جامعة قاصدي مرباح – ورقلة
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم المالية والمحاسبة

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماستر أكاديمي، الطور الثاني

في ميدان: العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

فرع: علوم مالية ومحاسبة تخصص: مالية مؤسسة

بعنوان

تعزيز قيمة الشركة في إطار نظرية المعاوضة

(دراسة حالة عينة من الشركات العاملة في الاقتصاد الجزائري خلال الفترة 2016-2022)

من إعداد الطالبة: فرحي سعيدة

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ:2024/06/09.

أمام اللجنة المكونة من السادة:

د/خمقاني عبد الهادي (أستاذ، جامعة ورقلة) رئيسًا

د/محمد الأخضر قريشي (أستاذ محاضر "ب"، جامعة ورقلة) مشرفًا ومقررا

د/بوزيد عصام (أستاذ، جامعة ورقلة) مناقشًا

السنة الجامعية: 2023 –2024

جامعة قاصدي مرباح – ورقلة
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم المالية والمحاسبة

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماستر أكاديمي، الطور الثاني

في ميدان: العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

فرع: علوم مالية ومحاسبة تخصص: مالية مؤسسة

بعنوان

تعزيز قيمة الشركة في إطار نظرية المعاوضة

(دراسة حالة عينة من الشركات العاملة في الاقتصاد الجزائري خلال الفترة 2016-2022)

من إعداد الطالبة: فرحي سعيدة

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ: 2024/06/09

أمام اللجنة المكونة من السادة:

د/خمقاني عبد الهادي (أستاذ، جامعة ورقلة) رئيسًا

د/محمد الأخضر قريشي (أستاذ محاضر "ب"، جامعة ورقلة) مشرفًا ومقررا

د/بوزيد عصام (أستاذ، جامعة ورقلة) مناقشًا

السنة الجامعية: 2023 –2024

الإهداء

اهدي ثمرة جهدي المتواضع الى والدي الكريمين

واخوتي: محمد الطاهر، حذيفة، الشفاء عائشة وصهيب تميم

الذين أرى فيهم الدنيا

وكذلك اهدي هذا العمل الى عائلتي فرحي وعقال

دون أن أنسى صويحباتي وصديقاتي كلهن

وأخيرا الى كل من ساعدني، وكان له دور في إتمام هذه الدراسة، سائلة الله عز وجل أن يجزي الجميع خير الجزاء في الدنيا والآخرة، ثم الى كل طالب علم سعى بعلمه ليفيد الإسلام والمسلمين بكل ما أعطاه الله من علم ومعرفة.

آمين.

الشكر

الحمد لله حمدا طيبا مباركا فيه أن أتم علي نعمة اكمال هذا العمل

الشكر موصول الى الأستاذ المشرف "محمد الأخضر قريشي"

الذي كان لنا عونا في إنجاز هذه المذكرة المتواضعة ولما منحه من وقت وتوجيه

وكذلك لا أنسى ما قدمه لنا الأستاذ "هتهات السعيد" في هذه الدراسة

كما نخص بالشكر كل أستاذ ومعلم درسنا

والشكر عام لكل من ساعدنا من قريب وبعيد

ولو بكلمة أو دعوة صالحة او حسن معاملة.

الملخص:

هدفت هذه الدراسة إلى ابراز مساهمة مقررات نظرية المعاوضة في تعزيز قيمة الشركة، وذلك بدراسة عينة مكونة من 16 شركة إنتاجية عملت في الاقتصاد الجزائري خلال الفترة الممتدة بين سنتي 2016 و2022. من اجل ذلك اعتمدنا على المنهج الوصفي في الجانب النظري وعلى المنهج التحليلي لدراسة الحالة في الجانب التطبيقي. أين تمت الاستعانة ببيانات بانل من أجل تقدير النماذج الثلاث: نموذج الانحدار التجميعي، نموذج التأثيرات الثابتة، نموذج التأثيرات العشوائية، تم تبني النموذج الثابت كأحسن النماذج، والذي بين بأن الربحية معبرا عنها بالمردودية الاقتصادية–باعتبارها المتغير التابع–تتأثر بنفس المستوى بالوفرات الضريبية وحجم الشركة والتي اختيرت كمتغيرات تفسيرية مستقلة وهذا في كل الشركات محل الدراسة، وأن الاختلاف بين الشركات يعود الى الثابت C والذي يلخص العوامل المؤسساتية الخاصة بكل شركة والثابتة عبر الزمن. بينما تتأثر الربحية (المردودية المالية) بالرفع المالي والوفورات الضريبية وفق نموذج التأثيرات العشوائية، حيث تتأثر الربحية بمؤشرات اقتصادية أخرى غير مدرجة في النموذج، وهذا ما يلخصه الحد العشوائي.

الكلمات المفتاحية: هيكل مالي أمثل، المعاوضة، نظرية التبادل، وفرات ضريبية، ربحية الشركة، قيمة الشركة، رفع مالي.

Abstract:

This study aimed to highlight the contribution of the trade-off theory courses in enhancing the value of the company, by studying a sample of 16 production companies that operated in the Algerian economy during the period extending between the years 2016 and 2022. To do this, we relied on the descriptive approach in the theoretical aspect and on the analytical approach in the case study in The applied aspect. Where Panel data were used to estimate the three models: the aggregate regression model, the fixed effects model, and the random effects model. The fixed model was adopted as the best model, which showed that profitability expressed as return on assets - as the dependent variable - is affected at the same level by tax shield and company size, which These were chosen as independent explanatory variables for all companies under study, and the difference between companies is due to the constant C, which summarizes the institutional factors specific to each company and constant over time. While profitability (return on equity) is affected by financial leverage and tax shield according to the random effects model, where profitability is affected by other economic indicators not included in the model, and this is what the random term summarizes.

Keywords: optimal financial structure, trade-off theory, tax rates, company profitability, company value, financial leverage.

قائمة المحتويات

الإهداء I

الشكر II

الملخص: III

قائمة المحتويات IV

قائمة الجداول: VI

قائمة الاشكال VII

قائمة الملاحق VII

قائمة الرموز والاختصارات: VIII

توطئة ..... أ

الفصل الأول: الهيكل المالي والنظريات المفسرة له 4

تمهيد: 1

المبحث الأول: الهيكل المالي 2

المطلب الأول: الهيكل المالي ومحدداته 2

المطلب الثاني: نماذج مدغلياني وميلر M&M 6

المطلب الثالث: الانتقادات الواردة في حق نماذج M&M 6

المبحث الثاني: النظريات البديلة لنموذج M&M: 8

المطلب الاول: نظرية تسلسل مصادر التمويل Pecking Order Theory (POT) 8

المطلب الثاني: نظرية الاشارة Signaling Theory (ST): 9

المطلب الثالث: نظرية توقيت السوق(Market timing theory (MTT : 10

المبحث الثالث: نظرية المعاوضة The Trade-Off Theory (TOT): 12

المطلب الأول: تأثير الاستدانة في ظل تكلفة الإفلاس 12

المطلب الثاني: تأثير الاستدانة في ظل تكلفة الوكالة 15

المطلب الثالث: تأثير الاستدانة في ظل وجود الضرائب وتكاليف الافلاس والوكالة 17

المبحث الرابع: الأدبيات التطبيقية ومناقشتها 20

المطلب الأول: الأدبيات التطبيقية العربية ومناقشتها 20

المطلب الثاني: الادبيات التطبيقية الأجنبية ومناقشتها 22

خلاصة الفصل الأول 26

الفصل الثاني: الدراسة القياسية لتعزيز قيمة الشركة في ظل نظرية المعاوضة 27

المبحث الأول: طريقة وأدوات الدراسة 29

المطلب الأول: مجتمع ومتغيرات الدراسة 29

المطلب الثاني: الأدوات المستخدمة في الدراسة 30

المبحث الثاني: نتائج الدراسة ومناقشتها.....33
المطلب الأول: نتائج الدراسة (الدراسة الإحصائية).....33
المطلب الثاني: مناقشة نتائج الدراسة.....36
خلاصة الفصل 60
الخاتمة 61
توصيات ابحث.....62
آفاق البحث.....62
المصادر والمراجع 63
فهرس.....**62**

قائمة الجداول:

رقم الجدول	عنوان الجدول	رقم الصفحة
الجدول رقم 01	متغيرات الدراسة	29-30
الجدول رقم 02	المؤشرات الإحصائية الوصفية (الربحية معبر عنها بالمردودية الاقتصادية)	34
الجدول رقم 03	مصفوفة الارتباط الخطي بين متغيرات الدراسة (الربحية معبر عنها بالمردودية الاقتصادية)	35
الجدول رقم 04	المؤشرات الإحصائية الوصفية (الربحية معبر عنها بالمردودية المالية)	36
الجدول رقم 05	مصفوفة الارتباط الخطي بين متغيرات الدراسة (الربحية معبر عنها بالمردودية المالية)	37
الجدول رقم 06	نتائج تقدير نموذج الانحدار التجميعي للربحية معبر عنها بالمردودية الاقتصادية	38
الجدول رقم 07	نتائج تقدير نموذج الانحدار التجميعي للربحية معبر عنها بالمردودية المالية	39
الجدول رقم 08	نتائج تقدير نموذج التاثيرات الثابتة للربحية معبر عنها بالمردودية الاقتصادية	40
الجدول رقم 09	نتائج تقدير نموذج التاثيرات الثابتة للربحية معبر عنها بالمردودية المالية	43
الجدول رقم 10	نتائج تقدير نموذج التاثيرات العشوائية للربحية معبر عنها بالمردودية الاقتصادية	45-46
الجدول رقم 11	نتائج تقدير نموذج التاثيرات العشوائية للربحية معبر عنها بالمردودية المالية	48
الجدول رقم 12	نتائج اختبار لاغرنج (الربحية معبر عنها بالمردودية الاقتصادية)	51
الجدول رقم 13	نتائج اختبار لاغرنج (الربحية معبر عنها بالمردودية المالية)	51-52
الجدول رقم 14	اختبار Redundant (الربحية معبر عنها بالمردودية الاقتصادية)	52
الجدول رقم 15	اختبار Redundant (الربحية معبر عنها بالمردودية المالية)	53
الجدول رقم 16	اختبار Hausman(الربحية معبر عنها بالمردودية الاقتصادية)	54
الجدول رقم 17	التأثيرات الثابتة (الربحية معبر عنها بالمردودية الاقتصادية)	56
الجدول رقم 18	اختبار Hausman (الربحية معبر عنها بالمردودية المالية)	56-57
الجدول رقم 19	نتائج تقدير نموذج التاثيرات العشوائية للربحية معبر عنها بالمردودية المالية	57-58

قائمة الاشكال

رقم الشكل	عنوان الشكل	رقم الصفحة
الشكل 1-1	العلاقة بين الرفع المالي ومعدل العائد المطلوب	14
الشكل 1-2	العلاقة بين الرفع المالي وتكلفة الأموال	14
الشكل 1-3	نسبة الاستدانة المثلى مع وجود تكاليف الوكالة	17
الشكل 1-4	القيمة السوقية للشركة في ظل نظرية المعاوضة	19
الشكل 2-1	تمثيلات بيانية توضح تطور المتغيرات خلال الفترة 2016-2022 للشركات محل الدراسة	34
الشكل2-2	تمثيلات بيانية توضح تطور المتغيرات خلال الفترة 2016-2022 للشركات محل الدراسة	36
الشكل2-3	مقارنة بين القيم الحقيقية للربحية والقيم المقدرة لها بواسطة النموذج الثابت	40

قائمة الملاحق

رقم الملحق	عنوان الملحق	رقم الصفحة
الملحق 01	متغيرات الدراسة (الربحية معبر عنها بالمردودية الاقتصادية)	67-68
الملحق 02	ميزانية الشركات (الربحية معبر عنها بالمردودية الاقتصادية)	69-72
الملحق 03	جدول التأثيرات الثابتة	73
الملحق 04	متغيرات الدراسة (الربحية معبر عنها بالمردودية المالية)	74-75
الملحق 05	ميزانية الشركات (الربحية معبر عنها بالمردودية المالية)	76-79

قائمة الرموز والاختصارات:

الاختصار / الرمز	الدلالة
M&M	نماذج مدغلياني وميلر
TOT	نظرية المعاوضة The Trade-Off Theory
POT	نظرية تسلسل مصادر التمويل Pecking Order Theory
ST	نظرية الإشارة Signaling Theory
MTT	نظرية توقيت السوق Market timing theory
P	الربحية
Le	الرفع المالي
S	حجم الشركة
T	ملموسية الأصول
Li	السيولة
TS و NDTS	الوفر الضريبي
PRM	نموذج الانحدار التجميعي
FEM	نموذج التأثيرات الثابتة
REM	نموذج التأثيرات العشوائية

توطئة

أثار موضوع أمثلية الهيكل المالي اهتمام العديد من الباحثين في مجال الإدارة المالية، حيث ظهرت العديد من النظريات التي كان جل اهتمامها البحث عن أمثليه الهيكل المالي، أي تحديد الهيكل المالي الأمثل الذي يضمن قيمة اعظمية للشركة عندما تكون تكلفة التمويل في أدنى مستوياتها.

وبهذا الصدد توالت النظريات والدراسات في هذا الموضوع، حيث انطلقت من العالمان Modigliani وMiler سنة 1958، أين اهتما في بداية الأمر بعدم ادخال الضرائب على قيمة الشركة نظرا للفرضيات التي قام عليها نموذجهم، والذي جاء عكسه عام 1963 والذي احتسب أثر الضريبة على قيمة الشركة والمتمثل في الوفر الضريبي الناجم عن الاستدانة والذي يقوم برفع قيمة الشركة، بينما اعتقد ميلر أن هناك تكاليف تلغي الوفر الضريبي، وبالتالي عدم وجود نسبة استدانة مثلى. بعد ذلك، تبعتها باقي النظريات مثل نظرية المعاوضة (التبادل)، نظرية تسلسل مصادر التمويل، نظرية الإشارة، نظرية توقيت السوق، ...

تعتبر نظرية المعاوضة الهيكل المالي الأمثل في توليفة مصادر التمويل المثلى حيث تضم نسبة استدانة مثلى والتي تكون عندها قيمة الشركة أعظمية وفي نفس الوقت تكون تكلفة الأموال في أدنى مستوياتها وهذا نتيجة الموازنة بين مزايا الاستدانة وتكاليفها.

نخص في دراستنا هذه تناول ما جاء في نظرية المعاوضة، أي محاولة إيجاد مستوى الاستدانة الذي يضمن الاستفادة من الوفورات الضريبية وفي نفس الوقت لا يرفع المخاطر المالية، وبالتالي يرفع من قيمة الشركة.

طرح الاشكال

تهتم نظرية المعاوضة بمعالجة قيمة الشركة ومحاولة تعظيمها، حيث تعتبر هذه النظرية أن قيمة الشركة تعظم عند الوصول الى مستوى استدانة أمثل والذي عنده تكون أيضا تكلفة الأموال في أدنى حد لها، مما يعرب عن وجود هيكل مالي مثالي لهذه الشركة.

وانطلاقا من هذا المدخل الموجز نطرح الإشكالية التالية:

هل تساهم مقررات نظرية المعاوضة (التبادل) في تعزيز قيمة الشركات العاملة في الاقتصاد الجزائري؟

ومن هذا الاشكال الرئيسي نجد إشكالات فرعية:

- هل يوجد تأثير لحجم الشركة على الربحية (المردودية الاقتصادية)؟
- هل يوجد تأثير للرفع المالي على الربحية (المردودية الاقتصادية)؟
- هل يوجد تأثير للوفورات الضريبية خارج الديون على الربحية (المردودية الاقتصادية)؟
- هل يوجد تأثير لحجم الشركة على الربحية (المردودية المالية)؟
- هل يوجد تأثير للرفع المالي على الربحية (المردودية المالية)؟

- هل يوجد تأثير للوفورات الضريبية خارج الديون على الربحية (المردودية المالية)؟

وانطلاقا من هذا الطرح تكون الفرضيات كالتالي:

الفرضيات

- وجود تأثير لحجم الشركة على الربحية (المردودية الاقتصادية) وهي ذات تأثير إيجابي على الربحية.
- عدم وجود تأثير للرفع المالي على الربحية (المردودية الاقتصادية).
- وجود تأثير للوفورات الضريبية خارج الديون على الربحية (المردودية الاقتصادية) وهي ذات تأثير سلبي على الربحية.
- لا يوجد تأثير لحجم الشركة على الربحية (المردودية المالية).
- وجود تأثير للرفع المالي على الربحية (المردودية المالية) وهي ذات تأثير إيجابي على الربحية.
- وجود تأثير للوفورات الضريبية خارج الديون على الربحية (المردودية المالية) وهي ذات تأثير إيجابي على الربحية.

مبررات اختيار الموضوع

اخترنا هذا الموضع نظرا لأسباب ومبررات منها:

- الرغبة الشخصية في البحث في هذا الموضوع وكذا لعلاقته الوثيقة بالتخصص الجامعي، الذي مكننا من أخذ بعض الأفكار المسبقة عن الموضوع بشكل عام.
- أهمية الموضوع البالغة لدى الشركات.
- من أجل اعداد مذكرة تخرج مقدمة لاستكمال شهادة ماستر.

اهداف الدراسة واهميتها

تعد نظرية المعاوضة من اهم النظريات المساهمة في تعزيز الشركة نظرا بحثها الدائم عن مستوى استدانة أمثل يساهم في تخفيض تكلفة الأموال (مصادر التمويل)، في دراستنا هذه سنسلط الضوء على مدى قدرة مقررات نظرية المعاوضة في تعزيز قيمة الشركة.

حدود الدراسة

- الحدود الموضوعية: الهيكل المالي الأمثل والنظريات المفسرة له.
- الحدود المكانية: عينة شركات عاملة في الاقتصاد الجزائري في قطاع الصناعة.

- الحدود الزمنية: تمتد الدراسة من 2016 الى 2022.

منهج البحث والأدوات المستخدمة

استخدمنا في الجانب النظري المنهج الوصفي نظرا لقيامنا بعرض وتقديم المفاهيم النظرية المتعلقة بالهيكل المالي وما جاء فيه من نظريات مفسرة له، كما اعتمدنا منهج دراسة حالة فيما يخص الجانب التطبيقي من اجل معرفة مدى اسهام نظرية المعاوضة في تعزيز قيمة الشركة.

اما الأدوات المستخدمة فهي متمثلة في برنامج Eviews وكذا برنامج Excel واللذان ساهما بحساب المتغيرات محل الدراسة وتوضيح العلاقة بينها، كما تم استخدام الاختبارات الإحصائية المتمثلة في: اختبار لاغرنج، اختبار Redundant واختبار Hausman.

مرجعية الدراسة

تم الاعتماد على مجموعة من المصادر الأولية والثانوية ذات العلاقة بموضوع الدراسة والمتمثلة في:

- مصادر أولية: تتمثل في قاعدة المعطيات والبيانات والقوائم المالية المقدمة من طرف الأستاذ، والمكونة من ميزانيات وجداول حسابات النتائج للشركات العاملة في الاقتصاد الجزائري خلال فترة الدراسة.
- مصادر ثانوية: هي مصادر تتعلق بالجانب النظري، حيث قمنا بعملية مسح للدراسات السابقة والاطلاع على الأدبيات المنشورة حول الهيكل المالي، باستخدام الكتب، المجلات، المقالات، الرسائل الجامعية من رسائل ماجستير وأطارح دكتوراه.

صعوبات البحث

- قلة الدراسات السابقة باللغة العربية في هذا الموضوع نظرا لعدم افراد النظريات بدراسات خاصة بها، وعدم تجريب النظريات على ارض الواقع.
- عدم توفر التقارير المالية الكافية الأمر الذي قيد الدراسة بالمؤسسات والسنوات التي توفرت تقاريرها المالية.

هيكل البحث

سعيا منا لإنجاز البحث والاجابة على اشكاليته، قمنا بتقسيم البحث الى فصلين، حيث سنتناول في الفصل الأول منها الجانب النظري من اجل الفهم الجيد للموضوع ومراجعة الأبحاث والدراسات العلمية السابقة للوقوف على النتائج المتوصل اليها، وفي حين سنتطرق في الفصل الثاني الى الجانب التطبيقي، وذلك لإثبات صحة الفرضيات او نفيها بالاعتماد على عينة من الشركات العامل في الاقتصاد الجزائري.

الفصل الأول: الهيكل المالي والنظريات المفسرة له

تمهيد:

تعتبر دراسة العلاقة بين الهيكل المالي وكل من تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة من اهم القضايا المعاصرة للإدارة المالية، حيث انه منذ ازيد من أربعين عاما يدور جدل بين العلماء والممارسين في مجال الإدارة المالية حول وجود هيكل مالي أمثل من عدمه، وما إذا كان هذا الهيكل المالي يؤثر على قيمة الشركة أم لا، ويعتبر هذا الجدل المدخل لتفسير السلوك المالي للشركات.

وفي هذا الصدد، سندرس في هذا الفصل أهم ما جاء في الهيكل المالي وقيمة المؤسسة، نظريا. حيث يتشكل هذا الفصل من ثلاث مباحث وهي كالآتي:

المبحث الأول: الهيكل المالي

المبحث الثاني: النظريات البديلة لنموذج M&M

المبحث الثالث: نظرية المعاوضة The Trade-Off Theory (TOT)

المبحث الأول: الهيكل المالي

يعد اهتمام الأطراف ذوي المصلحة من مساهمين ودائنين ومسيرين بالهيكل المالي نابعا من تأثيره على استقرار الجانب المالي للشركة، نظرا لأنه يوضح مدى قدرة الشركة على تحديد التركيبة المثلى من مصادر التمويل المتاحة لها وكذا الاستخدام الأمثل لهذه المصادر، حيث لمعت العديد من النظريات في هذا الصدد، وتعتبر أول الاعمال البارزة في هذا المجال دراسة العالمان Modigliani وMiler والتي تضمنت هدف البحث عن التركيبة المثلى للهيكل المالي.

المطلب الأول: الهيكل المالي ومحدداته

سنتطرق في هذا المطلب إلى ماهية الهيكل المالي والمحددات التي تؤدي الى تشكيل توليفة معينة من مصادر التمويل:

الفرع الأول: تعريف الهيكل المالي

تعددت تعاريف الهيكل المالي حيث اختلفت من باحث الى آخر، نذكر بعضا من هذه التعاريف كالتالي:

عرف منير ابراهيم هندي الهيكل المالي على أنه تشكيلة المصادر التي حصلت منها الشركة على أموال بهدف تمويل استثماراتها، ومن ثم فإنه يتضمن كافة العناصر التي يتكون منها جانب الخصوم سواء كانت تلك العناصر طويلة أو قصيرة الأجل[1].

كما تعتبر بن زكورة العونية الهيكل المالي صورة للشركة من حيث مصادر تمويلها، وهو يضم الديون، والتي تمثل مجموعة التزامات الشركة اتجاه الآخرين، مستوجبة الاستحقاق في آجال محددة، والأموال الخاصة والتي تمثل مجموع مساهمات المالكين.[2]

وكما قال Joseph Muchiri Mwangi ان الهيكل المالي للمؤسسة يشير إلى كيفية قيامها بتمويل أصولها بجميع مواردها المتاحة، فهو عبارة عن هيكل رأس المال مضافا إليه التزامات الشركة التي لا تحمل فائدة مثل الحسابات الدائنة والمستحقات، حيث يعرف هيكل رأس المال بأنه عبارة عن الأموال الخاصة والديون ذات فائدة بما في ذلك القروض المصرفية قصيرة الأجل ذات الفائدة.[3]

ولكن يرى جمال الدين المرسي وأحمد عبد الله اللحلح الهيكل المالي يجب أن يتعلق بالمكونات التفصيلية لكلا من جانبي الميزانية العمومية للشركة وليس فقط مكونات جانب الخصوم.[4]

---

[1] منير ابراهيم هندي، **الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر**، الطبعة السادسة، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، مصر، 2008، ص528.

[2] بن زكورة العونية، **تسيير واستراتيجية مؤسسة**، الطبعة الاولى، ألفا للوثائق نشر استيراد وتوزيع كتب، قسنطينة، الجزائر، ص140.

[3] Joseph Muchiri Mwangi, a thesis of doctor**, Effect of Financial Structure on Financial Performance of Firms Listed at East Africa Securities Exchanges**, Jomo Kenyatta University, Kenya, 2016,P2

[4] جمال الدين المرسي وأحمد عبد الله اللحلح، **الإدارة المالية: مدخل اتخاذ القرارات**، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2006، ص244.

بالإضافة، تتمثل مصادر التمويل المكونة للهيكل المالي في 3 فئات رئيسية:

- الأموال الخاصة: يعتبر هذا التمويل أحد أهم المصادر الممكن الاستعانة بها من قبل الشركة لتمويل أنشطتها وتتمثل هذه المصادر في الأسهم العادية والممتازة والأرباح المحتجزة.
- الديون طويلة الأجل: هي التزامات تنشأ في ذمة الشركة، وتكون مدتها طويلة أي أكثر من سنة، وتوجه الى تمويل الاستثمارات طويلة الأجل، وتشمل القروض والاستئجار.
- الديون قصيرة الأجل: وهي التزامات تستحق في أقل من سنة توجه الى تمويل دورة الاستغلال في الشركة، كما يتم تغطيتها من مداخيل وأرباح المؤسسة، وتتكون من الائتمان التجاري والائتمان المصرفي.[5]

وانطلاقا مما سبق ذكره من تعاريف الباحثين فإن الهيكل المالي عبارة عن الجانب الأيسر من الميزانية والذي يشمل مصادر التمويل في الشركة، والمكونة من الأموال الخاصة والديون بنوعيها: طويلة وقصيرة الأجل. كما تجدر الاشارة إلى الاختلاف الجوهري بين الهيكل المالي وهيكل رأس المال، والمتمثل في أن هيكل رأس المال يضم فقط الأموال الخاصة بالإضافة إلى الاسهم الممتازة ان وجدت وكذا مصادر التمويل طويلة وقصيرة الأجل ذات الفوائد فقط، أما الهيكل المالي فيشمل جميع مصادر التمويل ذات او بدون فائدة.

الفرع الثاني: محددات الهيكل المالي:

وهي عبارة عن العوامل التي يأخذها المدير المالي للشركة بعين الاعتبار او العوامل المتحكمة في اختيار توليفة مصادر التمويل المتاحة للشركة، وتتمثل في:

- الشريحة الضريبية: بما أن الفوائد تولد وفورات ضريبية والتي تكون ذات الأثر الإيجابي على الشركة نظرا لخصم الفائدة قبل الضريبة وكذلك للعلاقة الطردية بين معدل الضريبة والوفورات الضريبية لذا فإن الشركة التي تحضى بمعدل ضريبة مرتفع غالبا ما تلجأ إلى الاستدانة بصورة أكبر من أجل تحقيق الوفورات.
- إمكانية تحقيق وفورات ضريبية بديلة: إن وجود الفرص البديلة لتحقيق الوفورات (قسط اهتلاك أو خصومات ضريبية نتيجة لتنفيذ استثمارات مدعمة من الحكومة...) قد يؤدي إلى تخفيض نسبة الأموال المقترضة في الهيكل المالي.
- معدل النمو: ويتناسب طرديا مع تكلفة وكالة الديون نظرا لتعدد الفرص المتاحة من الاستثمارات للشركات الكبيرة لذا فقد يفضل المساهمون الاعتماد على مواردهم الذاتية، إذ من المحتمل وجود علاقة عكسية بين معدل النمو ونسبة الديون طويلة الأجل في الهيكل المالي، كما أردف Myers (1977) الى أنه من المتوقع ايضا وجود علاقة طردية بين معدلات النمو والديون قصيرة الأجل، وهذا راجع إلى أنها أقل خطرا للدائنين من الديون طويلة الأجل، لذا فقد تستطيع الشركة تخفيض تكلفة الوكالة وزيادة نسبة الاستدانة باللجوء إلى الديون قصيرة الأجل.

[5] محمد لمين علون ولطفي شعباني، دور الهيكل المالي في اتخاذ القرارات المالية بالمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة مؤسسة دباغة الجلود –جيجل، **مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية**، المجلد 13، العدد 01، 2020، ص762-763.

- حجم الشركة: تتعرض الشركات الكبيرة التي تتميز بقدر من التنويع لمخاطر الإفلاس بشكل أقل لوجود علاقة عكسية بين الحجم والمخاطرة، مما يدفعها إلى زيادة نسبة الأموال المقترضة، أما بالنسبة للشركات الصغيرة فقد تعتمد على الديون مباشرة التمويل، لارتفاع تكلفة إصدار أسهم وسندات هذه الشركات.
- مخاطر التشغيل والتمويل: ان استقرار مبيعات الشركة يؤدي إلى زيادة نسبة الأموال المقترضة وذلك راجع إلى إمكانية التخطيط بدقة لتسديد الفوائد والديون في تواريخ الاستحقاق، أما إذا كانت المبيعات متقلبة فإن الشركة تميل إلى التقليل من اللجوء إلى الاستدانة،[6] بالإضافة إلى المخاطر الناتجة عن التمويل الزائد عن طريق الاستدانة مما يؤدي الى زيادة أعباء الدين.[7]
- طبيعة الدين: ان اعتماد أنواع الديون التي تتميز بالقدرة على تقليل تكلفة الوكالة يؤدي إلى تخفيض تكلفة الديون، مما يدفع بالشركة إلى اللجوء إلى الاستدانة أكثر (سندات قابلة للتحويل مثلا).
- تاريخ الاستحقاق: يتوقع ارتفاع نسبة الأموال المقترضة إذا كانت في صورة ديون قصيرة الأجل لانخفاض مخاطرها مقارنة بالديون طويلة الأجل، وذلك راجع إلى قدرة الدائنين على رفع معدل الفائدة ووضع شروط أقسى مما ينقل المخاطر إلى الملاك(المساهمون)، لذا تلجأ الشركة للاستدانة بأجل قصير بشكل أكبر.
- تكلفة الوكالة: يوجد نوعان من تكلفة الوكالة: تكلفة وكالة خاصة بالديون وأخرى خاصة بالأموال الخاصة، عندما تكون الأخيرة أكبر من سابقتها تزيد الشركة من نسبة الاستدانة، والعكس صحيح، مما يبين لنا وجود علاقة عكسية بين نسبة وتكلفة الاستدانة، وهذا راجع إلى تكلفة وكالة الديون والتي قد يؤدي ارتفاعها إلى تخفيض نسبة الأموال المقترضة في الهيكل المالي.
- تركيز الملكية: تلجأ الشركات –التي ترتكز ملكيتها على فرد أو مجموعة قليلة من الأفراد–إلى الاستدانة، نظرا لارتفاع تكلفة وكالة الأموال الخاصة (دخول شركاء جدد)،[8] أما في حالة أن مجلس الإدارة يضم عددا كبيرا من المساهمين فسيقومون عادة بإصدار المزيد من الأسهم العادية، لأن ذلك لن يؤثر بشدة على سيطرة الإدارة الحالية على الشركة.[9]
- هيكل الأصول: إن مما يشجع الدائنين (المقرضين) على منح الديون هو نوع الأصل المملوك للشركة والذي يقدم أكبر ضمان للدين الممنوح، حيث تعرب دراسة Berger and Udell (1990) بأن الضمانات ذات أهمية في الاقتراض البنكي، حيث أن 70% من القروض البنكية تمنح على اساس الضمانات المقدمة. كما أشارت دراسة Titmans and Wessles(1988) إلى وجود علاقة طردية بين الضمانات والاستدانة في الشركة.
- طبيعة القطاع: يفترض أن الشركات ذات نفس النشاط والمحيط تكون لها مستويات تمويل واستدانة متقاربة في حين أن هذه المستويات تختلف بين القطاعات. وفي صدد ذلك، قام الباحثون بدراسة ما إذا كانت نسبة الاستدانة تتأثر بنوعية الصناعة، حيث أكدت دراسة Ferri and Jones(1979) أن نشاط الشركة عامل أساسي في تحديد هيكل الأصول

[6] منير ابراهيم هندي، **الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل**، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1998، ص163-164.

[7] شرابي باية كنزة، **العوامل المحددة لبناء الهيكل المالي للمؤسسة**، مذكرة ماجستير، جامعة الجزائر 3، 2014، ص92

[8] منير ابراهيم هندي، **الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل**، ص166-167.

[9] سليم مجلخ ووليد بشيشي، محددات الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية دراسة تحليلية قياسية باستخدام أشعة الانحدار الذاتي VAR، **مجلة دراسات اقتصادية**، المجلد6، العدد1، جوان2019، ص124.

وبالتالي الهيكل المالي. بالإضافة إلى اختلاف أشكال الهيكل المالي للشركات بين قطاعات النشاط الاقتصادي وهذا ما بينته دراسة سيد الهواري (1986).[10]

- الربحية: وتعتبر من الأهداف الرئيسية للشركة، وتنبع أهميتها من مجابهتها للمخاطر المالية التي تواجهها الشركة. إذ تتاح للشركة ذات الربحية العالية الحصول على قروض إضافية وتحقيق وفورات ضريبية. لكن ما ان تحقق الشركة ربحية عالية حتى تلجأ إلى سلوك التمويل الداخلي وتحتجز أرباحها نظرا لأولوية الأرباح المحتجزة في مصادر التمويل ثم تليها القروض ثم إصدار أسهم جديدة وبالتالي يقل اعتماد الشركة على الاستدانة وتلجأ إلى التمويل الذاتي.
- السيولة: تعد السيولة ذات تأثير مزدوج على الهيكل المالي، إذ تخول الشركات القدرة على الوفاء بالتزاماتها إذا كانت عالية، وقد يدل ارتفاعها الزائد في بعض الأحيان على عدم استغلالها الجيد مما يضيع على الشركة فرص تحقيق الأرباح. أما في حالة الانخفاض فقد يؤول إلى عدم القدرة على الوفاء بالالتزامات قصيرة الأجل.
- درجة التخصص (التركيز): كلما اتبعت الشركة سياسة التنويع في منتجاتها ومجالات استثمارها ولم تتخصص (تتركز) في نوع واحد فقط كلما ابتعدت عن مخاطر الإفلاس، لكن كلما اعتمدت على استثمار واحد ارتفعت تكلفة الإفلاس، وبالتالي تلجأ الشركة إلى التقليل من نسبة الاستدانة في هيكلها المالي.
- موقف الشركات اتجاه المخاطر: ويكون حسب التصنيف الائتماني للشركة فكلما كان إيجابيا كلما زادت قدرة الشركة التمويلية سواء عن طريق الاقتراض أو زيادة رأس المال،[11] كما تقل تكلفة الاستدانة نتيجة لدلالة التصنيف الائتماني الجيد والذي يشير إلى قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها ضمن آجال استحقاقها.
- التحكم والسيطرة: ويتجلى هذا المحدد في الوضع المالي الشركة، حيث أنه إذا اتسمت حالة الشركة بالضعف المالي فستلجأ إلى فتح رأس المال وإصدار أسهم جديدة تجنبا لمخاطر عدم الوفاء بالتزاماتها المؤدي إلى الإفلاس والى تعريض أفراد الإدارة الحالية لفقدان مناصبهم. أيضا، قد يعرض التقليل من الديون الشركة للاستحواذ عليها من طرف مستثمرين آخرين. ولعل أهم حالة تلك التي تفضل فيها الشركة اللجوء إلى الاستدانة بدل طرح أسهم جديدة، نظرا لنوع السيطرة في الإدارة والمتمثل في التصويت، وذلك مخافة فقدان الرقابة والسيطرة على الشركة جراء دخول مساهمين جدد إلى مجلس الإدارة.
- التوقيت: يتمثل قدرة الشركة على اقتناص الفرص المالية في الزمن الذي تنخفض فيه التكلفة، حيث يجب عليها المفاضلة بين المصادر التمويلية المتاحة في الوقت المناسب للحصول عليها وقت حاجتها وبأقل تكلفة وبأفضل شروط.
- حجم البنوك وسوق المال: يرتكز هذا المحدد على مدى إمكانية توافر الأموال من عدمها في الاسوق المالية، وكذلك تكلفة هذه الأنواع التي لها تأثير هام عند تحديد نوع الورقة المالية (أسهم ممتازة، عادية أو سندات) التي يناسبها تمويل معين ويمتد تأثيرها إلى درجة إمكانية تغيير الهيكل المالي.[12]

---

[10] بوشوشة محمد، **تأثير السياسة التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية**، أطروحة دكتوراه، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر،2016، ص236-238.

