

جامعة قاصدي مرباح، ورقلة - الجزائر
كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم المالية والمحاسبة



مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة Master أكاديمي، الطور الثاني
في ميدان: علوم الاقتصاد والتسيير وعلوم التجارية
قسم علوم مالية ومحاسبة، تخصص مالية مؤسسة
بعنوان :

أثر المزيج التمويلي على ربحية المؤسسات الاقتصادية "دراسة لعينة من المؤسسات المدرجة في بورصة الدار البيضاء للفترة (2013- 2018)"

من إعداد الطالبتين :

❖ شريفة بوقصة
❖ فاطمة عماري

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ 2019/06/18

أمام اللجنة مكونة من السادة :

د/- تلي سعيدة.....(أستاذ محاضر "أ" ، جامعة ورقلة) رئيسا
د/- لمياء عماني.....(أستاذ، جامعة ورقلة) مشرفا ومقررا
د/- صديقي صفيية.....(أستاذ محاضر "أ"، جامعة ورقلة) مناقشا

السنة الجامعية : 2019/2018

جامعة قاصدي مرباح، ورقلة - الجزائر
كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم المالية والمحاسبة



مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي، الطور الثاني
في ميدان : علوم الاقتصادية والتسيير وعلوم التجارية
قسم علوم مالية ومحاسبة، تخصص مالية مؤسسة
بعنوان :

أثر المزيج التمويلي على ربحية المؤسسات الاقتصادية

"دراسة لعينة من المؤسسات المدرجة في بورصة الدار البيضاء للفترة (2013-
2018)"

من إعداد الطالبتين :

❖ شريفة بوقصة

❖ فاطمة عماري

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ: 2019/06/18

أمام اللجنة مكونة من السادة :

د/- تلي سعيدة.....(أستاذ محاضر "أ" ، جامعة ورقلة) رئيسا

د/- لمياء عماني.....(أستاذ، جامعة ورقلة) مشرفا ومقررا

د/- صديقي صفية.....(أستاذ محاضر "أ"، جامعة ورقلة) مناقشا

السنة الجامعية : 2019/2018

الإهداء

بسم الله الرحمن الرحيم

"وَقُلِ اعْمَلُوا فَسَيَرَى اللَّهُ عَمَلَكُمْ وَرَسُولُهُ وَالْمُؤْمِنُونَ" صدق الله العظيم

.....

إلحي لا يطيب الليل إلا بتأملك لا يطيب النهار إلا بعبادتك والعمل عبادة، فيرب تقبل مني هذا العمل المتواضع الذي أهديه بدوري إلى من بلغ الرسالة وأدى الأمانة ونصح الأمة إلى نبي الله ﷺ .

إلى من كللها الله بالهبة والوقار إلى من علمتني العطاء بدون انتظار

إلى من أحمل اسمها في قلبي في كل افتخار أمني العزيزة أطال الله في عمرك لتين ثمارا قد حان قطافها بعد طول انتظار

إلى روح أبي الزكية الطاهرة "رحمه الله"

إلى أخي ورفيق دربي في هذه الحياة، معك أكون كل شيء وبدونك أكون مثل أي شيء أريد أن أهديك احترامي على مواقفك

النبيلة أخي "العيد" وابنته البرعمة أفتال التي أرى التفاضل بعينها وضحكها .

إلى من بذل معي جهد ولم ينتظر مني عطاء إلى خطيبي "نسيم ساحلي"

إلى كل الإخوة والأخوات إلى الأصدقاء الذين كانوا معي على طريق النجاح

إلى كل من علمني حرف في هذه الدنيا

إلى كل هؤلاء أهدي هذا العمل المتواضع ونسأل الله أن يجعله مبراة لكل طالب علم .

بوقصة شريفة

الإهداء

.....

إليك أنت يا فرحتي وقرّة عيني وسويداء قلبي، إلى أحلى ثلاثة حروف نطقها لساني وعشقتها قلبي إلى أعلى الناس

"أمي"

هذه ثمرة السنين أهديتها لكعي وأنا رافعة الجبين كنت لي أفضل معين فلن أنسى فضلك إلى يوم الدين

إليك يا صاحب الكف الحنون والصدر الدافئ إليك يا من سقيتنا من شبابك حب العمل والمثابرة لنتمتع بضلال النجاح لك

يا "أبي"

وإلى من كانوا سندي وعوني في مسيرتي الدراسية إخواني وأخواتي : أمال، أم كلثوم، إدريس، إسماعيل

إلى من كانوا ملاذي وملجئي إلى من تذوقت معهم أجمل اللحظات صديقاتي وزميلاتي

إلى من جمعني بها القدر فكانت خير رفقة لي وسندي : سعاد مرزوق

إلى كل من علمني حرفاً طيلة فترة دراستي من التعليم الابتدائي إلى الجامعي أساتذتي الكرام

ويفيض القلم الباكي إلى كل من وسعته ذاكرتي ولم تسعه مذكرتي

إلى جميع هؤلاء أهدى ثمرة جهدي.

عماري فاطمة

شكر وتقدير

بسم الله الرحمن الرحيم

" رَبِّ أَوْزِعْنِي أَنْ أَشْكُرَ نِعْمَتَكَ الَّتِي أَنْعَمْتَ عَلَيَّ وَعَلَىٰ وَالِدَيَّ وَأَنْ أَعْمَلَ صَالِحًا تَرْضَاهُ وَأَدْخِلْنِي

بِرَحْمَتِكَ فِي عِبَادِكَ الصَّالِحِينَ" صدق الله العظيم (سورة النمل - آية 19)

قال رسول الله " من لا يشكر الناس لا يشكر الله " صدق رسول الله .

الحمد لله على إحسانه وتوفيقه وامتنانه لنا بعد رحلة بحث وجهد والاجتهاد تكللت بإنجاز هذا البحث المتواضع الذي

نشكر من خلاله الله عز وجل على نعمه التي منى بها علينا وهو العلي القدير .

كما لا يسعنا إلا أن نخص بشكر والتقدير وبأسمى عبارات الاحترام إلى أستاذة الدكتور "عماني لمياء " التي شرفتنا بإشرافها على

مذكرة بحثنا كما لا تكفينا حروف هذا البحث بإفائها حقها في صبرها الكبير وتوجهاتها العلمية التي لا تقدر بثمن .

كما لا ننسى المساعدات التي قدمت لنا من طرف الأستاذة "كيحلي عائشة سلمى"

كما تقدم بشكر الجزيل بكل من أسهم بمد يد العون في إنجاز هذا العمل فنخص بالذكر أستاذتنا الكرام الذين أشرفوا على تكوين

دفعه "مالية المؤسسة" والأستاذة القائمين على عمادة إدارة الكلية وعمال المكتبة الذين كانوا عوناً لنا في بحثنا هذا ونورا يضيئ

ظلمة التي كانت تقف أحياناً في طريقنا . كما أشكر الأخت والصديقة "ريم قنون" التي كانت شمعة نرى بها كل ما ذاقنا بنا

المعلومات لإتمام هذا البحث .

كما تقدم بخالص الشكر والتقدير إلى كل من ساعدنا من قريب أو بعيد في إنجاز هذا العمل المتواضع .

الطالبتين : شريفة / فاطمة

المخلص :

تهدف هذه الدراسة إلى مناقشة إشكالية تأثير المزيغ التمويلي على ربحية المؤسسات موضع الدراسة، وهي عينة من المؤسسات المدرجة في بورصة الدار البيضاء للأوراق المالية. ومن أجل معالجة هذه الإشكالية تم الاعتماد على البيانات المنشورة للمؤسسات عينة الدراسة وهي تسع مؤسسات موزعة على أربعة قطاعات للبناء والعقارات.

تم استخدام نموذج " panel data " لدراسة العلاقة بين المزيغ التمويلي كمتغير مستقل مقاس بـ (نسبة الديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة ونسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الديون) وبين ربحية المؤسسات كمتغير تابع مقاس بمعدل العائد على الأصول ROA، حيث تم التوصل إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة ومعدل العائد على الأصول، وعدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الديون وبين معدل العائد على الأصول.

الكلمات المفتاحية : مزيغ تمويلي، ربحية المؤسسات، ديون طويلة الأجل، معدل العائد على الأصول، أموال خاصة.

Abstract

This study aims to discuss the effect of the financial mix on the studied corporates profitability, which is a sample of institutions listed on the Casablanca Stock Exchange. The treatment of this problem was based on data published for the sample of the study, which are nine institutions distributed in four sectors of construction and real estate.

The "data panel" model was used to examine the relationship between the finance mix as an independent variable measured by long-term debt to equity ratio and long-term debt to total debts ratio and the profitability as a dependent variable measured by the return on assets. A statistically significant relationship was found between long-term debt to equity ratio and return on assets rate, and absence of statistically significant relationship between long-term debt to total debts ratio and the return on assets rate.

Keywords: financing mix, corporate profitability, long-term debt, return on assets, equity.

قائمة المحتويات

V	الإهداء 1
VI	الإهداء 2
VII	شكر وتقدير
VIII	الملخص
IX	قائمة المحتويات
X	قائمة الجداول
XI	قائمة الأشكال البيانية
XII	قائمة الاختصارات والرموز
XIII	قائمة الملاحق
أ	مقدمة

الفصل الأول : الأدبيات النظرية والتطبيقية حول المزيج التمويلي والربحية

3	المبحث الأول : الأدبيات النظرية حول المزيج التمويلي وربحية المؤسسات الاقتصادية
20	المبحث الثاني : الدراسات السابقة حول المزيج التمويلي والربحية
	الفصل الثاني : دراسة تطبيقية حول المزيج التمويلي وتأثيره على ربحية المؤسسات المدرجة في بورصة الدار البيضاء
29	المبحث الأول : الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة
34	المبحث الثاني : عرض ومناقشة النتائج المتوصل إليها
43	خاتمة
43	قائمة المصادر والمراجع
43	الملاحق
43	الفهرس

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
23	مقارنة بين الدراسات السابقة	الجدول 1.1
25	أوجه الاختلاف بين الدراسة السابقة الحالية والدراسات السابقة	الجدول 2.1
30	المؤسسات عينة الدراسة	الجدول 1.2
31	متغيرات المستقلة للدراسة وكيفية حسابها	الجدول 2.2
34	نتائج الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة	الجدول 3.2
36	نتائج تقدير أثر المزيج التمويلي وربحية المؤسسات الاقتصادية	الجدول 4.2
38	اختبار لاغرونج LM	الجدول 5.2
38	نتائج اختبار Hausman	الجدول 6.2
39	نتائج تقدير معلمات نموذج التأثيرات الثابتة	الجدول 7.2

قائمة الأشكال البيانية

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
9	تمودجين من الفطيرة PIE للهيكال الالمويلي	الشكل 1.1
31	نموزج الدراسة	الشكل 1.2
35	التمثيل النقطي للربحية بدلالة المؤشرات	الشكل 2.2
40	مناطق القبول والرفض لاختبار DW	الشكل 3.2

قائمة الاختصارات والرموز

المصطلح باللغة العربية	المصطلح باللغة الأجنبية	الاختصارات
العائد على المبيعات	Return On Sales	ROS
العائد على الأصول	Return On Assets	ROA
العائد على حقوق الملكية	Return On Equity	ROE
نموذج الفطيرة	Pie Model	PIE
العائد على السهم الواحد	Earnings Per Share	EPS
نموذج الانحدار التجميعي	Aggregate Regression Model	PRM
نموذج التأثيرات الثابتة	Fixed Effects Model	FEM
نموذج التأثيرات العشوائية	Random Effects Model	REM
دوربين واتسون	Durbin-Watson	DW
مضاعف لاغرونج	Lagrange Multipliers	LM
معامل التحديد	R-squared	R ₂

قائمة الملاحق

الصفحة	عنوان الملحق	رقم الملحق
51	متغيرات العينة المدروسة خلال الفترة (2013-2018)	الملحق 1
52	نتائج تقدير أثر مؤشرات المزيج التمويلي وربحية المؤسسات الاقتصادية	الملحق 2
55	اختبارات المقاضلة بين النماذج	الملحق 3

مقدمة

توطئة:

استحوذ المزيج التمويلي للمؤسسة على اهتمام العديد من الباحثين في مجال الإدارة المالية، حيث توصلوا إلى أن هناك عدة عوامل تؤثر في تشكيله، كما أن تركيبة هذا المزيج التمويلي تؤثر بدورها على عدة متغيرات ذات أهمية، ولعل من أبرزها متغير الربحية. حيث يوجد أمام المؤسسة مصادر تمويل متعددة تتباين في خصائصها وتختلف في تكاليفها وشروط الحصول عليها، وبسبب تنوعها واختلاف أشكالها يزيد الاهتمام بالطريقة التي يتم بها تشكيل المزيج التمويلي بين أموال الملكية وأموال الاستدانة، وبين التمويل طويل الأجل والتمويل قصير الأجل، أي اختيار المزيج المتجانس من مصادر التمويل بعد دراسة تكلفة كل مصدر من تلك المصادر والذي من خلاله ستمتكن المؤسسة من تعظيم مستوى ربحيتها. وهنا يقع على عاتق المدير المالي اختيار المزيج التمويلي الأنسب والذي يوضح العناصر التي ينبغي أن تعتمد عليها المؤسسة في تمويل موجوداتها، ونسبة كل عنصر فيه، مع الأخذ بعين الاعتبار الموازنة بين العائد والمخاطر الناجمين عن المزيج التمويلي المستهدف، أي أن تكون المخاطر الناجمة عن استخدام مصدر التمويل منخفضة التكلفة، والمتزامنة مع العائد الذي تحققه والمتمثل في زيادة الربحية.

الإشكالية الرئيسية :

يمكن صياغة الإشكالية في السؤال المحوري التالي :

هل هناك أثر للمزيج التمويلي على ربحية المؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الدار البيضاء خلال الفترة (2013-2018) ؟

التساؤلات الفرعية :

وبناء على إشكالية الدراسة لا بد من طرح بعض التساؤلات الفرعية التالية :

- ✓ هل هناك علاقة بين نسبة الديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة ومعدل العائد على الأصول للمؤسسات المدرجة في بورصة الدار البيضاء للفترة 2013-2018 ؟
- ✓ هل هناك علاقة بين نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الديون ومعدل العائد على الأصول للمؤسسات المدرجة في بورصة الدر البيضاء للفترة 2013-2018 ؟

فرضيات البحث : للإجابة على التساؤلات الفرعية تم وضع الفرضيات التالية :

- ✓ هناك علاقة إيجابية بين نسبة الديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة وبين معدل العائد على الأصول للمؤسسات المدرجة في بورصة الدار البيضاء؛
- ✓ هناك علاقة إيجابية بين نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الديون وبين معدل العائد على الأصول للمؤسسات المدرجة في بورصة الدار البيضاء.

مبررات إختيار الموضوع : تتمثل أهم دوافع إختيار موضوع البحث في جملة من الأسباب هي :

- تعد مسألة تمويل المؤسسة الاقتصادية، ودراسة وتقييم تركيبية مزيجها التمويلي من بين المواضيع الحساسة ذات الأهمية البالغة في مجال مالية المؤسسة؛
- الميول والرغبة في دراسة الموضوع من الجانب المالي؛
- توافق الموضوع مع التخصص العلمي.

أهداف الدراسة : تهدف هذه الدراسة إلى معالجة بعض النقاط نذكر منها مايلي :

- التعرف على مفهوم المزيج التمويلي والمصادر المعتمد عليها في التمويل؛
- معرفة مدى تأثير المزيج التمويلي على ربحية المؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الدار البيضاء؛
- وتهدف هذه الدراسة وبشكل أساسي إلى إختبار العلاقة بين تركيبية المزيج التمويلي وربحية المؤسسة.

أهمية الدراسة :

يعتبر موضوع المزيج التمويلي من أهم القضايا التي نالت إهتمام البحث العلمي من أجل تفسير السلوك التمويلي للمؤسسة الاقتصادية، وبالتالي تنبع أهمية هذه الدراسة من أنها تساعد على التعرف على طبيعة العلاقة بين المزيج التمويلي في المؤسسات المدرجة في بورصة الدار البيضاء وربحية تلك المؤسسات، حيث تعد هذه الدراسة امتدادا لمجموعة من الدراسات السابقة.

حدود الدراسة : تتلخص حدود الدراسة فيما يلي :

الحدود المكانية: تمت الدراسة على عينة مكونة من 09 مؤسسات للبناء والعقارات موزعة على 04 قطاعات مدرجة في بورصة الدار البيضاء؛

الحدود الزمنية: اقتصرت الفترة الزمنية لهذه الدراسة على السنوات (2013-2018).

المنهج والأدوات المستخدمة :

من أجل معالجة الموضوع والوصول إلى النتائج المرجوة، اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي وهو المنهج الموافق لدراسة الجانب النظري، الذي يستدعي جمع البيانات والمعلومات وتنظيمها وعرضها بشكل تسلسلي والإحاطة بكافة المفاهيم المتعلقة بالمزيج التمويلي والربحية والدراسات السابقة هذا فيما يخص الفصل الأول. أما في الجانب التطبيقي فقد إستخدمنا المنهج القياسي، وذلك بتطبيق أدوات الاقتصاد القياسي الكمية المتمثلة في Excel و Word، ومن أجل تحقيق أهداف البحث تم الاعتماد على نموذج السلاسل الزمنية المقطعية (بانل) لتحليل النتائج المتحصل عليها من. خلال استخدام البرنامج الاحصائي 9 Eviews.

مرجعية الدراسة : في بحثنا هذا حاولنا الاستعانة بمراجع مختلفة :

المصادر الأولية : قد تمثلت في القوائم المالية التي تم الحصول عليها من موقع بورصة الدار البيضاء.

المصادر الثانوية : وتمثلت في الكتب والدراسات السابقة التي لها صلة بالموضوع.

صعوبات الدراسة : خلال إعدادنا لهذا البحث واجهنا بعض الصعوبات والعراقيل :

- صعوبة الحصول على بعض المعلومات والبيانات من موقع بورصة الدار البيضاء، بسبب وجود العديد من البيانات المفقودة؛
- صعوبة تطبيق المنهجية بشكل دقيق؛
- الظروف السياسية المفاجئة المصاحبة لقرارات طارئة كتقديم وتمديد العطلة الربيعية.

هيكل الدراسة :

للإجابة على إشكالية الدراسة ولتحقيق أهدافها مع المحافظة على الإلتزام بطريقة IMRAD، إقتضت الضرورة تناول الموضوع في فصلين، سبقتهم مقدمة لتنتهي الدراسة بخاتمة، تمثلت فصول هذه الدراسة في :

الفصل الأول : وهو الفصل المتعلق بالجانب النظري لهذه الدراسة، حيث تم تقسيمه إلى مبحثين، خصص المبحث الأول لعرض المفاهيم المتعلقة بالمزيج التمويلي ثم التعرف على المفاهيم الأساسية حول الربحية، أما المبحث الثاني فقد خصص لعرض وتقييم الدراسات السابقة ذات الصلة بموضوع الدراسة.

الفصل الثاني : وهو الفصل المتعلق بالجانب التطبيقي من الدراسة، حيث تم تقسيمه إلى مبحثين، خصص المبحث الأول لعرض الطريقة والأدوات المعتمدة في الدراسة، أما المبحث الثاني فقد خصص لتحليل ومناقشة نتائج الدراسة.

الفصل الأول

الأدبيات النظرية والتطبيقية حول المزيج التمويلي
والربحية

تمهيد

تشكل مسألة التمويل موضوعا حساسا في المؤسسة الاقتصادية، هذا ما جعل العديد من الباحثين والمختصين في مجال مالية المؤسسة يهتمون بدراسة وتحليل تركيبة المزيج التمويلي للمؤسسة الاقتصادية من عدة جوانب، من خلال هذا الفصل سيتم عرض الجوانب النظرية المرتبطة بالدراسة مما ورد في الأدب المالي، حيث سيتم التطرق للجوانب الفكرية التي تربط بين المزيج التمويلي وأثره على ربحية المؤسسات الاقتصادية.

إضافة إلى ذلك سيتم التطرق إلى دراسات سابقة لها صلة بالموضوع بغرض تيسير فهم بعض المتغيرات، ومنه فإننا حاولنا أن يكون هيكل هذا الفصل كالتالي :

✓ **المبحث الأول :** الأدبيات النظرية حول المزيج التمويلي و ربحية المؤسسات الاقتصادية

✓ **المبحث الثاني :** الدراسات والأبحاث العلمية السابقة ذات صلة بموضوع الدراسة

المبحث الأول : الأدبيات النظرية حول المزيج التمويلي وربحية المؤسسات الاقتصادية

يجب على المسير المالي اختيار التوليفة المثلى للمؤسسة والتي تسمح بتحقيق مردودية أعلى وتكاليف أقل، وتسمى هذه التوليفة بالمزيج التمويلي، ومدى استخدام المصادر التمويلية المتاحة أمامها بما يضمن لها تشكيل الثروة ورفع من ربحيتها، حيث كلما استطاعت الشركة اختيار المزيج التمويلي المناسب كلما ساهم ذلك في زيادة ربحيتها.

