



جامعة قاصدي مرياح ورقلة



كلية العموم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم المالية والمحاسبة

مذكرة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي الطور الثاني في ميدان :

علوم اقتصادية وعلوم التسيير وعلوم و علوم تجارية

تخصص: مالية مؤسسة

بعنوان

أثر المزيج التمويلي على الأداء المالي من منظور القيمة الاقتصادية المضافة

**EVA**

دراسة حالة شركة ( الأوار سي، أليانس للتأمينات ، مجمع صيدال) خلال الفترة

**2020-2011**

من اعداد الطلبة : شراد نور الايمان , تاتو جميلة

نوقشت وأجيزت بتاريخ :

2023/06/19

امام اللجنة المكونة من السادة :

رئيسا	أستاذ محاضر أ	خماقاني بدر الزمان
مشرفا	أستاذ محاضر أ	قريشي خير الدين
مناقشا	أستاذ محاضر أ	زغود تبر

السنة الجامعية 2022/2023

## الشكر

بداية نتقدم بالشكر لله سبحانه الذي وفقنا لإنجاز هذا العمل ،فلك الشكر والحمد كما ينبغي لجلال وجهك

وعظيم سلطانتك

قال رسول الله صلى الله عليه وسلم "من لا يشكر الناس لا يشكر الله "

نتقدم بالشكر الجزيل والعرفان إلى الأستاذ الفاضل قريشي خير الدين لموافقته على الإشراف على هذا العمل ، جزاه الله خيرا

كما لا يفوتني أن أتقدم بالشكر لأعضاء اللجنة المناقشة على ما سوف يقدمونه من التوجيهات والتوصيات لإثراء هذا العمل

كما نشكر كل من كان لهم الفضل سواء من قريب أو من بعيد على مديد العون والمساعدة

شكرا للجميع

## الإهداء

حمدا كثيرا جزيلا لخالقي ومولاي، باسط اليدين بالعطايا والنعمة مالك ذي الجلال والإكرام منبع

التوفيق مسير الأعمال

أهدي ثمرة جهدي هذا إلى:

التي رعنتني حق الرعاية وكانت سندي في الشدائد، وكانت دعواتها لي بالتوفيق تتبغني خطوة

في عملي نبع الحنان "أمي" اعز ملاك على القلب والعين جزاها الله عني

خير الجزاء في الدارين

إلى الذي وهبني كل ما يملك حتى أحقق له أماله، إلى من كان يدفعني قدما نحو الأمام إلى الإنسان  
الذي

امتلك الإنسانية بكل قوة إلى الذي سهر على تعليمي بتضحيات إلى مدرستي الأولى في

في الحياة أبي الغالي على قلبي أطال الله في عمره

إلى إخوتي: نور الدين، عائشة، بلخير، أمينة، سندس

إلى من كان سندا وأنارا لنا الدرب ورحلا، جدي وجدتي وعمي رحمهم الله

إلى كل هؤلاء اهدي هذا العمل المتواضع

جميلة

## الإهداء

أهدي هذا العمل إلى:

من ربتي وأنارت دربي وأعانتني بالصلوات والدعوات ، إلى أعلى إنسان في هذا الوجود  
أمي الحبيبة .

إلى من عمل بكد في سبيلي وعلمني معنى الكفاح وأوصلني إلى ما أنا عليه أبي الكريم أدامه  
الله لي.

إلى من شجعني على مواصلة مسيرتي العلمية، ووقف إلى جانبي في الشدة والرخاء رفيق  
دربي زوجي العزيز.

إلى إخوتي وأخواتي وزوج أختي .

إلى جميع أساتذة قسم علوم المالية والمحاسبية.

إلى كل من شجعني وساعدني على إتمام هذا العمل.

نور الإيمان

## ملخص:

هدفت الدراسة لتحديد أثر المزيج التمويلي على الأداء المالي باستخدام القيمة الاقتصادية المضافة EVA، ولتحقيق هدف الدراسة تم الاعتماد على القوائم المالية لعينة من المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر المكونة من ثلاث مؤسسات (صيدال، أوراسي، أليانس للتأمينات)، وقد تم استخدام المشاهدات المقطعية لنماذج بانل Panel واستخدام برنامج Eviews 12 بعد تبويب البيانات في برنامج Excel2007، حيث توصلت الدراسة إلى وجود علاقة سالبة ذات دلالة إحصائية بين نسبة حق ملكية إلى إجمالي الموجودات والقيمة الاقتصادية المضافة، وبين نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول والقيمة الاقتصادية المضافة، بينما أظهرت عدم وجود علاقة بين نسبة الرفع المالي والقيمة الاقتصادية المضافة.

الكلمات المفتاحية: مزيج التمويل، أداء مالي، قيمة اقتصادية المضافة، نسبة رفع مالي، نسبة الديون، نسبة حق

ملكية، بورصة الجزائر، نموذج.

### **Abstract:**

This study dealt with the issue of the impact of the financial structure on financial performance using economic value added (EVA), and to achieve the objective of the study, the financial statements of a sample of companies listed on the Algiers Stock Exchange, consisting of three institutions (Saidal, Eurasian, and Alliance Insurance), were used. Panel and using the Eviews 12 program after tabulating the data in the Excel program, where the study concluded that there is a statistically significant negative relationship between the ratio of equity to total assets and economic value added, and between the ratio of total debt to total assets and economic value added, while it showed no relationship between the financial leverage ratio and the added economic value.

**Keywords: Financing mix, financial performance, economic value added, financial leverage ratio, debt ratio, equity ratio, .Algiers Stock Exchange, model.**

## فهرس

I	الشكر
II	الإهداء
IV	ملخص:
V	فهرس
VII	فهرس الجداول:
VIII	فهرس الأشكال:
أ	مقدمة
8	تمهيد:
	الفصل الأول : الاطار النظري للمزيج التمويلي و الاداء المالي و القيمة الاقتصادية المضافة
8	المبحث الأول : الأدبيات النظرية للمزيج التمويلي والاداء المالي والقيمة الاقتصادية المضافة
9	المطلب الأول : مفاهيم أساسية حول المزيج التمويلي
9	الفرع الأول: مفهوما لمزيج التمويل والعوامل المحددة له
11	الفرع الثاني: نظريات المزيج التمويلي :
14	الفرع الثالث: مكونات المزيج التمويلي :
19	المطلب الثاني: الاداء المالي:
19	الفرع الأول: مفهوم الاداء المالي
20	الفرع الثاني: أهمية وأهداف الاداء المالي :
20	الفرع الثالث: العوامل المؤثرة في الاداء المالي
23	المطلب الثالث: القيمة الاقتصادية المضافة كمؤشر لتقييم الاداء المالي
23	الفرع الأول: مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة
25	الفرع الثالث: تقييم القيمة الاقتصادية المضافة
25	المبحث الثاني: الدراسات السابقة.
26	المطلب الأول: عرض الدراسات السابقة المتعلقة بأثر الهيكل المالي على الاداء المالي
32	المطلب الثاني : عرض الدراسات المتعلقة بالقيمة الاقتصادية المضافة
35	المطلب الثالث: مقارنة الدراسة الحالية بالدراسات السابقة:
36	خلاصة الفصل :

الفصل الثاني: الدراسة التطبيقية لأثر المزيج التمويلي على الاداء المالي من منظور القيمة الاقتصادية المضافة

## قائمة المحتويات

32	تمهيد
33	المبحث الأول: الطريقة والأدوات المستخدمة
33	المطلب الأول: المجتمع والعينة ومتغيرات الدراسة
33	الفرع الأول: مجتمع وعينة الدراسة
34	الفرع الثاني: متغيرات الدراسة
35	المطلب الثاني: مصادر جمع البيانات والأدوات المستخدمة في الدراسة
35	الفرع الأول: مصادر جمع البيانات
35	الفرع الثاني: الأدوات المستخدمة في الدراسة
37	المبحث الثاني: عرض ومناقشة النتائج
37	المطلب الأول: عرض نتائج الدراسة
37	الفرع الأول: الدراسة الإحصائية الوصفية لمتغيرات الدراسة
41	الفرع الثاني: الدراسة القياسية لتأثير المزيح التمويلي على الأداء المالي
50	المطلب الثاني: مناقشة نتائج الدراسة
52	خلاصة الفصل الثاني
53	الملاحق
48	قائمة المصادر والمراجع

## فهرس الجداول:

- 24 ..... الجدولرقم(01) يبين طريقة حساب مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة
- 30 ..... الجدولرقم (02) يبين الدراسات السابقة المتعلقة بأثر الهيكل المالي على الأداء المالي
- 34 ..... الجدولرقم (03) يبين الدراسات المتعلقة بالقيمة الاقتصادية المضافة
- 37 ..... الجدولرقم (04): قيم متوسطات متغيرات الدراسة
- 41 ..... الجدولرقم (2-2): يبين مصفوفة الارتباط لمتغيرات الدراسة
- 43 ..... الجدولرقم (3-2): اختبار EVA—FISHER بدلالة المزيغ التمويلي
- 43 ..... الجدولرقم (4-2): اختبار EVA—LM بدلالة المزيغ التمويلي
- 45 ..... الجدولرقم (5-2): نموذج الانحدار التجميعي لـ EVA بدلالة متغيرات المزيغ التمويلي
- 47 ..... الجدولرقم (6-2): اختبار الارتباط الآني بين بواقي تقدير نموذج الدراسة
- 48 ..... الجدولرقم (7-2): اختبار الارتباط الذاتي بين بواقي تقدير نموذج الدراسة
- 49 ..... الجدولرقم (8-2): اختبار ثبات التباين بين بواقي تقدير نموذج الدراسة



## فهرس الأشكال:

- الشكل 1 يبين مكونات المزيج التمويلي ..... 14
- الشكل 2 يبين العوامل المؤثرة في الداء المالي ..... 21
- الشكل 3 تطورات القيمة الاقتصادية المضافة لكل مؤسسة طيلة فترة الدراسة ..... 37
- الشكل 4 تطورات حقوق الملكية إلى اجمالي الموجودات لكل مؤسسة طيلة فترة الدراسة ..... 39
- الشكل 5 تطورات الرفع المالي لكل مؤسسة طيلة فترة الدراسة ..... 39
- الشكل 6 اختبار التوزيع الطبيعي لبواقي تقدير نموذج الدراسة ..... 48

## قائمة الاختصارات

الرقم	الرمز	الدلالة باللغة العربية
1	EVA	القيمة الاقتصادية المضافة
2	LF	نسبة الرفع المالي
3	DEBT	نسبة الديون إلى إجمالي الموجودات
4	Equity	نسبة حقوق الملكية إلى إجمالي الموجودات
5	NOPAT	الربح التشغيلي بعد الضرائب
6	WACC	المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال
7	IC	رأس مال المستثمر
8	BFR	إحتياج في رأس مال العامل

مقدمة

## مقدمة

شهدت دراسة المؤسسات الاقتصادية في العشرينات الأخيرة اهتماما كبير ومتزايد بين الباحثين والاقتصاديين، و تعتبر بمثابة النواة الرئيسية للنشاط الاقتصادي لأي دولة بالنظر إلى أن البيئة الاقتصادية تتميز بمستويات عالية من التطور وشدة التقلبات الاقتصادية، والسياسية، والتكنولوجية في عملية التمويل، و تنفرد بها الوظيفة المالية وتعتبر أهم نشاط بالمؤسسة الاقتصادية ، كما يعتبر التمويل عصب الحياة الاقتصادية ومن دونه لا تستطيع المؤسسة الاستمرار في القيام بنشاطاتها المختلفة، ما جعل المؤسسات تواجه صعوبة إشكالية تسيير تمويل نشاطها إلى مصادر مختلفة من الأموال التي تتمثل في جانب الخصوم سواء كانت ديون أو أموال خاصة ، تلجأ إليها المؤسسات من خلال البحث عن مصادر التمويل المناسبة لأقل تكلفة ، ولكي تعرف المؤسسة قدرتها على تحقيق أهدافها في حدود إمكانياتها المتاحة ، فإنها تحتاج إلى قياس وتقييم نتائجها ، وأبوالأحرى أدائها المالي في إطار عملية التقييم ، حيث يواجه المديرون مشكلة اختيار المعايير والمؤشرات المستخدمة في التقييم ، فهي متنوعة وكثيرة ، ونجاح الأداء المالي يعتمد على قدرة المساهمين على اختيار القرار المناسب والأفضل وذلك من خلال اختيار هيكلها المالي الأمثل أي إيجاد التوليفة المثلى للمصادر التمويلية .

هناك الكثير من المؤشرات الذي يمكن بواسطتها قياس فعالية الأداء المالي للمؤسسات ، ومن بينها مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة الذي يعتبر من أهم المؤشرات الحديثة التي من خلالها تسعى المؤسسة لتحديد قدرتها على خلق القيمة من خلال تحقيق عائد من رأس المال يفوق تكلفة رأس المال.

وعلى ضوء ماسبق يمكننا أن نطرح الإشكالية التالية:

**ما مدى تأثير الميزج التمويلي على الأداء المالي من خلال القيمة الاقتصادية المضافة**

**لعينة الدراسة خلال الفترة من (2011- 2020) ؟**

ولالإحاطة بكل جوانب موضوع الدراسة نطرح التساؤلات الفرعية التالية:

1. هل يوجد دلالة إحصائية بين نسبة الرفع المالي و القيمة الاقتصادية المضافة في عينة الدراسة خلال الفترة (2011- 2020) ؟

2. هل يوجد دلالة إحصائية بين نسبة حقوق الملكية إلى إجمالي الموجودات و القيمة الاقتصادية المضافة في عينة الدراسة خلال الفترة (2011-2020)؟

3. هل يوجد دلالة إحصائية بين نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الموجودات و القيمة الاقتصادية المضافة في عينة الدراسة خلال الفترة (2011-2020).؟

## 1. فرضيات الدراسة

للإجابة على التساؤلات الفرعية تم وضع الفرضيات التالية :

1. توجد دلالة إحصائية بين نسبة الرفع المالي على القيمة الاقتصادية المضافة في عينة الدراسة خلال الفترة (2011-2020).
2. لا توجد دلالة إحصائية بين نسبة حقوق الملكية إلى إجمالي الموجودات على القيمة الاقتصادية المضافة في عينة الدراسة خلال الفترة (2011-2020).
3. توجد دلالة إحصائية نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الموجودات على القيمة الاقتصادية المضافة في عينة الدراسة خلال الفترة (2011-2020).

## مبررات اختيار الموضوع :

- 1- الرغبة شخصية في البحث في الجانب المالي .
- 2- توافق موضوعي مع نوع تخصصي العلمي .
- 3- دراسة قدرة المؤسسات الجزائرية المسعرة في بورصة الجزائر على استخدام الموارد بصورة فعالة والقدرة على توليد تدفقات نقدية .
- 4- تسليط الضوء والاهتمام بالأداء المالي وطريقة قياسه من خلال أهم مؤشر حديث مستخدم لخلق قيمة.

## أهداف الدراسة :

- 1- معرفة المؤشرات الحديثة المستخدمة في قياس الأداء المالي.
- 2- تحديد أهم المفاهيم المتعلقة بالهيكل المالي والأداء المالي و استخراج العلاقة بينهما .
- 3- تعليم استخدام الأساليب الإحصائية والتعرف على النمذجة القياسية .
- 4- ربط المكتسبات العلمية بدراسة تطبيقية لتحقيق نتائج ملموسة .

## أهمية الدراسة

تمكن أهمية الدراسة في كونها تعالج موضوع مهم في المؤسسات الاقتصادية، حيث حظيت باهتمام بالغ من طرف الباحثين والماليين ، وسنحاول من خلال هذه الدراسة توضيح وتبيين أثر الميزج التمويلي على الأداء المالي من منظور القيمة الاقتصادية المضافة، وإبراز العوامل المؤثرة في ذلك وبالتالي تساعد على كيفية إختيار المؤسسة للهيكل المالي المناسب لها حسب وضعيتها المالية وأهدافها. .

## حدود الدراسة :

- 1-الحدود المكانية: اقتصرَت الدراسة على عينة المؤسسات الجزائرية المسعرة في بورصة الجزائر(أليانس، أوراسي، صيدال)
- 2-الحدود الزمانية: يمتد المجال الزمني من خلال الفترة الممتدة 2010-2020 من خلال الاعتماد على البيانات المالية.

## منهج البحث والأدوات المستعملة:

للإجابة على الإشكالية المطروحة، لهذا الموضوع والوصول إلى نتائج المرجوة، وكذلك اختبار صحة الفرضيات: حيث تم الاعتماد في هذه الدراسة في الجانب النظري على المنهج الوصفي، أما في الجانب التطبيقي تم الاعتماد على منهج الدراسة باستخدام الأساليب الإحصائية والأدوات القياسية من خلال برنامج EViews بتبويب البيانات في برنامج EXCEL.

## صعوبات الدراسة :

- 1- صعوبة اختيار المؤشر الذي يناسب الدراسة.
- 2- صعوبة الحصول على القوائم المالية.
- 3- عدم وجود العينة المطلوبة في بورصة الجزائر، ما أدى إلى تقليص عدد العينة.

## هيكل الدراسة

### الفصل الأول:

للوصول إلى هدف الدراسة تم تقسيمها إلى فصلين، حيث تناول الفصل الأول مبحثين، المبحث الأول الإطار النظري للهيكل المالي والأداء المالي والقيمة الاقتصادية المضافة، من حيث المفهوم والأهمية والعوامل المؤثرة. كما في المبحث الثاني تم التطرق إلى دراسات السابقة والمتعلقة بموضوع بحثنا ومقارنتها بدراسة الحالية.

### الفصل الثاني :

خصص هذا الفصل لدراسة الميدانية على مستوى بورصة الجزائر لعينة من المؤسسات، حيث تم تناول الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة وبعض الاختبارات الإحصائية، ثم عرض نتائج ومناقشتها وفي الأخير النتائج المتوصل إليها.

# الإطار النظري للدراسة

## تمهيد:

يعتبر الأداء المالي من العناصر الأساسية للمؤسسة حيث يوفر لها نظاما شاملا يحتوي على معلومات دقيقة وموثوقة والسعي لتحسين أدائها لضمان استمرارية نشاطاتها لتحقيق المؤسسة أهدافها المسطرة يجب لها دراسة معمقة وأدوات متطورة ويمكن وان يرجع ذلك إلى إدارتها المالية الداخلية وكفاءتها في اختيار الهيكل التمويلي المناسب من الأموال الخاصة والديون في تكوينه بالطريقة التي تؤدي تدنئة تكلفة رأس المال إلى حد أقصى ممكن وبالتالي تعظيم قيمة المؤسسة وهذا ما يعرف بالهيكل المالي الأمثل.

المبحث الأول : الأدبيات النظرية للمزيج التمويلي والأداء المالي والقيمة الاقتصادية المضافة



## المطلب الأول : مفاهيم أساسية حول المزيج التمويلي

### الفرع الأول: مفهوم المزيج التمويلي والعوامل المحددة له

#### مفهوم المزيج التمويلي

يمكن تعريف الهيكل المالي على انه توليفة المصادر التمويلية التي تختارها الشركة لتغطية استثماراتها ، وهي تخص جانب الخصوم في الميزانية العامة ، ما يؤخذ عليه هذا التعريف هو أنه ينظر للهيكل المالي فقط من الجانب المحاسبي في الميزانية العامة مع إغفاله للجانب المالي الذي يهتم بالمكونات الرئيسية له وهو يتمثل كذلك في جميع أشكال وأنواع التمويل سواء ملكية أو اقتراض ، أو من حيث اعتبارها مصادر تمويلية قصيرة اجل أو مصادر تمويلية طويلة الأجل وهذا التعريف اهتم بنوع الأموال المستخدمة وهي الداخلية والخارجية (المملوكة والمقترضة ) وبأجال التمويل كذلك التي تختلف من قصيرة إلى طويلة حسب الحاجة إليها ، ويعرف الهيكل المالي كذلك على أنه ذلك المزيج من الأموال الخاصة والمستدامة الذي يترتب عنه أقل تكلفة ممكنة، حيث يعتبر هذا التعريف قريب من المثالية لأنه يجمع بين مكونات الهيكل المالي وشرطه الأساسي وهو أنه يجب أن يكون بأقل التكاليف <sup>1</sup>.

يقصد بالهيكل المالي كيفية قيام المؤسسة بتمويل مختلف أصولها من موارد داخلية وخارجية ، وهو يختلف عن هيكل رأس المال الذي يمثل التمويل الدائم للمؤسسة والذي يتكون عادة من قروض طويلة أجل والأموال الخاصة وتستبعد القروض قصيرة الأجل ومن هنا فهيكل رأس المال هو جزء من الهيكل المالي للمؤسسة <sup>2</sup>.

من خلال ماسبق يمكن القول أن الهيكل المالي هو إجمالي مصادر التمويل التي تعتمد عليها المؤسسات لتشكيل توليفة مثلى من الأموال الخاصة والقروض من أجل القيام بعملياتها الاستغلالية أو الاستثمارية ، بما يمكنها من تعظيم العائد تحت شرط تدنئة التكاليف <sup>3</sup>.

### العوامل المحددة للمزيج التمويلي :

#### 1.2 معدل المبيعات:

يعتبر معدل نمو المبيعات في المستقبل مقياسا لمدى التضاعف المحتمل في الإيرادات للسهم الناتج عن الرفع .

<sup>1</sup>فاطمة الزهراء بن زعيمة وآخرون، أهمية تحليل الهيكل المالي في تقييم الأداء المالي ،مجلة الريادة لإقتصاديات الأعمال،المجلد 07 العدد 3 بجامعة شلف الجزائر ، ص158.

