



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

الميدان: علوم اقتصادية، علوم التسيير وعلوم تجارية

فرع العلوم المالية والمحاسبة، تخصص مالية المؤسسة

بعنوان:

أثر المزيج التمويلي على ربحية المؤسسات الصغيرة
والمتوسطة

دراسة على عينة من المؤسسات الناشطة في قطاع البناء خلال الفترة 2009-2013

من إعداد الطالب: مريقة محمد صهيب

نوقشت وأجيزت علناً بتاريخ: 11-06-2022

أمام اللجنة المكونة من السادة:

أ. قريشي محمد الأخضر	(أستاذ محاضر ب، جامعة قاصدي مرباح ورقلة)	مناقشاً
أ. عماني لمياء	(أستاذ، جامعة قاصدي مرباح ورقلة)	مشرفاً
أ. بوزيد عصام	(أستاذ محاضر أ، جامعة قاصدي مرباح ورقلة)	رئيساً

السنة الجامعية: 2021/2022



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

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي، الطور الثاني
الميدان: علوم اقتصادية، علوم التسيير وعلوم تجارية
فرع العلوم المالية والمحاسبة، تخصص مالية المؤسسة

بغنوان:

أثر المزيج التمويلي على ربحية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

دراسة على عينة من المؤسسات الناشطة في قطاع البناء خلال الفترة 2009-2013

من إعداد الطالب: مريقة محمد صهيب

نوقشت وأجيزت علناً بتاريخ: 2022-06-11

أمام اللجنة المكونة من السادة:

أ. قريشي محمد الأخضر	(أستاذ محاضر ب، جامعة قاصدي مباح ورقلة)	مناقشاً
أ. عماني لمياء	(أستاذ، جامعة قاصدي مباح ورقلة)	مشرفاً
أ. بوزيد عصام	(أستاذ محاضر أ، جامعة قاصدي مباح ورقلة)	رئيساً

السنة الجامعية: 2020/2019

الإهداء

بسم الله والحمد لله رب العالمين
وصل الله وسلم على نبينا محمد وعلى آله وصحبه أجمعين
أهدي هذا العمل المتواضع إلى:

أمي وأبي

جزاهما الله عني خير الجزاء، اللهم أحفظهما وامتعهما بالصحة
والعافية وأجعل الفردوس الأعلى نزولهما
إلى إخوتي وأخواتي
إلى أصدقائي وزملائي.

صهيب

شكر وتقدير

الحمد لله الذي بنعمته تتم الصالحات
يا رب لك الحمد كما ينبغي لجلال وجهك ولعظيم سلطانك على أن وفقني
وأعنتني لإنجاز هذا العمل.

أتقدم بالشكر الجزيل إلى الأستاذة/ عماني لمياء
على تفضلها بالإشراف على هذا العمل وعلى كل ما بذلته من جهد وتوجيه
ونصح ووقت في سبيل إنجاز هذا العمل، فجزاها الله عني خير الجزاء
وبارك الله فيها وفي علمها ووفقها إلى كل خير.
إلى كل من ساهم وساعد في إنجاز هذا العمل من قريب أو بعيد
شكراً للجميع.

الملخص:

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة بين المتغير المستقل والممثل في (المزيج التمويلي) والمتغير التابع المتمثل في الربحية، وقد شملت دراسة الحالة عينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في قطاع البناء في الجزائر، خلال الفترة الممتدة من 2009 إلى 2013 من خلال معالجة البيانات المالية المتعلقة بالعينة، وتقدير العلاقة بين المتغيرات من خلال نماذج بانل. توصلت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين نسبة الديون طويلة الأجل إلى الأصول والربحية ووجود علاقة طردية بين نسبة الديون قصيرة الأجل إلى مجموع الديون والربحية، في حين لم تظهر أية علاقة دالة بين الرفع المالي والربحية.

الكلمات المفتاحية:

ربحية، مزيج تمويلي، ديون، أموال خاصة، مؤسسات صغيرة ومتوسطة.

:Keywords

Profitabilité , financing mix, Debt, private money, Small and medium enterprises

The objective of this study was to test the relationship between the independent variable and the representative in the (funding mix) and the subordinate variable of profitability. The case study included a sample of small and medium enterprises in Algeria's construction sector during the period 2009 to 2013 through the processing of the sample financial statements and the assessment of the relationship between the variables through the Banel models.

The study found a statistically significant reverse relationship between the ratio of long-term debt to assets and profitability and the existence of a correlation between the ratio of short-term debt to total debt and profitability, while there was no significant correlation between leverage and profitability.

قائمة المحتويات	
III	الإهداء.....
IV	الشكر.....
V	ملخص.....
VI	قائمة المحتويات
VII	قائمة الجداول
VII I	قائمة الأشكال البيانية
IX	قائمة الاختصارات والرموز.....
X	قائمة الملاحق
أ	المقدمة.....
1	الفصل الأول: الإطار النظري للمزيج التمويلي والربحية
3.	المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول المزيج التمويلي والربحية
14	المبحث الثاني: الدراسات السابقة التي تناولت المزيج التمويلي والربحية
19	الفصل الثاني: الدراسة التطبيقية على عينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
21	المبحث الأول: طريقة وأدوات الدراسة.....
25	المبحث الثاني: عرض ومناقشة نتائج الدراسة.....
32	خاتمة.....
35	المصادر والمراجع
38	الملاحق.....
VI	الفهرس.....