المطلب الأول : مدخل مفاهيمي حول ربحية المؤسسات

تعتبر الربحية من الأهداف الأساسية لجميع المؤسسات وأمر ضروري لبقائها واستمرارها، كما يعتبر هدف تحقيق الربح من الأمور الأساسية التي يتطلع إليها المستثمرون ومؤشر هام للدائنين وأداة هامة لقياس كفاءة المؤسسة.

الفرع الأول : مفهوم الربحية

لا بد من الإشارة هنا إلى أن هناك فرق بين مفهوم الربح والربحية، الربح يعني صافي الدخل الذي تظهره قائمة الدخل ويمثل الفرق بين إيرادات المؤسسة ومصاريفها، أما بالنسبة للربحية فهي تشير إلى الربح المنسوب إلى بعض المكونات من الميزانية العمومية أو قائمة الدخل¹.

كما تعرف الربحية على أنها ترتيب وتنظيم استخدامات ومصادر أموال المؤسسة من طرف المدير المالي (في نطاق سلطته)، بطريقة تمكن الملاك في الفترة الطويلة من الحصول على عائد على أموالهم المستثمرة، لا يقل ارتفاعاً عن العائد الذي يمكنهم تحقيقه من استثمارات بديلة والتي تتعرض لنفس الدرجة من الخطر².

تعرف كذلك على أنها قدرة الشركة على توليد الدخل، وإذا لم تتمكن هذه الشركة من توليد دخل كافي، سيتم اعتبارها فاشلة اقتصادياً وبالتالي تعريض نفسها لخطر الاختفاء³.

يتضح من المفاهيم السابقة أن ربحية الشركات تتأثر بكيفية استخدام الموارد ومصادر الأموال وتهدف إلى تمكين أصحاب المشروع من الحصول على أكبر عائد ممكن في ظل التقليل من المخاطر، واستخدام المؤسسة لأموالها وأصولها المتاحة بفاعلية وتحويلها إلى أرباح التي تمكنها من تجديد هذه الأصول وتحسين جودة منتجاتها والاستثمار في مجالات جديدة.

الفرع الثاني : العوامل المؤثرة على ربحية المؤسسات الاقتصادية

تتأثر الربحية بعدة عوامل تؤدي إلى زيادتها أو نقصانها⁴ :

1- المبيعات والإيرادات : فلا شك أن مقدار الربح يرتبط بشكل أساسي بمقدار النتائج والإيرادات الناجمة على المبيعات أو النشاطات التجارية الأخرى التي تمارسها المؤسسة. فمع زيادة المبيعات مثلاً، يمكن أن يزداد الربح كما أنه يمكن أن يتعرض للانخفاض مع تدني المبيعات.

¹ السايح عثمان، قياس تأثير تركيبة رأس المال على ربحية الشركات، مذكرة ماستر، جامعة قاصدي مبراح، ورقلة، 2014، ص8.

² جميل أحمد توفيق، أساسيات الإدارة المالية، دار النهضة العربية، الإسكندرية، 11-749، ص 62.

³ Jemes Kehinde, Sikiru O. Ashamu, financial structure mix effect on growth and earning of small and medium enterprises, International journal of humanities and social science, Nigeria, No.4, 2014, (132-137), p 123..

⁴ كنجو عبود كنجو، إبراهيم وهي فهد، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 1997، ص 263-265.

- 2- النفقات والمصاريف : تمارس التكاليف والمصاريف المختلفة أثر مماثل على الربح، حيث أن قلة النفقات والمصاريف على اختلاف أنواعها تساعد على زيادة الربح، بينما ارتفاع المصاريف والنفقات تساعد في تخفيضات مقدار الأرباح.
- 3- السيولة : لا شك أن مقدار السيولة النقدية المتوفرة ورأس المال العامل والثابت أثرا على زيادة الأرباح أو نقصانها، فقد يؤدي توفر السيولة إلى إمكانية الاستفادة من الفرص المتاحة للاستثمار أو الحصول على بعض الحسومات النقدية والكمية، وهذا يؤدي إلى زيادة الربح أو الحصول على آلات وأصول ثابتة متطورة. من خلال رأس المال الثابت يمكن أن يزداد الإنتاج وتحسن نوعيته وهذا يحقق في النهاية دخلا مناسباً، وقد يكون لرأس المال العامل دوراً سلبياً على زيادة الربح، فوجود كمية كبيرة من المخزون في مستودعات المؤسسة يكون لها أثراً عكسياً على الربح وخاصة ما يتعلق بالمخزون السلعي.
- 4- الأسعار السائدة في السوق : إن قيمة المبيعات ترتبط بمستوى الأسعار، فعندما تكون أسعار المنتجات المؤسسة مرتفعة فإنها تحصل على أرباح أكبر من الحالة التي تكون أسعار منتجاتها منخفضة. ولا شك أن تحقيق سعر مرتفع في السوق يتطلب من المؤسسة أن تسعى إلى تحسين نوعية منتجاتها وتقديم شروط مناسبة للزبائن والمستهلكين سواء ما يتعلق بالسلعة أو شروط الشراء ومنح الائتمان.
- 5- سياسة الإهلاك التي تتبعها المؤسسة : إن سياسة الاستهلاك السريع تترافق غالباً باقتطاع مخصصات عالية للاستهلاك، وهذا يؤدي إلى ظهور الأرباح بشكل أقل مما لو تم إتباع سياسة الاستهلاك الثابتة.
- 6- معدل الضريبة المفروض على الأرباح : لا شك أن ارتفاع معدلات الضريبة يؤدي إلى اقتطاع أقساط أكبر وهذا ما يؤدي إلى تخفيض صافي الربح.
- 7- الإعانات والتحويلات : التحويلات والإعانات التي تتلقاها المؤسسة تساعد على زيادة الأرباح، بينما على عكس من ذلك تنخفض أرباح المؤسسة عندما تلتزم بتقديم بعض الإعانات للغير.
- 8- الاحتياطات المحجوزة في المؤسسة تؤثر على مقدار الربح القابل للتوزيع.
- 9- التطور التقني الذي توصلت إليه المؤسسة : حيث أن الآلات الحديثة التي تتوفر في الفترة الحالية تساهم كثيراً في زيادة الإنتاج وتخفيض التكلفة، وبالتالي تساعد على تحقيق عوائد مناسبة وأرباح مجدية.
- 10- أسلوب الإدارة : إن للأسلوب والطريقة التي تمارسها الإدارة، أثراً كبيراً في تحقيق معدلات مرتفعة من الأرباح فبقدر ما تكون الإدارة جديّة ومعتمدة على تقديرات علمية سليمة لإيراداتها ونفقاتها، ويقدر ما تستطيع تخفيض تكلفة الإدارة باعتمادها على اللامركزية بقدر ما تتمكن من تحقيق أرباح جيدة. وعلى العكس فإن النمط التقليدي في الإدارة والذي لا يتوافق مع التطورات الكبيرة التي دخلت دنيا الأعمال، يساهم في تدني الأرباح الممكن تحقيقها.
- 11- مصادر التمويل : للديون أثر على الربحية فهناك من يقول بأن المؤسسات الأكثر ربحية لديها احتياجات أكبر لحماية الدخل من الضريبة وعليها أن تقترض بصورة أكبر من المؤسسات الأقل ربحية، أما وجهة نظر أخرى تقول أن هناك علاقة عكسية بين ومستوى الديون، وتفترض تفضيل المؤسسات التمويل الداخلي عن التمويل الخارجي، وهذا التفضيل يقود المؤسسات إلى استخدام الأرباح كصندوق للاستثمار والانتقال إلى الأموال الخارجية فقط عند عدم كفاية الأرباح المحتجزة¹.

¹ صبيحة قاسم هامش، نظريات هيكل التمويل الحديثة، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، بغداد، المجلد 21، العدد 83، 2015، ص 68.

الفرع الثالث : تقييم الربحية

يتناول هذا الفرع تقييم ربحية المؤسسة والنسب التي يستخدمها المستثمرون سواء الحاليون أو المتوقعون من أجل تحديد مسار استثماراتهم، ويتم مقارنة عناصر الدخل بالنسبة للمبيعات كنسبة مئوية ويسمى هذا الأسلوب بالتحليل الرأسي، وإذا ما استخدمت هذه الطريقة في التحليل الأكثر من نسبة يكون أكثر فائدة باعتبار أن ذلك سوف يحدد اتجاهات هوامش الربح ونسب المصروفات وهذا يؤدي إلى معرفة أداء المشروع وربحيته ومن هذه النسب الآتي¹:

1- العائد على المبيعات : Return On Sales

تقيس هذه النسبة مدى الربحية التي تحققت على مبيعات المؤسسة.

$$\text{العائد على المبيعات : (صافي الربح بعد الضريبة} \times 100) / \text{صافي المبيعات} = \%$$

صافي الربح بعد الضريبة = النتيجة الصافية

حيث كلما كانت هذه النسبة مرتفعة بالنسبة لمتوسط الصناعة أو عن السنوات السابقة لنفس المؤسسة كلما كان معبرا عن الأداء الجيد للمؤسسة، وإلا إذا كانت النسبة المنخفضة فإن ذلك يعبر عن وجود تكاليف زائدة سواء الإدارية أو تكاليف البيع والتوزيع أو التكاليف العرضية أو أن أسعار البيع كانت غير مرتفعة بالنسبة إلى تكاليفها، ومن ثم ينبغي دراسة أو إجراء تحليل عن الكط أسباب الكامنة وراء ذلك.

2- العائد على الأصول : Return On Assets

يقيس هذا المعدل أو النسبة مدى ربحية الأصول أو الإنتاجية النهائية للأصول وكلما كان هذا المعدل مرتفع سواء بنسبة لمتوسط الصناعة أو إلى سنوات سابقة لنفس المؤسسة، كلما كان أداء المؤسسة أفضل وأنها تحقق أرباحا جيدة. يستخرج العائد على الأصول بالمعادلة التالية²:

$$\text{معدل العائد على الأصول} = \text{النتيجة الصافية} / \text{إجمالي الأصول}$$

3- العائد على حقوق الملكية : Return On Equity

نستفيد من هذه النسبة لقياس العائد المحقق على أموال الملاك المستثمرة في الأسهم العادية بالمؤسسة وإذا ما كانت هناك أسهم ممتازة فإنها تطرح، حيث أن هذه النسبة تحسب فقط حقوق الملكية والمتمثلة برأس مال الأسهم العادية والاحتياطات والأرباح المتبقية، وكلما كانت هذه النسبة مرتفعة مقارنة بالنسبة لمتوسط الصناعة أو لسنوات سابقة لنفس المؤسسة، دل ذلك على الحالة الإيجابية والجيدة لأداء الشركة والعكس صحيح أيضا وبالتالي على إدارة المؤسسة مراجعة سياساتها وخططها في هذا الجانب ومن ثم تصحيحها.

¹ وائل رفعت خليل، أساسيات الإدارة المالية، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2018، ص 211-212.

² محمود عزت اللحام وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 221.

العائد على حقوق الملكية = {صافي الربح بعد الضريبة_ توزيعات الأسهم الممتازة / متوسط حقوق الملكية للأسهم العادية} × 100

متوسط حقوق الملكية = (حقوق الملكية من رأس مال أسهم عادية واحتياطيات وأرباح متبقية أول المدة + حقوق الملكية من رأس مال أسهم عادية واحتياطيات وأرباح متبقية آخر المدة) / 2.

4- نسبة مجمل ربح العمليات : Ratio of Total Operating Profit

تستخدم هذه النسبة لمعرفة كفاءة الإدارة في مجال تعاملها، من عناصر تكلفة المبيعات ومدى قدرتها على التحكم والسيطرة على هذه التكاليف وتكون هذه النسبة بالشكل التالي¹:

نسبة مجمل ربح العمليات = (مجمول ربح العمليات / صافي المبيعات) × 100

ويمكن صياغة هذه النسبة كالتالي :

نسبة مجمل ربح العمليات = {صافي المبيعات _ تكلفة المبيعات} / صافي المبيعات × 100

5- هامش ربح التشغيل قبل الفوائد والضرائب :

وتستخدم هذه النسبة كمقياس عام لكفاءة التشغيل لأن الإدارة لا تستطيع السيطرة على الفوائد أو الضريبة أو الإيرادات والمصروفات الأخرى، وبالتالي ينبغي إجراء عملية فحص لجميع عناصر المصروفات من أجل معرفة اتجاهات المصروفات ومن ثم تحديد الخلل ومعالجته، ويعد هذا الإجراء ضروري كأحد إجراءات الرقابة وتقويم الأداء².

هامش ربح التشغيل = (صافي ربح العمليات قبل الفوائد والضرائب / صافي المبيعات) × 100

6- هامش الربح قبل وبعد الضرائب :

وهذه النسبة تكشف مقدار الأرباح من كل دينار واحد من المبيعات الصافية.

هامش الربح قبل وبعد الضرائب = (الأرباح بعد الضرائب / صافي المبيعات)

ويمكن إضافة مؤشرين آخرين هما :

ربحية السهم الواحد = (الأرباح بعد الضرائب / عدد الأسهم العادية)

توزيعات الأرباح للسهم الواحد = (توزيعات الأرباح المدفوعة / عدد الأسهم)

¹ وائل رفعت خليل، مرجع سبق ذكره، ص 212-213.

² نفس المرجع والصفحة سابقا.

المطلب الثاني : الإطار النظري للمزيج التمويلي

للمزيج التمويلي أهمية بالغة في تحديد مسار المؤسسات وذلك لأنه يبنى على أساسه أهداف معينة تابعة لنشاط المؤسسة. ومنه يجب توضيح المعنى الحقيقي للمزيج التمويلي والعوامل المؤثرة فيه وهذا ما جاء به هذا المطلب.

الفرع الأول : مفهوم المزيج التمويلي والعوامل المؤثرة فيه

سننطلق في هذا الفرع إلى معرفة ماهية المزيج التمويلي ومكوناته المتمثلة في المصادر الأساسية التي يحتاجها نشاط المؤسسة.

أولاً : المزيج التمويلي

سيتم استعراض أهم المفاهيم المتعلقة بالمزيج التمويلي وأهم العوامل المؤثرة فيه في العناصر التالية.

1. مفهوم المزيج التمويلي

يعرف "حامد أحمد الحامدين" المزيج التمويلي على أنه مجموع الأموال التي من خلالها تستطيع الشركة تمويل موجوداتها، ويمثل ذلك الجانب الأيسر من الميزانية أي جانب الالتزامات وحقوق الملكية. حيث يتضمن التمويل المقترض والتمويل عن طريق حقوق الملكية، كما يعرف المزيج التمويلي على أنه مجموعة الأموال التي تم بواسطتها تمويل موجودات المؤسسة، وهو يتضمن التمويل المقترض والتمويل الممتلك¹.

ويعرف المزيج التمويلي أيضاً على أنه عملية الخلط بين مصادر التمويل المختلفة المتاحة، وأمام المؤسسة عدد غير منتهي من التوليفات بين المصادر المالية ولكل توليفة إيراد وتكلفة، وعلى المؤسسة اختيار المزيج التمويلي الأمثل الذي يكون أكثر ملائمة مع أصولها، ويحقق أكبر إيراد ممكن مع أقل المخاطر ويستخدم في التوقيت المناسب².

من التعاريف السابق يتضح أن المزيج التمويلي هو تلك الأموال التي تحصل عليها المؤسسة من مصادر مختلفة سواء مصادر داخلية أو خارجية طويلة الأجل أو قصيرة الأجل، أي يبين كافة التمويل الذي تحصل عليه المؤسسة.

2. مفهوم هيكل رأس المال

إن الهدف الرئيسي لإدارة رأس المال هو كيفية اختيار المزيج المناسب من مصادر التمويل طويلة الأجل الذي يؤدي إلى تعظيم القيمة السوقية لسهم المؤسسة في السوق المالي. ويمكن التعبير عن هذا الهدف بطريقة أخرى، وهو كيف يمكن اختيار المزيج المناسب من مصادر التمويل طويلة الأجل الذي يؤدي إلى تخفيض تكلفة رأس المال إلى أدنى حد ممكن؟ يسمى هذا المزيج بهيكل رأس المال الأمثل³، وسنركز في هذا العمل على مفهوم المزيج التمويلي أكثر من مفهوم هيكل رأس المال.

ثانياً : العوامل المؤثرة على المزيج التمويلي

هناك عدة عوامل تؤثر على تكوين المزيج التمويلي (الهيكل التمويلي) داخل المشروع منها ما هو داخلي، ويقوم على أساس استخدام مزيج تمويلي يشمل الديون الخارجية والأسهم العادية والأسهم الممتازة وذلك وفق الاحتياجات هذه المشاريع من التمويل بالإضافة إلى نوعية الفرص الاستثمارية المتاحة أمام هذه المشاريع، ويتم ذلك من خلال إتباع سياسة المبادلة بين العوائد

¹ حامد أحمد محمود الحامدين، أثر المزيج التمويلي على القيمة السوقية لشركات التأمين الأردنية المدرجة في بورصة عمان، رسالة ماجستير، غير منشورة، جامعة الشرق الأوسط، الأردن، 2010، ص 14.

² مبارك لسوس، التسيير المالي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004، ص 162.

³ فايز تيم، مبادئ الإدارة المالية، الطبعة الثانية، دار إثراء للنشر والتوزيع، عمان، 2013، ص 339.

والمخاطر والقيام بدراسات معمقة مستنيرة لاحتياجات المشروع التمويلية والبدائل التمويلية الاستثمارية المتاحة بالإضافة لدراسة تكلفة كل بديل تمويلي، هذا بالإضافة إلى دراسة مخاطر التشغيل ودرجة تقبل الإدارة للمخاطر المحيطة والأثر الضريبي ومدى وجود مزايا ضريبية لبديل تمويلي على آخر وكذلك مراعاة مرونة المزيج التمويلي، وفي المقابل فإن هناك عوامل خارجية تؤثر في المزيج التمويلي وتشمل حساسية الجهات المقرضة لارتفاع مديونية الشركة، وطبيعة الصناعة التي تعمل بها تلك الشركة من حيث المنافسة والنمو واستقرار المبيعات والأرباح وقيمة الموجودات. جميع هذه العوامل يجب أخذها بعين الاعتبار عند تصميم المزيج التمويلي المثالي للمشروع، وغالبا ما يختلف الواقع العملي فقد يختلف المزيج التمويلي الفعلي والمطبق عن المزيج التمويلي المثالي الذي تسعى الإدارة للتوصل إليه بسبب تغيرات الظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية التي يمر بها المشروع، وبالتالي تكون التكلفة المرجحة لمصادر التمويل المستخدمة ليست في حدودها الدنيا.