<sup>2</sup>منفيدة مجاوي، تحديد الهيكل المالي الأمثل في المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية،مجلة العلوم الإنسانية،جامعة محمد خيضر بسكرة،العدد3 ، أكتوبر 2002،ص 5.

<sup>3</sup>فاطمة الزهراء بن زعيمة وآخرون،مرجع سابق ،ص 158.

فمثلا إذا كان معدل النمو المبيعات والإيرادات يتراوح بين 8% و 10% في العام الواحد ، فإن التمويل بالقروض – ذات الفائدة محددة والثابتة – يؤدي إلى تحقيق أرباحا مضاعفة لحملة الأسهم العادية.

وعلى كل فيلاحظ أن أسعار بيع الأسهم العادية تكون عادة مرتفعة في حالة المنشأة التي تتمتع بمعدل مرتفع لنمو المبيعات والإيرادات. ولهذا يبدو التمويل بالأسهم العادية مفضلة في مثل هذه الحالة. والواقع أنه يقع على عاتق المنشأة في هذه الحالة الموازنة بين المكاسب عن استخدام الرفع المالي وبين المزايا التي تعود عليها من زيادة حجم الملكية.

## 2.2 درجة استقرار المبيعات :

ترتبط درجة استقرار المبيعات بنسب الاقتراض ارتباطا مباشرا . فعندما تزيد درجة استقرار المبيعات والإيرادات، تتمكن المنشأة من دفع التزاماتها الثابتة على القروض بأقل درجة من الخطر. وذلك بعكس الحال إذا كانت المبيعات والإيرادات تتعرض لتقلبات مستمرة حيث تجد الشركة صعوبة في دفع هذه الالتزامات.<sup>1</sup>

## 3.2 درجة المنافسة :

إن درجة المنافسة التي تعمل بها المؤسسة تعتمد على استقرار أرباحها، فكلما ازدادت حدة المنافسة السعرية بين المؤسسات كلما انحصر هامش الربح مما يجد من استطاعة المؤسسة على الاقتراض من انخفاض مقدرتها على خدمة الديون والتي من أحد مقاييسها عدد مرات تغطية أرباح للفائدة المدفوعة.<sup>2</sup>

## 4.2 هيكل الأصول :

يؤثر هيكل الأصول في مصادر التمويل بطرق عديدة فالشركات التي أصولها مناسبة كضمان للقروض تميل إلى استخدام الديون بشكل كبير نسبيا. الأصول ذات الأغراض العامة التي يمكن استخدامها من قبل العديد من الشركات تجعل ضمانات جيدة فيحين الأصول ذات الأغراض الخاصة لا تفعل ذلك . وبالتالي، عادة ما تكون الشركات العقارية عالية الاستدانة ، في حين أن الشركات العاملة في مجال البحوث التكنولوجية ليست كذلك.<sup>3</sup>

## 5.2 موقف إدارة المؤسسة اتجاه الخطر :

<sup>1</sup> محمد صالح الحناوي، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية، الإسكندرية مصر ، 2000، ص-ص 340.341.

<sup>2</sup> صديقي إبراهيم، داودي سالم، أثر الهيكل التمويلي على الأداء المالي لشركة التأمين ، مذكرة ماستر ، جامعة دراية إدار، الجزائر ، 2018-2019، ص 12.

<sup>3</sup> رياض حمزة كاظم ، هيكل التمويل وأثره في الأداء المالي مقاسا بمؤشر القيمة السوقية ، مذكرة ماجستير ، جامعة الكوفة كلية الإدارة والاقتصاد قسم العلوم المالية والمصرفية، العراق ، 2019، ص 34 .

هناك اختلاف في درجة تجنب الخطر من شخص إلى آخر، فعلاقة التفضيل هذه تؤثر في تحديد سياسات التمويل للمؤسسة ، فإذا كانت إدارة المؤسسة تتجنب الخطر بدرجات عالية، فإنها لن تلجأ إلى التمويل بالدين إلا ضمن حدود ضيقة ، إما إذا كانت إدارة المؤسسة تتجنب الخطر بدرجات أقل ، فإنها ستكون على استعداد للتمويل بالدين بنسب أعلى سعياً وراء تعظيم الأرباح .

## 6.2 موقف المؤسسات التمويلية تجاه الخطر :

لا شك أن موقف المؤسسات التمويلية تجاه الخطر تعاطف الخطر التمويلي للمؤسسة فهو العامل الأهم في تحديد نسبة المديونية المثلى للمؤسسة ، فالترتيب الائتماني للمؤسسة وبالتالي مقدرتها على الاقتراض بشروط مناسبة تعتمد على نسبة الدين في الهيكل المالي للمؤسسة واختيار المزيج التمويلي المناسب يتصدر المناقشات والمفاوضات بين المؤسسة والبنوك أو المؤسسات التمويل، وغالبا ما تنصاع المؤسسة لتوصيات جهات المقرضة في هذا الخصوص لتعزيز مقدرتها على الاقتراض بشروط مسيرة .<sup>1</sup>

## الفرع الثاني: نظريات المزيج التمويلي :

إن من أكثر المواضيع التي يتم بحثها ومناقشتها ضمن مفهوم الإدارة المالية هو تحديد المزيج المناسب من الديون والملكية أي تحديد هيكل التمويل لدى الشركة ، حيث أن مواضيع تحديد هيكل التمويل (ديون + حقوق الملكية) ومدى ارتباط هيكل التمويل بالقيمة السوقية للشركة وتكلفة الأموال المرجحة WAAC ومدى تأثير ذلك الهيكل بالقيمة السوقية للشركة تعتبر من المواضيع الأكثر جدلا وتعقيدا لدى المهتمين في الإدارة المالية وهو لا يزال موضوع خلاف بين المهتمين بالفكر المالي حيث تولد أكثر من نظرية تحاول تفسير العلاقة بين هيكل التمويل والقيمة السوقية للشركة .

### 1. نظرية مولدياني وميلر (M.M) :

تم نشر نظرية ميلر ومولدياني عام 1958 والتي حازا بموجبها على جائزة نوبل للاقتصاد وهذه النظرية كانت ولا تزال موضوع حلل ونقاش بين المهتمين في الإدارة المالية حيث برهنت هذه النظرية تحت مجموعة من الافتراضات أن قيمة الشركة تزداد بشكل مستمر كلما زادت نسبة الدين وذلك بسبب إمكانية تحقيق وفر ضريبي بسبب أن الفوائد المدفوعة على الدين تسجل نفقات مقبولة ضريبيا وبالتالي تؤدي إلى تخفيض تكلفة رأس المال وبالتالي تحقيق قيمة أعلى للسهم في السوق وقد أكدت النظرية أنه في ظل غياب الضريبة فإن القيمة السوقية للشركة لا تتأثر بهيكل التمويل أي بتغيرات نسبة الرافعة المالية ولذلك أكدت النظرية على عدم وجود هيكل مالي أمثل .<sup>2</sup>

<sup>1</sup> بور بيعة غنية، محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة، مذكرة ماجستير، جامعة الجزائر 03، الجزائر، 2011-2012، ص.ص 24-25.

<sup>2</sup> محمد قاسم خصاونة، أساسيات الإدارة المالية، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان، الأردن، 2010، ص.ص 200-201.

## 2. نظرية الوكالة :

عقد الوكالة هو عقد يلتزم بموجبه شخص مادي أو معنوي بأن يتولى على وجه الاستمرار وفي منطقة نشاط معينة الترويج والتفاوض وإبرام الصفقات باسم الموكل وحسابه مقابل أجر، ويجوز أن تشتمل مهمته تنفيذها باسم الوكيل وحسابه.<sup>1</sup>

اقترح **Gensen et Meckling** سنة 1976 هذه النظرية تفسيرا لسلوك مختلف المتعاملين المعنيين بتمويل المؤسسة ، مثل المدراء ، الملاك أو المساهمون ، المقرضون والمدينون بشكل عام ، ومحاوله ملاحظة تأثير سلوكهم على تحديد هيكل التمويل ، وتنطلق هذه النظرية من فرضيتين :

أولا، ليس بالضرورة أن تكون أهداف المدراء والملاك متطابقة ، ثم إن المتعاملين ليسوا متساويين في الحصول على المعلومة المتعلقة بالمؤسسة ومحيطها.

فنظرية الوكالة ، هي نظرية تحاول البحث عن تصور العقود المثلى بين الأطراف وتفسير سلوك هؤلاء وأولئك بمجرد أن تكون هناك علاقة وكالة .

فعلاقة الوكالة ينجم عنها نوعان من تضارب المصالح ، فهي تؤدي إلى بروز لتناقض في المصالح بين المسير والمساهمين من جهة ، وبين المساهمين والمقرضين من جهة ثانية .<sup>2</sup>

## 3. نظرية الإشارة :

يتم التعرف على نظرية الإشارة من خلال التطرق إلى النموذجين الأساسيين التي بنيت عليها النظرية والمحتوى كالتالي

### أ- نموذج ROSS :

**ROSS** قدم سنة 1977 فيما يتعلق باستخدام الهيكل المالي كإشارة عن المعلومات الداخلية للمؤسسة ، بحيث وحسب هذا نموذج يستخدم المسيريون نسبة الاستدانة كمؤشر على ارتفاع أداء المؤسسة ، إذ كل ما ارتفعت نسبة الاستدانة دل هذا على قدرة المؤسسة على الإيفاء بديونها وبالتالي فهي الأحسن أداء.

### ب - نموذج pyle Leland:

<sup>1</sup> John S Walker, Afinancialajency analysis of privatizations, UNIVERSITY Press , London , 1997 , p34.

<sup>2</sup> إلياس بن ساسي ، قريشي يوسف ، التسيير المالي الإدارة المالية ، الطبعة الأولى ، دار وائل للنشر، 2006، ص381.

ظهر هذا النموذج 1977 ويقوم على أساس أن المسيرين يعلمون قيمة التدفقات النقدية المستقبلية ، هذا ما يجعلهم يحتفظون بالأسهم العادية من عدمه حسب قيمة هذه التدفقات ، وبالتالي فإن المستثمر رشيد سيتجه نحو المؤسسة التي يحتفظ مسيرها بنسبة أكبر من الأسهم كدليل على المردودية المستقبلية الجيدة للمؤسسة

- تقوم هذه النظرية على قاعدة أساسية وهي عدم التماثل المعلوماتي ، الذي تتصف به الأسواق. الواقع أن المعلومات التي تبثها المؤسسات ليست بالضرورة حقيقية وصادقة ، ومن ثم فإن هذه النظرية تنطلق من أنه بإمكانه المديرين في المؤسسات الأحسن أداء 'إصدار إشارات (Signaux) خاصة وفعالة ، تميزها عن مؤسسات أخرى ذات مستوى أقل من أداء . وخاصة هذه الإشارات أنه سيكون من الصعب تقليلها من طرف مؤسسات ضعيفة . إذا تستمد نظرية الإشارة إلى فكرتين هما :

- نفس المعلومة غير موجهة في جميع الاتجاهات : حيث أنه بإمكان المديرين

في مؤسسة ما تهيئة معلومات لا تكون متوفرة لدى المستثمرين .

- وحتى إذا كانت تلك المعلومات منشورة ومتوفرة لدى الجميع، فإنها سوف

لا تدرك ولا تفهم بنفس الأسلوب والطريقة.

- وبالتالي فخلاصة هذه النظرية أن تركيبة رأس المال مرتبط بالإشارات الصادرة عن المؤسسة ، التي تحمل توقعات حول إدارة المؤسسة في المستقبل<sup>1</sup>.

#### 4. نظرية التوقيت:

أن اختيار الطريقة في تمويل المنظمات واختيار الهيكل المالي للمنظمة ، يعد موضوعا مهما وقضية رئيسية من قضايا منظمة الأساسية وذلك من اجل زيادة قدرة المنظمة على تطوير أعمالها، وهناك اثنين من المصادر الأساسية لتمويل المنظمات أما زيادة عدد الأسهم وإما الدين الخارجي أو المزج بينهما ، وخلال السنوات الماضية القليلة ظهرت نظرية أخرى خاصة بهيكل رأس المال ألا وهي نظرية التوقيت .

أول من أشار إلى نظرية التوقيت باحثين هما Baker وWurgler وقد أدلة على أن وقت السوق مهم وله اثر مستمر على هيكل رأس مال المنظمة، ولقد أكدت الدراسات التي حاولت التحقيق ضمن اثر الوقت المستمر على الرفع المالي يمتد إلى ما بعد 10 سنوات لدى الشركات الأمريكية، ووجدت هذه الدراسة أن هيكل رأس المال الحالي للمنظمة يرتبط ارتباطا وثيقا مع قيم السوق ، فضلا عن أن الوقت مهم بالنسبة لقرارات إصدار الأسهم ووفقا لتقسيمات السوق على المنظمات أن تقترض أو تصدر الأسهم

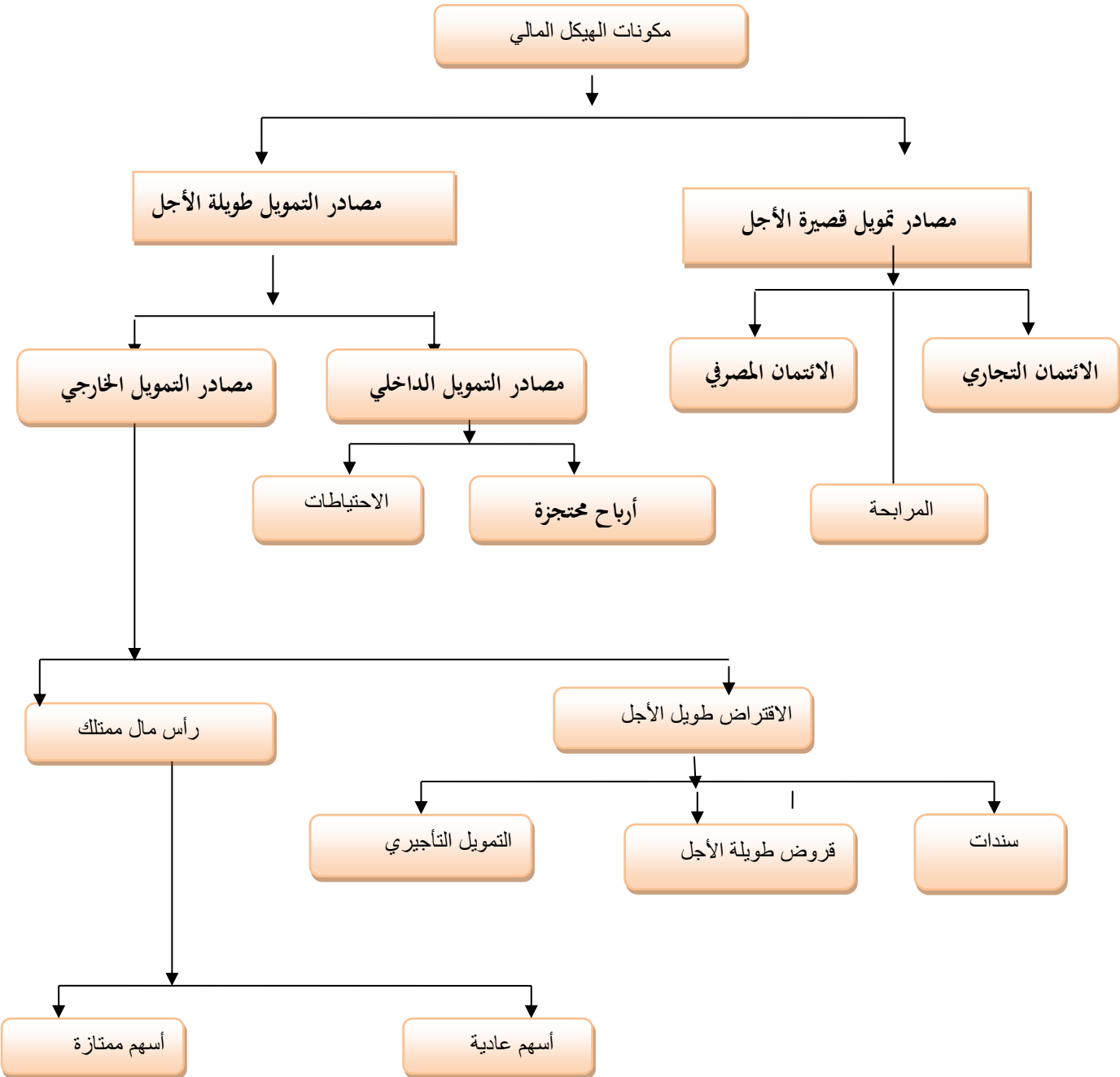
<sup>1</sup>عبد الرحمان تمار وآخرون ، محددات الهيكل المالي ، المجلة الجزائرية للتنمية الجزائرية ، ورقلة ، الجزائر ، المجلد9، الرقم01 ، 2021 ، ص.ص 256-257.

فقط إذا كانت ظروف السوق ملائمة ، ووفقا لهذه النظرية فإن المديرين يصدرون السندات المالية اعتمادا على اختلاف الوقت بالنسبة إلى التكاليف النسبية لرأس المال والديون .<sup>1</sup>

### الفرع الثالث:مكونات المزيج التمويلي :

توفر المؤسسة أموال عن طريق مصادر مختلفة لتمويل استثماراتها والتي من خلالها تقوم بتمويل احتياجاتها طويلة وقصيرة الأجل. نذكر منها في الشكل التالي :

#### الشكل 1 يبين مكونات المزيج التمويلي



<sup>1</sup> صبيحة قاسم هاشم، نظريات هيكل التمويل الحديثة ، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية ، جامعة بغداد ، العراق ، المجلد 21، العدد 83 ، 2010 ، ص71.

المصدر: عادلة حاتم ناصح , علاقة هيكل التمويل بربحية المؤسسة دراسة تطبيقية على عينة من شركات القطاع الصناعي المسجلة في السوق العراقي للأوراق المالية للفترة 2004-2011 , العدد 37, مجلة العلوم الاقتصادية , جامعة العراق , 2014 . ص 88 .

## 1. مصادر التمويل قصير الأجل :

هو ذلك الالتزام الذي يتوجب سداؤه خلال مدة زمنية لا تزيد عن سنة واحدة. ومن الجدير بالذكر أن هناك العديد من مصادر التمويل قصير الأجل، من بينها : المستحقات ، الحسابات أو الذمم الدائنة ، القروض المصرفية قصيرة الأجل، والأوراق التجارية المتداولة في سوق النقد . وتشير المراجع ذات صلة بقرار التمويل إلى أن التمويل قصير الأجل يقع ضمن تصنيفين هما : التمويل التجاري والتمويل المصرفي.<sup>1</sup>

### 1.1 الائتمان التجاري :

يعرف الائتمان التجاري بأنه الائتمان قصير الأجل الذي يمنحه المورد إلى المشتري عندما يقوم الأخير بشراء البضائع لغرض إعادة بيعها ويحتاج المشتري إلى الائتمان تجاري في حالة عدم كفاية رأسماله العامل لمقابلة الحاجات الجارية وعدم مقدرة على الحصول على القروض المصرفية وغيرها من القروض القصيرة ذات التكلفة المنخفضة ، ومن ناحية أخرى فإن رغبة الدائنين التجاريين في منح هذا النوع من الائتمان تتوقف على مجموعتين من العوامل : الأولى العوامل الشخصية مثل مركز البائع المالي ومدى رغبته في التخلص من مخزونه السلعي وتقدير البائع لأخطار الائتمان ، والمجموعة الثانية من العوامل هي تلك الناشئة عن حالة التجارة والمنافسة مثل الفترة الزمنية التي يحتاجها المشتري لتسبيق السلعة وطبيعة السلع المباعة وحالة المنافسة وموقع العملاء والحالة التجارية.<sup>2</sup>

والائتمان التجاري أصبح متعاملا به كثيرا في الآونة الخيرة وذلك بسبب تطور التجارة واتساع نشاطها وتنوع طرق الدفع والمنافسة لعدم زيادة الأسعار في حالة الشراء بالائتمان التجاري.<sup>3</sup>

### 2.1 الائتمان المصرفي :

تعمل المصارف التجارية على استلام النقود من الزبائن مقابل منحهم تسهيلات تتضمن : الحسابات الجارية (الودائع الجارية) وحسابات التوفير (الودائع الزمنية) وتقوم المصارف بإقراض تلك النقود إلى الأفراد (قروض استهلاكية) لمنشآت الأعمال (قروض

<sup>1</sup>عدنان تايه نعيمة ، أرشد فؤاد التميمي ، الإدارة المالية المتقدمة ، دار البازوري ، الأردن ، 2009 ، ص 351.

<sup>2</sup>محمد صالح الخناوي ، الإدارة المالية والتمويل ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، مصر ، 2011 ، ص 228.

<sup>3</sup>عليان شريف وآخرون ، الإدارة والتحليل المالي ، دار البركة للنشر والتوزيع ، عمان ، 2008 ، ص 80.

تجارية)، وللحكومة (شراء الأوراق المالية الحكومية) والقروض المصرفية هي قروض قصيرة الأجل واجبة السداد خلال مدة لا تزيد عن سنة.

