان التسويق والإعلان الطبي وفي الميدان التجاري بهدف رفع الإنتاجية والعمل على تحسين النوعية؛
- انتهاج سياسة الشراكة مع مخابر ذات سمعة عالمية لنقل التكنولوجيا؛ الاهتمام بتطوير الموارد البشرية للمجمع من خلال الرفع من المستوى التعليمي ووضع برامج واضحة لتكوينهم؛
- الرفع من حصص السوق الوطنية والعمل على دخول الأسواق الخارجية.

<sup>1</sup> - نصيرة علاوي، دور اليقظة الإستراتيجية في تحسين تنافسية المؤسسة -دراسة حالة مجمع صيدال-، أطروحة دكتوراه في إدارة الأفراد وحوكمة الشركات، تخصص تسيير الموارد البشرية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2014/2015، ص 186.

من أهم المهام التي يقوم بها المجمع نجد:<sup>1</sup>

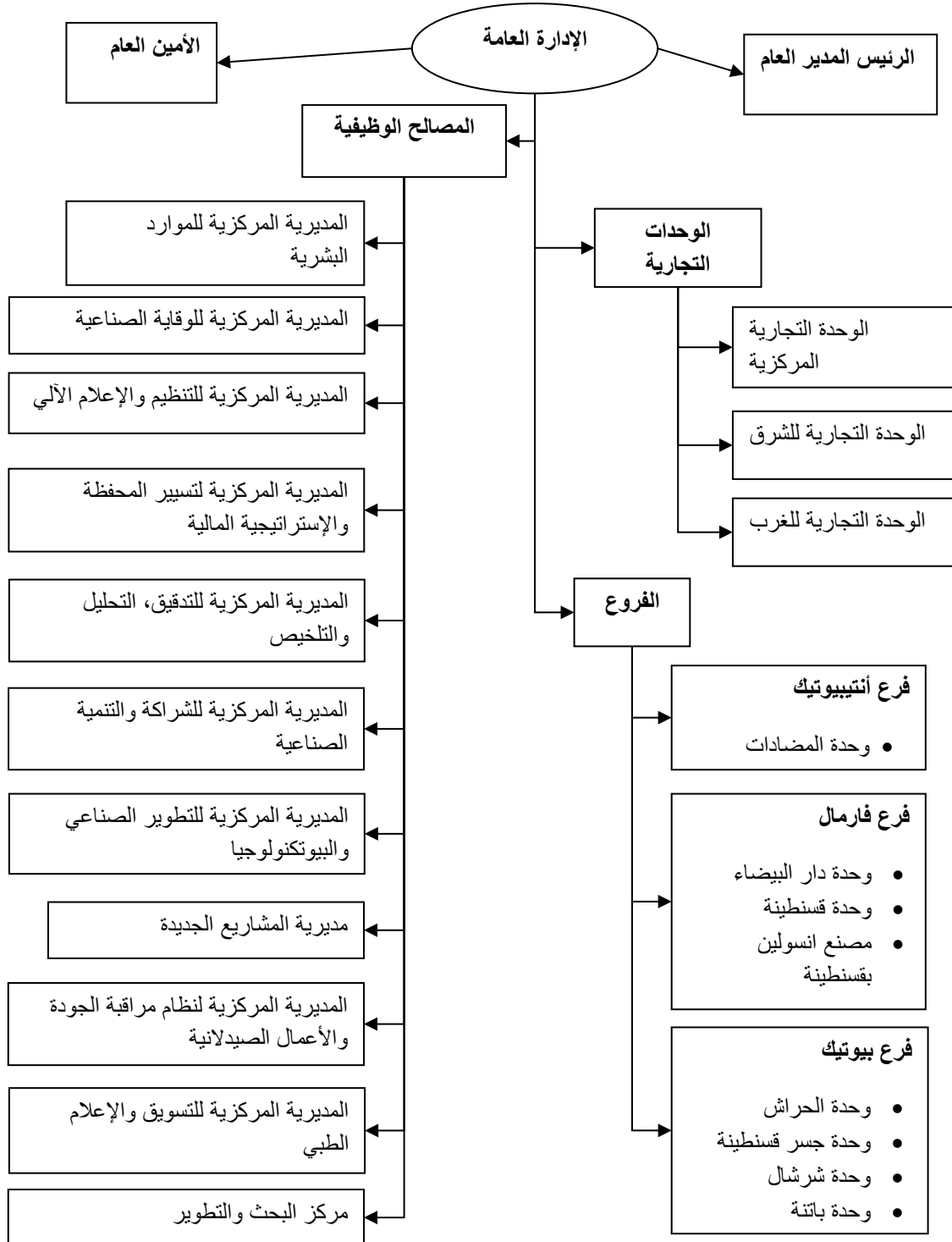
- إنتاج الأدوية ذات الاستعمال البشري إضافة إلى المواد الأولية المختلفة المستخدمة في الإنتاج الصيدلاني.
- التسويق للمنتجات الصيدلانية خاصة التي ينتجها المجمع عن طريق مختلف الوحدات التجارية التي يمتلكها.
- تسيير المحفظة المالية الخاصة بالمجمع الصناعي صيدال.
- تحضير وإعداد السياسات العامة للمجمع الخاصة بمختلف الاستراتيجيات الصناعة، المالية والتسويقية.
- الاستيراد والتصدير لكل ما يتعلق بالمواد الصيدلانية والكيميائية سواء على شكل مواد أولية أو منتجات نصف مصنعة أو تامة الصنع.
- البحث والتطوير في المجال الطبي وصناعة المستحضرات الدوائية.
- إنتاج مواد مخصصة لصناعة الدواء والأساس الفعال للمضادات الحيوية.
- تأمين الجودة ومراقبة تحليل وتركيب الدواء.
- القيام بالبحوث التطبيقية وتطوير الأدوية الجنسية.
- إنتاج منتجات التعبئة والتغليف ونقل السلع.
- صيانة ذاتية لتجهيزات الإنتاج والعمل على تطوير التقنيات المستعملة في الإنتاج من أجل ضمان النوعية ورفع الطاقة الإنتاجية.
- تقديم الخدمات (التشكيل أو التركيب *façonnage* والتحليل).
- ويعتبر الوفاء، الالتزام، الدقة والانضباط من قيم المجمع.

<sup>1</sup> - المرجع نفسه، ص 187.



ثانيا: الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال

الشكل رقم (3-1): الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال



المصدر: آمال معروف، الانتقال من الأداء المالي إلى الأداء الاستراتيجي، رسالة ماجستير في علوم التسيير،

تخصص إدارة أعمال، جامعة الجزائر3، 2011، ص 93.

يظهر من الهيكل التنظيمي أن مجمع صيدال يضم المستويات التنظيمية الآتية:<sup>1</sup>

### 1. الإدارة العامة: وتتألف من:

- **الرئيس المدير العام:** وهو المسؤول الأول عن تسيير المجمع وتوجيه القرارات إلى المديرين المركزيين، كما من مهامه تمثيل المجمع في الداخل والخارج وإبرام عقود الشراكة مع المخابر والشركات المحلية والأجنبية.
- **الأمين العام:** وهو المسؤول الثاني عن تسيير المجمع من خلال توليه مهمة التسويق.

### 2. المصالح الوظيفية: وتمثل في:

- **المديرية المركزية للموارد البشرية:** تتولى مهمة تسيير الموارد البشرية الخاصة بالمجمع.
- **المديرية المركزية للوقاية الصناعية:** تقوم بإعداد سياسة الأمن الصناعي والبيئي للمجمع.
- **المديرية المركزية للتنظيم والإعلام الآلي:** مسؤولة عن إعداد السياسة للمجمع بالإضافة إلى تحديد حاجات الوحدات والفروع من حيث أنظمة الإعلام الآلي.
- **المديرية المركزية لتسيير المحفظة والإستراتيجية المالية:** تقوم بتسيير النشاط المالي، متابعة المحفظة المالية ووضع الاستراتيجيات المالية للمجمع.
- **المديرية المركزية للتدقيق، التحليل والتخليص:** تقوم بمراجعة جميع حسابات المجمع كما تقوم بعمليات التحليل المالي.
- **المديرية المركزية للشراكة والتنمية الصناعية:** تتولى مرحلة تطوير الإنتاج وترقية الشراكة مع المخابر الوطنية والأجنبية لتحسين نوعية المنتجات وإدماج المجمع في الأسواق الإقليمية والعالمية.
- **المديرية المركزية للتطوير الصناعي والبيوتكنولوجيا:** تأسست في 27 أوت 2006 من أجل تطوير سوق الدواء الموجه أكثر نحو الأدوية الناتجة عن البيوتكنولوجيا.
- **مديرية المشاريع الجديدة:** تقوم بإعداد دفاتر شروط المشاريع الجديدة وكذا متابعة عملية إنجاز هذه المشاريع وتقييمها.
- **المديرية المركزية لنظام مراقبة الجودة والأعمال الصيدلانية:** تهتم بجودة المنتجات الصيدلانية، حيث تبنيت نظام الجودة الشاملة في كل فروع المجمع.

<sup>1</sup> - ياسمين جلاي، المحاسبة عن تكاليف البحث والتطوير وفق النظام المحاسبي في الجزائر والمعايير المحاسبية الدولية -مدخل مقارن-، رسالة ماجستير في العلوم التجارية، تخصص دراسات مالية ومحاسبية عميقة، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2009، 2010، ص 194-

- المديرية المركزية للتسويق والإعلام الطبي: تهتم بالتسويق بالدرجة الأولى عن طريق إجراء دراسات السوق وتوجيه السياسة والبيعية للمجمع، حيث تمتلك المديرية شبكة من المندوبين الطبيين عبر كامل التراب الوطني. أما فيما يخص المهمة الإعلامية فتقوم مديرية التسويق والإعلام الطبي بإصدار مجموعة من المجالات هي: "Saidal Info"، مجلة "صيدال للصحة - Saidal Santé"، ومجلة "صدى صيدال Saidal echo"
- مركز البحث والتطوير: مهمته تطوير الأدوية الجينية، حيث يقوم بتطوير منتجات جديدة بمتوسط 10 منتجات سنويا، كما يقدم المساعدة التقنية للوحدات ويتولى مهمة تكوين الباحثين في المجمع. ويعد مركز البحث والتطوير بمثابة قناة اتصال بين المجمع وعالم الأبحاث الصيدلانية.
- 3. الوحدات التجارية: يضم مجمع صيدال ثلاث وحدات تجارية تتكفل بتسويق وتوزيع الأدوية والمواد الصيدلانية وهي:
- الوحدة التجارية المركزية UCC: تعد أول وحدة تجارية للمجمع. أنشئت في 12 أوت 1995 بهدف تخزين وتوزيع كل منتجات صيدال، يقع مقرها بالمحمدية "الحراش" ويشغل بها أكثر من 160 عامل.
- الوحدة التجارية للشرق UCE: تأسست عام 1999، مقرها باتنة ويشغل بها 50 عامل.
- الوحدة التجارية للغرب UCO: تأسست عام 2000، مقرها وهران ويشغل بها 40 عامل.

### ثالثا: مؤشرات حول أداء مجمع صيدال

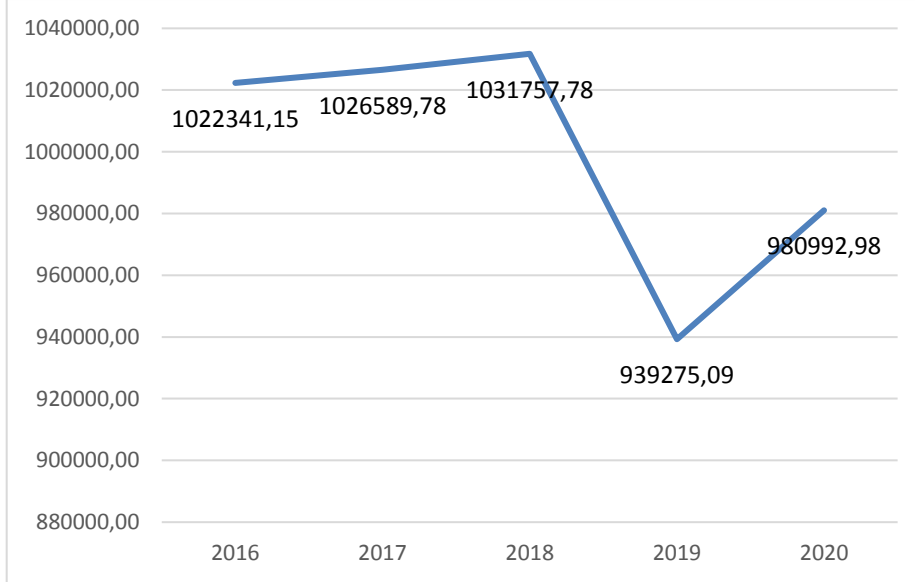
سيتم في هذا المطلب تقديم وضعية أداء مجمع صيدال خلال الفترة (2016-2020) من خلال تطورات نشاطه من حيث رقم الأعمال، الإنتاج، والنتيجة الصافية.

#### 1. رقم الأعمال

يمثل رقم الأعمال الإيرادات الخام لكل عمليات البيع كما يعبر عن حقيقة فعالية المؤسسة، فهي وسيلة تحقيق العائد لكل من المساهمين والمسيرين والشكل رقم (3-2) يوضح تطور رقم أعمال مجمع صيدال خلال السنوات 2016-2020.

## الشكل رقم (3-2): تطور رقم أعمال مجمع صيدال خلال الفترة (2016-2020)

الوحدة: مليون دج



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على القوائم المالية لمجمع صيدال خلال الفترة (2016-2020)

يتبين من الشكل أعلاه أن مجمع صيدال خلال السنتين 2017-2018 حقق نمو طفيفا في رقم أعماله، حيث ارتفع بنسبة 0.42% و 0.50% على التوالي، وذلك بسبب زيادة في المبيعات بينما شهد انخفاضا معتبرا في سنة 2019 بنسبة 8.96% في فترة انتشار جائحة كوفيد، ليرتفع مجددا في سنة 2020 بنسبة 4.44%.

## 2. الإنتاج

يتضح إنتاج مجمع صيدال خلال الفترة 2016-2020 من خلال الجدول الموالي:

## الجدول رقم (3-2): تطور انتاج مجمع صيدال خلال الفترة (2016-2022)

السنوات	الإنتاج (دج)	نسبة التغير
2016	1048907.51	-
2017	970756.78	-7.45%
2018	1058969.99	9.09%
2019	1047868.59	-1.05%
2020	1007446.12	-3.86%

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على القوائم المالية لمجمع صيدال خلال الفترة (2016-2020)

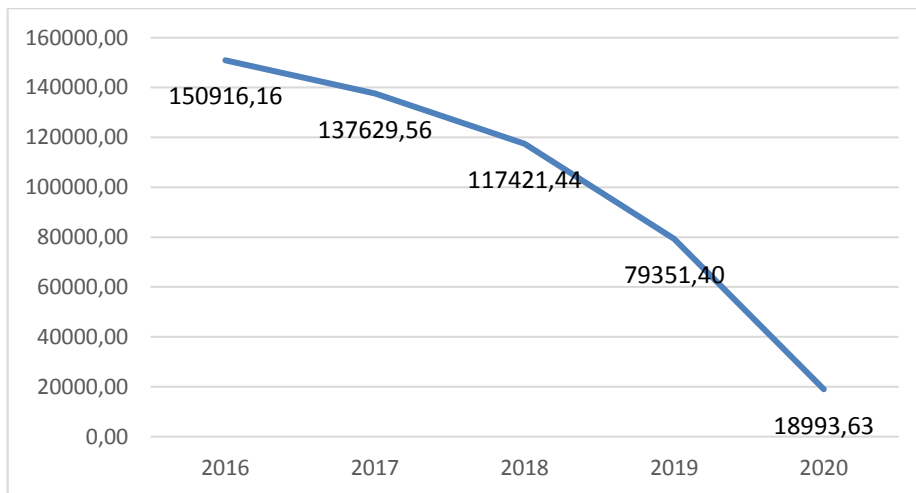
تبين من الجدول أعلاه أن مجمع صيدال شهد انخفاض في الإنتاج بنسبة 7.45% سنة 2017 مقارنة بسنة 2016، ليشهد تحسن في حجم الإنتاج 2018 الذي ارتفع بنسبة 9.09% لينخفض من جديد خلال سنتين 2019 و2020 بنسبة 1.05%، 3.86% على التوالي، وذلك راجع إلى عدم كفاءة الورشات الإنتاجية في استغلال المخزون.

## 3. النتيجة الصافية

شهد المجمع انخفاضاً مستمراً في نتيجة الدورة خلال الفترة 2016-2020 كما يتضح من خلال الشكل التالي:

## الشكل رقم (3-3): تطور النتيجة الصافية لمجمع صيدال خلال الفترة (2016-2022)

الوحدة: مليون دج



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على القوائم المالية لمجمع صيدال خلال الفترة (2016-2020)

يظهر من الشكل أعلاه أن مجمع صيدال سجل انخفاضا متزايدا ومتسلسلا في النتيجة الصافية خلال فترة الدراسة، حيث شهدت انخفاضا بنسبة 8.80% سنة 2017 وذلك نتيجة لزيادة الاستهلاك وانخفاض في مستوى التغير في المخزون، ووصولاً إلى سنة 2020.