ومن بين هذه العوامل ما يلي¹:

- أ- **معدل نمو المبيعات** : يعتبر معدل نمو المبيعات في المستقبل مقياسا لمدى " التضاعف " المحتمل في الإيرادات للسهم الناتج عن الرفع، وعلى كل فيلاحظ أن أسعار بيع الأسهم العادية تكون عادة مرتفعة في حالة المؤسسة التي تتمتع بمعدل مرتفع لنمو المبيعات والإيرادات، ولهذا يبدو التمويل بالأسهم العادية مفضلا في مثل هذه الحالة.
- ب- **درجة استقرار المبيعات** : ترتبط درجة استقرار المبيعات بنسب الاقتراض ارتباطا مباشرا، فعندما تزيد درجة استقرار المبيعات والإيرادات تتمكن المؤسسة من دفع التزاماتها الثابتة على القروض بأقل درجة من الخطر، وذلك بعكس الحال إذا كانت المبيعات والإيرادات تتعرض لتقلبات مستمرة عندها تجد المؤسسة صعوبة في دفع هذه الالتزامات.
- ت- **المنافسة** : إن المقدرة على خدمة الديون تتوقف على ربحية المؤسسة وعلى حجم المبيعات، وعلى هذا الأساس فإن استقرار هوامش الربح له نفس أهمية استقرار المبيعات، ولا شك أن سهولة دخول المؤسسات الأخرى في الصناعة التي تنتمي إليها المؤسسة وكذلك مقدرة هذه المؤسسات على التوسع في طاقتها سيؤثران على هوامش الربح للمؤسسة، فالصناعة التي تتميز بمعدل نمو مرتفع يتوقع أن تكون هوامش ربحها كبير ولكن من ناحية أخرى ينتظر أن تنقص هوامش الربح هذه، إذا كانت هذه الصناعة تندرج في مجموعة من الصناعات التي يسهل على المؤسسات الجديدة أن تنظم إليها وبالتالي تشارك في سوقها.
- ث- **هيكل الأصول** : يؤثر هيكل الأصول على مصادر التمويل بصور عديدة، فالمؤسسات التي تتميز بأن أصولها الثابتة تعيش لفترة طويلة وخاصة في حالة الطلب على منتجاتها مؤكداً إلى كبير، تستخدم القروض الطويلة الأجل، أما المؤسسات التي تكون أغلبية أصولها من ذمم ومخزون فتعتمد على القروض قصيرة الأجل.
- ج- **اتجاهات رجال الإدارة** : إن اتجاهات رجال الإدارة لها تأثير مباشر على اختيار وسائل التمويل وهي مرتبطة بأمرين، الأول هو التحكم والسيطرة على إدارة المؤسسة، والثاني هو الخطر. فالمؤسسات الضخمة التي تنشئت فيها ملكية الأسهم العادية وتتنوع على عدد كبير من المساهمين ستقوم عادة -في حالة الحاجة إلى أموال إضافية- بإصدار أسهم عادية حيث أن ذلك سيجلب عليه تأثير ضئيل على السيطرة الحالية على إدارة المؤسسة، بإضافة إلى ذلك فإن رجال الإدارة الذين يسهرون على مصالح ملاك المؤسسة يحاولون عادة تجنب الملاك خطر استخدام قروض زائدة عن الحاجة وما يترتب عن ذلك من خطر التوقف عن التزاماتها الثابتة، ومن ناحية

¹ ماجي مرصلي، أثر استخدام رافعتي التشغيل والمالية في تخطيط ربحية المشاريع الاستثمارية، مذكرة ماستر، جامعة الطاهر مولاي، سعيدة، 2017، ص 56-58.

أخرى فملاك المؤسسات الصغيرة يفضلون تجنب إصدار الأسهم العادية حتى يتسنى لهم السيطرة الكاملة على إدارة المؤسسة، بإضافة إلى ذلك فإنهم عادة واثقون من مستقبل المؤسسة وقدرتها على تحقيق المكاسب ويميلون إلى زيادة استخدام القروض فيستفيدون من الرفع المالي، ولا يمكن اعتبار أن ذلك قاعدة عامة تنطبق على جميع ملاك المؤسسة الصغيرة، فقد يكون مالك المؤسسة الصغيرة أكثر تحفظاً من إدارة المؤسسات الكبيرة وبالتالي لا يكون مستعد لقبول درجة أكبر من الخطر بالحصول على قروض إضافية حيث أنه قد يقنع بما يملكه في المؤسسة ولا يكون لديه دافع قوي لزيادة حجم أرباحه عن ما يحصل عليه حالياً.

ح- اتجاهات المقرض : بالإضافة إلى العوامل السابقة التي تقوم المؤسسة بدراستها وتحليلها لتحديد درجة الرفع المالي، فإن اتجاهات وأراء المقرض تلعب دوراً في غاية الأهمية في تحديد المزيج التمويلي للمؤسسة، فيلاحظ في غالبية الأحوال أن المؤسسة تناقش مزيجها التمويلي مع المقرض المحتمل وتعطي وزناً كبيراً لرأيه، وكثيراً ما يرفض المقرض الزيادة غير الطبيعية في نسب الإقراض لأن ذلك معناه تهديد مصالحه في المؤسسة.

ثالثاً : نظرية الفطيرة والرافعة المالية

1. نظرية الفطيرة

من أكثر الأمور التي تشغل تفكير الإدارة المالية، كيفية اختيار المزيج التمويلي المناسب لتمويل استثمارات الشركة. أي اختيار نسبة الدين إلى الملكية $Debt-equity\ ratio$ ، هذا الاختيار يسمى بنموذج الفطيرة $Pie\ Model$ ، في هذا النموذج يتم تشبيه المؤسسة بالفطيرة، حيث تقسم الفطيرة (المؤسسة) إلى أجزاء توضح مجموع مصادر المزيج التمويلي للشركة من الحقوق والديون، أموال ملكية (أسهم عادية)، وتكون الفطيرة ثابتة مهما اختلفت كيفية تقسيمها.¹ كما يعرض طريقتين ممكنتين لتقطيع هذه الفطيرة بين الأسهم والديون كما يلي :

الشكل: 1.1 نموذجين من الفطيرة PIE للمزيج التمويلي



المصدر : Stephen A. Ross, W. Westerfield, J. F. Jaffe Corporate Finance, MCG raw Hill Compnies, Sixth, Edition, America, 2003, p391.

حيث :

D : هي القيمة السوقية للدين.

S : هي القيمة السوقية للأسهم.

¹ Stephen A. Ross, Randolph. W. Westerfield, Jeffrey, Corporate finance, MCG raw Hill Compnies, Sixth, Edition, America, 2003, p397.

وبالتالي فلتعظيم قيمة المؤسسة عليها اختيار نسبة الديون إلى رأس المال التي تجعل القيمة الإجمالية للـ PIE أكبر ما يمكن، ولكن قد تظهر تساؤلات خاصة في ظل اعتبار أن قيمة المؤسسة إنما هي قيمة كل من الديون والملكية، مثل ضرورة توجيه أصحاب الأسهم اهتمامهم نحو تعظيم قيمة المؤسسة ككل بدلاً من الاهتمام بتعظيم عوائدهم فقط، إلى جانب تحديد نسبة الديون إلى الملكية التي تعظم أرباح المساهمين¹.

2. مفهوم الرافعة المالية

تعرف الرافعة المالية في أسواق المال بأنها²:

اعتماد المؤسسة على الاقتراض من المؤسسات المالية والمصرفية في سد احتياجاتها المالية، وبالتالي تكون التكاليف الثابتة لديها في هذه الحالة هي الفوائد المدفوعة، أما إذا كانت المؤسسة تطرح أسهمها الممتازة لسد هذه الاحتياجات فإن التكاليف الثابتة هنا هي أرباح الأسهم الممتازة التي ستقوم المؤسسة بدفعها إلى المساهمين الممتازين، وذلك لأن الأسهم الممتازة تتمتع بأرباح مضمونة ومحددة.

ويطلق على مصطلح الرفع المالي على أي اقتراض أو استخدام للأدوات المالية ينتج عنه تضخم في أثر الأرباح أو الخسائر على المستثمر، وفي الغالب يستخدم لوصف نسبة الاستدانة في الشركات فكلما زادت نسبة المديونية إلى حقوق الملكية زاد الرفع المالي على أرباح الشركة، ويتضح أن الرافعة المالية تشمل قياس إجمالي الالتزامات (طويلة الأجل وقصيرة الأجل) إلى إجمالي الموجودات إلا أن البعض قد اعتبر أن الرافعة المالية تقتصر على تأثير الديون أو التزامات طويلة الأجل فقط.

الفرع الثاني : مصادر التمويل

ويمكن تصنيف مصادر التمويل إلى تقسيمات رئيسية³:

أولاً : مصادر التمويل الداخلي : تصنف هذه المصادر من كونها تنشأ داخل المؤسسة.

ثانياً : مصادر التمويل الخارجي : تم تصنيفها من حيث الزمن والمصدر.

سنقوم فيما يلي بشرح هذه العناصر أكثر

أولاً : مصادر التمويل الداخلي

يعد من المصادر الرئيسية طويلة الأجل ويطلق عليها أموال الملكية وأهم مصادرها الآتي :

1. الأرباح المحتجزة : Retained Earnings

تمثل الأرباح المحتجزة أحد المصادر الهامة للتمويل الذاتي التي تلجأ إليها المؤسسة لتغطية احتياجاتها طويلة الأجل، وتمثل الأرباح المحتجزة الرصيد التراكمي لذلك الجزء من الأرباح السنوية الذي لم يتم توزيعه على ملاك المؤسسة أو الذي لم تضعه كاحتياطات للمؤسسة، وتستخدم المؤسسة الأرباح المحتجزة لتمويل عمليات النمو والتوسع في أنشطتها، كما تستخدمها أيضاً لإجراء أي توزيعات على المساهمين في الأحوال التي لا يتم فيها تحقيق أرباح أو يتم فيها تحقيق خسارة. وتعمل الأرباح المحتجزة على دعم وتقوية المركز المالي للمؤسسة حيث ترفع من نسبة حقوق الملكية إلى الاقتراض بشكل يؤدي إلى رفع القدرة الإقتراضية للمؤسسة.

¹ عبد الكريم بوحادرة، أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة، مذكرة ماجستير، غير منشورة، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2012، ص 92.

² أرشد مكي رشيد، على فالخ خلف، الرافعة المالية وأثرها في معدل العائد على الاستثمار، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، العراق، المجلد 19، العدد 2، 2017، ص 422_423.

³ محمود عزت اللحام وآخرون، الإدارة المالية المعاصرة، الطبعة الثانية، دار الإعصار العلمي، الأردن، 2016، ص 320.

ولا يصاحب الأرباح المحتجزة كمصدر تمويلي تكلفة إصدار كما هو الحال بالنسبة للأسهم العادية، الأمر الذي يعزز من ميزة الأرباح المحتجزة كمصدر ذاتي للتمويل طويل الأجل في مواجهة الأسهم حيث تنخفض تكلفتها النسبية مقارنة بالأسهم العادية¹.

2. التمويل الذاتي : Self-financing

يشير هذا المصدر من التمويل إلى جملة المصادر التي تستطيع المؤسسة إيجادها بنفسها، وغالبا ما تكون هذه المصادر من أموال الملاك على شكل أرباح محتجزة لم يتم توزيعها. بالإضافة إلى بعض المخصصات المالية وخاصة مخصص الاستهلاك والمؤونات الأخرى المختلفة. وأما المصدر الأساسي للتمويل الذاتي فهو الأرباح التي تحققها المؤسسة والتي إذا تم توظيفها بمعدلات استثمار عالية، فإنها تتزايد بشكل كبير وتغدو مصدرا هاما للتمويل².

3. الأسهم العادية : Common Stocks

وهي وثيقة ذات قيمة اسمية واحدة تطرح للاكتتاب العام ولها القابلية على التداول وغير قابلة للتجزئة ولا تستحق الدفع في تاريخ محدد، أي أنها أبدية على طول عمر المشروع ولا تلتزم بتوزيع أرباح ثابتة سواء من حيث تحديد قيمة هذه الأرباح أو فترات استحقاقها³.

وتتمتع الأسهم العادية كمصدر تمويلي بالعديد من المزايا من أهمها⁴:

- إن الاعتماد عليها كمصدر تمويلي يؤدي إلى زيادة نسبة حقوق الملكية إلى القروض في المزيج التمويلي، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة قدرة المؤسسة على الاقتراض.
 - لا يجوز لحاملي الأسهم العادية أن يستردوا قيمة أسهمهم من المؤسسة المصدرة إلا عند التصفية، ووفقا للقواعد المنظمة لذلك، وبالتالي فإنها تمثل مصدرا تمويليا دائما.
 - ويتعين على الشركة عدم إصدار أسهم جديدة إلا إذا كانت تدفع إلى زيادة الإيرادات بشكل لا يضعف موقف حملة الأسهم العاديين، فإصدار أسهم جديدة يعني مشاركة المساهمين الجدد للمساهمين القدامى في كل من التوزيعات المستقبلية والأرباح المحتجزة. وبالتالي فإن تكلفة أموال الملكية (الأسهم العادية) هي الحد الأدنى من العائد المطلوب الذي يتم تمويله بإصدار الأسهم.
 - ويقاس الحد الأدنى لمعدل العائد، والذي يعادل تكلفة أموال الأسهم العادية اعتمادا على نموذج Gordon Shapiro من خلال المعادلة التالية⁵:
- معدل تكلفة أموال الأسهم العادية = التوزيعات المتوقعة للسهم العادي في السنة / (القيمة السوقية الحالية للسهم + معدل نمو الأرباح (المتوقع في المتوسط))

¹ بوربيعة غنية، محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة، مذكرة ماجستير، غير منشورة، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2012، ص 46-47.

² بسام مجد الأغا، أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار، مذكرة ماجستير، غير منشورة، الجامعة الإسلامية غزة، فلسطين، 2005، ص 50-51.

³ دريد كامل آل شبيب، مبادئ الإدارة المالية، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص 118.

⁴ محمود عزت اللحام وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 320.

⁵ محمود عزت اللحام وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 321-322.

$$KE = (dE \setminus MVE) + g$$

حيث :

KE : معدل تكلفة أموال الأسهم العادية.

g : معدل نمو الأرباح.

MVE : القيمة السوقية للسهم

4. الأسهم الممتازة : Preferred Stocks

وهي تمثل مستند ملكية لحاملها، ويتمتع حامل السهم الممتاز بكافة المزايا والحقوق التي يتمتع بها حامل السهم العادي ما لم يكن هناك نص خلاف ذلك في عقد الإصدار وقد يتم إصدار أسهم ممتازة بغية المصدر Issued value أكبر من القيمة الاسمية Nominal value في حالة وجود علاوة إصدار. ويمكن التمييز بين العديد من الأنواع من الأسهم الممتازة، فهناك الأسهم الممتازة مجمعة الأرباح، والتي يحق لحاملها أن يحصل على عائد السهم في سنوات الخسارة مجتمعا في سنوات الأرباح وهناك أسهم ممتازة متقاسمة الأرباح، وحاملي هذه الأسهم يحصلون على نسبة إضافية من الأرباح بخلاف النسبة المحددة، وذلك في حالة وجود فائض ربح كافي بعد القيام بالتوزيعات المطلوبة. ويمكن تعريف تكلفة الأسهم الممتازة بمعدل العائد الواجب تحقيقه على استخدام هذه الأموال بما يحافظ على مركز حملة الأسهم العادية¹:

$$KP = DP \setminus (VS - DS)$$

حيث²:

KP : تمثل معدل تكلفة أموال الأسهم الممتازة.

DP : قيمة التوزيعات للسهم الممتاز.

VS : قيمة الإصدار.

DS : تكلفة الإصدار.

ثانيا : مصادر التمويل الخارجي

يمكن تقسيم أنواع التمويل الخارجي إلى نوعين وهما :

1. مصادر التمويل قصير الأجل :

ويعرف التمويل قصير الأجل على أنه ذلك الالتزام الذي يتوجب سداؤه خلال مدة زمنية لا تتجاوز عن سنة واحدة، ويمكن تصنيف التمويل قصير الأجل إلى نوعين³:

¹ المرجع السابق، ص 323.

² محمود عزت اللحام وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 324.

³ المرجع السابق، ص 325-326.

أ- الائتمان المصرفي :

تستطيع المؤسسات اللجوء إلى البنوك ومؤسسات التمويل للحصول على التمويل اللازم وغالبا ما يتم الاقتراض بفرض تمويل رأس المال العامل على أساس مؤقت، وفي حالة ما ظهر من قوائم التدفق النقدي توفر سيولة نقدية كافية، فإنه يتعين عندئذ تخفيض الاقتراض من البنوك.

ب- الائتمان التجاري :

وهو قصير الأجل عندما يتم منحه من قبل الموردين إلى المشروع عند شراء الخامات والمواد الأولية. أما إذا استخدم الائتمان التجاري لشراء الأصول الثابتة للمشروع يكون متوسط أو طويل الأجل. يستخدم الائتمان التجاري لتمويل (رأس المال العامل) والسلف الذي يقدمها الزبائن بإضافة إلى ضرائب و تكاليف أخرى مستحقة للمشروع.

1. مصادر التمويل طويل الأجل :

هي المصادر التي يتحصل عليها المستثمرين (معنويين أو طبيعيين) من جهات خارجية خلال فترة زمنية تزيد عن سنة من أهمها :

أ- القروض : Termloans

إن القروض تعتبر مصدرا من أهم مصادر تمويل الأصول الثابتة في الشركات، حيث تعتبر القروض الآجلة بمثابة الصورة المثلى للحصول على التمويل الخارجي طويل الأجل، والتي هي عبارة عن اتفاق مكتوب بين المقرض والمقرض يقدم بموجبه المقرض مبلغا من المال للمقرض، مقابل التزام المقرض بدفع الفوائد عليها و إعادة المبلغ المقرض مع فوائده بموجب دفعات متفق عليها وفي مواعيد محددة.

وتتراوح آجال القروض طويلة الأجل بين (3- 15) سنة، وقد تكون هذه القروض مضمونة بأصل معين أو بأي نوع من أنواع الضمانات الأخرى، وقد تكون غير مضمونة في حالات استثنائية وفقا لمئانة المركز المالي الذي يتمتع به المقرض¹.

ب- السندات : Bonds

تعد السندات من الأدوات المالية الطويلة الأجل التي تصدرها مؤسسات الأعمال، ومن خصائصها أنها تكون ذات عائد ثابت وتتمتع بالقابلية على التداول في سوق المال، وتمثل اتفاق طويل الأجل تلتزم بموجبه المؤسسة بتسديد دفعات دورية من الفوائد لحملة السندات، التي تمثل كلفة تتحملها المؤسسة المصدرة لها عن استخدام الأموال، إضافة إلى إعادة أصل القيمة الإسمية لحاملها. وتتراوح آجال السندات (20- 30) سنة، إلا أنه قد سادت في السنوات الأخيرة سندات بآجال تتراوح بين (7- 10) سنوات².

ت- التأجير التمويلي : Lease Financing

يمكن تعريف عقد التأجير التمويلي بأنه عقد بين طرفين المؤجر والمستأجر حيث أن المؤجر عادة ما يكون مؤسسة تمويلية أو شركة تأجير متخصصة، والأصول التي يتم تأجيرها فقد تكون في شكل أراضي أو عقارات... الخ. يستخدم المستأجر هذه الأصول مقابل دفع إيجار المتفق عليه خلال فترة زمنية معينة، وقد يكون لعقد التأجير ثلاثة أطراف بدلا من طرفين وعادة ما يكون الطرف الثالث هو الشركة الصانعة للأصول، وبموجب عقد التأجير يحتفظ المؤجر بملكية الأصول المؤجرة³.

¹ فيصل محمود الشواربة، مبادئ الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 2013، ص118.

² عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص356-357.

³ فائز تيم، مبادئ الإدارة المالية، الطبعة الثانية، دار إثراء للنشر والتوزيع، عمان، 2013، ص357.

الفرع الثالث: اختبار المزيج التمويلي

إن أي مؤسسة تسعى أن يكون لها مزيج تمويلي مناسب وهذا الأخير تحكمه عدة محددات، ولذلك سنحاول في هذا الفرع التعرف على هذا المزيج من خلال عرض الهيكل التمويلي الأمثل والنظريات المفسرة له.

1. مفهوم الهيكل التمويلي الأمثل

من بين مهام الإدارة المالية، التي تحظى بأهمية كبيرة هي إدارة الهيكل التمويلي لأن الطريقة وأسلوب التمويل تحمل في طياتها تأثيراً على الشركة وعلى ربحيتها، الأمر الذي يتطلب من الإدارة المالية العمل على اختيار المزيج التمويلي، أي الخليط المناسب من مصادر التمويل المختلفة والمتاحة، والذي من خلاله تتمكن الإدارة من تعظيم مستوى ربحيتها وبالتالي تحقيق هدفها المتمثل في تعظيم ثروة الملاك أو تعظيم القيمة السوقية للسهم الواحد.

لابد من الإشارة هنا إلى أن الاعتماد على مصادر التمويل الخارجية يحمل الشركة كلفة المخاطر المالية، وترتبط هذه المخاطر بنمط التمويل الذي تختاره الشركة، فزيادة نسبة الأموال المقترضة إلى إجمالي أموالها، يعني أن الإدارة المالية تتحمل مخاطر دفع كلفة نقدية ثابتة ممثلة بالفائدة على القرض، فاستخدام المزيد من القروض يزيد المخاطر التي يتعرض لها حملة الأسهم ومع ذلك فإن استخدام المزيد من الديون غالباً ما يصاحبه توقع عالي لمعدل العائد على حقوق الملكية (ROE)، كذلك فإن المخاطر العالية تقلل أسعار الأسهم ولكن في نفس الوقت العائد المرتفع المتوقع للأسهم يزيد من أسعارها، بغض النظر عن الأرباح المحققة لذلك يتطلب من الإدارة المالية عند اتخاذها القرارات الخاصة بالتمويل أن تلائم بين الربحية المتوقعة وبين كلفة المخاطر المالية لذلك فإن المزيج التمويلي الأمثل لا تحكمه قرارات اعتباطية (عشوائية)، وإنما قرارات مستمدة من سعي الإدارة المالية لتحقيق أهدافها، بأعلى كفاءة وبأقل كلفة اقتصادية¹.