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
17	نقاط الاختلاف بين الدراسة الحالية والسابقة	الجدول 1.1
24	الاحصاءات الوصفية لمتغيرا الدراسة	الجدول 1.2
25	مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة	الجدول 2.2
26	نتائج تقدير نماذج بانل باستخدام مؤشر ren	الجدول 3.2
26	نتائج اختبار redundant fixed effects	الجدول 4.2
27	نتائج اختبار preusch Pagan	الجدول 5.2
28	نتائج اختبار Hausman	الجدول 6.2
29	نتائج تقدير معالم نموذج التأثيرات الفردية العشوائية	الجدول 7:2

قائمة الاختصارات والرموز

الاختصار / الرمز	الدلالة
Ren	الربحية
DI	نسبة الديون طويلة الأجل الى مجموع الأصول
Dc	نسبة الديون قصيرة الأجل الى مجموع الديون
df	نسبة الديون المالية الى الأموال الخاصة

الصفحة	عنوان الملحق	رقم الملحق
39	نتائج نموذج الانحدار التجميعي	الملحق 1
39	نتائج نموذج التأثيرات العشوائية	الملحق 2
40	نتائج نموذج التأثيرات الثابتة	الملحق 3
40	اختبار لاغرونج LM	الملحق 4
41	اختبار Hausman	الملحق 5
41	يوضح معلمات النموذج المقدر باستخدام نموذج التأثيرات الثابتة	الملحق 6
42	مصفوفة الارتباط	الملحق 7
43	الاحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة	الملحق 8
43	نتائج Excel الخاصة بمتغيرات الدراسة	الملحق 9

مقدمة

مقدمة :

استحوذ المزيح التمويلي للمؤسسة على اهتمام العديد من الباحثين في مجال الإدارة المالية حيث توصلوا إلى هناك عدة عوامل تؤثر في تشكيله كما أن تركيبة هذا المزيح التمويلي تؤثر بدورها على عدة متغيرات ذات أهمية ولعل من أبرزها متغير الربحية حيث يوجد أمام المؤسسة مصادر تمويل متعددة تتباين في خصائصها تختلف تكاليفها وشروط الحصول عليها وبسبب تنوعها واختلاف أشكالها يزيد الاهتمام بالطريقة التي يتم تشكيل المزيح التمويلي بين أموال الملكية وأموال الاستدانة وبين التمويل طويل الأجل والتمويل قصير الأجل أي اختيار متجانس من مصادر التمويل بعد تحليل تكلفة كل مصدر من تلك المصادر والذي من خلاله المؤسسة تتمكن من تعظيم مستوى ربحيتها وهنا يقع على عاتق المدير المالي اختيار المزيح 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 المزيح التمويلي المستهدف أي أن تكون المخاطر الناجمة عن استخدام مصدر تمويل منخفضة التكلفة والمتزامنة مع العائد التي تحققه والمتمثل في زيادة الربحية .

طرح الإشكالية:

ما مدى تأثير المزيح التمويلي على ربحية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في قطاع البناء في الجزائر خلال فترة (2009-2013) ؟

وبغية الإلمام بجوانب الموضوع، ولتوضيح مضامين هذه الإشكالية ارتأينا طرح التساؤلات الفرعية الآتية:

- ما مدى تأثير تمويل الأصول بالدين على الربحية؟
- ما مدى تأثير التناسب بين الديون القصيرة وطويلة الأجل على الربحية؟
- ما مدى تأثير نسبة الرفع المالي على الربحية؟

فرضيات البحث:

- للإجابة على الإشكالية الأساسية المطروحة ومختلف التساؤلات الفرعية المتعلقة بها تم وضع الفرضيات البحثية التالية:
- الفرضية الأولى: يؤثر تمويل الأصول بالدين سلبا على الربحية، بسبب الالتزامات التي تنشأ عن تلك الديون.
- الفرضية الثانية: زيادة نسبة الديون قصيرة الأجل يؤثر إيجابيا على الربحية، بسبب القدرة على تلبية متطلبات السيولة على المدى القصير.
- الفرضية الثالثة: لجوء المؤسسة إلى الزيادة في الاستدانة يؤثر سلبا على ربحية المؤسسة بسبب محدودية نتائج الرفع المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

مبررات اختيار الموضوع:

- تم اختيار الموضوع بناء على مجموعة من الاعتبارات الموضوعية والذاتية، يمكن تلخيصها كالآتي:
- ارتباط الموضوع بمجال التخصص وهو مالية المؤسسة؛

- جاذبية الموضوع وارتباطه بالواقع، من خلال الأزمات المالية المتكررة وما ينتج عنها من خسائر فادحة للمستثمرين، والتغير المستمر في معايير اتخاذ القرار الاستثماري؛
- إضافة دراسة نظرية وتطبيقية لسلسلة البحوث في هذا المجال للمساعدة على فهم هذا الموضوع المعقد نوعا ما.