[11] شرابي باية كنزة، **مرجع سبق ذكره**، ص93.

[12] سليم مجلخ ووليد بشيشي، **مرجع سبق ذكره**، ص123 ص124.

المطلب الثاني: نماذج مدغلياني وميلر M&M

ظهرت النظرية عام 1958، وكانت نتاج دراسة قام بها الاستاذان والحائزان على جائزة نوبل مدغلياني وميلر، حيث أكدا أنه وفي ظل عالم الأسواق المثالية، عالم خال من الضرائب، واتاحة تامة لجميع معلومات الشركات –وبالإضافة إلى مجموعة من الفرضيات الأخرى–لن يؤثر حجم الاستدانة في الهيكل المالي على قيمة الشركة[13].

وتقوم هذه النظرية على فرضيات، وهي كالتالي:

- عدم وجود ضرائب أو تكاليف الإفلاس أو تكاليف المعاملات أو الإصدار (سوق مال مثالي).
- سياسة التوزيعات ثابتة، حيث يتم توزيع الأرباح كاملة (لا يتم احتجاز الارباح).
- مجانية واتاحة المعلومات حول المؤسسات (تماثل المعلومات).
- تصنيف الشركات ضمن فئات حسب درجة المخاطر.
- سلوك المستثمر عقلاني ورشيد.
- للمستثمر أن يشتري أوراق مالية بقدر ما يشاء، وهذا راجع إلى قيام النظرية على إحلال الاسهم مكان السندات[14].

بعد نموذج 1958 والذي بين أن الهيكل المالي للشركة مستقل تماما عن قيمتها السوقية، ظهرت دراسة أخرى للعالمان مدغلياني وميلر عام 1963، حيث تمثلت في مقال يدرس أثر الهيكل المالي في ظل وجود الضرائب وتكاليف الإفلاس كمتغيرين يؤثران على قيمة الشركة. فحسب مدغلياني وميلر فإن اعتماد الشركة على الديون له أثران، أثر إيجابي وآخر سلبي، اما الإيجابي فيتمثل في الوفورات الضريبية، وأما السلبي فيظهر في تكاليف الإفلاس.[15]

تناول ميلر الضريبة على أرباح المستثمرين الأفراد إضافة إلى ضريبة الشركات في مقاله عام 1977، حيث أظهرت دراسته أن أخذ هذه الضريبة بعين الاعتبار يمكن أن يقضي على الارتفاع في قيمة الشركة الناتج عن الوفورات الضريبية وبالتالي عدم تأثر قيمة الشركة بطريقة التمويل المتبعة.[16]

المطلب الثالث: الانتقادات الواردة في حق نماذج M&M

[13] كرار عباس حسين الشريفي، **تأثير هيكل التمويل في تعزيز قيمة الشركة بإطار نظرية الالتقاط –دراسة تحليلية لعينة من الشركات الصناعية المدرسة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة 2004–2019**، مذكرة ماجستير، جامعة كربلاء، العراق، 2021، ص44.

[14] منير ابراهيم هندي، **الفكر الحديث في تمويل الشركات**، 2015، ص91-93 ص108-109.

[15] غربي حمزة وقمان مصطفى، مكانة الضرائب في أمثلية الهيكلة المالية حسب موديقلياني وميلر –اختبار تجريبي على عينة من المؤسسات الجزائرية–**مجلة العلوم الاجتماعية والإنسانية**، المجلد 22، العدد 2، ديسمبر 2021، ص103-124.

[16] محمد بوشوشة، **مرجع سبق ذكره**، ص200.

تعتمد صحة نظرية M&M على افتراضاتها فإذا لم تكن الفرضيات صحيحة (خاصة وجود سوق مالي مثالي) فستكون النظرية خاطئة، أي أنه يجب تطبيق النظرية في ظل فرضياتها وفقط. لكن في الواقع توجد حقا عيوب كثيرة في السوق والتي غالبا ما تخلق مجال لعدم استعادة عملية المراجحة إلى التوازن. لذلك كانت العيوب الملاحظة والتي تبطل نظرية M&M كالتالي:[17]

- اختلاف معدل التوظيف والاستدانة:

ان تماثل مستويات سعر الفائدة للمستثمرين الأفراد والشركات افتراض خاطئ، ويعود ذلك إلى التصنيف الائتماني للشركات الكبيرة التي تدير حجما معينا من الأصول الثابتة حيث يخول لها الاقتراض بسعر فائدة أقل من الأفراد.

- اسقطت الدراسات الفرض المتمثل في "أنه بإمكان الشركات والمستثمرين الاستدانة على أساس سعر الفائدة عديم المخاطرة وهذا يقود إلى الاعتقاد بأن الدين سيكون عديم المخاطرة"، كما أثبتت هذه الدراسات ان ديون الشركات عبارة عن استثمارات ذات مخاطر، وأن سعر الفائدة الموحد الذي اعتمده M&M بعيد عن الواقع لسببين:

-انه لا يمكن للمستثمرين المؤسساتيين الاقتراض لأجل الاستثمار

-سعر الفائدة المخصص للمستثمرين الافراد أعلى من الخاص بالشركات الكبرى.

- عدم القدرة على الاستبدال بين الرافعة الشخصية ورافعة الشركة:

من غير الصحيح تبني الافتراض الذي يتضمن تماثل عامل الرفع بين الأفراد والشركات، أي أن الرافعة الشخصية ورافعة الشركة بدائل كاملة وذلك راجع إلى أن المستثمر الذي يشتري أسهما في شركة مستدينة يكون أقل تعرضا للخسارة في – حالة حدوث افلاس–من المستمر الشخصي والذي يتعرض لمخاطر أكبر بحيث أنه إذا وقع في حالة إفلاس فلن يخسر فقط قيمة الأسهم المشتراة مثل المستثمر الأول بل سيكون مسؤولا عن رد دينه الشخصي أيضا.

- تكاليف المعاملات Transaction Costs:

وجود تكاليف المعاملات (وساطة، تداول...) على عكس ما افترض M&M حيث أنها تعيق آلية المراجحة، وذلك بسبب التكاليف التي تترتب عن تداول الأوراق المالية فيضطر المستثمر الى توظيف مبلغ أكبر من تحقيق نفس العائد.

- المزايا الضريبية:

خلص ميلر إلى أنه من الممكن الوصول إلى تعادل بين عوائد الاسهم والسندات قبل الضريبة ومعدلات الضريبة على المستثمرين وذلك بسبب تشابه الوفورات الضريبية للدين بين كل الشركات بغض النظر عن مستويات ديونها. وهذا بعيد عن الدقة، إذ نلاحظ بأن الشركات مرتفعة الربحية تكسب أقصى منفعة ضريبية من الرفع المالي مقارنة بالشركات منخفضة الربحية، وعليه تكون المنافع الضريبية متغيرة من شركة إلى أخرى.

من جهة أخرى يمكن الشركات اتباع عدة طرق لتفادي الضرائب، فعلى سبيل المثال: التلاعب في سياسة الاهتلاك بقصد رفع معدل الاهتلاك أو الرفع في مساهمات برامج تقاعد الموظفين، فمثل هذه الإجراءات تقلل من الوفورات الضريبية الناجمة عن الرفع المالي.

[17] Joel Obayagbona and Jennifer U.Omodamwen, Testing The M & M Relevance and Irrelevance Theories of Capital Structure in Quoted Manufacturing Firms in Nigeria**, European Journal of Economics**, Vol2, No2, P1-12.

كما يعد افتراض عدم تأثر حجم الدرع الضريبي بمستوى الدين افتراضا غير عقلاني إلى حد ما، ذلك أن ارتفاع مستوى الدين سيحد من قدرة الشركة على استخدام الدرع الضريبي كاملا في المستقبل، لأن ارتفاع الدين سيزيد من مخاطر الشركة، وبالتالي سيطالب الممولون (الدائنون والمساهمون) بمعدلات عائد أعلى، وهذا ما يزيد من احتمال الوقوع في العسر المالي أو على الأقل تخفيض الأرباح مستقبلا، وهو ما يعني انخفاض حجم الضريبة.[18]

- القيود المؤسسية:

يقوم الدائنون بفرض بنود في العقد تقيد الشركة المستفيدة من الاستدانة، لذا فهي مجبرة على احترامها، وذلك بالرجوع الى القيود عند اتخاذ أي اجراء أو أي سياسة.

المبحث الثاني: النظريات البديلة لنموذج M&M:

نظرا لما تعرض له نموذج M&M من انتقادات، نتجت العديد من النظريات البديلة والتي لها وجهة نظر مختلفة عن النموذج السابق والمتمثلة في المطالب التالية:

المطلب الاول: نظرية تسلسل مصادر التمويل Pecking Order Theory (POT)

أجريت الدراسة الأولى للنظرية عام 1961 من قبل Donaldson، حيث توضح أن المسيرين والمساهمين لا يملكون نفس الاهتمام حول اختيار مصادر التمويل، وهذا على اساس عدم تماثل المعلومات بينهما، حيث يلجأ المسيرون إلى التسلسل التالي: التمويل الذاتي، ثم الاقتراض، وأخيرا إلى الرفع من رأس المال، نظرا لمحاولتهم تجنب المراقبة المزدوجة من طرف المساهمين والمقرضين.[19]

ثم تبعتها تطويرات Myers1984 و Myers and Majluf 1984، حيث يفترض Myers 1984 ان المؤسسة تلجأ عند تمويل استثماراتها الى التمويل الذاتي ثم الى الديون أقل مخاطرة ثم الى اصدار أسهم عادية، وهذا التسلسل راجع الى:

-إصدار أسهم جديدة يمكن تفسيره في السوق كأخبار سيئة مما يؤدي الى انخفاض أسعار الأسهم الحالية للمؤسسة.

-أي زيادة أو نقصان في توزيعات الارباح له محتوى اعلامي في السوق المالي حيث لا يمكن استخدامها في تمويل احتياجات الشركة في حالة عدم كفاية التمويل الذاتي.

---

[18] محمد الأخضر قريشي، **نحو أريحية مالية في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على ضوء النظريات المفسرة للهيكل المالي**، أطروحة دكتوراه غير منشورة، قاصدي مرباح، ورقلة، 2021، ص4-7.

[19] شعبان محمد، **نحو اختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الاقتصادية –دراسة حالة المجمع الصناعي صيدال–**مذكرة ماجستير، جامعة أمحمد بوقرة، بومرداس،2010، ص78.

-يمكن أن ينتج عن إصدار أسهم ملكية جديدة فقدان المساهمين الحاليين للسيطرة على الشركة من خلال تغير شكل الملكية وحقوق التصويت.[20]

والآن دراسة Myers and Majluf 1984، والتي تحدثت عن أن الشركة تفضل التمويل الذاتي (الأرباح المحتجزة)، كما أنها تتبع سياسة توزيعات ثابتة وذلك تجنبا للمساوئ الناتجة عن التذبذب في التوزيع، فعند وجود فائض في الأرباح المحتجزة فإنها توجه إلى الوفاء بالالتزامات، أما في حالة وجود انخفاض فتتجه الشركة إلى بيع بعض الأوراق المالية لتغطية احتياجاتها، اما في حالة عدم قدرتها على تغطيتها فستلجأ إلى الاقتراض وتكون حسب الآتي: إصدار السندات ومن ثم إصدار الاسهم، ويحكم ذلك تكلفة الإصدار.[21]

حاول Myers عام 1990 دراسة فرضية أن المسيرين يسعون إلى تعظيم ثروة الشركة من خلال معالجة مختلف القرارات المالية على المدى البعيد، حيث من أجل تمويل الاستثمارات تفضل الشركة احتجاز الأرباح بدل اللجوء إلى إصدار أسهم جديدة والذي يفرض توزيع أرباح اضافية، وفقا لهذا النموذج يكون ترتيب مصادر التمويل كالتالي: التمويل الذاتي ثم إصدار الاسهم ثم الاستدانة.[22]

اهتم Williamson 1988 في دراسته على درجة خصوصية الأصل(الاستثمار) الممول، حيث أنه في حال تمويل استثمار خاص فإن مصدر التمويل الملائم له يكون اللجوء إلى إصدار أسهم جديدة والرفع من رأس المال أفضل من الاستدانة. أما إذا تعلق الأمر بتمويل استثمار غير خاص فتكون الاستدانة الشكل الأكثر بساطة وملائمة.[23]

المطلب الثاني: نظرية الاشارة (Signaling Theory (ST:

جاءت هذه النظرية كدعامة أساسية لتفسير نظرية التسلسل وتطويرها، كما جاءت انتقادا لفرضيات نموذج M&M والمتمثلة في الأسواق التامة وتماثل المعلومات. حيث يصنف Ross 1977 المعلومات إلى 3 أنواع: معلومات حول الأسعار السابقة، والتي هي جزء من فئة المعلومات المتاحة للجمهور، وهذه الأخيرة جزء من جميع المعلومات ذات الصلة بالسهم،[24]

قام Ross بتطوير نموذج اشارة محفز يقوم بتحديد الهيكل المالي للشركة، كما تؤكد النظرية على أنه نظرا لوجود عدم تماثل للمعلومات بين الشركات والمستثمرين الخارجيين بشأن القيمة الحالية للشركة، فقد يواجه المسيرون حالات يريدون فيها إيصال هذه

[20] زغود تبر، **محددات سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية –دراسة ميدانية لعينة من المؤسسات الاقتصادية بالقطاعين العام والخاص في الجزائر–**، مذكرة ماجستير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2009، ص106.

[21] مسار محمد خميس عزت سعد، **إثر الهيكل التمويلي لشركات المساهمة العامة المدرجة في أسواق فلسطين والأردن على العبء الضريبي**، مذكرة ماجستير، جامعة النجاح الوطنية، نابلس، فلسطين، 2020، ص22.

[22] سهايلية نبيلة وجبار بوكثير، عناصر الهيكل المالي وأثرها على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة ديون مجمع صيدال الجزائري (1999-2014)، **مجلة ميلاف للبحوث والدراسات**، ميلة، العدد الخامس، جوان 2017، ص241-267

[23] شرابي باية كنزة، **مرجع سبق ذكره**، ص129.

[24] عبد الرضا فرج البدراوي وأحمد رسن علاوي، استخدام Structural Equation Model لتحديد الهيكل المالي الأمثل وفق نظرية القيود –دراسة تحليلية للمصارف الخاصة في العراق–، **مجلة العلوم الاقتصادية**، العراق، العدد 59، المجلد 15، 2020، ص 1-34.

المعلومات إلى السوق وهذه مهمة صعبة لأن جميع المسيرين يريدون ان تكون أسعار أسهمهم أعلى مما هي عليه. ولذلك بمجرد الإعلان عن أن الشركة أقل من قيمتها الحقيقية فإن هذا لن يجعل لها وزنا كبيرا.[25]

وبالإضافة، تقوم فكرة عدم تماثل المعلومات على الفرضيات التالية:

-ترتكز النظرية على أن مسيري الشركات الاحسن اداء لديهم القدرة على إصدار إشارات خاصة وفعالة تميزها عن الشركات الأضعف أداء، كما يجب أن يكون من الصعب تقليد اشاراتها.

-تستند النظرية على فكرتين هما: أولا، تكون نفس المعلومة موزعة في جميع الاتجاهات حيث يمكن للمسيرين تهيئة معلومات لا تكون متوفرة لدى المستثمرين. ثانيا، في حالة ما إذا كانت المعلومة متوفرة لدى الجميع فإنها لا تدرك ولا تفهم بنفس الطريقة.

-تكون تلك الإشارات إما كوصف لتكلفة الأموال، أو سياسة توزيع الأرباح أو شراء أسهم أو إصدار سندات، والتي تعتبر كدليل على قدرة المؤسسة على توليد السيولة.

-المستثمر رشيد ويستقبل كل إشارة بدرجة معينة من الشك.[26]

اما حسب نموذج Leland and Pyle فيقترحان نموذج توازن تقييم الشركة وهيكلها المالي، كما يبينان أن الشركة تريد إعطاء إشارة جيدة عن نفسها في السوق المالي من خلال تركيبة هيكلها، وذلك عن طريق تمويل استثماراتها ذاتيا مما يحد من قدرتها على تنويع حافظة أصولها واستثماراتها. وعليه، تنتج تكلفة التنويع والتي هي جزء من تكلفة الاشارة. ومن جهة أخرى، تظهر وضعية التوازن في الاستثمار في المشروع أكثر من الاستثمار في مجال الإعلان (حملات اشهارية، اعلانات...) من اجل إقناع المستثمرين الخارجيين بصحة وضعية الشركة. وبالتالي تتكون تكلفة الاشارة تكلفتين: تكلفة عدم تنويع الاستثمارات، وتكلفة الإعلان.[27]

المطلب الثالث: نظرية توقيت السوق (MTT) Market timing theory :

تعتبر نظرية توقيت السوق من النظريات الحديثة المفسرة للهيكل المالي، والتي جاء بها الباحثان Baker and Wurgler عام 2002، إذ تقول النظرية بأن الهيكل المالي هو نتيجة تراكمية للتغيرات الماضية في السوق المالي، حيث تقوم الشركة باللجوء الى اصدار اسهم جديدة (فتح راس المال)، عندما تكون أسعار أسهمها مرتفعة، أي أن قيمتها السوقية أكبر من قيمتها الدفترية، وعلى

[25] مليكاوي مولود، **استراتيجيات التمويل في المؤسسات الاقتصادية**، دار هومة للنشر والتوزيع، الجزائر، 2019، ص255.

[26] سهايلية نبيلة وجبار بوكثير، **مرجع سبق ذكره**، ص254.

[27] شعبان محمد، **مرجع سبق ذكره**، ص78.

العكس ففي حال انخفاض سعر سهم الشركة في السوق فإنها تلجأ الى شراء أسهمها الخاصة، وبالتالي فإن الوصول الى هيكل مالي أمثل ليس خيارا انما هو تراكم لقرارات متخذة في الماضي على أساس بيئة السوق.[28]

تعتبر نظرية توقيت السوق عند Eilliott 2008 على أنها قدرة المسيرين على تحديد التوقيت الجيد لإصدار الأسهم بأقل تكلفة مقارنة بمصادر التمويل الأخرى، وهي مهمة صعبة، فالتوقيت الناجح هو الذي يخفض تكلفة اصدار الأسهم ويحقق أرباحا للمساهمين الحاليين على حساب المساهمين الجدد، هذا إذا كان المسيرون قادرين على توقيت السوق.

كما يشير Mansson and Tonell 2010 الى أن النظرية تؤثر على السلوك المالي للشركة في اللجوء الى الاستدانة، أي أن تختار الشركة مصدر التمويل ذو التكلفة العالية والمتمثل في اصدار أسهم جديدة، لكن متى تلجأ الشركة الى اصدارا لأسهم؟ هنا تحتاج الى دراسة توقيت سوق الأسهم، وذلك من خلال دراسة النسبة "القيمة السوقية للسهم على قيمته الدفترية"، فإذا كانت النسبة مرتفعة فإن الشركة تلجأ الى اصدار أسهم جديدة، أما إذا كانت منخفضة فإن الشركة تقوم بإعادة شراء أسهمها، لذا يعتبر الهيكل المالي نتاج تراكمي للتحكم في احتمالات السوق.

ويعد توقيت السوق استراتيجية لمراقبة اتجاه السوق وتحركات الأموال الداخلة والخارجة، كما يرى Alireza 2004، فحسب هذا الباحث فإن توقيت السوق ما هو إلا استراتيجية تحرك قيمة الأوراق المالية السوقية للأعلى والأدنى في ضوء الأفق المستقبلي. كما يعتبر تحليلا تقنيا لتدفق الأموال وهذا وفق هدفين وهما: تجنب انخفاض أسعار الأسهم وتعظيم عوائد الاستثمار.[29]

وفي العلاقة بين نظرية توقيت السوق والرفع المالي فإن العلاقة بينهما علاقة عكسية، اذ تتجلى هذه العلاقة بين نسبة "القيمة السوقية الى القيمة الدفترية" للسنة الماضية مع الرفع المالي للسنة الحالية، حيث ترجمه Mansson and Tonell 2010 بأن القيمة السوقية العالية ترتبط مع الرفع المالي المنخفض، وأن القيمة السوقية المنخفضة الى القيمة الدفترية ترتبط مع نسبة عالية من الرفع المالي.[30]

[28] مرسلي نزيهة، **أثر الهيكل المالي على الأداء المالي في البنوك التجارية بالجزائر دراسة مقارنة بين مجموعة من البنوك العمومية والبنوك الخاصة لفترة (2006-2015)**، أطروحة دكتوراه، جامعة غرداية، 2018، ص80-81.

[29] حاكم محسن محمد الربيعي ومهند حميد ياسر العطوي، نظرية توقيت السوق وتأثيرها على هيكل رأس المال دراسة تحليلية لعينة من الشركات الصناعية المصرية، **مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية**، جامعة الكوفة، ص7-8.

[30] المرجع السابق، ص12

المبحث الثالث: نظرية المعاوضة (The Trade-Off Theory (TOT:

تعتبر مقترحات مدغلياني وميلر نقطة انطلاق بالنسبة للعلماء للبحث والتأكد من صحة الفرضيات التي تستند عليها فبناء على النقائص والانتقادات التي وجهت لمقترحات العالمين مدغلياني وميلر نشأت نظرية المعاوضة، حيث انطلقت النظرية المطلق عليها مصطلح "التوازن Trade-Off Theory" من دراسة Myers 1984 حيث عرفت مرحلتين:

جرى في المرحلة الأولى لهذه النظرية ادخال تكلفة الإفلاس على نموذج M&M فنتج ما يعرف ب Trade-Off Statique وخلصت الدراسة الى معدل استدانة أمثل، ففي هذه الحالة يؤدي ارتفاع الاستدانة الى ارتفاع أثر الرافعة المالية وظهور تكلفة الإفلاس والتي تتميز بأثر سلبي على قيمة الشركة.

أما في المرحلة الثانية والمتمثلة في تعديلات على النموذج السابق، تم الاخذ بعين الاعتبار تكلفة الوكالة، وكانت نتيجة للانتقادات التي واجهتها المرحلة السابقة.[31]

حيث تقوم هذه النظرية على الموازنة بين مزايا الاستدانة والمتمثلة في الوفورات الناتجة عن الضرائب، ومساوئ الاستدانة المتمثلة في التكاليف الناتجة عن العملية (تكاليف الإفلاس والوكالة)، وفي التالي أهم ما جاء فيها:

المطلب الأول: تأثير الاستدانة في ظل تكلفة الإفلاس

تظهر هذه التكلفة نتيجة لتحمل الشركات للمخاطر المالية الناجمة عن الاستدانة أي بسبب احتمال الفشل أو ما يسمى بالعسر المالي لذا فقد ينقل الدائنون التكاليف الى المساهمين تحسبا لذلك.

الفرع الأول: مفهوم الإفلاس

يحدث الإفلاس عندما لا تتمكن الشركة من الوفاء بالتزاماتها أو عندما لا تخصص مؤونات كافية لمواجهة مخطر الإفلاس، او الافراط في استخدام هذه المؤونات لغير وجهتها. فحالة الإفلاس مرتبطة بلجوء المؤسسة الى الاستدانة، حيث ترفق الاستدانة بتأثيرها الإيجابي والسلبي والمتمثل في ارتفاع المخاطر المالية، مما يؤدي الى احتمال توقف الشركة عن تسديد ديونها. كذلك، قد يكون الاحتمال نتيجة لوجود مشاكل في نشاط الشركة مما يخفض تدفقاتها النقدية، وبالتالي تقع الشركة في العسر المالي المؤدي الى اعلان افلاسها. كما تقوم الاستدانة بالضغط على الشركات من اجل الزامها بدفع الفوائد والاقساط في تواريخها المحددة بغض النظر عن موقفها النقدي،

[31] الياس بن ساسي ويوسف قريشي، **التسيير المالي (الإدارة المالية)**، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، الأردن، 2011، ص413.

الامر الذي قد يؤدي الى اضطرابات مالية ذات تكلفة قد تفوق الفوائد المالية التي تأتي من خلال الاستدانة، وحتى في حالة عدم وصول الشركة الى حالة اعلان الإفلاس فإن الامر يمتد كذلك الى التكاليف الناتجة عن هذه الاضطرابات، وتتمثل في:

أ- التكاليف المباشرة للإفلاس: وهي التكاليف الإدارية المرتبطة بعملية الإفلاس: تكاليف المحامين، والهيئات القضائية المختصة، تكاليف المحاسبين ووكلاء التصفية القضائية، تكاليف البنوك ...الخ، والتي يمكن ان تصل الى الملايين في القضايا المعقدة.

ب- التكاليف غير المباشرة للإفلاس: هذه التكاليف تودي الى الهز من صورة الشركة في المجتمع مما يؤدي الى خسائر اقتصادية هامة، وهو ما ينتج عنه تخفيض المبيعات خلال وبعد الإفلاس، زيادة القيود على الاستثمارات والبحث والتطوير في الشركة وكذا خسارة اهم الموظفين.

بالإضافة الى ذلك يمكن توضيح تأثير تكاليف الإفلاس على الشركة كما يلي: البيع الاجباري لأصول الشركة وعقاراتها بأسعار منخفضة، كما ترتفع التكاليف القضائية وتضيع نسبة هامة من زبائن الشركة. كما يؤثر الإفلاس على معدل الفائدة، فيرتفع عند وصول الشركة الى حد معين من الاستدانة نتيجة زيادة نسبة الرفع المالي في الهيكل المالي، مما يولد زيادة في معدل العائد المطلوب من المساهمين مما يؤثر سلبا على قيمة الشركة.[32]

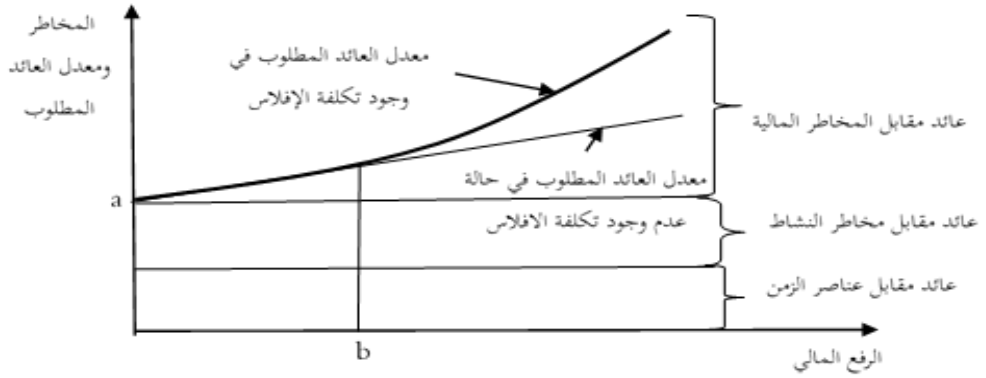
الفرع الثاني: تأثير الإفلاس على الدائنين والمساهمين

يدرك الدائنون أن عليهم تحمل جزء من تكلفة الإفلاس حين حدوثه، اذ لا تكفي أموال التصفية لسداد مستحقاتهم، لذا يقومون بنقل هذه التكاليف الى المساهمين في شكل رفع في معدلات فوائد القروض الممنوحة، مما يجعل مساهمي الشركة يتحملون مخاطر الإفلاس لوحدهم. ونتيجة لعدم قدرتهم على التخلص منها، فإن السبيل الوحيد لإقناعهم على تحملها هو الرفع في معدل العائد المطلوب لتعويضهم عنها، مما يدل على علاقة طردية غير مباشرة بين نسبة الاستدانة الى الأموال الخاصة (الرفع المالي) ومعدل العائد المطلوب من طرف المساهمين.

وبتعبير أكثر شمولية نقول: تترك زيادة نسبة الرفع المالي اثرين متعاكسين على تكلفة الأموال (الديون والأموال الخاصة)، فمن جهة تسهم زيادة نسبة الاستدانة في تخفيض تكلفة الأموال بسبب الوفورات الضريبية، ومن جهة أخرى يترتب على زيادة الاستدانة بعد نقطة معينة ظهور تكلفة الإفلاس، مما يؤدي الى زيادة تكلفة الأموال، وهذا ما يوضحه البيانان التاليان:

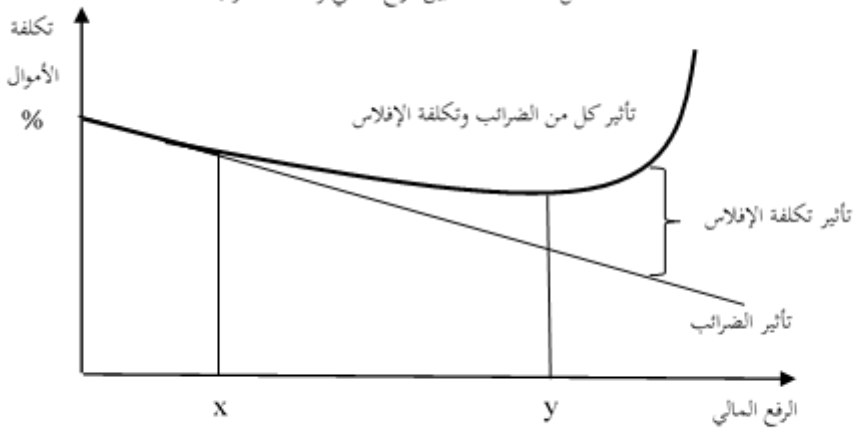
[32] محمد بوشوشة، **مرجع سبق ذكره**، ص202-204.

الشكل 1-1: العلاقة بين الرفع المالي ومعدل العائد المطلوب



المصدر: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، ص174.

الشكل1-2: العلاقة بين الرفع المالي وتكلفة الأموال



المصدر: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، ص175

في البيان الأول تمثل النقطة a معدل العائد المطلوب الذي يعوض المساهمين عن تأجيل استغلالهم أموالهم المستثمرة في اشباع حاجاتهم الحالية كما يعوضهم عن مخاطر استثمارها. ويشير البيان الى تأثر معدل العائد المطلوب في الحالتين، حالة وجود الضرائب أو عدمها، إلى أن يصل الرفع المالي الى معدل معين (b) أو تتعداه، إذا تعدته يصير احتمال الإفلاس واردا فيرفع الدائنون معدلات الفائدة على القروض الممنوحة للشركة، وهذا بهدف التخلص من تكلفة الإفلاس، وبالتالي يقومون بنقل مخاطر الإفلاس الى المساهمين وهذا ما يؤدي الى رفعهم في معدل العائد المطلوب كما هو موضح في البيان.

البيان الثاني يوضح وجود علاقة عكسية بين الرفع المالي وتكلفة الأموال نظرا لوجود تأثير الضرائب (الوفر الضريبي). بينما وبإضافة تكلفة الإفلاس الى الضرائب يظهر تأثير الوفر الضريبي أولا فتنخفض تكلفة الأموال ومن ثم عند الوصول الى مستوى الاستدانة x تستمر التكلفة بالانخفاض لكن بمعدل اقل من السابق، نظرا لظهور تكلفة الإفلاس الناتجة عن زيادة نسبة الرفع المالي الى ان تصل الى النقطة y والتي تبدأ عندها تكلفة الأموال بالارتفاع، وذلك راجع الى الغاء تأثير الضرائب بسبب ارتفاع تكلفة ومخاطر الإفلاس على قيمة الوفورات الضريبية نتيجة زيادة نسبة التمويل بالاستدانة.

المطلب الثاني: تأثير الاستدانة في ظل تكلفة الوكالة

إن دحض فرضية غياب التضارب بين مصالح مختلف الاعوان الذين لهم علاقة بحياة الشركة (مسيرون، مساهمون، دائنون) يعود الى نظرية الوكالة.

الفرع الأول: مفهوم تكلفة الوكالة

ويقصد بها تفويض حق من حقوق الملكية المالك (الموكل) لشخص آخر (الوكيل) كحق الاستعمال او التصرف، فوفقا لنظرية الوكالة تعتبر الإدارة وكيلا عن المساهم، وهذا الوكيل انتهازي وذو رشادة محدودة، على عكس ما كان يعتبر سابقا على انه ذو رشادة غير محدودة، وقد يهدف الى تعظيم منفعته على حساب موكله وذلك من خلال:

- الحصول على أكبر قدر ممكن من الحوافز والمكافآت.
- رفض المشاريع الاستثمارية ذات مردودية ومخاطرة مرتفعتين خشية احتمال الفشل وخسارة سمعته.
- تحسين الأجور والمرتبات.

تم التركيز فيما سبق على الصراع بين الإدارة والمساهمين، لكن دون ان ننسى باقي أصحاب المصلحة والمتمثلين في: المساهمين، المسيرين، الدائنون، العمال، الموردون، الزبائن، الدولة، المجتمع...، فكل صراع يحدث بينه هذه الأطراف له تأثير سلبي على قيمة الشركة وفي هذه الدراسة سنركز على المساهمين والمسيرين والمقترضين فقط.[33]

ان أبرز الدراسات في نظرية الوكالة هي دراسة Jensen and Mecing 1976 حيث قاما بإدماج مفهوم تعدد الأهداف ضمن التصور الأكاديمي لنظرية المشروع، فللملاك هدف معين والمتمثل في تعظيم القيمة والثروة، وللمسيرين اهداف عديدة، كما أن للدائنين هدف آخر. وهذه التعددية في الأهداف تؤدي الى ما يسمى بصراع الوكالة، حيث يؤدي هذا الصراع الى عدم الاتفاق على اختيار الهيكل المالي للشركة، إذن، فإن جوهر هذه النظرية يكمن في طرح إشكالية وجود اهداف ذاتية خاصة بالمسيرين تؤدي بهم الى انتهاج سلوك مخالف عن سلوكهم في كونهم مساهمين ومسيرين في نفس الوقت.[34]

الفرع الثاني: الصراع بين المساهمين والمسيرين

ينشأ بسبب الملكية الجزئية للشركة والتي تسفر عن وضع لا يحصل فيه حملة الاسهم على الأرباح الكلية المحققة من نشاط الشركة، بينما يتحملون كل التكاليف الناشئة عن استغلال المسيرين لسلطتهم في زيادة منافعهم الشخصية. مثل أن يبذل المسير جهدا اقل

---

[33] بن الضب علي، **دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة –دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة 2006–2008**، مذكرة ماجستير، قاصدي مرباح، ورقلة، 2009، ص110-111.