2. نظريات المفسرة للهيكل التمويلي الأمثل

إن من أكثر المواضيع التي يتم بحثها ومناقشتها ضمن مفهوم الإدارة المالية هو تحديد الهيكل المناسب من الديون وحقوق الملكية أي تحديد الهيكل التمويلي لدى الشركة، حيث أن مواضيع تحديد الهيكل التمويلي ومدى ارتباطه بالقيمة السوقية للشركة وتكلفة الأموال المرجحة للشركة ومدى تأثير ذلك المزيج على القيمة السوقية للشركة، تعتبر من المواضيع الأكثر جدلاً وتعقيداً لدى المهتمين في الإدارة المالية وهو لا يزال موضوع خلاف بين المهتمين بالفكر المالي، حيث توجد أكثر من نظرية تحاول تفسير العلاقة بين الهيكل التمويلي والقيمة السوقية للشركة يمكن أن تنشأ هذه علاقة من خلال متغير الربحية. فالشركات التي تختار المزيج التمويلي الملائم (مثلاً معيار التكلفة) قد تتمكن من تحسين الربحية وهو يعتبر إشارة جيدة عن أداء هذه الشركات، وسوف ينعكس على القيمة السوقية لها².

ولقد أوردنا هذا الجزء النظري الذي يشير إلى العلاقة بين الهيكل التمويلي والقيمة السوقية، نظراً لأن هذه الأخيرة تتأثر بربحية الشركات كمحدد ضمن مجموعة أخرى من المحددات.

¹ حامد أحمد محمود المخادين، مرجع سبق ذكره، ص 14.

² محمد قاسم خصاونة، أساسيات الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار الفكر عمان، الأردن، 2011، ص 200-201.

ومن النظريات التي حاولت تفسير هذه العلاقة :

- ✓ نظرية صافي الربح Net Income Theory
- ✓ نظرية صافي ربح العمليات Net Operating Incometheory
- ✓ النظرية التقليدية Traditional Theory
- ✓ نظرية التوازن Balance Theory
- ✓ نظرية مديغلياني وميلر Modigliani and Meller Theory
- ✓ نظرية (M.M) في ظل غياب الضريبة وكلفة الإفلاس وكلفة الوكالة
- ✓ نظرية الإشارات الصادرة عن المنشأة Signaling Ling Model

في ما يلي سيتم التطرق لهذه النظريات بالتفصيل :

1. نظرية صافي الربح : Net Income Theory

يركز مفهوم مدخل صافي الربح NI على أن المؤسسة وعن طريق القروض "الرفع المالي" لها إمكانية رفع قيمتها السوقية أو تخفيض التكلفة الكلية للأموال، ويستند تحليل صافي الدخل NI إلى بعض الفروض نذكر منها ما يلي¹ :

- ✓ إن استخدام القروض في الهيكل التمويلي للمؤسسة لن يغير في الخطر بالنسبة للمساهمين ولذلك تبقى كل من تكلفة الأموال المقترضة وتكلفة أموال الملكية ثابتة مع التغير في درجة الرفع المالي.
- ✓ تكلفة الأموال المقترضة أقل من تكلفة أموال الملكية، إن الاستخدام المتزايد للقروض يخفض من المتوسط المرجح لتكلفة الأموال، وعليه يرفع من القيمة السوقية الكلية للمؤسسة من خلال ارتفاع قيمة السهم.
- يتحقق الهيكل التمويلي الأمثل عند النقطة التي تتعاطم فيها قيمة المؤسسة وتقل تكلفة الأموال إلى الحد الأدنى، وهذه النقطة تتحقق عند التمويل بالقروض بنسبة 100% أو الاقتراب قدر الإمكان إلى هذه النسبة.

2. نظرية صافي ربح العمليات : Net Operating Incometheory

يرى هذا المدخل أن تكلفة التمويل الممتلئ تتغير مع زيادة نسبة المديونية وأن الشركة قادرة على تخفيض كلفة التمويل بزيادة الرافعة المالية، إلى حين الوصول إلى الهيكل التمويلي الأمثل الذي تصبح عنده كلفة التمويل في أدنى مستوى لها وعند تجاوز هذه النقطة تبدأ كلفة التمويل بالارتفاع².

3. النظرية التقليدية : Traditional Theory

يفترض المدخل التقليدي وجود هيكل تمويلي أمثل، أي وجود نسبة اقتراض مثالية تنخفض عندها تكلفة الأموال إلى حدها الأدنى، وبالتالي تصل عندها قيمة المؤسسة إلى حدها الأقصى. يقوم هذا المدخل على أن تكلفة الأموال تنخفض تدريجياً مع زيادة الأموال المقترضة إلى أن تصل نسبة الاقتراض حد معين، ثم بعد ذلك تبدأ تكلفة الأموال في الارتفاع، ووفقاً لهذا المدخل فإن الطريقة التي تتغير بها تكلفة الأموال نتيجة التغيرات في هيكل رأس المال يمكن أن تنقسم إلى ثلاثة مراحل وهي³ :

المرحلة الأولى : هذه المرحلة تتصف بثبات تكلفة أموال الملاك أو زيادتها ببطء مع زيادة نسبة الاقتراض، أي المعدل الذي يقوم على أساسه حملة الأسهم بتحويل أرباحهم إلى رأس مال يظل ثابت أو يرتفع بدرجة طفيفة مع زيادة القروض. ولكن عندما

¹ شعبان مجّد، نحو اختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماجستير، غير منشورة، جامعة أحمد بوقرة بومرداس، الجزائر، 2010، ص50-53.

² محمود فهد عبد العلي، أثر الرافعة المالية في كلفة التمويل ومعدل العائد على حق الملكية، المجلة العراقية للعلوم الإدارية، جامعة كربلاء، العدد الحادي والعشرون، سنة النشر مجهولة، ص243.

³ مجّد الأمين وليد طالب، دور الجباية في اختيار الهيكل التمويلي أمثل للمؤسسة، مجلة العلوم الإنسانية، أم البواقي، العدد السادس، 2016، 223-224.

تزداد تكلفة الأموال الخاصة فإنه لا يرتفع بالسرعة الكافية لاستيعاب الكامل لميزة الاقتراض ذات التكلفة المنخفضة، وفي الوقت ذاته فإن تكلفة الديون تظل ثابتة أو ترتفع بدرجة صغيرة جدا. حيث ويترتب عن ذلك أن القيمة الكلية للمؤسسة تزداد مع انخفاض التكلفة الكلية للأموال إلى جانب زيادة درجة الرفع المالي.

المرحلة الثانية : تتصف هذه المرحلة باستخدام المؤسسة نسبة من الدين، بحيث لا يؤثر الاقتراض على قيمة المؤسسة فالانخفاض في تكلفة الاقتراض يقابله ارتفاع بنفس المقدار في تكلفة أموال الملاك.

نشير هنا إلى أنه عند نقطة معينة تكون قيمة المؤسسة أكبر ما يمكن، وبينما تكون التكلفة الكلية للأموال أقل ما يمكن عندها يتحدد الهيكل التمويلي الأمثل للمؤسسة.

المرحلة الثالثة : في هذه المرحلة نجد أن قيمة المؤسسة تتناقص كلما زادت درجة الرفع المالي، كما ترتفع التكلفة الكلية للأموال، وهذا نتيجة ارتفاع نسبة الخطر المالي الذي يميز الاقتراض ذو التكلفة المنخفضة.

4. نظرية التوازن : Balance Theory

نظرية التوازن من الأعمال (1984) Myers وقد عرفت مرحلتين، حيث أنه في المرحلة الأولى تم إدخال أثر تكلفة الإفلاس على نموذج مديغلياني وميلر وخلصت إلى تحديد معدل استئانة أمثل، وفي المرحلة الثانية والتي عرفت تعديلا حيث تم الأخذ في الاعتبار تكلفة الوكالة.

تتلخص هذه المرحلتين في ما يلي¹:

أ- تكلفة الإفلاس وقيمة المؤسسة : يترتب على عدم قدرة المؤسسة على تسديد التزاماتها في مواعيد استحقاقها تحمل المؤسسة لجملة من التكاليف تعرف باسم تكلفة الإفلاس.

وحسب ما أشار إليه (1967) Baxter أن الوضعية التي تكون فيها عملية تحديد الهيكل التمويلي الأمثل على مستوى المؤسسة توازن بين الامتيازات الضريبية للديون والتكاليف ناجمة عن أي حالة إفلاس ممكنة، حيث تزداد أهمية التكاليف كلما قل حجم المؤسسة.

ويترتب عن مخاطر الإفلاس زيادة في معدل العائد المطلوب على الاستثمار في الأسهم، مما سيؤدي إلى ارتفاع تكلفة التمويل المرجحة وانخفاض القيمة السوقية للمؤسسة، وتتحدد نسبة الاقتراض المثلى بالنقطة التي تكون عندها تكلفة الإفلاس في حدها الأدنى وقيمة المؤسسة في حدها الأقصى.

ب- تكلفة الوكالة وقيمة المؤسسة : تقوم تكلفة الوكالة على العلاقة التي تنشأ بين طرفين هما: الموكل والوكيل وتتحدد هذه الوكالة وفق شروط عقد يكلف الموكل بوجبه الوكيل بالقيام بأنشطة معينة لصالحه، كما يفوضه باتخاذ القرارات نيابة عنه. وما يميز تكلفة الوكالة هو أنها ترفض فرضية تطابق المصالح بين كل الأطراف في المؤسسة، فالهيكل التمويلي الأمثل في ظل تكلفة الوكالة يسمح بحل تنازع المصالح، ويسمح بتعظيم القيمة الإجمالية للمؤسسة عن طريق التقليل من التضارب في المصالح بين المساهمين والمسيرين من جهة وبين المساهمين والمقرضين من جهة أخرى، وتدنية التكاليف الديون بشكل أمثل. إلا أنه وبرغم من أن نظرية التوازن أخذت بالحسبان متغيرات جديدة مهمة تتمثل في تكلفة الإفلاس والوكالة، غير أنها لم تخلو من العيوب ومن بين أهم هذه العيوب، عدم تقدير نسبة الاقتراض المثلى بدقة المرتبطة بالموازنة بين تكاليف الإفلاس والوكالة والوفورات الضريبية، وهذا أدى إلى بروز نظريات حديثة حاولت تجاوز عيوب النظرية السابقة.

¹ نبيلة سهيلية، جبار بوكثير، عناصر الهيكل المالي وأثرها على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية، مجلة ميللاف للبحوث والدراسات، أم لبواقي، العدد الخامس، 2017، ص 250-252.

5. نظرية مديغلياني وميلر : Modigliani and Miller Theory (M.M)

هذه النظرية كانت ولا زالت موضوع جدل ونقاش بين المهتمين في الإدارة المالية، حيث برهنت هذه النظرية تحت مجموعة من الافتراضات أن قيمة الشركة تزداد بشكل مستمر كلما زادت نسبة الدين وذلك بسبب إمكانية تحقيق وفر ضريبي بسبب أن الفوائد المدفوعة على الدين تسجل نفقات مقبولة ضريبياً، مما تؤدي إلى تخفيض تكلفة رأس المال وبالتالي تحقيق قيمة أعلى في السوق وقد أكدت النظرية أن في ظل غياب الضريبة فإن القيمة السوقية للشركة لا تتأثر بالهيكل التمويلي، أي بتغيرات نسبة الرافعة المالية ولذلك أكدت النظرية على عدم وجود هيكل تمويلي أمثل.

❖ وتشمل الافتراضات الأساسية التي قامت عليها نظرية (M.M) ما يلي¹:

أ- عدم وجود تكاليف وساطة في تنفيذ المعاملات المالية.

ب- يستطيع المستثمرون الأفراد الاقتراض بنفس الشروط ومعدل الفائدة الذي تستطيع الشركات الاقتراض به.

ت- عدم وجود ضرائب على دخول الأفراد.

ث- كافة المستثمرون يتصرفون في الأسواق المالية بطريقة رشيدة وعقلانية.

ج- إن سياسة توزيع الأرباح لدى الشركة تتضمن توزيع كافة الأرباح وبالتالي لا يوجد أرباح محتجزة بالإضافة إلى عدم وجود ضرائب على الأرباح الموزعة.

ومن خلال استعراض هذه الافتراضات يلاحظ أن البعض منها غير واقعي، وقد حاول العديد من الباحثين توسيع البحث النظري وتقريب الافتراضات غير الواقعية إلى الواقع، كما حاولت العديد من الدراسات اختبار العلاقة بين نسبة الدين وقيمة السهم السوقية إلا أن أي من هذه الدراسات لم يقدم نتائج ذات دلالة إحصائية يمكن الاعتماد عليها لتحديد هيكل رأس المال المناسب.

6. نظرية (M.M) في ظل غياب الضريبة وتكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة :

تقسم نظرية (M.M) إلى عدد من الاقتراحات وعلى النحو التالي²:

الاقتراح الأول :

يصور اقتراح (M.M) شركتين متماثلتين في كل شيء ماعدا الهيكل التمويلي وبالتالي فهم ينظرون إليه كنموذج الفطيرة، حيث تشير هذه النظرية إلى أن القيمة السوقية لأي شركة مستقلة تماماً عن المزيج التمويلي فيها، وفي حالة عدم وجود ضريبة تتحدد من خلال خصم صافي ربح العمليات الذي تخلقه الشركة بمعدل خصم يتمثل بمعدل العائد المطلوب على الاستثمار لشريحة الخطر الذي تنتمي إليه الشركة وليس على تشكيل الهيكل التمويلي أي أنها مستقلة تماماً عن مستويات الرفع المالي، كما تتحدد بمدى فاعلية وكفاءة قرارات الاستثمار وليس بكيفية تمويل هذه الاستثمارات.

الاقتراح الثاني :

يتضمن هذا المقترح أن معدل العائد المطلوب من قبل ملاك الشركة ذات رفع مالي تعتمد على³:

1. تكلفة العائد المطلوب من الشركة لا تعتمد على الديون وتنتمي إلى نفس شريحة الخطر.

2. تكلفة التمويل.

3. نسبة القروض إلى حقوق الملكية (الرافعة المالية).

¹ نجد قاسم خصاونة، مرجع سبق ذكره، ص 201-202.

² نفس المرجع، ص 203-204.

³ نفس المرجع، ص 204-205.

وعليه فإن مضمون الاقتراح الثاني لنظرية (M.M) أن معدل العائد المطلوب من قبل الملاك في شركة تعتمد على القروض في الهيكل التمويلي، يساوي معدل العائد المطلوب من قبل شركة مماثلة وتنتمي لنفس شريحة الخطر ولكنها لا تعتمد على القروض في هيكلها التمويلي.

إن أخذ المقترحين الأول والثاني في نظرية (M.M) يعني أن زيادة الديون في الهيكل التمويلي الشركة لا يؤدي إلى زيادة قيمة الشركة لأن الاستفادة من القروض متدنية التكلفة سيتم تعويضها من خلال زيادة المخاطرة وبالتالي فإن نظرية (M.M) تجادل بأنه في عالم بدون ضرائب فإن قيمة الشركة لن تتأثر بهيكلها التمويلي.

7. نظرية الإشارات الصادرة عن المنشأة : Signaling Ling Model

افترضت نظرية (M.M) أن لدى المستثمرون المعلومات نفسها التي لدى إدارة الشركة حول فرص الشركة المستقبلية، ولكن حسب نظريات كفاءة السوق فإن لدى الإدارة معلومات أفضل من الأفراد الخارجيين حول ظروف الشركة الحالية والفرص المستقبلية، حيث أن التباين في المعلومات بين المدراء الداخليين والمستثمرين الخارجيين له أثر مهم في تحديد التركيبة المثلى لرأس المال، حيث من المعروف أن الشركة تلجأ إلى الحصول على التمويل عن طريق الاقتراض عندما تتوقع ظروف مستقبلية أفضل، أما عند توقع ظروف سيئة في المستقبل فإن الشركة تفضل اللجوء إلى البحث عن مصادر تمويل خارجية من خلال زيادة رأس مال الشركة بهدف جذب مساهمين جدد للمشاركة في تحمل الصعوبات المحتملة. ولكن يجب الإشارة هنا أنه ليس كل زيادة في رأس المال تعني أن الشركة تواجه صعوبات مستقبلية فقد تسعى الشركة إلى زيادة رأس المال بهدف المحافظة على الطاقة الإقتراضية للشركة، حيث أن التوسع في الاقتراض المصرفي قد يجعل من الشركة تواجه صعوبة في الحصول على المزيد من الاقتراض وعليه، فإن هيكل رأس المال يرتبط بالإشارات الصادرة عن الشركة والتي يمكن أن تحمل معاني حول توقعات إدارة الشركة للظروف المستقبلية¹.

الفرع الرابع : علاقة المزيج التمويلي بالربحية

لقد قدمت أغلب الدراسات التي تناولت العلاقة بين المزيج التمويلي وربحية المؤسسات العديد من النتائج المتباينة حول تفسير السلوك التمويلي للمؤسسات.

أولاً - من حيث التمويل الداخلي والخارجي

تتأثر أرباح الملاك في شركة الأعمال بطريقة التمويل، حيث تزداد الأرباح (كقاعدة عامة) بزيادة الاعتماد على القروض وذلك إذا ما تحسنت الأحوال الاقتصادية العامة. إن العلاقة الأساسية هنا تدخل في حساب قيمة الرافعة المالية، حيث يختلف معدل العائد على حق الملكية باختلاف الروافع المالية والظروف الاقتصادية، وعندما تكون الظروف الاقتصادية سيئة جداً فإن مبيعات الشركة وهامش الربح سوف تكون منخفضة وسوف ينخفض معدل العائد على الموجودات (الأصول) ROA، والعكس أي أن معدل العائد على الموجودات يرتفع كلما تحسنت الظروف الاقتصادية.

إن استخدام الرافعة المالية يعظم من معدل العائد على حق الملكية وإن الشركات التي لا تعتمد على القروض في تمويل موجوداتها لا يتأثر معدل العائد فيها، وعندما تكون الظروف الاقتصادية سيئة جداً، ستكون هذه الشركات في وضع أفضل من

¹ المرجع السابق، ص 203.

الشركات الأخرى بسبب عدم تحملها الفائدة على عكس الشركات التي يزداد فيها الاعتماد على مصادر التمويل المقترضة، أما في حالة الظروف الاقتصادية الجيدة أو الممتازة تكون الشركات التي تعتمد على الأموال المقترضة في أفضل الأحوال. إن استخدام الرافعة المالية تكون مرغوبة للشركات إذا زاد فيها معدل العائد على الموجودات على تكلفة القرض (الفائدة)، وكلما ارتفعت الرافعة المالية كلما زاد فيها العائد على حقوق الملكية على افتراض تحسين الظروف الاقتصادية¹. وهي تشير إلى أثر المزيج التمويلي على الربحية في ظل تغير الظروف الاقتصادية العامة.

ثانياً - من حيث الاستحقاق

أن نوع الدين المستخدم تأثيراً على ربحية الشركة فإذا كانت للشركات مبيعات قليلة فمن الأفضل استخدام الديون قصيرة الأجل وذلك لتأثيرها القوي والايجابي في الربحية، كما أن هناك علاقة سلبية بين الديون طويلة الأجل والربحية، وذلك يعود إلى ارتفاع مقدار الفائدة للديون طويلة الأجل، من الأفضل أن لا يكون تمويل الشركة من الديون قصيرة الأجل إذا كانت مبيعاتها عالية لأن أجلها قصير لمدة سنة أو أقل، وأن تمول من الديون طويلة الأجل، وهذا يعني أن قرار المزيج التمويلي يجب أن يأخذ بالاعتبار حجم المبيعات². حيث يؤثر المزيج التمويلي على الربحية تبعاً للمبيعات أو رقم الأعمال.

وقد فسر (Myers 1984) هذه العلاقة من خلال نظرية تسلسل اختيار مصادر التمويل، حيث أن الشركات التي تتمتع مشروعاتها بربحية عالية تلجأ إلى التمويل بمصادر داخلية (الأرباح المحتجزة) نظراً لانخفاض تكلفتها، ومن ثم تلجأ إلى إصدار الدين، وبعدها تلجأ للأسهم العادية كملاذ أخير، ومن جهة أخرى فإن بعض الدراسات وجدت علاقة إيجابية بين ربحية الشركة وديونها. ويمكن تفسير هذه النتيجة من خلال نظرية المراجعة حيث إن الشركة التي تتمتع بربحية عالية تستخدم ديوناً أكثر في تمويلها لما يحققه الدين من وفورات ضريبية (مديغلياني وميلر 1963)³. وهي تعني فكرة الدفع المالي بحيث يكون للدين تكاليف ثابتة من ناحية ويحقق للشركة وفورات ضريبية من ناحية أخرى.