### المطلب الثاني: الإجراءات المنهجية للدراسة

لمعرفة مدى أثر تكلفة التمويل على الأداء المالي في مجمع صيدال لابد أولاً من توصيف النموذج المستخدم في الدراسة وعلى أي أساس يتم قبول النموذج. ولتقدير نماذج الدراسة نتبع الخطوات المنهجية التالية:

#### أولاً: تحديد متغيرات الدراسة

سنحاول إثبات فرضية البحث من خلال استخدام أكثر من نموذج قياسي، نربط في كل مرة بين أحد المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، لذلك فمتغيرات الدراسة تتمثل في:

#### 1. المتغيرات المستقلة

- تكلفة أموال الملكية:

والتي يرمز لها بالرمز  $K_{CP}$ ، ويتم حسابها بقسمة توزيعات السهم الواحد ( $D$ ) على سعر السهم عند الإغلاق ( $P$ )، ويعبر عنها بالمعادلة التالية:

$$K_{CP} = \frac{D}{P}$$

- تكلفة الاستدانة:

ويرمز لها  $K_d$ ، وتحسب بقسمة المصاريف المالية على حجم الديون مع استبعاد الوفورات الضريبية ( $IBS$ )، وذلك وفقاً للمعادلة التالية:

$$K_d = \frac{chf}{dette} (1 - IBS)$$

وللحصول على المعلومات اللازمة لحساب متغيرات الدراسة، اعتمدنا على بيانات القوائم المالية السنوية لمؤسسة صيدال والتقارير السنوية للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة الجزائرية "COSOB"، والحصول على السلاسل الزمنية للمتغيرات خلال الفترة الممتدة من سنة 2002 إلى سنة 2020، والموضحة في الملحق رقم (1).

## 2. المتغيرات التابعة

وتتمثل في:

### • العائد على الأصول

هو مؤشر يقيس مدى ربحية المؤسسة نسبة إلى إجمالي أصولها، ويعطي العائد على الأصول فكرة عن مدى كفاءة الإدارة في استخدام أصولها لتحقيق الأرباح ويرمز له بالرمز ROA ويحسب بالعلاقة التالية:

$$ROA = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة}}{\text{إجمالي الموجودات}} \times 100\%$$

### • العائد على حقوق الملكية

وهو مقدار صافي الدخل العائد كنسبة مئوية من حقوق المساهمين ويرمز له بـ ROE وهو يقيس ربحية المؤسسة من خلال الكشف عن مقدار الأرباح التي تولدها المؤسسة من المال الذي استثمره المساهمون تساعد هذه النسبة المساهمين على معرفة نسبة الفوائد الفائضة التي تبقى بعد دفع الالتزامات الإلزامية وإعادة الاستثمار في المؤسسة.

$$ROE = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة}}{\text{حق الملكية}} \times 100\%$$

### • نسبة ربح السهم

تعكس هذه النسبة مدى ربحية كل سهم من أسهم المالكين في المؤسسة، أي تعكس حصة السهم الواحد من الأرباح المحققة ويرمز له بـ EPS وتحسب بالعلاقة التالية:

$$EPS = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة}}{\text{عدد الأسهم}} \times 100\%$$

- احتياج في رأس المال العامل

وهو جزء من الاحتياجات الضرورية المرتبطة مباشرة بدورة الاستغلال التي لم تغطي من طرف الموارد الدورية، كما يمكن القول بأن احتياجات رأس المال العامل في تاريخ معين هو رأس المال العامل الذي تحتاجه المؤسسة لمواجهة ديونها المستحقة في هذا التاريخ، ويرمز لها بـ **BFR**، ويحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{احتياج رأس المال العامل BFR} = (\text{الأصول المتداولة} - \text{النقدية}) - (\text{ديون قصيرة أجل} - \text{السلفيات المصرفية})$$

- نسبة الاستقلالية المالية

يرمز لها بـ **RIF** وهي تعبر عن مدى كفاءة المؤسسة في تسديد ديونها بالاعتماد على أموالها الخاصة، ويتم حسابها باستخدام الصيغة التالية:

$$\text{نسبة الاستقلالية المالية} = \frac{\text{الأموال الخاصة}}{\text{مجموع الخصوم}}$$

وفيما يلي جدول يوضح الخصائص الوصفية للمتغيرات المستخدمة في الدراسة.

### الجدول رقم (3-3): عرض وصفي لبيانات متغيرات الدراسة

المتغير	الوسط الحسابي	الوسيط	أعلى قيمة	أدنى قيمة	الانحراف المعياري
<b>ROA</b>	0.047608	0.038171	0.123569	0.004668	0.028843
<b>ROE</b>	0.094669	0.084008	0.207801	0.031292	0.047727
<b>RIF</b>	0.499962	0.506172	0.594650	0.054647	0.117375
<b>EPS</b>	121.1082	114.3818	287.5000	18.73392	76.34880
<b>BFR</b>	3900000000	4530000000	8510000000	-3280000000	3100000000
<b>Kcp</b>	0.034974	0.040774	0.055751	0.005721	0.013835
<b>Kd</b>	0.009789	0.007280	0.024531	0.002425	0.006545

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات برمجية Eviews10-انظر الملحق رقم (2)-

من الجدول أعلاه تبين ما يلي:



- قدر الوسط الحسابي للمتغير ROA بـ 0.047، في حين قدر وسيطه بـ 0.038، وقد بلغت أعلى قيمة له 0.123، كما حقق أدنى قيمة بـ 0.004، أما الانحراف المعياري يساوي 0.028.
- بينما قدر الوسط الحسابي للمتغير ROE بقيمة 0.094، ووسيطه 0.084، أما فيما يخص أعلى قيمة فقد قدرت بـ 0.207، فحين سجلت أدنى قيمة بـ 0.031، والانحراف المعياري بقيمة 0.047.
- أما فيما يخص المتغير RIF فقد بلغ وسطه الحسابي 0.499، أما الوسيط فقد وصل إلى نسبة 0.506، وبلغت أعلى قيمة 0.594 بينما أدنى قيمة قدرت بـ 0.054، والانحراف المعياري بـ 0.117.
- قدر الوسط الحسابي للمتغير EPS بـ 121.108، في حين قدر وسيطه بـ 114.381، وقد سجلت أعلى قيمة 287.500، وحقق أدنى قيمة بـ 18.733، أما الانحراف المعياري يساوي 76.348.
- بينما قدر الوسط الحسابي للمتغير BFR بقيمة 3900000000، ووسيطه 4530000000، أما فيما يخص أعلى قيمة فقد قدرت بـ 8510000000، فحين سجلت أدنى قيمة بـ 3280000000- والانحراف المعياري بقيمة 3100000000.
- بالنسبة للمتغير Kcp فقد بلغ وسطه الحسابي بقيمة 0.034، في حين بلغ وسيطه بقيمة 0.040، أما بالنسبة لأعلى قيمة فإنها تساوي 0.055، وأدنى قيمة تساوي 0.005، أما الانحراف المعياري فقد قدر بـ 0.013.
- وأخيرا للمتغير Kd حقق وسطه الحسابي قيمة 0.009، أما الوسيط فقد قدر بـ 0.007، كما سجل أعلى قيمة بقيمة 0.024، في حين وصلت أدنى قيمة له بـ 0.002 في حين نتيجة الانحراف المعياري تساوي 0.006.

### ثانيا: توصيف النموذج القياسي

لتقدير نماذج القياسية استخدمت الدراسة تقنية التكامل المشترك لجوهانسن، وترتكز هذه التقنية على السلاسل الزمنية غير المستقرة في حين تكون التركيبات الخطية التي فيما بينها مستقرة، وجود التكامل المشترك مرتبط باختبارات جذر الوحدة للتحقق من استقرار السلاسل، كما تسمح هذه الاختبارات من التأكد من وجود تكامل مشترك أي التقارب بين سيرورات السلاسل الزمنية.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> - محمد شيخي، طرق الاقتصاد القياسي - محاضرات وتطبيقات -، ط1، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2012، ص 289.

ولكي نقول أن هناك تكامل مشترك بين سلسلتين  $(Y_t, X_t)$  لابد من توفيرين الشرطين التاليين:<sup>1</sup>

- إذا تضمنتا اتجاهها عاما عشوائيا بنفس درجة التكامل (d).
- توليفة خطية لسلسلتين تسمح بالحصول على سلسلة ذات درجة تكامل (فرق) أقل.

ويمكن تلخيص خطوات التكامل المشترك في الخطوات التالية:<sup>2</sup>

1. تحديد رتبة تكامل كل سلسلة زمنية على حدى وذلك عن طريق اختبارات جذر الوحدة، فإذا كانت كل السلاسل متكاملة من نفس الرتبة تكون أمام حالة التكامل المشترك.
2. إختبار عدد علاقات التكامل المشترك إما باستخدام مدخل Engel – Granger أو مدخل Johansen.
3. إذا كانت هناك علاقة تكامل مشترك مؤكدة ننتقل إلى مرحلة التقدير عن طريق تقديم نموذج تصحيح الخطأ. أو نموذج VAR (في حالة عدم وجود علاقة توازن بين السلاسل).

وعليه إذا وجدنا أن المتغيرات التي تتكون منها ظاهرة ما تتصف بخاصية التكامل المشترك في هذه الحالة يمكن تطبيق تصحيح الخطأ (ECM)، أما إذا لم تتصف هذه المتغيرات بهذه الخاصية ففي هذه الحالة لا يصبح هذا النموذج (ECM) صالحا لتقدير سلوك هذه الظاهرة.

عرف نموذج شعاع تصحيح الخطأ انتشارا واسعا نتيجة لمجموعة من الأسباب يمكن تلخيص أهمها في النقاط

التالية:<sup>3</sup>

- هو نموذج مناسب لقياس تصحيح اختلال التوازن في الفترة السابقة؛
- إذا كان هناك تكامل مشترك يصاغ باستخدام الفروقات الأولى التي تزيل المتجه من المتغيرات الداخلة في النموذج وتحل مشكلة الانحدار الزائف؛
- إن حد اختلال التوازن متغير مستقر، أي أن حالة التكيف في الأجل الطويل تمنع حد الخطأ من أن يكون كبيرا.

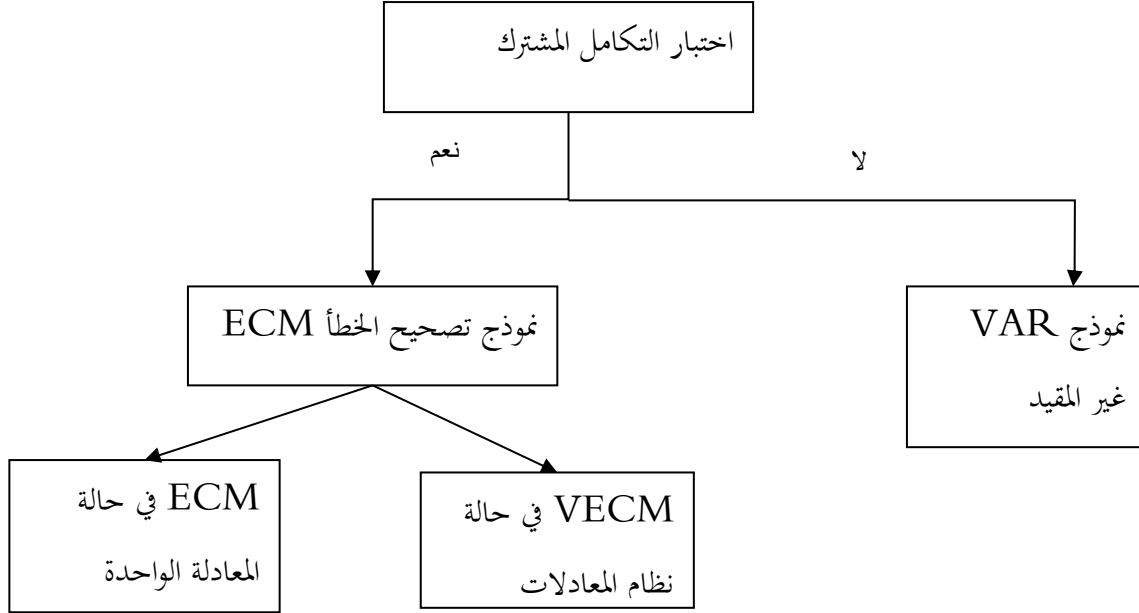
<sup>1</sup> - محمد شيخي، مرجع سابق، ص 290.

<sup>2</sup> - عبد القادر محمد، عبد القادر عطية، الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، مصر، 2005، ص 670.

<sup>3</sup> - مجيد شعباني، عبد الحكيم سعيح، نماذج تصحيح الخطأ والمحافظة على خصائص الأجل الطويل، مجلة الأكاديمية العربية في الدمارك، جامعة بومرداس، الجزائر، العدد 22، 2019، ص 71.

وفي حال إذا كانت لا توجد علاقة للتكامل المشترك بين المتغيرات ننتقل إلى نموذج VAR لتقدير العلاقة في المدى القصير. ويمكن تلخيص المراحل الواجب اتباعها لإجراء اختبار التكامل المشترك في الشكل الموالي:

الشكل رقم (3-4): مراحل اختبار التكامل المشترك



### ثالثاً: اختبار النماذج

لقبول نتائج تقدير النموذج القياسي يجب اختباره إحصائياً وقياسياً، وذلك بإجراء الاختبارات التالية:

#### 1. اختبار معلمات النموذج إحصائياً

يسمح هذا الاختبار بتحديد المعنوية الإحصائية لقيم المعلمات المقدرة التي تم توصل إليها، وتحديد مجال الثقة في تقديرات معلمات النموذج.

- اختبار معنوية المعالم: يتم استخدام اختبار ستيودنت t في التحقق من معنوية معالم النموذج، ويرتكز على نوعين من الفروض:

$$H_0: \beta_0 = \beta_1 = 0 \quad \text{فرضية العدم}$$

$$H_1: \beta_0 \neq \beta_1 \neq 0 \quad \text{الفرضية البديلة}$$

بعد القيام بحساب قيمة ( t )، يتم مقارنة ( t ) المحسوبة مع قيمة ( t ) الجدولية عند مستوى المعنوية لتحديد قبول أو رفض فرضية العدم، ومن ثم تقييم معنوية معاملات النموذج المقدر، فإذا كانت قيم ( t ) المحسوبة أكبر من قيم ( t ) الجدولية فإننا نرفض فرضية العدم وتقبل الفرضية البديلة بمعنى أن لها معنوية إحصائية. أما إذا كانت قيم ( t ) المحسوبة أقل من قيم ( t ) الجدولية فإننا نقبل فرضية العدم ونرفض الفرضية البديلة أي ليست ذو دلالة معنوية إحصائية .

• اختبار المعنوية الكلية للنموذج: تستخدم إحصائية فيشر لاختبار معنوية النموذج ككل، أي توضيح العلاقة بين المتغير المستقل والمتغير التابع. ويرتكز على الفرضيات التالية:

فرضية العدم  $H_0$ : توضح عدم وجود أي علاقة بين المتغيرين بمعنى:  $H_0: \beta_0 = \beta_1 = 0$

الفرضية البديلة  $H_1$ : وتوضح أنه هناك علاقة معنوية بين المتغيرين بمعنى:  $H_1: \beta_0 \neq \beta_1 \neq 0$

والصيغة الرياضية لهذا الاختبار هي كالتالي:

$$F = \frac{R^2 / 1}{(1 - R^2) / n - 2}$$

بعد حساب قيمة F نقوم بمقارنة قيمتها المحسوبة مع قيمة ( F ) الجدولية بدرجة حرية البسط  $k - 1$  ودرجة حرية المقام  $n - k$ ، والمستوى معنوية معين، فإذا كانت قيم F المحسوبة أكبر من قيم F الجدولية فإننا نرفض فرضية العدم وتقبل الفرضية البديلة أي أنه يوجد على الأقل متغير واحد لا يساوي الصفر، إذن النموذج ككل معنوي. أما إذا كانت F المحسوبة أقل من القيمة الجدولية فإننا نقبل فرضية العدم ونرفض الفرضية البديلة بمعنى لا يوجد متغير واحد لا يساوي الصفر، إذن النموذج ككل ليس معنوي.

• معامل التحديد: معامل التحديد  $R^2$  يسمح بقياس نسبة التغيرات التي تحدث في المتغير التابع بدلالة المتغيرات المستقلة، أي أنه يوضح نسبة مساهمة المتغيرات المستقلة في تفسير التغير في المتغير التابع، إذن فهو مقياس للقدرة التفسيرية للنموذج أي أنه يختبر جودة التوفيق والارتباط بين متغيرات الدراسة، ويمكن حسابه كما يلي:

$$R^2 = 1 - \frac{\sum(\hat{Y}_i - \bar{y})^2}{\sum(Y_i - \bar{y})^2}$$

حيث :  $R \in [0; 1]$

• اختبار معلمات النموذج قياسيا:

يتم اختبار جودة الأداء من خلال الاختبارات التشخيصية وذلك باستخدام:

- الارتباط الذاتي للبواقي (Autocorrelation): وذلك بافتراض استقلال القيمة المقدرة لحد الخطأ في فترة زمنية معينة عن القيمة المقدرة لحد الخطأ في فترة زمنية سابقة لها، أما إذا ما تم إسقاط هذا الفرض فإن ذلك يدل على وجود ما يسمى بالارتباط الذاتي بين الأخطاء العشوائية. لاختبار هذه الفرضية سيتم اعتماد اختبار -Breusch Godfrey، حيث يتم قبول الفرض العدمي: يوجد ارتباط ذاتي بين البواقي إذا كانت احتمالية احصائية فيشر أقل من مستوى المعنوية (5%).