[34] دادن عبد الوهاب، الجدل القائم حول هياكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، **مجلة الباحث**، عدد 7، 2009-2010، ص315-330.

في تسيير موارد الشركة، بل وتحويل هذه الموارد لإشباع منافعه الشخصية عن طريق زيادة الإنفاق في مظاهر الترف لموقعه كمدير، والتي لا يفعلها إذا كان وحده المالك المسير.

تنتج تكاليف يتحملها المساهمون من أجل التحقق إذا ما كان المسيرون يعملون ما مصالحهم (تعظيم ثروة المساهمين)[35]، وتتمثل هذه التكاليف في:

- تكاليف المراقبة: تنشأ عن تتبع ورصد الوكيل لدفعه بأن يعمل لتحقيق مصلحة موكله.
- تكاليف البرهنة: متمثلة في المصاريف التي يقوم بها الوكيل من أجل التبرير على نوعية سلوكه للموكل، وذلك من خلال المؤشرات التي يظهرها الوكيل للموكل والتي يعبر له من خلالها على حسن التسيير.
- التكاليف الباقية: تظهر عند تجاوز تكاليف المراقبة العائد الحدي لهذا التوكيل، أي التي تنجم عن استحالة ممارسة مراقبة شاملة لتسيير الوكيل.[36]

وبالإضافة إلى وجود بدائل أخرى للرقابة مثل:

- الحوافز المالية: غالبا ما يكون لها تأثير سلبي على ثروة المساهمين، فهي لا تشجع على تحمل المخاطر بل ويترتب عليها المطالبة بالمزيد من النقود، لذا من المستحسن ربطها بمتغيرات تخضع لسيطرة المسيرين (فكرة تبناها Baker and al 1988) حيث يرون انه من الضرورة ربط القيمة السوقية بالحافز وبهذا جاء مقياس القيمة المضافة.
- آلية السوق: يمكن لسوق العمل أن يقنع المسيرين بالعمل على تحقيق أهداف المساهمين، فتوافر المعلومات عن الأداء المتميز لهم يزيد من المنافسة بين الشركات على جذبهم للعمل فيها.
- التهديد والاستغناء عن خدمات المسيرين: في حالة انخفاض أداء المسيرين قد يتم إقصاءهم بالتصويت على ذلك، منا يدفعهم لبذل المزيد من الجهد لنيل رضا المساهمين.[37]

الفرع الثالث: الصراع بين المساهمين والمقرضين

ان الزيادة في نسبة الاستدانة في الهيكل المالي ينظر إليه كأداة فعالة في إنقاص تكاليف وكالة الأموال الخاصة، إذ ينتج عنها تشديد الرقابة من قبل الدائنين على نشاط تسيير الوكيل. لكن وتزامنا مع تضارب المصالح بين المسير والمساهمين، يظهر خلاف آخر بين المساهمين والدائنين، وبالتالي مصدر تكاليف وكالة جديد.

عندما يقوم الدائنون بتزويد الشركة بالأموال فان سعر الفائدة يكون مبنيا على أساس تقييم الدائن لمخاطر الشركة، وبالتالي فإن علاقته بها تعتمد على تصرف الشركة في المستقبل، ومن ناحية أخرى، إذا حققت الشركة أرباحا في المشاريع الخطرة فإن المستفيدين

[35] زغود تبر، **مرجع سبق ذكره**، ص89-90

[36] الياس بن ساسي ويوسف قريشي، **مرجع سبق ذكره**، ص419-420.

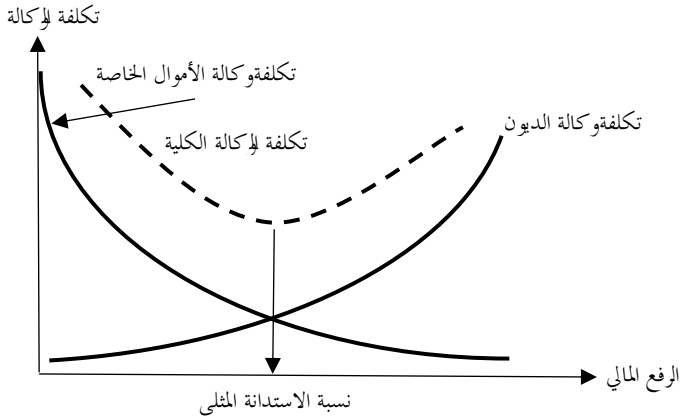
[37] زغود تبر، **مرجع سبق ذكره**، ص90-91.

من التدفقات النقدية هم المساهمون، إذ أن التزامات الشركة التي ستدفع للدائن لن تتغير، أما إذا وقعت الشركة في خسارة نتيجة لهذه المشاريع الخطرة فإن الدائنين يشاركون في التكلفة اي عدم القدرة على سداد التزاماتها المالية.[38]

لذلك قد ينص عقد الاستدانة على ضرورة رجوع الشركة إلى الدائنين قبل اتخاذ بعض القرارات التي قد يكون لها تأثير على مصالحهم مثل: شراء أصول جديدة، إجراء توزيعات، رفع مرتبات المسيرين ...وغيرها. في حالة ما إذا تجاهلت الشركة ما نصه العقد فإن هذا يعطي الدائنين الحق في طلب قيمة الدين قبل تاريخ استحقاقه. لذا، يلجأ الدائنون إلى متابعة ما يجري في داخل الشركة بأنفسهم، من خلال تعيين وكيل عنهم للتأكد من عدم إخلال الشركة بالعقد، وهنا تظهر تكاليف وكالة الديون الناجمة عن عملية المتابعة.[39]

يمثل المنحنى التالي تأثير الرفع المالي على تكلفتين وكالة القروض والأموال الخاصة، حيث تتحدد نقطة الاستدانة المثلى عندما تكون تكلفة الوكالة الكلية في أدنى حد لها، كالتالي:

الشكل 1-3: نسبة الاستدانة المثلى مع وجود تكاليف لإكالة



المصدر: غنية بوربيعة، مرجع سبق ذكره، ص93

المطلب الثالث: تأثير الاستدانة في ظل وجود الضرائب وتكاليف الافلاس والوكالة

سمحت هذه النظرية المطروحة من طرف Myers 1984 بإدخال تكلفة الإفلاس إلى جانب تكلفة الوكالة، والذي من شأنه أن يؤثر على النسبة المثلى للاستدانة في الهيكل المالي، وبالتالي تحديد الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة، حيث تقضي النظرية بأن نسبة الاستدانة المثلى تسمح بالموازنة والمراجحة بين مزايا الدين والمتمثلة في الوفر الضريبي الناجم عن خصم مصاريف الفوائد، ومساوئ الدين المتمثلة في تكاليف وكالة الأموال الخاصة والديون وتكاليف الافلاس. وبعبارة أخرى فإن القرار المحدد النسبة المثلى للاستدانة

[38] بوربيعة غنية، **محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة دراسة حالة مؤسسة –الاشغال والتركيب الكهربائي فرع سونلغاز**-، مذكرة ماجستير، جامعة الجزائر 3، 2012، ص89.

[39] الياس بن ساسي ويوسف قريشي، **مرجع سبق ذكره**، ص422-423.

هو محصلة للموازنة بين التأثير الإيجابي الذي يحدثه الوفر الضريبي والتأثير السلبي الذي تحدثه تكلفتين الإفلاس والوكالة على قيمة الشركة.

لكن يعاب في النظرية عدم اشارتها إلى المستوى الحقيقي الأمثل للهيكل المالي، فالأمثلية موجودة لكن لا يمكن تعميمها، وذلك لصعوبة الصياغة الكمية للعوائد والتكاليف المرافقة للاستدانة، كما ان الهيكل المالي الأمثل يتغير عبر الزمن مع التغير الذي يطرأ على الشركة (حساسيتها لمختلف تكاليف ومزايا الاستدانة) وعلى سوق المال، مما يضفي عليها صفة ديناميكية، فالشركة التي تنتمي لفئة مخاطر عالية ينبغي عليها ان تخفض من نسبة الاستدانة، نظرا لكون التقلب الكبير في العائد يحمل في طياته احتمالا أكبر التعرض لمخاطر الإفلاس، وبالتالي قد لا تذهب تلك الشركة بعيدا بنسبة الاستدانة، وقد تميل إلى التوقف عنها قبل ان تصل الى النقطة التي تتعادل فيها قيمة الوفورات الضريبة مع تكلفة الافلاس والوكالة.

يمكن التعبير عن قيمة الشركة في ظل وجود الضرائب وتكلفتي الافلاس والوكالة كالتالي:

$$V_B = V_A + T.D - BC - AC$$

حيث:

V_B: شركة مستدينة (الهيكل المالي يتكون من الديون والأموال الخاصة).

V_A: شركة غير مستدينة (هيكلها المالي مكون من أموال خاصة فقط).

T: معدل الضريبة.

D: الديون.

$T.D$: الوفر الضريبي.

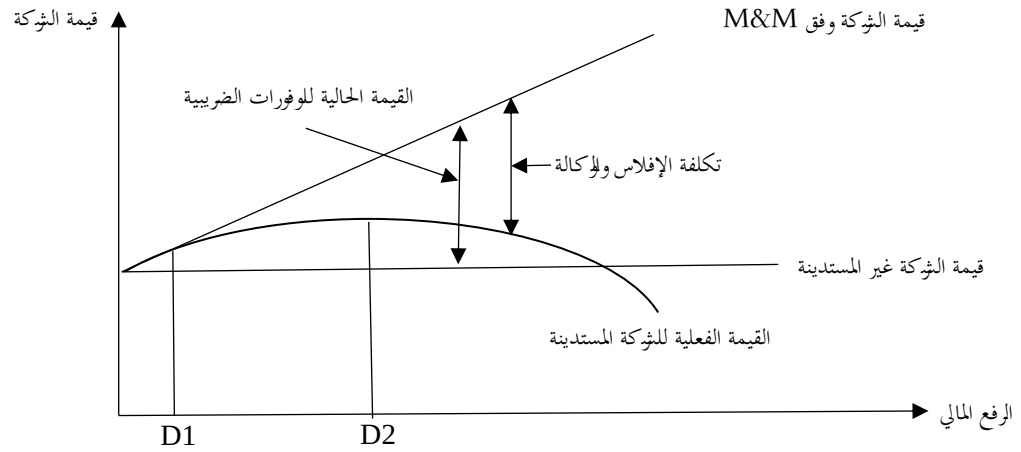
BC: تكلفة الإفلاس.

AC: تكلفة الوكالة.[40]

يمكن نمذجة المعادلة السابقة والتعبير عن قيمة الشركة في ظل وجود الضرائب وتكلفتي الإفلاس والوكالة كالتالي:

[40] موساوي ياقوت، **دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة في البورصة (دراسة حالة الشركات المدرجة ببورصة عمان للاوراق المالية خلال الفترة الممتدة ما بين 2008–2011)**، مذكرة ماجستير، المدرسة العليا للتجارة، القليعة، الجزائر، 2013، ص67-70.

الشكل 1-4: القيمة السوقية للشركة في ظل نظرية المعاوضة



المصدر: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، ص216.

يمثل الخط المستقيم المائل قيمة الشركة المستدينة في ظل نموذج M&M وفي وجود الضرائب فقط، أي وجود الأثر الإيجابي للاستدانة (الوفر الضريبي) والذي يعمل على الرفع من قيمة الشركة كما هو موضح في البيان. بينما يمثل الخط المستقيم الأفقي ذات هيكل مالي مكون من الأموال الخاصة فقط أي شركة لا تلجأ للاستدانة، وهذا ما يفسر ثبات دالته على نفس القيمة الأولى.

المنحنى المحصور بينهما يمثل القيمة الفعلية للشركة المستدينة، وهذا باحتساب تأثيري الاستدانة معا، الإيجابي والمتمثل في الوفر الضريبي والسلبي المتمثل في تكلفتي الوكالة والافلاس، حيث يتطابق منحنى القيمة الفعلية للشركة مع منحنى نموذج M&M الى ان يصل الى النقطة D1 حيث تعتبر هنا تكاليف الإفلاس غير هامة قبل هذه النقطة، ومن ثم ينفصلان لترتفع قيمة الشركة الفعلية بوتيرة اقل من قيمة الشركة في ظل نموذج M&M كلما زادت قيمة الرفع المالي نظرا لظهور تكلفة الإفلاس، الى ان تصل قيمة الرفع المالي الى النقطة D2 والتي تمثل نسبة الاستدانة المثلى للشركة، أي التي تكون فيها قيمة الشركة أعظمية، كما يتحقق التوازن (التساوي) بين القيمة الحالية للوفورات الضريبية والقيمة الحالية لتكلفتي الإفلاس والوكالة. عند تخطي نسبة الاستدانة في الشركة لنسبة الاستدانة المثلى D2 تتفاقم قيمة تكلفتي الوكالة والافلاس لتصيرا أكبر من قيمة الوفورات الضريبية، وهذا نتيجة زيادة الاستدانة عن الحد الأمثل مما يؤدي الى تدهور قيمة الشركة الفعلية، لذا فإن النقطة D2 تعبر عن الحد والنسبة التي يجب على الشركة التوقف عندها عن اللجوء الى الاستدانة نظرا لوقوع عكس مفعولها الإيجابي المتوقع بعدها.

المبحث الرابع: الأدبيات التطبيقية ومناقشتها

المطلب الأول: الأدبيات التطبيقية العربية ومناقشتها

دراسة : محمد الأخضر قريشي 2021 [41]

بعنوان : نحو أريحية مالية في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على ضوء النظريات المفسرة للهيكل المالي

هدفت هذه الدراسة الى ترسيخ فكرة ان الإدارة المالية قد ترمي الى تحقيق اهداف مالية أخرى بخلاف الأهداف المتعارف عليها (تعظيم القيمة السوقية مثلا) وهذا عبر توسيع مفهوم السلوك المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة عبر مختلف مراحل دورة حياتها، حيث عالجت إشكالية: كيف يتخذ مالك / مسير المؤسسة الصغيرة والمتوسطة قراراته التمويلية، وهل يعد الوصول الى اريحية مالية من ضمن محددات الخيار التمويلي لتلك المؤسسات العاملة في الجزائر؟ والتي طبقت على عينة قدرها 70 مؤسسة صغير ومتوسطة عملت بالاقتصاد الجزائري خلال الفترة من 2011 الى 2018 هذه الدراسة تمت بأدوات الاقتصاد القياسي panal-data وبرنامج الحزم الإحصائية للعلوم الاجتماعية SPSS بالإضافة الى اختبارات preush and paganو Hausman و Hsiao لدراسة التجانس، حيث توصلت الدراسة الى نتائج مفادها أن نظريتي المعاوضة وتسلسل مصادر التمويل تشرحان السلوك المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، إضافة الى ان دورة الحياة عامل ذو صلة بالسلوك المالي للمؤسسات، كما ادلت بأن الأهداف الشخصية لمتخذ القرار يعد عاملا حاسما في الخيارات التمويلية بهذه المؤسسات عبر مراحل دورة حياتها.

حيث تتفق هذه الدراسة مع الدراسة الحالية في الأدوات القياسية المستخدمة في الدراسة panal-data، وكذلك اتفقتا في دراسة النظريات المفسرة للهيكل المالي، غير أننا نسعى في الدراسة الحالية الى ابراز تعزيز قيمة الشركة في ظل نظرية المعاوضة بينما اهتمت هذه الدراسة بمعرفة مدى تفسير نظريتي المعاوضة وتسلسل مصادرا التمويل للسلوك التمويلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

دراسة : بوقفة محي الدين 2021[42]

بعنوان : دراسة تحليلية للعوامل المؤثرة على مستويات السيولة في المؤسسات العمومية الاقتصادية في الجزائر

[41] محمد الأخضر قريشي، **مرجع سبق ذكره**.

[42] بوقفة محي الدين، **دراسة تحليلية للعوامل المؤثرة على مستويات السيولة في المؤسسات العمومية الاقتصادية في الجزائر**، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2021.

تحت هدف تحديد اهم العوامل المؤثرة على مستويات السيولة تمت دراسة الإشكالية المتمثلة في: إلى أي مدى يمكن أن تؤثر عناصر التشغيل والقرارات المالية والاستراتيجية في مستويات السيولة النقدية في المؤسسات العمومية الاقتصادية في الجزائر؟ فيها قام الباحث بدراسة عينة ل25 مؤسسة عمومية اقتصادية من مختلف القطاعات الاقتصادية خلال الفترة الممتدة من 2013 الى 2018 وذلك ، حيث استخدم للوصول الى الهدف أسلوب الانحدار الخطي المتعدد باستخدام البرنامج الاحصائي SPSS والذي توصل من خلاله الى أن درجة مديونية المؤسسة والنفقات الرأسمالية وربحية المؤسسة تعتبر من العوامل الأكثر ارتباطا بمستويات السيولة النقدية، كما تم التوصل الى تأثير حجم المؤسسة ورأس المال العامل وهو تأثير سلبي لا يمكن تفسيره جزئيا من خلال دافع تكلفة المعاملة ونظرية المعاوضة، في حين ان التأثير السلبي للأصول السائلة والديون قصيرة الأجل على السيولة يفسر تماما ان السيولة النقدية والديون قصيرة الاجل هي مجرد بدائل.

وجه الشبه الوحيد بين هذه الدراسة والدراسة الحالية هو استعمالها لمقررات نظرية المعاوضة، بينما سعت الدراسة الحالية الى استعمال برنامج Eviews12 للدراسة، كما اتخذنا الربحية كمتغير تابع والتي تتأثر بالحجم والوفرات الضريبية.

دراسة: زغود تبر 2009[43]

بعنوان: محددات سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية

حاولت الباحثة تلخيص العوامل المحددة لسياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، كما سعت الى بناء نموذج تجريبي لتفسير السلوك التمويلي للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية من خلال دراسة الإشكالية التالية: ما هي العوامل المحددة لسياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية بالقطاعين العام والخاص في الجزائر؟ وذلك بدراسة المؤسسات الاقتصادية في القطاعين العام والخاص من خلال دراسة تأثير العوامل أو المحددات على نسبة الاستدانة. حيث خلصت الدراسة الى أن كلا من المتغيرات: معدل المردودية الاقتصادية، معدل النمو، حجم المؤسسات، مستوى الضمانات (هيكل الأصول)، تكلفة الاستدانة (التمويل)، مستوى المخاطر التشغيلية (العملية)، وطبيعة القطاع تلعب دورا جوهريا في تفسير سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية. كما تشير النتائج الى نظرية تسلسل مصادر التمويل لها القدرة على تفسير السلوك التمويلي للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية.

تتفق هذه الدراسة مع دراستنا في بعض المتغيرات مثل ملموسية الأصول وحجم المؤسسات، وكذا تشابهتا في دراسة نظريات الهيكل المالي، بينما سعت دراستنا الحالية دراسة نظرية المعاوضة من اجل معرفة مدى قدرتها على تعزيز قيمة الشركة.

[43] زغود تبر، **مرجع سبق ذكره**

المطلب الثاني: الادبيات التطبيقية الأجنبية ومناقشتها

دراسة : Imad Zeyad Ramadan , 2015[44]

بعنوان : An Empirical Investigation of Trade–Off Theory: Evidence from Jordan

حاول الباحث دراسة ما إذا كانت الشركات الأردنية المدرجة في البورصة تتبع نظرية المفاضلة في استراتيجياتها التمويلية وذلك باستخدام عينة من المؤسسات الصناعية الأردنية خلال فترة 2000–2014 والمتمثلة في 975 مشاهدة، حيث تقول النتائج بأن العلاقة العكسية بين الربحية والرفع المالي لا تتلائم مع نظرية المعاوضة مما يدل على ان شركات التصنيع الأردنية الأكثر ربحية تميل الى اصدار المزيد من الأسهم والاستدانة بشكل أقل. اما العلاقة المباشرة بين حجم الشركات والرافعة المالية تتوافق مع نظرية المعاوضة مما يشير الى ان الشركات الكبيرة تصدر الديون بدل الأسهم. ومنه خلص الباحث الى ان الشركات الصناعية الأردنية تتبع نظرية المعاوضة جزئيا، كما استنتج أيضا ان للقطاع الصناعي تأثير ملحوظ على قرارات التمويل.

تلاقت الدراسة الحالية مع هذه الدراسة في نقطة العلاقة بين الربحية والرفع المالي حيث كانت هذه العلاقة عكسية وهو نفس ما توصلت اليه الدراسة، بينما اعتمدت الدراسة الحالية على مجموعة شركات صناعية عاملة في الاقتصاد الجزائري في الدراسة، لكن اعتمدت هذه الدراسة على شركات مدرجة في البورصة.

دراسة : Sri Hastutik, Budi Eko Soetjipto, Cipto Wadoyo, Agunug Winarno, 2022[45]

بعنوان : Trade–Off and Pecking Order Theory of Capital Structure in Indonesia: Systematic Literature Review.

انتهج الباحثون في هذا المقال منهجية مراجعة الأدبيات أي مراجعة الدراسات السابقة حيث شملت الدراسة 1932 مقالا من مختلف المصادر خلال الفترة [2000–2020]، ثم تم استبعاد المقالات تدريجيا الى ان وصلوا الى 12 مقالا ذو صلة. فقد هدفت هذه الدراسة الى تحديد الهيكل المالي الأمثل الذي يزيد من قيمة الشركة من خلال نظرية المعاوضة أو نظرية تسلسل مصادر التمويل، حيث تشير النتائج الى وجود اختلافات بين الإدارات في تحديد الهيكل المالي في اندونيسيا بالإضافة الى اختلاف الدراسة التجريبية للنظريتين مما افضى الى استنتاج مفاده انه إذا كان المدير المالي للمؤسسة فردا فسيختار نظرية المعاوضة في اختيار الهيكل المالي الأمثل، اما في حالة ما إذا كان المدير المالي عائلة فسيميلون الى اختيار نظرية تسلسل مصادر التمويل. أوصى الباحثون بالتركيز على الملكية الإدارية بالتعمق في نظرية الوكالة في البحوث المستقبلية.

[44] Imad Zeyad Ramadan, An Empirical Investigation of Trade-Off Theory: Evidence from Jordan, vol 8, No 4, 2015, P19-24.
[45] Sri Hastutik, Budi Eko Soetjipto, Cipto Wadoyo, Agunug Winarno, Trade-Off and Pecking Order Theory of Capital Structure in Indonesia: Systematic Literature Review, Vol 6, No 5, 2022, P5586-5597.

اتفقت الدراسة الحالية مع هذه الدراسة في هدف الدراسة وهو تعظيم قيمة الشركة، كما اتفقتا في دراسة النظريات المفسرة للهيكل المالي. غير اننا نسعى الى دراسة نظرية المعاوضة فقط، بينما اتجهت هذه الدراسة الى المفاضلة بين النظريتين أيها تؤدي ال تعظيم قيمة الشركة أكثر.

دراسة : Ferina Marimuthu and Sharanam Abbana, 2023[46]

بعنوان : Financiing of State-Owned Entities: Can The Trade-Off Theory Explain the Debt Structure?

تم في هذا المقال دراسة ما إذا كان السلوك التمويلي للكيانات المملوكة لدولة جنوب افريقيا يستهدف هيكل مالي محدد وما مدى سرعة التكيف معه، وذلك من خلال اجراء الدراسة على عينة قدرها 33 مؤسسة تجارية وباستخدام نموذج Panal-data القياسي تم التوصل الى أن الشركات تستخدم نظرية المعاوضة القائمة على وجود هيكل مالي مستهدف بسرعة تكيف بنسبة 21.5% سنويا والتي تتميز بالبطء مقارنة بشركات الدول النامية الأخرى.

اتفقت هذه الدراسة مع الدراسة الحالية في استهداف هيكل مالي محدد كما استعملتا نفس الأداة القياسية بانل، غير اننا نسعى في الدراسة الحالية الى معرفة مدى تأثر قيمة الشركة بالمتغيرات لكن هذه دراسة تبحث عن سرعة تكيف الشركة في وجود هيكل مالي مستهدف.

دراسة : Silvia M.Dinis Mendes, Paula Machado, Carla David Reis and Vera L.Mendes Cunha, 2023[47]

بعنوان : Trade-Off and Pecking Order Capital Structure Theories in Tourism Sector in Portuguese Central Region

هدفت الدراسة الى تحديد النظرية السائدة في قرارات التمويل ومحددات هيكل رأس المال للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في قطاع السياحة في المنطقة الوسطى من البرتغال. طبقت فيها النموذج القياسي للانحدار الخطي وذلك بالاستعانة ب 606 مؤسسة صغيرة ومتوسطة في الفترة [2011-2018]. تدل النتائج على أن قرارات هيكل رأس المال تتبع افتراضات نظرية تسلسل مصادر التمويل بالإضافة الى نظرية المعاوضة، وذلك لترافق النظريتين في تفسير القرارات التمويلية. وخلاصة المقال فإن الشركات الصغيرة والمتوسطة تستهل التمويل بالأرباح المحتجزة ومن ثم تستخدم التمويل الخارجي وبعدها تقوم بزيادة رأس المال.

[46] Ferina Marimuthu and Sharanam Abbana, Financiing of State-Owned Entities: Can The Trade-Off Theory Explain the Debt Structure?, Intrenational Jornal Of Entrepreneurship and Sustainbility Studies, Vol 3, No 1, 2023, P63-78.

[47] Silvia M.Dinis Mendes, Paula Machado, Carla David Reis and Vera L.Mendes Cunha, Trade-Off and Pecking Order Capital Structure Theories in Tourism Sector in Portuguese Central Region, Vol 10, No 3, 2023, P155-176.

لم تتفق في شيء مع دراستنا الا انها درست النظريات المفسرة للهيكل المالي كما سعت هذه الدراسة الى المفاضلة بين نظريتي المعاوضة وتسلسل مصادر التمويل، بينما اهتمت دراستنا بنظرية المعاوضة مباشرة، كما ان هذه الدراسة طبقت النموذج القياسي الخطي في حين ان دراستنا طبقت نموذج التأثيرات العشوائية.

دراسة : Houda Ben Said, 2022[48]

بعنوان : Determinants Of Capital Structure Of French SBF 120 Listed Companies: A Comparison Between Trade-Off Theory And Pecking Order Theory

تدرس الباحثة في مقالها عينة من الشركات المدرجة في المؤشر الفرنسي SPF 120 للفترة [2009-2019] حيث تهدف الى تحديد محددات هيكل رأس المال ودراسة ما إذا كانت هذه المحددات المعروضة في النظريتين (نظرية المعاوضة ونظرية تسلسل مصادر التمويل) تفسر سلوك الشركات المرتبطة بقرارات التمويل. حيث تمت الدراسة وفقا لنماذج Panal-data للتأثيرات الثابتة والعشوائية وكذا طريقة التقدير بالمربعات الصغرى وذلك لاختبار العلاقات المفترضة بين المحددات. أسفرت النتائج عن أن غالبية المحددات كانت كبيرة، كما أظهرت أن حجم الشركة والرافعة المالية السابقة ذات علاقة طردية مع الرافعة المالية الحالية، بالإضافة إلى تميز فرص النمو والربحية بعلاقة عكسية فيما بينهما، أما سيولة الأصول ومعدل الضريبة ومخاطر الشركة فلم تكن كبيرة. لذا اعتبر أن المحددين الاولين يتبعان نظرية المعاوضة، اما الآخران فيتبعان نظرية تسلسل مصادر التمويل، أما الثلاث محددات الأخيرة فلا تتبع أيا منهما. وفي نهاية البحث خلصت الباحثة الى أنه لا يمكن الاستغناء عن أي نظرية في تفسير سلوك الشركات الفرنسية من حيث هيكل رأس المال كما لا يمكن اعتماد نظرية واحدة فقط في ذلك.

اتفقت هذه الدراسة مع الدراسة الحالية في الدراسة القياسية، غير ان دراستنا سعت الى دراسة تأثير متغيرات الدراسة حيث درسنا الربحية بدلالة متغيرات مستقلة بينما تضمنت هذه الدراسة الرفع المالي بدلالة متغيرات أخرى.

ما يميز الدراسة الحالية:

أغلب الدراسات المذكورة لم تركز على بوجه الخصوص على نظرية المعاوضة حيث شملت كافة الدراسات كل النظريات بنفس المقدار من الشرح، بينما حاولت دراستنا ابراز ما يمكن الاستفادة به من نظرية المعاوضة في سبيل تعزيز قيمة الشركة.

أيضا، تمت الدراسة باستخدام نماذج بيانات بانل والذي استعملته بعض الدراسات، بينما استخدمت الباقي منها أدوات إحصائية أخرى مثل SPSS.

[48] Houda Ben Said, Determinants Of Capital Structure Of French SBF 120 Listed Companies: A Comparison Between Trade-Off Theory And Pecking Order Theory, Corporate Ownership and control, Vol 19, No 4, 2022, P55-65.

هدفت دراستنا الى التحقق من مساهمة مقررات نظرية المعاوضة في الموازنة بين مزايا الاستدانة والمتمثلة في الوفورات الضريبية والمخاطر المالية الناجمة عن الاستدانة.

كما قمنا بدراسة العينة المتمثلة في 20 من الشركات العاملة في الاقتصاد الجزائري خلال الفترة الممتدة من 2016 الى 2022.

واعتمدنا فيها على المتغير التابع الربحية (معبرا عنها بطريقتين: المردودية الاقتصادية والمردودية المالية)، والمتغيرات المستقلة والمتمثلة في: حجم الشركة، الرفع المالي والوفورات الضريبية خارج الديون.

خلاصة الفصل الأول

تطرقنا في الفصل الى الادبيات النظرية والتطبيقية في موضوعنا، حيث استهللنا البحث ببيان ماهية الهيكل المالي ومكوناته، ووضحنا أغلب المحددات المأخوذة بعين الاعتبار في تشكله، فيعتبر الهيكل المالي الجانب الأيسر من الميزانية، ويشمل مصادر التمويل والممثلة في الاموال الخاصة والديون بأنواعها، ثم انتقلنا الى أهم النظريات التي جاءت في توضيح الهيكل المالي الأمثل للشركة وبما أننا ندرس جانب الديون فقد اهتممنا بحجم الاستدانة ومدى تأثيره على قيمة الشركة، حيث اختلفت وجهات النظر، فأتى العالمان Modigliani وMiler بنماذج في صدد هذا الموضوع، حيث يقر اول نموذج ببان حجم الاستدانة لا يؤثر على قيمة الشركة وهذا في ظل عدم وجود الضرائب، تماثل المعلومات وكذا مثالية السوق، ثاني نموذج لهما جاء على عكس الأول بعد انتقاده، حيث يؤكد على وجود حجم استدانة امثل (نسبة رفع مالي مثلى) تكون عنده قيمة الشركة اعظمية، وهذا في ظل احتساب الضرائب على الشركات. تم اتى Miler بنموذج ثالث والذي يشير الى أن اضافة الضريبة على أرباح المستثمرين الى الضريبة السابقة لا يؤثر على طريقة التمويل المتبعة، اذن بالتالي عدم وجود نسبة استدانة مثلى. ثم أتت النظريات البديلة الناقدة لنماذج M&M حيث تعتمد نظرية تسلسل مصادر التمويل ترتيب التمويل حيث تبدأ بالمصادر الداخلية ثم تنتقل الى المصادر الخارجية، بينما تعتمد نظرية الإشارة على ارسال إشارات للسوق المالي في شكل معلومات حول الشركة مثلا أسعار الأسهم، بينما تعتمد نظرية توقيت السوق على معرفة متى يكون من الأفضل اصدار الأسهم ومتى يكون من الأفضل شراء اسهم الشركة الخاصة بها، حيث تتعلق نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية للسهم عكسيا مع الرفع المالي، وبالتالي كلما ارتفعت قيمة السهم قلت نسبة الرفع المالي في الشركة. أما نظرية المعاوضة فتعتبر الهيكل المالي الأمثل هو ذلك الهيكل المتشكل من نسبة استدانة مثلى تؤدي الى تعظيم قيمة الشركة وتخفض من تكلفة الأموال وذلك نتيجة الموازنة بين تأثيري الاستدانة، أي بين القيمة الحالية للوفورات الضريبية (التأثير الإيجابي) والقيمة الحالية لتكلفتي الإفلاس والوكالة (التأثير السلبي).

الفصل الثاني: الدراسة القياسية لتعزيز قيمة الشركة في ظل نظرية المعاوضة

تمهيد

بعدما تطرقنا في الفصل الأول الى الادبيات النظرية والادبيات التطبيقية في موضوع الدراسة، سنحاول في هذا الفصل الإجابة على الإشكالية المطروحة بداية الدراسة، كما سنحاول تأكيد صحة الفرضيات أو نفيها وذلك من خلال اعتماد الدراسة القياسية لعينة من الشركات العاملة في الاقتصاد الجزائري، وعليه تم تقسيم هذا الفصل الى مبحثين:

المبحث الأول: طريقة وأدوات الدراسة

المبحث الثاني: نتائج الدراسة ومناقشتها

المبحث الأول: طريقة وأدوات الدراسة

للإجابة على الاشكالية المطروحة بداية البحث سندرج في هذا المبحث طريقة الدراسة والمتمثلة في تحديد مجتمع وعينة الدراسة وكذا تحديد المتغيرات بنوعيها التابع والمستقل، كما سيأتي أيضا بيان للأدوات الإحصائية والقياسية والبرامج المستخدمة في هذه الدراسة.

المطلب الأول: مجتمع ومتغيرات الدراسة

يضم مجتمع الدراسة الشركات الصناعية العاملة بالاقتصاد الجزائري خلال الفترة الممتدة من 2016 الى 2022، حيث اعتمدت هذه الدراسة على البيانات المالية المتمثلة في الميزانيات وجدول حسابات النتائج خاصة 20 شركة إنتاجية تمت تنحية بعض الشركات لعدم توفرها على بعض المؤشرات المالية، فصارت العينة قدرها 16 شركة، تم هذا الاختيار وفقا للجوء للاستدانة أي ان العينة المكونة من 16 شركة إنتاجية مستدينة.