¹ حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الثانية، دار الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص 583_588.

² عادلة حاتم ناصح، علاقة هيكل التمويل بربحية الشركة، العلوم الاقتصادية، البصرة، المجلد 10، العدد 37، 2014، ص 97.

³ دوما وليد حنا الرضي، ميشيل سعيد سويدان وطارق محمد هيثم عواد، أثر الفرص الاستثمارية على رأس المال، المجلة العربية للإدارة، المملكة الأردنية الهاشمية، مجلد 35، العدد 1، 2015، ص 268.

المبحث الثاني : الدراسات السابقة حول المزيج التمويلي والربحية

تم جمع الدراسات السابقة سواء عربية أو أجنبية منها والتي كانت (10) دراسات متنوعة من حيث الزمان والمنطقة وعينة الدراسة، والتي لها صلة بموضوع الدراسة الحالية أي متغيرات الدراسة، إذ سيتم عرض هذه الدراسات حسب المتغيرات ذات العلاقة بالموضوع.

المطلب الأول : عرض الدراسات السابقة

تم تناول عدة دراسات سابقة التي لها علاقة بالمزيج التمويلي والربحية، وستتطرق خلال هذا المطلب إلى مجموعة من الدراسات التي جاءت باللغة العربية، إضافة إلى مجموعة أخرى من الدراسات باللغة الأجنبية، والتي جاء ترتيبها بمقياس التقارب مع الدراسة الحالية، وقد جاءت كما يلي:

1- دراسة Sohail Amjed (2007)¹:

سعت هذه الدراسة إلى البحث عن العلاقة بين الهيكل المالي والربحية، لتقديم تحليل للنظر في طبيعة وصحة البيانات استخدم الباحث الإحصاء الوصفي للمتغيرات، بالإضافة إلى نموذج الانحدار الخطي على عينة مكونة من 100 شركة نسيج المدرجة في بورصة كراتشي، الفترة امتدت لمدة ست سنوات (1999 - 2004)، وقد أظهرت هذه الدراسة وجود علاقة إيجابية بين الديون قصيرة الأجل والربحية (العائد على حقوق المساهمين)، في حين أثبتت وجود علاقة سلبية بين الديون طويلة الأجل والعائد على حقوق المساهمين يعني أن الديون طويلة الأجل أكبر تكلفة نسبياً وبالتالي توظيف نسب عالية من هذا النوع من الديون في الهيكل المالي يؤدي إلى انخفاض الربحية هذا يعني أن الشركات تستخدم الديون قصيرة الأجل كمصدر رئيسي لها للتمويل.

2- دراسة Faboyede Samuel (2016)²:

هدفت هذه الدراسة إلى توضيح طبيعة العلاقة بين الهيكل المالي معبرا عنه بحقوق الملكية والرافعة المالية والديون قصيرة الأجل، والربحية لشركات التصنيع في نيجيريا خلال الفترة (2008 - 2012)، وقد استعان الباحث من أجل تحليل البيانات بتقنيات الانحدار وحزمة STATA، حيث تم فحص النموذج المستخدم من خلال عينة مكونة من 25 شركة تمثل جميع الشركات المدرجة في بورصة نيجيريا، وقد خرجت هذه الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية بين الأرباح والربحية في حين أن الديون قصيرة الأجل والرافعة المالية لها علاقة إيجابية مع الربحية ولكن ليست مهمة كالأرباح وذلك بسبب الفوائد الناتجة عن الديون التي يمكن أن تكون لها تأثير على الربحية.

¹ Sohail Amjed, **The impact of financial structure on profitability:** Study of pakistan's textile sector, Pakistan, 2007, (440-450).

² Faboyede Samuel, **Financail Structure and Profitability of Manufacturing Companies in Nagerai,** Journal of accounting finance and auditing studies, Nagerai, 2016, (56-63).

3- دراسة أحمد خليل (2011)¹:

أجريت هذه الدراسة من أجل معرفة أثر هيكل التمويل (متوسط المديونية) على ربحية شركات المساهمة العامة الأردنية (حصة السهم العادي من الأرباح) وعلى سياساتها في توزيعات الأرباح (حصة السهم العادي من الأرباح)، وقد استعان الباحث بنموذج القياسي لتفسير هذا الأثر، وتم فحص النموذج المستخدم من خلال عينة عشوائية مكونة من 75 شركة مدرجة في بورصة عمان وقد وزعت على ثلاث قطاعات (صناعي، مالي، خدمات) خلال الفترة الممتدة (2007-2009)، وبعد ذلك قام بإخضاع نموذج التحليل الإحصائي الذي يتضمن أسلوب الانحدار البسيط الذي تناول معالجة العينة كمجموعة واحدة، ثم قام بمعالجة كل قطاع على حدى، وقد توصل الباحث إلى: عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين هيكل التمويل والربحية.

4- دراسة عادل حاتم ناصح (2014)²:

هدفت هذه الدراسة إلى الكشف عن العلاقة بين هيكل التمويل والربحية، وقد أجريت الباحثة دراستها على 14 عينة من الشركات القطاع الصناعي المدرجة في بورصة العراق للأوراق المالية. واستخدمت الدراسة الإحصاء الوصفي والانحدار البسيط لاختبار الفرضيات، حيث توصلت إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين هيكل التمويل ممثل بنسبة المديونية والربحية الشركات المقاسة بالعائد على الموجودات ROA، أي أن هذا الأخير يتأثر بعوامل أخرى.

5- دراسة جميل حسن النجار (2013)³:

تناولت هذه الدراسة مدى تأثير الأداء المالي بالرفع المالي ولدراسة هذا التأثير تم قياس الأداء المالي المعبر عنه بالربحية بأربعة متغيرات (العائد على الأصول ROA) والعائد على حقوق الملكية ROE والعائد على المبيعات ROS ونمو المبيعات)، قد أجريت الدراسة على عينة مكونة من 20 شركة من شركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين خلال فترة (2004-2011)، حيث استخدم الباحث التحليل الوصفي ونموذج الانحدارات ونموذج تقدير التوزيعات (نموذج التباطؤ الزمني)، وخرجت الدراسة إلى وجود أثر سلبي للرفع المالي على الأداء المالي، ويظهر هذا الأثر على العائد على الأصول بشكل واضح خلال أكثر من سنة على عكس العائد على حقوق الملكية والعائد على المبيعات ومعدل نمو المبيعات الذي يظهر أثر الرفع المالي على هذه المتغيرات مع الزمن، حيث توصل إلى وجود نفس التأثير للرفع المالي على القيمة السوقية للشركة بعد الأخذ عامل الزمن بعين الاعتبار.

6- دراسة Nawaz Ahmad and al (2015)⁴:

أجريت هذه الدراسة على قطاع شركات الإسمنت مسجلة في بورصة كراتشي في باكستان على عينة من 18 شركة خلال الفترة الزمنية (2005-2010)، وذلك من أجل معرفة مدى تأثير الرفع المالي المعبر عنه بـ (إجمالي الديون/ إجمالي الأصول) على ربحية هذه الشركات المقاسة بـ (العائد على الأصول ROA)، اعتمدت الدراسة لتحليل البيانات نموذج الانحدار الخطي البسيط. وتظهر نتيجة هذا الاختبار الإحصائي عن وجود أثر سلبي ذو دلالة إحصائية للرفع المالي على ربحية الشركات.

¹ أحمد خليل، أثر الهيكل التمويلي على ربحية الشركات المساهمة العامة الأردنية وعلى سياساتها في توزيعات الأرباح، رسالة ماجستير، غير منشورة، جامعة الشرق الأوسط، الأردن، 2011.

² عادل حاتم ناصح، علاقة هيكل التمويل بربحية الشركة، العلوم الاقتصادية، البصرة، المجلد 10، العدد 37، تاريخ النشر 2014/3/4، ص(81-110).

³ جميل حسن النجار، مدى تأثير الرفع المالي على الأداء المالي، مجلة جامعة الأزهر، غزة، العدد 1، 2013/4/9، ص(281-318).

⁴ Nawaz Ahmad and al, Impact of financial leverage on firms' profitability, Research Journal of Finance and Accounting, Pakistan, No 7, 2015, (75- 81).

7- دراسة (2012) Shehla Akhtar and al¹:

تختبر هذه الدراسة طبيعة العلاقة بين الرفع المالي والأداء المالي لشركات قطاع الوقود والطاقة المدرجة في بورصة كراتشي "باكستان"، حيث تم توظيف عينة من 20 شركة خلال الفترة (2000-2005)، إذ اعتمدت الدراسة على الرافعة المالية كعامل مستقل. وأخذت ست متغيرات كمتغيرات تابعة متمثلة في العائد على الموجودات والعائد على حقوق المساهمين وهامش صافي الربح والعائد على السهم الواحد قبل الضريبة ومعدل المبيعات، تم استخدام الاحصائيات الوصفية التي أظهرت وجود علاقة إيجابية بين الرافعة المالية والأداء المالي لمؤشرات الأداء الخمسة، في حين وجود تأثير سلبي على العائد على الأصول والرافعة المالية.

8- دراسة (2014) Mubeen Mujahid and al²:

تناولت هذه الدراسة الأداء المصرفي مقاسا بـ ROE, ROA وربحية السهم ومدى تأثيره بالديون قصيرة الأجل أو طويلة الأجل، وطبقت على جميع قطاعات البنوك العاملة في باكستان وبلد أجنبي خلال الفترة الزمنية (2008-2012) ومن أجل اختبار الفرضيات تم استخدام نموذج الانحدار والتحليل الوصفي، حيث كشفت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية بين هيكل رأس المال والأداء المصرفي أي علاقة إيجابية بين عوامل هيكل رأس المال وبين العائد على حقوق الملكية والعائد على الأصول وربحية السهم الواحد.

9- دراسة ناصر حمدان وعلي القضاة (2013)³:

سعت هذه الدراسة إلى الكشف عن أثر هيكل رأس المال على أداء المصارف الأردنية التجارية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية وعددها 13 مصرف للفترة الزمنية (1991-2010)، حيث استخدم نموذج التأثيرات الثابتة والعشوائية وطريقة المربعات الصغرى العامة، كشفت نتائج هذه الدراسة عن وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين هيكل رأس المال (نسبة إجمالي المطلوبات إلى إجمالي الموجودات) وأداء المصارف (العائد على الموجودات ونصيب السهم العادي من الأرباح الصافية) وليس ذو دلالة إحصائية على العائد على حقوق الملكية، وهذا يعني أن الديون تكاليفها منخفضة، وأن نسبة حقوق الملكية إلى الموجودات - هيكل رأس المال- لها تأثير إيجابي وذو دلالة إحصائية على العائد على الموجودات بينما لها تأثير سلبي وذو دلالة إحصائية على نصيب السهم العادي من الأرباح الصافية وحقوق الملكية.

¹ Shehla Akhtar and al, Relationship between financial leverage and financial performance, **European journal of business and management**, Pakistan, No11, 2012, (07- 18).

² Mubeen Mujahid and al, Impact of capital structure on banking performance, **Research journal of finance and accounting**, Pakistan, No.19, 2014, (99-105).

³ ناصر حمدان، علي قضاة، أثر هيكل رأس المال على أداء المصارف الأردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، دراسة تحليلية، مقبول للنشر، تاريخ 2013/11/11.

الفصل الأول الأدبيات النظرية والتطبيقية حول المزيج التمويلي والربحية

المطلب الثاني : موقع الدراسة الحالية من الدراسات السابقة

فيما يلي الجدول رقم (1.1) الذي يلخص المقارنة بين الدراسات السابقة.

الجدول 1.1 : مقارنة بين الدراسات السابقة

النتائج	الأدوات المستخدمة	المتغيرات		الحدود الزمنية والمكانية	الهدف	الرقم
		التابعة	المستقلة			
وجود علاقة إيجابية بين الديون قصيرة الأجل و ROE وجود علاقة سلبية بين الديون طويلة الأجل و ROE	الإحصاء الوصفي نموذج الانحدار الخطي	ربحية البنوك معبرا عنها بـ ROE	الهيكل المالي معبرا عنه بنسبة الرافعة المالية والديون قصيرة وطويلة الأجل	100 شركة نسيج المدرجة في بورصة كراتشي للفترة (1999-2004)	البحث عن العلاقة بين الهيكل المالي والربحية	1
وجود علاقة إيجابية بين الأسهم والربحية وجود علاقة إيجابية بين الديون قصيرة الأجل والرافعة المالية مع الربحية	تحليل البيانات بتقنيات الانحدار وحزمة STATA	الربحية	الهيكل المالي المعبر عنه بحقوق الملكية والرافعة المالية والديون قصيرة الأجل	25 شركة من شركات التصنيع المدرجة في بورصة نيجيريا للفترة (2008-2012)	توضيح طبيعة العلاقة بين الهيكل المالي و الربحية	2
عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية للهيكل التمويلي للشركات كوحدة واحدة وبين الربحية	الإحصاء الوصفي نموذج تحليل الانحدار البسيط	حصة السهم العادي من الأرباح وحصة السهم الواحد من التوزيعات	الهيكل التمويلي معبرا عنه بنسبة المديونية	75 عينة طبقية من مجموع الشركات المدرجة في بورصة عمان ووزعت على 3 قطاعات خلال الفترة (2007-2009)	معرفة أثر هيكل التمويل على ربحية شركات المساهمة العامة الأردنية وعلى سياستها في توزيع الأرباح	3
عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين هيكل التمويل وربحية الشركات	الإحصاء الوصفي الانحدار الخطي البسيط	ربحية الشركة المقاسة بـ ROA	الهيكل التمويلي الممثل بالمديونية المقاسة بالرافعة المالية (إجمالي القروض / إجمالي المطلوبات)	14 شركة في قطاع الصناعة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية خلال الفترة (2004-2011)	الكشف عن العلاقة بين هيكل التمويل وربحية الشركات القطاع الصناعي	4
وجود تأثير سلب للرفع المالي على ROA و ROE و ROS ونمو المبيعات، أي وجود أثر سلب للرفع المالي على الأداء المالي وجود أثر سلب للرفع المالي على القيمة السوقية	تحليل الإحصاء الوصفي نموذج الانحدار نموذج تباطؤ الزمني	ROA و ROE و ROS نمو المبيعات	الرفع المالي	20 شركة من الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين	مدى تأثير الرفع المالي على الأداء المالي	5

<p>وجود أثر سلبي ذو دلالة إحصائية للرفع المالي على ربحية الشركات</p>	<p>نموذج الانحدار الخطي البسيط</p>	<p>ROA</p>	<p>نسبة إجمالي الديون/ إجمالي الأصول</p>	<p>18 شركة من شركات قطاع الإسمنت المسجلة في بورصة كراتشي في باكستان خلال الفترة (2010-2005)</p>	<p>معرفة مدى تأثير الرفع المالي على ربحية الشركات</p>	<p>6</p>
<p>وجود علاقة إيجابية بين الرافعة المالية والأداء المالي ومؤشرات الأداء الخمسة وجود علاقة سلبية بين ROA والرافعة المالية</p>	<p>الإحصاء الوصفي</p>	<p>الأداء المالي المعبر عنه بـ ROA, ROE, EPS قبل الضريبة ومعدل المبيعات</p>	<p>مؤشر الرافعة المالية</p>	<p>20 شركة من الشركات قطاع الوقود والطاقة المدرجة في بورصة كراتشي خلال الفترة (2000-2005)</p>	<p>العلاقة بين الرفع المالي و الأداء المالي لشركات قطاع الوقود والطاقة</p>	<p>7</p>
<p>وجود علاقة إيجابية بين هيكل رأس المال والأداء المصرفي وجود علاقة إيجابية بين هيكل رأس المال وبين ROE, ROA و ربحية السهم الواحد</p>	<p>نموذج الانحدار التحليل الوصفي</p>	<p>الأداء المصرفي المقاس بـ ROA, ROE و ربحية السهم الواحد</p>	<p>الديون قصيرة الأجل وطويلة الأجل</p>	<p>جميع قطاعات البنوك العاملة في باكستان وبلد أجنبي للفترة الزمنية (2008-2012)</p>	<p>مدى تأثير الديون قصيرة وطويلة الأجل على الأداء المصرفي</p>	<p>8</p>
<p>وجود أثر ذو دلالة إحصائية بين نسبة إجمالي المطلوبات إلى إجمالي الموجودات مع العائد على الموجودات ونصيب السهم العادي من الأرباح الصافية وليس ذو دلالة إحصائية على ROE وجود أثر سلبي وذو دلالة إحصائية بين نسبة حقوق الملكية إلى الموجودات مع نصيب السهم العادي من الأرباح الصافية وحقوق الملكية بينما لها تأثير إيجابي على ROA</p>	<p>نموذج التأثيرات الثابتة والعشوائية طريقة المربعات الصغرى العامة</p>	<p>أداء المصارف الممثل بـ ROA و ROE و IP</p>	<p>بنسبة المطلوبات إلى الموجودات ونسبة حقوق الملكية إلى الموجودات</p>	<p>13 مصرف من جميع المصارف الأردنية التجارية في بورصة عمان للأوراق المالية</p>	<p>الكشف عن أثر هيكل رأس المال على أداء المصارف الأردنية</p>	<p>9</p>

المصدر : من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الدراسات السابقة

الفصل الأول الأدبيات النظرية والتطبيقية حول المزيج التمويلي والربحية

سيتم في هذا المطلب تحديد موقع هذه الدراسة وما يميزها عن الدراسات السابقة.

أولاً : أوجه التشابه :

- معظم الدراسات اعتمدت على مؤشرات الربحية في قياس المتغير التابع؛
- تشابهت الدراسات السابقة مع الدراسة الحالية من كونها أخذت جميعها من مجتمع الدراسة بيانات من مواقع بورصات مختلفة؛
- أغلب الدراسات هدفت إلى البحث عن أهم العوامل المؤثرة على الربحية؛

ثانياً : أوجه الاختلاف :

هناك العديد من أوجه الاختلاف بين الدراسة الحالية والدراسات السابقة من حيث المكان والزمان وحجم العينة ونوع المتغيرات والقطاع والجدول الموالي يوضح أوجه الاختلاف بينهما :

الجدول 2.1 : أوجه الاختلاف بين الدراسة الحالية والدراسات السابقة

الدراسات السابقة	الدراسة الحالية	
أجريت الدراسة في دول مختلفة منها العربية والأجنبية وخلال فترات مختلفة.	أجريت الدراسة على قطاعات من المؤسسات العاملة في بورصة الدار البيضاء في المغرب للفترة الممتدة من 2013-2018.	من حيث المكان والزمان
تناولت الدراسات السابقة عينات مختلفة منها الأكبر ومنها الأقل من الدراسة الحالية.	تناولت الدراسة 09 مؤسسات موزعة على أربع قطاعات الناشطة في بورصة الدار البيضاء.	من حيث العينة
تناولت أغلب الدراسات متغيرات مختلفة عن الدراسة الحالية لتوضيح الأثر الذي يحدث على الربحية، استخدمت مختلف البرامج (Eviews 9 /SPSS).	هدفت هذه المتغيرات إلى توضيح الأثر الذي يحدثه المزيج التمويلي على ربحية المؤسسات الاقتصادية، واستخدمت برنامج Eviews 9.	من حيث نوع المتغيرات

المصدر : من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الدراسات السابقة

خلاصة الفصل الأول :

لقد سلطنا الضوء من خلال هذا الفصل على الجوانب الأساسية المتعلقة بالربحية والعوامل المؤثرة فيها، حيث أن بالرغم من اختلاف أنواعها نجد أنها تصب في مفهوم واحد قياس فعالية المؤسسة وكفاءتها، وعليه وجب على المؤسسة التحكم في كافة العوامل التي من شأنها التأثير على ربحيتها، ثم بعد ذلك تم التطرق لمفاهيم المتعلقة بالمزيج التمويلي، فالمزيج التمويلي الذي تهدف المؤسسة إلى تكوينه لا بد أن تكون تكلفته أدنى ما يمكن، مما يسمح لها بتعظيم عوائدها.

أما فيما يخص المبحث الثاني فقد تم التطرق إلى الدراسات السابقة العربية والأجنبية التي تناولت علاقة تأثير المزيج التمويلي بالربحية، مع عرض الأهداف والنتائج التي خلصت إليها كل دراسة وفي الأخير عرض مقارنة بين الدراسة الحالية والدراسات السابقة من حيث أوجه التشابه والاختلاف.