أهداف الدراسة وأهميتها:

- نسعى من وراء هذا العمل إلى تحقيق مجموعة من الأهداف يمكن تلخيصها في النقاط الآتية:
- يترجم المزيج التمويلي للمؤسسة الصورة التي تعكس المصادر التمويلية لمختلف حاجياتها وتختلف تكلفة التمويل من مصدر إلى آخر ؛
 - تساعد الديون في رفع مستوى الأداء المالي للمؤسسة والاستفادة من الأثر الإيجابي الذي ينتج عنه الرفع المالي ؛
 - لجوء المؤسسة للزيادة في الاستدانة يؤثر إيجابيا على مردودية المؤسسة بالإضافة إلى تعظيم العائد المتاح للمساهمين ؛
 - تتبع هذا البحث من كونه يهدف إلى تحليل مجموعة من المتغيرات التي تؤثر في مؤشر الربحية لدى مؤسسات صغيرة والمتوسطة، و كذلك تحديد العلاقة بين هذه المتغيرات وأثرها على مؤشر الربحية.

حدود الدراسة:

- تمثل حدود الدراسة في الحدود المكانية والحدود الزمنية وهي :
- تمت الدراسة على عينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الناشطة في قطاع البناء في الجزائر ؛
 - حددت المدة الزمنية للدراسة من 2009 إلى 2013 .

منهج البحث والأدوات المستخدمة:

تم الاعتماد على:

- . المنهج الوصفي: وهو الجانب النظري في الفصل الأول الذي اعتمد على الأدبيات النظرية و الدراسات السابقة.
- . المنهج التحليلي: وهو في الفصل الثاني و الذي يعتمد على الأساليب الإحصائية و القياسية من خلال نماذج رياضية لمعرفة درجة الارتباط بين المزيج التمويلي و مؤشر الربحية في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ، و ذلك بعد استعراض البيانات المتعلقة بكل من المتغيرات المستقلة المتمثلة في مزيج التمويل و المتغير التابع المتمثل في مؤشر الربحية، ومن ثم رصد التغيرات الحاصلة وصولا إلى استقراء النتائج، و ذلك باستخدام المنهج الكمي عن طريق نماذج السلاسل الزمنية المقطعية (بانل) بالاعتماد على الأساليب المستخدمة و الأدوات القياسية و ذلك بالاستعانة ببرنامج Eviews9 .

صعوبات البحث:

خلال أنجاز هذا البحث صادفت بعض الصعوبات من بينها:

هيكل البحث:

تم تقسيم البحث إلى فصلين، حيث تناولنا في الفصل الأول أدبيات ومفاهيم حول المزيج التمويلي والربحية ، وقُسم إلى مبحثين في المبحث الأول تم التطرق إلى المزيج التمويلي والربحية ، وخصص المبحث الثاني للدراسات السابقة التي تناولت المزيج التمويلي والربحية سواء باللغة العربية أو باللغات الأجنبية.

أما الفصل الثاني فقد حُصص للدراسة التطبيقية على عينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ، قُدم في المبحث الأول منه طريقة وأدوات الدراسة، وفي المبحث الثاني تم عرض ومناقشة نتائج الدراسة المتواصل إليها.

الفصل الأول:

الإطار النظري والمفاهيمي

للمزيج التمويلي والربحية

تمهيد :

تشكل مسألة التمويل موضوعا حساسا في الشركات الصغيرة والمتوسطة هذا ما جعل العديد من الباحثين والمختصين في مجال تمويل المؤسسة يهتمون بدراسة وتحليل وتقييم تركيبة المزيج التمويلي للشركات من عدة جوانب من خلال هذا الفصل سيتم عرض الجوانب النظرية المرتبطة بالدراسة ، و عليه قسمنا هذا الفصل كما يلي :

المبحث الأول: الإطار النظري حول المزيج التمويلي والربحية

المبحث الثاني: الدراسات السابقة حول المزيج التمويلي والربحية.

المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول المزيج التمويلي والربحية

شهدت الشركات الصغيرة والمتوسطة ولازالت تشهد تطورات و إبداعات على صعيد بنيتها وأدواتها، وساهمت في جذب العديد من المستثمرين أفرادا وشركات، مما أدى إلى التراكم في الخبرة وممارسة العمليات الاستثمارية في مختلف الأدوات المالية .

المطلب الأول: مدخل إلى المزيج التمويلي**أولا: ماهية المزيج التمويلي****1 مفهوم المزيج التمويلي:**

يعرف (حامد احمد 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 بواسطتها تمويل موجودات المؤسسة ، وهو يتضمن التمويل المقترض والتمويل الممتلك¹.

ويعرف المزيج التمويلي أيضا على انه عملية الخلط بين مصادر التمويل المختلفة المتاحة ، وأمام المؤسسة عدد غير منتهى من توليفات بين المصادر المالية ولكل توليفة تكلفة وإيراد وعلى المؤسسة اختيار المزيج التمويلي الأمثل والذي يكون أكثر ملائمة مع أصولها ، ويحقق أكبر إيراد ممكن مع أقل المخاطر ويستخدم في التوقيت المناسب².