والقروض المصرفية قصيرة الأجل هي من مصادر التمويل المهمة التي قد يلجأ إليها العديد من منشآت الأعمال ، وهذه القروض لا تتم بشكل تلقائي وإنما تخضع للتفاوض بين المنشأة وبين المصرف . فعندما تحتاج منشآت الأعمال إلى الأموال لفترات قصيرة ولا يمكن توفيرها عن طريق الائتمان التجاري أو عن طريق الأموال المتحققة داخليا (الأرباح المحتجزة ) فإنها تلجأ إلى الائتمان المصرفي .<sup>1</sup>

### 3.1 المراجعة:

يعد بيع المراجعة من أكثر صيغ التمويل التي تستخدمها المصارف الإسلامية لتمويل الشركات في التجارة والاستيراد فالجزء الأكبر من النشاط الاستثماري للمصارف الإسلامية واستخدام مواردها من خلال صيغة المراجعة التي تصل نسبتها في بعض المصارف الإسلامية إلى أكثر من 90% وهذا يؤكد أهميتها الاقتصادية والاجتماعية .<sup>2</sup>

### 2. التمويل طويل الأجل:

تسعى المؤسسات المعاصرة إلى توفير الموارد المالية من مصادر متعددة وبأشكال مختلفة وفقا للظروف السائدة في الأسواق المالية، وتوجهات إدارتها بشأن تحمل المخاطر من عدمها. وبناء على ما تقدم فإن التمويل طويل الأجل يعد من مصادر التمويل الأساسية للمؤسسات ومن أهم هذه المصادر: مصادر داخلية و مصادر خارجية.<sup>3</sup>

### 1.2 مصادر التمويل الداخلي:

تعد المصدر الأول لتمويل المؤسسات الجديدة والقاعدة التي يستند عليها الاقتراض بالنسبة للمؤسسات القائمة وعليه سنتطرق إلى الهام المصادر والمتمثلة في:

#### 1.1.2 أرباح محتجزة:

أن احد الأهداف الرئيسية لمعظم المشروعات التجارية هو تحقيق الربح . ولذا متى تكونت الشركة وقامت بنشاطها بنجاح فمن المتوقع أن تحقق أرباحا. وهذه الأرباح يمكن الاحتفاظ بها في الشركة لغرض إعادة استثمارها، أو توزيعها المساهمين أصحاب الشركة، كما يمكن أيضا الاحتفاظ بجزء منها داخل الشركة وتوزيع الباقي على المساهمين . ومن هنا تظهر أهمية سياسة توزيع الأرباح نظرا لأنها السياسة

<sup>1</sup>عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشنة، أساسيات في الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2007، ص 140.

<sup>2</sup>عادل حاتم ناصح، مرجع سابق، ص 89.

<sup>3</sup>أنفال حدة خبيزة، تأثير الهيكل المالي على إستراتيجية المؤسسة الصناعية، مذكرة ماجستير، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2012، ص 12.



التي تحدد مصير الأرباح التي تحققها الشركة ، فتحدد مقدار توزيعات على الملاك وبالتالي تحدد مقدار الأرباح التي سيتم حجزها داخل المشروع ومسألة التصرف في الأرباح تعتبر من المشاكل الجوهرية للمدير المالي ، رغم أن الكلمة الأخيرة في الموضوع تكون للجمعية العمومية للمساهمين باعتبار أن من مسؤوليات الجمعية العمومية للمساهمين اعتماد سياسة توزيع الأرباح التي يقترحها مجلس الإدارة .<sup>1</sup>

### 1.1.2 احتياطاته :

تتكون من الزيادة في إصدار أسهم بسعر أعلى من قيمتها الاسمية وتصنف إلى:

أ- احتياطيات رأس المال : وهي الاحتياطي الإيجابي والاختياري .

ب- المخصصات المختلفة مثل: مخصص الديون المشكوك بها ومخصصات الاستهلاك.<sup>2</sup>

### 1.2 التمويل الخارجي: وينقسم إلى

1.2.2 رأس المال الممتلك : هو عبارة عن مجموع الأموال التي تمتلكها المنظمة ويتألف رأس المال الممتلك في غالبية المنظمات من

جزئين رئيسيين هما ، الأسهم العادية والأسهم الممتازة .<sup>3</sup>

#### - أسهم عادية :

يتكون رأس المال الشركة المساهمة من عدد من الحصص المتساوية ، لا تقل قيمة كل منها عن جنيه مصري ، ويطلق على كل حصة لفظ (سهم) وهذه الأسهم يمكن تقسيمها إلى طبقتين: الأولى لها حق الأولوية في الأرباح الموزعة ، ولذلك تسمى بالأسهم الممتازة وأصحابها هم الملاك الممتازين . وهذه الأسهم غالبا ماتكون ممتازة أيضا بالنسبة لأصول الشركة أي لها حق الحصول على قيمتها الاسمية مضافا إليها أرباح متجمعة قبل أن يحصل حملة الأسهم الأخرى على أية توزيعات وذلك في حالة تصفية . أما الطبقة الثانية من الأسهم فيكون لها الحق في ما تبقى من أرباح وأيضا فيما تبقى من الأصول وهذه الأسهم العادية وحملتها هم الملاك الباقون .

تمثل الأسهم العادية من وجهة نظر الشركة وسيلة من الوسائل الرئيسية لتمويل طويل الأجل . وتعتمد شركات المساهمة اعتمادا يكاد يكون تاما على الأسهم العادية في تمويلها الدائم وخصوصا عند بدء التكوين .

<sup>1</sup>محمد صالح الحناوي ، مرجع سابق ، ص315.

<sup>2</sup>عادل حاتم ناصح، مرجع سابق، ص90.

<sup>3</sup>عبد علك حافظ، علي شاكور محمود، أثر التمويل طويل الأجل في صافي الربح ، مجلة الدراسات المحاسبية والمالية ، العدد20 ، 2012 ، ص 223.

– الأسهم الممتازة :

تشبه الأسهم الممتازة الأسهم العادية في أن كلاهما يمثل أموال الملكية في الشركة المساهمة ، وهناك تشابه بينهما أيضا من ناحية أن الشركة ليست ملزمة بدفع عائد ثابت على هذين النوعين من الأوراق المالية ، فالعائد في الحالتين يتوقف على تحقيق الشركة للأرباح ، وعلى رغبتها في التوزيع . ويشترك كل من النوعين أيضا في أنهما يستحقان العائد فقط بعد دفع أو الأخذ في الحسبان جميع التكاليف والنفقات اللازمة لقيام الشركة بأعمالها ، ولكن هناك 3 إختلالات رئيسية بين الأسهم الممتازة والأسهم العادية وهي :

- يتمتع حملة الأسهم الممتازة بحق الأولوية على حملة الأسهم العادية فيما يتعلق بالحصول على الأموال الموزعة.
- عادة نجد أن هناك حد أقصى لمقدار العائد الذي يمكنه لحملة الأسهم الممتازة الحصول عليه.
- غالبا يكون لحملة الأسهم الممتازة الحق الدائم في التصويت.<sup>1</sup>

2.2.2 الافتراض طويل الأجل :

– السندات:

كما ورد في قانون الشركات الأردني الذي عرف السندات بأنها أوراق مالية ذات قيمة اسمية واحدة قابلة للتداول تطرحها الشركة المساهمة العامة للاكتتاب العام أو الخاص للحصول على قرض على أن لا تقل مدته عن خمسة سنوات وتتعهد الشركة بموجب هذه السندات بسداد القرض وفوائده وفقا لشروط الإصدار.<sup>2</sup>

– قروض طويلة الأجل: وهي القروض النقدية التي تحصل عليها المؤسسة من المصارف أو شركات التأمين أو غير ذلك ، وتلتزم المؤسسة بدفع فائدة دورية ودفع أقساط القرض في مواعيد محددة.<sup>3</sup>

– التمويل التأجيري:

يعتبر التمويل التأجيري أحد الأساليب التي يعتمد عليها لتمويل المؤسسات الاستثمارية لتفادي اللجوء المكثف إلى القروض البنكية وما يتبعه من آثار سلبية على الوضعية المالية المستقبلية . ويعرف التمويل التأجيري بأنه التزام تعاقدى بتأجير أجهزة وأدوات إنتاجية من مؤسسة مالكة إلى مؤسسة إنتاجية مستخدمة لفترة معينة مقابل أقساط كراء محددة ، وينقسم إلى :

<sup>1</sup>محمد صالح الخناوي، مرجع سابق ، ص. ص 239-240.

<sup>2</sup>عليان الشريف وآخرون ، مرجع سابق ، ص 87.

<sup>3</sup>عبد علك حافظ ، علي شاكور محمود، مرجع سابق ، ص 219.

أ- **التأجير التشغيلي**: يطلق على التأجير التشغيلي التأجير الخدمي ويمثل هذا النوع من التأجير مصدر تمويل للمستأجر إذ يزدود بالأصل المطلوب دون حاجة إلى شرائه ، كما يؤمن له خدمة الصيانة التي عادة ما تأخذ تكلفتها في الحسبان عند تقدير قيمة دفعات الإيجار .

ب- **التأجير الرأسمالي** : المؤسسة التي ترغب في الاستفادة من التجهيزات هي التي تختار تلك التجهيزات ، وتتفق مع مؤسسة مالية تمارس التمويل التأجيري مقابل تسديد دفعات محددة في تواريخ محددة ولمدة معينة ، وعند انتهاء المدة يحق للمؤسسة المستخدمة باتفاق مع المؤسسة المالية شراء تجهيز .<sup>1</sup>

## المطلب الثاني: الأداء المالي:

### الفرع الأول: مفهوم الأداء المالي

لا يوجد اتفاق بين الباحثين بالنسبة لتعريف مصطلح الأداء ، و يرجع هذا الاختلاف إلى تباين وجهات نظر المفكرين والكتاب في هذا المجال ، واختلاف أهدافهم المتوخاة من صياغة تعريف محدد لهذا المصطلح ، ففريق من الكتاب اعتمد على الجوانب الكمية (أي تفضيل الوسائل التقنية في التحليل) في صياغة تعريف الأداء ، بينما ذهب فريق آخر إلى اعتبار الأداء مصطلح يتضمن أبعاد تنظيمية واجتماعية فضلا عن الجوانب الاقتصادية ، ومن ثم لا يجب الاقتصار على استخدام النسب والأرقام فقط في التعبير عن هذا المصطلح .<sup>2</sup> إنأصل كلمة أو مصطلح أداء هو لاتيني ومحدد Performance ولكن اللغة الإنجليزية هي التي أعطت له معنى واضح ومحدد بمعنى تأدية عمل وانجاز نشاط أو تنفيذ مهمة.<sup>3</sup> to perform

• يعرف الأداء المالي بأنه العوائد التي تحصل عليها الشركة من الموارد التي تتحكم فيها ، وهذه العوائد تكون متوفرة من حساب الأرباح والخسائر وتوفر الوسائل لتقييم أداء الإدارة ،<sup>4</sup> والذي يعتبر هدفا حيويا لأي شركة ، من منظور تحقيق أو عدم تحقيق أهداف المؤسسة ، لكن الأبحاث الحالية تشير إلى أن الآراء حول تحديد وقياس الأداء متقاربة بشكل ضعيف ، مع توصية بإتباع نهج أكثر شمولاً وإبداعاً .<sup>5</sup>

• وأيضاً يعرف الأداء المالي بتسليط الضوء على العوامل التالية :

1.العوامل المؤثرة في المردودية المالية ؛

<sup>1</sup>الجزوي غنية ، أهمية اعتماد البورصة كوسيلة تقييم مردودية المؤسسة وتمويل تطورها ، مذكرة ماجستير ، جامعة الجزائر 3، الجزائر ، 2011-2012 ، ص 15-

<sup>2</sup>الشيخ الداوي ، تحليل الأسس النظرية لمفهوم الأداء ، مجلة الباحث ، جامعة الجزائر ، العدد7، 2009-2010 ، ص 217.

<sup>3</sup>زهرة مختاري ، الشخص المالي ودوره في تقييم الأداء ، مذكرة ماجستير غير منشورة ، جامعة محمد بوقره بومرداس ، الجزائر ، 2010-2011 ، ص 84-85.

<sup>4</sup>مصطفى محمد جاسم ، محمد السندي ، أثر الاندماج على الأداء المالي ، مذكرة ماجستير ، جامعة مؤتة ، الأردن ، 2015 ، ص 31.

<sup>5</sup> MihaelaBrimdusa , Valemtina Diana , Silvia Avasilcai , **FINANCIAL PERFORMANCE-**

**DETERMINANTS AND INTERDEPEDENCIES BETWEEN MESUREMENT INDICATORS**

,Business,managementand Economics Engineering,Enversity of Iasi, Romania, Volume20,2022, p121.

2. اثر السياسات المالية المتبناة من طرف المسيرين على مردودية الأموال الخاصة ؛

3. مدى مساهمة معدل نمو المؤسسة في إنجاح السياسة المالية وتحقيق فوائض من الأرباح ؛

4. مدى تغطية مستوى النشاط للمصاريف العامة ؛<sup>1</sup>

• وقد اجمع معظم الباحثين على أن الأداء المالي يعتمد كمفهوم على عملية التحليل المالي التي تعرف على بأنها سلسلة من الأساليب المالية التي يمكن استخدامها لتحديد قوة المؤسسة أو ضعفها. وتستخدم النسب المالية بصورة رئيسية في هذا التحليل من اجل مقارنة الأداء الماضي بالأداء الحالي والمتوقع ومعرفة نواحي الاختلاف.<sup>2</sup>

### الفرع الثاني: أهمية وأهداف الأداء المالي:

#### أ- أهمية الأداء المالي:

تتبع أهمية الأداء المالي بشكل عام في أنه يهدف إلى تقويم أداء الشركات من عدة زوايا وبطريقة تخدم مستخدمي البيانات ممن لهم مصالح مالية في الشركة لتحديد جوانب القوة والضعف في الشركة والاستفادة من البيانات التي يوفرها الأداء المالي لترشيد قرارات المالية للمستخدمين .

وتتبع أهمية الأداء المالي أيضا وبشكل خاص في عملية متابعة أعمال الشركات وتفحص سلوكها ومراقبة أوضاعها وتقييم مستويات أدائها وفعاليتها وتوجيه الأداء نحو الأداء الصحيح.

#### ب- أهداف الأداء المالي:

حيث إن الأداء المالي يمكن أن يحقق للمستثمرين الأهداف التالية:

- يمكن المستثمر من متابعة ومعرفة نشاط الشركة وطبيعته وكما يساعد على متابعة الظروف الاقتصادية والمالية المحيطة، وتقدير مدى تأثير أدوات الأداء المالي من ربحية وسيولة ونشاط ومدى توزيعات على سعر السهم
- يساعد المستثمر في إجراء عملية التحليل والمقارنة وتفسير البيانات المالية وفهم التفاعل بين البيانات المالية لاتخاذ القرار المناسب لأوضاع الشركات.<sup>3</sup>

### الفرع الثالث: العوامل المؤثرة في الأداء المالي

إن تعدد العوامل المؤثرة في الأداء المالي جعل الاتفاق عليها وفي تصنيفها أمر صعب للغاية، نتيجة للترابط فيما بينها من جهة، ودرجة التأثير من جهة.

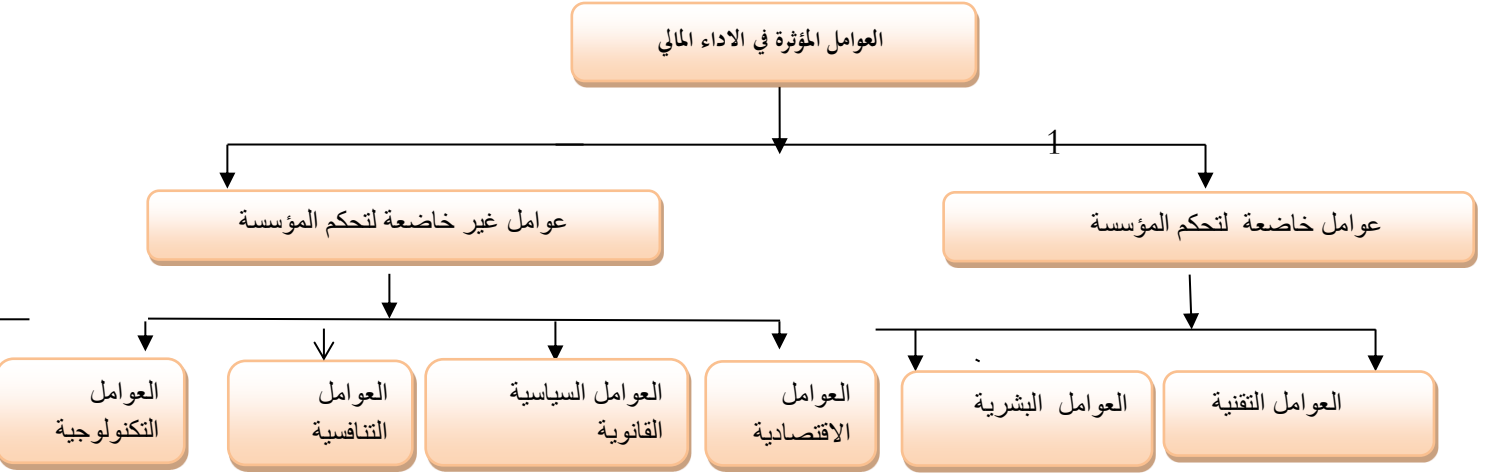
<sup>1</sup>أدان عبد الغاني ، قياس الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية نحو إرساء نموذج الإنذار المبكر باستعمال المحاكاة المالية، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2006، ص 35.

<sup>2</sup>عيشاوي خوله، اثر الهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماستر، جامعة ورقلة، الجزائر، 2015-2016، ص 63.

<sup>3</sup>محمد محمود الخطيب ، الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات ، دار الحامد للنشر والتوزيع ، الأردن ، عمان، الطبعة الأولى ، 2010 ، ص.ص 46-47.

عموما مايمكن تصنيف مختلف هذه العوامل في نوعين:<sup>1</sup>

**الشكل 2 يبين العوامل المؤثرة في الاداء المالي**



**1. العوامل الخاضعة لتحكم المؤسسة :**

تتميز هذه العوامل بقدرة المؤسسة على تفاعل مع مختلف العوامل، فهي تخضع إلى حد ما لتحكم المؤسسة أو بالأحرى لتحكم مسيرها، وهي تشمل مختلف المتغيرات التي تؤثر سلبا أو إيجابا على أداء المنظمة، ويمكن ان تصنف هذه العوامل تبعا للمصدر المسبب لتغيير سواء كان مصدر التغيير ابشري أو تقني وتقسم العوامل والمتغيرات تبعا لذلك إلى ما يلي :

**1.1 العوامل التقنية:**

وهي مختلف العوامل التي ترتبط بالجانب التقني في المؤسسة والتي يمكن حصرها فيما يلي :

- شكل المنتج ؛
- نسبة الآلات إلى عدد العمال؛
- نوعية المواد المستخدمة في الإنتاج ؛
- الموقع الجغرافي للمؤسسة ؛
- مدى توافق منتجات المؤسسة مع رغبات الأفراد؛-أنواع التكنولوجيا المستخدمة؛
- التناسب بين طاقتي الإنتاج والتخزين.

كل هذه العوامل يمكن أن تؤثر على المؤسسة سلبا أو إيجابا ، وبالتالي يجب على المؤسسة أن تتعامل بحذر شديد مع هذه المتغيرات

<sup>1</sup> عادل بوجان ، تأهيل الموارد البشرية لتحسين أداء المؤسسة الاقتصادية. شهادة دكتوراه ، جامعة محمد خيضر ، بسكرة ، الجزائر ، 2014-2015 ، ص47.

## 2.1 العوامل البشرية:

نعني بها العوامل التي يكون العنصر البشري مصدرها الرئيسي، وتتمثل أساسا في القوى المؤثرة على أداء العنصر البشري بدرجة الأولى ثم على أداء المؤسسة ككل ومنها على سبيل المثال:

-تركيبية البشرية من حيث السن والجنس ؛

-نوعية المعلومات المقدمة ؛

-مستوى تأهيل الأفراد؛

-الجو السائد بين المشرفين والمنفذين.

**بصفة عامة**، يمكن أن نقول برغم من تقديمنا وتصنيفنا لمختلف العوامل التي يمكن أن تؤثر في أداء المؤسسة إلا انه يصعب حصرها وتحديدتها في مجموعة معينة لأن بعض العوامل يصعب إدراجها ضمن هذه المجموعة أو تلك والتي من بينها حجم المؤسسة الذي يؤثر بدوره في أداء المؤسسة ، وكذا ثقافة المؤسسة التي تعتبر من العوامل التي يصعب التحكم فيها والتي يرى بعض الباحثين أن تأثيرها كبير على أداء المؤسسة.<sup>1</sup>

## 3. العوامل غير خاضعة لتحكم المؤسس

تتمثل في مجموعة المتغيرات والقيود التي لا يستطيع المؤسسة التحكم فيها ، فهي بذلك تنتمي إلى المحيط الخارجي الذي هو مصدر للفرص التي تحاول المؤسسة استغلالها ،ويمكن تقسيم هذه العوامل حسب معيار الطبيعة إلى عوامل اقتصادية ، عوامل سياسية قانونية وعوامل تنافسية .وفي حقيقة الأمر هذا التقسيم يساعد على التوضيح لا أكثر لأن الفصل بين هذه العوامل على درجة عالية من التعقيد.

### 1.3 العوامل الاقتصادية

تتمثل في مجموعة العوامل كالنظام الاقتصادي الذي تتواجد فيه المؤسسة ،الضرف الاقتصادي كالأزمات الاقتصادية وتدهور الأسعار ، ارتفاع الطلب الخارجي ...فالظرف الاقتصادي قد يتيح عناصر إيجابية للمؤسسة ، كحالة تلك التي يركز نشاطها على التصدير وتستفيد من ارتفاع الطلب الخارجي .

### 2.3 العوامل السياسية والقانونية:

هي الأخرى عناصر خارجية لايمكن التحكم فيها تتمثل عموما في الاستقرار السياسي والأمني للدولة، نظام الحكم، العلاقات مع العالم الخارجي، القوانين، القرارات... وكل العوامل سابقة الذكر قد تشكل فرصة تستفيد منها المؤسسة لتحسين أدائها الإجمالي أو مخاطر تفرض على المؤسسة التأقلم للتخفيف من حدتها.<sup>2</sup>

<sup>1</sup>حفصي رشيد ، تقييم الأداء المالي للمؤسسة المسعرة في بورصة الجزائر ، مذكرة ماجستير ، جامعة قاصدي مرباح ورقلة ، الجزائر ، 2010-2011 ، ص 25.