الفصل الثاني

دراسة تطبيقية حول المزيج التمويلي وتأثيره على ربحية
المؤسسات المدرجة في بورصة الدار البيضاء للفترة
(2013-2018)

تمهيد

بعد دراستنا للجانب النظري، والذي تناول الرصيد المعرفي الخاص بموضوع البحث والذي ضم الجوانب المتعلقة بموضوع دراستنا المتمثلة في أثر المزيج التمويلي على الربحية، وسنحاول الانطلاق للجانب التطبيقي قصد دراسة الموضوع تطبيقياً، حتى نعطي المنهجية العلمية حقها، وكذا التحقق من المعلومات النظرية التي تناولناها في الفصل السالف الذكر.

وبغرض الإجابة عن التساؤلات المطروحة، ولاختبار صحة الفرضيات سنقوم بتقسيم فصل الدراسة التطبيقية إلى مبحثين، حيث خصص المبحث الأول إلى الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة والتي ستساعدنا في تحليل وتفسير النتائج التي سيتم تناولها في المبحث الثاني.

المبحث الأول : الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة

تلعب الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة التطبيقية دورا مهما في أهمية المعلومات ومصداقيتها من حيث جمعها ودراستها وتحليلها مما يعطي للبحث قيمة علمية، ومن خلالها يتسنى للباحث إثبات أو نفي فرضياته، وكذا الوصول إلى نتائج في نهاية البحث، هذا ما سنتطرق إليه في هذا المبحث، حيث نوضح في المطلب الأول الطريقة المعتمدة في الدراسة، وسنرى الأدوات المستخدمة فيها في المطلب الثاني.

المطلب الأول : الطريقة المعتمد عليها في الدراسة

سيتم من خلال هذا المطلب التطرق إلى مجتمع وعينة الدراسة، كذلك تحديد متغيرات الدراسة كما سيتم تحديد مصادر بيانات الدراسة.

الفرع الأول : مجتمع وعينة الدراسة

أولا : مجتمع الدراسة

يتكون مجتمع الدراسة من جميع المؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الدار البيضاء والتي بلغ عددها 75 مؤسسة وذلك حسب دليل الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء موزعة على 25 قطاع.

1. نظرة عامة عن بورصة الدار البيضاء المغرب

تعود مرحلة تأسيس بورصة الدار البيضاء إلى سنة 1929. وكانت تحمل آنذاك اسم "مكتب مقاصة القيم المنقولة". إن الأهمية المتزايدة لسوق القيم المنقولة ووضع نظام لمراقبة عملية الصرف دفع بالسلطات حينئذ إلى تحسين وتقنين تنظيم وتسير هذه السوق، ففي سنة 1948 حل مكتب تداول القيم المنقولة محل مكتب مقاصة القيم المنقولة، غير أن تنظيم السوق كان يحول دون اجتذاب المدخرين في وقت كان الاستثمار في البورصة يلقي اهتماما متزايدا، وقد تم وضع مبادرة إصلاحية سنة 1967، لتدارك هذا العجز وأصبح للسوق المالي المغربي بورصة خاصة تخضع لتنظيم قانوني وتقني إثر هذه المبادرة، وتحديدًا سنة 1986 شرع المغرب في تطبيق برنامج للتقويم الهيكلي استغرق عشر سنوات، وقد مكن هذا البرنامج المغرب من تعزيز التوازنات الأساسية والتحكم في مشكلة الدين والتضخم سبع سنوات بعد ذلك، في سنة 1993 شهدت سوق البورصة إصلاحا جذريا لاستكمال وتعزيز المكتسبات السابقة، فتم إصدار و المصادقة على ثلاث نصوص مؤسسة وهي¹ :

- ظهير معتبر بمثابة قانون رقم 1-93-211 متعلق ببورصة القيم؛
 - ظهير معتبر بمثابة قانون رقم 1-93-212 متعلق بمجلس القيم المنقولة وبالمعلومات اللازم تقديمها من قبل الأشخاص المعنويين الذين يطرحون أوراقهم المالية للاكتتاب على العموم؛
 - ظهير معتبر بمثابة قانون رقم 1-93-213 متعلق بالهيئات المكلفة بالتوظيف الجماعي القيم المنقولة.
- ومن أجل فعالية السوق بات إجباريا على الشركات المدرجة في البورصة نشر البيانات المالية والمحاسبية الخاصة بها ابتداء من سنة 1993، وفي سنة 1997 تحسن تنظيم سوق البورصة بعد صدور القانون رقم 34-96 الذي قام بتعديل واستكمال الظهير

¹ موقع بورصة الدار البيضاء <http://www.casablanca-bourse.com/bourseweb/Ar/content.asp> 2019/ 05/04

الفصل الثاني دراسة تطبيقية حول المزيج التمويلي و تأثيره على ربحية المؤسسات

المعتبر المعترف بمثابة قانون رقم 93-211-1 المتعلق ببورصة القيم وبعد أن قضى القانون رقم 96-35 بإحداث هيئة إيداع مركزية، ماروكليز في أكتوبر من سنة 1998.

ومنذ ذلك التاريخ شهدت بورصة الدار البيضاء انتعاشا ملحوظا، وفي سنة 2000 تغير اسم بورصة الدار البيضاء للقيم ليصبح بورصة الدار البيضاء، شركة مجهولة الاسم ذات مجلس إدارة جماعية ومجلس رقابة.

للأهداف بورصة الدار البيضاء :

وضعت بورصة الدار البيضاء في إطار مزاوله نشاطها وتطبيقا للمهام التي أسندت إليها، رؤية واضحة وطموحة لأهدافها وهي كالتالي¹ :

- مواكبة التطور الاقتصادي للبلاد من خلال المساهمة بشكل أكثر فعالية في تمويل اقتصاد البلاد بتسهيل التواصل بين المستثمرين والجهات المصدرة؛
- تلبية حاجيات الفاعلين في السوق؛
- تطوير سوق البورصة؛
- احتلال الصدارة بين الأسواق الرائدة في إفريقيا.

ثانيا : عينة الدراسة

تتمثل عينة الدراسة في تسع مؤسسات مدرجة في بورصة الدار البيضاء موزعة على أربعة قطاعات متقاربة وكل قطاع يشمل بعض المؤسسات التي تم اختيارها على أساس المعلومات المالية المتعلقة بوجود ديون (قصيرة الأجل وطويلة الأجل) للمؤسسات المدرجة والتي كانت متاحة على موقع الإلكتروني لبورصة الدار البيضاء خلال الفترة الممتدة من 2013 إلى غاية 2018، والجدول رقم 1.2 يوضح هذه القطاعات والشركات ورمز كل شركة.

الجدول 1.2 : المؤسسات عينة الدراسة

الرمز	المؤسسات	القطاع
ALUIM	Aluminium du Maroc _ أألنوم المغرب	مواد البناء والبناء
LHM	Lafargeholcim mar _ لافارج	
JET	Jet contractors _ مقاولين جيت	
COL	Colorado _ كولورادو	
RAD	Res dar saada _ فضاءات السعادة	المشاركة العقارية والترويج
ADI	Alliances _ التحالفات	
ADDOHA	Douja prom Adooha _ دوجي الانعاش ضحي	
BIL	Bilima _ باليما	صناديق الاستثمار العقاري
JLEC	Taqa Morocco _ طاقة المغرب	الكهرباء

المصدر : من إعداد الطالبتين بناء على المعطيات المتوفرة في الموقع الإلكتروني لبورصة الدار البيضاء

¹ سارة عبدلي، أساليب قياس أداء حافظة الأوراق المالية، مذكرة ماستر، جامعة قاصدي مرياح ورقلة، الجزائر، 2012، ص 82.

الفصل الثاني دراسة تطبيقية حول المزيج التمويلي و تأثيره على ربحية المؤسسات

الفرع الثاني : متغيرات الدراسة وكيفية قياسها

سيتم في هذا الفرع تعريف بالمتغيرات المستخدمة في الدراسة.

أولا : متغيرات الدراسة

1. المتغير التابع: يتمثل المتغير التابع في ربحية المؤسسات والذي تم التعبير عنه في هذه الدراسة بمعدل العائد على الأصول وهو يقيس لنا قدرة المؤسسة على تحقيق الأرباح من الأموال المتاحة للإدارة بغض النظر عن طريقة تمويلها، ويعطى بالعلاقة التالية: النتيجة الصافية / إجمالي الأصول.
 2. المتغيرات المستقلة: توجد عدة مقاييس ونسب للمزيج التمويلي في الدراسات السابقة، أهمها تلك المقاييس المالية المعبر عنها بالرفع المالي وهي التي تعتمد بشكل عام على ثلاثة متغيرات هي الديون وحقوق الملكية، إجمالي الأصول.
- ثانيا : كيفية حساب متغيرات الدراسة

الجدول 2.2 متغيرات المستقلة للدراسة وكيفية حسابها

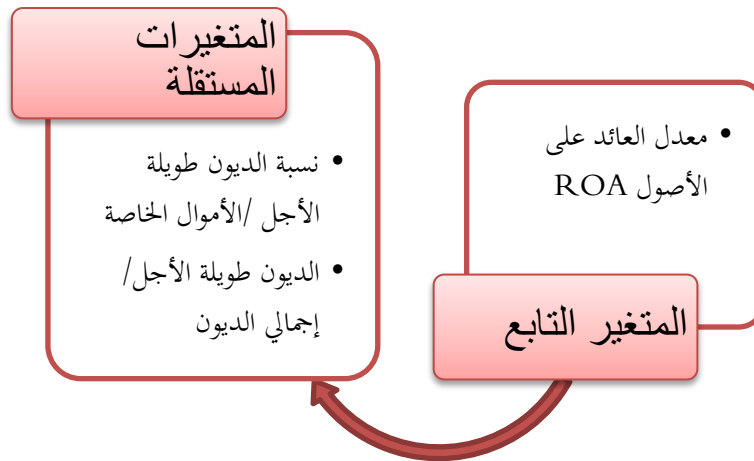
الرمز	كيفية حسابه	المتغير
X ₁	الديون طويلة الأجل/الأموال الخاصة	المؤشر 1
X ₂	الديون طويلة الأجل/إجمالي الديون	المؤشر 2

المصدر : من إعداد الطالبتين بالاعتماد على المراجع المستخدمة في الجانب النظري

ثانيا : نموذج الدراسة

يمكن توضيح نموذج الدراسة بيانيا كما يلي :

الشكل 1. 2 : نموذج الدراسة



المصدر : من إعداد الطالبتين

الفصل الثاني دراسة تطبيقية حول المزيج التمويلي و تأثيره على ربحية المؤسسات

المطلب الثاني : الأدوات المستخدمة في الدراسة

يشتمل إطار الدراسة على التعريف بيانات السلاسل الزمنية المقطعية، والتي نختصرها بكلمة "بانل" في دراستنا، والنماذج الأساسية المستخدمة في تقديرها وكذا طرق الاختبار فيما بينها.

الفرع الأول : أدوات الإحصاء الوصفي

وهي تسمى بمقاييس الموضع أو المتوسطات Averages وهي تلخص البيانات عن طريق إيجاد قيمة متوسطة لها ومن أكثر مقاييس النزعة المركزية استخدامنا ما يلي :

- الانحراف المعياري؛
- المتوسط الحسابي؛
- أعلى قيمة؛
- أدنى قيمة.

الفرع الثاني : تقديم لنماذج بانل

أولا : تعريف بيانات بانل

نعني بمصطلح بيانات السلاسل الزمنية المقطعية أو معطيات بانل مجموعة من المشاهدات التي تتكرر عند مجموعة من الأفراد في عدة فترات من الزمن، بحيث أنها تجمع بين خصائص كل من البيانات المقطعية والسلاسل الزمنية في نفس الوقت. فبالنسبة للبيانات المقطعية فهي نصف سلوك عدد من المفردات أو الوحدات المقطعية (شركات أو دول) عند فترة زمنية واحدة، بينما تصف بيانات السلاسل الزمنية سلوك مفردة واحدة خلال فترة زمنية معينة، وهنا تكمن أهمية استخدام بيانات بانل كونها تحتوي على معلومات ضرورية تتعامل مع ديناميكية الوقت وعلى مفردات متعددة، إن التقدير حسب هذه البيانات له مزايا مهمة ويعطي نتائج أكثر دقة تأخذ بعين الاعتبار المعلومات ذات البعد الزمني في السلسلة الزمنية، لذلك يمكن القول بأن معطيات بانل تتمتع ببعد مضاعف بعد زمني وبعد فردي، هذا ما جعل دراستها الميدانية أكثر فعالية ونشاط في الاقتصاد القياسي¹.

ثانيا : النماذج الأساسية لتحليل بيانات بانل

يقترح المنهج الحديث الصيغة الأساسية لاختبار بيانات بانل كما قدمها W.Green (1993) من هنا تأتي نماذج البيانات الطولية في ثلاثة أشكال رئيسية هي : نموذج الانحدار التجميعي، نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية. ليكن لدينا N من المشاهدات المقطعية مقاسة في T من الفترات الزمنية وعليه فإن نموذج البيانات الطولية يعرف بالصيغة الآتية :

$$y_{it} = \beta_{0(i)} + \sum_{j=1}^K \beta_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it} \quad i = 1,2 \dots N \quad t = 1,2 \dots T \dots \dots (1)$$

¹ بدروي شهباز، تأثير أنظمة الصرف على النمو الاقتصادي في الدول النامية، أطروحة دكتوراه، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2015، ص 201.

1- نموذج الانحدار التجميعي :

يعتبر هذا النموذج من أبسط نماذج البيانات الطولية حيث تكون فيه جميع معاملات $\beta_0(i)$ و β_i ثابتة لجميع الفترات الزمنية (يمهل أي تأثير للزمن) بإعادة كتابة النموذج في المعادلة (1) نحصل على نموذج الانحدار التجميعي ويكتب بالصيغة الآتية :

$$y_{it} = \beta_0 + \sum_{j=1}^K \beta_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it} \quad i = 1,2 \dots N \quad t = 1,2 \dots T \dots \dots (2)$$

حيث أن $E\varepsilon(it)=0$ و $var\varepsilon(it) = \sigma_\varepsilon^2$ ، وتستخدم طريقة المربعات الصغرى العادية في تقدير معاملات النموذج في المعادلة (2)

2- نموذج التأثيرات الثابتة :

الهدف منه هو معرفة سلوك كل مجموعة بيانات مقطعية على حدا من خلال جعل معلمة القطع β_0 تتفاوت من مجموعة إلى أخرى مع بقاء معاملات الميل β_i ثابتة لكل مجموعة بيانات مقطعية، وعليه فإن نموذج التأثيرات الثابتة يكون بالصيغة الآتية¹ :

$$y_{it} = \beta_{0(i)} + \sum_{j=1}^K \beta_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it} \quad i = 1,2 \dots N \quad t = 1,2 \dots T \dots \dots (3)$$

حيث أن $E\varepsilon(i)=0$ و $var\varepsilon(it) = \sigma_\varepsilon^2$

3- نموذج التأثيرات العشوائية :

في نموذج التأثيرات العشوائية يكون حد الخطأ ε_{it} ذو توزيع طبيعي بوسط مقداره صفر وتباين مساوي إلى σ_ε^2 ولكي تكون معاملات نموذج التأثيرات العشوائية صحيحة وغير متحيزة عادة ما يفرض بأن تباين الخطأ ثابت (متجانس) لجميع المشاهدات المقطعية وليس هناك أي ارتباط ذاتي خلال الزمن بين كل مجموعة من المشاهدات المقطعية في فترة زمنية محددة. يعتبر نموذج التأثيرات العشوائية نموذجاً ملائماً في حالة وجود خلل في أحد الفروض المذكورة أعلاه في نموذج التأثيرات العشوائية سوف يعامل معامل القطع $\beta_{0(i)}$ كمتغير عشوائي له معدل مقداره μ أي² :

$$\beta_{0(i)} = \mu + Vi \quad i=1,2 \dots N \quad \dots \dots (4)$$

وبتعويض المعادلة (4) في المعادلة (3) نحصل على نموذج التأثيرات العشوائية وبالشكل الآتي :

$$y_{it} = \mu + Vi + \sum_{j=1}^K \beta_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it} \quad i = 1,2 \dots N \quad t = 1,2 \dots T \dots \dots (5)$$

¹ مجدي الشرجي، أثر تكنولوجيا المعلومات والاتصالات على النمو الاقتصادي في الدول العربية، جامعة الشلف، ملتقى دولي حول رأس المال الفكري في المتطلبات العمال العربية في الاقتصاديات الحديثة، 2013، ص 16.

² عابد بن عابد العبدلي، محددات التجارة البينية للدول الإسلامية باستخدام منهج تحليل بازل، مجلة دراسات اقتصادية إسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية جدة، مجلد 12، العدد 1، 2010، ص 19.

الفصل الثاني دراسة تطبيقية حول المزيج التمويلي و تأثيره على ربحية المؤسسات

وسيتم اختبار النموذج الملائم في هذه الدراسة وسنقوم بتشخيص القوة الإحصائية له من خلال هذه الاختبارات :

– اختبار جودة التوفيق؛

– اختبار المعنوية الإحصائية للمعاملات المقدرة؛

المعنوية الكلية للنموذج المقدر.

من أجل تسهيل عملية الحساب والوصول إلى العلاقة بين المزيج التمويلي والربحية للمؤسسات عينة الدراسة استخدمنا

برامج تساعدنا في ذلك وهي: **Microsoft Office Excel 2010** وبرنامج **EvIEWS 9**.

المبحث الثاني : عرض ومناقشة النتائج المتوصل إليها

بعدما تم تحديد الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة سنتناول فيما يلي عرض ومناقشة النتائج المتوصل إليها وتحليلها من أجل الوصول إلى الاستنتاجات النهائية.

المطلب الأول : عرض وتحليل نتائج الدراسة

بعدما تم القيام بتجميع المعلومات المتحصلة عليها والخاصة بعينة الدراسة وتلخيصها ومتابعتها في ما سبق، سنقوم من خلال هذا المطلب بعرض أهم نتائج الدراسة المتوصل إليها من خلال المعلومات المتوفرة للمتغيرات محل الدراسة.

الفرع الأول : تحليل أولي لمتغيرات الدراسة

سننتقل في هذا الفرع إلى التحليل الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة والتمثيل النقطي للربحية بدلالة مؤشرات المزيج التمويلي.

أولاً : التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة

سنقوم في هذا التحليل بحساب بعض الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة من خلال برنامج Excel 9 وبالاعتماد على الملاحظ ثم حساب كل من المتوسط الحسابي، الانحراف المعياري، أدنى قيمة وأعلى قيمة من أجل معرفة خاصية المتغيرات، وهي مبينة في الجدول التالي :

الجدول 3.2 نتائج الاحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة

(X2)	(X1)	ROA	متغيرات الدراسة
0.407078336	0.7296452	0.05812758	Mean
0.892288262	2.9059142	0.1749598	Maximun
0.015017769	0.0074304	-0.1073826	Minimum
0.232567263	0.7767511	0.04670864	Std.Dev

المصدر : من إعداد الطالبتين اعتماد على برنامج Excel 9

الفصل الثاني دراسة تطبيقية حول المزيج التمويلي و تأثيره على ربحية المؤسسات

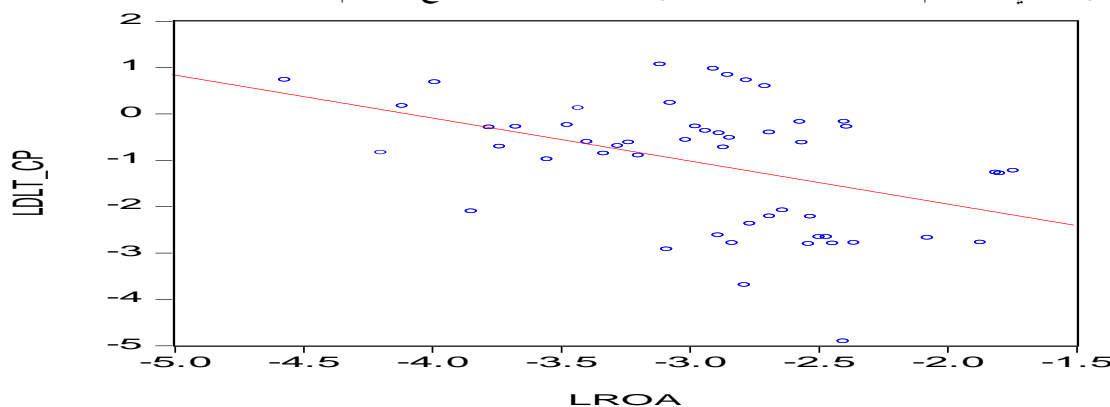
من خلال الجدول رقم 3.2 للإحصاءات الوصفية للمتغيرات الرئيسية التي تشمل على كل من المتوسط والانحراف المعياري وأدنى قيمة وأعلى قيمة وكانت المشاهدات التي تمثل عينة الدراسة (54) طيلة سنوات الدراسة، حيث كان متوسط العائد على الأصول قد بلغ 0.05812758 بانحراف معياري يقدر بـ 0.04670864 وقد بلغت أدنى قيمة له -0.1073826 وأعلى قيمة هي 0.1749598، أما بالنسبة لمؤشر الديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة فقد بلغ المتوسط 0.7296452 بانحراف معياري يقدر بـ 0.7767511 حيث بلغت أدنى قيمة 0.0074304 وأعلى قيمة 2.9059142، أما مؤشر الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الديون فقد بلغ المتوسط بـ 0.407078336 بانحراف معياري 0.232567263 وأدنى قيمة 0.015017769 وأعلى قيمة 0.892288262.