الجدول الآتي يعرض اهم متغيرات الدراسة القياسية وسبب ادراجها في الدراسة:

سنقوم بدراسة المتغيرات التي تحدد ربحية الشركة من خلال حساب الربحية بطريقتين: المردودية الاقتصادية والمحسوبة كالتالي (نتيجة الاستغلال/ اجمالي الأصول) والمردودية المالية (النتيجة الصافية/ الأموال الخاصة)، أما باقي المتغيرات فهي كالتالي:

الجدول 01: متغيرات الدراسة

نوع المتغير	تحديد المتغير	طريقة الحساب	الرمز في الدراسة	الدلالة
المتغير التابع	الربحية	نتيجة الاستغلال / اجمالي الاصول	P	تدل على قمية الشركة نظرا للعلاقة الطردية بينهما
		النتيجة الصافية / الأموال الخاصة		
المتغيرات المستقلة	الرفع المالي	اجمالي الديون/ اجمالي الأموال الخاصة	Le	يدل على مدى لجوء الشركة للديون
	حجم الشركة	اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول	S	يدل على حجم أصول الشركة
	ملموسية الأصول	اجمالي التثبيتات/ اجمالي الأصول	T	تعبر عن الأصول التي يمكن تقديمها كضمان للحصول على الدين
	السيولة	الأصول المتداولة/ الديون المتداولة	Li	تعبر عن مدى توفر النقد في الشركة

	الوفرات الضريبية خارج الديون	الاهتلاكات/ اجمالي الأصول	NDTS	تعبر عن حجم الوفرات الضريبية الناتجة مصادر مختلفة عن الديون كالاهتلاكات
	الوفرات الضريبية الناتجة عن الديون	الوفر الضريبي/ اجمالي الأصول	TS	تدل عن الوفرات الضريبية النتجة عن الديون

المصدر: من اعداد الطالبة

المطلب الثاني: الأدوات المستخدمة في الدراسة

تعرف بيانات بانل بأنها تلك البيانات التي تجمع بين خصائص كل من البيانات المقطعية والسلاسل الزمنية، فالبيانات المقطعية تصف سلوك عدد من الأفراد أو الوحدات عند فترة زمنية محددة، بينما السلاسل الزمنية تصف سلوك مفردة واحدة خلال مجال زمني، وبالتالي يقصد بها دمج البيانات المقطعية مع الزمنية، ومن هنا تبرز أهمية استخدام بيانات بانل كونها تحتوي على معلومات تتعامل مع ديناميكية الزمن T وعلى مفردات متعددة N للحصول على NT مشاهدة. وهذا النوع من البيانات يتم معالجته في برنامج Eviews12 انطلاقا من جمع البيانات في برنامج Excel.

وفي التالي بيان النماذج الثلاث لبانل:

1. نموذج الانحدار التجميعي PRM:

يعتبر هذا النموذج أبسط نماذج السلاسل الزمنية المقطعية، حيث تكون فيه جميع المعاملات $\beta_{0(i)}$, βj ثابتة لجميع الفترات الزمنية، أي يهمل تأثير الزمن، نحصل على نموذج الانحدار التجميعي بالصيغة التالية :

$$Y_{it} = \beta_{0(i)} + \sum_{j=1}^{K} \beta_j X_{J(it)} + \varepsilon_{it} \quad , i = 1, \dots, N \quad t = 1, \dots, T$$

حيث: $E(\varepsilon it) = 0$, $Var(\varepsilon it) = \sigma i2$

حيث:

Y_{it}: قيمة متغير الاستجابة في المشاهدة i عند الفترة الزمنية t

$\beta_{0(i)}$: قيمة نقطة التقاطع في المشاهدة i

β_j: قيمة ميل خط الانحدار

$X_{J(it)}$: قيمة المتغير التوضيحي j عند الفترة الزمنية t

ε_{it}: قيمة الخطا في المشاهدة i عند الفترة الزمنية t

i: المشاهدة

ويتم تقدير النموذج باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية OLS (Ordinary Least Squares)

2. نموذج التأثيرات الثابتة FEM:

يعمل نموذج التأثيرات الثابتة على معرفة سلوك كل مجموعة بيانات مقطعية على حده من خلال جعل معلمة القطع$\beta_{0(i)}$ مختلفة من مجموعة لأخرى، مع بقاء معاملات الميل β j ثابتة لكل مجموعة بيانات مقطعية، وعليه نجد النموذج يأخذ الصيغة التالية:

$$Y_{it} = \beta_{0(i)} + \sum_{j=1}^{k} \beta_j X_{J(it)} + \varepsilon_{it} \qquad ,i = 1, \dots, N \quad t = 1, \dots, T$$

حيث: $E(\varepsilon it) = 0$, $Var(\varepsilon it) = \sigma i2$

ويقصد بمصطلح التأثيرات بأن المعلمة $\beta_{0(i)}$ لكل مجموعة بيانات مقطعية لا تتغير خلال الزمن وإنما يكون التغير فقط في مجاميع البيانات المقطعية، ويتم تقدير النموذج باستخدام طريقة المربعات الصغرى للمتغيرات الوهمية وذلك من خلال إضافة متغيرات وهمية عددها (N−1) وبعد إضافة المتغيرات الوهمية يأخذ الصيغة التالية:

$$Y_{it} = \alpha_1 + \sum_{d=2}^{N} \alpha_d \ D_d + \sum_{j=1}^{K} \beta_J X_{j(it)} + \varepsilon_{it} \quad ,i = 1, \dots, N \quad t = 1, \dots, T$$

$\alpha_1 + \sum_{d=2}^{N} \alpha_d \ D_d$ تمثل التغير في مجاميع لمعلمة القطع $\beta_{0(i)}$.

3. نموذج التأثيرات العشوائية REM:

في نموذج التأثيرات الثابتة يكون حد الخطأ εit ذو توزيع طبيعي بمتوسط مقداره صفر وتباين مساويا$\sigma 2$ ولكي تكون معلمات نموذج التأثيرات الثابتة صحيحة وغير متحيزة لابد من الثبات التباين للخطأ لجميع المشاهدات المقطعية، وليس هناك أي إرتباط ذاتي بين كل مجموعة من الشاهدات المقطعية في فترة زمنية معينة، أما في حالة عدم توافر أي شرط من الشروط السابقة سوف يتم استخدام نموذج التأثيرات العشوائية.

في نموذج التأثيرات العشوائية سوف يعامل معامل القطع $\beta_{0(i)}$ كمتغير عشوائي له مقدار ثابت μ لذا:

$$\beta_{0(i)} = \mu + V_i \qquad , i = 1 \dots \dots N$$

وبذلك نجد أن نموذج التأثيرات العشوائية يأخذ الصيغة التالية:

$$Y_{it} = \mu + \sum_{j=1} \beta_j \, X_{j(it)} + V_i + \varepsilon_{it} \qquad ,i = 1, \dots, N \quad t = 1, \dots, T$$

حيثVi يمثل حد الخطأ في مجموعة البيانات المقطعيةi المعبر عن الإنحرافات العشوائية لكل مجموعة من البيانات خلال الفترة الزمنية والتي ترجع إلى عوامل أخرى خارج حدود النموذج، ويتم تقدير النموذج باستخدام طريقة المربعات الصغرى المعممة GLS) Generalized Least Squares.)

تتم المفاضلة بين هذه النماذج واختيار الأنسب منها للدرسة عن طريق الاختبارات التالية:

1. اختبار مضاعف لاقرانج

اقترح هذا Breusch وPagan 1980 من أجل اختبار وجود الأثر العشوائي، حيث يعتمد على مضاعفLagrange المتعلق بالأخطاء الناتجة عن طريقة المربعات الصغرى OLS وتعطى عبارته بالعلاقة التالية:

$$LM = \frac{NT}{2(T-1)} \left[\frac{\sum_{i-1}^{N} (\sum_{t-1}^{N} \hat{\varepsilon}_{it}^2)}{\sum_{i-1}^{N} \sum_{t-1}^{N} \hat{\varepsilon}_{it}^2} - 1 \right] \rightarrow \chi_1^2$$

وبعبارة أخرى يمكن التعبير عن الفرضيتين الصفرية والبديلة كما يلي:

H0 = نموذج الانحدار التجميعي هو النموذج الملائم (أي لا توجد تأثيرات بين الوحدات المقطعية)

H1= نموذج التأثيرات الثابتة و/ أو العشوائية هو الملائم (أي يوجد تأثيرات ثابتة أو عشوائية بين الوحدات المقطعية)

نقارن قيمة LM مع القيمة المستخرجة من الجدول توزيع كاي تربيع $\chi^2(1)$، أو نقارن القيمة الاحتمالية Prob فإذا كانت $Prob \leq 0.05$ نرفض H_0.

2. اختبار Redundant

يقوم باختبار تجانس الحد الثابت مابين الوحدات المقطعية، فمن خلال القيمة الاحتمالية الإحصائية $\chi^2(1)$، فإذا كانت أقل من 0.05نرفض فرضية تجانس الحد الثابت.

3. اختبار Hausman

يقوم هذا الاختبار على يستخدم في حالة وجود الإختلاف الجوهري بين التأثيرات الثابتة والعشوائية فهو المدى الذي يرتبط فيه الأثر الفردي بالمتغيرات المستقلة، حيث تستند فرضية العدم على عدم وجود ذلك الإرتباط وعندها تكون كل من مقدرات التأثيرات الثابتة والعشوائية متسقة ولكم مقدرة التأثيرات العشوائية تكون هي الأكثر كفاءة، بينما في ظل الفرضية البديلة لوجود الإرتباط، فإن

مقدرات نموذج التأثيرات الثابتة هي فقط التي تكون متسقة وأكثر كفاءة وتتبع إحصائية هوسمان توزيع كاي تربيع ذو درجة حرية مقدارهاK.

يستعمل هذا الاختبار للمفاضلة بين نموذجي الاثار الثابتة والعشوائية وأيهما الأفضل لبيانات الدراسة، حيث فرضية العدم تنص على أن نموذج التأثيرات العشوائية هو الملائم للدراسة، في حين أن الفرضية البديلة تنص على أن نموذج التأثيرات الثابتة هو الملائم، وتعطى علاقة اختبار Hausmanبالصيغة التالي:

$$H = (\hat{\beta}_{FEM} - \hat{\beta}_{REM})`[Var(\hat{\beta}_{FEM}) - Var(\hat{\beta}_{REM})]^{-1}(\hat{\beta}_{FEM} - \hat{\beta}_{REM})$$

حيث:

$\hat{\beta}$, $\hat{\beta}_{REM}$: شعاع التقديرات لنموذج FEM و REM على التوالي.

Var : هي مصفوفة التباين.

كما أن فرضيتا هذا الاختبار كالتالي:

H_0: نموذج التاثيرات العشوائية هو النموذج الملائم

H_1: نموذج التاثيرات الثابتة هو النموذج الملائم

ويتم الحكم على الاختبار كالتالي:

إذا كانت القيمة المحسوبة أكبر من قيمة تربيع K، نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، أي أن نموذج التأثيرات الثابتة هو الملائم مقارنة بنموذج التأثيرات العشوائية.

المبحث الثاني: نتائج الدراسة ومناقشتها

في هذا المبحث سنتطرق الى الأهم، حيث سيتم في اول مطلب سرد للنتائج المتحصل عليها وصفيا واحصائيا، أما في المطلب الثاني سيتم مناقشة النتائج وتفسيرها ماليا.

المطلب الأول: نتائج الدراسة (الدراسة الإحصائية)

وفي هذا المطلب سنتطرق الى تحليل النتائج احصائيا ليتسنى لنا مناقشتها لاحقا:

أولا: الربحية معبر عنها بالمردودية الاقتصادية:

يوضح الجدول التالي مؤشرات الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة:

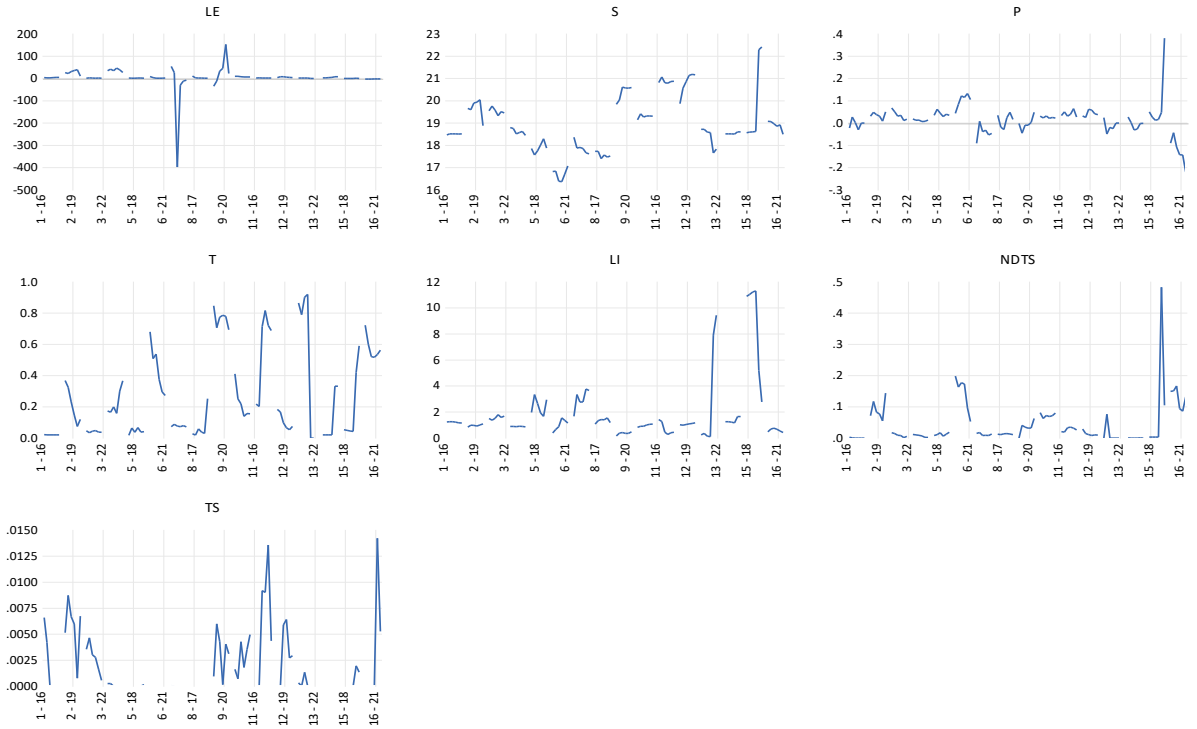
الجدول 02: المؤشرات الإحصائية الوصفية (الربحية معبر عنها بالمردودية الاقتصادية)

	LE	S	P	T	LI	NDTS	TS
Mean	4.779378	18.96185	0.015438	0.266923	1.824691	0.042274	0.001834
Median	2.735041	18.62217	0.023129	0.156114	1.152047	0.013057	2.18E-05
Maximum	152.9430	22.41777	0.381055	0.921030	11.31404	0.483299	0.014228
Minimum	-397.1273	16.37326	-0.219333	0.000000	0.112310	0.000000	0.000000
Std. Dev.	46.33794	1.256833	0.064560	0.277709	2.382278	0.067341	0.003015
Skewness	-6.509144	0.416837	1.086379	0.948325	3.025929	3.495546	1.982408
Kurtosis	61.36870	2.934020	14.25777	2.494583	11.55638	20.76131	7.042175
Jarque-Bera	14305.53	2.797462	525.8332	15.41090	439.3467	1457.358	128.2358
Probability	0.000000	0.246910	0.000000	0.000450	0.000000	0.000000	0.000000
Sum	458.8203	1820.338	1.482012	25.62456	175.1703	4.058348	0.176108
Sum Sq. Dev.	203984.4	150.0648	0.395964	7.326626	539.1485	0.430810	0.000864
Observations	96	96	96	96	96	96	96

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات Eviews12

والشكل التالي يوضح التمثيلات البيانية للمتغيرات:

الشكل 2-1: تمثيلات بيانية توضح تطور المتغيرات خلال الفترة 2016-2022 للشركات محل الدراسة (الربحية معبر عنها بالمردودية الاقتصادية)



المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات Eviews12

ولمعرفة مدى طبيعة وقوة العالقة بين المتغير التابع والمتمثل في الربحية وباقي المتغيرات المستقلة محل الدراسة يجب علينا اللجوء الى معامل الارتباط الخطي ليبيرسون، كما توضح القيمة الاحتمالية (propability) الدلالة الإحصائية للمعاملات والجدول التالي يلخص هذه النتائج:

الجدول 03: مصفوفة الارتباط الخطي بين متغيرات الدراسة

Covariance Analysis: Ordinary
Date: 05/16/24 Time: 15:22
Sample: 2016 2022
Included observations: 96
Balanced sample (listwise missing value deletion)

Correlation Probability	LE	S	P	T	LI	NDTS	TS
LE	1.000000						

S	0.156310	1.000000					
	0.1283	-----					
P	0.076900	0.173033	1.000000				
	0.4565	0.0918	-----				
T	0.110775	0.274586	-0.069524	1.000000			
	0.2826	0.0068	0.5009	-----			
LI	-0.114121	-0.160815	0.079503	-0.379034	1.000000		
	0.2682	0.1175	0.4413	0.0001	-----		
NDTS	0.031369	0.112399	0.082681	0.346535	-0.088811	1.000000	
	0.7616	0.2756	0.4232	0.0005	0.3895	-----	
TS	0.087027	0.474313	-0.019699	0.263854	-0.244853	0.129046	1.000000
	0.3992	0.0000	0.8489	0.0094	0.0162	0.2102	-----

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات Eviews12

نعلم أن قيمة معامل الارتباط تتراوح بين −1 و+1، وتبين القيم تحت معاملات القيم الاحتمالية SIG (propability) لاختبار الدلالة الإحصائية لهذه المعاملات، فاذا كانت القيمة الاحتمالية أكبر من 0.05 يكون معامل الارتباط لا يختلف عن الصفر في الواقع، والقيمة المحسوبة هي قيمة عشوائية، أما إذا كانت اقل من 0.05 فيدل على وجود دلالة إحصائية بين المتغيرين.

من خلال مصفوفة الارتباط الخطي السابقة نلاحظ:

عدم وجود ارتباط خطي بين الربحية وجميع المتغيرات المدرجة والمتمثلة في: الرفع المالي، حجم الشركة، ملموسية الأصول، السيولة، الوفورات الضريبة خارج الديون والوفورات الضريبية الناجمة عن الديون، حيث ان القيم الإحتمالية لمعامل الارتباط الخطي الخاصة بالعلاقة بين المتغيرات كانت اكبر من مستوى الدلالة الإحصائية المتمثل في 0.05.

ثانيا: الربحية معبر عنها بالمردودية المالية

يوضح الجدول التالي مؤشرات الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة:

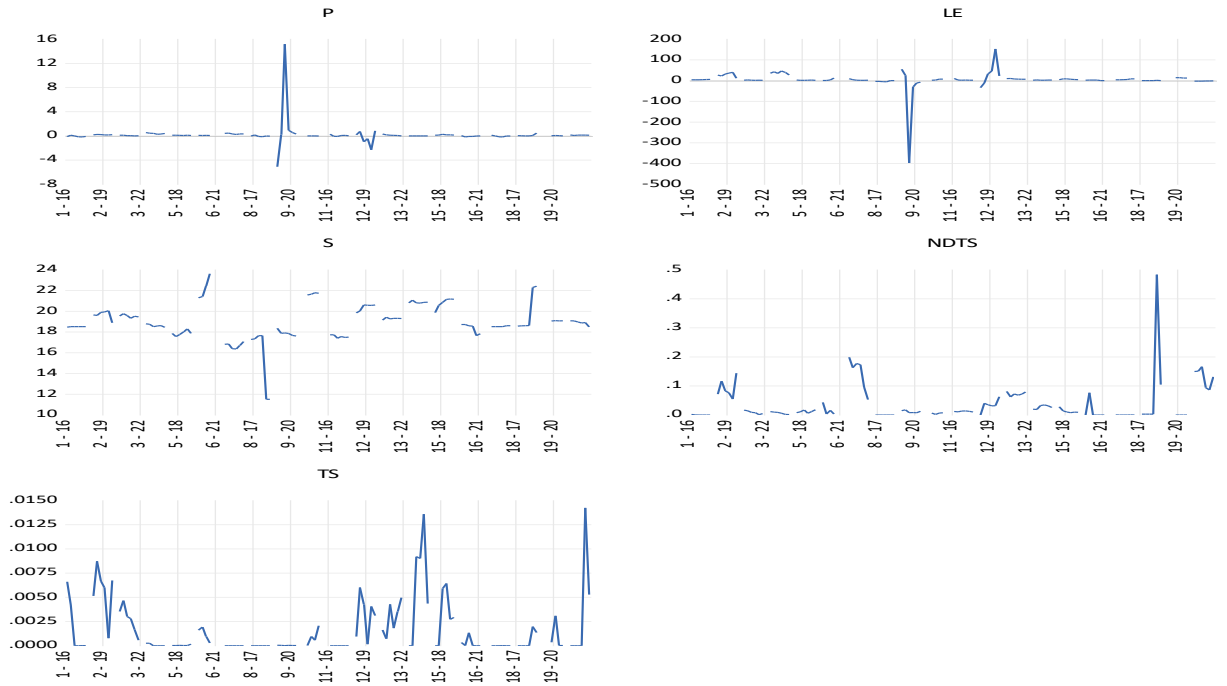
الجدول 04: المؤشرات الإحصائية الوصفية (الربحية معبر عنها بالمردودية المالية)

	P?	LE?	S?	NDTS?
Mean	0.088088	5.395159	18.93319	0.034691
Median	0.064204	2.440128	18.62217	0.009204
Maximum	0.551886	46.42145	23.61539	0.483299
Minimum	-0.171520	-5.652754	11.51293	0.000000
Std. Dev.	0.152663	9.353862	1.838280	0.066823
Skewness	0.904934	2.758923	-0.846118	3.834853
Kurtosis	3.665733	10.91021	7.141992	23.02739
Jarque-Bera	14.87528	372.0723	80.07903	1839.683
Probability	0.000589	0.000000	0.000000	0.000000
Sum	8.456434	517.9352	1817.587	3.330354
Sum Sq. Dev.	2.214064	8312.000	321.0309	0.424200
Observations	96	96	96	96
Cross sections	17	17	17	17

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات Eviews1

والشكل التالي يوضح التمثيلات البيانية للمتغيرات:

الشكل 2-1: تمثيلات بيانية توضح تطور المتغيرات خلال الفترة 2016-2022 للشركات محل الدراسة



المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات Eviews12

اما الجدول التالي فيوضح مصفوفة الارتباط الخطي بين متغيرات الدراسة:

الجدول 05: مصفوفة الارتباط الخطي بين متغيرات الدراسة (الربحية معبر عنها بالمردودية المالية)

Covariance Analysis: Ordinary
Date: 05/28/24 Time: 02:16
Sample: 2016 2022
Included observations: 96
Balanced sample (listwise missing value deletion)

Correlation Probability	P	LE	S	NDTS	TS
P	1.000000 -----				
LE	0.501597 0.0000	1.000000 -----			
S	-0.009544 0.9265	0.070693 0.4937	1.000000 -----		
NDTS	0.302600 0.0027	-0.150136 0.1443	0.058667 0.5702	1.000000 -----	
TS	-0.039384 0.7032	-0.105681 0.3055	0.315640 0.0017	0.070520 0.4948	1.000000 -----

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات Eviews12

من خلال مصفوفة الارتباط الخطي السابقة نلاحظ:

وجود ارتباط خطي بين الربحية ومتغيرين اثنين وهما: الرفع المالي والوفورات الضريبة خارج الديون، حيث ان القيم الاحتمالية لمعامل الارتباط الخطي الخاصة بالعلاقة بين المتغيرات كانت أقل من مستوى الدلالة الإحصائية المتمثل في 0.05. اما المتغيران الاخران والمتمثلان في حجم الشركة والوفورات الضريبية الخاصة بالديون فلا يوجد ارتباط خطي بينهما وبين الربحية أي لا توجد علاقة بينهم، وذلك لأن القيم الاحتمالية لمعامل الارتباط الخطي الخاصة بالعلاقة بين المتغيرات كانت أكبر من مستوى الدلالة الإحصائية المتمثل في 0.05.

المطلب الثاني: مناقشة نتائج الدراسة

نظرا لقرب عدد السنوات من عدد المتغيرات المختارة للدراسة قمنا بالتقليل من عدد المتغيرات الى ثلاث متغيرات مستقلة وهي كالتالي: حجم الشركة S، الرفع المالي Le والوفورات الضريبية خارج الديون NDTS. أما المتغير التابع فهو الربحية P.

فكانت الدراسة القياسية كالتالي:

الفرع الأول: تقدير النماذج القياسية

1. نموذج الانحدار التجميعي PRM

تسمح صيغة النموذج التجميعي بتقدير العلاقة المدروسة بأخذ البيانات مجمعة وكأنها تخص مؤسسة واحدة، حيث تقدر معادلة واحدة تكون ممثلة للعلاقة المدروسة في كل المؤسسات ويكون هذا النموذج التجميعي ملائم للدراسة عندما تكون المؤسسات متشابهة فيما بينها في العلاقة. بحيث تكون المعادلة من الشكل:

$$P = \beta_0 + \beta_1 S + \beta_2 Le + \beta_3 NDTS + \varepsilon_{it}$$

والجدول التالي يمثل نتائج تقدير هذه المعادلة في حالة حساب الربحية وفق المردودية الاقتصادية:

الجدول 06: نتائج تقدير نموذج الانحدار التجميعي للربحية معبر عنها بالمردودية الاقتصادية

Dependent Variable: P
Method: Panel Least Squares
Date: 05/16/24 Time: 15:23
Sample: 2016 2022
Periods included: 7
Cross-sections included: 16
Total panel (unbalanced) observations: 96

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
S	0.000664	0.000414	1.603904	0.1121
LE	9.98E-05	0.000144	0.695346	0.4886
NDTS	0.070107	0.099022	0.707993	0.4807

Root MSE	0.063707	R-squared	0.016021
Mean dependent var	0.015438	Adjusted R-squared	-0.005140
S.D. dependent var	0.064560	S.E. of regression	0.064726
Akaike info criterion	-2.606553	Sum squared resid	0.389621
Schwarz criterion	-2.526417	Log likelihood	128.1145
Hannan-Quinn criter.	-2.574160	Durbin-Watson stat	0.606929

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات Eviews12

ومن خلال نتائج الجدول يمكن كتابة معادلة النموذج التجميعي بالشكل التالي:

P = 0.000664108481982*S + 9.97900203734e-05*LE + 0.070107056905*NDTS

التشخيص الاحصائي للنموذج التجميعي:

من خلال القيم الاحتمالية لاختبار المعنوية الإحصائية للمعالم المقدرة prob نرى بان جميع المتغيرات ذات قيم احتمالية اكبر من مستوى الدلالة الإحصائية 0.05 وبالتالي نقبل بالفرضية القائلة بأن معاملات المتغيرات لا تختلف معنويا عن الصفر أي لا توجد دلالة إحصائية لعلاقة الربحية بالمتغيرات في النموذج التجميعي.

من خلال معامل التحديد والذي يساوي 1.6% فان معادلة النموذج التجميعي تفسر 1.6% من التغيرات الاجمالية للربحية في 96 مشاهدة، وهي قوة تفسيرية ضعيفة.

أما في حالة حساب الربحية وفق المردودية المالية فإن النموذج يكون كالتالي:

الجدول 07: نتائج تقدير نموذج الانحدار التجميعي للربحية معبر عنها بالمردودية المالية

Dependent Variable: P?
Method: Pooled Least Squares
Date: 05/28/24 Time: 01:59
Sample: 2016 2022
Included observations: 7
Cross-sections included: 17
Total pool (unbalanced) observations: 96

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.121248	0.127279	0.952609	0.3433
LE?	0.009230	0.001334	6.917902	0.0000
S?	-0.006022	0.006724	-0.895566	0.3728
NDTS?	0.895018	0.186621	4.795921	0.0000

Root MSE	0.117349	R-squared	0.402913
Mean dependent var	0.088088	Adjusted R-squared	0.383442
S.D. dependent var	0.152663	S.E. of regression	0.119873
Akaike info criterion	-1.364000	Sum squared resid	1.321990
Schwarz criterion	-1.257152	Log likelihood	69.47199
Hannan-Quinn criter.	-1.320810	F-statistic	20.69377
Durbin-Watson stat	1.322501	Prob(F-statistic)	0.000000

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات Eviews12

ومن خلال نتائج الجدول يمكن كتابة معادلة النموذج التجميعي بالشكل التالي:

$$P = 0.121247542529 + 0.00923009116798*LE - 0.0060215260923*S + 0.895017685375*NDTS$$

التشخيص الاحصائي للنموذج التجميعي:

من خلال القيم الاحتمالية لاختبار المعنوية الإحصائية للمعالم المقدرة prob نرى بان المتغيرات المتمثلة الرفع المالي والوفورات الضريبية ذات قيم احتمالية أقل من مستوى الدلالة الإحصائية 0.05 وبالتالي نقبل بالفرضية القائلة بأن معاملات المتغيرات تختلف معنويا عن الصفر أي أنه توجد دلالة إحصائية لعلاقة الربحية بالمتغيرات في النموذج التجميعي. أما القيمة الاحتمالية للمتغير حجم الشركة فيكون أكبر من مستوى الدلالة الإحصائية 0.05 وبالتالي نقبل بالفرضية القائلة بأن معامله لا يختلف معنويا عن الصفر وبالتالي لا توجد دلالة إحصائية للعلاقة بين الربحية وحجم الشركة.

من خلال معامل التحديد والذي يساوي 40.29% فان معادلة النموذج التجميعي تفسر 40.29% من التغيرات الاجمالية للربحية في 96 مشاهدة، وهي قوة تفسيرية ضعيفة.

2. نموذج التأثيرات الثابتة FEM:

تقيس هذه الصيغة علاقة الربحية بدلالة المحددات المختارة مع الأخذ بعين الاعتبار الاختلاف ما بين المؤسسات للحد الثابت β1،β5 β4 β3 β2حيث يكون لكل مؤسسة حد ثابت يمثل العوامل الثابتة عبر الزمن والمختلفة بين الشركات على القيمة السوقية بحيث تكون المعادلة بالشكل التالي

$$P = \beta_{0i} + \beta_1 S + \beta_2 Le + \beta_3 NDTS + \varepsilon_{it}$$

والجدول التالي يمثل نتائج تقدير هذه المعادلة في حالة حساب الربحية وفق المردودية الاقتصادية:

الجدول 08: نتائج تقدير نموذج التاثيرات الثابتة للربحية معبر عنها بالمردودية الاقتصادية

Dependent Variable: P
Method: Panel Least Squares
Date: 05/16/24 Time: 15:24
Sample: 2016 2022
Periods included: 7
Cross-sections included: 16
Total panel (unbalanced) observations: 96

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1.070473	0.170211	-6.289098	0.0000
S	0.057975	0.009100	6.370594	0.0000
LE	-5.58E-05	9.00E-05	-0.620633	0.5367
NDTS	-0.310835	0.095710	-3.247666	0.0017

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

Root MSE	0.032386	R-squared	0.745710
Mean dependent var	0.015438	Adjusted R-squared	0.686265
S.D. dependent var	0.064560	S.E. of regression	0.036162
Akaike info criterion	-3.626347	Sum squared resid	0.100690
Schwarz criterion	-3.118820	Log likelihood	193.0647
Hannan-Quinn criter.	-3.421196	F-statistic	12.54463
Durbin-Watson stat	1.779454	Prob(F-statistic)	0.000000

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات Eviews12

من خلال النتائج الجدول أعلاه يمكن صياغة المعادلة كما يلي:

P = -1.07047262007 + 0.0579752225247*S - 5.58384306868e-05*LE - 0.310835340738*NDTS + [CX=F]

- التشخيص الإحصائي للنموذج التأثيرات الثابتة

يظهر من خلال القيم الاحتمالية لاختبار المعنوية الإحصائية للمعالم المقدرة prob أن هناك دلالة إحصائية لكل من الثابت C و متغيري حجم الشركة والوفورات الضريبية خارج الديون حيث أنها متغيرات ذات قيم احتمالية اقل من مستوى الدلالة الإحصائية 0.05، بينما لا توجد دلالة إحصائية للرفع المالي نظرا لأن قيمته الإحصائية اكبر من 0.05.

لدينا القيمة الحالية لاختبار فيشر Prob(F-statistic) وتساوي 0 وهذ القيمة اقل من مستوى الدلالة الإحصائية 0.05، اذن نقبل بفرضية وجود دلالة إحصائية لمعادلة التأثيرات الثابتة والنموذج المقدر للربحية بدلالة الحجم، الرفع المالي والوفورات الضريبية خارج الديون.

بينما يساوي معامل التحديد 74.57%، أي ان معادلة النموذج الثابت تفسر 74.57% من التغيرات الاجمالية للربحية في 96 مشاهدة.