<sup>2</sup>عادل عشي ، الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية ، مذكرة ماجستير ، جامعة محمد خيضر . بسكرة ، 2001-2002، ص. 25-26 .

### 3.3 العوامل التنافسية:

تنشأ الميزة التنافسية بمجرد توصل الشركة طرق جديدة أكثر فعالية من تلك المستعملة من قبل المنافسين، إذا تعرف إستراتيجية التنافس على أنها مجموعة كاملة من الأنشطة التي تؤدي إلى تحقيق ميزة متواصلة ومستمرة من المنافسين، وهذه الإستراتيجية تتحدد من خلال ثلاث مكونات رئيسية، هي: طريقة التنافس، آلية التنافس وتمثل المركز التنافسي في أن يكون لدى المؤسسة ما يميزها عن غيرها ويؤدي بها إلى زيادة ربحيتها، ومن الملاحظ أن الميزة التنافسية قد تستمر لوقت قصير أو لسنوات عدة.<sup>1</sup>

### 4.3 العوامل التكنولوجية:

هي عبارة عن الأساليب والمهارات والطرق المعتمدة في الشركة لتحقيق الأهداف المنشودة والتي تعمل على ربط المصادر بالاحتياجات، ويندرج تحت التكنولوجيا عدد من الأنواع كتكنولوجيا الإنتاج حسب الطلب وتكون وفقاً للواصفات التي يطلبها المستهلك.<sup>2</sup>

يعرف أيضاً الاستخدام الأمثل لموارد المؤسسة، درجة التطور على مستوى هيكل التسيير وفي العملية الإنتاجية.<sup>3</sup>

## المطلب الثالث: القيمة الاقتصادية المضافة كمؤشر لتقييم الأداء المالي

### الفرع الأول: مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة

وتمثل الفرق بين عائد الاستثمارات التي قامت بها الشركة وتكلفة هذه الاستثمارات. فإذا استطاع مشروع ما أن يدر على شركة أرباحاً تزيد عن تكلفة تمويله فهذا يعني أن هذا المشروع استطاع أن يضيف قيمة إيجابية للمالك.

وهذان المفهومان عادة ما يتم الاعتماد عليهما عند تقييم أداء المدير وبالتالي يترتب عليه ما يمنح له من مكافآت وتعويضات سواء كانت عينية أو مادية.

هو مقياس يسعى إلى تحسين وقياس الكفاءة، وخلق القيمة وتعظيمها وهو المقياس الوحيد الذي يمكن ربطه مباشرة بالقيمة السوقية الجوهرية، ويمكن للقيمة الاقتصادية المضافة أن تحل محلها.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> أنس مصلح ذياب، العوامل المؤثرة في تقييم التأمين الأردنية، مذكرة ماجستير، جامعة الشرق الأوسط، ص 25.

<sup>2</sup> محمد محمود الخطيب، مرجع سابق، ص 50.

<sup>3</sup> cherifflahou, Gouvernance des entreprises, Actionnariat et performances, La revue,

L'économies & management, université de tlemcen, N°7, 2008, p17.

Michel Rago, Analysis of Economic Value Added, A senior thesis submitted in partial fulfillment,

Liberty University, usa, 2008, P

7.

ويمكن تعريفها بأنها مصطلح تم وضعه كعلامة تجارية بواسطة مؤسسة ستيرنستوارت أندكو (sternstewart&co)، ومفهومها بأنها الربح أو الخسارة الذي يتبقى بعد طرح ثمن تكلفة جميع أنواع رأس المال المستعمل ، حيث هي العائد على الاستثمار المتحقق بعد خصم جميع عناصر تكلفة تمويل رأس المال المستثمر سواء كان عن طريق تمويل الداخلي من المساهمين ، أو عن طريق تمويل الخارجي .

الفرع الثاني : طريقة حساب القيمة الاقتصادية المضافة

: الجدول رقم(01) يبين طريقة حساب مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة

الرموز	طريقة حسابه	الرمز	المتغير
<p>NOPAT: الربح التشغيلي بعد الضرائب .</p> <p>WACC: المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال .</p> <p>Capital Invested: رأس مال المستثمر.</p>	$WACC * Capital (NOPAT - Invested)$	EVA	القيمة الاقتصادية المضافة
<p>EBIT: الربح قبل الضريبة والفوائد</p> <p>T: معدل الضريبة</p>	$EBIT \times (1 - T)$	NOPAT	الربح التشغيلي بعد الضريبة
<p>B: إجمالي الديون</p> <p>S: إجمالي حقوق الملكية</p> <p>VL: قيمة المؤسسة وهي مجموع الديون وحقوق الملكية أي : <math>VL = B + S</math></p> <p><math>rB(1 - T)</math>: تكلفة الدين بعد الضرائب</p> <p>T: معدل الضريبة</p> <p><math>Rs</math>: تكلفة حقوق الملكية</p>	$(B/VL) \times rB(1 - T) + (S/VL) \times rS$	WACC	المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال

المصدر : حسنة صيفي ونوال بن عمارة ، قياس الأداء المالي باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة ، مجلة الباحث

، عدد15 ، جامعة قاصدي مرباح ورقلة ، الجزائر ، 2015، ص185.



الفرع الثالث: تقييم القيمة الاقتصادية المضافة

1. حدود وانتقادات القيمة الاقتصادية المضافة :

من بين الانتقادات الموجهة الاقتصادية المضافة نذكر ما يلي :

- 1- يتطلب حساب القيمة الاقتصادية المضافة إجراء عدد كبير من التسويات الضرورية على صافي الدخل المحاسبي من العمليات وعناصر المركز المالي .
- 2- إن هذا المؤشر لا يعد مناسباً لاتخاذ القرارات المتعلقة بالموازنة الرأسمالية في حالة استخدامه كمقياس وحيد أنه يجب أن يقترن مع مقاييس مكملة بهدف تقييم مشروعات الموازنة الرأسمالية المقترحة بطريقة أكثر دقة .
- 3- يقيس مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة ربحية فقط في الأجل القصير ، ومن ثم فإنه يجب تدعيمه بمؤشرات مالية أخرى تقيس مستوى الجودة ودرجة مرونة العمليات الإنتاجية وكفاءات عمليات التشغيل ودرجة رضا العاملين وولائهم .
- 4- هذا المؤشر يقيس الأداء في الأجل القصير إذا قيس رأس المال على أساس الكلفة التاريخية للأصول المشتراة منذ سنوات طويلة وتعتبر تكلفة<sup>1</sup>.

2. إيجابيات القيمة الاقتصادية المضافة :

بالإضافة إلى ماتم ذكره سابقاً، يمكن أن نبين ونستخلص مصادر القوى الأساسية التي تتمتع بها القيمة الاقتصادية المضافة، وذلك كما يلي:

- 1- يعتبر كمقياس داخلي مما يدفع المديرين والموظفين للتعاون من اجل البحث عن أفضل أداء.
- 2- يسمح بتحديد مكافآت المديرين للبحث عن تحقيق رغبات المساهمين<sup>2</sup>.
- 3- تربط بشكل وثيق بالقيمة وبثروة حملة الأسهم ، وتوجه نظر إدارة المؤسسة إلى الأداء الذي يؤدي إلى زيادة العائد لحملة الأسهم.
- 4- تعمل على تخفيض مشاكل الوكالة من خلال تحفيز المسيرين وتشجيعهم على التصرف كأهم ملاك للمؤسسة<sup>3</sup>.

المبحث الثاني: الدراسات السابقة.

<sup>1</sup>عابيد عبد الله كشميري ، مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة لتقييم الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي ، مجلة العربية لنشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز ، المملكة العربية السعودية ، العدد 23 ، 2020 ، ص210.

<sup>2</sup>هشام بحري ، مقاييس الأداء المبنية على القيمة من وجهة منظر المساهم ، مجلة الباحث ، جامعة قسنطينة ، الجزائر ، العدد 1، 2011-2012، ص16.

<sup>3</sup>هوارى سويبي ، دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة ، مجلة الباحث ، جامعة قاصدي مرباح ورقلة ، العدد 7، 2009-2010، ص63.

## المطلب الأول: عرض الدراسات السابقة المتعلقة بأثر الهيكل المالي على الأداء المالي

**1- دراسة ذهبية عبد الرحمان،** بعنوان دراسة تأثير التغيرات في مؤشرات الأداء على اختيار الهيكل المالي للمؤسسات المدرجة

في سوق الأوراق المالية

هدفت الدراسة إلى اختبار العلاقة بين مؤشر الأداء على اختيار الهيكل المالي للمؤسسة المدرجة في سوق الأوراق المالية، حيث تمحورت الدراسة لعينة تضم 36 مؤسسة صناعية مدرجة في سوق عمان الأوراق المالية خلال الفترة الممتدة 2005-2009، بالاعتماد على أسلوب الانحدار المتعدد واللوجستي ونموذج بروبي

خلصت الدراسة إلى أن الأداء المالي للمؤسسات الصناعية الأردنية يؤثر على اختيارها لتمويلها، وان هذه المؤسسات تستند إلى وضعيتها مقارنة بالنسبة المستهدفة للاستدانة المتمثلة في المتوسط القطاعي لرافعة المالية عند اتخاذها قرارها التمويلي

كما أيضا تعدد المصادر التمويلية، أمام المؤسسة من حيث خصائصها أو تكاليفها أو طريقة الحصول عليها ويعود سبب ذلك إلى تطور الذي تعرفه الأسواق المالية، والذي كان من نتائجها ظهور أدوات جديدة كالأوراق المالية المهجنة، التي تعد حلا بديلا للاختيار الثنائي بين الاستدانة والرفع في رأس المال، مما يتيح للمسير المالي الذي يقع على عاتقه الاختيار بين هذه المصادر فرصة المفاضلة بين البدائل التمويلية العديدة بطريقة رشيدة تمكن من تشكيل هيكل مالي منسجم مع واقع المؤسسة ويتمشى مع أهدافها المنشودة.<sup>1</sup>

## 2- Tariq javed Impact of capital structure on firm performance

هدفت الدراسة إلى اختبار العلاقة بين هيكل رأس المال والأداء المالي في حالة وجود علاقة، معرفة اتجاه العلاقة سواء كانت العلاقة إيجابية أو سلبية، حيث تمحورت الدراسة ل 63 شركة المدرجة في بورصة كراتشي . تتكون البيانات من 5 سنوات (2007-2011)، استخدم الباحث المتغير التابع إعادة التشغيل على الأصول كمتغير تابع، والعائد على حقوق الملكية كمتغير مستقل، اعتمدت الدراسة على نموذج انحدار المجمع لإيجاد العلاقة بين أداء الشركة والنفقات، وخلصت الدراسة أن هناك علاقة مختلطة بين هيكل رأس المال وأداء الشركة

-توضح هذه القيمة أن ديون طويلة الأجل على نسبة الأصول لها تأثير إيجابي على العائد على المبيعات وان زيادة وحدة واحدة غي الدين طويل الأجل على نسبة الأصول ستؤدي إلى تغيير في العائد على المبيعات

-السجل الطبيعي للأصول توزيعات الأرباح لكل سهم النسبة المئوية للتغير في المبيعات على حصص الأصول، لها تأثير سلبي على العائد على المبيعات

<sup>1</sup>عبد الرحمان ذهبية، تأثير التغيرات في مؤشرات الأداء على اختيار الهيكل المالي للمؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية، مذكرة ماجستير، جامعة قاصدي مرياح ورقلة، الجزائر، 2012.

-تم العثور على دليل آخر مهم أيضا على أن سعر السوق للسهم ليس له أي تأثير على العائد على المبيعات.<sup>1</sup>

### 3- مقال بعنوان أثر الهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر من إعداد: أ.محمودي

مليك و د. نوي نور الدين

حيث تمت الدراسة على مستوى عينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية من 219 مؤسسة خلال الفترة من (2010-2013) حيث تهدف الدراسة إلى تلخيص أهم ماتوصلت إليه النظريات المفسرة للهيكل التمويلي للمؤسسات بصفة عامة والمؤسسات الصغيرة بصفة خاصة وتقييم مزيجها التمويلي وتفسير طبيعة العلاقة بين الهيكل التمويلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة والأداء المالي لها .

تم الاعتماد على المنهج الوصفي في الجانب النظري ، أما الجانب التطبيقي فقد تم الاستعانة بأسلوب المسح باستخدام عينات بمزيج من منادوات التحليل المالي والإحصاء الوصفي ، والإحصاء الاستدلالي من خلال استخدام برنامج SPSS لتحليل ومعالجة الكشوفات المالية ، تم قياس متغير المردودية كمتغير تابع ، والمتغيرات المستقلة نسبة الاستدانة طويلة ومتوسطة الأجل ، نسبة الاستدانة قصيرة الأجل ، نسبة الرفع المالي بالنسبة للهيكل المالي.

فقد توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

- وجود علاقة ذات دلالة إحصائية في الاتجاه العكسي بين مؤشرات الهيكل المالي ومؤشرات الأداء المالي .
- عدم إتباع هذه المؤسسات لقاعدة التوازن المالي .
- لم يكن هناك ارتباط مهم إحصائيا بين نسبة الرافعة المالية والأداء المالي.
- توجد علاقة ارتباط عكسية بين نسبة الديون طويلة الأجل إلى مجموع الأصول ونسبة مجموع الديون إلى مجموع الأصول ، وهي نتيجة متوقعة .
- وعليه يمكن القول أن اعتماد هذه المؤسسات على الديون طويلة الأجل قد يشكل خطرا على أدائها، نتيجة التكلفة المرتفعة لهذا المصدر من التمويل .

<sup>1</sup>Tariq javed , younaswaqar, Muhammad Imran , **Impact of capital structure on firm performance** ,International journal of AcademicResearch in Economics and Management Sciences ,Vol 03 , No05, Islamabad, Pakistan, 2014.

- أظهرت الدراسة وجود علاقة عكسية بين المردودية الاقتصادية ونسبة مجموع الديون نسبة إلى مجموع الأصول يمكن تفسيرها بتوجه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة للاعتماد على الديون قصيرة الأجل القروض التجارية أكثر من اعتمادها على القروض طويلة الأجل.<sup>1</sup>

#### 4- دراسة زغود تبر، بعنوان تأثير الهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة دراسة إختبارية على عينة من شركات المساهمة

بالجزائر خلال الفترة 2010-2014، حيث تم قياس متغير نسبة الاستدانة المالية أو الرفع المالي (متغير مستقل)، الأداء المالي (متغير تابع)، كما اعتمدت الباحثة في المنهج الوصفي الجانب النظري، أما في الجانب التطبيقي اعتمدت الدراسة كأسلوب إحصائي على نماذج بيانات بانل الديناميكي باستخدام طريقة العزوم المعممة، و قد خلصت نتائج هذه الدراسة إلى علاقة غير خطية، بين نسبة تركيز الملكية مقاسا بنسبة الأسهم المملوكة من قبل أكبر المساهمين والأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر وهو ما يشير إلى أن الأداء المالي لشركات المساهمة يتأثر بنسبة ملكية أكبر المساهمين على النحو التالي :

أ- ارتفاع نسبة ملكية أكبر المساهمين تؤدي إلى ارتفاع الأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر إلى غاية النسبة 59.74%

ب- ارتفاع نسبة ملكية أكبر المساهمين بعد النسبة 59.74% من مجموع أسهم شركة المساهمة يؤدي إلى انخفاض مستوى الأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر.<sup>2</sup>

#### 5- أطروحة دكتوراه بعنوان أثر الهيكل المالي على الأداء المالي في البنوك التجارية بالجزائر دراسة مقارنة بين مجموعة

من البنوك العمومية والبنوك الخاصة للفترة من (2006-2015)، حيث تهدف الدراسة إلى معرفة أثر الهيكل المالي على الأداء المالي في البنوك التجارية بالجزائر، وتنبع أهمية الدراسة من الهدف الأساسي الذي تسعى إليه البنوك وهو تعظيم ربحيتها ورفع أدائها المالي، وقد اعتمد الباحث على أسلوب الانحدار المتعدد، لاختبار الفرضيات بالاستعانة بتحليل السلاسل الزمنية للبيانات المقطعية وفق برنامج (Eviews).

أهم النتائج المتوصل إليها :

- وجود تأثير معنوي بين الهيكل المالي المقاس بنسبة الافتراض على إجمالي الموجودات والأداء المالي المقاس بالربحية على مستوى البنوك العمومية، وعدم وجوده على مستوى البنوك الخاصة.

- في كل البنوك العمومية والخاصة يوجد تأثير بين الهيكل المالي المقاس بنسبة رأس المال الممتلك على إجمالي الموجودات والأداء المالي المقاس بنسبة الربحية.

<sup>1</sup> محمودي ملبك، نوي نور الدين، أثر الهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، مجلة البحوث في العلوم المالية والحاسبة، العدد 02،

2016،

<sup>2</sup> زغود تبر، تأثير هيكل الملكية والهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة، مذكرة دكتوراه، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، 2017-2018.

- في كل البنوك العمومية منها والخاصة وجود تأثير معنوي بين الهيكل المالي المقاس بنسبة الاقتراض على إجمالي الموجودات والأداء المالي المقاس بنسبة قياس المخاطر المصرفية.

- وجود تأثير معنوي بين هيكل التمويل المقاس بنسبة رأس المال الممتلك على إجمالي الموجودات والأداء المالي المقاس بنسب قياس المخاطر المصرفية.<sup>1</sup>

## 6- Christophe Hendrik Dominick Influence of capital structure on firm's financial performance: an industry investigation of German listed firms

تهدف هذه الدراسة إلى البحث في موضوع تأثير هيكل رأس المال على أداء الشركات الألمانية العامة المدرجة تم استخدام نموذج انحدار الأثر الثابت لجميع الشركات غير المالية و غير الحكومية خلال الفترة 2012-2017، تم قياس هيكل رأس المال من خلال القيمة الدفترية لديون قصيرة الأجل و الديون طويلة الأجل و إجمالي الدين، تظهر النتائج هيكل رأس المال له تأثير خطي و إيجابي على أداء الشركة، بالنسبة للقياسات المستندة إلى المحاسبة بحيث الدراسة في تأثير هيكل رأس المال على أداء الشركة عبر الصناعات المختلفة، و أظهرت النتائج أدلة قوية على أن هذا التأثير يختلف عبر الصناعات التي تم تحليلها

تظهر النتائج أن هيكل رأس المال يؤثر على المحاسبة مقاييس أداء الوقت بشكل ايجابي في حين يبدو أن هيكل رأس المال ليس له أي تأثير على المقاييس القائم على الصناعة.<sup>2</sup>

## 7- Effect of financing mix on financial performance of health care firms in Nigeria

تناولت الدراسة تأثير مزيج التمويل على الأداء المالي لشركات، من اجل تحديد العلاقة بين المزيج تمويل و أداء الشركة، و أجري الاختبار الإحصائي لتقديرات المعاملات باستخدام نموذج الانحدار المتعدد، و تمحورت الدراسة لعينة تتكون من 9 مؤسسات المدرجة ضمن قطاع الرعاية الصحية مع بيانات تمتد الفترة من 2014-2018، تشير النتائج بشكل عام إلى أن التمويل رأس المال و تمويل لديون و تمويل حقوق الملكية قد اثر بشكل كبير على أداء الشركات، خلصت الدراسة إلى أن مزيج تمويل الشركات كان له

<sup>1</sup>مرسلي نزيهة ، أثر الهيكل المالي في البنوك التجارية بالجزائر ، مذكرة دكتوراه ، جامعة غرداية ، الجزائر ، 2017-2018.

<sup>2</sup> Christophe Hendrik Dominick , Influence of capital structure on firm's financial

performance ,11IBA Bachelor Thesis Conference , University of Twente, Holland , 2018

تأثير كبير على أداء الشركات، على مر السنين و مع ذلك تشير الدراسة إلى أن الشركات يجب أن تزدهر دائما، لتحقيق هذا المزيج الأمثل من اجل تحقيق الهدف العام للمنظمة.<sup>1</sup>

### الجدول رقم (02) يبين الدراسات السابقة المتعلقة بأثر الهيكل المالي على الأداء المالي

الدراسة	الهدف	متغيرات	الحدود الزمانية والمكانية	البرنامج الإحصائي	النتائج المتوصل إليها
دراسة مرسلي نزيهة بعنوان أثر الهيكل المالي على الأداء المالي في البنوك التجارية بالجزائر	تنبع أهمية الدراسة من الهدف الأساسي الذي تسعى إليه البنوك وهو تعظيم ربحيتها ورفع أداؤها المالي	المتغير المستقل: نسبة رأس المال الممتلك إلى إجمالي الموجودات -2- نسبة الاقتراض إلى إجمالي الموجودات المتغير التابع: نسبة نقد والأرصدة النقدية لدى البنك على إجمالي الموجودات	6بنوك عمومية 6بنوك خاصة الفترة بين : 2006- 2015	(Eviews)	- وجود تأثير معنوي بين هيكل التمويل المقاس بنسبة رأس المال الممتلك على إجمالي الموجودات والأداء المالي المقاس بنسب قياس المخاطر المصرفية
محمودي مليك بعنوان أثر الهيكل المالي على الأداء المالي	تهدف الدراسة إلى تلخيص أهم ماتوصلت إليه النظريات المفسرة للهيكل التمويلي للمؤسسات بصفة عامة والمؤسسات الصغيرة بصفة خاصة وتقييم مزيجها التمويلي .	المتغير المستقل: نسبة الاستدانة نسبة الرفع المالي المتغير التابع : المردودية الاقتصادية المردودية التجارية	تمت الدراسة على مستوى عينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية من 219 مؤسسة (2010- 2013)	Spss	وجود علاقة ذات دلالة إحصائية في الاتجاه العكسي بين مؤشرات الهيكل المالي ومؤشرات الأداء المالي
زغود تبر بعنوان تأثير الهيكل المالي على الأداء المالي	تهدف الدراسة إلى تحليل تأثير الملكية على الأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر و تقييم سياسة الاستدانة المالية في شركات المساهمة بالجزائر ومدى إمكانية	المتغير المستقل: متغير نسبة الاستدانة المالية أو الرفع المالي المتغير التابع: الأداء المالي.	دراسة <u>اختباريه على</u> عينة من <u>شركات</u> <u>المساهمة</u>	استخدام طريقة نماذج العزوم GMM	قد خلصت نتائج هذه الدراسة إلى علاقة غير خطية، بين نسبة تركيز الملكية مقاسا بنسبة الأسهم المملوكة من

OMALKO EMIKA, **Effect of financing mix on financial performance of health care firms Nigeria**,<sup>1</sup> IIARD International Journal of Banking and Finance, vol 6, NO 3, 2020.