- تجانس البواقي: (ثبات تباين حد الخطأ) لاختبار ثبات تباين الأخطاء عبر الزمن وذلك باعتماد اختبار ARCH Heteroskedasticity، وسيتم قبول فرضية ثبات تباين حد الخطأ إذا كانت احتمالية احصائية فيشر أكبر من مستوى المعنوية (5%).

- اعتدالية التوزيع الاحتمالي للبواقي: وذلك باعتماد اختبار Jarque-Bera لرفض أو قبول الفرض العدمي: البواقي لا تتبع التوزيع الطبيعي. حيث يتم قبول الفرض إذا كانت احتمالية احصائية JB أقل من مستوى المعنوية (5%).

- أما اختبار معنوية المعامل في المدى القصير WALT فيظهر أنه إذا كان مستوى الاحتمالية أقل من مستوى المعنوية هذا يعني أن المعامل معنوية، في حين إذا كان أكبر من مستوى المعنوية فتكون المعامل غير معنوية.

### المطلب الثالث: اختبار استقرارية السلاسل الزمنية

قبل الشروع في تقدير نموذج الدراسة ومعرفة أثر تكلفة التمويل على الأداء المالي للمؤسسة محل الدراسة، يتعين اختبار استقرارية السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة، من خلال اختبار جذر الوحدة " The Unit Root Test"، وذلك لمعرفة استقرار السلاسل الزمنية موضع الدراسة، وتحديد درجة تكامل هذه السلاسل لما لها من أهمية قصوى للوصول إلى نتائج سليمة، وتجنبنا لظاهرة الانحراف الزائف والذي يعني أن العلاقة بين متغيرين أو عدد من

المتغيرات الاقتصادية تعبر عن علاقة زائفة، ومن بين أهم الاختبارات المستعملة لمعرفة مدى استقرارية السلاسل الزمنية اختبار "فيليبس-بيرون Philips and Perron" ويرمز له بالرمز PP، ويتم اختبار فرض العدم والذي يعني وجود جذر الوحدة أي المتغير غير مستقر إذا كانت القيمة المطلقة لPP المحسوبة أقل من القيمة الحرجة عند مستوى المعنوية (أي من الـ PP الجدولية) وهو ما يتطلب إعادة الاختبار مرة أخرى لكن بعد أخذ الفروق، والفرضية البديلة التي تدل على استقرار السلسلة وذلك إذا كانت القيمة المطلقة لPP المحسوبة أكبر من القيمة الحرجة عند مستوى المعنوية، ومتى وجدت السلسلة الأصلية ساكنة عند المستوى فإنه يقال أنها متكاملة في الدرجة صفر  $I(0)$ ، أما إذا تطلب أخذ الفرق ( $d=1, 2, \dots$ ) لجعلها مستقرة نقول أنها متكاملة من الدرجة  $I(d)$ ، ويوضح الجدول الموالي النتائج التي تم الحصول عليها:

الجدول رقم (3-4): اختبار PP لاستقرارية السلاسل الزمنية عند المستوى وعند الفرق الأول

UNIT ROOT TEST RESULTS TABLE (PP)								
Null Hypothesis: the variable has a unit root								
	At Level	KCP	KD	ROA	ROE	EPS	RIF	BFR
With Constant	t-Statistic	-2.5301	-2.1281	-2.8516	-2.9080	-2.3535	-1.5734	-2.9018
	Prob.	<b>0.1253</b>	<b>0.2368</b>	<b>0.0710</b>	<b>0.0640</b>	<b>0.1675</b>	<b>0.4750</b>	<b>0.0647</b>
		n0	n0	*	*	n0	n0	*
With Constant & Trend	t-Statistic	-1.7231	-4.5343	-3.1106	-3.1309	-1.8689	-0.9947	-3.9848
	Prob.	<b>0.6983</b>	<b>0.0107</b>	<b>0.1334</b>	<b>0.1291</b>	<b>0.6285</b>	<b>0.9193</b>	<b>0.0295</b>
		n0	**	n0	n0	n0	n0	**
Without Constant & Trend	t-Statistic	-0.6661	-1.7975	-1.0209	-0.8658	-0.9138	-1.0212	-1.2390
	Prob.	<b>0.4143</b>	<b>0.0694</b>	<b>0.2644</b>	<b>0.3270</b>	<b>0.3070</b>	<b>0.2643</b>	<b>0.1895</b>
		n0	*	n0	n0	n0	n0	n0
At First Difference								
		d(KCP)	d(KD)	d(ROA)	d(ROE)	d(EPS)	d(RIF)	d(BFR)
With Constant	t-Statistic	-4.0283	-10.5872	-7.5662	-6.8349	-6.3143	-3.8990	-14.2355
	Prob.	<b>0.0076</b>	<b>0.0000</b>	<b>0.0000</b>	<b>0.0000</b>	<b>0.0001</b>	<b>0.0098</b>	<b>0.0000</b>
		***	***	***	***	***	***	***
With Constant & Trend	t-Statistic	-4.8233	-16.3972	-10.5386	-6.4449	-10.8077	-3.9087	-13.7806
	Prob.	<b>0.0069</b>	<b>0.0001</b>	<b>0.0000</b>	<b>0.0004</b>	<b>0.0000</b>	<b>0.0354</b>	<b>0.0001</b>
		***	***	***	***	***	**	***
Without Constant & Trend	t-Statistic	-4.2991	-6.9961	-7.6868	-7.0480	-6.5417	-3.9222	-8.8416
	Prob.	<b>0.0003</b>	<b>0.0000</b>	<b>0.0000</b>	<b>0.0000</b>	<b>0.0000</b>	<b>0.0006</b>	<b>0.0000</b>
		***	***	***	***	***	***	***
<b>Notes:</b>								
a: (*) Significant at the 10%; (**) Significant at the 5%; (***) Significant at the 1% and (no) Not Significant								

المصدر: مخرجات برمجية Eviews10

من خلال الجدول نلاحظ أن متغيرات الدراسة لم تكن مستقرة عند المستوى وعليه سيتم قبول فرض العدم  $H_0$  ورفض الفرض البديل  $H_1$ ، وذلك لوجود جذر الوحدة وبالتالي عدم استقرار السلاسل الزمنية لهذه المتغيرات عند المستوى، مما تطلب دراسة استقراريتها عند الفرق الأول، فإنه يمكن القول أن كل المتغيرات مستقرة عند الفرق الأول ومتكاملة من الدرجة  $I(1)$  وعليه سنقوم بتقدير نموذج التكامل المشترك.

## المبحث الثاني: تقدير وتقييم نماذج الدراسة

سيتم من خلال المبحث عرض نتائج تقدير نماذج المستخدمة لقياس تأثير المتغيرات المستقلة على المتغيرات التابعة باستخدام تقنية التكامل المشترك وذلك بالاستعانة برمجية Eviews10.

## المطلب الأول: تقدير أثر تكلفة التمويل على نسب الربحية

سيتم في هذا المطلب التطرق إلى نماذج كل من العائد على الموجودات، العائد على حقوق الملكية ونسبة ربحية السهم، بالاعتماد على النتائج المستخرجة من برنامج Eviews10.

## أولاً: تقدير تكلفة التمويل على معدل العائد على الموجودات ROA

لتقدير أثر تكلفة التمويل على معدل العائد على الموجودات لابد أولاً من إجراء اختبار سببية جرانجر ومن ثم اختبار جوهانسن لتحديد هل توجد علاقة تكامل أم لا، ثم تحديد درجات تأخير النموذج ومعامل تصحيح الخطأ الموجه، وأخيراً اختبار صلاحية النموذج.

## 1. اختبار سببية جرانجر

الجدول رقم (3-5): نتائج اختبار سببية جرانجر لمتغير معدل العائد على الموجودات

## Pairwise Granger Causality Tests

Date: 05/27/22 Time: 11:23

Sample: 2002 2020

Lags: 2

NullHypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
DKCP does not Granger Cause DROA	16	11.0019	0.0024
DROA does not Granger Cause DKCP		2.33498	0.1428
DKD does not Granger Cause DROA	16	0.15614	0.8573
DROA does not Granger Cause DKD		1.88292	0.1980

المصدر: مخرجات برمجية Eviews10

من خلال الجدول نلاحظ أن:

- تكلفة أموال الملكية (Kcp) تسبب معدل العائد على الموجودات (ROA) لأن قيمة الاحتمال الموافق لإحصائية فيشر أقل من 5%؛



- في حين أن معدل العائد على الموجودات (ROA) لا يسبب تكلفة أموال الملكية (Kcp)، لأن قيمة الاحتمال الموافق لإحصائية فيشر أكبر من 5%.
  - بينما تكلفة الاستدانة (Kd) لا تسبب معدل العائد على الموجودات (ROA) لأن قيمة الاحتمال الموافق لإحصائية فيشر أكبر من 5%.
  - ومعدل العائد على الموجودات (ROA) لا يسبب تكلفة الاستدانة (Kd) لأن قيمة الاحتمال الموافق لإحصائية فيشر أكبر من 5%.
- وبالتالي نقول أنه توجد علاقة سببية في اتجاه واحد من Kcp إلى ROA حسب نتائج اختبار سببية جرانجر.

## 2. اختبار جوهانسن لتحديد علاقات التكامل

حسب نتيجة اختبار سببية جرانجر وجدنا أنه توجد علاقة سببية في اتجاه واحد بين Kcp و ROA وعلى هذا الأساس سنقوم باختبار جوهانسن لتحديد علاقات التكامل.

### الجدول رقم (3-6): نتائج اختبار التكامل المشترك للمتغير ROA

Date: 05/27/22 Time: 11:23  
 Sample (adjusted): 2004 2020  
 Included observations: 17 after adjustments  
 Trend assumption: Lineardeterministic trend  
 Series: ROA KCP KD  
 Lagsinterval (in first differences): 1 to 1

#### Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.701166	35.94161	29.79707	0.0086
At most 1	0.459520	15.40785	15.49471	0.0515
At most 2 *	0.252519	4.947782	3.841466	0.0261

Trace test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

\* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

\*\*MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

#### Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Max-Eigen Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None	0.701166	20.53377	21.13162	0.0604
At most 1	0.459520	10.46007	14.26460	0.1834
At most 2 *	0.252519	4.947782	3.841466	0.0261

Max-eigenvalue test indicates no cointegration at the 0.05 level

\* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

\*\*MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

المصدر: مخرجات برمجية Eviews10

اختبار الأثر يوضح أنه توجد علاقة تكامل مشترك واحدة بينما اختبار القيمة العظمى وضح عدم وجود علاقة تكامل مشترك وبما أن معظم الدراسات تعتبر أن اختبار الأثر أكثر فعالية لذلك سنأخذ بنتائج هذا الاختبار، عليه سيتم تقدير نموذج تصحيح الخطأ VECM وقبل ذلك لابد من تحديد درجات تأخير النموذج.

### 3. تحديد درجات تأخير النموذج

نظرا لحساسية اختبار التكامل المشترك باستخدام جوهانسن لطول فترة الإبطاء فلا بد لنا قبل الشروع بإجراء اختبار التكامل المشترك من تحديد فترة الإبطاء الأمثل.

#### الجدول رقم (3-7): اختبار درجة تأخير نموذج التكامل المشترك

VAR Lag Order Selection Criteria  
Endogenous variables: ROA KCP KD  
Exogenous variables: C  
Date: 05/27/22 Time: 11:27  
Sample: 2002 2020  
Included observations: 16

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	146.3220	NA	3.33e-12	-17.91525	-17.77039	-17.90783
1	164.2986	26.96494*	1.12e-12	-19.03733	-18.45789	-19.00765
2	191.1783	12.41176	6.83e-13*	-20.14729*	-18.69869*	-20.07311*

المصدر: مخرجات برمجية Eviews10

نلاحظ من الجدول أن معظم المعايير اختارت الدرجة الثانية كدرجة إبطاء مثلى لذلك سنقوم بتقدير النموذج

.VECM(2)

### 4. تقدير نموذج VECM

قبل تقدير نموذج تصحيح الخطأ الموجه لا بد من التأكد من خلو النموذج من المشاكل القياسية من خلال

الاختبارات التالية:

## الجدول رقم (3-8): نتائج الاختبارات التشخيصية لـ ROA

قيمة الاحتمالية	نوع الاختبار	
0.2700	SCT	اختبار الارتباط الذاتي للبواقي
0.9301		
0.7476		
0.3128	Chi-sq	اختبار عدم التجانس
0.7711	Jarque-Bera	اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي
0.0002		WALD

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات برمجية Eviews10 - أنظر الملحق رقم (3)-

قبل اعتماد نموذج VECM في تقدير العلاقة قصيرة وطويلة الأجل لابد من اختبار جودة أداء هذا النموذج من خلال الاختبارات التشخيصية، حيث نلاحظ من خلال الارتباط الذاتي للبواقي أن القيمة الإحصائية تجاوزت 5% وبالتالي فإن هذا النموذج لا يعاني من مشكلة ارتباط ذاتي للبواقي، وتبين من القيمة الاحتمالية لاختبار عدم التجانس أنها أكبر من 5% ومنه نقبل الفرض الصفري أي أن سلسلة البواقي لها تباين متجانس، وحسب احتمالية اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي فقد كانت القيمة أكبر من 5% وعليه فالأخطاء تتبع التوزيع الطبيعي، في حين أن اختبار WALD يظهر وجود معنوية للمعالم في المدى القصير لأن قيمة الاحتمال تساوي 0.0002 وهي أقل من 5%. وبناء عليه يمكن تقدير نموذج تصحيح الخطأ.

## الجدول رقم (3-9): نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ لـ ROA

Vector Error Correction Estimates  
Date: 05/27/22 Time: 11:31  
Sample (adjusted): 2005 2020  
Included observations: 16 after adjustments  
Standard errors in ( ) & t-statistics in [ ]

Cointegrating Eq:	CointEq1
ROA(-1)	1.000000
KCP(-1)	-0.873467 (1.59837) [-0.54647]
KD(-1)	-10.44063 (2.67120) [-3.90859]
C	0.073198

Error Correction:	D(ROA)	D(KCP)	D(KD)
CointEq1	-0.257370 (0.09887) [-2.60319]	-0.015067 (0.09709) [-0.15518]	0.044362 (0.01911) [ 2.32166]
D(ROA(-1))	-0.010657 (0.22314) [-0.04776]	0.309939 (0.21914) [ 1.41437]	0.067477 (0.04313) [ 1.56468]
D(ROA(-2))	0.369851 (0.20666) [ 1.78967]	0.318408 (0.20295) [ 1.56888]	0.002433 (0.03994) [ 0.06091]
D(KCP(-1))	0.076866 (0.49341) [ 0.15578]	-0.861008 (0.48456) [-1.77687]	-0.146088 (0.09536) [-1.53195]
D(KCP(-2))	-2.018660 (0.45884) [-4.39951]	-0.770742 (0.45061) [-1.71045]	0.155898 (0.08868) [ 1.75801]
D(KD(-1))	-0.433231 (0.95429) [-0.45398]	-0.672581 (0.93718) [-0.71767]	-0.214569 (0.18443) [-1.16340]
D(KD(-2))	0.412150 (0.82708) [ 0.49832]	0.051549 (0.81225) [ 0.06346]	-0.410993 (0.15985) [-2.57115]
C	0.000770 (0.00424) [ 0.18169]	0.000238 (0.00416) [ 0.05711]	-0.001387 (0.00082) [-1.69423]
R-squared	0.876503	0.402420	0.865931
Adj. R-squared	0.768443	-0.120463	0.748621
F-statistic	8.111286	0.769618	7.381540

المصدر: مخرجات برمجية Eviews10

من خلال الجدول السابق نستنتج مايلي:

- تبين النتائج أن معامل تصحيح الخطأ والذي يقيس قدرة النموذج على العودة إلى التوازن بعد حصول أي خلل أو اضطراب نتيجة لأمر طارئ، سالبة وتبلغ حوالي 25.73% ونلاحظ أنها ذات معنوية إحصائية، وهذا ما يؤكد وجود علاقة تكامل مشترك على المدى الطويل ما بين المتغيرات قيد الدراسة، ويشير هذا المعامل إلى العلاقة ما بين المدى الطويل والمدى القصير حيث يهدف إلى تعديل العلاقة في المدى القصير حتى تبقى متوازنة على المدى الطويل.

- يظهر اختبار معنوية معالم الأجل القصير أن  $t$  المحسوبة للمتغيرات  $ROA(-2)$  و  $KCP(-2)$  أكبر من  $t$  الجدولية = (1.74) وبالتالي فإن هذين المتغيرين معنويين بينما بقية المتغيرات غير معنوية.
- بما أن قيمة  $F$  المحسوبة أكبر من  $F$  الجدولية (3.63) وبالتالي فإن النموذج معنوي.
- نلاحظ حسب معامل التحديد المعدل أن المتغيرات المستقلة للنموذج تفسر 76.84% من التغير في  $ROA$  وهو تأثير قوي.

وبما أن النموذج مقبول احصائيا فيمكن تقدير المعادلة كالتالي من الملحق رقم(4):

$$ROA = 0.0731977467714 - 0.873466945834 * KCP(-1) - 10.4406250415 * KD(-1)$$

نلاحظ أن إشارة كل من معامل تكلفة الاستدانة وتكلفة أموال الملكية سالبة وهو ما يتفق مع النظرية الاقتصادية، حيث أن ارتفاع تكلفة أموال الملكية بوحدة واحدة يؤثر في  $ROA$  بـ -0.873، كما أن ارتفاع تكلفة الاستدانة بوحدة واحدة يؤثر في  $ROA$  بـ -10.44.