تفسير الأثر الثابت لكل مؤسسة: يمثل القيمة المقدرة للربحية الشركة الناتجة عن اختلاف بعض المتغيرات ما بين الشركات محل الدراسة الثابتة عبر الزمن أو ما يسمى بالعوامل المؤسساتية المرتبطة بكل شركة عبر الزمن (مجلس الإدارة، شخصية المدير، النقابات، العمال...)، وفي التالي معادلة النموذج الثابت لكل شركة:

P1=-0.005936-1.07047262007 + 0.0579752225247*S - 5.58384306868e-05*LE - 0.310835340738*NDTS + [CX=1]

P2=-0.005936-1.07047262007 + 0.0579752225247*S - 5.58384306868e-05*LE - 0.310835340738*NDTS + [CX=2]

P3=-0.023590-1.07047262007 + 0.0579752225247*S - 5.58384306868e-05*LE - 0.310835340738*NDTS + [CX=3]

P4= 0.007148-1.07047262007 + 0.0579752225247*S - 5.58384306868e-05*LE - 0.310835340738*NDTS + [CX=4]

P5= 0.077762-1.07047262007 + 0.0579752225247*S - 5.58384306868e-05*LE - 0.310835340738*NDTS + [CX=5]

P6= 0.247353-1.07047262007 + 0.0579752225247*S - 5.58384306868e-05*LE - 0.310835340738*NDTS + [CX=6]

P7=-0.008080-1.07047262007 + 0.0579752225247*S - 5.58384306868e-05*LE - 0.310835340738*NDTS + [CX=7]

P8= 0.068483-1.07047262007 + 0.0579752225247*S - 5.58384306868e-05*LE - 0.310835340738*NDTS + [CX=8]

P9=-0.100600-1.07047262007 + 0.0579752225247*S - 5.58384306868e-05*LE - 0.310835340738*NDTS + [CX=9]

P10= 0.000585-1.07047262007 + 0.0579752225247*S - 5.58384306868e-05*LE - 0.310835340738*NDTS + [CX=10]

P11=-0.089711-1.07047262007 + 0.0579752225247*S - 5.58384306868e-05*LE - 0.310835340738*NDTS + [CX=11]

P12=-0.087947-1.07047262007 + 0.0579752225247*S - 5.58384306868e-05*LE - 0.310835340738*NDTS + [CX=12]

P13=-0.000907-1.07047262007 + 0.0579752225247*S - 5.58384306868e-05*LE - 0.310835340738*NDTS + [CX=13]

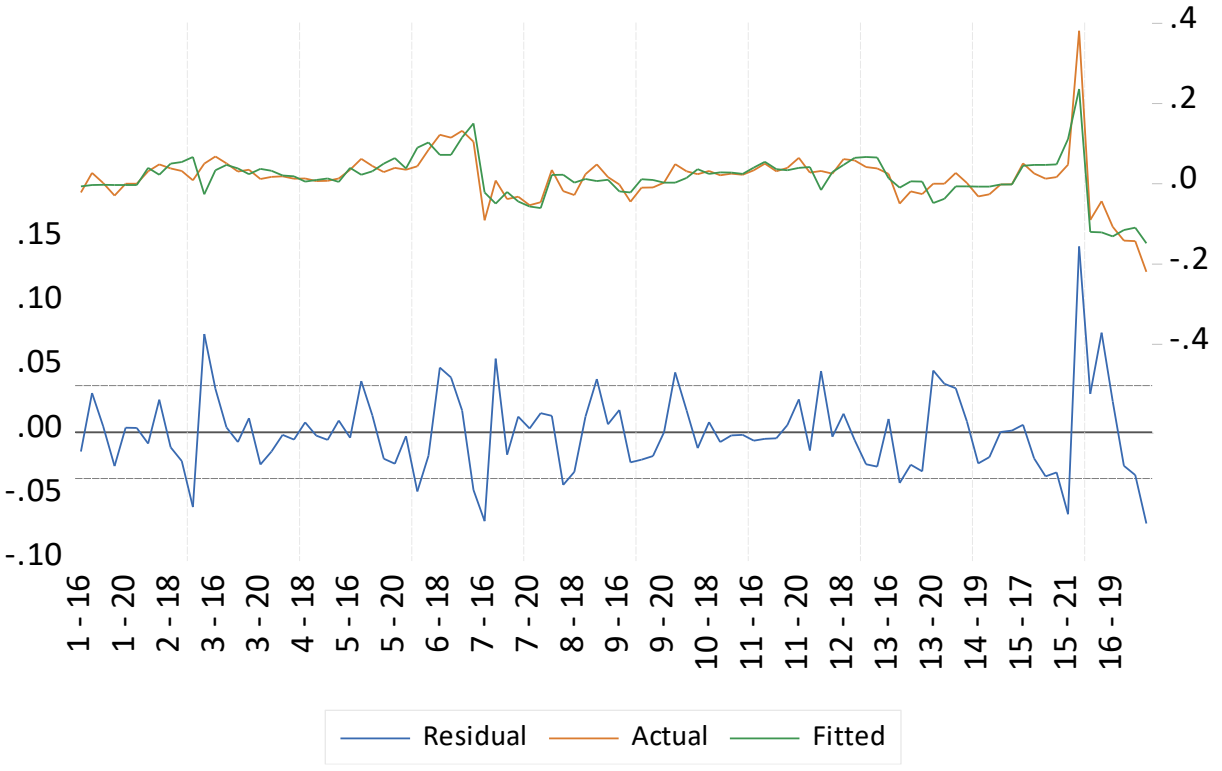
P14=-0.009607-1.07047262007 + 0.0579752225247*S - 5.58384306868e-05*LE - 0.310835340738*NDTS + [CX=14]

P15= 0.039798-1.07047262007 + 0.0579752225247*S - 5.58384306868e-05*LE - 0.310835340738*NDTS + [CX=15]

P16=-0.109280-1.07047262007 + 0.0579752225247*S - 5.58384306868e-05*LE - 0.310835340738*NDTS + [CX=16]

يتبين لنا من خلال النتائج الإحصائية الكلية لمعادلة التأثيرات الثابتة والقوة التفسيرية من خلال معامل التحديد بنسبة 74.57% وهو ما يوضحه التمثيل البياني الآتي:

الشكل2-2: مقارنة بين القيم الحقيقية للربحية والقيم المقدرة لها بواسطة النموذج الثابت



المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات Eviews12

من خلال المنحنيين السابقين اظهار مدى تطابق القيم الحقيقية والقيم المقدرة بواسطة نموذج التأثيرات الثابتة مما يوضح أهمية هذه الصيغة في تفسير العلاقة المدروسة.

أما في حالة حساب الربحية وفق المردودية المالية فإن النموذج يكون كالتالي:

الجدول 09: نتائج تقدير نموذج التاثيرات الثابتة للربحية معبر عنها بالمردودية المالية

Dependent Variable: P?
Method: Pooled Least Squares
Date: 05/28/24 Time: 02:00
Sample: 2016 2022
Included observations: 7
Cross-sections included: 17
Total pool (unbalanced) observations: 96

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.312744	0.207958	-1.503880	0.1368
LE?	0.003762	0.003771	0.997794	0.3215
S?	0.020217	0.010981	1.841080	0.0695
NDTS?	-0.064538	0.204682	-0.315311	0.7534
Fixed Effects (Cross)				
_1--C	-0.140656			
_3--C	-0.029170			
_4--C	0.195384			
_5--C	0.041881			
_6--C	-0.069956			
_7--C	0.326621			
_8--C	-0.009909			
_10--C	-0.141796			
_11--C	0.002406			
_13--C	0.025442			
_14--C	-0.116476			
_15--C	0.038998			
_16--C	-0.116777			
_17--C	-0.119209			
_18--C	0.024687			
_19--C	-0.082316			
_20--C	0.072823			

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

Root MSE	0.078579	R-squared	0.732270
Mean dependent var	0.088088	Adjusted R-squared	0.665337
S.D. dependent var	0.152663	S.E. of regression	0.088316
Akaike info criterion	-1.832750	Sum squared resid	0.592772
Schwarz criterion	-1.298510	Log likelihood	107.9720
Hannan-Quinn criter.	-1.616801	F-statistic	10.94041
Durbin-Watson stat	1.691842	Prob(F-statistic)	0.000000

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات Eviews12

من خلال النتائج الجدول أعلاه يمكن صياغة المعادلة كما يلي:

$$P = -0.312744 + 0.020217*S + 0.003762*LE - 0.064538*NDTS + [CX=F]$$

- التشخيص الإحصائي للنموذج التأثيرات الثابتة

يظهر من خلال القيم الاحتمالية لاختبار المعنوية الإحصائية للمعالم المقدرة prob أنه لا توجد دلالة إحصائية لكل من الثابت C والمتغيرات: حجم الشركة والوفورات الضريبية والرفع المالي حيث أنها ذات قيم احتمالية اقل من مستوى الدلالة الإحصائية 0.05.

لدينا القيمة الحالية لاختبار فيشر Prob(F-statistic) وتساوي 0 وهذ القيمة اقل من مستوى الدلالة الإحصائية 0.05، اذن نقبل بفرضية وجود دلالة إحصائية لمعادلة التأثيرات الثابتة والنموذج المقدر للربحية بدلالة الحجم، الرفع المالي والوفورات الضريبية خارج الديون.

بينما يساوي معامل التحديد 73.22%، أي ان معادلة النموذج الثابت تفسر 73.22% من التغيرات الاجمالية للربحية في 96 مشاهدة.

تفسير الأثر الثابت لكل مؤسسة: يمثل القيمة المقدرة للربحية الشركة الناتجة عن اختلاف بعض المتغيرات ما بين الشركات محل الدراسة الثابتة عبر الزمن أو ما يسمى بالعوامل المؤسساتية المرتبطة بكل شركة عبر الزمن (مجلس الإدارة، شخصية المدير، النقابات، العمال...)، وفي التالي معادلة النموذج الثابت لكل شركة:

P_1 = -0.140655539882 - 0.312743923855 + 0.00376220688098*LE_1 + 0.0202170330332*S_1 - 0.0645382907823*NDTS_1

P_3 = -0.0291696828816 - 0.312743923855 + 0.00376220688098*LE_3 + 0.0202170330332*S_3 - 0.0645382907823*NDTS_3

P_4 = 0.19538431017 - 0.312743923855 + 0.00376220688098*LE_4 + 0.0202170330332*S_4 - 0.0645382907823*NDTS_4

P_5 = 0.041881112113 - 0.312743923855 + 0.00376220688098*LE_5 + 0.0202170330332*S_5 - 0.0645382907823*NDTS_5

P_6 = -0.0699560661774 - 0.312743923855 + 0.00376220688098*LE_6 + 0.0202170330332*S_6 - 0.0645382907823*NDTS_6

P_7 = 0.326620599554 - 0.312743923855 + 0.00376220688098*LE_7 + 0.0202170330332*S_7 - 0.0645382907823*NDTS_7

P_8 = -0.00990944802611 - 0.312743923855 + 0.00376220688098*LE_8 + 0.0202170330332*S_8 - 0.0645382907823*NDTS_8

P_10 = -0.141796180102 - 0.312743923855 + 0.00376220688098*LE_10 + 0.0202170330332*S_10 - 0.0645382907823*NDTS_10

P_11 = 0.00240582273279 - 0.312743923855 + 0.00376220688098*LE_11 + 0.0202170330332*S_11 - 0.0645382907823*NDTS_11

P_13 = 0.0254417335212 - 0.312743923855 + 0.00376220688098*LE_13 + 0.0202170330332*S_13 - 0.0645382907823*NDTS_13

P_14 = -0.116476150675 - 0.312743923855 + 0.00376220688098*LE_14 + 0.0202170330332*S_14 - 0.0645382907823*NDTS_14

P_15 = 0.0389979536724 - 0.312743923855 + 0.00376220688098*LE_15 + 0.0202170330332*S_15 - 0.0645382907823*NDTS_15

P_16 = -0.116776555522 - 0.312743923855 + 0.00376220688098*LE_16 + 0.0202170330332*S_16 - 0.0645382907823*NDTS_16

P_17 = -0.119209236087 - 0.312743923855 + 0.00376220688098*LE_17 + 0.0202170330332*S_17 - 0.0645382907823*NDTS_17

P_18 = 0.0246874625544 - 0.312743923855 + 0.00376220688098*LE_18 + 0.0202170330332*S_18 - 0.0645382907823*NDTS_18

P_19 = -0.0823157212696 - 0.312743923855 + 0.00376220688098*LE_19 + 0.0202170330332*S_19 - 0.0645382907823*NDTS_19

P_20 = 0.0728229304557 - 0.312743923855 + 0.00376220688098*LE_20 + 0.0202170330332*S_20 - 0.0645382907823*NDTS_20

3. نموذج التأثيرات العشوائية REM

تقيس هذه الصيغة أثر مؤشرات الهيكل المالي على القيمة السوقية للسهم أخذا بعين الاعتبار الاختلاف بين المؤسسات في الحد العشوائي μ_i وهو يعبر عن أثر المتغيرات المستقلة الغير المدرجة في الدراسة، وتكون المعادلة كالتالي:

$$P = \beta_0 + \beta_1 S + \beta_2 Le + \beta_3 NDST + \mu_{it} + \varepsilon_{it}$$

بحيث نقدر هنا الاختلاف ما بين المؤسسات μ_i وكانت النتائج كالتالي، حسب حالة التعبير عن الربحية وفق المردودية الاقتصادية:

الجدول 10: نتائج تقدير نموذج التاثيرات العشوائية للربحية معبر عنها بالمردودية الاقتصادية

Dependent Variable: P
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Date: 05/16/24 Time: 15:26
Sample: 2016 2022
Periods included: 7
Cross-sections included: 16
Total panel (unbalanced) observations: 96
Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.677401	0.135177	-5.011205	0.0000
S	0.036898	0.007181	5.137960	0.0000
LE	-4.18E-05	8.92E-05	-0.468150	0.6408

NDTS	-0.156414	0.085156	-1.836783	0.0695

Effects Specification		
	S.D.	Rho
Cross-section random	0.053996	0.6904
Idiosyncratic random	0.036162	0.3096

Weighted Statistics			
Root MSE	0.037632	R-squared	0.205620
Mean dependent var	0.004071	Adjusted R-squared	0.179716
S.D. dependent var	0.042444	S.E. of regression	0.038442
Sum squared resid	0.135954	F-statistic	7.937867
Durbin-Watson stat	1.382685	Prob(F-statistic)	0.000092

Unweighted Statistics			
R-squared	-0.293724	Mean dependent var	0.015438
Sum squared resid	0.512269	Durbin-Watson stat	0.366960

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات Eviews12

من خلال نتائج الجدول أعلاه يمكن كتابة معادلة النموذج التأثيرات العشوائية كالتالي:

$$P = -0.677401301373 + 0.0368978182463*S - 4.17786700339e-05*LE - 0.156413981184*NDTS + [CX=R]$$

التشخيص الإحصائي لمعادلة التأثيرات العشوائية:

يظهر من خلال القيم الاحتمالية لاختبار المعنوية الإحصائية للمعالم المقدرة prob أن هناك دلالة إحصائية لكل من الثابت C ومتغير حجم الشركة حيث أنه متغير ذو قيمة احتمالية اقل من مستوى الدلالة الإحصائية 0.05، بينما لا توجد دلالة إحصائية للرفع المالي والوفورات الضريبية خارج الديون نظرا لأن قيمتهما الاحتمالية الإحصائية أكبر من 0.05.

لدينا القيمة الحالية لاختبار فيشر Prob(F-statistic) وتساوي7.93 وهي قيمة أكبر من مستوى الدلالة الإحصائية 0.05 والتالي نقبل فرضية ان معالم المتغيرات لا تختلف عن 0 أي انه لا توجد دلالة إحصائية للنموذج العشوائي.

معامل التحديد في هذا النموذج يساوي 20.56% أن معادلة النموذج العشوائي تفسر فقط 20.56% من التغيرات الحاصلة للربحية.

تفسير الأثر العشوائي لكل مؤسسة: هو القيمة التلقائية المقدرة للربحية الناتجة عن المتغيرات المتغيرة عبر الزمن والتي لم يتم ادراجها في النموذج والتي تؤثر على الربحية بينما تكون معالم باقي المتغيرات ثابتة بين الشركات، أي أن المتغيرات المستقلة محل الدراسة ليست الوحيدة التي تؤثر على الربحية بل توجد متغيرات أخرى لم تذكر في النموذج وتلخص في الحد العشوائي، حيث تنتج لدينا معادلات النموذج العشوائي لكل شركة كالتالي:

P1= -0.008377-0.677401301373 + 0.0368978182463*S - 4.17786700339e-05*LE - 0.156413981184*NDTS + [CX=1]

P2= 0.001517-0.677401301373 + 0.0368978182463*S - 4.17786700339e-05*LE - 0.156413981184*NDTS + [CX=2]

P3= -0.005904-0.677401301373 + 0.0368978182463*S - 4.17786700339e-05*LE - 0.156413981184*NDTS + [CX=3]

P4=-0.005904-0.677401301373 + 0.0368978182463*S - 4.17786700339e-05*LE - 0.156413981184*NDTS + [CX=4]

P5= 0.055850-0.677401301373 + 0.0368978182463*S - 4.17786700339e-05*LE - 0.156413981184*NDTS + [CX=5]

P6= 0.171332-0.677401301373 + 0.0368978182463*S - 4.17786700339e-05*LE - 0.156413981184*NDTS + [CX=6]

P7=-0.023430-0.677401301373 + 0.0368978182463*S - 4.17786700339e-05*LE - 0.156413981184*NDTS + [CX=7]

P8= 0.040815-0.677401301373 + 0.0368978182463*S - 4.17786700339e-05*LE - 0.156413981184*NDTS + [CX=8]

P9=-0.065060-0.677401301373 + 0.0368978182463*S - 4.17786700339e-05*LE - 0.156413981184*NDTS + [CX=9]

P10= 0.002770-0.677401301373 + 0.0368978182463*S - 4.17786700339e-05*LE - 0.156413981184*NDTS + [CX=10]

P11= 0.002770-0.677401301373 + 0.0368978182463*S - 4.17786700339e-05*LE - 0.156413981184*NDTS + [CX=11]

P12=-0.041685-0.677401301373 + 0.0368978182463*S - 4.17786700339e-05*LE - 0.156413981184*NDTS + [CX=12]

P13=-0.008549-0.677401301373 + 0.0368978182463*S - 4.17786700339e-05*LE - 0.156413981184*NDTS + [CX=13]

P14=-0.011027-0.677401301373 + 0.0368978182463*S - 4.17786700339e-05*LE - 0.156413981184*NDTS + [CX=14]

P15= 0.046268-0.677401301373 + 0.0368978182463*S - 4.17786700339e-05*LE - 0.156413981184*NDTS + [CX=15]

P16= 0.046268-0.677401301373 + 0.0368978182463*S - 4.17786700339e-05*LE - 0.156413981184*NDTS + [CX=16]

اما في حالة حساب الربحية وفق المردودية المالية فإن النموذج يكون كالتالي:

الجدول 11: نتائج تقدير نموذج التاثيرات العشوائية للربحية للربحية معبر عنها بالمردودية المالية

Dependent Variable: P?
Method: Pooled EGLS (Cross-section random effects)
Date: 05/28/24 Time: 02:01
Sample: 2016 2022
Included observations: 7
Cross-sections included: 17
Total pool (unbalanced) observations: 96
Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.000957	0.141788	0.006753	0.9946
LE?	0.007605	0.001729	4.397589	0.0000
S?	0.001614	0.007461	0.216358	0.8292
NDTS?	0.385413	0.173503	2.221357	0.0288
Random Effects (Cross)				
_1--C	-0.093360			
_3--C	0.006382			
_4--C	0.059516			
_5--C	0.035874			
_6—C	0.003170			
_7—C	0.181178			
_8—C	-0.017269			
_10—C	-0.047507			
_11—C	-0.002602			
_13—C	0.005159			
_14—C	-0.046463			
_15—C	0.060404			
_16—C	-0.074243			
_17—C	-0.080148			
_18—C	0.025063			
_19—C	-0.059741			
_20—C	0.044587			

Effects Specification	S.D.	Rho
Cross-section random	0.060086	0.3164
Idiosyncratic random	0.088316	0.6836

Weighted Statistics

Root MSE	0.095021	R-squared	0.174601
Mean dependent var	0.045724	Adjusted R-squared	0.147686
S.D. dependent var	0.104942	S.E. of regression	0.097065
Sum squared resid	0.866790	F-statistic	6.487091
Durbin-Watson stat	1.432199	Prob(F-statistic)	0.000496

Unweighted Statistics

R-squared	0.344951	Mean dependent var	0.088088

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات Eviews12

من خلال نتائج الجدول أعلاه يمكن كتابة معادلة النموذج التأثيرات العشوائية كالتالي:

$$P = 0.000957+0.001614*S + 0.007605*LE + 0.385413*NDTS + [CX=R]$$

- التشخيص الإحصائي لمعادلة التأثيرات العشوائية:

يظهر من خلال القيم الاحتمالية لاختبار المعنوية الإحصائية للمعالم المقدرة prob أنه لا توجد دلالة إحصائية لكل من الثابت C ومتغير حجم الشركة حيث أنه متغير ذو قيمة احتمالية أكبر من مستوى الدلالة الإحصائية 0.05، بينما توجد دلالة إحصائية للرفع المالي والوفورات الضريبية نظرا لأن قيمتهما الاحتمالية الإحصائية أقل من 0.05.

لدينا القيمة الحالية لاختبار فيشر Prob(F-statistic) وتساوي تقريبا 0 وهي قيمة أقل من مستوى الدلالة الإحصائية 0.05 والتالي نقبل فرضية ان معالم المتغيرات تختلف عن 0 أي انه توجد دلالة إحصائية للنموذج العشوائي.

معامل التحديد في هذا النموذج يساوي 17.46% أن معادلة النموذج العشوائي تفسر فقط 17.46% من التغيرات الحاصلة للربحية.

تفسير الأثر العشوائي لكل مؤسسة: هو القيمة التلقائية المقدرة للربحية الناتجة عن المتغيرات المتغيرة عبر الزمن والتي لم يتم ادراجها في النموذج والتي تؤثر على الربحية بينما تكون معالم باقي المتغيرات ثابتة بين الشركات، أي أن المتغيرات المستقلة محل الدراسة ليست الوحيدة التي تؤثر على الربحية بل توجد متغيرات أخرى لم تذكر في النموذج وتلخص في الحد العشوائي، حيث تنتج لدينا معادلات النموذج العشوائي لكل شركة كالتالي:

P_1 = -0.0933595720886 + 0.000957422136067 + 0.00760452826512*LE_1 + 0.00161431203692*S_1 + 0.385412768885*NDTS_1

P_3 = 0.00638188874495 + 0.000957422136067 + 0.00760452826512*LE_3 + 0.00161431203692*S_3 + 0.385412768885*NDTS_3

P_4 = 0.0595156320836 + 0.000957422136067 + 0.00760452826512*LE_4 + 0.00161431203692*S_4 + 0.385412768885*NDTS_4

P_5 = 0.0358739153783 + 0.000957422136067 + 0.00760452826512*LE_5 + 0.00161431203692*S_5 + 0.385412768885*NDTS_5

P_6 = 0.00317033269489 + 0.000957422136067 + 0.00760452826512*LE_6 + 0.00161431203692*S_6 + 0.385412768885*NDTS_6

P_7 = 0.181177833676 + 0.000957422136067 + 0.00760452826512*LE_7 + 0.00161431203692*S_7 + 0.385412768885*NDTS_7

P_8 = -0.0172687642814 + 0.000957422136067 + 0.00760452826512*LE_8 + 0.00161431203692*S_8 + 0.385412768885*NDTS_8

P_10 = -0.0475070431796 + 0.000957422136067 + 0.00760452826512*LE_10 + 0.00161431203692*S_10 + 0.385412768885*NDTS_10

P_11 = -0.00260238963089 + 0.000957422136067 + 0.00760452826512*LE_11 + 0.00161431203692*S_11 + 0.385412768885*NDTS_11

P_13 = 0.00515932909731 + 0.000957422136067 + 0.00760452826512*LE_13 + 0.00161431203692*S_13 + 0.385412768885*NDTS_13

P_14 = -0.0464629210794 + 0.000957422136067 + 0.00760452826512*LE_14 + 0.00161431203692*S_14 + 0.385412768885*NDTS_14

P_15 = 0.0604043397341 + 0.000957422136067 + 0.00760452826512*LE_15 + 0.00161431203692*S_15 + 0.385412768885*NDTS_15

P_16 = -0.0742433340484 + 0.000957422136067 + 0.00760452826512*LE_16 + 0.00161431203692*S_16 + 0.385412768885*NDTS_16

P_17 = -0.0801484404267 + 0.000957422136067 + 0.00760452826512*LE_17 + 0.00161431203692*S_17 + 0.385412768885*NDTS_17

P_18 = 0.0250631482821 + 0.000957422136067 + 0.00760452826512*LE_18 + 0.00161431203692*S_18 + 0.385412768885*NDTS_18

P_19 = -0.0597412636755 + 0.000957422136067 + 0.00760452826512*LE_19 + 0.00161431203692*S_19 + 0.385412768885*NDTS_19

P_20 = 0.0445873087192 + 0.000957422136067 + 0.00760452826512*LE_20 + 0.00161431203692*S_20 + 0.385412768885*NDTS_20

الفرع الثاني: اختيار النموذج الأنسب للدراسة الاختبارات (المفاضلة بين النماذج)

لم تظهر كافة نتائج النماذج الدلالة الاحصائية الكلية والمعنوية والقوة التفسيرية اللازمة، لكن سنحاول فيما يلي المفاضلة بين النماذج وفق الختبارات المذكورة سابقا:

- اختبار مضاعف لاغرنج
- اختبار Redundant
- اختبار Hausman

1. اختبار مضاعف لاغرنج:

نستخدم مضاعف لاغرنج لاختبار الفرضية فرضية عدم الوجود أثر الثابت أو عشوائي في معادلة الربحية بدلالة مؤشرات الهيكل المالي وفق الفرضيتين التاليتين:

H0 : لا يوجد أثر في قياس أثر مؤشرات الهيكل المالي على القيمة السوقية (نموذج تجميعي)

H1: يوجد أثر عشوائي أو ثابت في قياس أثر مؤشرات الهيكل المالي على القيمة السوقية (نموذج عشوائي او ثابت)

الجدول 12: نتائج اختبار لاغرنج (الربحية معبر عنها بالمردودية الاقتصادية)

Lagrange Multiplier Tests for Random Effects
Null hypotheses: No effects
Alternative hypotheses: Two-sided (Breusch-Pagan) and one-sided (all others) alternatives

	Test Hypothesis		
	Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	65.63147 (0.0000)	2.779991 (0.0954)	68.41146 (0.0000)
Honda	8.101325 (0.0000)	-1.667330 (0.9523)	4.549521 (0.0000)
King-Wu	8.101325 (0.0000)	-1.667330 (0.9523)	2.701813 (0.0034)
Standardized Honda	8.723314 (0.0000)	-1.522589 (0.9361)	1.584116 (0.0566)
Standardized King-Wu	8.723314 (0.0000)	-1.522589 (0.9361)	-0.126668 (0.5504)
Gourieroux, et al.	--	--	65.63147 (0.0000)

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات Eviews12

يظهر من خلال الجدول ان القيمة الاحتمالية اقل من 0.05 وعليه نقبل فرضية وجود تأثيرات عشوائية أو ثابتة مختلفة بين الشركات، ومنه أكثر نموذج ملائم يمكن أن يكون النموذج الثابت أو العشوائي بالنسبة لحالة حساب الربحية وفق المردودية الاقتصادية.

الجدول رقم 13: نتائج اختبار لاغرنج (الربحية معبر عنها بالمردودية المالية)

Lagrange Multiplier Tests for Random Effects
Null hypotheses: No effects
Alternative hypotheses: Two-sided (Breusch-Pagan) and one-sided (all others) alternatives

	Test Hypothesis		
	Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	17.54871 (0.0000)	0.421476 (0.5162)	17.97019 (0.0000)
Honda	4.189118 (0.0000)	0.649212 (0.2581)	3.421216 (0.0003)
King-Wu	4.189118 (0.0000)	0.649212 (0.2581)	2.668395 (0.0038)
Standardized Honda	5.086489	0.945525	0.432350

	(0.0000)	(0.1722)	(0.3327)
Standardized King-Wu	5.086489 (0.0000)	0.945525 (0.1722)	-0.084490 (0.5337)
Gourieroux, et al.	--	--	17.97019 (0.0000)

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات Eviews12

يظهر من خلال الجدول ان القيمة الاحتمالية اقل من 0.05 وعليه نقبل فرضية وجود تأثيرات عشوائية أو ثابتة مختلفة بين الشركات، ومنه أكثر نموذج ملائم يمكن أن يكون النموذج الثابت أو العشوائي من خلال حساب الربحية وفق المرودية المالية.

2. اختبار Redundant

الجدول 14: اختبار Redundant (الربحية معبر عنها بالمردودية الاقتصادية)

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

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	14.317780	(15,77)	0.0000
Cross-section Chi-square	127.886310	15	0.0000

Cross-section fixed effects test equation:
Dependent Variable: P
Method: Panel Least Squares
Date: 05/16/24 Time: 15:27
Sample: 2016 2022
Periods included: 7
Cross-sections included: 16
Total panel (unbalanced) observations: 96

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.141424	0.101265	-1.396573	0.1659
S	0.008119	0.005354	1.516468	0.1328
LE	6.99E-05	0.000144	0.484506	0.6292
NDTS	0.060724	0.098749	0.614931	0.5401

Root MSE	0.063042	R-squared	0.036448
Mean dependent var	0.015438	Adjusted R-squared	0.005028
S.D. dependent var	0.064560	S.E. of regression	0.064398
Akaike info criterion	-2.606698	Sum squared resid	0.381532
Schwarz criterion	-2.499850	Log likelihood	129.1215
Hannan-Quinn criter.	-2.563508	F-statistic	1.160033
Durbin-Watson stat	0.613349	Prob(F-statistic)	0.329382

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات Eviews12

ويختبر فرضية تجانس الحد الثابت ما بين الشركات ومن خلال القيمة الاحتمالية Prob لإحصائية كاي تربيع والتي تساوي 0، وهي أقل من 0.05 وعليه نرفض فرضية تجانس الحد الثابت في حالة حساب الربحية وفق المردودية الاقتصادية.

وفي التالي الاختبار في حالة التعبير عن الربحية بالمردودية المالية:

الجدول 15: اختبار Redundant (الربحية معبر عنها بالمردودية المالية)

Redundant Fixed Effects Tests
Pool: PANEL
Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	5.843365	(16,76)	0.0000
Cross-section Chi-square	76.999993	16	0.0000

Cross-section fixed effects test equation:
Dependent Variable: P?
Method: Panel Least Squares
Date: 05/28/24 Time: 02:04
Sample: 2016 2022
Included observations: 7
Cross-sections included: 17
Total pool (unbalanced) observations: 96

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.121248	0.127279	0.952609	0.3433
LE?	0.009230	0.001334	6.917902	0.0000
S?	-0.006022	0.006724	-0.895566	0.3728
NDTS?	0.895018	0.186621	4.795921	0.0000

Root MSE	0.117349	R-squared	0.402913
Mean dependent var	0.088088	Adjusted R-squared	0.383442
S.D. dependent var	0.152663	S.E. of regression	0.119873
Akaike info criterion	-1.364000	Sum squared resid	1.321990
Schwarz criterion	-1.257152	Log likelihood	69.47199
Hannan-Quinn criter.	-1.320810	F-statistic	20.69377
Durbin-Watson stat	1.322501	Prob(F-statistic)	0.000000

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات Eviews12

اما في حالة حساب الربحية وفق المردودية المالية فإننا نقبل نرفض فرضية تجانس الحد الثابت.

3. اختبار Hausman

يستخدم الاختبار للمفاضة بين النموذجين الثابت والعشوائي، حيث تأتي فرضياته كالتالي:

H0: النموذج العشوائي هو النموذج الملائم

H1: النموذج الثابت هو النموذج الملائم

الجدول 16: اختبار Hausman (الربحية معبر عنها بالمردودية الاقتصادية)

Correlated Random Effects - Hausman Test
Equation: Untitled
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	14.967554	3	0.0018

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
S	0.057975	0.036898	0.000031	0.0002
LE	-0.000056	-0.000042	0.000000	0.2184
NDTS	-0.310835	-0.156414	0.001909	0.0004

Cross-section random effects test equation:
Dependent Variable: P
Method: Panel Least Squares
Date: 05/16/24 Time: 15:27
Sample: 2016 2022
Periods included: 7
Cross-sections included: 16
Total panel (unbalanced) observations: 96

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1.070473	0.170211	-6.289098	0.0000
S	0.057975	0.009100	6.370594	0.0000
LE	-5.58E-05	9.00E-05	-0.620633	0.5367
NDTS	-0.310835	0.095710	-3.247666	0.0017

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

Root MSE	0.032386	R-squared	0.745710
Mean dependent var	0.015438	Adjusted R-squared	0.686265
S.D. dependent var	0.064560	S.E. of regression	0.036162
Akaike info criterion	-3.626347	Sum squared resid	0.100690
Schwarz criterion	-3.118820	Log likelihood	193.0647
Hannan-Quinn criter.	-3.421196	F-statistic	12.54463
Durbin-Watson stat	1.779454	Prob(F-statistic)	0.000000

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات Eviews12

لدينا القيمة الإحصائية 0.0018 وهي أقل من مستوى الدلالة الإحصائية 0.05 وبالتالي نقبل الفرضية H1، بمعنى ان النموذج الثابت هو النموذج الأفضل لتفسير العلاقية بين الربحية والمتغيرات حيث اخرج لنا هذا النموذج المعادلات التالية والتي تتميز باختلاف الثابت:

P1=-0.005936-1.07047262007 + 0.0579752225247*S - 5.58384306868e-05*LE - 0.310835340738*NDTS + [CX=1]

P2=-0.005936-1.07047262007 + 0.0579752225247*S - 5.58384306868e-05*LE - 0.310835340738*NDTS + [CX=2]

P3=-0.023590-1.07047262007 + 0.0579752225247*S - 5.58384306868e-05*LE - 0.310835340738*NDTS + [CX=3]

P4= 0.007148-1.07047262007 + 0.0579752225247*S - 5.58384306868e-05*LE - 0.310835340738*NDTS + [CX=4]

P5= 0.077762-1.07047262007 + 0.0579752225247*S - 5.58384306868e-05*LE - 0.310835340738*NDTS + [CX=5]

P6= 0.247353-1.07047262007 + 0.0579752225247*S - 5.58384306868e-05*LE - 0.310835340738*NDTS + [CX=6]

P7=-0.008080-1.07047262007 + 0.0579752225247*S - 5.58384306868e-05*LE - 0.310835340738*NDTS + [CX=7]

P8= 0.068483-1.07047262007 + 0.0579752225247*S - 5.58384306868e-05*LE - 0.310835340738*NDTS + [CX=8]

P9=-0.100600-1.07047262007 + 0.0579752225247*S - 5.58384306868e-05*LE - 0.310835340738*NDTS + [CX=9]

P10= 0.000585-1.07047262007 + 0.0579752225247*S - 5.58384306868e-05*LE - 0.310835340738*NDTS + [CX=10]

P11=-0.089711-1.07047262007 + 0.0579752225247*S - 5.58384306868e-05*LE - 0.310835340738*NDTS + [CX=11]

P12=-0.087947-1.07047262007 + 0.0579752225247*S - 5.58384306868e-05*LE

- 0.310835340738*NDTS + [CX=12]

P13=-0.000907-1.07047262007 + 0.0579752225247*S - 5.58384306868e-05*LE - 0.310835340738*NDTS + [CX=13]

P14=-0.009607-1.07047262007 + 0.0579752225247*S - 5.58384306868e-05*LE - 0.310835340738*NDTS + [CX=14]

P15= 0.039798-1.07047262007 + 0.0579752225247*S - 5.58384306868e-05*LE - 0.310835340738*NDTS + [CX=15]

P16=-0.109280-1.07047262007 + 0.0579752225247*S - 5.58384306868e-05*LE - 0.310835340738*NDTS + [CX=16]

الجدول 17: التأثيرات الثابتة

	CROSSID	Effect
1	1	-0.005936
2	2	-0.005471
3	3	-0.023590
4	4	0.007148
5	5	0.077762

6	6	0.247353
7	7	-0.008080
8	8	0.068483
9	9	-0.100600
10	10	0.000585
11	11	-0.089711
12	12	-0.087947
13	13	-0.000907
14	14	-0.009607
15	15	0.039798
16	16	-0.109280

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات Eviews12

يمكننا تلخيص ما تبينه المعادلات في ما يلي:

- في بيان اختلاف التأثير الثابت من شركة الى أخرى، نجد مثلا أن الشركة 1 تتميز بعوامل مؤسساتية خاصة تؤدي الى انخفاض الربحية بمقدار 0.005936 في حين تختلف عنها الشركة 4 مثلا بحيث أن عواملها المؤسساتية تسهم في زيادة ربحية الشركة وتقدر ب 0.007148.
- تتاثر الربحية إيجابا بحجم الشركة بينما تتاثر سلبا بالرفع المالي وبالوفورات الضريبية خارج الديون، كما يتضح أنه:
- عند زيادة الحجم 1% مع ثبات المتغيرات الأخرى ترتفع الربحية بمقدار0.05798، وبالتالي فإن العلاقة بين حجم الشركة والربحية علاقة طردية.
- عند زيادة الوفر الضريبي خارج الديون ب 1% مع ثبات العوامل الأخرى فإن الربحية تنخفض ب 0.3108 وبالتالي فإن العلاقة بين الوفر الضريبي خارج الديون علاقة عكسية.