قبل اكبر المساهمين والأداء المالي لشركات المساهمة بالجزائر		بالجزائر خلال الفترة -2010 2014		الاعتماد على متغير نسبة الديون (الهيكل المالي) كأداة رقابية على سلوك مسيرتها.	
خلصت الدراسة إلى أن الأداء المالي للمؤسسات الصناعية الأردنية يؤثر على اختيارها لتمويلها، وان هذه المؤسسات تستند إلى وضعيتها مقارنة بالنسبة المستهدفة للاستدانة المتمثلة في المتوسط القطاعي لرافعة المالية عند اتخاذها قرارها التمويلي	الاعتماد على أسلوب الانحدار المتعدد واللوجستي ونموذج بروبي	تمحورت الدراسة لعينة تضم 36 مؤسسة صناعية مدرجة في سوق عمان الأوراق المالية خلال الفترة الممتدة 2005-2009	المتغير المستقل: الهيكل المالي المتغير التابع: الأداء المالي	هدفت الدراسة إلى اختبار العلاقة بين مؤشر الأداء على اختيار الهيكل المالي للمؤسسة المدرجة في سوق الأوراق المالية،	ذهبية عبد الرحمان بعنوان دراسة تأثير التغيرات في مؤشرات الأداء على اختيار الهيكل المالي للمؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية
تظهر النتائج أن هيكل رأس المال يؤثر على المحاسبة مقاييس أداء الوقت بشكل ايجابي في حين يبدو أن هيكل رأس المال ليس له أي تأثير على المقاييس القائمة على الصناعة	تم استخدام نموذج انحدار الأثر الثابت	الحدود المكانية: الشركات الألمانية العامة الحدود الزمانية : تمت الدراسة خلال الفترة 2012-2017	المتغير التابع: هيكل رأس المال المتغير التابع: الأداء المالي	تهدف هذه الدراسة إلى البحث في موضوع تأثير هيكل رأس المال على أداء الشركات الألمانية العامة	Christoph Hendrik بعنوان Influence of capital structure on firm's financial performance Influence of capital structure on firm's financial

					perform ance
تشير النتائج بشكل عام إلى إن التمويل رأس المال و تمويل لديون و تمويل حقوق الملكية قد اثر بشكل كبير على أداء الشركات، خلصت الدراسة إلى أن مزيج تمويل الشركات كان له تأثير كبير على أداء الشركات، على مر السنين و مع ذلك تشير الدراسة إلى أن الشركات يجب أن تزدهر دائما، لتحقيق هذا المزيج الأمثل من اجل تحقيق الهدف العام للمنظمة.	أجري الاختبار الإحصائي لتقديرات المعاملات باستخدام نموذج الانحدار المتعدد	تمحورت الدراسة لعينة تتكون من 9 مؤسسات المدرجة ضمن قطاع الرعاية الصحية مع بيانات تمتد الفترة من 2014-2018	المتغير التابع : المزيج التمويلي المتغير التابع: الأداء المالي	تهدف الدراسة إلى تحديد العلاقة بين المزيج التمويلي و أداء الشركة	<b>Omalak oEmika</b> بعنوان <b>Effect of financin g mix on financial perform ance of heath care firms Nigeria</b>
خلصت الدراسة أن هناك علاقة مختلطة بين هيكل رأس المال وأداء الشركة	نموذج انحدار المجمع	تمحورت الدراسة ل 63 شركة المدرجة في بورصة كراتشي . تتكون البيانات من 5 سنوات (2007-2011)	المتغير المستقل: هيكل رأس المال المتغير المستقل: الأداء المالي	هدفت الدراسة إلى اختبار العلاقة بين هيكل رأس المال والأداء المالي في حالة وجود علاقة، معرفة اتجاه العلاقة سواء كانت العلاقة إيجابية أو سلبية	<b>Tariq Jared</b> بعنوان <b>Impact of capital structur e on firm perform ance</b>

المطلب الثاني : عرض الدراسات المتعلقة بالقيمة الاقتصادية المضافة

1-دراسة أسماء أيمن وهي أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه بعنوان :



تقييم المؤسسات وفق منظور القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة حيث تهدف إلى دراسة مدى قدرة مؤسستي صيدال واوراسي المدرجتين في البورصة خلال الفترة الممتدة من (2002-2017) على خلق القيمة من خلال 4 مؤشرات والمتمثلة في القيمة الاقتصادية المضافة ، القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة ، القيمة السوقية المضافة وإجمالي عائد الأسهم ، كما تهدف إلى المقارنة بين المقاييس التقليدية والمقاييس الحديثة للأداء في تفسير الأداء السوقي والمعبر عنه بالقيمة السوقية المضافة ، ودراسة مدى مساهمة القرارات المالية في تحقيق هدف خلق القيمة ، ولتحقيق ذلك تم استخدام المنهج الوصفي في الجانب النظري ومنهج دراسة حالة في الجانب التطبيقي بالاعتماد على برنامج Eviews9 بعد تبويب البيانات عن طريق برنامج Excel.<sup>1</sup>

وقد توصلت بالدراسة إلى :

- أن مؤسسة اوراسي حققت خلق قيمة من خلال مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة الاقتصادية المضافة المعدلة ومؤشر عائد المساهمين .

- حققت مؤسسة صيدال خلق قيمة من خلال مؤشر عائد المساهمين .

- هناك علاقة دلالة إحصائية بين القيمة السوقية المضافة والمقاييس التقليدية للأداء في مؤسسة أوراس أما في مؤسسة صيدال وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين بين القيمة السوقية المضافة والعائد على الاستثمار ، العائد على الأصول ونتيجة الاستغلال الصافية .

- أظهرت نتائج تقدير نماذج الانحدار في مؤسسة الأوراسي أن المقاييس التقليدية للأداء تتفوق على المقاييس الحديثة للأداء كما أظهرت في مؤسسة صيدال عدم تفوق القيمة الاقتصادية المضافة على المقاييس التقليدية فقد كانت نسبة التقييم متقاربة .

## 2- دراسة حسنية صيفي 2016 أطروحة الدكتوراه بعنوان قياس الأداء المالي باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة

استهدفت الباحثة في هذه الدراسة إلى تحديد دور مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في قياس وتقييم أداء المؤسسات الاقتصادية من خلال تحديد مدى قدرتها على تفسير عوائد الأسهم وارتباطها معلما، ولقد أجريت الدراسة على عينة تضم 36 مؤسسة المدرجة بمؤشر CAC40 التي تنشط بسوق باريس للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة بين سنتي 2008-2013 وذلك بالاعتماد على أسلوب التحليل المقطعي للبيانات او ما يعرف بنماذج بانل.

## النتائج النظرية

<sup>1</sup> أسماء أيمن ،تقييم المؤسسات وفق منظور القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة ، أطروحة دكتوراه ، جامعة قاصدي مرباح ورقلة ، الجزائر ، 2020-2021.

تعتبر عملية قياس الأداء المالي امر جدا هام بالنسبة لمؤسسة لكونه يسمح بتحديد الوضعية المالية للمؤسسة الاقتصادية، وفي ظل تغير الأهداف نحو قيمة المضافة للمساهمين، أصبح من المهم إيجاد مؤشرا أداء تسمح بتقييم الأداء بشكل صحيح، وبطريقة تسمح للمساهمين بتحديد مدى إمكانية المؤسسة على استثمار أموالهم بشكل كفء وفعال، مع تحديد قدرتها على خلق ثروة لهم وعدم تدميرها

### النتائج التطبيقية

تتأثر القيمة الاقتصادية المضافة بعناصر الهيكل المالي، ولقد أظهرت النتائج وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة وكل من المردودية الاقتصادية ومعامل بيتا، الذي يقيس الخطر النظامي، كما نلاحظ أن القيمة الاقتصادية المضافة لا يعكسها حجم المؤسسة.<sup>1</sup>

### الجدول رقم (03) يبين الدراسات المتعلقة بالقيمة الاقتصادية المضافة

الدراسة	الهدف	المتغيرات	الحدود المكانية والزمانية	البرنامج الإحصائي	النتائج المتوصل إليها
دراسة أسماء أيمن بعنوان: تقييم المؤسسات وفق منظور القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة	تهدف إلى دراسة مدى قدرة مؤسستي صيدال وأوراسي المدرجتين في البورصة خلال الفترة الممتدة من (2002-2017) على خلق القيمة، كما تهدف إلى المقارنة بين المقاييس التقليدية والمقاييس الحديثة للأداء في تفسير الأداء السوقي	المتغير ا لمستقل : الأداء المالي المتغير التابع : القيمة السوقية المضافة	تمت الدراسة على مستوى مؤسستي صيدال وأوراسي المدرجتين في البورصة خلال الفترة الممتدة من (2002-2017)	لا اعتماد على برنامج Eviews9 تبويب البيانات عن طريق برنامج Excel	هناك علاقة دلالة إحصائية بين القيمة السوقية المضافة والمقاييس التقليدية للأداء في مؤسسة أوراسي أما في مؤسسة صيدال وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية المضافة والعائد على الاستثمار ، العائد على الأصول ونتيجة الاستغلال الصافية . - أظهرت نتائج تقدير نماذج الانحدار في مؤسسة الأوراسي أن

<sup>1</sup>حسنية صيفي، قياس الأداء المالي باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة ، مذكرة دكتوراه ، جامعة قاصدي مرباح ورقلة ، الجزائر ، 2015-2016.

المقاييس التقليدية للأداء تتفوق على المقاييس الحديثة للأداء كما أظهرت في مؤسسة صيدال عدم تفوق القيمة الاقتصادية المضافة على المقاييس التقليدية فقد كانت نسبة التقييم متقاربة					
لقد أظهرت النتائج وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة وكل من المردودية الاقتصادية ومعامل بيتا، الذي يقيس الخطر النظامي، كما نلاحظ أن القيمة الاقتصادية المضافة لا يعكسها حجم المؤسسة.	الاعتماد على أسلوب التحليل المقطعي البيانات او ما يعرف بنماذج بانل.	أجريت الدراسة على عينة تضم 36 مؤسسة المدرجة بمؤشر CAC40 التي تنشط بسوق باريس للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة بين سنتي 2008-2013	المتغير المستقل: الأداء المالي المتغير التابع: القيمة الاقتصادية المضافة	استهدفت الباحثة في هذه الدراسة إلى تحديد دور مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في قياس وتقييم أداء المؤسسات الاقتصادية من خلال تحديد مدى قدرتها على تفسير عوائد الأسهم وارتباطها	دراسة حسنية صيفي بعنوان : <u>قياس الأداء المالي باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة</u>

### المطلب الثالث: مقارنة الدراسة الحالية بالدراسات السابقة:

تشابه دراستنا الحالية مع معظم الدراسات السابقة من حيث الهدف والمتمثل في كيفية تشكيل توليفة مثلى لمصادر التمويل لتغطية استثماراتها من اجل تحسين أدائها المالي وتحديد نقاط القوة والضعف للمؤسسة من اجل تحقيق الهدف الرئيسي والمتمثل في خلق القيمة والاستمرارية في السوق المالي وأيضا توضيح العلاقة بين الهيكل المالي والأداء كما تشابه في الأدوات القياسية حيث اعتمدت على نموذج بانل وفق برنامج EVIEWS من خلال تبويب البيانات في EXCEL

رغم التشابه بين الدراسة الحالية مع الدراسات السابقة وتناولها لموضوع اثر الهيكل المالي على الأداء المالي إلا أنها تختلف في بعض الجوانب ويتضح هذا الاختلاف من حيث متغيرات الدراسة والنتائج المتوصل إليها كما تختلف أيضا في عينات الدراسة والفترة الزمنية المنجزة وطريقة التوثيق العلمي فالدراسة الحالية تعتمد على طريقة IMRAD أما الدراسات السابقة فكانت تختلف داخل وخارج الوطن

### خلاصة الفصل :

لقد سلطنا الضوء في هذا الفصل على الأدبيات النظرية المتعلقة بالهيكل المالي والأداء المالي والقيمة الاقتصادية المضافة، انطلاقاً من المفهوم العام للهيكل المالي واستعراضاً أهم النظريات المفسرة له، كما تطرقنا إلى مفهوم الأداء المالي والعوامل المؤثرة فيه وأهم مؤشر تم قياسه، القيمة الاقتصادية المضافة من خلال المفهوم وخطوات الحساب، وفي نهاية الفصل حاولنا الإشارة إلى بعض الدراسات السابقة وعرض أهم الجوانب التي جاءت بها الدراسات .

الجانب التطبيقي

للدراصة

**تمهيد**

من خلال هذا الفصل سنتطرق للدراسة التطبيقية للموضوع من خلال تحديد مجتمع وعينة الدراسة، متغيرات الدراسة وقياسها، بالإضافة إلى الطريقة والأدوات المستخدمة، وصولاً إلى عرض وتحليل وتفسير النتائج بهدف الإجابة على إشكالية الدراسة، مقسمين الفصل إلى مبحثين وفق العناوين التالية:

- المبحث الأول: الطريقة الأدوات المستخدمة
- المبحث الثاني: عرض ومناقشة النتائج

## المبحث الأول: الطريقة والأدوات المستخدمة

قبل الشروع في الدراسة القياسية سنحاول في هذا المبحث عرض كل من مجتمع الدراسة والعينة المختارة منه، متغيرات الدراسة وكيفية قياسها، بالإضافة إلى الأدوات المستخدمة في الدراسة.

### المطلب الأول: المجتمع والعينة ومتغيرات الدراسة

يتضمن هذا المطلب تقديم لمجتمع وعينة الدراسة، إلى جانب ذلك متغيرات الدراسة وكيفية قياسها ومصادر الحصول عليها.

#### الفرع الأول: مجتمع وعينة الدراسة

مجتمع دراستنا هذه يتمثل في المؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الجزائر، وتكونت العينة المختارة من ثلاثة (03) مؤسسات بناء على توافر جميع المعلومات اللازمة لتقدير متغيرات الدراسة للفترة 2011-2020. تم استثناء باقي المؤسسات لعدم توفر المعطيات اللازمة لنفس الفترة. تمثلت المؤسسات المختارة للدراسة في:

##### ● شركة أليانس التأمينات

أليانس للتأمينات هي شركة ذات أسهم برأسمال مبدئي قدره 500 مليون دينار جزائري، أنشئت في شهر جويلية سنة 2005 من قبل مجموعة من المستثمرين الوطنيين. ثم رفع رأس مالها إلى 800 مليون دينار جزائري خلال العام 2009. وشهد العام 2010 زيادة أخرى في رأسمالها ليلعب 2.2 مليار دينار جزائري بالنسبة لنشاط التأمين على الأضرار. وتحققت هذه الزيادة في رأس المال عن طريق اللجوء العلني للادخار ومكنت الشركة من الامتثال لأحكام المرسوم التنفيذي 09-375 المؤرخ في 2009/11/16 المعدل والمتمم للمرسوم التنفيذي 95-344 المؤرخ في 1995/10/30 المتعلق بالحد الأدنى لرأسمال شركات التأمين.

في نوفمبر 2010: شرعت أليانس للتأمينات في زيادة رأس مالها عن طريق العرض للاكتتاب. وانصب مبلغ العرض على 31٪ من رأس المال الاجتماعي، أي ما نسبته 1.44 مليار دينار مقسمة إلى 1804511 سهم.

في مارس 2011 بعدما استوفت الشركة شروط القبول المنصوص عليها في القواعد العامة لبورصة الجزائر، تم إدراج سند رأس المال لشركة أليانس للتأمينات في جدول التسعيرة الرسمية بتاريخ 7 مارس 2011. وقدر سعر الإدراج ب 830 دينار جزائري<sup>1</sup>.

##### ● شركة الأوراسي

تم افتتاح مؤسسة الأوراسي المصنفة 5 نجوم بتاريخ 2 ماي 1975، وكانت تعمل تحت وصاية وزارة السياحة والثقافة. وقد قامت الوزارة على تسيير المؤسسة من خلال الشركة الوطنية للسياحة والفندقة (SONATOUR) حتى عام 1977، ثم من خلال الشركة الجزائرية للسياحة والفندقة (ALTOUR) حتى عام 1979، وأخيراً من خلال الديوان الوطني للندوات والمؤتمرات (NCCB) حتى عام 1983.

في ذلك العام، وضمن إطار عملية لإعادة الهيكلة التنظيمية، تم توصيف الفندق كمؤسسة اشتراكية وأنشئت مؤسسة التسيير الفندقية (EGH). وعدّل الفندق، في 12 فبراير عام 1991، من وضعه القانوني وأصبح مؤسسة اقتصادية عامة في شكل شركة ذات أسهم برأس مال قدره 40 مليون دينار. وصار اسمه الاجتماعي مؤسسة التسيير الفندقية "الأوراسي". وفي عام 1995، وُضع الفندق تحت وصاية المؤسسة القابضة العامة للخدمات بموجب القانون 95-25 المتعلق بتسيير الأموال التجارية التابعة للدولة، وأصبحت المساهم الوحيد فيه.

<sup>1</sup>موقع بورصة الجزائر: أليانس للتأمينات، [https://www.sgbv.dz/ar/?page=details\\_societe&id\\_soc=23](https://www.sgbv.dz/ar/?page=details_societe&id_soc=23)

لكن، وتمشيا مع توجهات السلطات العمومية التي تهدف إلى فك الارتباط الكلي بالدولة، من خلال مختلف القوانين التشريعية والتنظيمية المتعلقة بالخصوصية الكلية أو الجزئية، اختيرت مؤسسة الأوراسي بقرار من المجلس الوطني لمساهمات الدولة في فبراير 1998 لإدراجها في البورصة وطرح ما لا يتجاوز 20% من رأس مالها للاكتتاب العام. وفي يونيو 1999، فتحت مؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي رأس مالها عن طريق العرض العلني للبيع. ومثل مبلغ العرض 480 مليون دينار جزائري، أو ما يعادل 20% من رأس المال الاجتماعي.

في 14 فبراير 2000 وبعد استيفائه شروط القبول المنصوص عليها في القواعد التنظيمية للبورصة، تم إدراج سند رأس المال لمؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي في جدول التسعيرة الرسمية، حيث وقدر مبلغ الإدراج بـ 400 دينار جزائري<sup>1</sup>.

#### ● شركة صيدال

أسست الصيدلية المركزية الجزائرية في عام 1969 بموجب مرسوم رئاسي أسند لها مهمة ضمان احتكار الدولة لاستيراد وتصنيع وتسويق المواد الصيدلانية ذات الاستخدام البشري. وفي إطار مهامها الإنتاجية، أنشأت الصيدلية في عام 1971 وحدة إنتاج الحراش، واشترت على مرحلتين سنتي 1971 ثم 1975 ووحدي "بيوتيك" (BIOTIC) و"فارمال" (PHARMAL).

وفي أعقاب إعادة هيكلة الصيدلية المركزية الجزائرية، أصبح فرعها للإنتاج يُسمى الشركة الوطنية للإنتاج الصيدلاني بموجب المرسوم 161/82 الصادر في أبريل 1982. وكانت مهمة الشركة الوطنية للإنتاج الصيدلاني هي ضمان احتكار إنتاج وتوزيع الأدوية والمواد الشبيهة والتفاعلية، وهدفها تزويد السوق الجزائرية على نحو كاف ومنتظم. ثم إن هذه الشركة غيّرت اسمها في سنة 1985 لتصبح صيدال. وفي أعقاب تنفيذ الإصلاحات الاقتصادية لعام 1989، صارت صيدال مؤسسة اقتصادية عامة تملك استقلالية الإدارة واختيرت لتكون من بين الشركات الوطنية الأولى التي تحصل على وضع الشركة ذات الأسهم.

وفي عام 1993، تم إجراء تغييرات على النظام الأساسي للشركة ما مكّنها من المشاركة في كل العمليات الصناعية أو التجارية ذات الصلة بأغراض الشركات من خلال إنشاء شركات جديدة أو فروع تابعة. وفي فبراير 1999 قام مجمع صيدال بفتح رأس ماله عن طريق العرض العلني للبيع. وانصب مبلغ العرض على 20% من رأس مال المجمع، أي ما يعادل 500 مليون دينار جزائري موزعة على 2 مليون سهم. وفي سبتمبر 1999 وبعد استيفاء شروط القبول المنصوص عليها في القواعد التنظيمية للبورصة، تم إدراج سند رأس المال لمجمع صيدال في جدول التسعيرة الرسمية، حيث قُدر مبلغ الإدراج بـ 800 دينار جزائري<sup>2</sup>.