### ثانيا: تقدير أثر تكلفة التمويل على معدل العائد على حقوق الملكية ROE

لتقدير أثر تكلفة التمويل على معدل العائد على حقوق الملكية سيتم تتبع الخطوات السابقة.

#### 1. دراسة سببية جرانجر

وذلك موضح في الجدول الموالي:

الجدول رقم (3-10): نتائج اختبار سببية جرانجر للمتغير معدل العائد على حقوق الملكية

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 05/27/22 Time: 13:06

Sample: 2002 2020

Lags: 2

NullHypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
DKCP does not Granger Cause DROE	16	16.0134	0.0006
DROE does not Granger Cause DKCP		2.42886	0.1338
DKD does not Granger Cause DROE	16	0.89730	0.4355
DROE does not Granger Cause DKD		1.32393	0.3054

المصدر: مخرجات برمجية Eviews10

من خلال الجدول نستنتج أن:

- تكلفة أموال الملكية ( $K_{cp}$ ) تسبب معدل العائد على حقوق الملكية ( $ROE$ ) لأن قيمة الاحتمال الموافق لإحصائية فيشر أقل من 5%؛
  - في حين أن معدل العائد على حقوق الملكية ( $ROE$ ) لا يسبب تكلفة أموال الملكية ( $K_{cp}$ )، لأن قيمة الاحتمال الموافق لإحصائية فيشر أكبر من 5%.
  - بينما تكلفة الاستدانة ( $K_d$ ) لا تسبب معدل العائد على حقوق الملكية ( $ROE$ ) لأن قيمة الاحتمال الموافق لإحصائية فيشر أكبر من 5%.
  - ومعدل العائد على حقوق الملكية ( $ROE$ ) لا يسبب تكلفة الاستدانة ( $K_d$ ) لأن قيمة الاحتمال الموافق لإحصائية فيشر أكبر من 5%.
- وبالتالي نقول أنه توجد علاقة سببية في اتجاه واحد من  $K_{cp}$  إلى  $ROE$ .

## 2. اختبار جوهانسن لتحديد علاقات التكامل

ولتحديد علاقات التكامل نستخدم اختبار جوهانسن الذي وضع أن اختبار الأثر يثبت وجود علاقة تكامل

بين المتغيرات  $K_{cp}$ ،  $ROE$  و  $K_d$  وهذا ما يوجزه الجدول الآتي:

### الجدول رقم (3-11): نتائج اختبار التكامل المشترك للمتغير $ROE$

Date: 05/27/22 Time: 13:06  
 Sample (adjusted): 2004 2020  
 Included observations: 17 after adjustments  
 Trend assumption: Lineardeterministic trend  
 Series: ROE KCP KD  
 Lagsinterval (in first differences): 1 to 1

#### Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.790276	41.26954	29.79707	0.0016
At most 1	0.452188	14.71613	15.49471	0.0653
At most 2 *	0.231897	4.485128	3.841466	0.0342

Trace test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

\* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

\*\*MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

#### Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Max-Eigen Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.790276	26.55341	21.13162	0.0078

At most 1	0.452188	10.23100	14.26460	0.1972
At most 2 *	0.231897	4.485128	3.841466	0.0342

Max-eigenvalue test indicates 1 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

\* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

\*\*MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

المصدر: مخرجات برمجية Eviews10

### 3. تحديد درجات تأخير النموذج

والجدول الموالي يوضح فترات الإبطاء الأمثل:

الجدول رقم (3-12): نتائج اختبار تحديد درجة الإبطاء المثلى

VAR Lag Order Selection Criteria  
Endogenous variables: ROE KCP KD  
Exogenous variables:  
Date: 05/27/22 Time: 13:09  
Sample: 2002 2020  
Included observations: 16

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
1	150.7692	NA	4.09e-12	-17.72114	-17.28656	-17.69889
2	184.0658	23.06127*	9.31e-13*	-19.63323*	-18.32949*	-19.56647*

المصدر: مخرجات برمجية Eviews10

نلاحظ من الجدول أن معظم المعايير اختارت الدرجة الثانية كدرجة إبطاء مثلى لذلك سنقوم بتقدير

النموذج  $VECM(2)$ .

### 4. تقدير نموذج VECM

قبل تقدير نموذج تصحيح الخطأ الموجه لا بد من التأكد من خلو النموذج من المشاكل القياسية من خلال

الاختبارات التالية:

## الجدول رقم (3-13): نتائج الاختبارات التشخيصية لـ ROE

قيمة الاحتمالية	نوع الاختبار	
0.5204	SCT	اختبار الارتباط الذاتي للبواقي
0.9657		
0.4752		
0.3957	Chi-sq	اختبار عدم التجانس
0.2105	Jarque-Bera	اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي
0.0000	WALD	

المصدر: مخرجات برمجية Eviews10 – أنظر الملحق رقم (5) -

قبل اعتماد نموذج VECM في تقدير العلاقة قصيرة وطويلة الأجل لابد من اختبار جودة أداء هذا النموذج من خلال الاختبارات التشخيصية، حيث نلاحظ من خلال الارتباط الذاتي للبواقي أن القيمة الإحصائية تجاوزت 5% وبالتالي فإن هذا النموذج لا يعاني من مشكلة ارتباط ذاتي للبواقي، وتبين من القيمة الاحتمالية لاختبار عدم التجانس أنها أكبر من 5% ومنه نقبل الفرض الصفري أي أن سلسلة البواقي لها تباين متجانس، وحسب احتمالية اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي فقد كانت القيمة أكبر من 5% وعليه فالأخطاء تتبع التوزيع الطبيعي، في حين أن اختبار WALD يظهر وجود معنوية للمعالم في المدى القصير لأن قيمة الاحتمال تساوي 0.0000 وهي أقل من 5%. وبناء عليه يمكن تقدير نموذج تصحيح الخطأ.

## الجدول رقم (3-14): نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ لـ ROE

Vector Error Correction Estimates  
Date: 05/27/22 Time: 13:09  
Sample (adjusted): 2005 2020  
Included observations: 16 after adjustments  
Standard errors in ( ) & t-statistics in [ ]

CointegratingEq:	CointEq1
ROE(-1)	1.000000
KCP(-1)	4.695593 (5.52610) [ 0.84971]
KD(-1)	-29.49928 (8.76556) [-3.36536]



C	-0.021893		
Error Correction:	D(ROE)	D(KCP)	D(KD)
CointEq1	-0.108512 (0.02805) [-3.86884]	-0.004862 (0.02555) [-0.19030]	0.012696 (0.00485) [ 2.61764]
D(ROE(-1))	-0.112688 (0.13174) [-0.85536]	0.181169 (0.12002) [ 1.50951]	0.064251 (0.02278) [ 2.82036]
D(ROE(-2))	0.264302 (0.13674) [ 1.93284]	0.152890 (0.12457) [ 1.22732]	0.010409 (0.02365) [ 0.44020]
D(KCP(-1))	0.595930 (0.57366) [ 1.03882]	-0.771515 (0.52260) [-1.47629]	-0.213808 (0.09920) [-2.15537]
D(KCP(-2))	-2.811481 (0.50188) [-5.60185]	-0.622066 (0.45721) [-1.36056]	0.145740 (0.08679) [ 1.67930]
D(KD(-1))	1.194729 (0.98057) [ 1.21840]	-0.616131 (0.89330) [-0.68973]	-0.301732 (0.16956) [-1.77949]
D(KD(-2))	0.947133 (0.85516) [ 1.10755]	-0.186394 (0.77905) [-0.23926]	-0.455803 (0.14787) [-3.08236]
C	0.006081 (0.00455) [ 1.33587]	-0.000123 (0.00415) [-0.02972]	-0.001326 (0.00079) [-1.68495]
R-squared	0.935514	0.396209	0.873979
Adj. R-squared	0.879089	-0.132108	0.763711
Sum sq. resids	0.002134	0.001771	6.38E-05
S.E. equation	0.016334	0.014880	0.002824
F-statistic	16.57978	0.749945	7.925946

المصدر: مخرجات برمجية Eviews10

من خلال الجدول أعلاه نستنتج ما يلي:

- تبين النتائج أن معامل تصحيح الخطأ والذي يقيس قدرة النموذج على العودة إلى التوازن بعد حصول أي خلل أو اضطراب نتيجة لأمر طارئ، سالبة وتبلغ حوالي 10.85% ونلاحظ أنها ذات معنوية إحصائية، وهذا ما يؤكد وجود علاقة تكامل مشترك على المدى الطويل ما بين المتغيرات قيد الدراسة، ويشير هذا المعامل إلى العلاقة ما بين المدى الطويل والمدى القصير حيث يهدف إلى تعديل العلاقة في المدى القصير حتى تبقى متوازنة على المدى الطويل.

- يظهر اختبار معنوية معالم الأجل القصير أن  $t$  المحسوبة للمتغيرات  $ROE_{(-2)}$  و  $KCP_{(-2)}$  أكبر من  $t$  الجدولية = (1.74) وبالتالي فإن هذين المتغيرين معنويين بينما بقية المتغيرات غير معنوية.
- بما أن قيمة  $F$  المحسوبة أكبر من  $F$  الجدولية (3.63) وبالتالي فإن النموذج معنوي.
- نلاحظ حسب معامل التحديد المعدل أن المتغيرات المستقلة للنموذج تفسر 87.90% من التغير في  $ROE$  وهو أثر قوي.

وبما أن النموذج مقبول إحصائياً فيمكن تقدير المعادلة من الملحق رقم (6) كما يلي:

$$ROE = - 0.0218934833039 + 4.69559268743 * KCP_{(-1)} - 29.4992764738 * KD_{(-1)}$$

نلاحظ أن إشارة معامل تكلفة الاستدانة سالبة وهو ما يتفق مع النظرية الاقتصادية، بينما إشارة معامل تكلفة أموال الملكية موجبة وهي غير مقبولة اقتصادياً، حيث أن ارتفاع تكلفة أموال الملكية بوحدة واحدة يؤثر في  $ROE$  بـ 4.695، كما أن ارتفاع تكلفة الاستدانة بوحدة واحدة يؤثر في  $ROE$  بـ -29.449.

### ثالثاً: تقدير أثر تكلفة التمويل على نسبة ربحية السهم EPS

تجدد الإشارة أنه لتقدير أثر تكلفة التمويل على نسبة ربحية السهم نتبع ما يلي:

#### 1. اختبار سببية جرانجر

الجدول رقم (3-15): نتائج اختبار سببية جرانجر لمتغير نسبة ربحية السهم

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 05/27/22 Time: 13:16

Sample: 2002 2020

Lags: 2

NullHypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
DKCP does not Granger Cause DEPS	16	6.24224	0.0154
DEPS does not Granger Cause DKCP		2.95841	0.0937
DKD does not Granger Cause DEPS	16	0.03917	0.9617
DEPS does not Granger Cause DKD		1.50890	0.2636

المصدر: مخرجات برمجية Eviews10

من خلال الجدول نستنتج أن:

- تكلفة أموال الملكية ( $K_{cp}$ ) تسبب نسبة ربحية السهم ( $EPS$ ) لأن قيمة الاحتمال الموافق لإحصائية فيشر أقل من 5%؛
  - في حين أن نسبة ربحية السهم ( $EPS$ ) لا يسبب تكلفة أموال الملكية ( $K_{cp}$ )، لأن قيمة الاحتمال الموافق لإحصائية فيشر أكبر من 5%.
  - بينما تكلفة الاستدانة ( $K_d$ ) لا تسبب نسبة ربحية السهم ( $EPS$ ) لأن قيمة الاحتمال الموافق لإحصائية فيشر أكبر من 5%.
  - ونسبة ربحية السهم ( $EPS$ ) لا يسبب تكلفة الاستدانة ( $K_d$ ) لأن قيمة الاحتمال الموافق لإحصائية فيشر أكبر من 5%.
- وبالتالي نقول أنه توجد علاقة سببية في اتجاه واحد من  $K_{cp}$  إلى  $EPS$ .

## 2. اختبار جوهانسن لتحديد علاقات التكامل

الجدول الموالي يوضح أن الاحتمالات أكبر من 5% أي أنه لا توجد علاقة تكاملية بين  $EPS$  والمتغيرات

$K_{cp}$  و  $K_d$ :

### الجدول رقم (3-16): نتائج اختبار التكامل المشترك للمتغير $EPS$

Date: 05/27/22 Time: 13:18  
 Sample (adjusted): 2004 2020  
 Included observations: 17 after adjustments  
 Trend assumption: Lineardeterministic trend  
 Series: EPS KCP KD  
 Lagsinterval (in first differences): 1 to 1

#### Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None	0.597743	26.18620	29.79707	0.1232
At most 1	0.359736	10.70491	15.49471	0.2303
At most 2	0.167920	3.125045	3.841466	0.0771

Trace test indicates no cointegration at the 0.05 level

\* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

\*\*MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

#### Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Max-Eigen Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None	0.597743	15.48129	21.13162	0.2566

At most 1	0.359736	7.579864	14.26460	0.4230
At most 2	0.167920	3.125045	3.841466	0.0771

Max-eigenvalue test indicates no cointegration at the 0.05 level

\* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

\*\*MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

المصدر: مخرجات برمجية Eviews10

من خلال ما سبق وجدنا أنه لا توجد علاقة تكاملية في المدى الطويل وعليه لا يمكن استخدام نموذج

VECM، مما يتطلب دراسته على المدى القصير بإجراء نموذج التباين VAR.

### 3. تحديد درجات التأخير للنموذج

قبل دراسة نموذج VAR لابد من تحديد فترات الإبطاء المناسبة ومن النتائج الموضحة من الجدول وجدنا

أن معظم المعايير اختارت الدرجة الثالثة كدرجة إبطاء مثلى لذلك سنقوم بتقدير نموذج VAR(3).

الجدول رقم (3-17): نتائج اختبار تحديد درجة الإبطاء المثلى

VAR Lag Order Selection Criteria  
Endogenous variables: EPS KCP KD  
Exogenous variables: C  
Date: 05/27/22 Time: 13:21  
Sample: 2002 2020  
Included observations: 16

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	25.61507	NA	1.19e-05	-2.826884	-2.682024	-2.819466
1	39.04415	20.14361*	7.06e-06	-3.380519	-2.801077	-3.350847
2	45.58829	7.362156	1.12e-05	-3.073536	-2.059513	-3.021610
3	68.04058	16.83922	3.31e-06*	-4.755072*	-3.306468*	-4.680891*

المصدر: مخرجات برمجية Eviews10

### 4. تقدير نموذج VAR

مع افتراض أن جميع المتغيرات داخلية، بمعنى تتغير داخل النموذج ويمكن التنبؤ بقيمتها جميعاً داخلياً. بالاعتماد على نتائج التقدير باستخدام برمجية Eviews10 والموضحة في الملحق رقم (7) يمكن تلخيص العلاقة المقدرة كما يلي:

$$\begin{aligned} \text{EPS} = & - 58.53 + 0.85 * \text{EPS}_{(-1)} + 0.67 * \text{EPS}_{(-2)} - 0.51 * \text{EPS}_{(-3)} \\ & + 283.13 * \text{KCP}_{(-1)} - 6022.00 * \text{KCP}_{(-2)} + 5737.19 * \text{KCP}_{(-3)} + \\ & 3803.19 * \text{KD}_{(-1)} + 5245.01 * \text{KD}_{(-2)} - 2149.57 * \text{KD}_{(-3)} \end{aligned}$$

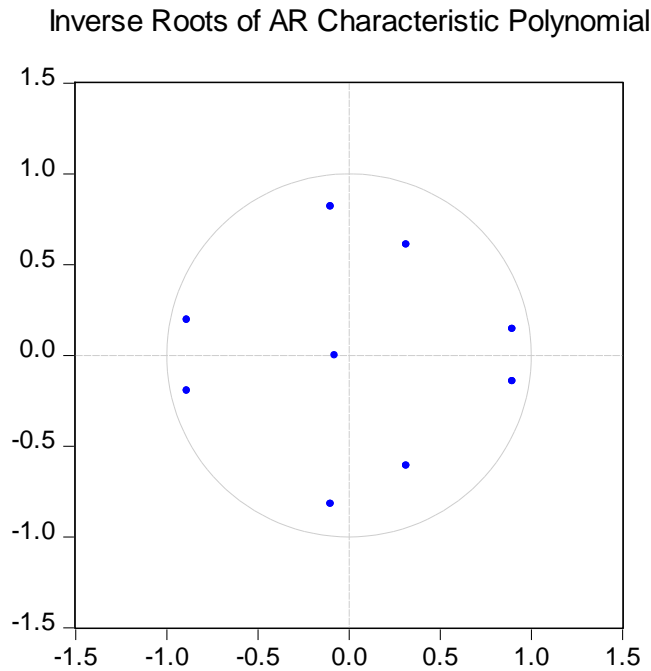
ويتضح من خلال الملحق رقم (7) من الجدول ما يلي:

- من خلال الاختبار الإحصائي لمعاملات النموذج يمكن القول أنه حسب اختبار إحصائية ستيودنت تبين أن معاملات المتغيرات  $\text{EPS}_{(-1)}$ ،  $\text{KCP}_{(-2)}$  و  $\text{KCP}_{(-3)}$  تختلف عن الصفر ( $t_{\text{tab}}=1.74$ )، أي لها معنوية إحصائية عند مستوى دلالة 5%، أما بقية المعاملات غير معنوية.
  - بالنسبة لمعامل التحديد المعدل وقدر بـ 0.5674 أي أن 56.74% من التغير في نسبة ربحية السهم مفسر من قبل المتغيرات المبطنة بثلاث فترات زمنية.
- يتضح من النموذج السابق وجود أثر سالب وغير معنوي لتكلفة أموال الملكية المتأخرة بفترتين في نسبة ربحية السهم وهو ما يتفق مع النظرية الاقتصادية، حيث أن تغير  $\text{KCP}_{(-2)}$  بوحدة واحدة تؤدي إلى انخفاض  $\text{EPS}$  بـ 6022، كما يتضح وجود أثر موجب ومعنوي لتكلفة أموال الملكية المتأخرة بثلاث فترات، حيث أن تغير  $\text{KCP}_{(-3)}$  بوحدة واحدة تؤدي إلى ارتفاع  $\text{EPS}$  بـ 5737، بينما كان أثر تكلفة الاستدانة على  $\text{EPS}$  غير معنوي.