اما في حالة حساب الربحية وفق المردودية المالية فإن اختبار Hausman يكون كالتالي:

الجدول 18: اختبار Hausman (الربحية معبر عنها بالمردودية المالية)

Correlated Random Effects - Hausman Test
Pool: PANEL
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	12.382999	3	0.0701

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
LE?	0.003762	0.007605	0.000011	0.2515
S?	0.020217	0.001614	0.000065	0.0209
NDTS?	-0.064538	0.385413	0.011791	0.0000

Cross-section random effects test equation:
Dependent Variable: P?
Method: Panel Least Squares
Date: 05/28/24 Time: 02:02
Sample: 2016 2022
Included observations: 7
Cross-sections included: 17
Total pool (unbalanced) observations: 96

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.312744	0.207958	-1.503880	0.1368
LE?	0.003762	0.003771	0.997794	0.3215
S?	0.020217	0.010981	1.841080	0.0695
NDTS?	-0.064538	0.204682	-0.315311	0.7534

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

Root MSE	0.078579	R-squared	0.732270
Mean dependent var	0.088088	Adjusted R-squared	0.665337
S.D. dependent var	0.152663	S.E. of regression	0.088316
Akaike info criterion	-1.832750	Sum squared resid	0.592772
Schwarz criterion	-1.298510	Log likelihood	107.9720
Hannan-Quinn criter.	-1.616801	F-statistic	10.94041
Durbin-Watson stat	1.691842	Prob(F-statistic)	0.000000

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات Eviews12

لدينا القيمة الإحصائية 0.0701 وهي أكبر من مستوى الدلالة الإحصائية 0.05 وبالتالي نقبل الفرضية 0H، بمعنى ان النموذج العشوائي هو النموذج الأفضل لتفسير العلاقية بين الربحية والمتغيرات حيث اخرج لنا هذا النموذج المعادلات التالية والتي تتميز باختلاف الحد العشوائي:

الجدول 19: نتائج تقدير نموذج التاثيرات العشوائية للربحية معبر عنها بالمردودية المالية

Dependent Variable: P?
Method: Pooled EGLS (Cross-section random effects)
Date: 05/28/24 Time: 02:04
Sample: 2016 2022
Included observations: 7
Cross-sections included: 17
Total pool (unbalanced) observations: 96
Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.000957	0.141788	0.006753	0.9946
LE?	0.007605	0.001729	4.397589	0.0000
S?	0.001614	0.007461	0.216358	0.8292
NDTS?	0.385413	0.173503	2.221357	0.0288
Random Effects (Cross)				
_1--C	-0.093360			
_3--C	0.006382			
_4--C	0.059516			

_5--C	0.035874
_6--C	0.003170
_7--C	0.181178
_8--C	-0.017269
_10--C	-0.047507
_11--C	-0.002602
_13--C	0.005159
_14--C	-0.046463
_15--C	0.060404
_16--C	-0.074243
_17--C	-0.080148
_18--C	0.025063
_19--C	-0.059741
_20--C	0.044587

Effects Specification	S.D.	Rho
Cross-section random	0.060086	0.3164
Idiosyncratic random	0.088316	0.6836

Weighted Statistics			
Root MSE	0.095021	R-squared	0.174601
Mean dependent var	0.045724	Adjusted R-squared	0.147686
S.D. dependent var	0.104942	S.E. of regression	0.097065
Sum squared resid	0.866790	F-statistic	6.487091
Durbin-Watson stat	1.432199	Prob(F-statistic)	0.000496

Unweighted Statistics			
R-squared	0.344951	Mean dependent var	0.088088
Sum squared resid	1.450322	Durbin-Watson stat	0.855959

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات Eviews12

يمكننا تلخيص ما يبينه الجدول فيما يلي:

- في بيان اختلاف التأثير العشوائي من شركة الى أخرى، نجد مثلا أن الشركة 1 تتميز متغيرات اخرى خاصة تؤدي الى انخفاض الربحية بمقدار 0.093360في حين تختلف عنها الشركة 4 مثلا بحيث أن المتغيرات الاخرى تسهم في زيادة ربحية الشركة وتقدر ب 0.059516.
- تتاثر الربحية إيجابا بالمتغيرات الثلاث: الرفع المالي، حجم الشركة والوفورات الضريبية، كما يتضح أنه:
- عند زيادة الرفع المالي بنسبة 1% مع ثبات المتغيرات الأخرى ترتفع الربحية ب مقدار0.007605، وبالتالي فإن العلاقة بين الرفع المالي والربحية علاقة طردية.
- عند زيادة الوفر الضريبي خارج الديون ب 1% مع ثبات العوامل الأخرى فإن الربحية ترتفع ب 0.385413 وبالتالي فإن العلاقة بين الوفر الضريبي خارج الديون علاقة طردية.

الفرع الثالث: استنتاجات الدراسة (الحل)

يتضح لنا من النتائج السابقة حسب مقرر نظرية المعاوضة والمتمثل في ان تعظيم قيمة الشركة قادم من مستوى استدانة امثل أن العلاقة الطردية بين حجم الشركة وربحية الشركة (حسب المردودية الاقتصادية) تتجلى في انه كلما زاد الحجم أصبح بإمكان الشركة الاستفادة من اقتصاديات الحجم (أي الإنتاج بكميات أكبر مما يسمح بتخفيض التكاليف وزيادة الأرباح)، بينما العلاقة العكسية بين الربحية والوفرات الضريبية تفسر بانه كلما زاد لجوء الشركة للديون كلما نتج عنه زيادة في المصاريف المالية (تضخم حجم المصاريف المالية)، وبالتالي انخفاض مستوى النتيجة الصافية لأن العلاقة عكسية سالبة بين الديون وربحية الشركة.

كل هذه التفسيرات لعلاقة الربحية مع متغيرات الدراسة والمتمثلة في حجم الشركة S والوفر الضريبي NDTS ثابتة في كل الشركات، أي ان الربحية أيضا ثابتة في حال عدم احتساب الثابت C، اما في حال احتسابه، فإنه الوحيد القادر على التأثير على الربحية نظرا لاختلافه بين الشركات، حيث يمثل العوامل المؤسساتية الثابتة في كل شركة (شخصية المسير، مجلس الإدارة ...).

اما في حالة التعبير عن الربحية بالمردودية المالية فقد تبين أن للرافعة المالية أثر إيجابي على الأموال الخاصة أي أن تكلفة الاستدانة لا تزال أقل من المردودية الاقتصادية للأصول الممولة عن طريق الاستدانة، مما يدل على أن مخاطر الاستدانة ليس لها تأثير سلبي، أي لا يزال بإمكان الشركة اللجوء الى الدين والاستفادة من المزايا الضريبية. كما يفسر الأثر الإيجابي للوفورات الضريبية بالتخفيض من الوعاء الضريبي والمتمثل في النتيجة الصافية والناتج عن تكلفة الاهتلاك.

هذه التفسيرات المرتبطة بعلاقة الربحية مع المتغيرات التالية: الرفع المالي Le، والوفر الضريبي NDTS تدل على وجود متغيرات ومؤشرات اقتصادية أخرى لم يتم ضمها الى الدراسة، والتي تعتبر ذات تحديد وتأثير كبير على ربحية الشركة مما يدل على عدم كمال النموذج.

خلاصة الفصل

في هذا الفصل تطرقنا الى الدراسة التطبيقية للموضوع، حيث تم اجراء الدراسة على عينة شركات صناعية عاملة في الاقتصاد الجزائري في الفترة الممتدة من 2016 الى 2022. تمت معالجة بيانات الدراسة ببرنامج Eviews في شكل بيانات بانل، والتي نتج عنها ثلاثة نماذج للدراسة تمت المفاضلة بينها باختبارات معينة أدت الى تقدير معادلة بأنسب نموذج والمتمثل في نموذج التأثيرات الثابتة. حيث تبين ان المتغيرات المستقلة (حجم الشركة، الرفع المالي والوفرات الضريبية خارج الديون) ثابتة في كل الشركات عبر الزمن، والشيء المختلف الوحيد هو الثابت C حيث يتغير من شركة الى أخرى نظرا لاختلاف العوامل المؤسساتية بين الشركات في حالة حساب الربحية وفق المردودية الاقتصادية، اما إذا تم حسابها وفق المردودية المالية فإن الاختلاف يكون في الحد العشوائي والذي يدل على وجود مؤشرات أخرى غير مدرجة في الدراسة تؤثر على الربحية.

الخاتمة

في إطار معالجة إشكالية الدراسة تم توزيع محتوياتها على فصلين رئيسيين وباستخدام المناهج والأدوات المشار اليها سابقا في مقدمة المذكرة، تم اقتراح ثمان فرضيات لهذه الدراسة لتتشكل إجابات أولية للأسئلة الواردة في إشكالية الدراسة، وبعد عرض اهم المقررات والمقترحات في النظرية المالية المفسرة للهيكل المالي، ومناقشة الدراسات السابقة تبينت النتائج التالية:

نتائج الدراسة:

ونتج بعد معالجة الدراسة ما يلي:

-وجود دلالة إحصائية للعلاقة بين الربحية (المردودية الاقتصادية) وحجم الشركة والتي كانت عند 0 أي أقل من مستوى الدلالة الإحصائية 0.05، كما انها ذات تأثير إيجابي وهذا موافق للفرضية الأولى.

-أيضا، عدم وجود دلالة إحصائية للعلاقة بين الربحية (المردودية الاقتصادية) والرفع المالي والتي كانت عند 0.5367 أي أكبر من مستوى الدلالة الإحصائية 0.05، وهذا موافق للفرضية الثانية.

-وجود دلالة إحصائية للعلاقة بين الربحية (المردودية الاقتصادية) والوفورات الضريبية خارج الديون والتي كانت قريبة من 0 بقدر 0.0017 أي أقل من مستوى الدلالة الإحصائية 0.05، كما أنها ذات تأثير سلبي وهذا موافق للفرضية الثالثة.

-لا يوجد دلالة إحصائية للعلاقة بين الربحية (المردودية المالية) وحجم الشركة والتي كانت عند 0.8292 أي أكبر من مستوى الدلالة الإحصائية 0.05 وهذا موافق للفرضية الرابعة.

-وجود دلالة إحصائية للعلاقة بين الربحية (المردودية المالية) والرفع المالي والتي كانت عند 0أي أقل من مستوى الدلالة الإحصائية 0.05، وهذه العلاقة ذات تأثير إيجابي على الربحية وهذا موافق للفرضية الخامسة.

-وجود دلالة إحصائية للعلاقة بين الربحية (المردودية المالية) والوفورات الضريبية خارج الديون والتي كانت بقدر 0.0288 أي أقل من مستوى الدلالة الإحصائية 0.05 وهي ذات تأثير إيجابي على الربحية وهذا موافق للفرضية السادسة.

ومنه نستطيع الإجابة على الإشكالية الرئيسية المطروحة اول البحث على النحو التالي:

يتم تعزيز قيمة الشركة في ظل نظرية المعاوضة من خلال العوامل المؤسساتية التي تختلف من شركة الى أخرى اذ ظهر تأثر الربحية بهذه العوامل جليا لذا يجدر معرفة كيفية التحكم بها من اجل زيادة التعزيز في قيمة الشركات مستقبلا في حالة حساب الربحية وفق المردودية الاقتصادية. بينما يتم تعزيز قيمة الشركة أيضا في حالة حساب الربحية وفق المردودية المالية من خلال مؤشرات اقتصادية والتي تختلف من شركة الى أخرى اذ ظهر تأثر الربحية بهذه العوامل واضحا لذا يجدر معرفة كيفية التحكم بها من اجل زيادة التعزيز في قيمة الشركات مستقبلا.

توصيات البحث

بناء على النتائج المتوصل اليها في الدراسة نوصي ب:

-على كل شركة القيام بدراسات وابحاث لمعرفة العوامل المؤسساتية التي تتحكم في قيمة الشركة والتي تسمح باختيار أكثر عقلانية للمصادر التمويل وبالتالي هيكل مالي أمثل.

-ضرورة إعادة هذه الدراسة لفترات لاحقة للتأكد من صحة الفروض التي قامت عليها الدراسة.

-ضرورة اجراء دراسات على النظريات المفسرة للهيكل المالي كموضع للبحث، وليس كجزء متضمن في البحث.

آفاق البحث

ان موضوع الهيكل المالي والنظريات المفسرة له موضوع واسع النطاق وبالغ الأهمية لذا فهو موضوع يحتاج مزيدا من الاجتهادات والدراسات: نقدم في ما يلي مجموعة الاقتراحات التي نراها جديرة بأن تكون آفاق بحث جديدة:

-اجراء دراسة على نظرية المعاوضة الديناميكية.

-إجراء الدراسة في قطاعات أخرى غير قطاع الصناعة.

-اجراء دراسات تشمل فترات زمنية أطول.

المصادر والمراجع

الكتب:

- بن زكورة العونية، تسيير واستراتيجية مؤسسة، الطبعة الاولى، ألفا للوثائق نشر استيراد وتوزيع كتب، قسنطينة، الجزائر.
- الياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية)، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، الأردن، 2011.
- جمال الدين المرسي وأحمد عبد الله اللحلح، الإدارة المالية: مدخل اتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2006.
- مليكاوي مولود، استراتيجيات التمويل في المؤسسات الاقتصادية، دار هومة للنشر والتوزيع، الجزائر، 2019.
- منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1998.
- منير ابراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، الطبعة السادسة، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، مصر، 2008.

الرسائل الجامعية بالعربية:

- بوربيعة غنية، محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة دراسة حالة مؤسسة –الاشغال والتركيب الكهربائي فرع سونلغاز، مذكرة ماجستير، جامعة الجزائر 3، 2012.
- زغود تبر، محددات سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية –دراسة ميدانية لعينة من المؤسسات الاقتصادية بالقطاعين العام والخاص في الجزائر–، مذكرة ماجستير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2009.
- شرابي باية كنزة، العوامل المحددة لبناء الهيكل المالي للمؤسسة، مذكرة ماجستير، جامعة الجزائر 3، 2014.
- كرار عباس حسين الشريفي، تأثير هيكل التمويل في تعزيز قيمة الشركة بإطار نظرية الالتقاط –دراسة تحليلية لعينة من الشركات الصناعية المدرسة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة 2004–2019، مذكرة ماجستير، جامعة كربلاء، العراق، 2021.
- شعبان محمد، نحو اختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الاقتصادية –دراسة حالة المجمع الصناعي صيدال–مذكرة ماجستير، جامعة أمحمد بوقرة، بومرداس،2009.
- بوشوشة محمد، تأثير السياسة التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، أطروحة دكتوراه، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر،2016،
- بن الضب علي، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة – دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة 2006–2008، مذكرة ماجستير، قاصدي مرباح، ورقلة، 2009.

- محمد الأخضر قريشي، نحو أريحية مالية في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على ضوء النظريات المفسرة للهيكل المالي، أطروحة دكتوراه غير منشورة، قاصدي مرباح، ورقلة، 2021.
- بوقفة محي الدين، دراسة تحليلية للعوامل المؤثرة على مستويات السيولة في المؤسسات العمومية الاقتصادية في الجزائر، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2021.
- مرسلي نزيهة، أثر الهيكل المالي على الأداء المالي في البنوك التجارية بالجزائر دراسة مقارنة بين مجموعة من البنوك العمومية والبنوك الخاصة لفترة (2006-2015)، أطروحة دكتوراه، جامعة غرداية، 2018.
- مسار محمد خميس عزت سعد، إثر الهيكل التمويلي لشركات المساهمة العامة المدرجة في أسواق فلسطين والأردن على العبء الضريبي، مذكرة ماجستير، جامعة النجاح الوطنية، نابلس، فلسطين، 2020.

الرسائل الجامعية الأجنبية:

- Joseph Muchiri Mwangi, a thesis of doctor, Effect of Financial Structure on Financial Performance of Firms Listed at East Africa Securities Exchanges, Jomo Kenyatta University, Kenya, 2016.

المقاالات بالعربية:

- عبد الرضا فرج البدراوي وأحمد رسن علاوي، استخدام Structural Equation Model لتحديد الهيكل المالي الأمثل وفق نظرية القيود –دراسة تحليلية للمصارف الخاصة في العراق–، مجلة العلوم الاقتصادية، العراق، العدد 59، المجلد 15، 2020.
- دادن عبد الوهاب، الجدل القائم حول هياكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة الباحث، عدد 7، 2009-2010.
- حاكم محسن محمد الربيعي ومهند حميد ياسر العطوي، نظرية توقيت السوق وتأثيرها على هيكل رأس المال دراسة تحليلية لعينة من الشركات الصناعية المصرية، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة الكوفة، ص1-20.
- سهايلية نبيلة وجبار بوكثير، عناصر الهيكل المالي وأثرها على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة ديون مجمع صيدال الجزائري (1999-2014)، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، ميلة، العدد الخامس، جوان 2017.
- محمد لمين علون ولطفي شعباني دور الهيكل المالي في اتخاذ القرارات المالية بالمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة مؤسسة دباغة الجلود –جيجل، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، المجلد 13، العدد 01، 2020، ص.
- غربي حمزة وقمان مصطفى، مكانة الضرائب في أمثلية الهيكلة المالية حسب موديقلياني وميلر –اختبار تجريبي على عينة من المؤسسات الجزائرية–مجلة العلوم الاجتماعية والإنسانية، المجلد 22، العدد 2، ديسمبر 2021، ص103-124.

- سليم مجلخ ووليد بشيشي، محددات الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية دراسة تحليلية قياسية باستخدام أشعة الانحدار الذاتي VAR، مجلة دراسات اقتصادية، المجلد6، العدد1، جوان2019، ص116 ص139.

المقالات بالاجنبية:

- Sri Hastutik, Budi Eko Soetjipto, Cipto Wadoyo, Agunug Winarno, Trade-Off and Pecking Order Theory of Capital Structure in Indonesia: Systematic Literature Review, Vol 6, No 5, 2022, P5586-5597.
- Silvia M.Dinis Mendes, Paula Machado, Carla David Reis and Vera L.Mendes Cunha, Trade-Off and Pecking Order Capital Structure Theories in Tourism Sector in Portuguese Central Region, Vol 10, No 3, 2023, P155-176.
- Ferina Marimuthu and Sharanam Abbana, Financiing of State-Owned Entities: Can The Trade-Off Theory Explain the Debt Structure?, Intrenational Jornal Of Entrepreneurship and Sustainbility Studies, Vol 3, No 1, 2023, P63-78
- Joel Obayagbona and Jennifer U.Omodamwen, Testing The M & M Relevance and Irrelevance Theories of Capital Structure in Quoted Manufacturing Firms in Nigeria, European Journal of Economics, Vol2, No2, P1-12.
- Imad Zeyad Ramadan, An Empirical Investigation of Trade-Off Theory: Evidence from Jordan, vol 8, No 4, 2015, P19-24

الملاحق

الملحق 01: متغيرات الدراسة (الربحية معبر عنها بالمردودية الاقتصادية)

		المتغيرات المستقلة		المتغير التابع	المتغيرات المستقلة			
المؤسسة	السنة	(Le) الرفع المالي= اجمالي الديون/اجمالي الأموال الخاصة	(S) حجم الشركة= ln(اجمالي الأصول)	(P) الربحية= نتيجة الاستغلال/ اجمالي الأصول	(T) الضمانات= اجمالي التثبيتات/ اجمالي الأصول	(Li) السيولة= الأصول المتداولة/ الديون المتداولة	(NDTS) المزايا الضريبية خارج الديون= الاهتلاكات/ اجمالي الأصول	(TS) المزايا الضريبية الناجمة عن الديون = الوفر الضريبي/ اجمالي الأصول
1	2016	3,968070245	18,46882281	-0,0217671	0,021983309	1,229325275	0,002269566	0,006605393
	2017	3,609978937	18,5198104	0,027382457	0,020545033	1,255562075	0,000345496	0,004201303
	2018	3,592929861	18,52279675	0,00188577	0,02048377	1,256923662	0	0
	2019	4,271756368	18,51535807	-0,029661478	0,02063671	1,213119042	0	0
	2020	5,115683493	18,51354861	0	0,020674086	1,174983207	0	8,7117E-07
	2021	5,596858587	18,51687505	0	0,020605429	1,158474483	0	1,0115E-05
	2022	#DIV/0!	#NOMBRE!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
2	2016	26,38421869	19,65907183	0,031117074	0,367498847	0,831788833	0,071767646	0,005146612
	2017	22,6872286	19,60162832	0,048203921	0,324669885	0,994007453	0,11675922	0,008723798
	2018	31,72632424	19,89749584	0,038200693	0,230950696	0,966344588	0,082810914	0,006674044
	2019	36,1101679	19,93933402	0,031601678	0,14723411	0,924775162	0,07679399	0,005975581
	2020	40,00856127	20,04631151	0,008669902	0,073279037	0,999491356	0,054758891	0,000778904
	2021	11,41977411	18,89071011	0,050218648	0,119247212	1,08020375	0,144034626	0,006736429
	2022	#DIV/0!	#NOMBRE!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
3	2016	1,766069575	19,55082723	0,067828649	0,04597158	1,494227081	0,016909739	0,003543636
	2017	3,105108483	19,76393707	0,050690028	0,034507256	1,371044774	0,014443947	0,004656681
	2018	2,276411939	19,58593846	0,030830631	0,043874366	1,511853221	0,008753039	0,003009452
	2019	1,438505426	19,33341678	0,034960933	0,048217643	1,796835955	0,008260397	0,002789843
	2020	1,89117378	19,5184217	0,011801495	0,038529575	1,575970818	0,001255348	0,001650001
	2021	1,641132019	19,4582368	0,01718071	0,035932064	1,677794527	0,004987612	0,000577571
	2022	#DIV/0!	#NOMBRE!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
4	2016	35,26873688	18,79471123	0,018652256	0,173200697	0,880502692	0,01171064	0,000248729
	2017	42,3382777	18,75783935	0,012890057	0,164462487	0,886746524	0,009977134	0,000253666
	2018	34,94436272	18,52203192	0,013324549	0,199288833	0,86257222	0,008909245	0
	2019	46,42144531	18,58004043	0,006636286	0,158583563	0,897520231	0,006289657	0
	2020	39,04078752	18,6214043	0,007505207	0,300433342	0,886855953	0,001941065	0
	2021	27,03236831	18,45541079	0,013535766	0,367330317	0,854620026	0,001705595	0
	2022	#DIV/0!	#NOMBRE!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
5	2016	2,446416085	17,85730531	0,035398707	0,017201181	1,969329533	0,008248546	1,45605E-05
	2017	1,272290455	17,57183874	0,062281586	0,064608407	3,346867325	0,010973721	2,35601E-05
	2018	1,470092109	17,75531236	0,044441147	0,0366023	2,66329163	0,017176048	3,58218E-05
	2019	1,975809614	18,02044042	0,02937484	0,066509395	1,925139663	0,006184791	1,8889E-05
	2020	2,459546773	18,29769466	0,039588616	0,038542116	1,671401429	0,011862812	1,61424E-05
	2021	1,133900624	17,87986435	0,03505136	0,04051687	2,949663603	0,018015614	0,000154137
	2022	#DIV/0!	#NOMBRE!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
6	2016	0,704214719	21,30258772	0,085565385	0,135937223	2,237713619	0,043660548	0,001606286
	2017	0,769168691	21,41244074	0,062673499	0,133490828	2,254234003	0,003644251	0,001924545
	2018	3,448256453	22,43716704	0,034484552	0,074373474	1,450191858	0,015932252	0,000962081
	2019	12,5712299	23,61539355	0,007156933	0,03453436	1,100852809	0,003315508	0,000288995
	2020	#DIV/0!	#NOMBRE!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
	2021	#DIV/0!	#NOMBRE!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
	2022	#DIV/0!	#NOMBRE!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
7	2016	8,741296882	16,82521659	0,04383372	0,679945095	0,387414618	0,198811364	0
	2017	4,417408429	16,84931136	0,084378276	0,50928882	0,657885749	0,163186151	0
	2018	1,755100889	16,39355973	0,122311874	0,538581298	0,874924846	0,177439498	0
	2019	1,060450943	16,37326479	0,114925966	0,376645978	1,547685816	0,172977464	0
	2020	1,494384592	16,71005233	0,132305914	0,295357546	1,357187391	0,096588179	0
	2021	2,233873195	17,07534402	0,105178436	0,272166265	1,145619777	0,052922789	0
	2022	#DIV/0!	#NOMBRE!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
8	2016	-4,131616505	17,28946343	0,005789654	0,744354928	0,193769757	0	0
	2017	-3,770716747	17,34758866	-0,059332752	0,69457004	0,239784216	0	0
	2018	-5,099252124	17,64921959	0,023207859	0,530550511	0,398009967	0	0
	2019	-5,652754365	17,66100676	0,024608866	0,519500189	0,417380743	0	0
	2020	0,046165943	11,51292546	-0,0247912	0	22,66098933	0	0
	2021	0,079771231	11,51292546	-0,0297492	0	13,53584766	0	0
	2022	#DIV/0!	#NOMBRE!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
9	2016	54,8457431	18,36214616	-0,091101367	0,072182758	1,662811919	0,015023919	5,22211E-05
	2017	26,05112786	17,87682569	0,008198055	0,087203545	3,331629319	0,017668492	3,48025E-05
	2018	-397,1272942	17,90937891	-0,038090385	0,076381033	2,75263261	0,008029464	1,15749E-05
	2019	-29,56624216	17,85978844	-0,032057656	0,071826608	2,778028868	0,008437687	2,77587E-05
	2020	-11,38927271	17,66439805	-0,053416498	0,079631936	3,770204917	0,007693814	1,45769E-05
	2021	-7,801452838	17,6175923	-0,045852181	0,070964095	3,656795261	0,01248368	1,99087E-05
	2022	#DIV/0!	#NOMBRE!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
10	2016	#DIV/0!	#NOMBRE!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
	2017	2,194184376	21,5725803	0,002195594	0,426957593	0,873928798	0,006601214	1,80016E-05
	2018	2,433839863	21,65030251	0,006165292	0,393908223	0,891451801	0,002165265	0,000943679
	2019	7,41322677	21,78859632	0,004492538	0,335535555	0,773556961	0,006787683	0,000578699
	2020	7,244919592	21,74569548	0,006983516	0,345162991	0,765319644	0,007752135	0,002063523
	2021	#DIV/0!	#NOMBRE!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
	2022	#DIV/0!	#NOMBRE!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!

	2016	10,57604754	17,73816351	0,034686793	0,02759893	1,071825632	0,012149097	0
	2017	2,90823141	17,7388929	-0,018306011	0,018832615	1,329931516	0,010921343	0
	2018	2,045949093	17,40297673	-0,028330847	0,058869738	1,419975302	0,013549973	0
11	2019	2,302483684	17,56646913	0,024014768	0,038316065	1,394499578	0,013890123	0
	2020	1,715450668	17,47275744	0,048259931	0,029516569	1,556703465	0,012563784	0
	2021	1,749708178	17,51951827	0,016534896	0,251661356	1,190882378	0,010440847	0
	2022	#DIV/0!	#NOMBRE!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
	2016	-34,40348666	19,8424968	-0,001581896	0,847981879	0,164018733	0	0,000947476
	2017	-11,60348472	20,03666639	-0,044782929	0,70695855	0,370210201	0,040177563	0,00600421
	2018	32,76232854	20,62093658	-0,009911815	0,774336079	0,418233988	0,035191543	0,004272116
12	2019	46,19891817	20,57585984	-0,009127688	0,786423313	0,357005966	0,031530425	0,000155243
	2020	152,9429609	20,56437691	0,00269799	0,779051878	0,348143115	0,031894573	0,00405575
	2021	22,90031725	20,60213557	0,048985393	0,694406252	0,469770084	0,062796828	0,003113699
	2022	#DIV/0!	#NOMBRE!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
	2016	9,708506869	19,14833585	0,031459771	0,410326049	0,81404842	0,08112341	0,001625371
	2017	10,38952657	19,42152199	0,023773647	0,250070851	0,898506551	0,062167218	0,000719684
	2018	7,733573682	19,2694068	0,032125155	0,218775137	0,908345813	0,072380941	0,00427609
13	2019	7,315379204	19,32432012	0,020995573	0,138580338	1,006738862	0,068505029	0,001810087
	2020	6,758204244	19,32236602	0,025136726	0,156174842	1,059186832	0,071760177	0,003524268
	2021	6,648157618	19,31111996	0,022484545	0,156054056	1,062888197	0,079495744	0,004955059
	2022	#DIV/0!	#NOMBRE!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
	2016	2,204180957	20,81832812	0,033637608	0,217229438	1,419798788	0,020098432	0
	2017	3,008286933	21,07023155	0,050045066	0,201752809	1,27605017	0,019141838	0
	2018	2,135692694	20,81360438	0,031426358	0,714167071	0,437117629	0,032541885	0,009198069
14	2019	2,047523466	20,78629409	0,039587231	0,816553459	0,277952447	0,034637941	0,009015955
	2020	2,303151385	20,86584374	0,065049224	0,722366222	0,400209407	0,031747161	0,013588719
	2021	2,337366461	20,87685376	0,027694731	0,688609817	0,446845149	0,025846765	0,004352994
	2022	#DIV/0!	#NOMBRE!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
	2016	4,460480991	19,86988449	0,031891274	0,182932643	1,024266458	0,028399085	0
	2017	8,460891446	20,56649557	0,025374199	0,165858247	0,989242953	0,014150442	0
	2018	8,261462049	20,86041644	0,061674321	0,097446235	1,034012762	0,010546827	0,005898087
15	2019	6,510985702	21,14330973	0,058340639	0,065561654	1,08826511	0,007948091	0,006421189
	2020	5,398580561	21,18542769	0,041436692	0,053164706	1,124822794	0,009692968	0,002720682
	2021	4,428280211	21,1632677	0,038386541	0,074174135	1,162251518	0,009499419	0,002922107
	2022	#DIV/0!	#NOMBRE!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
	2016	1,96854913	18,72619143	0,024440303	0,865940523	0,236220552	0	0,000331129
	2017	2,474952905	18,72539708	-0,049273453	0,790153693	0,349565008	0,076474958	2,00112E-05
	2018	2,333149529	18,59236868	-0,019140564	0,902578696	0,142388055	0	0,001337411
16	2019	2,561849932	18,57213147	-0,025365966	0,921030443	0,112310411	0	7,11633E-06
	2020	0,118386282	17,65499959	0	0	7,915038006	0	0
	2021	0,118386282	17,83192434	0	0	9,446924593	0	0
	2022	#DIV/0!	#NOMBRE!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
	2016	#DIV/0!	#NOMBRE!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
	2017	3,609978937	18,5198104	0,027382457	0,020545033	1,255562075	0,000345496	0
	2018	3,592929861	18,52279675	0,00188577	0,02048377	1,256923662	0	0
17	2019	4,271756176	18,51535807	-0,03118955	0,02063671	1,213119053	0	0
	2020	5,115683527	18,51354861	-0,026424713	0,020674086	1,174983206	0	8,69849E-07
	2021	8,12240461	18,60493672	-0,001783103	0,332796144	1,646193413	0,000291685	0
	2022	8,19167767	18,60504889	-0,000813858	0,332758818	1,648623569	0	0
	2016	#DIV/0!	#NOMBRE!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
	2017	0,095225821	18,57140271	0,050720844	0,05318917	10,88960599	0,002994432	0
	2018	0,094140392	18,59931476	0,026205881	0,048878985	11,05434023	0,002846095	0
18	2019	0,09284057	18,60961342	0,01290285	0,045561247	11,23484481	0,002816934	0
	2020	0,092487562	18,62293807	0,016766854	0,042178537	11,31404065	0,002779648	0
	2021	1,35095631	22,29097495	0,047447834	0,420005065	5,198935666	0,483298722	0,001962484
	2022	0,235827738	22,41776898	0,38105502	0,590238056	2,77153767	0,104580585	0,001355052
	2016	#DIV/0!	#NOMBRE!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
	2017	#DIV/0!	#NOMBRE!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
	2018	#DIV/0!	#NOMBRE!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
19	2019	14,43957882	19,05859176	0,006585999	0,570001345	0,478696284	0	0,000351915
	2020	14,03242503	19,10133165	0,018983243	0,546152826	0,486189921	0	0,003089563
	2021	12,29069296	19,07365604	0,004347778	0,561479041	0,474200066	0	1,94615E-05
	2022	12,24806189	19,08452319	0,001412842	0,555410397	0,480888375	0	1,81077E-05
	2016	#DIV/0!	#NOMBRE!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
	2017	-2,737871642	19,08164898	-0,090053642	0,722861397	0,472527773	0,149733935	0
	2018	-2,597757294	19,06971164	-0,043498438	0,602184777	0,684431251	0,15096513	0
20	2019	-2,256177642	18,97435573	-0,107511767	0,521304897	0,750590474	0,166478807	0
	2020	-1,967923544	18,86126873	-0,141696905	0,517382291	0,678935181	0,093951019	0
	2021	-1,883541154	18,92340685	-0,142807154	0,534693482	0,542478681	0,086062805	0,014227931
	2022	-1,512407925	18,49916688	-0,219332628	0,562442594	0,428389563	0,131530434	0,005282842

المصدر: من اعداد الطالبة في برنامج Excel

الملحق 02: ميزانية الشركات (الربحية معبر عنها بالمردودية الاقتصادية)