#### الفرع الثاني: متغيرات الدراسة

لدراسة متغير تابع يمثل الأداء المالي، وثلاث متغيرات مستقلة تمثل المزيج التمويلي، يتم الحصول على بياناتها لكل مؤسسة بالاعتماد على التقارير المالية السنوية للمؤسسات من موقع بورصة الجزائر الإلكتروني المنشور بشبكة الانترنت، وهي كالآتي:

##### I- المتغير التابع

يتمثل المتغير التابع في مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) الذي يمثل الأداء المالي للمؤسسات.

##### II- المتغيرات المستقلة

تم الاعتماد في الدراسة على ثلاث متغيرات أساسية تمثل المزيج التمويلي لدراسة مدى تأثيره على الأداء المالي وهي:

<sup>1</sup>موقع بورصة الجزائر: م.ت. فالأوراسي، [https://www.sgbv.dz/ar/?page=details\\_societe&id\\_soc=26](https://www.sgbv.dz/ar/?page=details_societe&id_soc=26)

<sup>2</sup>موقع بورصة الجزائر: صيدال، [https://www.sgbv.dz/ar/?page=details\\_societe&id\\_soc=28](https://www.sgbv.dz/ar/?page=details_societe&id_soc=28)



**1- نسبة حقوق الملكية إلى إجمالي الموجودات (Equity):** وتعكس هذه النسبة مدى مساهمة المالكين في إجمالي الموجودات وكلما ارتفعت النسبة كلما ازدادت ضمانات الدائنين ويتم قياس هذا المؤشر بقسمة حقوق الملكية إلى إجمالي الأصول لكل مؤسسة.<sup>1</sup>

**2- نسبة الديون إلى إجمالي الموجودات (DEBT):** ويتم قياس هذا المؤشر بقسمة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول لكل مؤسسة، هي مؤشر للفعالية أو القدرة المالية فهي تشير إلى النسبة المئوية للأصول التي تم تمويلها من قبل الدائنين أو الخصوم.<sup>2</sup>

**3- نسبة الرفع المالي (FL):** يعبر الرفع المالي عن درجة ونسبة استخدام التمويل بالمدىونية لتمويل جزء من الأصول. ويتم قياس هذا المؤشر بقسمة الأموال الخاصة إلى إجمالي الديون لكل مؤسسة. واختيارنا لمؤشر لقياس المزيج التمويلي.<sup>3</sup>

## المطلب الثاني: مصادر جمع البيانات والأدوات المستخدمة في الدراسة

في هذا المطلب سيتم التطرق إلى مصادر جمع البيانات والأدوات المستخدمة في الدراسة بما يساهم في فهم الدراسة وما تصبو للوصول إليه.

### الفرع الأول: مصادر جمع البيانات

جمع البيانات تم من خلال نوعين من المصادر وفق فصلي الدراسة:

- I- المصادر الثانوية:** تم الاعتماد عليها في الجانب النظري للدراسة، وتمثلت في الكتب والمقالات المنشورة على صفحات المجلات العلمية، وكذلك المذكرات والرسائل الجامعية غير المنشورة، بالإضافة لبعض المواضيع المنشورة على صفحات الإنترنت.
- II- المصادر الأولية:** تم الاعتماد عليها في الجانب التطبيقي للدراسة، حيث تمثلت في التقارير المالية السنوية للمؤسسات محل الدراسة والمنشورة في الموقع الإلكتروني لبورصة الجزائر.

### الفرع الثاني: الأدوات المستخدمة في الدراسة

بغية الوصول إلى نتائج تفسر الظاهرة المدروسة تم استخدام بعض البرامج الإحصائية والقياسية المساعدة على معالجة البيانات.

#### I- طريقة معالجة البيانات

اعتمدنا في الدراسة التطبيقية هذه على الأسلوب الكمي أو القياسي، فبغية تحديد قيم المتغيرات ودراستها إحصائياً تم الاعتماد على برنامج Microsoft Office Excel 2021. وبغرض دراسة العلاقة بين المزيج التمويلي والأداء المالي، يتم

<sup>1</sup>مجيد الكرخي، تقوم الأداء، الطبعة الأولى، دار المناهج، للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2014، ص112.

<sup>2</sup><https://www.meemapps.com/term/debt-to-total-assets-ratio>

<sup>3</sup>أسماء محمد عبد الله الشهري، العلاقة بين الرفع المالي والأداء المالي، مجلة إلكترونية الشاملة، العدد 23، 2020، ص12.

تقدير معالم المعادلات باستخدام نماذج بيانات بانل Panel لأنه يأخذ في الاعتبار أثر التغيرات الزمنية وأثر التغيرات المقطعية، أما الأسلوب المتبع فهو تحليل الانحدار الخطي المتعدد بواسطة البرنامج الإحصائي Eviews12.

سنعتمد في الدراسة القياسية الاختبارات الإحصائية التالية:

- 1- الإحصاءات الوصفية والرسوم البيانية لمتغيرات الدراسة.
- 2- مصفوفة الارتباط للكشف عن العلاقة الخطية بين المتغيرات المفسرة والمتغير التابع.
- 3- اختبارات المفاضلة بين النماذج الثلاث حسب منهجية بيانات بانل (Panel Data) وهي : نموذج الانحدار التجميعي (PRM – Pooled Regression Model)، نموذج التأثيرات الثابتة (FEM – Fixed Effects Model) ونموذج التأثيرات العشوائية (REM – Random Effects Model).
- 4- اختبارات المعنوية الإحصائية للمعالم المقدرة (إحصائية ستودنت) للكشف عن المعنوية الإحصائية الجزئية (وجود دلالة إحصائية من عدمها) بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع.
- 5- اختبار جودة التوفيق (معامل التحديد - R-squared) لمعرفة القوة التفسيرية للمتغيرات المستقلة على المتغير التابع.
- 6- اختبار جودة النموذج (إحصائية فيشر - F-statistic) لمعرفة المعنوية الإحصائية للنموذج ككل.
- 7- اختبارات المشاكل القياسية المتمثلة في:
  - اختبار الارتباط الآني بين البواقي (Cross section dependance).
  - اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي (إحصائية جاك بيرا).
  - اختبار الارتباط الذاتي بين البواقي (اختبار Q).
  - اختبار ثبات تباين البواقي (اختبار Levene).

**II- نماذج الدراسة القياسية:** بناء على فرضيات الدراسة واعتماداً على نماذج بيانات بانل باستخدام الانحدار الخطي المتعدد تم وضع النموذج القياسي التالي لتقديره:

$$EVA_{i,t} = \beta_{0,i} + \beta_1 Equity_{i,t} + \beta_2 DEBT_{i,t} + \beta_3 FL_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

حيث:

$EVA_{i,t}$ : القيمة الاقتصادية المضافة للمؤسسة (i) في السنة (t).

$\beta_{0,i}$ : قيمة التأثير الثابت للمؤسسة (i).

$\beta_{1,2,3}$ : ميول (Slopes) متغيرات المزيج التمويلي.

$Equity_{i,t}$ : نسبة حقوق الملكية للمؤسسة (i) في السنة (t).

$DEBT_{i,t}$ : نسبة الديون للمؤسسة (i) في السنة (t).

$FL_{i,t}$ : نسبة الرفع المالي للمؤسسة (i) في السنة (t).

$\varepsilon_{i,t}$ : الخطأ العشوائي.

المبحث الثاني: عرض ومناقشة النتائج

من خلال هذا المبحث نقوم بعرض، تحليل ومناقشة نتائج الدراسة التي تم التوصل إليها.

المطلب الأول: عرض نتائج الدراسة

بعد القيام بتجميع وتلخيص المعلومات المتحصل عليها، سيتم فيما يلي عرض النتائج المتوصل إليها.

الفرع الأول: الدراسة الإحصائية الوصفية لمتغيرات الدراسة

التعليق على نتائج الدراسة الإحصائية من خلال متوسطات المتغيرات والتي تم تلخيصها في الجدول الموالي ومن خلال الملحق رقم (1):

الجدول رقم (04): قيم متوسطات متغيرات الدراسة

المؤسسة	EVA	Equity	FL	DEBT
أليانس	107986830.565 6	0.2707	4.7020	0.6091
الأوراسي	- 624510820.741	0.3718	1.6961	0.6090
وصيدال	556571.6513-	1.0692	0.9289	0.8384
المتوسط	-172000000	0.57064 2	2.44237 9	0.68554 8
الانحراف المعياري	5210000000	1.02246 1	3.1669	0.64920 3
أدنى قيمة	-18600000000	0.04142	0.68913 9	0.38843 8
أعلى قيمة	20500000000	5.92017 5	13.5486 1	4.07982 5

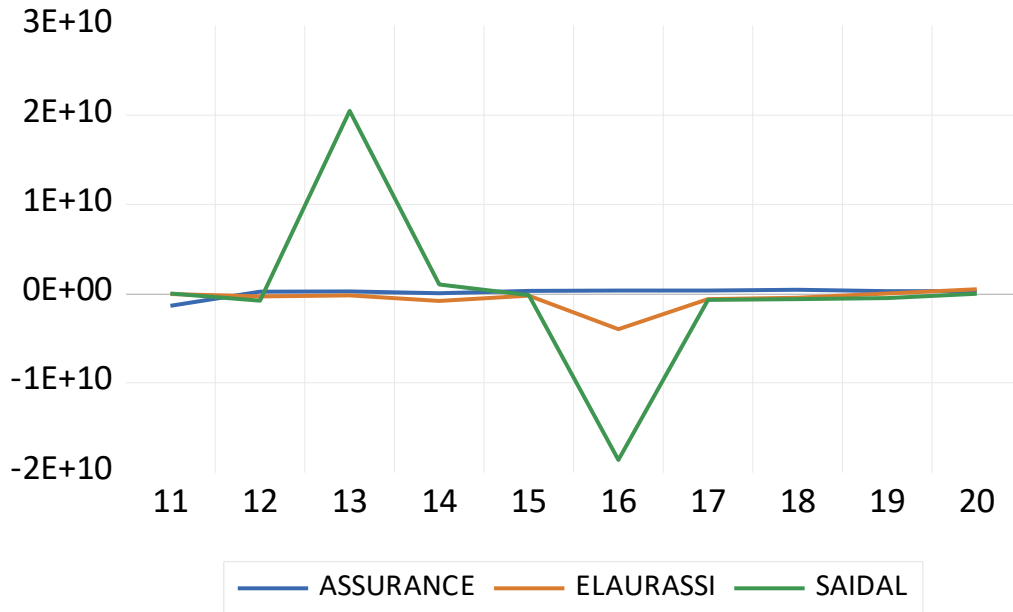
المصدر: من إعداد الطالبتين بناء على مخرجات EVIEWS

1-تحليل إحصائيات القيمة الاقتصادية المضافة

تبين من خلال بيانات الجدول رقم (2-1) أن أدنى متوسط للمتغير EVA يقدر بـ -556571.6513 المؤسسة وصيدال، وأعلى متوسط قدر بـ 107986830.5656 المؤسسة أليانس. بمتوسط حسابي عام قدر بـ -1720000000 وانحراف معياري قدر بـ 5210000000، وبالنظر إلى الشكل رقم (2-1) نلاحظ أن هناك مؤسستين مؤسراتها كانت أقل من المتوسط وهي الأوراسي وصيدال، بينما حققت مؤسسة أليانس أعلى متوسط يفوق المتوسط العام الذي جاء سلبيا.

الشكل 3 تطورات القيمة الاقتصادية المضافة لكل مؤسسة طيلة فترة الدراسة

EVA

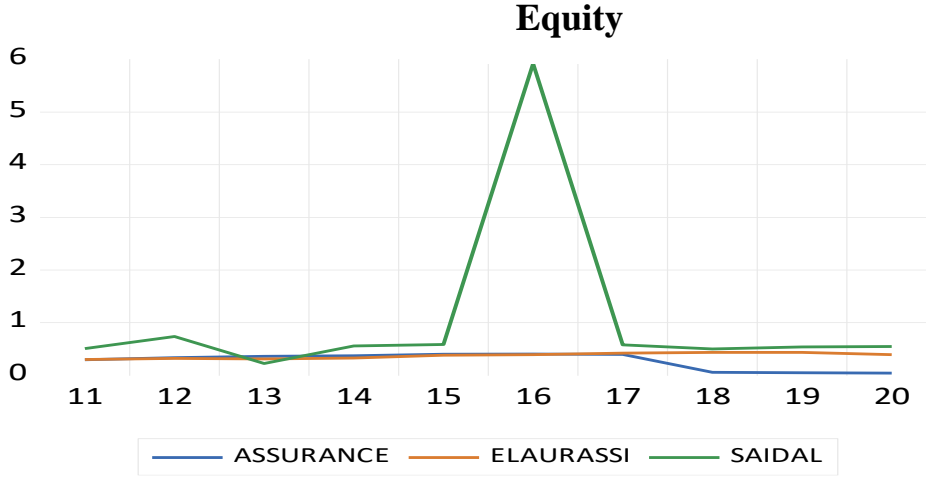


المصدر: من إعداد الطالب بتبني اعتمادا على مخرجات EVIEWS

2- تحليل إحصائيات نسبة حقوق الملكية إلى إجمالي الموجودات :

تبين من خلال بيانات الجدول رقم (2-1) أن أعلى متوسط للمتغير **Equity** يقدر بـ 0.2707 لمؤسسة أليانس، وأعلى متوسط قدر بـ 1.0692 لمؤسسة صيدال، بمتوسط حسابي عام قدر بـ 0.5706 وانحراف معياري كبير يوضح مدى عدم التجانس بين المؤسسات قدر بـ 1.022461. وبالنظر إلى الشكل رقم (2-2) نلاحظ أن هناك مؤسستين كانت مؤشراتها أقل من المتوسط وهي أليانس والأوراسي، بينما حققت مؤسسة صيدال متوسطا يفوق المتوسط العام.

الشكل 4 تطورات حقوق الملكية إلى إجمالي الموجودات لكل مؤسسة طيلة فترة الدراسة

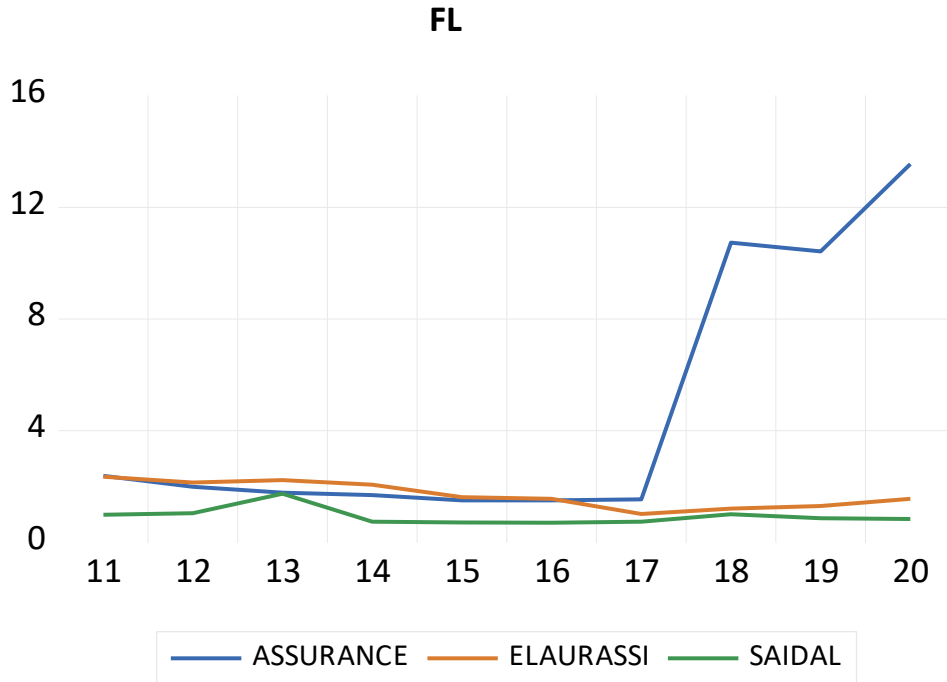


المصدر: من إعداد الطالبين اعتمادا على مخرجات EViews

### 3- تحليل إحصائيات نسبة الرفع المالي:

يتبين من خلال الجدول رقم (2-1) أن أدنى متوسط للمتغير FL قدر بـ 0.9289 لمؤسسة صيدال، وأعلى متوسط قدر بـ 4.702 لمؤسسة أليانس، بمتوسط حسابي كلي قدر بـ 2.4423 وانحراف معياري كبير يشير إلى شدة تقلبات المتغير من مؤسسة لأخرى ومن سنة لأخرى قدر بـ 3.1669. وبالنظر إلى الشكل رقم (2-3) نلاحظ أن هناك مؤسستين كانت أقل من المتوسط وهي الأوراسيوصيدال، بينما حققت مؤسسة أليانس متوسطا يفوق المتوسط العام خاصة في السنوات الأخيرة من الدراسة التي شهدت نموا قويا.

الشكل 5 تطورات الرفع المالي لكل مؤسسة طيلة فترة الدراسة

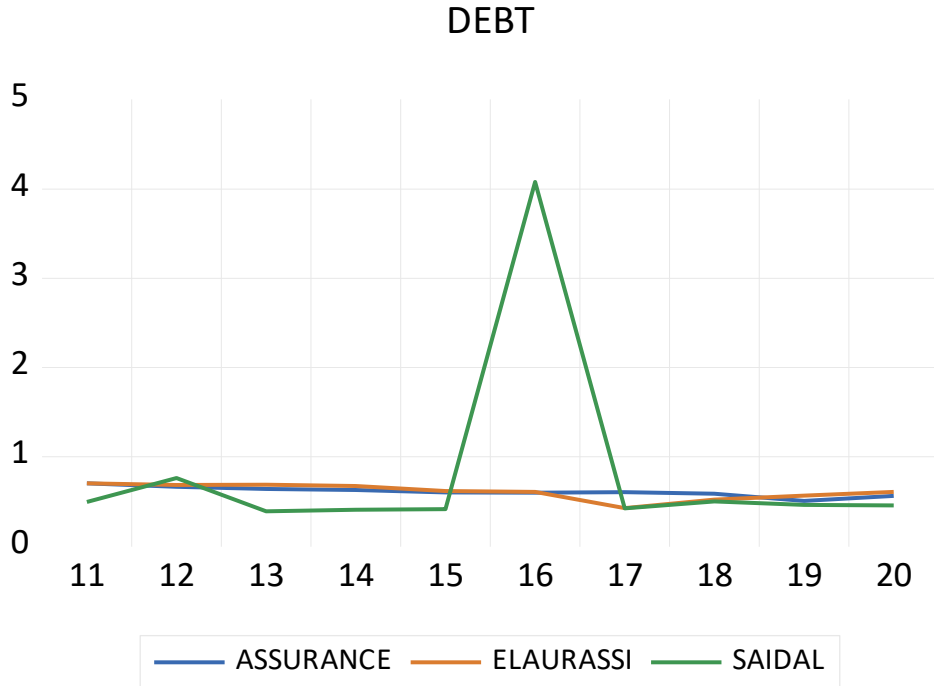


المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على مخرجات **EVIIEWS**

#### 4- تحليل إحصائيات نسبة الديون:

تبين من خلال بيانات الجدول رقم (2-1) أن أدنى متوسط للمتغير DEBT يقدر بـ 0.609 لمؤسسة الأوراسي، وأعلى متوسط قدر بـ 0.838 لمؤسسة صيدال، بمتوسط حسابي عام قدر بـ 0.685 وانحراف معياري صغير نسبيا يشير إلى وجود تجانس نوعا ما بين المؤسسات في هذا المؤشر قدر بـ 0.649. وبالنظر إلى الشكل رقم (2-4) نلاحظ أن هناك مؤسستين كانت مؤسراتها أقل من المتوسط وهي أليانس والأوراسي، بينما حققت مؤسسة صيدال متوسطا يفوق المتوسط العام مما يشير إلى الديون الكبيرة التي شهدتها المؤسسة في فترة الدراسة.

الشكل تطوراتالديون لكل مؤسسة طيلة فترة الدراسة



المصدر: من إعداد الطالبين اعتمادا على مخرجات EVIEWS

### الفرع الثاني: الدراسة القياسية لتأثير المزيج التمويلي على الأداء المالي

#### I- مصفوفة الارتباط بين المتغيرات

الغرض من هذا الاختبار معرفة إن كان هناك ارتباط خطي بين المتغيرات المفسرة والمتغير التابع لإثبات فرضية العلاقة الخطية بين المتغيرات التي تشترط في نماذج الانحدار الخطي. يعتمد هذا الاختبار على عرض مصفوفة الارتباط بين المتغيرات باستخدام معامل بيرسون للارتباط الخطي، حيث ارتفاع معامل الارتباط بين متغيرين تشير إلى وجود علاقة خطية بينهما. نتائج هذا الاختبار موضحة في الجدول الموالي:

#### الجدول رقم (2-2): يبين مصفوفة الارتباطي متغيرات الدراسة

Covariance Analysis: Ordinary

Date: 05/29/23 Time: 14:36

Sample: 2011 2020

Included observations: 30

		Correlation	
DEBT	Equit	EVA	Probability
	FL y		

			1.0000	
			00	EVA
			-----	
		1.0000	-	
		00	0.686359	<b>Equity</b>
		-----	0.0000	
	1.0000	-	0.0703	
	00	0.226248	26	FL
	-----	0.2293	0.7119	
	1.0000	-	0.9714	
	00	0.093259	74	DEBT
	-----	0.6240	0.0000	

**المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على مخرجات EViews.**

يتضح من الجدول (2-2) ومن خلال معاملات الارتباط أن هناك علاقة عكسية قوية وذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل **Equity** والمتغير التابع **EVA**، بدرجة ارتباط فاقتحدود 68% عند دلالة إحصائية 0.0001 أي أقل من 5% مستوى المعنوية المعتمدة.