### 5. دراسة استقرارية النموذج

حتى نستطيع الوثوق باختبار نتائج الانحدار الذاتي وقدرتها التفسيرية للعلاقات التي تجمع بين مختلف المتغيرات، لابد من أن يتم اختباره، حيث أن عدم استقرارية هذا النموذج تجعل من النتائج المتحصل عليها زائفة، والشكل الموالي يوضح نتيجة اختبار استقرارية النموذج:

## الشكل رقم (3-5): نتائج اختبار استقرارية نموذج VAR(3)



المصدر: مخرجات برمجية Eviews10

يتضح من خلال الشكل أن مقلوب الجذور الأحادية لكثير الحدود داخل الدائرة الأحادية وهذا يعني أن النموذج VAR (3) مستقر.

## المطلب الثاني: تقدير أثر تكلفة التمويل على نسب التوازن المالي وهيكل رأس المال

من بين نسب هيكل رأس المال ستقتصر الدراسة على التعرض إلى نسبة الاستقلالية المالية، والاحتياج في رأس المال العامل من بين نسب التوازن المالي.

## أولاً: تقدير تكلفة التمويل على نسبة الاستقلالية المالية RIF

تجدر الإشارة أنه لتقدير أثر تكلفة التمويل على الاستقلالية المالية نتبع الخطوات التالية:

## 1. اختبار سببية جرانجر

الجدول رقم (3-18): نتائج اختبار سببية جرانجر للمتغير نسبة الاستقلالية المالية

Pairwise Granger Causality Tests  
Date: 05/27/22 Time: 13:29  
Sample: 2002 2020  
Lags: 3

NullHypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
DKCP does not Granger Cause DRIF	15	0.28827	0.8328
DRIF does not Granger Cause DKCP		0.41225	0.7488
DKD does not Granger Cause DRIF	15	5.13762	0.0286
DRIF does not Granger Cause DKD		0.05880	0.9800

المصدر: مخرجات برمجية Eviews10

من خلال الجدول نستنتج أن:

- تكلفة أموال الملكية (Kcp) لا تسبب نسبة الاستقلالية المالية (RIF) لأن قيمة الاحتمال الموافق لإحصائية فيشر أكبر من 5%؛
  - في حين أن نسبة الاستقلالية المالية (RIF) لا يسبب تكلفة أموال الملكية (Kcp)، لأن قيمة الاحتمال الموافق لإحصائية فيشر أكبر من 5%.
  - بينما تكلفة الاستدانة (Kd) تسبب نسبة الاستقلالية المالية (RIF) لأن قيمة الاحتمال الموافق لإحصائية فيشر أقل من 5%.
  - ونسبة الاستقلالية المالية (RIF) لا يسبب تكلفة الاستدانة (Kd) لأن قيمة الاحتمال الموافق لإحصائية فيشر أكبر من 5%.
- وبالتالي نقول أنه توجد علاقة سببية في اتجاه واحد من Kd إلى RIF.

## 2. اختبار جوهانسن لتحديد علاقات التكامل

الجدول الموالي يوضح نتائج الاختبار كما يلي:

## الجدول رقم (3-19): نتائج اختبار التكامل المشترك للمتغير RIF

Date: 05/27/22 Time: 13:33  
 Sample (adjusted): 2004 2020  
 Included observations: 17 after adjustments  
 Trend assumption: Linear deterministic trend  
 Series: RIF KCP KD  
 Lags interval (in first differences): 1 to 1

## Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None	0.305582	10.78562	29.79707	0.9661
At most 1	0.234016	4.586042	15.49471	0.8511
At most 2	0.003168	0.053935	3.841466	0.8163

Trace test indicates no cointegration at the 0.05 level

\* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

\*\*MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

## Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Max-Eigen Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None	0.305582	6.199582	21.13162	0.9786
At most 1	0.234016	4.532106	14.26460	0.7993
At most 2	0.003168	0.053935	3.841466	0.8163

Max-eigenvalue test indicates no cointegration at the 0.05 level

\* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

\*\*MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

المصدر: مخرجات برمجية Eviews10

من خلال ما سبق وجدنا أنه لا توجد علاقة تكاملية في المدى الطويل وعليه سيتم تقدير نموذج VAR.

## 3. تحديد درجات التأخير للنموذج

ولدراسة نموذج VAR علينا تحديد فترات الإبطاء المناسبة ومن النتائج المستخلصة وجدنا أن معظم المعايير

اختارت الدرجة الثالثة كدرجة إبطاء مثلى وعليه سنقوم بتقدير نموذج VAR(3).

## الجدول رقم (3-20): نتائج اختبار تحديد درجة الإبطاء المثلى

VAR LagOrderSelectionCriteria  
 Endogenous variables: RIF KCP KD  
 Exogenous variables: C  
 Date: 05/27/22 Time: 13:37  
 Sample: 2002 2020  
 Included observations: 15

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	111.5398	NA*	1.04e-10	-14.47198	-14.33037	-14.47349



1	119.8250	12.15156	1.19e-10	-14.37667	-13.81023	-14.38270
2	132.1274	13.12257	9.32e-11	-14.81699	-13.82572	-14.82755
3	149.4514	11.54930	5.56e-11*	-15.92685*	-14.51075*	-15.94193*

\* indicates lag orders selected by the criterion

المصدر: مخرجات برمجية Eviews10

#### 4. تقدير نموذج VAR

بالاعتماد على نتائج التقدير باستخدام برمجية Eviews10 والموضحة في الملحق رقم (8) يمكن تلخيص العلاقة المقدرة كما يلي:

$$\begin{aligned} RIF = & - 0.067 - 1.418 * RIF_{(-1)} + 1.95 * RIF_{(-2)} - 0.40 * RIF_{(-3)} - \\ & 0.35 * KCP_{(-1)} - 3.80 * KCP_{(-2)} + 3.27 * KCP_{(-3)} - 30.79 * KD_{(-1)} - \\ & 2.59 * KD_{(-2)} - 20.74 * KD_{(-3)} \end{aligned}$$

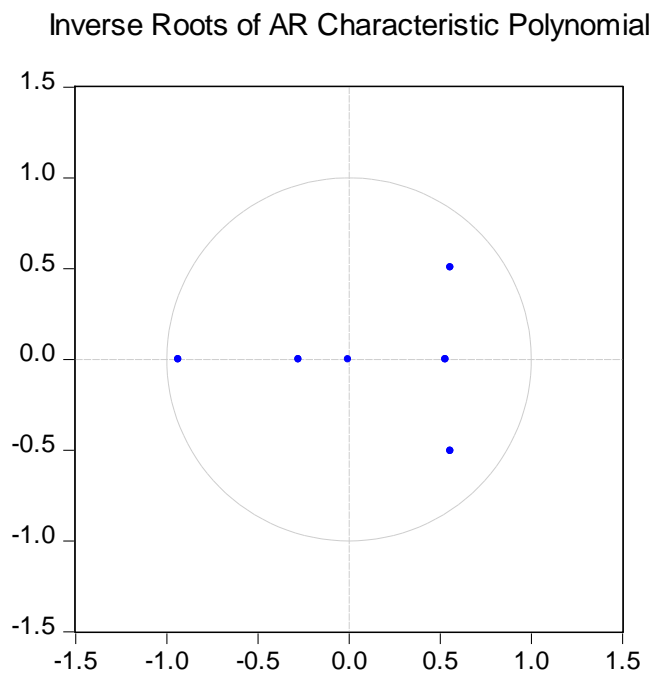
ويتضح من الملحق رقم (8) ما يلي:

- من خلال الاختبار الإحصائي لمعاملات النموذج يمكن القول أنه حسب اختبار إحصائية ستيودنت تبين أن معاملات المتغيرات  $RIF_{(-2)}$ ،  $Kd_{(-1)}$  و  $Kd_{(-3)}$  تختلف عن الصفر ( $t_{tab}=1.74$ )، أي لها معنوية إحصائية عند مستوى دلالة 5%، أما بقية المعاملات غير معنوية.
  - بالنسبة لمعامل التحديد المعدل وقدر ب 0.5446 أي أن 54.46% من التغير في نسبة الاستقلالية المالية مفسر من قبل المتغيرات المبطنة بثلاث فترات زمنية.
- يتضح من النموذج السابق وجود أثر سالب ومعنوي لتكلفة الاستدانة المتأخرة في نسبة الاستقلالية المالية، حيث أن تغير  $Kd_{(-1)}$  بوحدة واحدة تؤدي إلى انخفاض  $RIF$  ب 30.79، كما أن تغير  $Kd_{(-3)}$  بوحدة واحدة تؤدي إلى انخفاض  $RIF$  ب 20.74، بينما كان أثر تكلفة أموال الملكية على  $RIF$  غير معنوي.

#### 5. دراسة استقرارية النموذج

يوضح الشكل الموالي نتيجة اختبار استقرارية النموذج:

## الشكل رقم (3-6): نتائج اختبار استقرارية نموذج VAR(3)



المصدر: مخرجات برمجية Eviews10

نستنتج من الشكل أعلاه أن مقلوب الجذور الأحادية لكثير الحدود داخل الدائرة الأحادية وهذا يعني أن النموذج VAR (3) مستقر.

## ثانيا: تقدير تكلفة التمويل على الاحتياج في رأس المال العامل BFR

تجدر الإشارة أنه لتقدير أثر تكلفة التمويل على الاحتياج في رأس المال العامل نتبع ما يلي:

## 1. اختبار سببية جرانجر

## الجدول رقم (3-21): نتائج اختبار سببية جرانجر للمتغير الاحتياج في رأس المال العامل

Pairwise Granger Causality Tests  
Date: 05/27/22 Time: 13:43  
Sample: 2002 2020  
Lags: 2

NullHypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
DKCP does not Granger Cause DBFR	16	5.54348	0.0216
DBFR does not Granger Cause DKCP		2.71575	0.1100
DKD does not Granger Cause DBFR	16	0.08898	0.9155
DBFR does not Granger Cause DKD		0.83151	0.4610

المصدر: مخرجات برمجية Eviews10

من خلال الجدول نستنتج أن:

- تكلفة أموال الملكية ( $K_{cp}$ ) تسبب الاحتياج في رأس المال العامل ( $BFR$ ) لأن قيمة الاحتمال الموافق لإحصائية فيشر أقل من 5%؛
  - في حين الاحتياج في رأس المال العامل ( $BFR$ ) لا يسبب تكلفة أموال الملكية ( $K_{cp}$ )، لأن قيمة الاحتمال الموافق لإحصائية فيشر أكبر من 5%.
  - بينما تكلفة الاستدانة ( $K_d$ ) لا تسبب الاحتياج في رأس المال العامل ( $BFR$ ) لأن قيمة الاحتمال الموافق لإحصائية فيشر أكبر من 5%.
  - والاحتياج في رأس المال العامل ( $BFR$ ) لا يسبب تكلفة الاستدانة ( $K_d$ ) لأن قيمة الاحتمال الموافق لإحصائية فيشر أكبر من 5%.
- وبالتالي نقول أنه توجد علاقة سببية في اتجاه واحد من  $K_{cp}$  إلى  $BFR$ .

## 2. اختبار جوهانسن لتحديد علاقات التكامل

وهو موضح في الجدول الموالي:

### الجدول رقم (3-22): نتائج اختبار التكامل المشترك لمتغير $BFR$

Date: 05/27/22 Time: 13:45  
 Sample (adjusted): 2004 2020  
 Included observations: 17 after adjustments  
 Trend assumption: Linear deterministic trend  
 Series: BFR KCP KD  
 Lags interval (in first differences): 1 to 1

#### Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None	0.567412	23.51564	29.79707	0.2217
At most 1	0.297466	9.270157	15.49471	0.3410
At most 2	0.174892	3.268103	3.841466	0.0706

Trace test indicates no cointegration at the 0.05 level

\* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

\*\*Mackinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

المصدر: مخرجات برمجية Eviews10

من خلال ما سبق وجدنا أنه لا توجد علاقة تكاملية في المدى الطويل وعليه لا يمكن استخدام نموذج

VECM، مما يتطلب دراسته على المدى القصير بإجراء نموذج التباين VAR.

## 3. تحديد درجات التأخير للنموذج

ومن النتائج المستخلصة من الجدول الموالي وجدنا في تحديد درجات التأخير للنموذج أن معظم المعايير اختارت الدرجة الأولى كدرجة إبطاء مثلى لذلك سنقوم بتقدير نموذج VAR(1).

الجدول رقم (3-23): نتائج اختبار تحديد درجة الإبطاء المثلى

VAR LagOrderSelectionCriteria  
Endogenous variables: BFR KCP KD  
Exogenous variables: C  
Date: 05/27/22 Time: 13:47  
Sample: 2002 2020  
Included observations: 17

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-276.8381	NA	3.99e+10	32.92213	33.06917*	32.93675
1	-265.4155	17.46998*	3.08e+10*	32.63711*	33.22526	32.69558*
2	-257.6154	9.176523	4.03e+10	32.77828	33.80755	32.88060

\* indicates lag order selected by the criterion

المصدر: مخرجات برمجية Eviews10

## 4. تقدير نموذج VAR

بالاعتماد على نتائج التقدير باستخدام برمجية Eviews10 والموضحة في الملحق رقم (9) يمكن تلخيص العلاقة المقدرة كما يلي:

$$BFR = -3895331765.87 - 0.064*BFR_{(-1)} + 213922820866*KCP_{(-1)} + 24063611270.4*KD_{(-1)}$$

نستخلص من الملحق رقم (9) ما يلي:

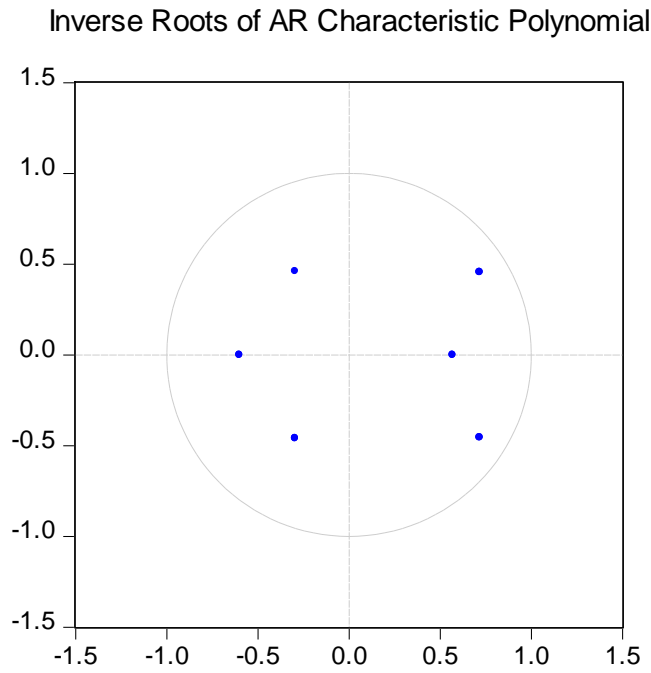
- من خلال الاختبار الإحصائي لمعاملات النموذج يمكن القول أنه حسب اختبار إحصائية ستيدونت تبين أن معامل المتغيرة  $Kcp_{(-1)}$  تختلف عن الصفر ( $t_{tab}=1.74$ )، أي لها معنوية إحصائية عند مستوى دلالة 5%، أما بقية المعاملات غير معنوية.
- بالنسبة لمعامل التحديد المعدل وقدر بـ 0.5027 أي أن 50.27% من التغير في الاحتياج في رأس المال العامل مفسر من قبل المتغيرات المبطنة بفترة زمنية واحدة.

يتضح من النموذج السابق وجود أثر موجب ومعنوي لتكلفة أموال الملكية المتأخرة بفترة واحدة في الاحتياج في رأس المال العامل، حيث أن تغير  $Kcp(-1)$  بوحدة واحدة يؤدي إلى زيادة BFR بـ 213922820866، بينما كان أثر تكلفة الاستدانة على BFR غير معنوي.

### 5. دراسة استقرارية النموذج

يوضح الشكل الموالي نتيجة اختبار استقرارية النموذج:

#### الشكل رقم (3-7): نتائج اختبار استقرارية النموذج VAR(1)



المصدر: مخرجات برمجية Eviews10

نستنتج من الشكل أعلاه أن مقلوب الجذور الأحادية لكثير الحدود داخل الدائرة الأحادية وهذا يعني أن النموذج VAR (1) مستقر.