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

2 مفهوم هيكل راس المال:

أن الهدف الرئيسي لإدارة راس المال هو كيفية اختيار المزيج الأمثل من مصادر التمويل طويلة الأجل الذي يؤدي إلى تعظيم القيمة السوقية لسهم المؤسسة في السوق المالي ، ويمكن التعبير عن هذا الهدف بطريقة اخرى ، وهو كيف يمكن اختيار المزيج المناسب من مصادر التمويل طويلة الأجل الذي يؤدي إلى تخفيض تكلفة راس المال إلى ادنى حد ممكن ؟ يسمى هذا المزيج بهيكل راس المال الأمثل ، وسنركز في هذا العمل على مفهوم المزيج التمويلي اكثر من مفهوم هيكل رأس المال³.

ثانيا: العوامل المؤثرة على المزيج التمويلي

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

¹ حامد احمد محمود المحادين ، أثر المزيج التمويلي على القيمة السوقية لشركات التأمين الاردنية المدرجة في بورصة عمان ،رسالة ماجستير غير منشورة ، جامعة الشرق

الأوسط ،الاردن 2010، ص 14

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

³ فايز يتم ، مبادئ الادارة المالية ، الطبعة الثانية ، دار اثراء للنشر والتوزيع ، عمان ، 2013، ص339

والقيام بدراسات معمقة مستنيرة لاحتياجات المشروع التمويلية والبداائل 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 فأن هنا كعوامل 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، 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 اسعار 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 باقل درجة من الخطر، وذلك بعكس الحال اذا كانت المبيعات والإيرادات تتعرض لتقلبات مستمرة عندها تجد المؤسسة صعوبة في دفع هذه الالتزامات.

ت المنافسة : أن المقدرة على خدمة الديون تتوقف على ربحية المؤسسة وعلى حجم المبيعات، وعلى هذا الأساس فأن استقرار هوامش الربح له نفس اهمية استقرار المبيعات، ولا شك أن سهولة دخول مؤسسات اخرى في الصناعة التي تنتمي اليها المؤسسة وكذلك مقدرة هذه المؤسسات على التوسع في طاقاتها سيؤثران على هوامش الربح للمؤسسة في الصناعة التي تتميز بمعدل نمو مرتفع يتوقع أن يكون هوامش ربحها كبيرا ولكن من ناحية اخرى ينتظر أن تنقص هوامش ربح هذه، اذا كانت تدرج تلك الصناعة في مجموعة صناعات التي يسهل على مؤسسات الجديدة أن تنظم اليها وبالتالي تشارك في سوقها.

ث هيكل الأصول : يؤثر هيكل الأصول على مصادر التمويل بصور عديدة، فالمؤسسات التي تتميز بأن الموجودات تعيش لفترة طويلة وخاصة في حالة الطلب على منتجاتها مؤكدة إلى كبير، تستخدم قروض طويلة الأجل، اما المؤسسات التي تكون اغلبية اصولها من دمم ومخزون فتعتمد على قروض طويلة الأجل.

ج - اتجاهات رجال الإدارة : أن اتجاهات رجال الإدارة لها تأثير مباشر على اختيار وسائل التمويل وهي مرتبطة بأمرين، الأول هو التحكيم والسيطرة على ادارة المؤسسة، والثاني هو الخطر.

ح - اتجاهات المقرض : بالإضافة إلى العوامل السابقة التي تقوم المؤسسة بدراساتها وتحليلها لتحديد درجة الرفع المالي، فأن اتجاهات وراء المقرض تلعب دورا في غاية الأهمية في تحديد المزيج التمويلي للمؤسسة، فيلاحظ في غالبية الأحوال أن المؤسسة تناقش مزيجها التمويلي مع المقرض المحتمل وتعطي وزنا كبيرا لرايه، وكثيرا ما يرفض المقرض الزيادة غير الطبيعية في نسب الإقراض لأن ذلك معناه تهديد مصالحه في المؤسسة

ثالثا مصادر التمويل :

¹ شريفة بوقصة فاطمة عماري، اثر المزيج التمويلي على ربحية المؤسسات الاقتصادية، مذكرة ماستر، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2019، ص 8 9

¹: ويمكن تصنيف مصادر التمويل إلى تقسيمات رئيسية

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

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

سنقوم في ما يلي شرح هذه العناصر أكثر

أولاً: مصادر التمويل الداخلي

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

1الأرباح المحتجزة. retained earnings :

تمثل الأرباح المحتجزة احد المصادر الهامة للتمويل الذاتي التي تلجأ اليها المؤسسة لتغطية احتياجاتها طويلة الأجل، وتمثل كذلك الرصيد التراكمي لذلك الجزء من الأرباح السنوية التي لم يتم توزيعه على ملاك المؤسسة أو الذي لم تضعه كاحتياطات للمؤسسة ، وتستخدم الأرباح المحتجزة المؤسسة لتمويل عمليات النمو والتوسع في أنشطتها ، كما تستخدمها ايضاً لإجراء اي توزيعات على المساهمين في الأحوال التي لا يتم فيها تحقيق ارباح أو يتم فيها تحقيق خسارة.