المؤسسة	السنة	خصوم متداولة	خصوم غ متداولة	اجمالي الديون	اجمالي الأموال الخاصة	اجمالي الأصول	اجمالي التثبيتات
1	2016	83 480 932,31	329 765,95	83 810 698,26	21 121 273,84	104 931 972,10	2 306 751,99
	2017	86 138 587,81	329 765,95	86 468 353,76	23 952 592,32	110 420 946,08	2 268 601,99
	2018	86 308 020,01	329 765,95	86 637 785,96	24 113 408,64	110 751 194,60	2 268 601,99
	2019	88 747 931,97	329 765,95	89 077 697,92	20 852 710,28	109 930 408,20	2 268 601,99
	2020	91 459 240,00	329 766,00	91 789 006,00	17 942 667,12	109 731 673,12	2 268 602,00
	2021	93 078 178,57	329 766,00	93 407 944,57	16 689 352,27	110 097 296,84	2 268 602,00
	2022	-	-	-	-	-	-
2	2016	262 346 124,06	70 060 982,28	332 407 106,34	12 598 709,49	345 005 815,83	126 789 239,38
	2017	221 312 269,08	90 681 708,38	311 993 977,46	13 751 965,17	325 745 942,63	105 759 897,66
	2018	348 493 603,50	76 023 484,03	424 517 087,53	13 380 594,75	437 897 682,28	101 132 774,61
	2019	421 052 648,23	23 250 436,13	444 303 084,36	12 304 099,10	456 607 183,46	67 228 152,36
	2020	471 164 342,93	24 606 375,49	495 770 718,42	12 391 615,76	508 162 334,18	37 237 646,27
	2021	130 460 640,88	16 660 464,00	147 121 104,88	12 883 013,58	160 004 118,46	19 080 044,98
	2022	-	-	-	-	-	-
3	2016	197 679 253,12	-	197 679 253,12	111 931 747,13	309 611 000,25	14 233 306,89
	2017	269 815 060,99	20 000 000,00	289 815 060,99	93 334 922,94	383 149 983,93	13 221 454,52
	2018	202 801 110,23	20 000 000,00	222 801 110,23	97 873 810,27	320 674 920,50	14 069 408,71
	2019	131 954 877,09	15 000 000,00	146 954 877,09	102 158 027,64	249 112 904,73	12 011 637,18
	2020	182 865 002,86	13 200 000,00	196 065 002,86	103 673 710,43	299 738 713,29	11 548 805,18
	2021	162 171 201,90	13 200 000,00	175 371 201,90	106 859 899,07	282 231 100,97	10 141 145,93
	2022	-	-	-	-	-	-
4	2016	136 492 500,93	4 857 837,60	141 350 338,53	4 007 808,36	145 358 146,89	25 176 132,38
	2017	132 005 668,07	4 857 837,60	136 863 505,67	3 232 618,64	140 096 124,31	23 040 557,04
	2018	102 729 855,28	4 857 837,60	107 587 692,88	3 078 828,30	110 666 521,18	22 054 601,85
	2019	109 945 074,71	4 857 837,60	114 802 912,31	2 473 057,69	117 275 970,00	18 598 041,15
	2020	96 416 008,63	4 857 837,60	101 273 846,23	2 594 052,34	122 228 682,84	36 721 571,64
	2021	76 645 564,11	4 857 837,60	81 503 401,71	3 015 030,01	103 534 017,38	38 031 183,42
	2022	-	-	-	-	-	-
5	2016	28 410 271,84	12 000 000,00	40 410 271,84	16 518 151,63	56 928 423,47	979 236,09
	2017	11 959 349,82	12 000 000,00	23 959 349,82	18 831 666,72	42 791 016,54	2 764 659,40
	2018	18 596 065,25	12 000 000,00	30 596 065,25	20 812 345,75	51 408 411,00	1 881 666,07
	2019	32 495 673,58	12 000 000,00	44 495 673,58	22 520 223,24	67 015 896,82	4 457 186,73
	2020	50 867 140,01	12 000 000,00	62 867 140,01	25 560 457,20	88 427 597,21	3 408 186,73
	2021	18 940 493,04	12 000 000,00	30 940 493,04	27 286 776,63	58 227 269,67	2 359 186,73
	2022	-	-	-	-	-	-
6	2016	689 187 015,78	48 338 553,55	737 525 569,33	1 047 302 122,10	1 784 827 691,43	242 624 520,30
	2017	765 735 926,97	100 342 476,32	866 078 403,29	1 125 992 794,26	1 992 071 197,55	265 923 233,53
	2018	3 542 812 478,88	759 952 020,38	4 302 764 499,26	1 247 808 728,18	5 550 573 227,44	412 815 414,58
	2019	15 814 034 251,38	888 934 504,72	16 702 968 756,10	1 328 666 238,92	18 031 634 995,02	622 710 972,53
	2020	-	-	-	-	-	-
	2021	-	-	-	-	-	-
	2022	-	-	-	-	-	-
7	2016	16 755 107,00	1 444 324,07	18 199 431,07	2 082 005,83	20 281 436,90	13 790 263,53
	2017	15 496 671,29	1 444 324,07	16 940 995,36	3 835 052,98	20 776 048,34	10 581 009,14
	2018	6 946 354,97	1 444 324,07	8 390 679,04	4 780 738,87	13 171 417,91	7 093 879,36
	2019	5 198 409,81	1 444 324,07	6 642 733,88	6 264 065,23	12 906 799,11	4 861 293,98
	2020	9 384 529,65	1 444 324,07	10 828 853,72	7 246 363,34	18 075 217,06	5 338 651,75
	2021	16 547 003,70	1 444 324,07	17 991 327,77	8 053 871,55	26 045 199,32	7 088 624,63
	2022	-	-	-	-	-	-
8	2016	42 566 701,08	-	42 566 701,08	- 10 302 674,76	32 264 026,32	24 015 886,98
	2017	43 556 510,01	2 980 000,00	46 536 510,01	- 12 341 555,50	34 194 954,51	23 750 790,91
	2018	54 532 273,25	2 980 000,00	57 512 273,25	- 11 278 570,24	46 233 703,01	24 529 314,75
	2019	53 856 558,02	2 980 000,00	56 836 558,02	- 10 054 666,16	46 781 891,86	24 303 201,66
	2020	4 412,87	-	4 412,87	95 587,13	100 000,00	-
	2021	7 387,79	-	7 387,79	92 612,21	100 000,00	-
	2022	-	-	-	-	-	-
9	2016	52 625 721,53	40 000 000,00	92 625 721,53	1 688 840,67	94 314 562,20	6 807 885,20
	2017	15 904 646,56	40 000 000,00	55 904 646,56	2 145 958,78	58 050 605,34	5 062 218,56
	2018	20 122 828,57	40 000 000,00	60 122 828,57	- 151 394,35	59 971 434,22	4 580 680,10
	2019	19 067 770,91	40 000 000,00	59 067 770,91	- 1 997 811,24	57 069 959,67	4 099 141,64
	2020	11 459 012,29	40 000 000,00	51 459 012,29	- 4 518 200,03	46 940 812,26	3 737 987,78
	2021	11 380 333,05	40 000 000,00	51 380 333,05	- 6 585 995,47	44 794 337,58	3 178 789,61
	2022	-	-	-	-	-	-
10	2016	-	-	-	-	-	-
	2017	1 533 074 632,00	73 000 000,00	1 606 074 632,00	731 968 858,00	2 338 043 490,00	998 245 420,00
	2018	1 718 096 045,00	73 000 000,00	1 791 096 045,00	735 913 678,00	2 527 009 722,00	995 409 909,00
	2019	2 492 565 620,53	-	2 492 565 620,53	336 232 210,05	2 901 797 830,58	973 656 344,39
	2020	2 378 624 611,62	-	2 378 624 611,62	328 316 219,60	2 779 940 831,22	959 532 691,06
	2021	-	-	-	-	-	-
	2022	-	-	-	-	-	-

11	2016	45 846 672,44	322 237,75	46 168 910,19	4 365 421,96	50 534 332,15	1 394 693,49
	2017	37 309 302,18	322 237,75	37 631 539,93	12 939 664,91	50 571 204,84	952 388,02
	2018	23 954 422,65	322 237,75	24 276 660,40	11 865 720,65	36 142 381,05	2 127 692,52
	2019	29 351 789,44	322 237,75	29 674 027,19	12 887 833,86	42 561 861,05	1 630 803,05
	2020	24 160 414,04	322 237,75	24 482 651,79	14 271 848,35	38 754 500,14	1 143 899,89
	2021	25 518 750,93	322 237,75	25 840 988,68	14 768 742,01	40 609 730,69	10 219 899,89
	2022	-	-	-	-	-	-
12	2016	384 139 329,00	42 732 528,00	426 871 857,00	- 12 407 808,00	414 464 049,00	351 458 003,00
	2017	398 377 060,89	152 371 625,00	550 748 685,89	- 47 464 076,46	503 284 609,43	355 801 357,52
	2018	487 081 659,36	388 912 760,00	875 994 419,36	26 737 855,90	902 732 275,26	699 018 170,16
	2019	516 250 827,98	328 409 607,92	844 660 435,90	18 283 121,54	862 943 557,44	678 638 931,77
	2020	541 412 054,13	306 137 450,16	847 549 504,29	5 541 605,18	853 091 109,47	664 602 230,60
	2021	576 305 685,17	272 545 633,69	848 851 318,86	37 067 229,67	885 918 548,53	615 187 378,43
	2022	-	-	-	-	-	-
13	2016	149 960 990,68	37 728 570,12	187 689 560,80	19 332 484,73	207 022 045,53	84 946 538,01
	2017	227 069 507,62	21 100 856,14	248 170 363,76	23 886 590,22	272 056 953,98	68 033 513,91
	2018	200 965 672,47	5 946 138,42	206 911 810,89	26 755 006,08	233 666 816,97	51 120 489,81
	2019	211 224 135,17	5 946 138,42	217 170 273,59	29 686 810,15	246 857 083,74	34 209 538,21
	2020	196 280 356,10	18 329 378,08	214 609 734,18	31 755 437,75	246 375 171,93	38 477 603,43
	2021	193 437 149,18	18 329 378,08	211 766 527,26	31 853 415,55	243 619 942,81	38 017 880,15
	2022	-	-	-	-	-	-
14	2016	606 307 174,22	150 203 804,28	756 510 978,50	343 216 366,24	1 099 727 344,74	238 893 153,58
	2017	885 023 791,61	176 783 615,23	1 061 807 406,84	352 960 814,74	1 414 768 221,58	285 433 462,17
	2018	715 727 111,71	29 757 698,27	745 484 809,98	349 059 961,67	1 094 544 771,65	781 687 833,52
	2019	702 929 625,81	12 644 539,46	715 574 165,27	349 482 766,46	1 065 056 931,73	869 675 922,00
	2020	800 029 144,10	4 079 636,79	804 108 780,89	349 134 141,16	1 153 242 922,05	833 063 732,99
	2021	812 550 302,16	4 079 636,79	816 629 938,95	349 380 361,47	1 166 010 300,42	802 926 139,20
	2022	-	-	-	-	-	-
15	2016	339 802 131,00	8 160 000,00	347 962 131,00	78 010 002,00	425 972 133,00	77 924 208,00
	2017	720 862 502,00	43 676 425,00	764 538 927,00	90 361 510,00	854 900 438,00	141 792 288,00
	2018	1 001 177 155,94	22 077 885,27	1 023 255 041,21	123 858 832,14	1 147 000 873,26	111 770 917,14
	2019	1 306 888 962,64	12 499 100,51	1 319 388 063,15	202 640 294,97	1 522 028 358,12	99 786 697,35
	2020	1 336 302 160,30	3 097 811,10	1 339 399 971,40	248 102 247,69	1 587 502 219,09	84 399 089,37
	2021	1 236 857 221,52	29 812 000,00	1 266 669 221,52	286 040 891,97	1 552 710 113,49	115 170 930,07
	2022	-	-	-	-	-	-
16	2016	77 030 274,35	12 978 245,88	90 008 520,23	45 723 278,57	135 731 798,80	117 535 664,84
	2017	81 416 045,40	15 178 953,44	96 594 998,84	39 029 025,02	135 624 023,86	107 163 823,33
	2018	81 235 059,66	1 874 483,96	83 109 543,62	35 621 181,84	118 730 725,46	107 163 823,33
	2019	81 811 414,44	1 874 483,96	83 685 898,40	32 666 198,50	116 352 096,90	107 163 823,33
	2020	5 875 108,56	-	5 875 108,56	49 626 598,98	46 501 707,54	-
	2021	5 875 108,56	-	5 875 108,56	49 626 598,98	55 501 707,54	-
	2022	-	-	-	-	-	-
17	2016	-	-	-	-	-	-
	2017	86 138 587,81	329 765,95	86 468 353,76	23 952 592,32	110 420 946,08	2 268 601,99
	2018	86 308 020,01	329 765,95	86 637 785,96	24 113 408,64	110 751 194,60	2 268 601,99
	2019	88 747 931,00	329 766,00	89 077 697,00	20 852 711,00	109 930 408,00	2 268 602,00
	2020	91 459 240,00	329 766,00	91 789 006,00	17 942 667,00	109 731 673,00	2 268 602,00
	2021	48 730 295,33	58 322 162,85	107 052 458,18	13 179 897,25	120 232 355,43	40 012 864,25
	2022	48 666 644,75	58 497 162,85	107 163 807,60	13 082 034,22	120 245 841,82	40 012 864,25
18	2016	-	-	-	-	-	-
	2017	10 109 013,36	-	10 109 013,36	106 158 322,23	116 267 335,59	6 184 163,12
	2018	10 286 857,40	-	10 286 857,40	109 271 453,06	119 558 310,48	5 843 888,87
	2019	10 262 032,94	-	10 262 032,94	110 533 929,20	120 795 962,14	5 503 614,62
	2020	10 363 490,86	-	10 363 490,86	112 052 806,38	122 416 297,24	5 163 340,37
	2021	535 004 178,34	2 220 773 395,90	2 755 777 574,24	2 039 871 722,40	4 795 649 296,64	2 014 196 992,33
	2022	804 867 149,97	233 976 797,73	1 038 843 947,70	4 405 096 510,91	5 443 940 458,61	3 213 220 832,89
19	2016	-	-	-	-	-	-
	2017	-	-	-	-	-	-
	2018	-	-	-	-	-	-
	2019	169 999 747,46	6 994 973,10	176 994 720,56	12 257 609,64	189 252 330,20	107 874 082,73
	2020	184 376 945,03	-	184 376 945,03	13 139 350,09	197 516 295,12	107 874 082,73
	2021	177 669 266,94	-	177 669 266,94	14 455 593,96	192 124 860,90	107 874 082,73
	2022	179 563 530,00	-	179 563 530,00	14 660 566,84	194 224 096,84	107 874 082,73
20	2016	-	-	-	-	-	-
	2017	113 585 930,85	191 519 715,29	305 105 646,14	- 111 438 988,41	193 666 657,73	139 994 150,76
	2018	111 230 042,85	199 911 715,29	311 141 758,14	- 119 773 220,85	191 368 537,29	115 239 219,96
	2019	110 946 581,92	201 503 197,29	312 449 779,21	- 138 486 337,87	173 963 441,34	90 687 993,81
	2020	110 438 340,47	205 434 364,47	315 872 704,94	- 160 510 659,01	155 362 045,93	80 381 571,21
	2021	141 803 723,62	210 631 661,11	352 435 384,73	- 187 113 185,17	165 322 199,56	88 396 702,57
	2022	110 479 640,85	208 776 458,23	319 256 099,08	- 211 091 262,95	108 164 836,13	60 836 511,05

الوفر الضريبي	المعدل الضريبي IBS	المصاريف المالية	الاهتلاكات	نتيجة الاستغلال	الأصول المتداولة
693 116,96	0,23	3 013 552,00	238 150,00	- 2 284 064,76	102 625 220,11
463 911,84	0,23	2 017 008,00	38 150,00	3 023 596,80	108 152 344,09
-	0,23	-	-	208 851,32	108 482 592,61
-	0,23	-	-	- 3 260 698,36	107 661 806,21
95,59	0,23	415,63	-	-	107 463 071,12
1 113,64	0,23	4 841,91	-	-	107 828 694,84
-	0,23	-	-	-	-
1 775 611,07	0,23	7 720 048,11	24 760 255,10	10 735 571,65	218 216 576,45
2 841 741,71	0,23	12 355 398,74	38 033 842,26	15 702 231,68	219 986 044,97
2 922 548,20	0,23	12 706 731,32	36 262 707,14	16 727 995,09	336 764 907,67
2 728 493,16	0,23	11 863 013,72	35 064 687,57	14 429 553,37	389 379 031,10
395 809,78	0,23	1 720 912,09	27 826 406,09	4 405 717,52	470 924 687,91
1 077 856,39	0,23	4 686 332,12	23 046 133,29	8 035 190,44	140 924 073,48
-	0,23	-	-	-	-
1 097 148,67	0,23	4 770 211,61	5 235 441,36	21 000 495,98	295 377 693,36
1 784 207,26	0,23	7 757 422,86	5 534 198,09	19 421 883,45	369 928 529,41
965 055,84	0,23	4 195 894,95	2 806 880,14	9 886 610,01	306 605 511,79
694 985,83	0,23	3 021 677,51	2 057 771,53	8 709 219,65	237 101 267,55
494 569,04	0,23	2 150 300,18	376 276,44	3 537 364,96	288 189 908,11
163 008,53	0,23	708 732,75	1 407 659,25	4 848 930,73	272 089 955,04
-	0,23	-	-	-	-
36 154,82	0,23	157 194,85	1 702 236,88	2 711 257,41	120 182 014,51
35 537,59	0,23	154 511,25	1 397 757,74	1 805 847,09	117 055 567,27
-	0,23	-	985 955,19	1 474 581,50	88 611 919,33
-	0,23	-	737 625,58	778 276,89	98 677 928,85
-	0,23	-	237 253,78	917 351,54	85 507 111,20
-	0,23	-	176 587,11	1 401 412,21	65 502 833,96
-	0,23	-	-	-	-
828,91	0,23	3 603,94	469 576,70	2 015 192,59	55 949 187,38
1 008,16	0,23	4 383,30	469 576,69	2 665 092,39	40 026 357,14
1 841,54	0,23	8 006,71	882 993,33	2 284 648,74	49 526 744,93
1 265,86	0,23	5 503,75	414 479,34	1 968 581,24	62 558 710,09
1 427,44	0,23	6 206,25	1 049 000,00	3 500 726,21	85 019 410,48
8 974,96	0,23	39 021,55	1 049 000,00	2 040 944,98	55 868 082,94
-	0,23	-	-	-	-
2 866 943,01	0,23	12 464 969,61	77 926 555,58	152 719 468,74	1 542 203 171,13
3 833 831,19	0,23	16 668 831,25	7 259 607,95	124 850 071,59	1 726 147 964,02
5 340 103,27	0,23	23 217 840,29	88 433 133,86	191 409 030,25	5 137 757 812,86
5 211 045,45	0,23	22 656 719,35	59 784 029,52	129 051 198,09	17 408 924 022,49
-	0,23	-	-	-	-
-	0,23	-	-	-	-
-	0,23	-	-	-	-
-	0,23	-	4 032 180,14	889 010,82	6 491 173,37
-	0,23	-	3 390 363,37	1 753 047,15	10 195 039,20
-	0,23	-	2 337 129,78	1 611 020,81	6 077 538,55
-	0,23	-	2 232 585,38	1 483 326,36	8 045 505,13
-	0,23	-	1 745 852,30	2 391 458,11	12 736 565,31
-	0,23	-	1 378 384,59	2 739 393,32	18 956 574,69
-	0,23	-	-	-	-
-	0,23	-	-	186 797,55	8 248 139,34
-	0,23	-	-	- 2 028 880,74	10 444 163,60
-	0,23	-	-	1 072 985,26	21 704 388,26
-	0,23	-	-	1 151 249,32	22 478 690,20
-	0,23	-	-	- 2 479,12	100 000,00
-	0,23	-	-	- 2 974,92	100 000,00
-	0,23	-	-	-	-
4 925,21	0,23	21 413,95	1 416 974,37	- 8 592 185,55	87 506 677,00
2 020,31	0,23	8 783,94	1 025 666,64	475 902,05	52 988 386,78
694,17	0,23	3 018,11	481 538,46	- 2 284 335,02	55 390 754,12
1 584,19	0,23	6 887,77	481 538,46	- 1 829 529,12	52 970 818,03
684,25	0,23	2 975,00	361 153,86	- 2 507 413,79	43 202 824,48
891,80	0,23	3 877,37	559 198,17	- 2 053 918,07	41 615 547,97
-	0,23	-	-	-	-
-	0,23	-	-	-	-
42 088,62	0,23	182 994,00	15 433 925,00	5 133 394,00	1 339 798 070,00
2 384 684,85	0,23	10 368 195,00	5 471 645,00	15 579 753,00	1 531 599 813,00
1 679 267,46	0,23	7 301 162,89	19 696 484,72	13 036 438,23	1 928 141 486,19
5 736 470,45	0,23	24 941 175,89	21 550 477,09	19 413 760,44	1 820 408 140,16
-	0,23	-	-	-	-
-	0,23	-	-	-	-

49 139 638,66	1 752 873,92	613 946,48	-	0,23	-
49 618 816,82	- 925 757,05	552 305,47	-	0,23	-
34 014 688,53	- 1 023 944,26	489 728,30	-	0,23	-
40 931 058,00	1 022 113,21	591 189,47	-	0,23	-
37 610 600,25	1 870 289,49	486 903,16	-	0,23	-
30 389 830,80	671 477,66	424 000,00	-	0,23	-
-	-	-		0,23	-
63 006 046,00	- 655 639,00	-	1 707 368,00	0,23	392 694,64
147 483 251,91	- 22 538 559,01	20 220 749,11	13 138 375,26	0,23	3 021 826,31
203 714 105,10	- 8 947 715,00	31 768 541,46	16 767 726,64	0,23	3 856 577,13
184 304 625,67	- 7 876 679,42	27 208 977,02	582 460,18	0,23	133 965,84
188 488 878,87	2 301 631,45	27 208 977,02	15 043 147,81	0,23	3 459 924,00
270 731 170,10	43 397 068,61	55 632 874,99	11 993 407,32	0,23	2 758 483,68
-	-	-	-	0,23	-
122 075 507,52	6 512 866,13	16 794 334,26	1 462 989,36	0,23	336 487,55
204 023 440,07	6 467 786,07	16 913 024,10	851 282,70	0,23	195 795,02
182 546 327,16	7 506 582,80	16 913 024,10	4 344 262,54	0,23	999 180,38
212 647 545,53	5 182 905,81	16 910 951,60	1 942 751,79	0,23	446 832,91
207 897 568,50	6 193 065,16	17 679 926,02	3 775 182,81	0,23	868 292,05
205 602 062,66	5 477 683,63	19 366 748,54	5 248 483,84	0,23	1 207 151,28
-	-	-	-	0,23	-
860 834 191,16	36 992 196,90	22 102 795,62	-	0,23	-
1 129 334 759,41	70 802 168,68	27 081 264,20	-	0,23	-
312 856 938,13	34 397 555,34	35 618 549,89	43 772 599,94	0,23	10 067 697,99
195 381 009,73	42 162 654,50	36 891 379,33	41 750 025,27	0,23	9 602 505,81
320 179 189,06	75 017 557,58	36 612 189,01	68 135 191,83	0,23	15 671 094,12
363 084 161,22	32 292 341,32	30 137 593,79	22 067 984,12	0,23	5 075 636,35
-	-	-	-	0,23	-
348 047 925,00	13 584 794,00	12 097 219,00	-	0,23	-
713 108 150,00	21 692 414,00	12 097 219,00	-	0,23	-
1 035 229 956,12	70 740 499,77	12 097 219,79	29 413 526,42	0,23	6 765 111,08
1 422 241 660,77	88 796 106,96	12 097 219,79	42 492 308,69	0,23	9 773 231,00
1 503 103 129,72	65 780 840,69	15 387 607,98	18 778 645,09	0,23	4 319 088,37
1 437 539 183,42	59 603 169,67	14 749 843,38	19 726 892,88	0,23	4 537 185,36
-	-	-	-	0,23	-
18 196 133,96	3 317 326,28	-	195 411,65	0,23	44 944,68
28 460 200,53	- 6 682 663,94	10 371 841,51	11 800,00	0,23	2 714,00
11 566 902,13	- 2 272 573,05	-	690 399,13	0,23	158 791,80
9 188 273,57	- 2 951 383,34	-	3 600,00	0,23	828,00
46 501 707,54	-	-	-	0,23	-
55 501 707,54	-	-	-	0,23	-
-	-	-	-	0,23	-
-	-	-	-	0,23	-
108 152 344,09	3 023 596,80	38 150,00	-	0,23	-
108 482 592,61	208 851,32	-	-	0,23	-
107 661 806,00	- 3 428 680,00	-	-	0,23	-
107 463 071,00	- 2 899 628,00	-	415,00	0,23	95,45
80 219 491,18	- 214 386,68	35 070,00	-	0,23	-
80 232 977,57	- 97 863,03	-	-	0,23	-
-	-	-	-	0,23	-
110 083 172,47	5 897 177,35	348 154,64	-	0,23	-
113 714 421,61	3 133 130,85	340 274,25	-	0,23	-
115 292 347,52	1 558 612,12	340 274,25	-	0,23	-
117 252 956,87	2 052 536,18	340 274,25	-	0,23	-
2 781 452 304,31	227 543 171,82	2 317 731 175,75	40 919 065,96	0,23	9 411 385,17
2 230 719 625,72	2 074 440 840,25	569 330 478,34	32 073 134,91	0,23	7 376 821,03
-	-	-	-	0,23	-
-	-	-	-	0,23	-
-	-	-	-	0,23	-
81 378 247,47	1 246 415,59	-	289 568,52	0,23	66 600,76
89 642 212,39	3 749 499,75	-	2 653 213,20	0,23	610 239,04
84 250 778,17	835 316,29	-	16 256,67	0,23	3 739,03
86 350 014,11	274 407,95	-	15 291,07	0,23	3 516,95
-	-	-	-	0,23	-
53 672 506,97	- 17 440 387,80	28 998 470,65	-	0,23	-
76 129 317,33	- 8 324 232,44	28 889 976,15	-	0,23	-
83 275 447,53	- 18 703 117,02	28 961 226,15	-	0,23	-
74 980 474,72	- 22 014 321,14	14 596 422,60	-	0,23	-
76 925 496,99	- 23 609 192,83	14 228 092,27	10 226 925,50	0,23	2 352 192,87
47 328 325,08	- 23 724 077,77	14 226 967,89	2 484 424,96	0,23	571 417,74

المصدر: من اعداد الطالبة في برنامج Excel

الملحق 03: جدول التأثيرات العشوائية

	CROSSID	Effect
1	1	-0.008377
2	2	0.001517
3	3	-0.005904
4	4	0.004660
5	5	0.055850
6	6	0.171332
7	7	-0.023430
8	8	0.040815
9	9	-0.065060
10	10	0.002770
11	11	-0.043835
12	12	-0.041685
13	13	-0.008549
14	14	-0.011027
15	15	0.046268
16	16	-0.115344

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات Eviews12

الملحق 04: متغيرات الدراسة (الربحية معبر عنها بالمردودية المالية)

المؤسسة	السنة	(Le) الرفع المالي= اجمالي الديون/اجمالي الأموال الخاصة	(S) حجم الشركة= Ln(اجمالي الأصول)	(P) الربحية= النتيجة الصافية / الأموال الخاصة	(T) الضمانات= اجمالي الثبيتات/ اجمالي الأصول	(Li) السيولة= الأصول المتداولة/ الديون المتداولة	(NDTS) المزايا الضريبية خارج الديون= الاهتلاكات/اجمالي الأصول	(TS) المزايا الضريبة الناجمة عن الديون =الوفر الضريبي/ اجمالي الأصول
1	2016	3,968070245	18,46882281	-0,108140483	0,021983309	1,229325275	0,002269566	0,006605393
	2017	3,609978937	18,5198104	0,118205096	0,020545033	1,255562075	0,000345496	0,004201303
	2018	3,592929861	18,52279675	0,006669166	0,02048377	1,256923662	0	0
	2019	4,271756368	18,51535807	-0,156368084	0,02063671	1,213119042	0	0
	2020	5,115683493	18,51354861	-0,162185692	0,020674086	1,174983207	0	8,7117E-07
	2021	5,596858587	18,51687505	-0,075096674	0,020605429	1,158474483	0	1,0115E-05
	2022	#DIV/0!	#NOMBRE!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
2	2016	26,38421869	19,65907183	0,174132934	0,367498847	0,831788833	0,071767646	0,005146612
	2017	22,6872286	19,60162832	0,2433911	0,324669885	0,994007453	0,11675922	0,008723798
	2018	31,72632424	19,89749584	0,222391872	0,230950696	0,966344588	0,082810914	0,006674044
	2019	36,1101679	19,93933402	0,154358303	0,14723411	0,924775162	0,07679399	0,005975581
	2020	40,00856127	20,04631151	0,160330707	0,073279037	0,999491356	0,054758891	0,000778904
	2021	11,41977411	18,89071011	0,192358281	0,119247212	1,08020375	0,144034626	0,006736429
	2022	#DIV/0!	#NOMBRE!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
3	2016	1,766069575	19,55082723	0,122583338	0,04597158	1,494227081	0,016909739	0,003543636
	2017	3,105108483	19,76393707	0,106981597	0,034507256	1,371044774	0,014443947	0,004656681
	2018	2,276411939	19,58593846	0,046367739	0,043874366	1,511853221	0,008753039	0,003009452
	2019	1,438505426	19,33341678	0,041937158	0,048217643	1,796835955	0,008260397	0,002789843
	2020	1,89117378	19,5184217	0,012046813	0,038529575	1,575970818	0,001255348	0,001650001
	2021	1,641132019	19,4582368	0,030323376	0,035932064	1,677794527	0,004987612	0,000577571
	2022	#DIV/0!	#NOMBRE!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
4	2016	35,26873688	18,79471123	0,55188556	0,173200697	0,880502692	0,01171064	0,000248729
	2017	42,3382777	18,75783935	0,44442664	0,164462487	0,886746524	0,009977134	0,000253666
	2018	34,94436272	18,52203192	0,416675233	0,199288833	0,86257222	0,008909245	0
	2019	46,42144531	18,58004043	0,273790981	0,158583563	0,897520231	0,006289657	0
	2020	39,04078752	18,6214043	0,307663623	0,300433342	0,886855953	0,001941065	0
	2021	27,03236831	18,45541079	0,404332032	0,367330317	0,854620026	0,001705595	0
	2022	#DIV/0!	#NOMBRE!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
5	2016	2,446416085	17,85730531	0,105508273	0,017201181	1,969329533	0,008248546	1,45605E-05
	2017	1,272290455	17,57183874	0,122852381	0,064608407	3,346867325	0,010973721	2,35601E-05
	2018	1,470092109	17,75531236	0,095168467	0,0366023	2,66329163	0,017176048	3,58218E-05
	2019	1,975809614	18,02044042	0,075837503	0,066509395	1,925139663	0,006184791	1,8889E-05
	2020	2,459546773	18,29769466	0,118942863	0,038542116	1,671401429	0,011862812	1,61424E-05
	2021	1,133900624	17,87986435	0,063265788	0,04051687	2,949663603	0,018015614	0,000154137
	2022	#DIV/0!	#NOMBRE!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
6	2016	0,704214719	21,30258772	0,096968303	0,135937223	2,237713619	0,043660548	0,001606286
	2017	0,769168691	21,41244074	0,069885591	0,133490828	2,254234003	0,003644251	0,001924545
	2018	3,448256453	22,43716704	0,097623884	0,074373474	1,450191858	0,015932252	0,000962081
	2019	12,5712299	23,61539355	0,060856149	0,03453436	1,100852809	0,003315508	0,000288995
	2020	#DIV/0!	#NOMBRE!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
	2021	#DIV/0!	#NOMBRE!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
	2022	#DIV/0!	#NOMBRE!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
7	2016	8,741296882	16,82521659	0,426997277	0,679945095	0,387414618	0,198811364	0
	2017	4,417408429	16,84931136	0,457111586	0,50928882	0,657885749	0,163186151	0
	2018	1,755100889	16,39355973	0,336981553	0,538581298	0,874924846	0,177439498	0
	2019	1,060450943	16,37326479	0,236799316	0,376645978	1,547685816	0,172977464	0
	2020	1,494384592	16,71005233	0,330021833	0,295357546	1,357187391	0,096588179	0
	2021	2,233873195	17,07534402	0,340133724	0,272166265	1,145619777	0,052922789	0
	2022	#DIV/0!	#NOMBRE!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
8	2016	-4,131616505	17,28946343	-0,017160354	0,744354928	0,193769757	0	0
	2017	-3,770716747	17,34758866	0,165204519	0,69457004	0,239784216	0	0
	2018	-5,099252124	17,64921959	-0,094248228	0,530550511	0,398009967	0	0
	2019	-5,652754365	17,66100676	-0,121724984	0,519500189	0,417380743	0	0
	2020	0,046165943	11,51292546	-0,025935709	0	22,66098933	0	0
	2021	0,079771231	11,51292546	-0,03212233	0	13,53584766	0	0
	2022	#DIV/0!	#NOMBRE!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
9	2016	54,8457431	18,36214616	-5,106224437	0,072182758	1,662811919	0,015023919	5,22211E-05
	2017	26,05112786	17,87682569	0,213013462	0,087203545	3,331629319	0,017668492	3,48025E-05
	2018	-397,1272942	17,90937891	15,17462924	0,076381033	2,75263261	0,008029464	1,15749E-05
	2019	-29,56624216	17,85978844	0,924219893	0,071826608	2,778028868	0,008437687	2,77587E-05
	2020	-11,38927271	17,66439805	0,55783028	0,079631936	3,770204917	0,007693814	1,45769E-05
	2021	-7,801452838	17,6175923	0,313968549	0,070964095	3,656795261	0,01248368	1,99087E-05
	2022	#DIV/0!	#NOMBRE!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
10	2016	#DIV/0!	#NOMBRE!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
	2017	2,194184376	21,5725803	0,00520761	0,426957593	0,873928798	0,006601214	1,80016E-05
	2018	2,433839863	21,65030251	0,005360437	0,393908223	0,891451801	0,002165265	0,000943679
	2019	7,41322677	21,78859632	0,013134263	0,335535555	0,773556961	0,006787683	0,000578699
	2020	7,244919592	21,74569548	-0,016835645	0,345162991	0,765319644	0,007752135	0,002063523
	2021	#DIV/0!	#NOMBRE!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
	2022	#DIV/0!	#NOMBRE!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!