ثانيا : التمثيل النقطي لربحية المؤسسات بدلالة النسب

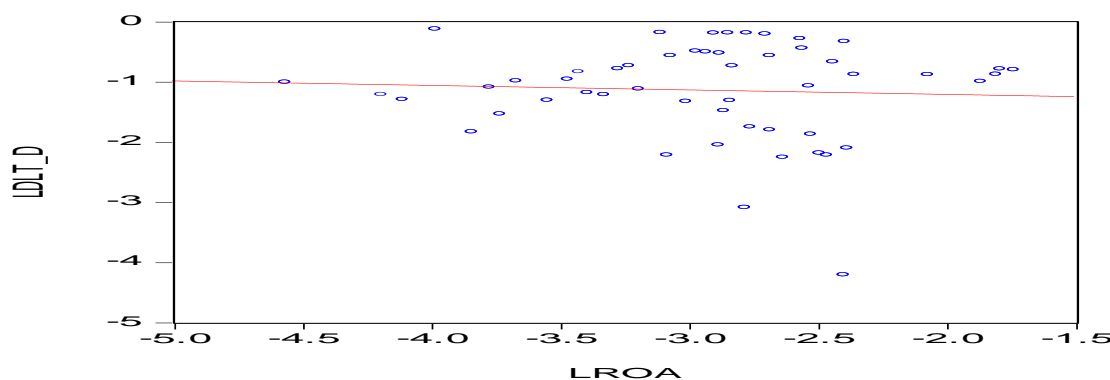
سنحاول الاعتماد على مشاهدة التمثيل البياني للربحية بدلالة المؤشرات، وذلك من خلال ملاحظة الشكل الذي تتخذه النقط في انتشارها يمكن الحكم على طبيعة العلاقة سواء بوجود علاقة خطية بين المتغيرات في حالة ما إذا كان انتشار النقط على شكل خط مستقيم، أو غير خطية إذا اتخذت النقط في انتشارها عدة مظاهر، فمثلا إذا كان الانتشار على شكل قطع مكافئ فإن العلاقة تكون علاقة لوغاريتمية.

الشكل 2.2 : التمثيل النقطي للربحية بدلالة المؤشرات

التمثيل النقطي للوغاريتم (النسبة الديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة) مع لوغاريتم ROA



التمثيل النقطي (النسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الديون) مع لوغاريتم ROA



المصدر : من إعداد الطالبتين باعتماد على الملحق 02 ومخرجات برنامج 9 Eviews

الفصل الثاني دراسة تطبيقية حول المزيج التمويلي و تأثيره على ربحية المؤسسات

من خلال التمثيل السابق يتبين أن سحابة النقط المتمثلة بإحداثيات (X,Y) جاءت شبه خط مستقيم لذلك يمكن تمييز العلاقة بين المتغيرين، حيث كانت هذه العلاقة علاقة خطية بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، لذا سنعمد على نماذج السلاسل الزمنية المقطعية المجمعة بانل لتحديد هذه العلاقة.

الفرع الثاني : نتائج تقدير نموذج الدراسة

من أجل تحديد مدى قدرة مؤشرات المزيج التمويلي المتمثل في X_1 و X_2 على تفسير ربحية المؤسسات ROA خلال الفترة الممتدة من 2013 إلى 2018، يتم التقدير باستخدام نماذج البيانات الطولية الثلاثة وهي نموذج الانحدار التجميعي، ونموذج الأثار الثابتة ونموذج الأثار العشوائية، وعليه يمكن تلخيص نتائج التقدير باعتماد على برنامج 9 Eviews في الجدول الآتي :

الجدول 4.2 نتائج تقدير اثر مؤشرات المزيج التمويلي و ربحية المؤسسات الاقتصادية

مجموع مشاهدات بانل=54			T=6	الفترة : 2013-2018	
نموذج التقدير			المعلومات	المتغيرات	
نموذج الانحدار التجميعي PER	نموذج التأثيرات الثابتة FEM	نموذج التأثيرات العشوائية REM			
-2.869089	-3.117320	-3.015792	β_0	C	
0.0000	0.0000	0.0000	(Prob)		
-0.372287	-0.040129	-0.233378	β_1	X_1	
0.0000	0.7989	0.0464	(Prob)		
0.412115	-0.122930	0.170747	β_2	X_2	
0.0034	0.6155	0.3577	(Prob)		
0.286654	0.616811	0.063216	Adjuted R-squared		
11.24705	9.209356	2.720799	f-statistic		
0.000096	0.000000	0.075770	(Prob) f-statistic		

المصدر : من إعداد الطالبتين باستخدام الملحق 2 اعتمادا على مخرجات برنامج 9 Eviews.

من أجل تقدير نتائج الدراسة الموضحة في الجدول أعلاه يمكن تحليل النماذج القياسية للربحية بدلالة المزيج التمويلي وفقا للإطار القياسي المتبع والذي يشمل نموذج بانل، ويتم التحليل كل نموذج على حدى من خلال القيم الاحتمالية للمعلومات الجزئية، معامل التحديد والقيم الاحتمالية الكلية للنموذج.

حتى تكون للمعلومات دلالة إحصائية من عدمها فهذا يقوم على فرضيتين هما:

$$H_0: \beta_0 = 0 \quad (\text{إذا } H_0 \text{ ليس لها دلالة إحصائية عند مستوى معنوية } 5\%)$$

$$H_1: \beta_0 \neq 0 \quad (\text{إذا } H_1 \text{ لها دلالة إحصائية عند مستوى معنوية } 5\%)$$

حيث نختار :

$$H_0 \text{ إذا كانت } prob > 0,05$$

$$H_1 \text{ إذا كانت } prob < 0,05$$

1- نموذج الانحدار التجميعي

نلاحظ من خلال الجدول أن جميع المتغيرات لها دلالة إحصائية أي وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، وذلك من خلال ملاحظة القيم الاحتمالية لها التي كانت أقل من 0.05، حيث بلغت قيمة الاحتمالية للمتغير X_1 0.0000 وبلغت القيمة الاحتمالية للمتغير X_2 0.0034، وهذا ما يعني قبول الفرضية البديلة H_1 ورفض فرضية العدم H_0 ، كما نلاحظ أن للنموذج معنوية إحصائية كلية من خلال القيمة الاحتمالية ل F-Statistic حيث بلغت 0.000096 وهي قيمة أقل من 0.05.

2- نموذج التأثيرات الثابتة

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن جميع القيم الاحتمالية لها قيمة أكبر من 0.05، وهذا ما يشير إلى أن جميع المتغيرات ليس لها دلالة إحصائية باستثناء الثابت ومنه نقبل الفرضية H_0 ونرفض H_1 ، كما نلاحظ أن للنموذج معنوية إحصائية كلية من خلال القيمة الاحتمالية لإحصائية فيشر (f-statistic) Prob هي 0.000000 حيث كانت أقل من 0.05.

3- نموذج التأثيرات العشوائية

نلاحظ من خلال الجدول أن القيمة الاحتمالية ل X_1 التي تساوي 0.0464 أقل من 0.05 أي أن لها دلالة إحصائية، حيث أن القيمة الاحتمالية ل X_2 كانت أكبر من 0.05 وهذا ما يدل على عدم وجود دلالة إحصائية. وبناء على نتائج التقدير نلاحظ أن القيمة الاحتمالية المرفقة بإحصائية فيشر (f-statistic) Prob كانت 0.075770 وهي قيمة أكبر تماما من 0.05، وهذا يعني أنه لا يوجد للنموذج معنوية إحصائية كلية.

الفرع الثاني : نتائج اختبارات المفاضلة بين نماذج الدراسة

بعد تقدير النماذج الثلاثة المدروسة سوف نتقل إلى استخدام أساليب اختيار بين هذه النماذج الثلاثة من خلال الأسلوبين : اختبار لاغرونج LM واختبار Hausman. وعليه تظهر نتائج المفاضلة على النحو التالي :

✓ نتائج المفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذجي الآثار الثابتة والعشوائية:

للمفاضلة بين النموذج التجميعي ونموذج الآثار العشوائية أو الآثار الثابتة واختيار النموذج الملائم نقوم باستخدام اختبار مضاعف لاغرونج LM، ويكون ذلك وفق الفرضيتين التاليتين :

$$H_0 : P > 0.05$$

$$H_1 : P < 0.05$$

نقبل نموذج الانحدار التجميعي PRM

نقبل نموذج التأثيرات العشوائية REM والثابتة FEM

الفصل الثاني دراسة تطبيقية حول المزيج التمويلي و تأثيره على ربحية المؤسسات

كانت نتائج تقدير الاختبار كما هو موضح في الجدول ادناه :

الجدول رقم 5.2: اختبار مضاعف لاغرونج LM

Null (no rand Effect) Alternative)	Cross-section	Period	Both
Breusch-pagan	16.76987	0.194530	16.96440
Prob	0.0000	0.6592	0.0000

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على مخرجات 9 Eviews

يظهر من الجدول أعلاه نتيجة اختبار LM حيث بلغ المقطع العرضي 16.76987، أما الفترة فكانت 0.194530 أما بالنسبة للمقطع العرضي والفترة معا فيساوي 16.96440، حيث نلاحظ أن Prob لاحتمال الخطأ Breusch-pagan أقل من 0.05 الأمر الذي يؤدي إلى رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة، أي أن النموذج الملائم للدراسة هو نموذج التأثيرات الثابتة والعشوائية.

✓ نتائج اختبار Hausman للمفاضلة بين نموذج الآثار الثابتة ونموذج الآثار العشوائية

يتم المفاضلة بين النموذجين باستخدام اختبار Hausman، ويقوم هذا الاختبار على أساس فرضيتين هما :

$H_0 : p > 0.05$

نقبل نموذج التأثيرات العشوائية FEM

$H_1 : p < 0.05$

نقبل نموذج التأثيرات الثابتة REM

وتظهره نتائجه في الجدول التالي :

الجدول 6. 2 : نتائج اختبار Hausman

Hausman test			
Test Summary	Chi-statistic	Chi-sq-df	Prob
Cross-section	3.490839	2	0.1746

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على مخرجات 9 Eviews

تدل النتائج اختبار Hausman الموضحة في الجدول أعلاه أن القيمة المحسوبة هي 3.490839 وأن القيمة الاحتمالية للاختبار كانت تساوي 0.1746 وهي قيمة أكبر من 0.05 وعليه فإننا نقبل فرضية العدم ونرفض الفرضية البديلة وبالتالي فإن النموذج المناسب هو التأثيرات العشوائية لدراسة أثر المزيج التمويلي على الربحية المؤسسات الاقتصادية. والجدول التالي يلخص أهم نتائج تقدير معاملات نموذج التأثيرات العشوائية الأمثل محل دراسة ربحية المؤسسات الاقتصادية بدلالة المؤشرات المتمثلة في ديون طويلة الأجل إلى أموال الخاصة (X_1) و ديون طويلة الأجل إلى إجمالي الديون (X_2)، وتظهر نتائج تقدير معلماته كالتالي :

الجدول رقم 7.2 : نتائج تقدير معلمات نموذج التأثيرات العشوائية

Dependent Variable: LROA
 Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
 Date: 05/27/19 Time: 00:08
 Sample: 2013 2018
 Periods included: 6
 Cross-sections included: 9
 Total panel (unbalanced) observations: 52
 Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LDLT_CP	-0.233378	0.114226	-2.043137	0.0464
LDLT_D	0.170747	0.183888	0.928534	0.3577
C	-3.015792	0.197485	-15.27099	0.0000

Effects Specification		S.D.	Rho
Cross-section random		0.406833	0.5265
Idiosyncratic random		0.385851	0.4735

Weighted Statistics			
R-squared	0.099953	Mean dependent var	-1.080223
Adjusted R-squared	0.063216	S.D. dependent var	0.425044
S.E. of regression	0.392211	Sum squared resid	7.537662
F-statistic	2.720799	Durbin-Watson stat	1.255865
Prob(F-statistic)	0.075770		

Unweighted Statistics			
R-squared	0.261743	Mean dependent var	-2.934790
Sum squared resid	14.62865	Durbin-Watson stat	0.647106

المصدر : من إعداد الطالبتين اعتمادا على مخرجات 9 Eviews

من خلال الجدول رقم 7.2 تعطى معادلة النموذج كالاتي :

$$Y = -3.015792 - 0.233378 X_1$$

أما بالنسبة لتشخيص القوة الإحصائية للنموذج فكانت كالاتي :

* دراسة المعنوية الإحصائية :

– اختبار المعنوية الإحصائية للمعالم المقدرة :

نختبر الدلالة الإحصائية لكل من المعاملات المقدرة في المعادلة وفق فرضيتين :

$$H_0 : \beta_0 = 0$$

$$H_1 : \beta_1 \neq 0$$

الفصل الثاني دراسة تطبيقية حول المزيج التمويلي و تأثيره على ربحية المؤسسات

أ- اختبار المعنوية الإحصائية لمعلمة الحد الثابت β_0

من خلال الجدول نلاحظ أن القيمة الاحتمالية Prob لـ β_0 تساوي 0.0000 أقل من 0.05 ومنه نرفض H_0 ونقبل H_1 ، أي أن β_0 تختلف معنويا عن الصفر، وبالتالي لها دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5%.

ب- اختبار المعنوية الإحصائية لـ X_1 و X_2 :

انطلاقا من الجدول أعلاه نلاحظ أن القيمة الاحتمالية لـ X_1 كانت prob = 0.0464 أصغر تماما من مستوى معنوية 5% ومنه نقبل الفرضية البديلة H_1 ونرفض فرضية العدم H_0 ، أي أن المعلمة تختلف معنويا عن الصفر وبالتالي هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل X_1 والمتغير التابع ROA .

والقيمة الاحتمالية لـ X_2 تساوي prob = 0.3577 أكبر تماما من مستوى معنوية 5% ومنه نقبل فرضية العدم H_0 ونرفض الفرضية البديلة H_1 ، أي أن المعلمة لا تختلف معنويا عن الصفر وبالتالي ليس هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل X_2 والمتغير التابع ROA .

– اختبار المعنوية الكلية للنموذج :

$$H_0 : B_0=B_1=0$$

$$H_1: \text{ou mois } (B_j \neq 0)$$

وتتم من خلال مقارنة القيمة المحسوبة F_c بالقيمة F_0 0.1 فإذا كانت أقل فإن للمعلم معنوية إحصائية والعكس صحيح. نلاحظ من خلال الجدول أن القيمة الاحتمالية للنموذج تساوي 0.075770 أقل من 0.1، ومنه نرفض H_0 ونقبل H_1 أي أن للنموذج معنوية إحصائية كلية.

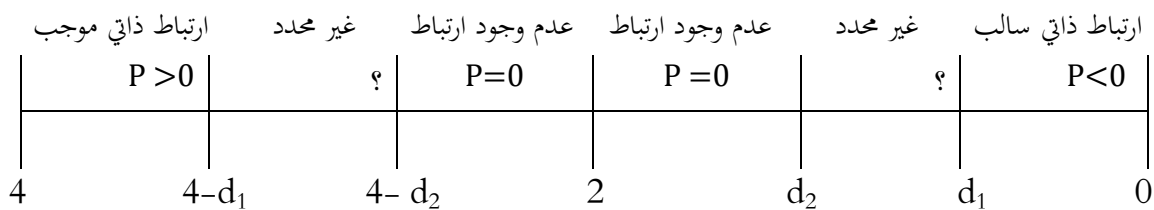
أ- اختبار جودة التوفيق :

من خلال معامل التحديد R^2 والذي يقدم تقديرا لنسبة التغيرات التي تفسرها المتغيرات المستقلة من مجموع المتغيرات الحاصلة للمتغير التابع، من خلال نتائج النموذج ذو تأثير عشوائي فإننا نلاحظ أن قيمة R^2 تساوي 0.099953 أي أن النموذج يفسر 9.99 % وهي نسبة ضعيفة جدا، أما نسبة 90.01% المتبقية فهي تفسر متغيرات أخرى غير داخلية في النموذج.

ب- اختبار Durbin-Watson :

بالرجوع إلى الجدول الإحصائي DW في الملحق 2 نجد أن قيمة d_1 الجدولية عند $n=54$ و $k=2$ هي 1.49، أما قيمة d_2 الجدولية عند $n=54$ و $k=2$ هي 1.64.

الشكل 3.2 : مناطق القبول والرفض لاختبار DW



المصدر : من إعداد الطالبتين اعتمادا على مرجع الدراسة

الفصل الثاني دراسة تطبيقية حول المزيج التمويلي و تأثيره على ربحية المؤسسات

بالاعتماد على الشكل 7.2 نلاحظ أن DW المحسوبة تساوي 0.647106 أي تقع في المجال $(0, d_1)$ ، وبالتالي ارتباط ذاتي سالب للأخطاء من الدرجة الأولى.

المطلب الثاني : مناقشة نتائج الدراسة

بعدما تم عرض نتائج الدراسة في المطلب السابق سيتم في هذا المطلب تحليل ومناقشة ما توصلنا إليه من نتائج نهائية.

تحليل نتائج قدرة تفسير المؤشرات لربحية المؤسسات الاقتصادية

- ❖ كشفت الدراسة عن وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل ديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة (x_1) والمتغير التابع ربحية المؤسسات الاقتصادية (ROA) للمؤسسات، وهي علاقة عكسية حيث كلما ارتفعت هذه النسبة أدى ذلك إلى تراجع الربحية.
- ❖ كشفت الدراسة عن عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل ديون طويلة الأجل إلى إجمالي الديون (x_2) والمتغير التابع ربحية المؤسسات الاقتصادية (ROA) للمؤسسات.
- ❖ من خلال الجدول رقم 7.2 نلاحظ أن قيمة الاحتمالية لإحصائية fisher (0.075770) أقل من 10% و هذا ما يدل على وجود معنوية كلية للنموذج.
- ❖ تدل قيمة R^2 أن مؤشرات المزيج التمويلي تفسر ربحية المؤسسات الاقتصادية بنسبة 9.99 % وهي نسبة ضعيفة جدا، وتبقى نسبة 90.01% فترجع إلى عوامل خارجية ومتغيرات أخرى.

خلاصة الفصل الثاني:

حاولنا من خلال هذا الفصل اختبار قدرة مؤشرات المزيج التمويلي في تفسير ربحية المؤسسات المدرجة في هذه البورصة من خلال عينة مكونة من تسع مؤسسات تنشط في قطاعات البناء والعقار والكهرباء للفترة (2013-2018).

وقمنا بعرض بعض المفاهيم حول نماذج السلاسل الزمنية المقطعية (بانل)، ثم معالجة البيانات للبحث عن النموذج الملائم لدراسة موضوعنا، ثم تقدير معاملات النموذج المختار، ثم عرض نتائج الدراسة وتحليلها من أجل توصل للنتائج النهائية، التي بينت تأثير سالب لنسبة الديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة على العائد على الأصول، بحيث تميزت هذه العلاقة بمعنوية إحصائية تسمح لهذه النسبة بتفسير جزئي للربحية، على عكس نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الديون التي لم تكن مفسرة.