2. التمويل الذاتي: self financing

يشير هذا المصدر من التمويل إلى جملة المصادر التي تستطيع المؤسسة إيجادها بنفسها ، وغالباً ما تكون هذه المصادر من أموال الملاك على شكل الأرباح المحتجزة لم يتم توزيعها ، بالإضافة إلى بعض المخصصات المالية وخاصة مخصص الاستهلاك و المؤونات الأخرى المختلفة ، اما المصدر الرئيسي للتمويل الذاتي هو الأرباح التي تحققها المؤسسة والتي اذا تم توظيفها بمعدلات استثمارية عالية ، فأنها تتزايد بشكل كبير وتغدو مصدر هاماً للتمويل².

3. اسهم العادية : Common stocks

هي وثيقة ذات قيمة اسمية واحدة تطرح للاكتتاب العام ولها القابلية على التداول وغير قابلة للتجزئة ولا تستحق الدفع في تاريخ محدد ، أي انها أبدية على طول عمر المشروع ولا تلزم بتوزيع أرباح ثابتة سواء من حيث تحديد قيمة هذه الأرباح أو فترات استحقاقها.³

ويقاس الحد الأدنى لمعدل العائد ، والذي يعادل تكلفة سعر الأسهم العادية اعتماداً على نموذج Gordon Shapirp من خلال المعادلة التالية:

معدل تكلفة أموال اسهم عادية = توزيعات متوقعة للاسهم العادية للسنة \ (قيمة سوقية حالية للسهم + معدل نمو الأرباح (المتوقع في المتوسط))

¹ محمود عزت اللحام واخرون ، الادارة المالية المعاصرة ، الطبعة الثانية ، دار الاعصار العلمي ، الاردن 2016، ص320

² محمد بسام الاغا ، اثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار ، مذكرة ماجستير ، غير منشورة، الجامعة الاسلامية غزة ، فلسطين ، 2005، ص

51-50

³ دريد كامل ، آل شبيب، مبادئ الادارة المالية ، دار المناهج للنشر والتوزيع ، الاردن ، 2009، ص118.

14 الأسهم الممتازة. preferred stocks :

وهي تمثل مستند ملكيا لحاملها، ويتمتع حامل السهم الممتاز بكافة المزايا والحقوق التي يتمتع بها حامل السهم العادي ما لم يمن هناك نص خلاف ذلك في عقد الإصدار وقد يتم إصدار اسهم ممتازة بغية المصدر issue value أكبر من القيمة الاسمية Nominal value في حالة وجود علاوة الإصدار ويمكن التمييز بين العديد من أنواع الأسهم الممتازة ، فهناك الأسهم الممتازة مجمعة الأرباح ، والتي يحق لحاملها أن يحصل على عائد السهم في سنوات الخسارة مجمعا في سنوات الأرباح وهناك اسهم ممتازة متقاسمة الأرباح ، وحاملي هذه الأسهم يحصلون على نسبة اضافية 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 لإسهم: العادية¹

ثانيا : مصادر التمويل الخارجي

: ويمكن تقسيم أنواع التمويل الخارجي إلى نوعين هما

1. مصادر التمويل قصيرة الأجل:

ويعرف التمويل قصير الأجل على أنه ذلك الالتزام الذي يتوجب سداه خلال مدة زمنية لا تفوق سنة واحدة ويمكن تصنيف: التمويل القصير الأجل إلى نوعين هما

أ : الائتمان المصرفي

تستطيع المؤسسات اللجوء إلى البنوك ومؤسسات التمويل للحصول على تمويل اللازم وغالبا ما يتم الاقتراض بغرض تمويل راس المال العامل على اساس 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 ، اما اذا استخدم الائتمان التجاري لشراء الأصول الثابتة للمشروع يكون متوسط أو طويل الأجل ، يستخدم الائتمان التجاري لتمويل (راس المال العامل). والسلف الذي يقدمها الزبائن بالإضافة إلى ضرائب وتكاليف اخرى مستحقة للمشروع

2 : مصادر التمويل طويلة الأجل.

هي المصادر التي يتحصل عليها المستثمرين من جهات خارجية خلال فترة زمنية تزيد عن سنة ومن أهمها:

أ القروض: termloans

أن القروض تعتبر مصدرا من اهم مصادر تمويل الأصول الثابتة في الشركات ، حيث تعتبر القروض الآجلة بمثابة الصورة المثلى للحصول على التمويل الخارجي طويل الأجل ، والتي هي عبارة عن أنفاق مكتوب بين المقرض والمقرض يقدم بموجبه المقرض

¹مجموع عزت واخرون ، مرجع سابق ذكره ، ص320

مبلغاً من المال للمقترض ، مقابل التزام المقترض بدفع الفوائد عليها وإعادة المبلغ المقترض مع فوائده بموجب دفعات متفق عليها وفي مواعيد محددة¹.

ب السندات Bonds:

تعد السندات من الأدوات المالية طويلة الأجل التي تصدرها مؤسسات الأعمال ، ومن خصائصها أنها تكون ذات عائد ثابت وتمتع بالقابلية على التداول في السوق المالي ، وتمثل اتفاق طويل الأجل تلزم بموجبه المؤسسة بتسديد دفعات دورية من الفوائد لحاملة السندات ، التي تمثل كلفة تتحملها المؤسسة المصدرة لها عن استخدام الأموال، إضافة إلى إعادة القيمة الاسمية لحاملها ، وتتراوح اجال السندات (20 و 30) سنة، إلا أنه قد سادت في السنوات الأخيرة سندات بالاجال تتراوح بين (7 و 10) سنوات².