أما علاقة المتغير المستقل **DEBT** مع المتغير التابع **EVA** فنلاحظ وجود علاقة عكسية قوية ذات دلالة إحصائية بين المتغيرين، بدرجة ارتباط وصلت إلى 70% عند مستوى دلالة إحصائية 0.0001 أي أقل من 5% مستوى المعنوية المعتمدة. بينما المتغير المستقل **FL** فعلاقته بالمتغير التابع **EVA** علاقة عشوائية لأنها تفتقد للدلالة الإحصائية المقبولة عند مستوى معنوية 5%.

**II- تقدير نموذج الدراسة**

**1- اختبارات المفاضلة بين النماذج**

لتحديد النموذج الملائم لتأثير المزيج التمويلي على الأداء المالي لمؤسسات بورصة الجزائر للفترة 2011-2020، من ضمن النماذج الثلاث حسب منهجية نماذج بيانات بانل نقوم بالاختبارات التالية<sup>1</sup>:

**1-1- اختبار فيشر (FISHER)**

<sup>1</sup>تم تجاوز اختبارات التجانس لهاسيو بسبب نوع بيانات بانل التي تندرج ضمن البيانات الطويلة MacroPanel، ينظر: Khouiled, B. (2018). Tests of Homogeneity in Panel Data with EViews. [https://mpr.aub.uni-muenchen.de/101001/1/MPRA\\_paper\\_101001.pdf](https://mpr.aub.uni-muenchen.de/101001/1/MPRA_paper_101001.pdf)



يسمح لنا هذا الاختبار بالمفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي من جهة ونموذج التأثيرات الثابتة من جهة أخرى، فإذا كانت القيمة الاحتمالية المقابلة لإحصائية FISHER أقل من مستوى المعنوية 0.05 فإننا نرفض  $H_0$  ونقبل  $H_1$  بحيث:

$H_0$ : نموذج الانحدار التجميعي هو النموذج الملائم.

$H_1$ : نموذج التأثيرات الثابتة هو النموذج الملائم.

### الجدول رقم (2-3): اختبار $FISHER$ — $EVA$ بدلالة المزيج التمويلي

Redundant Fixed Effects Tests  
Equation: EQ01  
Test cross-section fixed effects

Pro	Statistic		
b.	d.f.	ic	Effects Test
0.1		2.098	
445	(2,24)	969	Cross-section F
0.0		4.835	Cross-section Chi-
891	2	850	square

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على مخرجات **EViews**

نلاحظ من الجدول رقم (2-3) أن القيمة الاحتمالية للاختبار بلغت 0.144 وهي أكبر من مستوى المعنوية 0.05 وبالتالي نقبل فرضية العدم  $H_0$ ، أي أن النموذج الملائم هو نموذج الانحدار التجميعي.

### 1-2- اختبار مضاعف لاغرانج ( $LM - Lagrange Multiplier$ )

يسمح لنا هذا الاختبار بالمفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي من جهة ونموذج التأثيرات العشوائية من جهة أخرى، فإذا كانت القيمة الاحتمالية المقابلة لإحصائية كل من اختبار  $Breusch-Pagan \& Honda$  أقل من مستوى معنوية 0.05 فإننا نرفض  $H_0$  ونقبل  $H_1$  بحيث:

$H_0$ : نموذج الانحدار التجميعي هو النموذج الملائم.

$H_1$ : نموذج التأثيرات العشوائية هو النموذج الملائم.

### الجدول رقم (2-4): اختبار $LM$ — $EVA$ بدلالة المزيج التمويلي

Lagrange Multiplier Tests for Random Effects

Null hypotheses: No effects

Alternative hypotheses: Two-sided (Breusch-Pagan) and one-sided (all others) alternatives

Test Hypothesis			
Both	Time	Cross-section	
0.329 576 (0.565 9)	0.004 136 (0.948 7)	0.325 439 (0.568 4)	Breusch-Pagan
- 0.357908 (0.639 8)	0.064 314 (0.474 4)	- 0.570473 (0.715 8)	Honda
- 0.488589 (0.687 4)	0.064 314 (0.474 4)	- 0.570473 (0.715 8)	King-Wu
- 3.382787 (0.999 6)	0.230 337 (0.408 9)	0.233 004 (0.407 9)	Standardized Honda
- 3.277250 (0.999 5)	0.230 337 (0.408 9)	0.233 004 (0.407 9)	Standardized King-Wu

0.004				Gourieroux,
136	--	--		et al.
(0.723				
8)				

**المصدر: من إعداد الطالبين اعتمادا على مخرجات EViews**

نلاحظ من الجدول رقم (2-4) أن أن القيمة الاحتمالية لاختبار LM بلغت 0.948 وهي أكبر من مستوى معنوية 0.05 وبالتالي نقبل فرضية العدم  $H_0$  ونرفض الفرضية البديلة  $H_1$ ، أي النموذج الملائم هو نموذج الانحدار التجميعي.

**1-3- تقدير النموذج المناسب**

بناء على اختباري المفاضلة بين النماذج FISHER و LM فإن نموذج الانحدار التجميعي هو النموذج الملائم، النتائج مبينة في الجدول أدناه بعد تقديره بطريقة المربعات الصغرى شبه المعممة (EGLS) المرجحة زمنيا (Periodweights) لتفادي المشاكل القياسية خاصة عدم تجانس تباين بواقي التقدير.

**الجدول رقم (2-5): نموذج الانحدار التجميعي لـ EVA بدلالة متغيرات المزيج التمويلي**

Dependent Variable: EVA  
 Method: Panel EGLS (Period weights)  
 Date: 05/29/23 Time: 14:44  
 Sample: 2011 2020  
 Periods included: 10  
 Cross-sections included: 3  
 Total panel (balanced) observations: 30  
 Linear estimation after one-step weighting matrix

Pro	t-	Std.	Coef	
b.	Statistic	Error	ficient	Variable
0.0	6.294	3.81E	2.40	
000	744	+08	E+09	C
0.0	-	4.97E	-	
112	2.731217	+08	1.36E+09	Equity

0.4	-	42478	3337281	-
392	0.785636	752	5	LEV
0.0	-	7.77E	-	
007	3.830483	+08	2.98E+09	DEBT
Weighted Statistics				
0.7			2.87	
77855	R-squared	E+09	Root MSE	
0.7	Adjusted R-squared	-	Mean	
52223	squared	1.57E+09	dependent var	
3.0	S.E. of	6.19	S.D.	
9E+09	regression	E+09	dependent var	
30.		2.48	Sum squared	
34692	F-statistic	E+20	resid	
0.0	Prob(F-	1.44	Durbin-	
00000	statistic)	7712	Watson stat	

المصدر: من إعداد الطالبين اعتمادا على مخرجات **EViews**

نتيجة معادلة التقدير كما يلي :

$$EVA = 2399236435.66 - 1357190297.29 * Equity - 33372815.309 * FL - 2977124843.44 * DEBT$$

## 2- اختبار المعنوية الإحصائية للمعالم المقدرة (إحصائية ستودنت - Student Test)

بالنسبة للمتغيرات المستقلة نلاحظ من خلال الجدول (2-5) أن القيم الاحتمالية لكل من نسبة حقوق

الملكية **Equity**

(0.0112) ونسبة الديون **DEBT** (0.0007) بالإضافة إلى الحد الثابت (0.0001) هي أقل تماما من مستوى

المعنوية 0.05، أي أن معالمها المقدرة تختلف عن الصفر إحصائيا. وبالتالي توجد علاقة تأثير ذات دلالة إحصائية لكل من **Equity**

و **DEBT** على القيمة الاقتصادية المضافة **EVA** للمؤسسات محل الدراسة.

بينما القيمة الاحتمالية لنسبة الرفع المالي **LEV** (0.4392) كانت أكبر من مستوى المعنوية 0.05، مما يعني أن

معالمها المقدرة لا تختلف عن الصفر إحصائيا. وبالتالي لا وجود لعلاقة تأثير ذات دلالة إحصائية ل **LF** على القيمة الاقتصادية المضافة

**EVA** للمؤسسات محل الدراسة.

3- اختبار جودة التوفيق (معامل التحديد - R-squared)

انطلاقاً من نتائج النموذج في الجدول رقم (2-5) نلاحظ أن قيمة معامل التحديد R-squared قد بلغت 0.7778 أي أن المتغيرات المستقلة تفسر ما يقارب 77.78% من التغيرات الكلية للقيمة الاقتصادية المضافة للمؤسسات محل الدراسة، وهي نسبة جيدة، أما النسبة المتبقية 22.22% تفسرها متغيرات أخرى غير مدرجة في النموذج.

4- اختبار جودة النموذج (إحصائية فيشر - F-statistic)

من خلال نتائج الجدول رقم (2-5) نلاحظ أن إحصائية فيشر F-statistic للنموذج تساوي 30.346 بقيمة احتمالية قدرت بـ 0.0001 وهي أقل تماماً من مستوى المعنوية المعتمدة في الدراسة 0.05. أي أن كل المعالم المقدرة تختلف إحصائياً عن الصفر، وبالتالي النموذج المقدر له دلالة إحصائية في مجمله عند مستوى المعنوية 0.05.

5- دراسة المشاكل القياسية لنموذج الدراسة

5-1- اختبار الارتباط الآني بين البواقي

يسمح لنا هذا الاختبار بالحكم على وجود ارتباط آني بين بواقي التقدير بين المؤسسات من عدمه.

الجدول رقم (2-6): اختبار الارتباط الآني بين بواقي تقدير نموذج الدراسة

Residual Cross-Section Dependence Test  
Null hypothesis: No cross-section dependence  
(correlation) in weighted  
Residuals  
Equation: EQ01  
Periods included: 10  
Cross-sections included: 3  
Total panel observations: 30  
Note: non-zero cross-section means detected in  
data  
Cross-section means were removed during  
computation of correlations

Pro	d.f.	Statisti	Test
b.		c	
0.6		1.7366	
288	3	32	Breusch-Pagan LM
0.6		-	
060		0.515768	Pesaran scaled LM

0.5	-	
371	0.617241	Pesaran CD

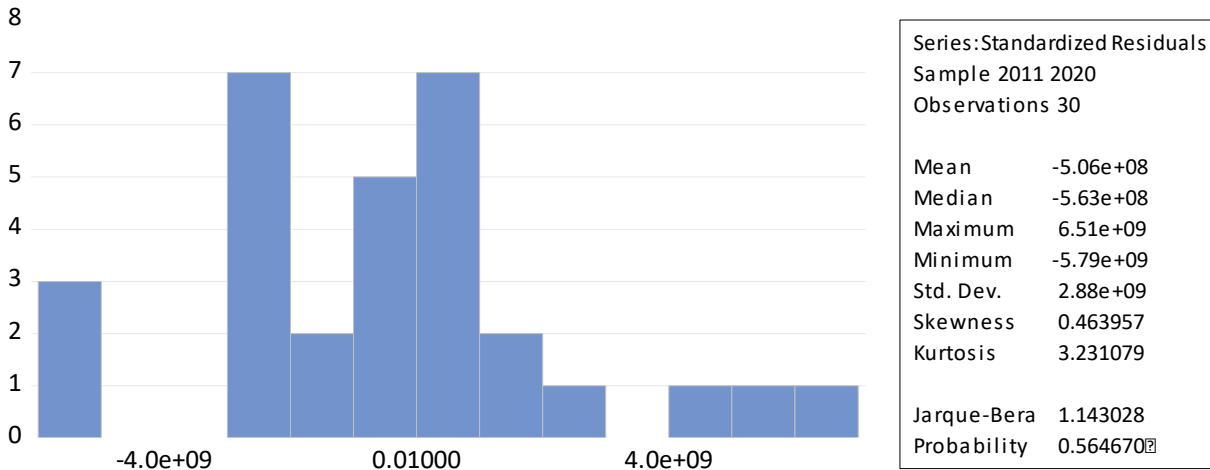
المصدر: من إعداد الطالبين اعتمادا على مخرجات **EViews**

بما أن هيكلية البيانات تمتاز بـ ( $N < T$ ) أي أنها بيانات طولية كبيرة Macro Panel، فإننا سنستخدم اختبار Breuch-Pagan LM، والذي يظهر من خلال الجدول رقم (2-6) أن القيمة الاحتمالية للاختبار تقدر بـ 0.6288، وهي أكبر من مستوى المعنوية 0.05، وعليه فمشكلة الارتباط الآني بين البواقي غير موجودة.

### 2-5- اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي

يسمح لنا هذا الاختبار بالحكم على توزيع البواقي إن كان طبيعيا أم لا.

### الشكل 6 اختبار التوزيع الطبيعي لبواقي تقدير نموذج الدراسة



المصدر: من إعداد الطالبين اعتمادا على مخرجات **EViews**

نلاحظ من خلال الشكل رقم (2-5) أن إحصائية Jarque-Bera المحسوبة قدرت بـ 1.143 تقابلها القيمة الاحتمالية 0.564 وهي أكبر من مستوى المعنوية 0.05، وبالتالي فإن توزيع البواقي يعتبر توزيعا طبيعيا وعليه ضمان اعتدال توزيع المعالم وصحة الاستدلال الإحصائي.

### 3-5- اختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء

يسمح لنا هذا الاختبار بالحكم على وجود مشكلة الارتباط الذاتي داخل المقاطع بين بواقي التقدير من عدمها.

### الجدول رقم (2-7): اختبار الارتباط الذاتي بين بواقي تقدير نموذج الدراسة

Date: 05/29/23 Time: 14:44

Sample: 2011 2020

Included observations: 30

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob
		1 0.048	0.048	0.0750	0.784
		2 -0.027	-0.030	0.1005	0.951
		3 -0.032	-0.030	0.1378	0.987
		4 -0.052	-0.050	0.2371	0.994
		5 -0.045	-0.042	0.3153	0.997
		6 -0.049	-0.049	0.4100	0.999

المصدر: من إعداد الطالبين اعتمادا على مخرجات EViews

يشير اختبار مصور الارتباط عبر إحصائته Q إلى خلو النموذج من مشكلة الارتباط الذاتي بين الأخطاء بالنظر للقيمة الاحتمالية للإحصائية والتي تساوي 0.999 وهي أقل من درجة المعنوية 0.05.

4-5- اختبار تجانستباين الأخطاء

يسمح لنا هذا الاختبار بالحكم على وجود مشكلة اختلاف تباين الأخطاء بين المقاطع من عدمها.

### الجدول رقم (2-8): اختبار ثبات التباين بين بواقي تقدير نموذج الدراسة

Test for Equality of Variances of

RESID01

Categorized by values of

ENTERPRISE

Date: 05/29/23 Time:

14:45

Sample: 2011 2020

Included observations: 30

Probability	Value	Df	Method
0.000	45.32		
0	364	2	Bartlett
0.042	3.547	(2,	
9	573	27)	Levene
0.403	0.940	(2,	
0	078	27)	Brown-Forsythe

#### Category Statistics

Mean Abs.	Mean Abs.	Std. Dev.	Count	ENT
an Diff.	Diff.	Dev.	t	ERPRISE

				ASS
2.64E	2.97E	4.67E		URANC
+08	+08	+08	10	E
7.01E	7.86E	1.26E		ELA
+08	+08	+09	10	URASSI
2.38E	3.60E	6.34E		SAID
+09	+09	+09	10	AL
1.11E	1.56E	3.73E		
+09	+09	+09	30	All

Bartlett weighted standard deviation:

3.74e+09

#### المصدر: من إعداد الطالبتين اعتماداً على مخرجات EViews

يشير اختبار براون فورسايت إلى خلو النموذج من مشكلة اختلاف التباين بين الأخطاء بالنظر للقيمة الاحتمالية لإحصائية الاختبار والتي تساوي 0.4030 وهي أقل من درجة المعنوية 0.05. وبالتالي النموذج يمتاز بثبات تباين الأخطاء.

#### المطلب الثاني: مناقشة نتائج الدراسة

بعد عرض النتائج الإحصائية والقياسية للدراسة، سنحاول من خلال هذا المطلب تحليل وتفسير ومناقشة هذه النتائج:

- أظهرت نماذج تقدير الانحدار أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين القيمة الاقتصادية المضافة ونسبة إجمالي حقوق الملكية إلى إجمالي الموجودات ولكن هذا التأثير بشكل سالب إذ تساهم في خفض القيمة الاقتصادية المضافة بدرجة ارتباط فاقتحدود68% عند دلالة إحصائية 0.0001 أي أقل من 5% مستوى المعنوية المعتمدة.

وهذا راجع إلى الإنخفاض الذي شهدته مؤسسة أليانس للتأمينات في رقم أعمالها ابتداءً من سنة 2012 لذلك قررت

التخلي عن تأمين الأشخاص وعدم اعتمادها عليه مما أثر على صافي الربح التشغيلي الذي بدوره أثر على القيمة الاقتصادية المضافة، أما بالنسبة لمؤسسة صيدال كان ذلك بسبب تمويلها لعمليات الشراكة الاستراتيجية عن طريق القروض وهو ما تنص عليه نظرية مولديني وميلر بحيث تحقق المؤسسة من القروض وفرات ضريبية وبالتالي التخفيض من الاعتماد على الأموال الخاصة في تمويل أصولها ، وبسبب غلق أهم فندق في سلسلة أوراسي بسبب أعمال التهيئة والتجديد سجلت هذه المؤسسة تراجع كبير في رقم أعمالها مما أدى إلى هدم للقيمة من خلال نسبة حقوق الملكية.



• أظهرت النتائج وجود علاقة تأثير سلبية ذات دلالة إحصائية بين نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الموجودات والقيمة الإقتصادية المضافة ، ويمكن تفسير ذلك بوجود علاقة عكسية بينهما ، بدرجة ارتباط وصلت إلى 70% عند مستوى دلالة إحصائية 0.0001 أي أقل من 5% مستوى المعنوية المعتمدة، حيث أن هذه النسبة تؤثر سلبا على الأداء المالي لمجمع صيدال ، وهذا راجع ارتفاع تكلفة الدين مما يفسر اعتماد المؤسسة على القروض مما يعني أن بعض المساهمين تخلو عن أسهم الشركة خلال فترة الدراسة أي تدخور أدائها المالي ، أما عن مؤسسة أوراسي قد يؤدي زيادة نسبة الدين إلى إجمالي الموجودات إلى خفض القيمة بسبب تدهور نشاطها وبالفعل ما حصل أنها قد بالغت في إستخدام الديون ، ونظرا لإرتفاع المديونية تشهد مؤسسة اليانس للتأمينات تدهورا في أدائها المالي أي أنها حققت قيمة إقتصادية مضافة منخفضة ، وهذا يعني أنها ذات هيكل تمويلي متدهور نوعا ما .

• أظهرت نتائج الانحدار عدم وجود علاقة إحصائية بين الرفع المالي والقيمة الاقتصادية المضافة وهذا بمقدار 0.4392 أي أكبر من مستوى المعنوية 0.05 مما يفسر عدم قدرة هذا المؤشر على تفسير القيمة الاقتصادية المضافة.

## خلاصة الفصل الثاني

حاولنا في هذا الفصل الإجابة عن الإشكالية الرئيسية للموضوع من خلال الإجابة عن الإشكاليات الفرعية بناء على نتائج الدراسة التطبيقية المتوصل إليها في شقيها الإحصائي والقياسي، مستعرضين قبل ذلك الطريقة والأدوات المستعملة في الدراسة، ويمكن تلخيص ما توصلت إليه الدراسة التطبيقية من نتائج فيما يلي:

- وجود علاقة تأثير سلبية ذات دلالة إحصائية بين Equity على EVA.
- وجود علاقة تأثير سلبية ذات دلالة إحصائية بين DEBT على EVA.
- عدم وجود علاقة تأثير ذات دلالة إحصائية بين FL على EVA.
- المزيج المالي لمؤسسات بورصة الجزائر أليانس، الأوراسيوسيدال تؤثر سلبيا بمعنوية في أدائها المالي خلال الفترة من 2011 إلى 2020.

خاتمة

حاولنا من خلال هذه الدراسة قياس أثر المزيج التمويلي على الأداء المالي باستخدام القيمة الاقتصادية المضافة ، لمؤسسات القطاع الخاص المسعرة في بورصة الجزائر (أوراسي، أليانس، صيدال) ، من خلال الاعتماد على مجموعة من المؤشرات التي يمكن من خلالها رصد أنماط الأداء، وتطلبت الدراسة معالجة الإشكالية التي تتمحور حول مدى تأثير المزيج التمويلي على الأداء المالي من خلال القيمة الاقتصادية المضافة، عبر فصلين حيث تناولنا في الفصل الأول الأدبيات النظرية حول المزيج التمويلي والأداء المالي والقيمة الاقتصادية المضافة، بينما خصص الفصل الثاني بالجانب التطبيقي، بحيث حاولنا تطبيق دراستنا على عينة الدراسة خلال الفترة (2011-2020) ، لذا سنقوم بالتطرق لنتائج دراستنا وصولاً إلى مجموعة من التوصيات ، وتقديم آفاق الدراسة.

خلصت الدراسة فيما يلي وذلك للتأكد من صحة الفرضيات أو نفيها :

### نتائج إختبار الفرضيات :

أ- بالنسبة للفرضية الأولى : "يوجد دلالة احصائية بين نسبة الرفع المالي و القيمة الاقتصادية المضافة في عينة الدراسة خلال الفترة (2011-2020) ، تم نفي الفرضية وذلك من خلال النتائج التالية :

• عدم وجود علاقة تأثير ذات علاقة إحصائية بين الرفع المالي والقيمة الاقتصادية المضافة ، وهذا مايفسرالإحتمال المرفق بإحصائية t أكبر من مستوى المعنوية 0.05.