## المطلب الثالث: مناقشة نتائج الدراسة

تشير نتائج الدراسة إلى ما يلي:

## 1. نموذج ROA

وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات المستقلة ومعدل العائد على الأصول (ROA)، كما تبين من المخرجات أن هناك علاقة سببية في اتجاه واحد من تكلفة أموال الملكية (Kcp) إلى (ROA)، وأن معامل تصحيح الخطأ سالب ومعنوي، وهذا يعني أنه إذا حدث خطأ في الفترة القصيرة سيتم تصحيحه بنسبة 25,73% في الفترة الطويلة، كما بين معامل التحديد المعدل أن المتغيرات المستقلة للنموذج تفسر 76.84% من التغير في ROA وهو تأثير قوي، واتضح أن لتكلفة أموال الملكية وتكلفة الاستدانة تأثير عكسي على ROA.

## 2. نموذج ROE

تبين من المخرجات وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات المستقلة ومعدل العائد على أموال الملكية (ROE)، كما تبين من المخرجات أن هناك علاقة سببية في اتجاه واحد من (Kcp) إلى (ROE)، وأن معامل تصحيح الخطأ سالب ومعنوي، وهذا يعني أنه إذا حدث خطأ في الفترة القصيرة سيتم تصحيحه بنسبة 10.85% في الفترة الطويلة، كما بين معامل التحديد المعدل أن المتغيرات المستقلة للنموذج تفسر 87.90% من التغير في ROE وهو تأثير قوي، واتضح أن لتكلفة الاستدانة تأثير عكسي على ROE بينما كان تأثير تكلفة أموال الملكية طردي.

## 3. نموذج EPS

اتضح من خلال النموذج المقدر عدم وجود علاقة توازنية طويلة الأجل لذلك تم تقدير نموذج VAR الذي بين العلاقة العكسية في المدى القصير بين تكلفة أموال الملكية وربحية السهم (EPS) في حين كانت تكلفة الاستدانة غير معنوية، كما أظهر اختبار السببية أن هناك علاقة سببية في اتجاه واحد بين Kcp و EPS، وبلغت قيمة معامل التحديد المعدل 56.74% وهو أثر متوسط للمتغيرات المستقلة على EPS.

## 4. نموذج RIF

اتضح من خلال النموذج المقدر عدم وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات المستقلة ونسبة الاستقلالية المالية (RIF) لذلك تم تقدير نموذج VAR، كما يظهر من اختبار السببية أن هناك علاقة سببية في اتجاه واحد بين Kd و RIF، وقد قدر معامل التحديد المعدل بـ 54.46% وهو أثر متوسط للمتغيرات المستقلة على RIF، واتضح أن لتكلفة الاستدانة تأثير عكسي على RIF بينما كان تأثير تكلفة أموال الملكية غير معنوي.

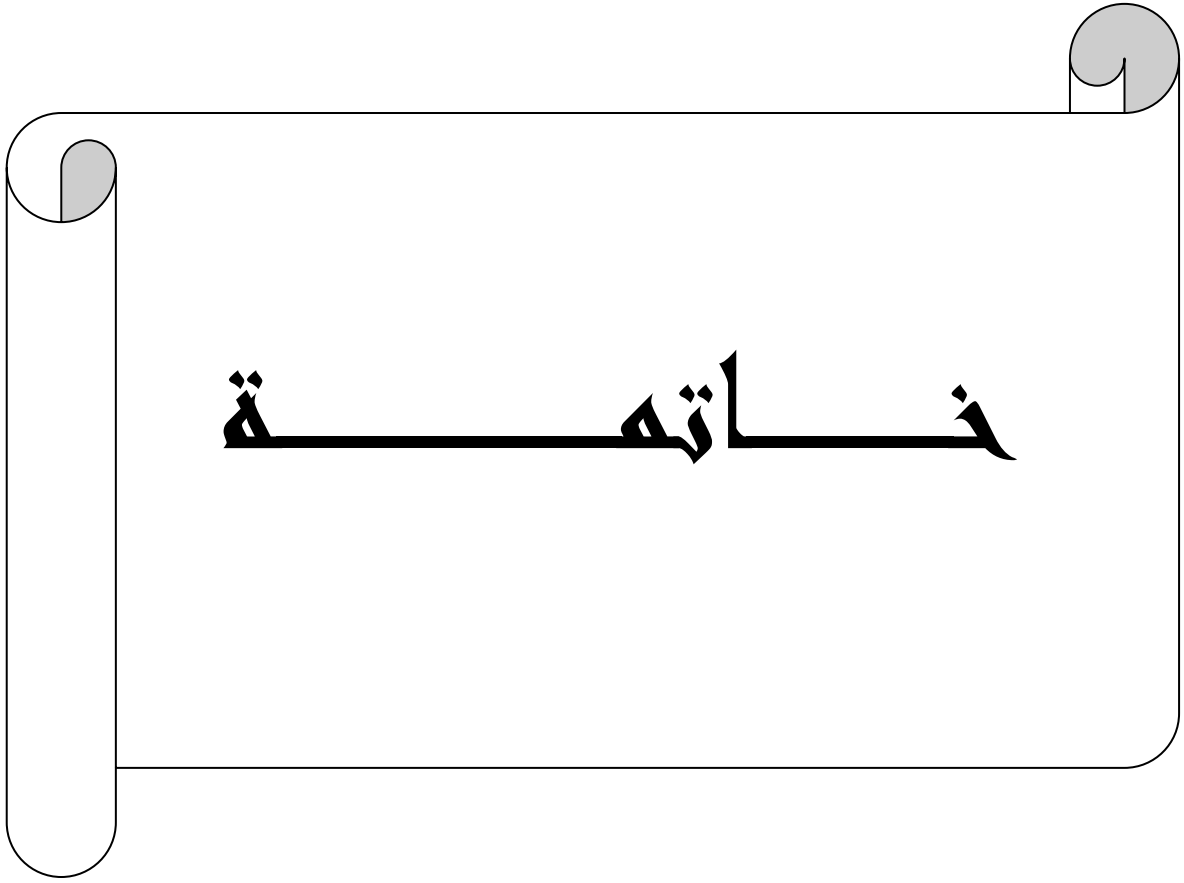
## 5. نموذج BFR

اتضح من خلال النموذج المقدر عدم وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات المستقلة والاحتياج في رأس المال العامل لذلك تم تقدير نموذج VAR، كما يظهر من اختبار السببية أن هناك علاقة سببية أحادية بين Kcp و BFR وأن نتيجة معامل التحديد المعدل بلغت 50.25%، وهو أثر متوسط للمتغيرات المستقلة على BFR، واتضح أن لتكلفة أموال الملكية تأثير طردي على BFR بينما كان تأثير تكلفة الاستدانة غير معنوي.

## خلاصة الفصل الثالث

حاولنا من خلال هذه الدراسة التعرف على مجمع صيدال كما حاولنا إسقاط الجانب النظري للتقرب من الواقع أكثر خلال الفترة الممتدة من 2002 إلى 2020، حيث تجسدت هذه الدراسة في التعرف على مدى أثر تكلفة التمويل ممثلة في تكلفة أموال الملكية وتكلفة الاستدانة على الأداء المالي بالاستعانة بالمعلومات المتاحة والقوائم المالية المتوفرة على الموقع الرسمي لبورصة الجزائر وذلك عن طريق حساب وتحليل أهم النسب من بينها نسب الاستقلالية المالية ومؤشر التوازن المالي الممثل في الاحتياج في رأس المال العامل وكذا نسب الربحية والمتمثلة في معدل العائد على الموجودات، معدل على حقوق الملكية ونسبة ربحية السهم بالاعتماد على نماذج اختبار التكامل المشترك.





## خاتمة

سعيًا من خلال الدراسة إلى معالجة موضوع أثر تكلفة التمويل على الأداء المالي لمجمع صيدال، باعتبارها الدعامة الأساسية لتزويدها بالاحتياجات المالية التي تضمن لها النمو والاستمرارية، حيث تعد تكلفة التمويل من أهم العوامل المؤثرة على اختيار المزيج التمويلي الذي يحقق أعلى عائد بأقل تكلفة ممكنة بما ينعكس إيجابًا على أداء المؤسسة، وعلى هذا الأساس يتعين على الإدارة المالية للمؤسسة اختيار أفضل مصدر تمويل لها يوفر التوافق بين تغطية الاحتياجات المالية وتكلفة الحصول على هذه الأموال.

كما يعتبر الأداء المالي الأداة التي تقيس بها المؤسسة مدى قدرتها على تحقيق أهدافها وذلك باستخدام طرق عديدة للقياس وتتمثل في كل من مؤشرات التوازن المالي والنسب المالية، حيث أنه كلما كان الأداء المالي جيد كلما زادت ثقة المتعاملين مع المؤسسة وذلك من خلال الإطلاع على القوائم المالية التي تعد أهم وثيقة لتحديد قرار الاستثمار والتمويل.

## 1- اختبار الفرضيات

من خلال تقدير نماذج الدراسة واختباراتها اتضح لنا ما يلي:

- الفرضية الأولى: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتكلفة أموال الملكية على الأداء المالي لمجمع صيدال، من خلال معظم النماذج المقدره اتضح وجود أثر عكسي ذو دلالة إحصائية لتكلفة الأموال الملكية على الأداء المالي لمجمع صيدال، وهو ما يثبت صحة الفرضية.
- الفرضية الثانية: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتكلفة الاستدانة على الأداء المالي لمجمع صيدال، أظهرت نتائج التقدير عدم معنوية معلمة تكلفة الاستدانة - ماعدا في نموذج RIF- وهو ما ينفي صحة الفرضية.
- الفرضية الثالثة: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتكلفة التمويل على نسب الربحية لمجمع صيدال، تجاوز معامل التحديد المعدل في النماذج الثالثة لنسب الربحية 50%، بل أنه بلغ 76.84% و 87.90% في النموذج الأول والثاني وهو ما يثبت صحة الفرضية.
- الفرضية الرابعة: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتكلفة التمويل على نسب التوازن المالي وهيكل رأس المال لمجمع صيدال، بلغ معامل التحديد المعدل 54.46% و 50.25% على التوالي في النموذج الرابع والخامس وهو ما يثبت صحة الفرضية.

## 2- النتائج الدراسية

من خلال هذه الدراسة توصلنا إلى النتائج التالية:

❖ **النتائج النظرية:** نلخص نتائج الدراسة النظرية في النقاط التالية:

- إن قياس الأداء المالي يعطي صورة عن وضعية المؤسسة ومركزها المالي.
- مواجهة المؤسسة التغيرات الداخلية والخارجية التي تؤثر على أدائها المالي ومحاولة وضع خطط لتقليل من تأثيرها مستقبلا.
- اعتماد المؤسسة في قياس أدائها المالي على التقارير والقوائم المالية السنوية.
- تقييم الأداء المالي عن طريق أهم المؤشرات من بينها نسب الربحية التي تعكس الأداء الكلي للمؤسسة حيث تسعى المؤسسة على توليد الأرباح من مبيعاتها، في حين نسب السيولة تقيس مدى قدرة المؤسسة على مواجهة التزاماتها قصيرة الأجل، أما نسبة ربحية السهم فهي تعكس مدى حصة السهم الواحد من الأرباح المحققة وهو الهدف الأساسي للمستثمرين، بالإضافة إلى مؤشر نسب النشاط الذي يستخدم لقياس مدى كفاءة الاستخدام الأمثل لأصول المؤسسة.
- تمكن نسب هيكل رأس المال من دراسة مدى مساهمة الديون في تمويل الأصول.
- تصنف مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة حسب معيار الملكية الأسهم العادية، الممتازة والأرباح المحتجزة وحسب معيار الاستدانة إلى السندات، القروض والتمويل التأجيلي.
- تتمثل تكلفة التمويل في معدل العائد المطلوب على الاستثمارات والذي يسمح بالحفاظ على حقوق المساهمين العاديين.
- نظريا تتأثر تكلفة التمويل بالعديد من العوامل من بينها العوامل الخارجة عن نطاق سيطرة المؤسسة وعوامل أخرى تتحكم فيها.

❖ **النتائج التطبيقية:**

- بينت اختبارات الاستقرار للسلاسل الزمنية للمتغيرات محل الدراسة أنها غير مستقرة في المستوى الطبيعي، لكنها تستقر عند الفرق الأول بالنسبة لكل المتغيرات وهذا ما تؤكدته نتائج اختبار PP.
- وجود علاقات توازنية طويلة الأجل أو كما تعرف بانحدار التكامل المشترك وعلاقات قصيرة الأجل أو كما تعرف باختبار تصحيح الخطأ بين تكلفة التمويل والأداء المالي لمجمع صيدال.

- يوجد أثر قوي لتكلفة أموال الملكية على كل من معدل العائد على الموجودات ومعدل العائد على حقوق الملكية لمجمع صيدال، وقد يعود هذا الارتفاع إلى نسبة التمويل بالأموال الخاصة.
- يوجد أثر ضعيف لتكلفة أموال الملكية على نسبة ربحية السهم لمجمع صيدال.
- يوجد أثر ضعيف لتكلفة الاستدانة على نسبة الاستقلالية المالية.
- يوجد أثر ضعيف لتكلفة أموال الملكية على الاحتياج في رأس المال العامل.
- هناك أثر فعلي لتكلفة التمويل على الأداء المالي لمجمع صيدال.

### 3- الاقتراحات

بناء على ما توصلنا اليه من نتائج نظرية و تطبيقية نقتح مايلي:

- الاهتمام بالتحديد الدقيق لتكلفة كل مصدر من مصادر التمويل مع الاختيار الدقيق للمصادر التي تزيد من فعالية الأداء المالي للمجمع صيدال وإدراجها في قائمة المركز المالي للمجمع لأنها المعيار الذي يمكن من خلاله معرفة مدى كفاءة مصادر التمويل في تحقيق الأرباح للمساهمين.
- على مجمع صيدال الإفصاح عن المعلومات والبيانات الكافية فيما يتعلق بتكلفة أموال الملكية وتكلفة الاستدانة.
- ضرورة القيام بدراسات مالية تقييمية للمجمع بعد أي عملية تمويلية لمعرفة أثرها على الأداء المالي.
- إجراء مزيد من الأبحاث لدراسة عوامل أخرى من الممكن أن يكون لها أثر على الأداء المالي وبالتالي تحسين الوضع المالي للمؤسسة مستقبلا.
- اللجوء إلى الاعتماد على الطرق الحديثة لقياس الأداء المالي للمجمع.

قائمة

المراجع

قائمة المراجع

I. مراجع باللغة العربية

1. الكتب

- 1- أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر والتوزيع، الجزائر، 2008.
- 2- إسماعيل الدباغ، إلهام خضير شبر، مدخل متكامل في الاستثمار السياحي والتمويل، ط1، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2015.
- 3- السعيد فرحات جمعة، الأداء المالي لمنظمات الأعمال (التحديات الراهنة)، دار المريخ للنشر، السعودية، 2000.
- 4- إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية)، ط2، دار وائل للنشر، الأردن، 2011.
- 5- أمين السيد أحمد لطفي، التحليل المالي للاستثمار في الأوراق المالية، دار النهضة العربية، مصر، 2000.
- 6- أمين عبد العزيز حسن، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة، مصر، 2007.
- 7- أيمن الشنطي، عامر شقر، الإدارة والتحليل المالي، ط1، دار البداية، الأردن، 2005.
- 8- أيمن عبد الله محمد أبو بكر، الاتجاهات المعاصرة في التمويل التأجيري: مدخل نظري تطبيقي، دار الكتاب الجامعي، الإمارات، 2017.
- 9- برايان كويل، هيكل رأس مال الشركات، ط1، ترجمة دار الفاروق، دار الفاروق للنشر، الأردن، 2006.
- 10- حسن أحمد توفيق، التمويل والإدارة المالية في المشروعات التجارية، دار النهضة العربية، مصر، 2000.
- 11- حسين بني هاني، الأسواق المالية: طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة، ط1، دار الكندي، الأردن، 2002.
- 12- حمزة الشихي، إبراهيم الجزراوي، الإدارة المالية الحديثة، ط1، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 1998.
- 13- حمزة محمود الزبيدي، التحليل المالي لأغراض تقييم الأداء والتنبؤ بالفشل، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2000.
- 14- رائد محمد عبد ربه، نظرية المنظمة في المؤسسات، الجنادرية للنشر والتوزيع، الأردن، 2013.

- 15- رايح خوي، رقية حساني، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومشكلات تمويلها، ط1، ايتراك للنشر والتوزيع، مصر، 2008.
- 16- زياد رمضان سليم، أساسيات في الإدارة المالية، ط1، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2001.
- 17- سمير محمد عبد العزيز، التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، مصر، 1997.
- 18- شعيب شنوف، التحليل المالي الحديث طبقاً للمعايير الدولية للإبلاغ المالي IFRS، ط1، دار الزهراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2012.
- 19- طارق الحاج، مبادئ التمويل، ط1، دار الصفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2002.
- 20- طارق طه، إدارة البنوك وتكنولوجيا المعلومات، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2007.
- 21- طاهر محسن منصور الغالبي، وائل محمد صبحي إدريس، سلسلة إدارة الأداء الاستراتيجي، ط1، دار وائل للنشر، الأردن، 2009.
- 22- عاطف محمد عبيد، الإدارة المالية، مكتبة الرائد العلمية، الأردن، 2002.
- 23- عاطف وليم أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، مصر، 2006.
- 24- عبد الحليم كراجة، علي الربابعة، ياسر السكران، الإدارة والتحليل المالي، ط2، دار الصفاء، الأردن، 2006.
- 25- عبد الغفار حنفي، الأداء المالي ودراسات الجدوى، ط1، الدار الجامعية، مصر، 2009.
- 26- عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، مركز الإسكندرية للكتاب، مصر، 1999.
- 27- عبد القادر محمد، عبد القادر عطية، الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، مصر، 2005.
- 28- عبد المطلب عبد الحميد، البنوك الشاملة عملياتها وإدارتها، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، مصر، 2000، ص 403.
- 29- عدنان تايه النعيمي، راشد فؤاد التميمي، التخطيط والتحليل المالي اتجاهات معاصرة، اليازوردي العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.