تأجير التمويل Lease Financions :

يمكن تعريف عقد التأجير التمويلي بأنه عقد بين طرفين المؤجر والمستأجر حيث أن المؤجر عادة ما يكون مؤسسة تمويلية أو شركة تأجير مختصة ، والأصول التي يتم تأجيرها فقد تكون في شكل اراضي أو عقارات الخ. يستخدم المستأجر هذه الأصول مقابل دفع ايجار 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.

الفرع الثالث : اختيار المزيج التمويلي

أن اي 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.

أولاً - الهيكل التمويلي الذي يعظم الربحية

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

ثانياً - النظريات المفسرة للهيكل التمويلي الأمثل

أن من أكثر المواضيع التي يتم بحثها ومناقشتها ضمن مفهوم الإدارة المالية هو تحديد الهيكل المناسب من الديون وحقوق الملكية اي تحديد الهيكل التمويلي لدى الشركة ومدى تأثير ذلك المزيج التمويلي ومدى ارتباطه بالقيمة السوقية للشركة وتكلفة الأموال المرجحة للشركة ومدى تأثير ذلك المزيج على القيمة السوقية للشركة ، تعتبر من المواضيع الأكثر جدلا وتعقيدا لدى المهتمين في

¹ فيصل محمود الشو أورة ، مبادئ الادارة المالية ، الطبعة الأولى، دار الميسر للنشر والتوزيع والطباعة ،الاردن 2013 ، ص 118

² عدنان تائه النعيمي ،أرشد الفؤاد التميمي ،الادارة المالية المتقدمة ، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع ، الاردن ، 2009 ، ص 356 357

³ فايز يتم ، مبادئ الادارة المالية ، الطبعة الثانية ، دار اثناء للنشر والتوزيع ، عمان 2013 ، ص 357

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 العلاقة من خلال متغير الربحية ، فالشركات التي تختار المزيج التمويلي الملائم (مثلا معيار التكلفة) قد تتمكن من تحسين الربحية وهو يعتبر اشارة جيدة عن اداء هذه الشركات ، وسوف ينعكس على القيمة السوقية لها.

ومن النظريات التي حاولت تفسير هذه العلاقة:

نظرية صافي الربح net income theory

نظرية صافي ربح العمليات net operating incometheory

النظرية التقليدية traditionnel theory

نظرية التوازن balance theory

نظرية مد يغلياني وميلر Modigliani and maller theory

نظرية الإشارات الصادرة عن المنشأة signaling Ling model

وفي 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 القروض نذكر منها ما يلي:

أن 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 اقل من تكلفة أموال الملكية ، أن 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 تتعاضد فيها قيمة المؤسسة وتقل تكلفة الأموال إلى الحد الأدنى ، وهذه النقطة تتحقق عند تمويل بالقروض بنسبة 100% أو الاقتراب قدر الإمكان إلى هذه النسبة

1.

2. نظرية صافي ربح العمليات Net operating incometheory:

يرى هذا المدخل أن تكلفة التمويل الممتلك 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 ادنى مستوى لها وعند تجاوز هذه النقطة تبدأ كلفة التمويل بالارتفاع².

¹ شريفة بوقصة فاطمة عماري ، أثر المزيج التمويلي على ربحية المؤسسات الاقتصادية ، مذكر ماستر ، غير منشورة ، جامعة قاصدي مرباح ورقلة ، 2019، ص15

² نفس المرجع ، نفس الصفحة

3. النظرية التقليدية traditional theory :

يقوم هذا المدخل على أن تكلفة الأموال تنخفض تدريجياً مع زيادة الأموال مقترضة إلى أن تصل نسبة الاقتراض إلى حد معين ، ثم بعد ذلك تبدأ تكلفة الأموال في الارتفاع ، ووفقاً لهذا المدخل فإن الطريقة التي تغير بها تكلفة الأموال نتيجة التغيرات في هيكل راس المال ويمكن تقسيمها إلى ثلاثة مراحل وهي¹ :

المرحلة 1: هذه المرحلة تتصف بثبات تكلفة أموال الملاك أو زيادتها ببطء مع زيادة نسبة الاقتراض.

المرحلة 2 : 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.

المرحلة 3: 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 تكلفة منخفضة.

4. نظرية التوازن balance theory :

نظرية التوازن من الأعمال² 1984 Myers (وقد عرفت مرحلتين ، وتتلخص هذه المرحلتين في ما يلي :

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.

ويترب عن مخاطر الإفلاس زيادة في معدل العائد المطلوب على استثمار إلسهم ، 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 علاقة تنشأ بين طرفين هما : الموكل والوكيل وتتحدد هذه الوكالة وفق شروط عقد يكلف الموكل بموجبه الوكيل بالقيام بأنشطة معينة لصالحه ، كما يفوضه باتخاذ قرارات 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 والمقرضين من جهة أخرى ، وتدنية تكاليف الديون بشكل أمثل.