خاتمة

تطور فكر المسيرين الماليين بحيث لم يعد اهتمامهم يركز على كيفية تدبير والحصول على الأموال الضرورية لاستمرار نشاط المؤسسة فقط بل تطور وارتقى إلى الاهتمام بالطرق والكيفيات التي تمكن من الحصول على هذه الأموال والموارد المالية ومحاولة استغلالها بطريقة التي تعظم من ربحية المؤسسة، وعليه من خلال ما تقدم حاولنا في هذا البحث الإجابة على الإشكالية المطروحة والمتمثلة في التساؤل الرئيسي التالي :

هل هناك أثر للمزيج التمويلي على ربحية المؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الدار البيضاء خلال الفترة (2013-2018)؟

ومن خلال الدراسة التي قمنا بها تم التوصل إلى النتائج التالية :

- وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل المتمثل في الديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة والمتغير التابع ربحية المؤسسات الاقتصادية. وقد يعود ذلك إلى عدم قدرة المؤسسات على التحكم في تكاليف الديون طويلة الأجل، مما يؤثر سلبا على النتيجة الصافية التي تمثل المتغير الأساسي في تحديد الربحية، وبالتالي لم تتمكن المؤسسات المعنية من الاستفادة من المزايا التي يقدمها التمويل بالدين مقارنة مع التمويل من خلال الأموال الخاصة، خاصة بالنسبة للمؤسسات المدرجة والمسعرة في السوق المالي.
- عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الديون والمتغير التابع ربحية المؤسسات الاقتصادية.

التوصيات :

على ما تقدم في هذا البحث فإننا نوصي بما يلي :

1. محاولة توسيع عدد النسب المالية الخاصة بالمزيج التمويلي وبالهيكل المالي في دراسات أخرى، لعلها تكون عوامل مفسرة للربحية؛
2. يجب على المؤسسات البحث في سبل التخفيض من تكاليف التمويل التي تتحملها من أجل زيادة ربحيتها؛
3. البحث عن محددات الربحية التي تشير إلى مدى قدرة المؤسسة على تحقيق الأرباح، والتي تعد إشارة قوية في أسواق المال للتأثير على القيمة السوقية.

أفاق الدراسة :

- بعد معالجة الإشكالية والمتمثلة في أثر المزيج التمويلي على ربحية المؤسسات الاقتصادية، اتضح لنا مجموعة من المواضيع التي من الممكن أن تكون موضوع لدراسة مستقبلية للمهتمين في هذا المجال وهي :
1. إجراء هذه الدراسة باستعمال أساليب وطرق أخرى وذلك لضبط نتائج الدراسة؛
 2. تطبيق هذه الدراسة على مستوى بورصة الجزائر؛
 3. من الضروري عمل دراسات متشابهة مع إضافة متغيرات أخرى ذات صلة.



قائمة المصادر والمراجع

المراجع باللغة العربية:

الكتب:

1. جميل أحمد توفيق، أساسيات الإدارة المالية، دار النهضة العربية، الإسكندرية، 11-749.
2. حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الثانية، دار الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.
3. دريد كامل آل شبيب، مبادئ الإدارة المالية، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
4. عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
5. فائز تيم، مبادئ الإدارة المالية، الطبعة الثانية، دار إثراء للنشر والتوزيع، عمان، 2013.
6. فيصل محمود الشواورة، مبادئ الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 2013.
7. كنجو عبود كنجو، إبراهيم وهي فهد، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 1997.
8. مبارك لسلسوس، التسيير المالي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004.
9. محمد قاسم خصاونة، أساسيات الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار الفكر عمان، الأردن، 2011.
10. محمود عزت اللحام وآخرون، الإدارة المالية المعاصرة، الطبعة الثانية، دار الإعصار العلمي، الأردن، 2016.
11. وائل رفعت خليل، أساسيات الإدارة المالية، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2018.

الأطروحات والمذكرات الجامعية :

أطروحات الدكتوراه

12. بدرابي شهنياز، تأثير أنظمة الصرف على النمو الاقتصادي في الدول النامية، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2015.

مذكرات الماجستير والماستر :

13. بسام محمد الأغا، أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار، مذكرة ماجستير، غير منشورة، الجامعة الإسلامية غزة، فلسطين، 2005.
14. بوريعة غنية، محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة، مذكرة ماجستير، غير منشورة، جامعة الجزائر3، الجزائر، 2012.
15. حامد أحمد محمود المحادين، أثر المزيج التمويلي على القيمة السوقية لشركات التأمين الأردنية المدرجة في بورصة عمان، رسالة ماجستير، غير منشورة، جامعة الشرق الأوسط، الأردن، 2010.
16. سارة عبدلي، أساليب قياس أداء حافظة الأوراق المالية، مذكرة ماستر، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، 2012.

17. شعبان مُجّد، نحو اختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماجستير، غير منشورة، جامعة أحمد بوقرة بومرداس، الجزائر، 2010.
18. عبد الكريم بوحادة، أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة، مذكرة ماجستير، غير منشورة، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2012.
19. السايح عثمان، قياس تأثير تركيبة رأس المال على ربحية الشركات، مذكرة ماستر، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2014.
20. ماجي مرصلي، أثر استخدام رافعتي التشغيل والمالية في تخطيط ربحية المشاريع الاستثمارية، مذكرة ماستر، جامعة الطاهر مولاي، سعيدة، 2017.
21. نادية مولاي، دراسة العوامل المؤثرة في تركيبة الهيكل المالي للمؤسسات الاقتصادية الصناعية، مذكرة ماستر، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2014.

المقالات والمجلات:

22. أرشد مكي رشيد، على فالخ خلف، الرافعة المالية وأثرها في معدل العائد على الاستثمار، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، العراق، المجلد 19، العدد 2، 2017، ص(418-427).
23. صبيحة قاسم هامش، نظريات هيكل التمويل الحديثة، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، بغداد، المجلد 21، العدد 83، 2015.
24. عابد بن عابد العبدلي، محددات التجارة البيئية للدول الإسلامية باستخدام منهج تحليل بانل، مجلة دراسات اقتصادية إسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية جدة، مجلد 12، العدد 1، 2010.
25. عادلة حاتم ناصح، علاقة هيكل التمويل بربحية الشركة، العلوم الاقتصادية، البصرة، المجلد 10، العدد 37، 2014، ص(81-110).
26. مُجّد الأمين وليد طالب، دور الجباية في اختيار الهيكل التمويلي أمثل للمؤسسة، مجلة العلوم الإنسانية، أم البواقي، العدد السادس، 2016، ص(222-237).
27. محمود فهد عبد العلي، أثر الرافعة المالية في كلفة التمويل ومعدل العائد على حق الملكية، المجلة العراقية للعلوم الإدارية، جامعة كربلاء، العدد الحادي والعشرون، سنة النشر مجهولة، ص(238-260).
28. ميشيل سعيد سويدان، ديماء وليد حنا الرضوي وطارق مُجّد هيثم عواد، أثر الفرص الاستثمارية على رأس المال، المجلة العربية للإدارة، المملكة الأردنية الهاشمية، مجلد 35، العدد 1، 2015، ص 263-283.
29. نبيلة سهاليلية، جبار بوكثير، عناصر الهيكل المالي وأثرها على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، أم لبواقي، العدد الخامس، 2017، ص(241-267).

<http://www.casablanca-bourse.com/bourseweb/Ar/content.asp> 30. موقع بورصة الدار البيضاء

2019/ 05/04

<https://fungroup.wordpress.com> 20/05/2019 .31

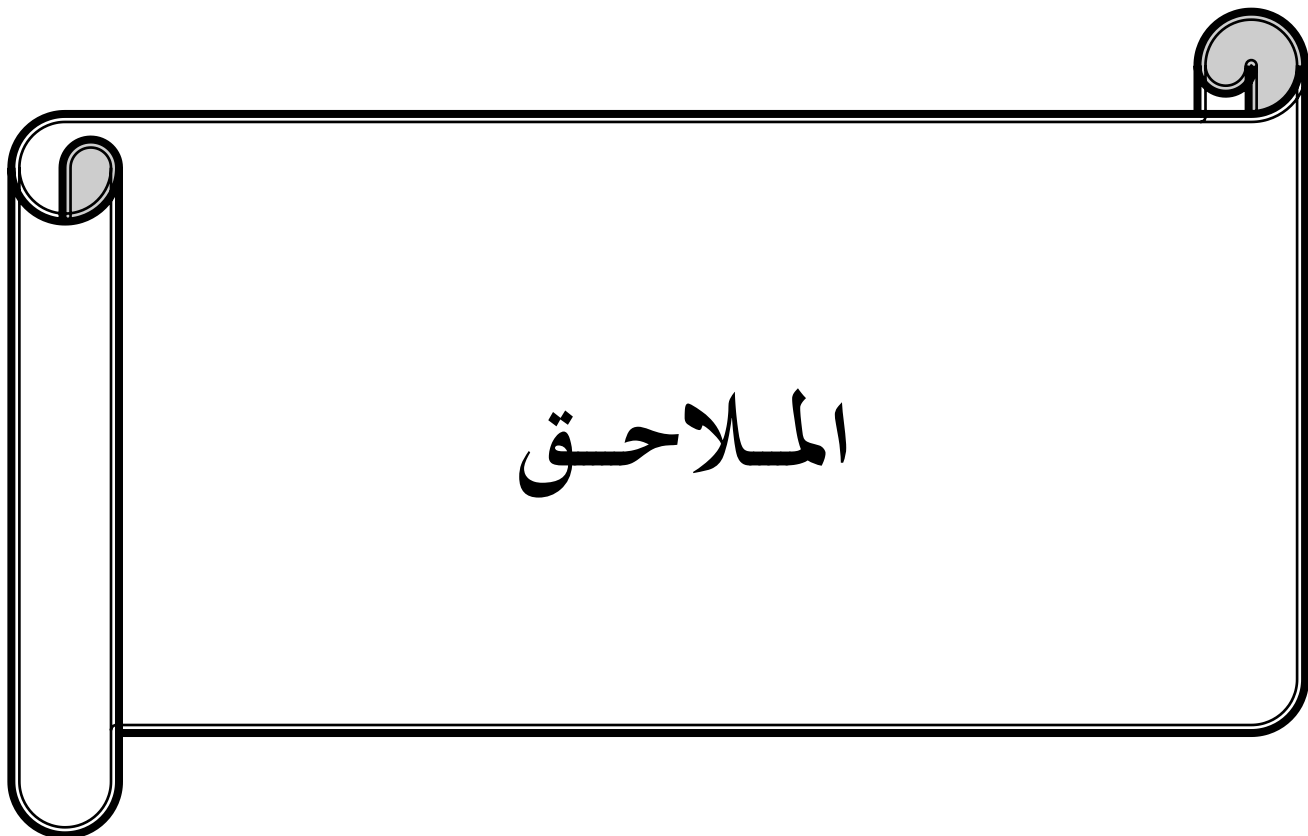
المؤتمرات والملتقيات :

32. مجدي الشرجي، أثر تكنولوجيا المعلومات والاتصالات على النمو الاقتصادي في الدول العربية، جامعة الشلف، ملتقى دولي حول رأس المال الفكري في المتطلبات العمال العربية في الاقتصاديات الحديثة، 2013.

مراجع باللغة الأجنبية:

33. Jemes Kehinde, Sikiru O. Ashamu, financial structure mix effect on growth and earning of small and medium enterprises, **International journal of humanities and social science**, Nigeria, No.4, 2014, (132-137).

34. Stephen A. Ross, Randolph. W. Westerfield, Jeffrey, **Corporate finance**, MCG raw Hill Compnies, Sixth, Edition, America, 2003.



الملاحق

الملحق رقم 01 حساب متغيرات العينة المدروسة خلال الفترة 2013-2018

القطاع	الشركات	السنوات	ROA	X1	X2
قطاع مواد البناء والبناء	Aluminium du Maroc مؤسسة ألنيوم المغرب	2013	0.00049677	0.09383595	0.17519913
		2014	0.00049652	0.07313875	0.1297589
		2015	0.00049628	0.05398871	0.10977999
		2016	0.00049603	0.12271301	0.16158855
		2017	0.00049579	0.6710773	0.57391067
		2018	0.00049554	0.0250204	0.0460461
	Lafargeholcim mar مؤسسة لافارج	2013	0.00099354	0.2832436	0.42071049
		2014	0.00099305	0.27829183	0.45888221
		2015	0.00099256	0.29349508	0.45343365
		2016	0.00099206	0.53854792	0.64895779
		2017	0.00099157	0.84298285	0.72575595
		2018	0.00099108	0.84291328	0.76016684
	Jet contractors مؤسسة مقاولين جيت	2013	0.00149031	0.12514862	0.10579024
		2014	0.00148957	0.78891847	0.38717193
		2015	0.00148883	0.7581721	0.37754053
		2016	0.0014881	0.74927225	0.33965078
		2017	0.00148736	0.59552215	0.27200761
		2018	0.00148662	0.48643113	0.22961908
	Colorado مؤسسة كولورادو	2013	0.00198708	0.07033416	0.10980576
		2014	0.0019861	0.07030231	0.11352899
		2015	0.00198511	0.75713077	0.12326843
		2016	0.00198413	0.00743036	0.01501777
		2017	0.00198314	0.10899351	0.15553696
		2018	0.00198216	0.10995793	0.16672532
قطاع صناديق العقاري	2013	0.00248385	0.06929104	0.41832788	
	2014	0.00248262	0.06258026	0.37396542	
	2015	0.00248139	0.0620938	0.42021009	
	2016	0.00248016	0.06069577	0.34676666	
	2017	0.00247893	0.06120041	0.5172208	
	2018	0.0024777	0.06191936	0.48348335	
قطاع الكهرباء	2013	0.00298063	1.98752029	0.89228826	
	2014	0.00297915	2.9059142	0.84305216	
	2015	0.00297767	2.65348387	0.8344452	
	2016	0.00297619	2.32680993	0.83714412	
	2017	0.00297471	2.07159113	0.83585442	
	2018	0.00297324	1.82635818	0.82139526	
قطاع الاستثمار العقاري	Alliances مؤسسة التحالفات	2013	0.0034774	1.13581697	0.43834975
	2014	0.00347567	1.54602194	0.43066546	
	2015	0.00347395	2.85179992	0.43462309	
	2016	0.00347222	2.09196541	0.3687564	
	2017	0.0034705	1.18817579	0.27675701	
	2018	0.00346878	0.49511674	0.21750182	
Res dar saada مؤسسة فضاءات السعادة	2013	0.00397417	1.27282151	0.57282112	
	2014	0.00397219	0.76389509	0.61895993	
	2015	0.00397022	0.65991783	0.59888507	
	2016	0.00396825	0.6943683	0.61126138	
	2017	0.00396629	0.53962267	0.48474257	
	2018	0.00396432	0.50197701	0.46157369	
	Douja prom Adooha مؤسسة دوجي الانعاش ضحي	2013	0.00447094	0.57012678	0.26813666
		2014	0.00446872	0.54818774	0.31056324
		2015	0.0044665	0.42532552	0.29977143

	2016	0.00446429	0.40813934	0.32991343
	2017	0.00446207	0.37626736	0.27381662
	2018	0.00445986	0.43497298	0.30112416

الملحق رقم 02 : نتائج تقدير أثر مؤشرات المزيج التمويلي وربحية المؤسسات الاقتصادية

أولاً : نموذج الانحدار التجميعي

Dependent Variable: LROA

Method: Panel Least Squares

Date: 05/27/19 Time: 00:07

Sample: 2013 2018

Periods included: 6

Cross-sections included: 9

Total panel (unbalanced) observations: 52

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LDLT_CP	-0.372287	0.078921	-4.717210	0.0000
LDLT_D	0.412115	0.133968	3.076230	0.0034
C	-2.869089	0.130030	-22.06484	0.0000
R-squared	0.314629	Mean dependent var		-2.934790
Adjusted R-squared	0.286654	S.D. dependent var		0.623323
S.E. of regression	0.526457	Akaike info criterion		1.610668
Sum squared resid	13.58070	Schwarz criterion		1.723240
Log likelihood	-38.87737	Hannan-Quinn criter.		1.653825
F-statistic	11.24705	Durbin-Watson stat		0.755491
Prob(F-statistic)	0.000096			

Dependent Variable: LROA

Method: Panel Least Squares

Date: 05/27/19 Time: 00:08

Sample: 2013 2018

Periods included: 6

Cross-sections included: 9

Total panel (unbalanced) observations: 52

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LDLT_CP	-0.040129	0.156490	-0.256431	0.7989
LDLT_D	-0.122930	0.242893	-0.506108	0.6155
C	-3.117320	0.165918	-18.78831	0.0000

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.691946	Mean dependent var	-2.934790
Adjusted R-squared	0.616811	S.D. dependent var	0.623323
S.E. of regression	0.385851	Akaike info criterion	1.118675
Sum squared resid	6.104123	Schwarz criterion	1.531438
Log likelihood	-18.08554	Hannan-Quinn criter.	1.276918
F-statistic	9.209356	Durbin-Watson stat	1.455960
Prob(F-statistic)	0.000000		

Dependent Variable: LROA

Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)

Date: 05/27/19 Time: 00:08

Sample: 2013 2018

Periods included: 6

Cross-sections included: 9

Total panel (unbalanced) observations: 52

Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LDLT_CP	-0.233378	0.114226	-2.043137	0.0464
LDLT_D	0.170747	0.183888	0.928534	0.3577
C	-3.015792	0.197485	-15.27099	0.0000

Effects Specification

	S.D.	Rho
Cross-section random	0.406833	0.5265
Idiosyncratic random	0.385851	0.4735

Weighted Statistics

R-squared	0.099953	Mean dependent var	-1.080223
Adjusted R-squared	0.063216	S.D. dependent var	0.425044
S.E. of regression	0.392211	Sum squared resid	7.537662
F-statistic	2.720799	Durbin-Watson stat	1.255865
Prob(F-statistic)	0.075770		

Unweighted Statistics

R-squared	0.261743	Mean dependent var	-2.934790
Sum squared resid	14.62865	Durbin-Watson stat	0.647106

الملحق 3 : اختبارات المفاضلة بين النماذج

أولاً : اختبار LM

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	16.76987 (0.0000)	0.194530 (0.6592)	16.96440 (0.0000)

ثانياً : اختبار HUSTMAN

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	3.490839	2	0.1746

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
LDLT_CP	-0.040129	-0.233378	0.011442	0.0708
LDLT_D	-0.122930	0.170747	0.025182	0.0642



الفهرس

الفهرس

V	الإهداء 1
VI	الإهداء 2
VII	شكر وتقدير
VIII	الملخص
IX	قائمة المحتويات
X	قائمة الجداول
XI	قائمة الأشكال البيانية
XII	قائمة الاختصارات والرموز
XIII	قائمة الملاحق
أ	مقدمة

الفصل الأول : الأدبيات النظرية والتطبيقية حول المزيج التمويلي والربحية

2	تمهيد
3	المبحث الأول : الأدبيات النظرية حول المزيج التمويلي وربحية المؤسسات الاقتصادية
3	المطلب الأول : مدخل مفاهيمي حول ربحية المؤسسات
3	الفرع الأول : مفهوم الربحية
3	الفرع الثاني : العوامل المؤثرة على ربحية المؤسسات الاقتصادية
5	الفرع الثالث : تقييم الربحية
7	المطلب الثاني : الإطار النظري للمزيج التمويلي
7	الفرع الأول : مفهوم المزيج التمويلي والعوامل المؤثرة فيه
10	الفرع الثاني : مصادر التمويل
14	الفرع الثالث : المزيج التمويلي الأمثل

18	الفرع الرابع : علاقة المزيج التمويلي بالربحية
20	المبحث الثاني : الدراسات السابقة حول المزيج التمويلي والربحية
20	المطلب الأول : عرض الدراسات السابقة
23	المطلب الثاني : موقع الدراسة الحالية من الدراسات السابقة
26	خلاصة الفصل
	الفصل الثاني : دراسة تطبيقية حول المزيج التمويلي وتأثيره على ربحية المؤسسات المدرجة في بورصة الدار البيضاء
28	تمهيد
29	المبحث الأول : الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة
29	المطلب الأول : الطريقة المعتمد عليها في الدراسة
29	الفرع الأول : مجتمع وعينة الدراسة
31	الفرع الثاني : متغيرات الدراسة وكيفية قياسها
32	المطلب الثاني : الأدوات المستخدمة في الدراسة
32	الفرع الأول : أدوات الإحصاء الوصفي
32	الفرع الثاني : تقديم لنماذج بانل
34	المبحث الثاني : عرض ومناقشة النتائج المتوصل إليها
34	المطلب الأول : عرض وتحليل نتائج الدراسة
34	الفرع الأول : تحليل أولي لمتغيرات الدراسة
36	الفرع الثاني : نتائج تقدير نموذج الدراسة
37	الفرع الثاني : نتائج اختبارات المفاضلة بين نماذج الدراسة
41	المطلب الثاني : مناقشة نتائج الدراسة
42	خلاصة الفصل
43	خاتمة
43	قائمة المصادر والمراجع
43	الملاحق