	2016	10,57604754	17,73816351	0,297136893	0,02759893	1,071825632	0,012149097	0
	2017	2,90823141	17,7388929	-0,071544129	0,018832615	1,329931516	0,010921343	0
	2018	2,045949093	17,40297673	-0,090508136	0,058869738	1,419975302	0,013549973	0
11	2019	2,302483684	17,56646913	0,079308379	0,038316065	1,394499578	0,013890123	0
	2020	1,715450668	17,47275744	0,09697514	0,029516569	1,556703465	0,012563784	0
	2021	1,749708178	17,51951827	0,033644955	0,251661356	1,190882378	0,010440847	0
	2022	#DIV/0!	#NOMBRE!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
	2016	-34,40348666	19,8424968	0,190445162	0,847981879	0,164018733	0	0,000947476
	2017	-11,60348472	20,03666639	0,738374581	0,70695855	0,370210201	0,040177563	0,00600421
	2018	32,76232854	20,62093658	-0,961111756	0,774336079	0,418233988	0,035191543	0,004272116
12	2019	46,19891817	20,57585984	-0,462433854	0,786423313	0,357005966	0,031530425	0,000155243
	2020	152,9429609	20,56437691	-2,299246508	0,779051878	0,348143115	0,031894573	0,00405575
	2021	22,90031725	20,60213557	0,850768314	0,694406252	0,469770084	0,062796828	0,003113699
	2022	#DIV/0!	#NOMBRE!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
	2016	9,708506869	19,14833585	0,306983812	0,410326049	0,81404842	0,08112341	0,001625371
	2017	10,38952657	19,42152199	0,190655319	0,250070851	0,898506551	0,062167218	0,000719684
	2018	7,733573682	19,2694068	0,107210436	0,218775137	0,908345813	0,072380941	0,00427609
13	2019	7,315379204	19,32432012	0,0987578	0,138580338	1,006738862	0,068505029	0,001810087
	2020	6,758204244	19,32236602	0,065142468	0,156174842	1,059186832	0,071760177	0,003524268
	2021	6,648157618	19,31111996	0,003075896	0,156054056	1,062888197	0,079495744	0,004955059
	2022	#DIV/0!	#NOMBRE!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
	2016	2,204180957	20,81832812	0	0,217229438	1,419798788	0,020098432	0
	2017	3,008286933	21,07023155	0	0,201752809	1,27605017	0,019141838	0
	2018	2,135692694	20,81360438	-0,005445635	0,714167071	0,437117629	0,032541885	0,009198069
14	2019	2,047523466	20,78629409	0,001209802	0,816553459	0,277952447	0,034637941	0,009015955
	2020	2,303151385	20,86584374	0,001146534	0,722366222	0,400209407	0,031747161	0,013588719
	2021	2,337366461	20,87685376	0,001793174	0,688609817	0,446845149	0,025846765	0,004352994
	2022	#DIV/0!	#NOMBRE!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
	2016	4,460480991	19,86988449	0,10551647	0,182932643	1,024266458	0,028399085	0
	2017	8,460891446	20,56649557	0,136689914	0,165858247	0,989242953	0,014150442	0
	2018	8,261462049	20,86041644	0,270447581	0,097446235	1,034012762	0,010546827	0,005898087
15	2019	6,510985702	21,14330973	0,187839338	0,065561654	1,08826511	0,007948091	0,006421189
	2020	5,398580561	21,18542769	0,183238778	0,053164706	1,124822794	0,009692968	0,002720682
	2021	4,428280211	21,1632677	0,132633639	0,074174135	1,162251518	0,009499419	0,002922107
	2022	#DIV/0!	#NOMBRE!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
	2016	1,96854913	18,72619143	0,045095033	0,865940523	0,236220552	0	0,000331129
	2017	2,474952905	18,72539708	-0,171519876	0,790153693	0,349565008	0,076474958	2,00112E-05
	2018	2,333149529	18,59236868	-0,095669009	0,902578696	0,142388055	0	0,001337411
16	2019	2,561849932	18,57213147	-0,09045997	0,921030443	0,112310411	0	7,11633E-06
	2020	0,118386282	17,65499959	-0,007524211	0	7,915038006	0	0
	2021	0,118386282	17,83192434	0	0	9,446924593	0	0
	2022	#DIV/0!	#NOMBRE!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
	2016	#DIV/0!	#NOMBRE!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
	2017	3,609978937	18,5198104	0,118205096	0,020545033	1,255562075	0,000345496	0
	2018	3,592929861	18,52279675	0,006669166	0,02048377	1,256923662	0	0
17	2019	4,271756176	18,51535807	-0,156368062	0,02063671	1,213119053	0	0
	2020	5,115683527	18,51354861	-0,162185644	0,020674086	1,174983206	0	8,69849E-07
	2021	8,12240461	18,60493672	-0,017024893	0,332796144	1,646193413	0,000291685	0
	2022	8,19167767	18,60504889	-0,00748072	0,332758818	1,648623569	0	0
	2016	#DIV/0!	#NOMBRE!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
	2017	0,095225821	18,57140271	0,05536238	0,05318917	10,88960599	0,002994432	0
	2018	0,094140392	18,59931476	0,028581398	0,048878985	11,05434023	0,002846095	0
18	2019	0,09284057	18,60961342	0,011421616	0,045561247	11,23484481	0,002816934	0
	2020	0,092487562	18,62293807	0,013555012	0,042178537	11,31404065	0,002779648	0
	2021	1,35095631	22,29097495	0,075308532	0,420005065	5,198935666	0,483298722	0,001962484
	2022	0,235827738	22,41776898	0,464224424	0,590238056	2,77153767	0,104580585	0,001355052
	2016	#DIV/0!	#NOMBRE!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
	2017	#DIV/0!	#NOMBRE!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
	2018	#DIV/0!	#NOMBRE!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
19	2019	14,43957882	19,05859176	0,035857158	0,570001345	0,478696284	0	0,000351915
	2020	14,03242503	19,10133165	0,067106854	0,546152826	0,486189921	0	0,003089563
	2021	12,29069296	19,07365604	0,045179212	0,561479041	0,474200066	0	1,94615E-05
	2022	12,24806189	19,08452319	0,013981238	0,555410397	0,480888375	0	1,81077E-05
	2016	#DIV/0!	#NOMBRE!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
	2017	-2,737871642	19,08164898	0,156591405	0,722861397	0,472527773	0,149733935	0
	2018	-2,597757294	19,06971164	0,069583438	0,602184777	0,684431251	0,15096513	0
20	2019	-2,256177642	18,97435573	0,135126088	0,521304897	0,750590474	0,166478807	0
	2020	-1,967923544	18,86126873	0,137214072	0,517382291	0,678935181	0,093951019	0
	2021	-1,883541154	18,92340685	0,142173445	0,534693482	0,542478681	0,086062805	0,014227931
	2022	-1,512407925	18,49916688	0,113591048	0,562442594	0,428389563	0,131530434	0,005282842

المصدر: من اعداد الطالبة في برنامج Excel

الملحق 05: ميزانية الشركات (الربحية معبر عنها بالمردودية المالية)

المؤسسة	السنة	خصوم متداولة	خصوم غ متداولة	اجمالي الديون	اجمالي الأموال الخاصة	اجمالي الأصول	اجمالي التثبيتات
1	2016	83 480 932,31	329 765,95	83 810 698,26	21 121 273,84	104 931 972,10	2 306 751,99
	2017	86 138 587,81	329 765,95	86 468 353,76	23 952 592,32	110 420 946,08	2 268 601,99
	2018	86 308 020,01	329 765,95	86 637 785,96	24 113 408,64	110 751 194,60	2 268 601,99
	2019	88 747 931,97	329 765,95	89 077 697,92	20 852 710,28	109 930 408,20	2 268 601,99
	2020	91 459 240,00	329 766,00	91 789 006,00	17 942 667,12	109 731 673,12	2 268 602,00
	2021	93 078 178,57	329 766,00	93 407 944,57	16 689 352,27	110 097 296,84	2 268 602,00
	2022	-	-	-	-	-	-
2	2016	262 346 124,06	70 060 982,28	332 407 106,34	12 598 709,49	345 005 815,83	126 789 239,38
	2017	221 312 269,08	90 681 708,38	311 993 977,46	13 751 965,17	325 745 942,63	105 759 897,66
	2018	348 493 603,50	76 023 484,03	424 517 087,53	13 380 594,75	437 897 682,28	101 132 774,61
	2019	421 052 648,23	23 250 436,13	444 303 084,36	12 304 099,10	456 607 183,46	67 228 152,36
	2020	471 164 342,93	24 606 375,49	495 770 718,42	12 391 615,76	508 162 334,18	37 237 646,27
	2021	130 460 640,88	16 660 464,00	147 121 104,88	12 883 013,58	160 004 118,46	19 080 044,98
	2022	-	-	-	-	-	-
3	2016	197 679 253,12	-	197 679 253,12	111 931 747,13	309 611 000,25	14 233 306,89
	2017	269 815 060,99	20 000 000,00	289 815 060,99	93 334 922,94	383 149 983,93	13 221 454,52
	2018	202 801 110,23	20 000 000,00	222 801 110,23	97 873 810,27	320 674 920,50	14 069 408,71
	2019	131 954 877,09	15 000 000,00	146 954 877,09	102 158 027,64	249 112 904,73	12 011 637,18
	2020	182 865 002,86	13 200 000,00	196 065 002,86	103 673 710,43	299 738 713,29	11 548 805,18
	2021	162 171 201,90	13 200 000,00	175 371 201,90	106 859 899,07	282 231 100,97	10 141 145,93
	2022	-	-	-	-	-	-
4	2016	136 492 500,93	4 857 837,60	141 350 338,53	4 007 808,36	145 358 146,89	25 176 132,38
	2017	132 005 668,07	4 857 837,60	136 863 505,67	3 232 618,64	140 096 124,31	23 040 557,04
	2018	102 729 855,28	4 857 837,60	107 587 692,88	3 078 828,30	110 666 521,18	22 054 601,85
	2019	109 945 074,71	4 857 837,60	114 802 912,31	2 473 057,69	117 275 970,00	18 598 041,15
	2020	96 416 008,63	4 857 837,60	101 273 846,23	2 594 052,34	122 228 682,84	36 721 571,64
	2021	76 645 564,11	4 857 837,60	81 503 401,71	3 015 030,01	103 534 017,38	38 031 183,42
	2022	-	-	-	-	-	-
5	2016	28 410 271,84	12 000 000,00	40 410 271,84	16 518 151,63	56 928 423,47	979 236,09
	2017	11 959 349,82	12 000 000,00	23 959 349,82	18 831 666,72	42 791 016,54	2 764 659,40
	2018	18 596 065,25	12 000 000,00	30 596 065,25	20 812 345,75	51 408 411,00	1 881 666,07
	2019	32 495 673,58	12 000 000,00	44 495 673,58	22 520 223,24	67 015 896,82	4 457 186,73
	2020	50 867 140,01	12 000 000,00	62 867 140,01	25 560 457,20	88 427 597,21	3 408 186,73
	2021	18 940 493,04	12 000 000,00	30 940 493,04	27 286 776,63	58 227 269,67	2 359 186,73
	2022	-	-	-	-	-	-
6	2016	689 187 015,78	48 338 553,55	737 525 569,33	1 047 302 122,10	1 784 827 691,43	242 624 520,30
	2017	765 735 926,97	100 342 476,32	866 078 403,29	1 125 992 794,26	1 992 071 197,55	265 923 233,53
	2018	3 542 812 478,88	759 952 020,38	4 302 764 499,26	1 247 808 728,18	5 550 573 227,44	412 815 414,58
	2019	15 814 034 251,38	888 934 504,72	16 702 968 756,10	1 328 666 238,92	18 031 634 995,02	622 710 972,53
	2020	-	-	-	-	-	-
	2021	-	-	-	-	-	-
	2022	-	-	-	-	-	-
7	2016	16 755 107,00	1 444 324,07	18 199 431,07	2 082 005,83	20 281 436,90	13 790 263,53
	2017	15 496 671,29	1 444 324,07	16 940 995,36	3 835 052,98	20 776 048,34	10 581 009,14
	2018	6 946 354,97	1 444 324,07	8 390 679,04	4 780 738,87	13 171 417,91	7 093 879,36
	2019	5 198 409,81	1 444 324,07	6 642 733,88	6 264 065,23	12 906 799,11	4 861 293,98
	2020	9 384 529,65	1 444 324,07	10 828 853,72	7 246 363,34	18 075 217,06	5 338 651,75
	2021	16 547 003,70	1 444 324,07	17 991 327,77	8 053 871,55	26 045 199,32	7 088 624,63
	2022	-	-	-	-	-	-
8	2016	42 566 701,08	-	42 566 701,08	- 10 302 674,76	32 264 026,32	24 015 886,98
	2017	43 556 510,01	2 980 000,00	46 536 510,01	- 12 341 555,50	34 194 954,51	23 750 790,91
	2018	54 532 273,25	2 980 000,00	57 512 273,25	- 11 278 570,24	46 233 703,01	24 529 314,75
	2019	53 856 558,02	2 980 000,00	56 836 558,02	- 10 054 666,16	46 781 891,86	24 303 201,66
	2020	4 412,87	-	4 412,87	95 587,13	100 000,00	-
	2021	7 387,79	-	7 387,79	92 612,21	100 000,00	-
	2022	-	-	-	-	-	-
9	2016	52 625 721,53	40 000 000,00	92 625 721,53	1 688 840,67	94 314 562,20	6 807 885,20
	2017	15 904 646,56	40 000 000,00	55 904 646,56	2 145 958,78	58 050 605,34	5 062 218,56
	2018	20 122 828,57	40 000 000,00	60 122 828,57	- 151 394,35	59 971 434,22	4 580 680,10
	2019	19 067 770,91	40 000 000,00	59 067 770,91	- 1 997 811,24	57 069 959,67	4 099 141,64
	2020	11 459 012,29	40 000 000,00	51 459 012,29	- 4 518 200,03	46 940 812,26	3 737 987,78
	2021	11 380 333,05	40 000 000,00	51 380 333,05	- 6 585 995,47	44 794 337,58	3 178 789,61
	2022	-	-	-	-	-	-
10	2016	-	-	-	-	-	-
	2017	1 533 074 632,00	73 000 000,00	1 606 074 632,00	731 968 858,00	2 338 043 490,00	998 245 420,00
	2018	1 718 096 045,00	73 000 000,00	1 791 096 045,00	735 913 678,00	2 527 009 722,00	995 409 909,00
	2019	2 492 565 620,53	-	2 492 565 620,53	336 232 210,05	2 901 797 830,58	973 656 344,39
	2020	2 378 624 611,62	-	2 378 624 611,62	328 316 219,60	2 779 940 831,22	959 532 691,06
	2021	-	-	-	-	-	-
	2022	-	-	-	-	-	-

11	2016	45 846 672,44	322 237,75	46 168 910,19	4 365 421,96	50 534 332,15	1 394 693,49
	2017	37 309 302,18	322 237,75	37 631 539,93	12 939 664,91	50 571 204,84	952 388,02
	2018	23 954 422,65	322 237,75	24 276 660,40	11 865 720,65	36 142 381,05	2 127 692,52
	2019	29 351 789,44	322 237,75	29 674 027,19	12 887 833,86	42 561 861,05	1 630 803,05
	2020	24 160 414,04	322 237,75	24 482 651,79	14 271 848,35	38 754 500,14	1 143 899,89
	2021	25 518 750,93	322 237,75	25 840 988,68	14 768 742,01	40 609 730,69	10 219 899,89
	2022	-	-	-	-	-	-
12	2016	384 139 329,00	42 732 528,00	426 871 857,00	- 12 407 808,00	414 464 049,00	351 458 003,00
	2017	398 377 060,89	152 371 625,00	550 748 685,89	- 47 464 076,46	503 284 609,43	355 801 357,52
	2018	487 081 659,36	388 912 760,00	875 994 419,36	26 737 855,90	902 732 275,26	699 018 170,16
	2019	516 250 827,98	328 409 607,92	844 660 435,90	18 283 121,54	862 943 557,44	678 638 931,77
	2020	541 412 054,13	306 137 450,16	847 549 504,29	5 541 605,18	853 091 109,47	664 602 230,60
	2021	576 305 685,17	272 545 633,69	848 851 318,86	37 067 229,67	885 918 548,53	615 187 378,43
	2022	-	-	-	-	-	-
13	2016	149 960 990,68	37 728 570,12	187 689 560,80	19 332 484,73	207 022 045,53	84 946 538,01
	2017	227 069 507,62	21 100 856,14	248 170 363,76	23 886 590,22	272 056 953,98	68 033 513,91
	2018	200 965 672,47	5 946 138,42	206 911 810,89	26 755 006,08	233 666 816,97	51 120 489,81
	2019	211 224 135,17	5 946 138,42	217 170 273,59	29 686 810,15	246 857 083,74	34 209 538,21
	2020	196 280 356,10	18 329 378,08	214 609 734,18	31 755 437,75	246 375 171,93	38 477 603,43
	2021	193 437 149,18	18 329 378,08	211 766 527,26	31 853 415,55	243 619 942,81	38 017 880,15
	2022	-	-	-	-	-	-
14	2016	606 307 174,22	150 203 804,28	756 510 978,50	343 216 366,24	1 099 727 344,74	238 893 153,58
	2017	885 023 791,61	176 783 615,23	1 061 807 406,84	352 960 814,74	1 414 768 221,58	285 433 462,17
	2018	715 727 111,71	29 757 698,27	745 484 809,98	349 059 961,67	1 094 544 771,65	781 687 833,52
	2019	702 929 625,81	12 644 539,46	715 574 165,27	349 482 766,46	1 065 056 931,73	869 675 922,00
	2020	800 029 144,10	4 079 636,79	804 108 780,89	349 134 141,16	1 153 242 922,05	833 063 732,99
	2021	812 550 302,16	4 079 636,79	816 629 938,95	349 380 361,47	1 166 010 300,42	802 926 139,20
	2022	-	-	-	-	-	-
15	2016	339 802 131,00	8 160 000,00	347 962 131,00	78 010 002,00	425 972 133,00	77 924 208,00
	2017	720 862 502,00	43 676 425,00	764 538 927,00	90 361 510,00	854 900 438,00	141 792 288,00
	2018	1 001 177 155,94	22 077 885,27	1 023 255 041,21	123 858 832,14	1 147 000 873,26	111 770 917,14
	2019	1 306 888 962,64	12 499 100,51	1 319 388 063,15	202 640 294,97	1 522 028 358,12	99 786 697,35
	2020	1 336 302 160,30	3 097 811,10	1 339 399 971,40	248 102 247,69	1 587 502 219,09	84 399 089,37
	2021	1 236 857 221,52	29 812 000,00	1 266 669 221,52	286 040 891,97	1 552 710 113,49	115 170 930,07
	2022	-	-	-	-	-	-
16	2016	77 030 274,35	12 978 245,88	90 008 520,23	45 723 278,57	135 731 798,80	117 535 664,84
	2017	81 416 045,40	15 178 953,44	96 594 998,84	39 029 025,02	135 624 023,86	107 163 823,33
	2018	81 235 059,66	1 874 483,96	83 109 543,62	35 621 181,84	118 730 725,46	107 163 823,33
	2019	81 811 414,44	1 874 483,96	83 685 898,40	32 666 198,50	116 352 096,90	107 163 823,33
	2020	5 875 108,56	-	5 875 108,56	49 626 598,98	46 501 707,54	-
	2021	5 875 108,56	-	5 875 108,56	49 626 598,98	55 501 707,54	-
	2022	-	-	-	-	-	-
17	2016	-	-	-	-	-	-
	2017	86 138 587,81	329 765,95	86 468 353,76	23 952 592,32	110 420 946,08	2 268 601,99
	2018	86 308 020,01	329 765,95	86 637 785,96	24 113 408,64	110 751 194,60	2 268 601,99
	2019	88 747 931,00	329 766,00	89 077 697,00	20 852 711,00	109 930 408,00	2 268 602,00
	2020	91 459 240,00	329 766,00	91 789 006,00	17 942 667,00	109 731 673,00	2 268 602,00
	2021	48 730 295,33	58 322 162,85	107 052 458,18	13 179 897,25	120 232 355,43	40 012 864,25
	2022	48 666 644,75	58 497 162,85	107 163 807,60	13 082 034,22	120 245 841,82	40 012 864,25
18	2016	-	-	-	-	-	-
	2017	10 109 013,36	-	10 109 013,36	106 158 322,23	116 267 335,59	6 184 163,12
	2018	10 286 857,40	-	10 286 857,40	109 271 453,06	119 558 310,48	5 843 888,87
	2019	10 262 032,94	-	10 262 032,94	110 533 929,20	120 795 962,14	5 503 614,62
	2020	10 363 490,86	-	10 363 490,86	112 052 806,38	122 416 297,24	5 163 340,37
	2021	535 004 178,34	2 220 773 395,90	2 755 777 574,24	2 039 871 722,40	4 795 649 296,64	2 014 196 992,33
	2022	804 867 149,97	233 976 797,73	1 038 843 947,70	4 405 096 510,91	5 443 940 458,61	3 213 220 832,89
19	2016	-	-	-	-	-	-
	2017	-	-	-	-	-	-
	2018	-	-	-	-	-	-
	2019	169 999 747,46	6 994 973,10	176 994 720,56	12 257 609,64	189 252 330,20	107 874 082,73
	2020	184 376 945,03	-	184 376 945,03	13 139 350,09	197 516 295,12	107 874 082,73
	2021	177 669 266,94	-	177 669 266,94	14 455 593,96	192 124 860,90	107 874 082,73
	2022	179 563 530,00	-	179 563 530,00	14 660 566,84	194 224 096,84	107 874 082,73
20	2016	-	-	-	-	-	-
	2017	113 585 930,85	191 519 715,29	305 105 646,14	- 111 438 988,41	193 666 657,73	139 994 150,76
	2018	111 230 042,85	199 911 715,29	311 141 758,14	- 119 773 220,85	191 368 537,29	115 239 219,96
	2019	110 946 581,92	201 503 197,29	312 449 779,21	- 138 486 337,87	173 963 441,34	90 687 993,81
	2020	110 438 340,47	205 434 364,47	315 872 704,94	- 160 510 659,01	155 362 045,93	80 381 571,21
	2021	141 803 723,62	210 631 661,11	352 435 384,73	- 187 113 185,17	165 322 199,56	88 396 702,57
	2022	110 479 640,85	208 776 458,23	319 256 099,08	- 211 091 262,95	108 164 836,13	60 836 511,05

الأصول المتداولة	النتيجة الصافية	الاهتلاكات	المصاريف المالية	المعدل الضريبي IBS	الوفر الضريبي
102 625 220,11	- 2 284 064,76	238 150,00	3 013 552,00	0,23	693 116,96
108 152 344,09	2 831 318,48	38 150,00	2 017 008,00	0,23	463 911,84
108 482 592,61	160 816,32	-	-	0,23	-
107 661 806,21	- 3 260 698,36	-	-	0,23	-
107 463 071,12	- 2 910 043,88	-	415,63	0,23	95,59
107 828 694,84	- 1 253 314,85	-	4 841,91	0,23	1 113,64
-	-	-	-	0,23	-
218 216 576,45	2 193 850,25	24 760 255,10	7 720 048,11	0,23	1 775 611,07
219 986 044,97	3 347 105,93	38 033 842,26	12 355 398,74	0,23	2 841 741,71
336 764 907,67	2 975 735,51	36 262 707,14	12 706 731,32	0,23	2 922 548,20
389 379 031,10	1 899 239,86	35 064 687,57	11 863 013,72	0,23	2 728 493,16
470 924 687,91	1 986 756,52	27 826 406,09	1 720 912,09	0,23	395 809,78
140 924 073,48	2 478 154,34	23 046 133,29	4 686 332,12	0,23	1 077 856,39
-	-	-	-	0,23	-
295 377 693,36	13 720 967,22	5 235 441,36	4 770 211,61	0,23	1 097 148,67
369 928 529,41	9 985 119,14	5 534 198,09	7 757 422,86	0,23	1 784 207,26
306 605 511,79	4 538 187,33	2 806 880,14	4 195 894,95	0,23	965 055,84
237 101 267,55	4 284 217,37	2 057 771,53	3 021 677,51	0,23	694 985,83
288 189 908,11	1 248 937,79	376 276,44	2 150 300,18	0,23	494 569,04
272 089 955,04	3 240 352,91	1 407 659,25	708 732,75	0,23	163 008,53
-	-	-	-	0,23	-
120 182 014,51	2 211 851,56	1 702 236,88	157 194,85	0,23	36 154,82
117 055 567,27	1 436 661,84	1 397 757,74	154 511,25	0,23	35 537,59
88 611 919,33	1 282 871,50	985 955,19	-	0,23	-
98 677 928,85	677 100,89	737 625,58	-	0,23	-
85 507 111,20	798 095,54	237 253,78	-	0,23	-
65 502 833,96	1 219 073,21	176 587,11	-	0,23	-
-	-	-	-	0,23	-
55 949 187,38	1 742 801,65	469 576,70	3 603,94	0,23	828,91
40 026 357,14	2 313 515,09	469 576,69	4 383,30	0,23	1 008,16
49 526 744,93	1 980 679,03	882 993,33	8 006,71	0,23	1 841,54
62 558 710,09	1 707 877,49	414 479,34	5 503,75	0,23	1 265,86
85 019 410,48	3 040 233,96	1 049 000,00	6 206,25	0,23	1 427,44
55 868 082,94	1 726 319,43	1 049 000,00	39 021,55	0,23	8 974,96
-	-	-	-	0,23	-
1 542 203 171,13	101 555 109,13	77 926 555,58	12 464 969,61	0,23	2 866 943,01
1 726 147 964,02	78 690 672,16	7 259 607,95	16 668 831,25	0,23	3 833 831,19
5 137 757 812,86	121 815 933,92	88 433 133,86	23 217 840,29	0,23	5 340 103,27
17 408 924 022,49	80 857 510,74	59 784 029,52	22 656 719,35	0,23	5 211 045,45
-	-	-	-	0,23	-
-	-	-	-	0,23	-
-	-	-	-	0,23	-
6 491 173,37	889 010,82	4 032 180,14	-	0,23	-
10 195 039,20	1 753 047,15	3 390 363,37	-	0,23	-
6 077 538,55	1 611 020,81	2 337 129,78	-	0,23	-
8 045 505,13	1 483 326,36	2 232 585,38	-	0,23	-
12 736 565,31	2 391 458,11	1 745 852,30	-	0,23	-
18 956 574,69	2 739 393,32	1 378 384,59	-	0,23	-
-	-	-		0,23	-
8 248 139,34	176 797,55	-	-	0,23	-
10 444 163,60	- 2 038 880,74	-	-	0,23	-
21 704 388,26	1 062 985,26	-	-	0,23	-
22 478 690,20	1 223 904,08	-	-	0,23	-
100 000,00	- 2 479,12	-	-	0,23	-
100 000,00	- 2 974,92	-	-	0,23	-
-	-	-		0,23	-
87 506 677,00	- 8 623 599,50	1 416 974,37	21 413,95	0,23	4 925,21
52 988 386,78	457 118,11	1 025 666,64	8 783,94	0,23	2 020,31
55 390 754,12	- 2 297 353,13	481 538,46	3 018,11	0,23	694,17
52 970 818,03	- 1 846 416,89	481 538,46	6 887,77	0,23	1 584,19
43 202 824,48	- 2 520 388,79	361 153,86	2 975,00	0,23	684,25
41 615 547,97	- 2 067 795,44	559 198,17	3 877,37	0,23	891,80
-	-	-	-	0,23	-
-	-	-	-	0,23	-
1 339 798 070,00	3 811 808,00	15 433 925,00	182 994,00	0,23	42 088,62
1 531 599 813,00	3 944 819,00	5 471 645,00	10 368 195,00	0,23	2 384 684,85
1 928 141 486,19	4 416 162,34	19 696 484,72	7 301 162,89	0,23	1 679 267,46
1 820 408 140,16	- 5 527 415,45	21 550 477,09	24 941 175,89	0,23	5 736 470,45
-	-	-	-	0,23	-
-	-	-	-	0,23	-

49 139 638,66	1 297 127,92	613 946,48	-	0,23	-
49 618 816,82	- 925 757,05	552 305,47	-	0,23	-
34 014 688,53	- 1 073 944,26	489 728,30	-	0,23	-
40 931 058,00	1 022 113,21	591 189,47	-	0,23	-
37 610 600,25	1 384 014,49	486 903,16	-	0,23	-
30 389 830,80	496 893,66	424 000,00	-	0,23	-
-	-	-		0,23	-
63 006 046,00	- 2 363 007,00	-	1 707 368,00	0,23	392 694,64
147 483 251,91	- 35 046 267,59	20 220 749,11	13 138 375,26	0,23	3 021 826,31
203 714 105,10	- 25 698 067,64	31 768 541,46	16 767 726,64	0,23	3 856 577,13
184 304 625,67	- 8 454 734,36	27 208 977,02	582 460,18	0,23	133 965,84
188 488 878,87	- 12 741 516,36	27 208 977,02	15 043 147,81	0,23	3 459 924,00
270 731 170,10	31 535 624,49	55 632 874,99	11 993 407,32	0,23	2 758 483,68
-	-	-	-	0,23	-
122 075 507,52	5 934 759,86	16 794 334,26	1 462 989,36	0,23	336 487,55
204 023 440,07	4 554 105,49	16 913 024,10	851 282,70	0,23	195 795,02
182 546 327,16	2 868 415,86	16 913 024,10	4 344 262,54	0,23	999 180,38
212 647 545,53	2 931 804,07	16 910 951,60	1 942 751,79	0,23	446 832,91
207 897 568,50	2 068 627,60	17 679 926,02	3 775 182,81	0,23	868 292,05
205 602 062,66	97 977,80	19 366 748,54	5 248 483,84	0,23	1 207 151,28
-	-	-	-	0,23	-
860 834 191,16	-	22 102 795,62	-	0,23	-
1 129 334 759,41	-	27 081 264,20	-	0,23	-
312 856 938,13	- 1 900 853,07	35 618 549,89	43 772 599,94	0,23	10 067 697,99
195 381 009,73	422 804,79	36 891 379,33	41 750 025,27	0,23	9 602 505,81
320 179 189,06	400 294,03	36 612 189,01	68 135 191,83	0,23	15 671 094,12
363 084 161,22	626 499,64	30 137 593,79	22 067 984,12	0,23	5 075 636,35
-	-	-	-	0,23	-
348 047 925,00	8 231 340,00	12 097 219,00	-	0,23	-
713 108 150,00	12 351 507,00	12 097 219,00	-	0,23	-
1 035 229 956,12	33 497 321,56	12 097 219,79	29 413 526,42	0,23	6 765 111,08
1 422 241 660,77	38 063 818,92	12 097 219,79	42 492 308,69	0,23	9 773 231,00
1 503 103 129,72	45 461 952,72	15 387 607,98	18 778 645,09	0,23	4 319 088,37
1 437 539 183,42	37 938 644,28	14 749 843,38	19 726 892,88	0,23	4 537 185,36
-	-	-	-	0,23	-
18 196 133,96	2 061 892,74	-	195 411,65	0,23	44 944,68
28 460 200,53	- 6 694 253,55	10 371 841,51	11 800,00	0,23	2 714,00
11 566 902,13	- 3 407 843,18	-	690 399,13	0,23	158 791,80
9 188 273,57	- 2 954 983,34	-	3 600,00	0,23	828,00
46 501 707,54	- 373 401,02	-	-	0,23	-
55 501 707,54	-	-	-	0,23	-
-	-	-	-	0,23	-
-	-	-	-	0,23	-
108 152 344,09	2 831 318,48	38 150,00	-	0,23	-
108 482 592,61	160 816,32	-	-	0,23	-
107 661 806,00	- 3 260 698,00	-	-	0,23	-
107 463 071,00	- 2 910 043,00	-	415,00	0,23	95,45
80 219 491,18	- 224 386,34	35 070,00	-	0,23	-
80 232 977,57	- 97 863,03	-	-	0,23	-
-	-	-	-	0,23	-
110 083 172,47	5 877 177,35	348 154,64	-	0,23	-
113 714 421,61	3 123 130,85	340 274,25	-	0,23	-
115 292 347,52	1 262 476,12	340 274,25	-	0,23	-
117 252 956,87	1 518 877,18	340 274,25	-	0,23	-
2 781 452 304,31	153 619 745,16	2 317 731 175,75	40 919 065,96	0,23	9 411 385,17
2 230 719 625,72	2 044 953 389,34	569 330 478,34	32 073 134,91	0,23	7 376 821,03
-	-	-	-	0,23	-
-	-	-	-	0,23	-
-	-	-	-	0,23	-
81 378 247,47	439 523,05	-	289 568,52	0,23	66 600,76
89 642 212,39	881 740,45	-	2 653 213,20	0,23	610 239,04
84 250 778,17	653 092,34	-	16 256,67	0,23	3 739,03
86 350 014,11	204 972,88	-	15 291,07	0,23	3 516,95
-	-	-	-	0,23	-
53 672 506,97	- 17 450 387,80	28 998 470,65	-	0,23	-
76 129 317,33	- 8 334 232,44	28 889 976,15	-	0,23	-
83 275 447,53	- 18 713 117,02	28 961 226,15	-	0,23	-
74 980 474,72	- 22 024 321,14	14 596 422,60	-	0,23	-
76 925 496,99	- 26 602 526,16	14 228 092,27	10 226 925,50	0,23	2 352 192,87
47 328 325,08	- 23 978 077,78	14 226 967,89	2 484 424,96	0,23	571 417,74

المصدر: من اعداد الطالبة في برنامج Excel

فهرس

الإهداء I

الشكر II

الملخص: III

قائمة المحتويات IV

قائمة الجداول: VI

قائمة الاشكال VII

قائمة الملاحق VII

قائمة الرموز والاختصارات: VIII

توطئة ..... أ

الفصل الأول: الهيكل المالي والنظريات المفسرة له

تمهيد: 1

المبحث الأول: الهيكل المالي 2

المطلب الأول: الهيكل المالي ومحدداته 2

الفرع الأول: تعريف الهيكل المالي 2

الفرع الثاني: محددات الهيكل المالي: 3

المطلب الثاني: نماذج مدغلياني وميلر M&M 6

المطلب الثالث: الانتقادات الواردة في حق نماذج M&M 6

المبحث الثاني: النظريات البديلة لنموذج M&M: 8

المطلب الاول: نظرية تسلسل مصادر التمويل Pecking Order Theory (POT) 8

المطلب الثاني: نظرية الاشارة Signaling Theory (ST): 9

المطلب الثالث: نظرية توقيت السوق Market timing theory (MTT) : 10

المبحث الثالث: نظرية المعاوضة The Trade-Off Theory (TOT): 12

المطلب الأول: تأثير الاستدانة في ظل تكلفة الإفلاس 12

الفرع الأول: مفهوم الإفلاس 12

الفرع الثاني: تأثير الإفلاس على الدائنين والمساهمين 13

المطلب الثاني: تأثير الاستدانة في ظل تكلفة الوكالة 15

الفرع الأول: مفهوم تكلفة الوكالة 15

الفرع الثاني: الصراع بين المساهمين والمسيرين 15

الفرع الثالث: الصراع بين المساهمين والمقرضين 16

المطلب الثالث: تأثير الاستدانة في ظل وجود الضرائب وتكاليف الافلاس والوكالة 17

المبحث الرابع: الأدبيات التطبيقية ومناقشتها 20

المطلب الأول: الأدبيات التطبيقية العربية ومناقشتها 20

المطلب الثاني: الادبيات التطبيقية الأجنبية ومناقشتها 22

خلاصة الفصل الأول 26

الفصل الثاني: الدراسة القياسية لتعزيز قيمة الشركة في ظل نظرية المعاوضة

المبحث الأول: طريقة وأدوات الدراسة 29

المطلب الأول: مجتمع ومتغيرات الدراسة 29

المطلب الثاني: الأدوات المستخدمة في الدراسة.....30

المبحث الثاني: نتائج الدراسة ومناقشتها.....33

المطلب الأول: نتائج الدراسة (الدراسة الإحصائية).....33

المطلب الثاني: مناقشة نتائج الدراسة.....36

الفرع الأول: تقدير النماذج القياسية.....38

الفرع الثاني: اختيار النموذج الأنسب للدراسة الاختبارات (المفاضلة بين النماذج) 50

الفرع الثالث: استنتاجات الدراسة (الحل).....58

خلاصة الفصل 60

الخاتمة 61

المصادر والمراجع 63

الملاحق 66

فهرس 80