نظرية مد يغلياني وميلر 5 (M . M):

هذه النظرية كأنت ولا زالت موضوع جدل ونقاش بين المهتمين في الإدارة المالية ، حيث برهنت هذه النظرية تحت مجموعة من الافتراضات أن قيمة الشركة تزداد بشكل مستمر كلمت زادت نسبة الدين وذلك بسبب إمكانية تحقيق وفر ضريبي بسبب أن الفوائد المدفوعة على الدين تسجل نفقات مقبولة ضريبياً ، مما يؤدي إلى تخفيض تكلفة راس المال وبالتالي تحقيق قيمة اعلى في

¹ نفس المرجع ، نفس الصفحة

² نبيلة سهايلية ، جبار بوكثير ، عناصر الهيكل المالي واثراها على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية ، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات ، ام البواقي ، العدد الخامس ، 2017 ،

السوق قد أكدت النظرية في ظل غياب الضريبة فإن القيمة السوقية للشركة لا تتأثر بالهيكل التمويلي، ولذلك أكدت النظرية على عدم وجود هيكل تمويلي أمثل.

¹ ما يلي: وتشمل الافتراضات الأساسية التي قامت عليها (M. M)

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.

ومن خلال استعراض هذه الافتراضات يلاحظ أن البعض منها غير واقعي ، وقد حاول العيد 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 احصائية يمكن الاعتماد عليها لتحديد هيكل راس المال المناسب

Signaling Ling model: نظرية الإشارات الصادرة عن المنشأة⁶

افتترضت 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 والمستثمرون الخارجيين له اثر مهم في تحديد التركيبة المثلى لراس

المال ، حيث من المعروف أن الشركة تلجأ إلى الحصول على التمويل عن طريق القرض عندما تتوقع ظروف مستقبلية أفضل ، اما

عند التوقع ظروف سيئة في المستقبل فإن الشركة تفضل اللجوء إلى البحث عن مصادر التمويل خارجية من خلال زيادة في راس

المال في الشركة بهدف جذب مساهمين جدد للمشاركة في تحمل صعوبات محتملة².

المطلب الثاني: مدخل إلى الربحية

الفرع الأول: مفهوم الربحية

مفهوم الربحية : لا بد من الإشارة هنا أن هناك فرق بين مفهوم الربحية والربح ، الربح يعني صافي الدخل الذي تظهره قائمة الدخل

ويمثل الفرق بين إيرادات المؤسسة ومصاريفها اما بالنسبة للربحية فهي تشير إلى الربح المنسوب إلى بعض المكونات من ميزانية

العمومية أو قائمة الدخل.

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

¹ محمد قاسم خصاونة ، أساسيات الإدارة المالية ، الطبعة الأولى ، دار الفكر عمان ، الاردن ، 2011 ، ص 200-201

² نفس المرجع ، ص 203-204

على أموالهم المستثمرة لا يقل ارتفاعاً عن العائد الذي يمكنهم تحقيقه من استثمارات بديلة والتي تتعرض لنفس درجة المخاطر¹. تعرف كذلك على أنها قدرة الشركة على توليد الدخل ، واداً لم تتمكن هذه الشركة من توليد دخل كافي ، سيتم اعتبارها فاشلة اقتصادياً وبالتالي تعريض نفسها للخطر.

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

الفرع الثاني: العوامل المؤثرة على الربحية

تتأثر الربحية بعدة عوامل تؤدي إلى زيادتها أو نقصانها² :

المبيعات و الإيرادات: فلاشك أن مقدار الربح يرتبط بشكل اساسي بمقدار النتائج والإيرادات الناجمة على المبيعات أو النشاطات التجارية الأخرى التي تمارسها المؤسسة.

النفقات والمصاريف : تمارس التكاليف والمصاريف الأخرى اثر مماثل على الربح ، حيث أن قلة النفقات والمصاريف على اختلاف أنواعها تساعد على زيادة الربح ، بينما ارتفاع المصاريف يساعد في تخفيض مقدار الأرباح.

السيولة : لاشك أن مقدار السيولة النقدية المتوفرة في راس المال العامل والثابت اثرا على زيادة الأرباح أو نقصانها ، فقد يؤدي تنويع السيولة إلى إمكانية الاستفادة من الفرص المتاحة للاستثمار أو الحصول على بعض الحسومات النقدية والكمية ، وهذا يؤدي إلى زيادة الربح أو الحصول على الاستخدامات وأصول ثابتة متطورة.

الأسعار السائدة في السوق : أن قيمة المبيعات ترتبط بمستوى الأسعار ، فعندما تكون اسعار منتجات المؤسسة مرتفعة فأنها تحصل على ارباح أكبر من الحالة التي تكون اسعار منتجاتها منخفضة.

سياسة الاهتاك المتبعة : أن سياسة إلهتاك السريع تتوافق غالباً باقتطاع مخصصات إلهتاك عالية ، وهذا يؤدي إلى ظهور الأرباح بشكل اقل مما لو اتبعت الاهتاك الثابت.

معدل الضريبة المفروض على لأرباح : لاشك أن ارتفاع معدلات الضريبة لاقتطاع اقسام أكبر وهذا ما يؤدي إلى تخفيض صافي الربح.