- 30- عدنان تايه النعيمي، سعدون مهدي الساقى، أسامة عزمي سلام، شقيري نوري موسى، الإدارة المالية النظرية والتطبيق، ط2، دار المسيرة، الأردن، 2006.
- 31- علاء فرحات طالب، إيمان شيحان الشهداني، الحوكمة المؤسسية والأداء المالي الاستراتيجي للمصارف، ط1، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2011.
- 32- عمر محمد تومي الشبيلي، علم النفس الإداري، الدار العربية للكتاب، ليبيا، 1988.
- 33- فايز سليم حداد، الإدارة المالية، ط3، دار الحامد للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 2010.
- 34- كمال بو الشرش، الثقافة التنظيمية والأداء في العلوم السلوكية والإدارية، ط1، دار الأيام للنشر والتوزيع، الأردن، 2016.
- 35- كنجو عبود كنجو، إبراهيم وهي فهد، الإدارة المالية، دار المسيرة، الأردن، 1997.
- 36- مؤيد راضي خنفر، غسان فلاح المطارنة، تحليل القوائم المالية مدخل نظري وتطبيقي، ط1، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 2006.
- 37- محمد حسين، محمد إبراهيم عبيدات، أساسيات الإدارة المالية في القطاع الخاص، ط1، دار المستقبل، الأردن، دون سنة نشر.
- 38- محمد دياب، دراسات الجدوى الاقتصادية والاجتماعية للمشاريع، ط1، دار المنهل اللبناني، لبنان، 2007.
- 39- محمد شيخي، طرق الاقتصاد القياسي -محاضرات وتطبيقات-، ط1، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2012.
- 40- محمد صالح الحناوي، إبراهيم سلطان، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية، مصر، 1999.
- 41- محمد عبد الله شاهين محمد، هيكل التمويل الأمثل للشركات والمؤسسات المالية، ط1، دار الكتاب للنشر الجامعي، الإمارات، 2019.
- 42- محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية، ط1، دار إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.
- 43- محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية الحديثة، ط1، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2013.
- 44- محمود عزت اللحام، محمود إبراهيم نور، مصطفى يوسف كافي، أنس علي القضاء، الإدارة المالية المعاصرة، ط1، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، الأردن، 2014.



- 45- مليكة زغيب، بوشنقىر ميلود، التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد، ط2، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2011.
- 46- مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية، ط1، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
- 47- منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليل معاصر، ط4، المكتب العربي الحديث، مصر، 2000.
- 48- ناصر دادي عدون، تقنيات مراقبة التسيير، الجزء الأول، دار البحث، الجزائر، 1988.
- 49- ناظم حسن عبد السيد، محاسبة الجودة، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
- 50- نihal فريد مصطفى، مبادئ وأساسيات الإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة للنشر، مصر، 2003.
- 51- نور الدين خبابة، الإدارة المالية، دار النهضة العربية للطباعة والنشر، لبنان، 1997.
- 52- هوارى معراج، حاج سعيد عمر، التمويل التأجيري: المفاهيم والأسس، ط1، دار الكنوز المعرفية العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2013.
- 53- هيثم محمد الزعبي، الإدارة والتحليل المالي، ط1، دار الفكر للطباعة والنشر والتوزيع، الأردن، 2000.
- 54- يوسف حسن يوسف، التمويل في المؤسسات الاقتصادية، دار التعليم الجامعي للنشر والتوزيع، مصر، 2012.

## 2. الرسائل العلمية

- 1- أحلام دريدي، دور استخدام أساليب بحوث العلميات في تحسين أداء المؤسسات الجزائرية (دراسة حالة عينة من المؤسسات الجزائرية)، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، تخصص الأساليب الكمية في التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2018/2017.
- 2- أحمد كاظم قاسم البهادلي، أثر الهيكل المالي على الأداء المالي للفنادق المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، رسالة ماجستير في المحاسبة، جامعة الإسراء، الأردن، 2019.
- 3- اليمين سعادة، استخدام التحليل المالي في تقييم أداء المؤسسات الاقتصادية وترشيد قراراتها دراسة حالة المؤسسة الوطنية لصناعة أجهزة القياس والمراقبة، رسالة ماجستير في العلوم التجارية، تخصص إدارة أعمال، جامعة الحاج لخضر، باتنة، الجزائر، 2009/2008.
- 4- أمال معروف، الانتقال من الأداء المالي إلى الأداء الاستراتيجي، رسالة ماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة أعمال، جامعة الجزائر3، 2011.

- 5- توفيق سميح محمد الأغوات، دور المؤشرات المالية في تقييم الأداء المالي لشركة البوتاس العربية، رسالة ماجستير في قسم المحاسبة، تخصص محاسبة، جامعة الإسرائ، الأردن، 2015/2014.
- 6- جودي محمد رمزي، أثر تطبيق معايير التقارير المالية الدولية على تقييم الأداء المالي في المؤسسات الجزائرية المعيار المحاسبي الدولي 1 عرض القوائم المالية دراسة حالة لمجموعة من المؤسسات، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2015/2014.
- 7- رائف معن الغلابي، دور مؤشرات قائمة التدفقات النقدية في تقييم الأداء المالي دراسة حالة للشركات الصناعية الدوائية، رسالة ماجستير في علوم المحاسبة، جامعة الإسرائ، الأردن، 2017.
- 8- رقية شطبي، الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية ومؤشرات تقييمه دراسة ميدانية لمؤسسة ملينة نوميديا قسنطينة، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص إستراتيجية مالية، جامعة 8 ماي 1945، قلمة، الجزائر 2010 / 2011.
- 9- شاكر الزاوي، أثر القرار التمويلي على الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية -دراسة حالة المؤسسة الوطنية لأشغال الكهربية -تقرت- خلال الفترة 2012-2014-، مذكرة ماستر، في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2016/2015.
- 10- شهرزاد حمزاوي، أثر تكلفة التمويل على الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية -دراسة حالة مؤسسة روبية -2012-2015-، مذكرة ماستر، في علوم التسيير، تخصص إدارة أعمال مالية، جامعة 08 ماي 1945، قلمة، الجزائر، 2016/2017.
- 11- عادل عشي، الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية: قياس وتقييم (دراسة حالة مؤسسة صناعات الكوايل)، رسالة ماجستير في علوم التسيير، تخصص تسيير المؤسسات الصناعية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2001/2002.
- 12- عبد الكريم بوحادرة، أثر إختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة: دور سياسة توزيعات الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم -دراسة حالة-، رسالة ماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2011/2012.
- 13- غنية بوربيعة، محددات إختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة دراسة حالة مؤسسة - الأشغال والتركيب الكهربائي فرع سونلغاز، رسالة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية مؤسسات، جامعة الجزائر 3، 2011/2012.

- 14- فاطمة محبوب، تأثير التحالفات الإستراتيجية على الأداء التنافسي للمؤسسة الصناعية -دراسة حالة مجمع صيدال-، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد صناعي، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2016/2015.
- 15- فالح حسن علوان جواد الجناي، أثر هيكل التمويل في الأداء المالي للشركات -دراسة تطبيقية على عينة من الشركات المدرجة ضمن سوق العراق للأوراق المالية للمدة 2008-2019-، أطروحة دكتوراه في إدارة المصارف، جامعة كربلاء، العراق، 2020.
- 16- محمد بوشوشة، تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية - دراسة عينة من المؤسسات الجزائرية-، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، 2016/2015.
- 17- نصيرة علاوي، دور اليقظة الإستراتيجية في تحسين تنافسية المؤسسة -دراسة حالة مجمع صيدال- ، أطروحة دكتوراه في إدارة الأفراد وحوكمة الشركات، تخصص تسيير الموارد البشرية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2015/2014.
- 18- هشام بن عزة، دور القرض الايجاري في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة -دراسة حالة بنك البركة الجزائري-، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية دولية، جامعة وهران 2، الجزائر، 2012/2011.
- 19- ياسمين جلال، المحاسبة عن تكاليف البحث والتطوير وفق النظام المحاسبي في الجزائر والمعايير المحاسبية الدولية -مدخل مقارن-، رسالة ماجستير في العلوم التجارية، تخصص دراسات مالية ومحاسبية معمقة، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2009، 2010.

### 3. المقالات والملتقيات العلمية

- 1- إيمان بن عوالي، عبد الحميد بوخاري، أثر تطبيق قواعد الحوكمة على الأداء المالي: دراسة ميدانية لعينة من المؤسسات، مجلة البشائر الاقتصادية، جامعة طاهر محمد، بشار، الجزائر، المجلد 07، العدد 01، أفريل 2021.
- 2- حمزة غربي، عيسى بدروني، العوامل المحددة لحساب تكلفة رأس المال في المؤسسة، مجلة الحوكمة المسؤولية الاجتماعية والتنمية المستدامة، جامعة غليزان، الجزائر، المجلد 01، العدد 02، 2019.

- 3- عادل حاتم ناصح، عبد الخالق ياسين البدران، علاقة هيكل التمويل بربحية الشركة -دراسة تطبيقية على عينة من شركات القطاع الصناعي المسجلة في بورصة العرق للأوراق المالية للفترة 2004-2011-، مجلة العلوم الاقتصادية، جامعة البصرة، العراق، المجلد 10، العدد 37، 2014.
- 4- عبد الرحمان 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، جامعة غزة، فلسطين، مجلد 05، عدد 02، ديسمبر 2018.
- 5- عبد الغني دادن، محمد الأمين كمامسي، الأداء المالي من منظور المحاكاة المالية، المؤتمر العلمي الدولي حول الأداء المتميز للمنظمات، جامعة ورقلة، 08-09 مارس 2005.
- 6- عبد القادر فرماج، عصام بوزيد، عبد الباقي بضيف، تأثير الأداء المالي على تكلفة التمويل -رأسة قياسية لعينة من شركات المساهمة الجزائرية 2010-2017-، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، المجلد 10، العدد 01، 2021.
- 7- مجيد شعباني، عبد الحكيم سعيح، نماذج تصحيح الخطأ والمحافظة على خصائص الأجل الطويل، مجلة الأكاديمية العربية في الدنمارك، جامعة بومرداس، الجزائر، العدد 22، 2019.
- 8- هوارى سويسي، أهمية تقييم المؤسسات في اتخاذ قرارات الاستثمار المالي، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، العدد 5، 2007.
- 9- هوان بو عبد الله، عبد القادر شاعة، تقييم الأداء الفندقي باستخدام مؤشرات قياس الأداء دراسة حالة فندق قصر المنصور -مستغانم-، مجلة الإستراتيجية والتنمية، جامعة عبد الحميد بن باديس، الجزائر، المجلد 10، العدد 04، جويلية 2020.

#### 4. مطبوعات ومحاضرات

- 1- العلجة مبطوش، محاضرات في مقياس التسيير المالي، موجهة لطلبة سنة ثالثة مالية البنوك والتأمينات، معهد العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة أحمد بن يحيى الونشريسي، تسمسليت، الجزائر، 2020/2019.

- 2- سعيدة بورديمة، محاضرات غير منشورة في مقياس إدارة مصادر التمويل، موجهة لطلبة سنة ثانية ماستر، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة 08 ماي 1945، قالمة، 2021.
- 3- سعيدة بورديمة، مطبوعة دروس في مقياس التسيير المالي، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير علوم تجارية، جامعة 08 ماي 1945، قالمة، الجزائر، 2015/2014.
- 4- فاطمة ساجي، مطبوعة في مقياس التحليل المالي، موجهة لطلبة السنة الثالثة علوم اقتصادية، تخصص إدارة مالية ومالية التأمينات والبنوك، جامعة ابن خلدون، تيارت، الجزائر، 2017/2016.
- 5- نصيرة عقبة، محاضرات منشورة في مادة مصادر التمويل التقليدية والحديثة في المؤسسة، الموجهة لطلبة سنة أولى ماستر، تخصص اقتصاد وتسيير المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2021.

## 5. الجرائد

- الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، عدد رقم 19، 25 مارس 2009.

## 6. مواقع الانترنت

- 1- [www.cosob.org](http://www.cosob.org)
- 2- <https://www.saidalgroup.dz/qui-sommes-nous/>

## II. مراجع باللغة الأجنبية

- 1- Arnaud Thauvron, **Évaluation des entreprises : technique de gestion**, édition economica, France, 2005.
- 2- Bernard Martory, **contrôle de gestion sociale**, librairie Vuibert, France, 1999.
- 3- Bernard Martory, Daniel Crozet, **Gestion des ressources humaines**, 8<sup>ed</sup>, édition Dunod, France, 2013.
- 4- Guy Van Loy, **Fiches de politique financière de l'entreprise**, Ellipses édition, France, 2015.
- 5- Martine Maadani & Karim Saïd, **Management et pilotage de la performance**, édition hachette supérieur, France, 2009.

قائمة

الملاحق

الملحق رقم (1): بيانات الدراسة

	ROA	ROE	EPS	RIF	BFR	KCP	KD
2002	0.016806338	0.031291501	18.73392376	0.537089531	3352316818	0.010849487	0.019470999
2003	0.068760973	0.129343867	86.2521769	0.5316137090 000001	-825751362.5	0.032663151	0.024530835
2004	0.035084523	0.07011171099 999999	45.62314567	0.5004088840 000001	6371081651	0.028173117	0.015884579
2005	0.030097281	0.06481761	43.05552007	0.464338024	800888369.2	0.025026764	0.012666336
2006	0.038170801	0.078308039	54.74838326	0.487444214	4531942455	0.024560183	0.011622698
2007	0.058086793	0.114756986	87.21497709	0.506172169	-3280687101	0.013398172	0.014748564
2008	0.07114634	0.142135252	132.860111	0.500553799	-1511276117	0.044296743	0.011347037
2009	0.123568622	0.207800575	287.5000365	0.594650048	4710026677	0.0514697070 0000001	0.003110522
2010	0.039014003	0.093520813	110.2191923	0.417169199	5027424912	0.045332391	0.019490266
2011	0.075536422	0.149359061	206.0480316	0.5057371240 000001	3711629696	0.03464966	0.009527417
2012	0.065459226	0.133262818	196.5160951	0.491203975	3948169922	0.043783214	0.006676164
2013	0.088311794	0.158710181	265.8147327	0.556434335	5766541014	0.05575065	0.006509032
2014	0.046782493	0.084007717	147.7751553	0.5568832780 000001	8505760838	0.0446914320 0000001	0.00606096
2015	0.032753601	0.055888872	114.3817991	0.5860487	7213756052	0.04166963	0.003736994
2016	0.032531669	0.054950521	150.9161605	0.592017493	4098604266	0.043779487	0.00242538
2017	0.028483562	0.049273906	137.6295648	0.578065835	3349688654	0.042517619	0.004050876
2018	0.029671102	0.05931451	117.4214391	0.500233445	5422337990	0.0353972270 0000001	0.003558697
2019	0.019624833	0.036439376	79.35140041	0.538561163	6360336615	0.040774148	0.00728009
2020	0.004668168 000000001	0.08542393400 000001	18.99363413	0.054647079	6622999648	0.005720617	0.003286819

## الملحق رقم (2): الخصائص الوصفية لبيانات الدراسة

	ROA	ROE	RIF	EPS	BFR	KCP	KD
Mean	0.047608	0.094669	0.499962	121.1082	3.90E+09	0.034974	0.009789
Median	0.038171	0.084008	0.506172	114.3818	4.53E+09	0.040774	0.007280
Maximum	0.123569	0.207801	0.594650	287.5000	8.51E+09	0.055751	0.024531
Minimum	0.004668	0.031292	0.054647	18.73392	-3.28E+09	0.005721	0.002425
Std. Dev.	0.028843	0.047727	0.117375	76.34880	3.10E+09	0.013835	0.006545
Skewness	0.947317	0.698201	-3.024054	0.671884	-0.897369	-0.710587	0.742878
Kurtosis	3.613582	2.688951	12.24827	2.768562	3.056126	2.589970	2.493262
Jarque-Bera	3.139847	1.620297	96.67049	1.471926	2.552519	1.732055	1.950868
Probability	0.208061	0.444792	0.000000	0.479044	0.279079	0.420619	0.377029
Sum	0.904559	1.798717	9.499272	2301.055	7.42E+10	0.664503	0.185984
Sum Sq. Dev.	0.014975	0.041001	0.247986	104924.5	1.73E+20	0.003445	0.000771
Observations	19	19	19	19	19	19	19



الملحق رقم (3): اختبار صلاحية النموذج الأول

1- اختبار الارتباط الذاتي للبواقي

VEC Residual Serial Correlation LM Tests

Date: 05/27/22 Time: 11:45

Sample: 2002 2020

Included observations: 16

Nullhypot  
hesis: No  
serial  
correlatio  
n at lag h

Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	df	Prob.
1	11.73741	9	0.2285	1.590079	(9, 7.5)	0.2700
2	3.841207	9	0.9215	0.347846	(9, 7.5)	0.9301
3	6.186323	9	0.7211	0.628614	(9, 7.5)	0.7476

2- اختبار عدم التجانس

VEC Residual Heteroskedasticity Tests (Levels and Squares)

Date: 05/27/22 Time: 11:49

Sample: 2002 2020

Included observations: 16

Joint test:

Chi-sq	df	Prob.
89.78876	84	0.3128

3- اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي

VEC Residual Normality Tests

Orthogonalization: Cholesky (Lutkepohl)

NullHypothesis: Residuals are multivariate normal

Date: 05/27/22 Time: 13:55

Sample: 2002 2020

Included observations: 15

Component	Skewness	Chi-sq	df	Prob.*
1	-0.090949	0.020679	1	0.8857
2	-0.913880	2.087943	1	0.1485
3	0.456318	0.520566	1	0.4706
Joint		2.629188	3	0.4524

Component	Kurtosis	Chi-sq	df	Prob.
1	1.999078	0.626154	1	0.4288

2	3.199605	0.024901	1	0.8746
3	3.148761	0.013831	1	0.9064
Joint		0.664886	3	0.8814

Component	Jarque-Bera	df	Prob.	
1	0.646833	2	0.7237	
2	2.112844	2	0.3477	
3	0.534397	2	0.7655	
Joint		3.294074	6	0.7711

\*Approximate p-values do not account for coefficient estimation

#### WALD اختبار -4

Wald Test:  
System: %system

Test Statistic	Value	df	Probability
Chi-square	19.48763	3	0.0002

الملحق رقم (4): اختبار معنوية معالم النموذج الأول

System: UNTITLED  
 Estimation Method: Least Squares  
 Date: 05/27/22 Time: 11:56  
 Sample: 2005 2020  
 Included observations: 16  
 Total system (balanced) observations 48

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	-0.257370	0.098867	-2.603192	0.0156
C(2)	-0.010657	0.223138	-0.047760	0.9623
C(3)	0.369851	0.206659	1.789668	0.0861
C(4)	0.076866	0.493414	0.155784	0.8775
C(5)	-2.018660	0.458837	-4.399510	0.0002
C(6)	-0.433231	0.954291	-0.453982	0.6539
C(7)	0.412150	0.827080	0.498320	0.6228
C(8)	0.000770	0.004237	0.181692	0.8574
C(9)	-0.015067	0.097094	-0.155179	0.8780
C(10)	0.309939	0.219136	1.414367	0.1701
C(11)	0.318408	0.202952	1.568882	0.1298
C(12)	-0.861008	0.484564	-1.776872	0.0883
C(13)	-0.770742	0.450608	-1.710449	0.1001
C(14)	-0.672581	0.937176	-0.717668	0.4799
C(15)	0.051549	0.812246	0.063464	0.9499
C(16)	0.000238	0.004161	0.057107	0.9549
C(17)	0.044362	0.019108	2.321661	0.0291
C(18)	0.067477	0.043125	1.564683	0.1307
C(19)	0.002433	0.039940	0.060914	0.9519
C(20)	-0.146088	0.095361	-1.531946	0.1386
C(21)	0.155898	0.088678	1.758014	0.0915
C(22)	-0.214569	0.184433	-1.163397	0.2561
C(23)	-0.410993	0.159848	-2.571155	0.0168
C(24)	-0.001387	0.000819	-1.694232	0.1032

Determinantresidual covariance 1.84E-14

$$\text{Equation: } D(\text{ROA}) = C(1) * (\text{ROA}(-1) - 0.873466945834 * \text{KCP}(-1) - 10.4406250415 * \text{KD}(-1) + 0.0731977467714) + C(2) * D(\text{ROA}(-1)) + C(3) * D(\text{ROA}(-2)) + C(4) * D(\text{KCP}(-1)) + C(5) * D(\text{KCP}(-2)) + C(6) * D(\text{KD}(-1)) + C(7) * D(\text{KD}(-2)) + C(8)$$

Observations: 16

R-squared	0.876503	Meandependent var	-0.001901
Adjusted R-squared	0.768443	S.D. dependent var	0.031325
S.E. of regression	0.015074	Sumsquaredresid	0.001818
Durbin-Watson stat	1.125803		

الملحق رقم (5): اختبار صلاحية النموذج الثاني

1- اختبار الارتباط الذاتي للبقايا

VEC Residual Serial Correlation LM Tests  
Date: 05/27/22 Time: 13:11  
Sample: 2002 2020  
Included observations: 16

Nullhypot  
hesis: No  
serial  
correlatio  
n at lag h

Lag	LRE* stat	df	Prob.	Rao F-stat	df	Prob.
1	8.549006	9	0.4799	0.979322	(9, 7.5)	0.5204
2	3.071309	9	0.9614	0.268025	(9, 7.5)	0.9657
3	9.044885	9	0.4331	1.063034	(9, 7.5)	0.4752

2- اختبار عدم التجانس

VEC Residual Heteroskedasticity Tests (Levels and Squares)  
Date: 05/27/22 Time: 13:11  
Sample: 2002 2020  
Included observations: 16

Joint test:

Chi-sq	df	Prob.
86.79461	84	0.3957

3- اختبار التوزيع الطبيعي للبقايا

VEC Residual Normality Tests  
Orthogonalization: Cholesky (Lutkepohl)  
NullHypothesis: Residuals are multivariate normal  
Date: 05/27/22 Time: 13:13  
Sample: 2002 2020  
Included observations: 16

Component	Skewness	Chi-sq	df	Prob.*
1	-0.707898	1.336320	1	0.2477
2	-1.218714	3.960703	1	0.0466
3	0.430979	0.495314	1	0.4816
Joint		5.792338	3	0.1222

Component	Kurtosis	Chi-sq	df	Prob.
1	3.874388	0.509703	1	0.4753

2	4.384316	1.277554	1	0.2584
3	1.893044	0.816902	1	0.3661
Joint		2.604159	3	0.4568

Component	Jarque-Bera	df	Prob.	
1	1.846023	2	0.3973	
2	5.238257	2	0.0729	
3	1.312216	2	0.5189	
Joint		8.396496	6	0.2105

\*Approximate p-values do not account for coefficient estimation

#### WALD اختبار -4

Wald Test:  
System: %system

Test Statistic	Value	df	Probability
Chi-square	37.61453	3	0.0000

## الملحق رقم (6): اختبار معنوية المعالم للنموذج الثاني

System: UNTITLED  
 Estimation Method: Least Squares  
 Date: 05/27/22 Time: 13:14  
 Sample: 2005 2020  
 Included observations: 16  
 Total system (balanced) observations 48

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	-0.108512	0.028048	-3.868836	0.0007
C(2)	-0.112688	0.131744	-0.855357	0.4008
C(3)	0.264302	0.136742	1.932843	0.0651
C(4)	0.595930	0.573661	1.038820	0.3092
C(5)	-2.811481	0.501884	-5.601852	0.0000
C(6)	1.194729	0.980569	1.218403	0.2349
C(7)	0.947133	0.855158	1.107554	0.2790
C(8)	0.006081	0.004552	1.335875	0.1941
C(9)	-0.004862	0.025551	-0.190299	0.8507
C(10)	0.181169	0.120018	1.509509	0.1442
C(11)	0.152890	0.124572	1.227324	0.2316
C(12)	-0.771515	0.522603	-1.476293	0.1529
C(13)	-0.622066	0.457215	-1.360556	0.1863
C(14)	-0.616131	0.893296	-0.689728	0.4970
C(15)	-0.186394	0.779046	-0.239259	0.8129
C(16)	-0.000123	0.004147	-0.029722	0.9765
C(17)	0.012696	0.004850	2.617643	0.0151
C(18)	0.064251	0.022781	2.820362	0.0095
C(19)	0.010409	0.023646	0.440204	0.6637
C(20)	-0.213808	0.099198	-2.155372	0.0414
C(21)	0.145740	0.086786	1.679300	0.1061
C(22)	-0.301732	0.169561	-1.779492	0.0878
C(23)	-0.455803	0.147874	-3.082361	0.0051
C(24)	-0.001326	0.000787	-1.684945	0.1050

Determinantresidual covariance 3.25E-14

$$\text{Equation: } D(\text{ROE}) = C(1) * (\text{ROE}(-1) + 4.69559268743 * \text{KCP}(-1) - 29.4992764738 * \text{KD}(-1) - 0.0218934833039) + C(2) * D(\text{ROE}(-1)) + C(3) * D(\text{ROE}(-2)) + C(4) * D(\text{KCP}(-1)) + C(5) * D(\text{KCP}(-2)) + C(6) * D(\text{KD}(-1)) + C(7) * D(\text{KD}(-2)) + C(8)$$

Observations: 16

R-squared	0.935514	Meandependent var	0.000957
Adjusted R-squared	0.879089	S.D. dependent var	0.046973
S.E. of regression	0.016334	Sumsquaredresid	0.002134
Durbin-Watson stat	2.173500		

الملحق رقم (7): نتائج تقدير النموذج الثالث

VectorAutoregressionEstimates

Date: 05/27/22 Time: 13:22

Sample (adjusted): 2005 2020

Included observations: 16 afteradjustments

Standard errors in ( ) & t-statistics in [ ]

	EPS	KCP	KD
EPS(-1)	0.850730 (0.32585) [ 2.61083]	0.000149 (8.3E-05) [ 1.79468]	3.61E-05 (2.0E-05) [ 1.81713]
EPS(-2)	0.673193 (0.51133) [ 1.31654]	0.000201 (0.00013) [ 1.53970]	-4.95E-05 (3.1E-05) [-1.58829]
EPS(-3)	-0.514021 (0.55669) [-0.92336]	5.76E-06 (0.00014) [ 0.04053]	-1.80E-05 (3.4E-05) [-0.52967]
KCP(-1)	283.1354 (2630.61) [ 0.10763]	-0.829853 (0.67127) [-1.23624]	-0.119750 (0.16023) [-0.74737]
KCP(-2)	-6022.004 (2763.45) [-2.17916]	-0.951589 (0.70517) [-1.34945]	0.391648 (0.16832) [ 2.32680]
KCP(-3)	5737.196 (2991.79) [ 1.91765]	0.137844 (0.76344) [ 0.18056]	-0.122880 (0.18223) [-0.67431]
KD(-1)	3803.193 (4661.38) [ 0.81589]	-1.096891 (1.18948) [-0.92216]	0.347625 (0.28392) [ 1.22436]
KD(-2)	5245.014 (4018.24) [ 1.30530]	0.623077 (1.02536) [ 0.60767]	-0.193348 (0.24475) [-0.78998]
KD(-3)	-2149.571 (3027.43) [-0.71003]	-0.132369 (0.77253) [-0.17134]	0.340143 (0.18440) [ 1.84460]
C	-58.52892 (193.433) [-0.30258]	0.056433 (0.04936) [ 1.14330]	0.001502 (0.01178) [ 0.12746]
R-squared	0.826997	0.652118	0.850940
Adj. R-squared	0.567493	0.130296	0.627350
Sum sq. resids	14653.86	0.000954	5.44E-05
S.E. equation	49.41974	0.012611	0.003010
F-statistic	3.186838	1.249694	3.805800
Log likelihood	-77.26198	55.11487	78.03592
Akaike AIC	10.90775	-5.639359	-8.504490
Schwarz SC	11.39062	-5.156491	-8.021622
Meandependent	134.4029	0.037051	0.007881
S.D. dependent	75.14568	0.013522	0.004931

---

Determinantresid covariance (dof adj.)	7.71E-07
Determinantresid covariance	4.06E-08
Log likelihood	68.04058
Akaike information criterion	-4.755072
Schwarz criterion	-3.306468
Number of coefficients	30

---



## الملحق رقم (8): نتائج تقدير النموذج الرابع

VectorAutoregressionEstimates

Date: 05/27/22 Time: 13:38

Sample (adjusted): 2006 2020

Included observations: 15 afteradjustments

Standard errors in ( ) &amp; t-statistics in [ ]

	RIF	KCP	KD
RIF(-1)	-1.418338 (0.84406) [-1.68037]	-0.031803 (0.14666) [-0.21685]	-0.039097 (0.02799) [-1.39668]
RIF(-2)	1.950055 (0.69724) [ 2.79684]	0.183455 (0.12114) [ 1.51434]	-0.031297 (0.02312) [-1.35351]
RIF(-3)	-0.405559 (0.81149) [-0.49977]	-0.029920 (0.14100) [-0.21220]	0.019150 (0.02691) [ 0.71156]
KCP(-1)	-0.355942 (3.00325) [-0.11852]	-0.457392 (0.52182) [-0.87654]	-0.166861 (0.09960) [-1.67531]
KCP(-2)	-3.806305 (2.93560) [-1.29660]	-0.384041 (0.51006) [-0.75293]	0.270364 (0.09736) [ 2.77706]
KCP(-3)	3.273477 (3.66842) [ 0.89234]	-0.016795 (0.63739) [-0.02635]	-0.299190 (0.12166) [-2.45924]
KD(-1)	-30.79068 (8.35158) [-3.68681]	-1.774524 (1.45109) [-1.22289]	-0.661344 (0.27697) [-2.38777]
KD(-2)	-2.596424 (7.49265) [-0.34653]	0.959214 (1.30185) [ 0.73681]	-0.485121 (0.24849) [-1.95231]
DKD(-3)	-20.74654 (7.77997) [-2.66666]	-0.388147 (1.35177) [-0.28714]	0.172239 (0.25801) [ 0.66755]
C	-0.067056 (0.03198) [-2.09677]	-0.000327 (0.00556) [-0.05881]	-0.000802 (0.00106) [-0.75586]
R-squared	0.837372	0.522225	0.898009
Adj. R-squared	0.544642	-0.337769	0.714426
Sum sq. resids	0.046377	0.001400	5.10E-05
S.E. equation	0.096309	0.016734	0.003194
F-statistic	2.860563	0.607242	4.891562
Log likelihood	22.05847	48.31053	73.15283
Akaike AIC	-1.607797	-5.108071	-8.420377
Schwarz SC	-1.135763	-4.636037	-7.948344
Meandependent	-0.027313	-0.001287	-0.000625
S.D. dependent	0.142721	0.014468	0.005977

---

Determinantresid covariance (dof adj.)	1.20E-11
Determinantresid covariance	4.45E-13
Log likelihood	149.4514
Akaike information criterion	-15.92685
Schwarz criterion	-14.51075
Number of coefficients	30

---

الملحق رقم (9): نتائج تقدير النموذج الخامس

VectorAutoregressionEstimates  
Date: 05/27/22 Time: 13:48  
Sample (adjusted): 2003 2020  
Included observations: 18 afteradjustments  
Standard errors in ( ) & t-statistics in [ ]

	BFR	KCP	KD
BFR(-1)	-0.064921 (0.20381) [-0.31854]	-1.93E-12 (1.1E-12) [-1.80026]	2.61E-13 (4.8E-13) [ 0.54596]
KCP(-1)	2.14E+11 (5.6E+10) [ 3.84422]	0.397340 (0.29256) [ 1.35815]	-0.196587 (0.13049) [-1.50651]
KD(-1)	2.41E+10 (1.1E+11) [ 0.22712]	-0.645007 (0.55701) [-1.15797]	0.399082 (0.24845) [ 1.60631]
C	-3.90E+09 (2.8E+09) [-1.38568]	0.035558 (0.01478) [ 2.40596]	0.011416 (0.00659) [ 1.73178]
R-squared	0.590485	0.308209	0.420360
Adj. R-squared	0.502731	0.159968	0.296151
Sum sq. resids	7.09E+19	0.001959	0.000390
S.E. equation	2.25E+09	0.011828	0.005276
F-statistic	6.728915	2.079108	3.384303
Log likelihood	-410.8928	56.59232	71.12483
Akaike AIC	46.09920	-5.843592	-7.458314
Schwarz SC	46.29706	-5.645731	-7.260454
Meandependent	3.93E+09	0.036314	0.009251
S.D. dependent	3.19E+09	0.012905	0.006288
Determinantresid covariance (dof adj.)		1.87E+10	
Determinantresid covariance		8.82E+09	
Log likelihood		-282.7205	
Akaike information criterion		32.74672	
Schwarz criterion		33.34030	
Number of coefficients		12	

## الملخص

تهدف هذه الدراسة إلى تحديد أثر تكلفة التمويل على الأداء المالي لمجمع صيدال، باستخدام اختبار التكامل المشترك لتقدير أثر تكلفة أموال الملكية وتكلفة الاستدانة على المتغيرات التابعة والمتمثلة في ROE، ROA، EPS، RIF و BFR خلال الفترة (2002-2020). حيث تم الاستعانة ببرمجية Eviews10، لتقدير وتقييم النماذج ودراسة استقرارية السلاسل الزمنية.

وخلصت الدراسة إلى وجود أثر عكسي قوي لتكلفة أموال الملكية على الأداء المالي لمجمع صيدال وأثر طردي ضعيف لتكلفة الديون على الأداء المالي.

الكلمات المفتاحية: الأداء المالي، تكلفة التمويل، تكلفة أموال الملكية، تكلفة الاستدانة، اختبار التكامل المشترك لجوهنسون.

## Résumé

Cette étude a pour objet de déterminer l'impact du coût de financement sur les la performance financière du complexe Siadal, en utilisant Cointegration test pour estimer l'impact du coût des capitaux propres et du coût de l'endettement sur les variables dépendantes qui sont: ROA, ROE, EPS, RIF et BFR au cours de la période 2002-2020. L'utilisation du logiciel Eviews10 à parmi l'estimation et l'évaluation des modèles et la stabilité des séries temporelles.

L'étude a conclu que le coût des capitaux propres avait un effet négatif important sur la performance financière du complexe Siadal et que le coût de la dette avait un effet marginal sur la performance financière.

**Mots-clés:** performance financière, coût du financement, coût des capitaux propres, coût de la dette, Cointegration test Johansen Method.