ب- بالنسبة للفرضية الثانية : "لا يوجد دلالة احصائية بين نسبة حقوق الملكية إلى إجمالي الموجودات و القيمة الاقتصادية المضافة في عينة الدراسة خلال الفترة (2011-2020). تم نفي الفرضية وذلك من خلال النتائج التالية :

• وجود علاقة تأثير سلبية ذات دلالة إحصائية بين نسبة حقوق الملكية إلى إجمالي الموجودات على القيمة الاقتصادية المضافة وهذا مايفسر على أنه كل مازادت Equity ب1% تؤدي إلى إنخفاض EVA ب 125719.29 دينار جزائري .

ت- بالنسبة للفرضية الثالثة : "يوجد دلالة احصائية بين نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الموجودات و القيمة الاقتصادية المضافة في عينة الدراسة خلال الفترة (2011-2020). تم إثبات هذه الفرضية ، وذلك من خلال :

• وجود علاقة تأثير سلبية ذات دلالة إحصائية بين نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الموجودات على القيمة الاقتصادية المضافة وهذا مايفسر على أنه كل مازادت DEBT ب1% تؤدي إلى إنخفاض EVA ب 2977124843.44 دينار جزائري .

• وجود تأثير ذو دلالة إحصائية بمستوى معنوية 5%.

### التوصيات :

- ربط السوق المالي في الجزائر بالأسواق المالية العالمية
- لا ينصح بالاعتماد على القيمة الاقتصادية المضافة كمؤشر لتقييم الأداء.
- زيادة الوعي والثقافة البورصية لدى المؤسسات الاقتصادية من خلال تنظيم ملتقيات وندوات .
- إدراج المؤسسات في البورصة لتحسين مردوديتها وذلك عن طريق مراجعة الشروط الواجب توفرها في المؤسسة التي ترغب في الدخول إلى البورصة التي تعكس الأداء المالي .
- التحكم في التكاليف لزيادة الكفاءة والمرونة للسوق الجزائرية .
- إجراء المزيد من الدراسات لاكتشاف دور القيمة الاقتصادية المضافة في تقييم جوانب الأداء .

### آفاق الدراسة :

- إعادة الدراسة في بورصة نشطة تتمتع بالكفاءة والمرونة لعدم توفر عينة ملائمة من المؤسسات للدراسة نتيجة العدد القليل للمؤسسات المسعرة في البورصة الجزائرية .
- أثر الهيكل المالي على الأداء المالي في البنوك التجارية .

قائمة المصادر و

المراجع

## قائمة المصادر و المراجع

### الكتب

- (1) إلياس بن ساسي , قريشي يوسف , التسيير المالي لإدارة المالية ، الطبعة الأولى ، دار وائل للنشر، 2006.
  - (2) عدنان تايه النعيمي ، ياسين كاسب الخرشة ، أساسيات في الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة ، عمان، 2007.
  - (3) عدنان تايه نعيمة ، أرشد فؤاد التميمي ، الإدارة المالية المتقدمة ، دار اليازوري ، الأردن ، 2009.
  - (4) عليان شريف وآخرون ، الإدارة والتحليل المالي ، دار البركة للنشر والتوزيع ، عمان ، 2008.
  - (5) مجيد الكرخي، تقويم الأداء، الطبعة الأولى، دار المناهج، للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2014.
  - (6) محمد صالح الحناوي ، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية ، الإسكندرية مصر ، 2000.
  - (7) محمد قاسم خصاونة ، أساسيات الإدارة المالية، دار الفكر ناشرون وموزعون ، عمان ، الأردن ، 2010 .
  - (8) محمد محمود الخطيب، الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات ، دار الحامد للنشر والتوزيع ، الأردن ، عمان، الطبعة الأولى ، 2010 .
  - (9) محمد صالح الحناوي ، الإدارة المالية والتمويل ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، مصر ، 2011.
- الرسائل الجامعية:
- (10) أسماء أيمن ، تقييم المؤسسات وفق منظور القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة ، أطروحة دكتوراه ، جامعة قاصدي مرباح ورقلة ، الجزائر ، 2020-2021.
  - (11) أنس مصلح ذياب ، العوامل المؤثرة في تقييم التأمين الأردنية ، مذكرة ماجستير ، جامعة الشرق الأوسط
  - (12) أنفال حدة خبيزة ، تأثير الهيكل المالي على إستراتيجية المؤسسة الصناعية، مذكرة ماجستير ، جامعة محمد خيضر بسكرة ، الجزائر ، 2012.
  - (13) بوربيعة غنية ، محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة ، مذكرة ماجستير ، جامعة الجزائر 03 ، الجزائر ، 2011-2012.

## قائمة المصادر و المراجع

- 14) الجوزي غنية ، أهمية اعتماد البورصة كوسيلة تقييم مردودية المؤسسة وتمويل تطورها ، مذكرة ماجستير ، جامعة الجزائر 3 ، الجزائر ، 2011-2012 .
- 15) حسنية صيفي ، قياس الأداء المالي باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة ، مذكرة دكتوراه ، جامعة قاصدي مرباح ورقلة ، الجزائر ، 2015-2016 .
- 16) حفصي رشيد ، تقييم الأداء المالي للمؤسسة المسعرة في بورصة الجزائر ، مذكرة ماجستير ، جامعة قاصدي مرباح ورقلة ، الجزائر ، 2010-2011 .
- 17) دادن عبد الغاني ، قياس الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية نحو إرساء نموذج الإنذار المبكر باستعمال المحاكاة المالية ، أطروحة دكتوراه ، جامعة الجزائر ، 2006-2007 .
- 18) رياض حمزة كاظم ، هيكل التمويل وأثره في الأداء المالي مقاسا بمؤشر القيمة السوقية ، مذكرة ماجستير ، جامعة الكوفة كلية الإدارة والاقتصاد قسم العلوم المالية والمصرفية ، العراق ، 2019 .
- 19) زغود تبر ، تأثير هيكل الملكية والهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة ، مذكرة دكتوراه ، جامعة قاصدي مرباح ورقلة ، الجزائر ، 2017-2018 .
- 20) زهرة مختاري ، التشخيص المالي ودوره في تقييم الأداء ، مذكرة ماجستير غير منشورة ، جامعة محمد بوقرة بومرداس ، الجزائر ، 2010-2011 .
- 21) صديقي براهيم ، داودي سالم ، أثر الهيكل التمويلي على الأداء المالي لشركة التأمين ، مذكرة ماستر ، جامعة دراية أدرار ، الجزائر ، 2018-2019 .
- 22) عادل بوجمان ، تأهيل الموارد البشرية لتحسين أداء المؤسسة الاقتصادية ، شهادة دكتوراه ، جامعة محمد خيضر ، بسكرة ، الجزائر ، 2014-2015 .
- 23) عادل عشي ، الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية ، مذكرة ماجستير ، جامعة محمد خيضر . بسكرة ، 2001-2002 ، ص .
- 24) عبد الرحمان ذهيبية ، تأثير التغيرات في مؤشرات الأداء على اختيار الهيكل المالي للمؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية ، مذكرة ماجستير ، جامعة قاصدي مرباح ورقلة ، الجزائر ، 2012 .
- 25) عيشاوي خولة ، اثر الهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية ، مذكرة ماستر ، جامعة ورقلة ، الجزائر ، 2015-2016 .



## قائمة المصادر و المراجع

- (26) مرسلتي نزيهة ، أثر الهيكل المالي في البنوك التجارية بالجزائر ، مذكرة دكتوراه ، جامعة غرداية ، الجزائر ، 2017-2018.
- (27) مصطفى محمد جاسم ، محمد السندي ، أثر الاندماج على الأداء المالي ، مذكرة ماجستير ، جامعة مؤتة ، الأردن ، 2015.
- (1) المجلات العلمية:
- (28) أسماء محمد عبد الله الشهري، العلاقة بين الرفع المالي والأداء المالي ، مجلة إلكترونية الشاملة ، العدد 23 ، 2020.
- (29) الشيخ الداوي ، تحليل الأسس النظرية لمفهوم الأداء ، مجلة الباحث ، جامعة الجزائر ، العدد 7 ، 2009-2010.
- (30) صبيحة قاسم هاشم، نظريات هيكل التمويل الحديثة ، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية ، جامعة بغداد ، العراق ، المجلد 21 ، العدد 83 ، 2010 .
- (31) عايد عبد الله كشميري ، مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة لتقييم الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي ، مجلة العربية لنشر العلمي ، جامعة الملك عبد العزيز ، المملكة العربية السعودية ، العدد 23 ، 2020.
- (32) عبد الرحمان تمار وآخرون ، محددات الهيكل المالي ، المجلة الجزائرية للتنمية الجزائرية ، ورقلة ، الجزائر ، المجلد 9 ، الرقم 01 ، 2021 .
- (33) عبد علك حافظ، علي شاعر محمود، أثر التمويل طويل الأجل في صافي الربح ، مجلة الدراسات المحاسبية والمالية ، العدد 20 ، 2012 .
- (34) فاطمة الزهراء بن زعيمة وآخرون ، أهمية تحليل الهيكل المالي في تقييم الأداء المالي ، مجلة الريادة لاقتصاديات الأعمال ، المجلد 07 العدد 3 بجامعة شلف الجزائر.
- (35) محمودي مليك ، نوي نور الدين ، أثر الهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر ، مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبة ، العدد 02 ، 2016.
- (36) مفيدة يجياوي ، تحديد الهيكل المالي الأمثل في المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية ، مجلة العلوم الإنسانية ، جامعة محمد خيضر بسكرة ، العدد 3 ، أكتوبر 2002.
- (37) هشام بحري ، مقاييس الأداء المبنية على القيمة من وجهة منظر المساهم ، مجلة الباحث ، جامعة قسنطينة ، الجزائر ، العدد 2011، 1-2012.

38)هوارى سويسى ،دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة ، مجلة الباحث ، جامعة قاصدي  
مرباح ورقلة ، العدد 7، 2009-2010

### المراجع باللغة الأجنبية:

- 39)Christoph Hendrik Domnick, Influence of capital structure on firm's financial performance ,11IBA Bachelor Thesis Conference , University of Twente, Holand , 2018
- 40)Christoph Hendrik Domnick , Influence of capital structure on firm's financial performance ,11IBA Bachelor Thesis Conference , University of Twente, Holand , 2018
- 41)Christoph Hendrik Domnick, Influence of capital structure on firm's financial performance,11IBA Bachelor Thesis Conference , University of Twente, Holand , 2018
- 42)John S Walker,Afinancialagency analysis of privatizations, UNIVERSITY Press, London, 1997.
- 43)MihaelaBrimdusa, Valemtna Diana, Silvia Avasilcai, FINANCIAL PERFORMANCE- DETERMINANTS AND INTERDEPEDENCIES BETWEEN MESUREMENT INDICATORS ,Business, management and Economics Engineering,Enversity of Iasi,Romania , Volume20,2022.
- 44)OMALKO EMIKA,Effect of financing mix on financial performance of health care firms Nigeria,IIARD International Journal of Banking and Finance , vol 6, NO 3,2020.
- 45)OMALKO EMIKA,Effect of financing mix on financial performance of health care firms Nigeria,IIARD International Journal of Banking and Finance , vol 6, NO 3,2020.

- 46)OMALKO EMIKA,Effect of financing mix on financial performance of health care firms Nigeria,IIARD International Journal of Banking and Finance , vol 6, NO 3,2020.
- 47)Tariq javed , younaswaqar, Muhammad Imran , Impact of capital structure on firm performance ,Internqtional journal of AcademicResearch in Economics and Management Sciences ,Vol 03 , No05, Islamapad, Pakistan, 2014.
- 48) Tariq javed , younaswaqar, Muhammad Imran , Impact of capital structure on firm performance ,Internqtional journal of AcademicResearch in Economics and Management Sciences ,Vol 03 , No05, Islamapad, Pakistan, 2014.
- 49)Tariq javed , younaswaqar, Muhammad Imran , Impact of capital structure on firm performance ,Internqtional journal of AcademicResearch in Economics and Management Sciences ,Vol 03 , No05, Islamapad, Pakistan, 2014.

### المواقع الإلكترونية: (50)

(51)موقع بورصة الجزائر: أليانس للتأمينات،

[https://www.sgbv.dz/ar/?page=details\\_societe&id\\_soc=23](https://www.sgbv.dz/ar/?page=details_societe&id_soc=23)

(52)موقع بورصة الجزائر: صيدال،  
[https://www.sgbv.dz/ar/?page=details\\_societe&id\\_soc=28](https://www.sgbv.dz/ar/?page=details_societe&id_soc=28)

(53)موقع بورصة الجزائر:

م.ت. فالأوراسي،  
[https://www.sgbv.dz/ar/?page=details\\_societe&id\\_soc=26](https://www.sgbv.dz/ar/?page=details_societe&id_soc=26)

(54)تم تجاوز اختبارات التجانس لهاسيو بسبب نوع بيانات بانل التي تندرج ضمن البيانات الطويلة MacroPanel،  
ينظر :

Khouiled, B. (2018). Tests of Homogeneity in Panel Data with EViews.

[https://mpra.ub.uni-muenchen.de/101001/1/MPRA\\_paper\\_101001.pdf](https://mpra.ub.uni-muenchen.de/101001/1/MPRA_paper_101001.pdf)

<s://www.meemapps.com/term/debt-to-total-asse>

رقم 1

Date:

05/29/23

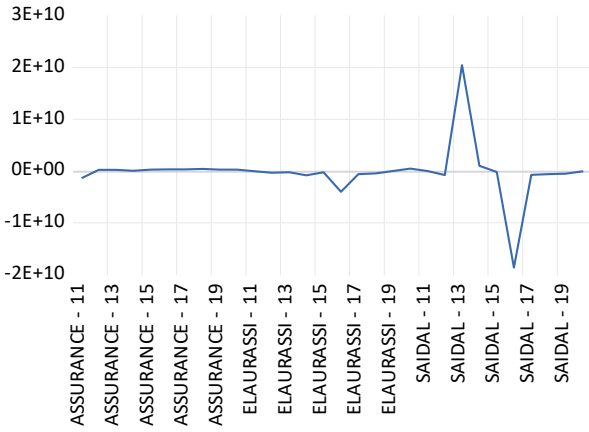
Time: 14:36

Sample: 2011 2020

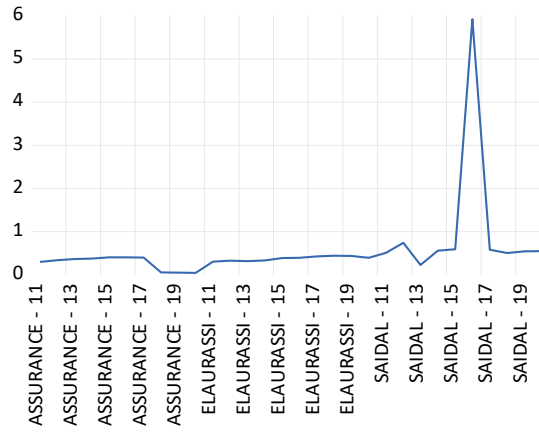
DEBT	LEV	ROE	EVA	
0.685548	2.442379	0.570642	1.72E+08	Mean
0.599127	1.540128	0.393690	41399787	Median
4.079825	13.54861	5.920175	2.05E+10	Maximum
0.388438	0.689139	0.041420	1.86E+10	Minimum
0.649203	3.166900	1.022461	5.21E+09	Std. Dev.
4.992287	2.646980	5.002584	0.604334	Skewness
26.66371	8.532433	26.73916	14.37935	Kurtosis
824.5788	73.29227	829.5640	163.6881	Jarque-Bera
0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	Probability
20.56643	73.27138	17.11927	5.17E+09	Sum
12.22247	290.8484	30.31736	7.88E+20	Sum Sq.
			0	Dev.
30	30	30	30	Observatio

رقم 2

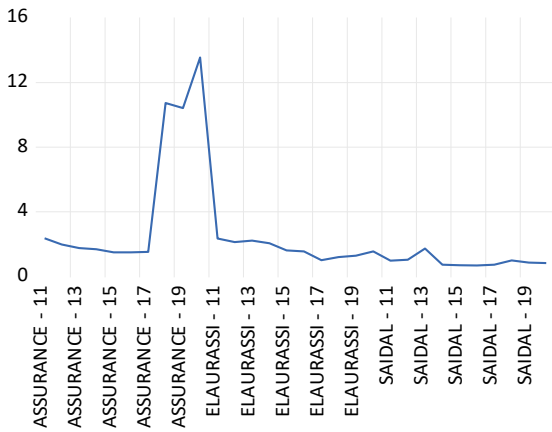
EVA



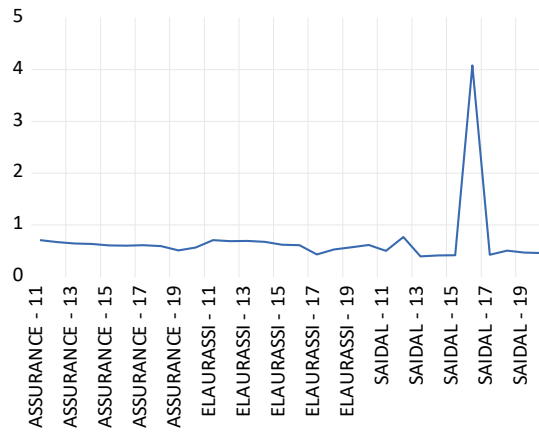
ROE



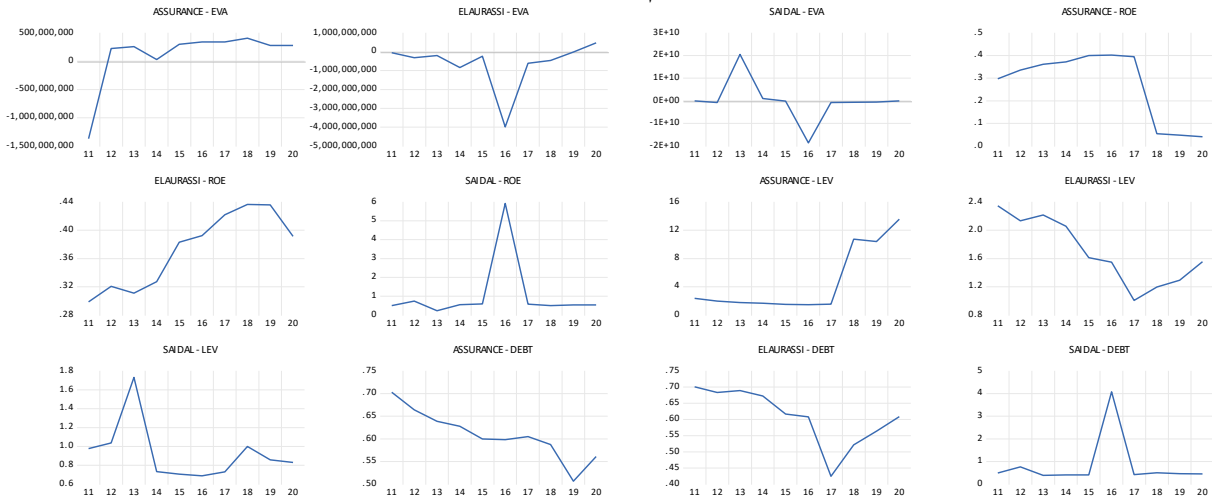
LEV



DEBT

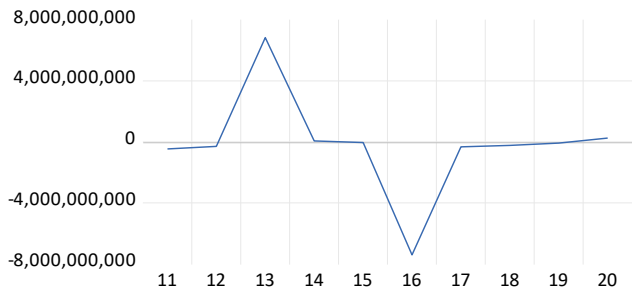


### رقم 3

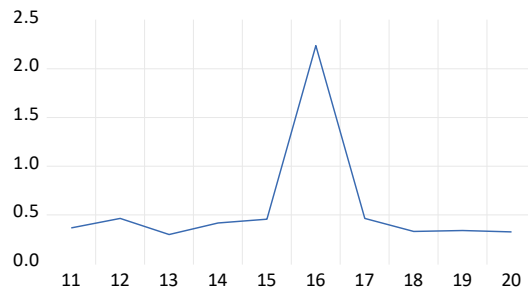


### رقم 4

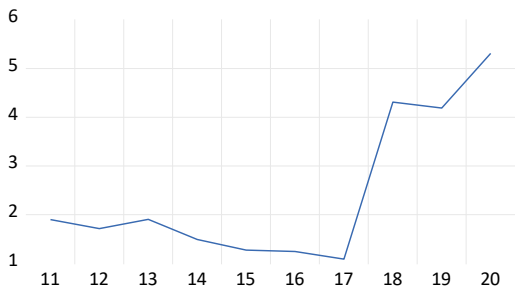
Mean of EVA



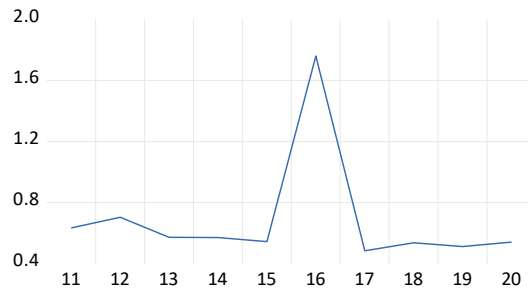
Mean of ROE



Mean of LEV



Mean of DEBT



— Mean