الإعانات والتحويلات : التحويلات والإعانات التي تتلقاها المؤسسة تساعد على زيادة الأرباح ، بينما على عكس من ذلك تنخفض ارباح المؤسسة عندما تلتزم بتقديم بعض الإعانات.

الاحتياطات المحجوزة في المؤسسة تؤثر على مقدار الربح القابل للتوزيع.

¹السايع عثمان ، قياس تأثير تركيبة راس المال على ربحية الشركات ، مذكرة ماستر جامعة قاصدي مرباح ، 2014، ص8

²جميل احمد توفيق ، اساسيات الادارة المالية ، دار النهضة العربية ، الاسكندرية ، 11 749، ص 62

التطور التقني التي توصلت اليه المؤسسة : حيث أن الآلات الحديثة التي تتوفر في الفترة الحالية تساهم كثيرا في زيادة الإنتاج وتخفيض التكلفة ، وبالتالي تساعد في تحقيق عوائد وارباح مجدية.

اسلوب الإدارة : أن للأسلوب والطريقة التي تتعامل بها الإدارة اثرا كبيرا في تحقيق معدلات مرتفعة من الأرباح فبقدر ما تكود الإدارة جدية ومعتمدة على تقديرات علمية سليمة لإيراداتها ونفقاتها ، وبقدر ما تستطيع تخفيض تكلفة الإدارة باعتمادها على اللامركزية بقدر ما تتمكن من تحقيق ارباح جيدة.

مصادر التمويل : للديون اثرا على الربحية فهناك من يقول أن للمؤسسات الأكثر ربحية لديها احتياجات أكبر لحماية الدخل من الضريبة وعليها أن تقتض بصورة أكبر من المؤسسات الأقل ربحية ، اما وجهة نظر اخرى تقول أن هناك علاقة عكسية بينها و مستوى الديون ، وتفترض المؤسسات تفضيل التمويل الداخلي على التمويل الخارجي ، وهذا التفضيل يقود المؤسسات إلى استخدام الأرباح كصندوق للاستثمار والانتقال إلى الأموال الخارجية فقط عند عدم كفاية الأرباح المحتجزة

الفرع الرابع : علاقة المزيج التمويلي بالربحية

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

: أولا من حيث التمويل الداخلي والخارجي

تتأثر ارباح الملاك في شركة الأعمال بطريقة التمويل ، حيث تزداد الأرباح (كقاعدة عامة) بزيادة الاعتماد على القروض وذلك اذا ما تحسنت الأحوال الاقتصادية العامة ، أن 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 جدا فأن مبيعات الشركة وهامش الربح سوف يكون منخفض وسوف ينخفض معدل العائد على الموجودات (الأصول) ، والعكس اي أن معدل العائد على الموجودات يرتفع كلما تحسنت الظروف الاقتصادية¹.

:ثانيا من حيث الاستحقاق

أن لنوع الدين المستخدم تأثير على ربحية الشركة فادا كانت للشركات مبيعات قليلة فمن الأفضل استخدام ديون قصيرة الأجل وذلك لتأثيرها القوي والإيجابي 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 اذا كانت مبيعاتها عالية لأن اجلها قصير لمدة سنة أو اقل ، وأن تمويل من الديون طويلة الأجل ، وهذا يعني أن قرار المزيج التمويلي يجب أن يأخذ بالاعتبار حجم المبيعات ، حيث يؤثر المزيج التمويلي على الربحية تبعا للمبيعات أو رقم الأعمال².

¹ حمزة محمود الزبيدي ، الإدارة المالية المتقدمة ، الطبعة الثانية ، دار الوراق للنشر والتوزيع ، الاردن ، 2008 ، ص583 588

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

المبحث الثاني: الدراسات السابقة التي تناولت المزيج التمويلي والربحية

نستعرض في هذا المبحث بعض من الدراسات السابقة سواء باللغة العربية أو اللغات الأجنبية التي تناولت موضوع بهدف التوسع في فهم الموضوع بمختلف جوانبه وتبيان موقع الدراسة الحالية من الدراسات السابقة وإبراز الإضافة التي يمكن أن تقدمها هذه الدراسة.

المطلب الأول: عرض الدراسات السابقة

تناولت العديد من الدراسات السابقة موضوع التحليل الأساسي والتحليل الفني إلا أن الملاحظ في الدراسات السابقة باللغة العربية أغلبها ركزت على المزيج التمويلي، سيتم فيما يأتي عرض هذه الدراسات السابقة.

الفرع الأول: الدراسات السابقة باللغة العربية

أولاً: دراسة عادلة حاتم ناصح (2014).

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

ثانياً: دراسة احمد خليل (2011)

هدف الباحث من خلال دراسته إلى معرفة اثر هيكل التمويل على ربحية شركات المساهمة العامة الأردنية وعلى سياستها في توزيع الأرباح وقد استعان الباحث بنموذج قياسي لتفسير هذا الأثر وقد 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 اسلوب الانحدار البسيط الذي تناول معالجة العينة كمجموعة واحدة ، ثم قام بمعالجة كل قطاع على حدة وقد توصل الباحث إلى: عدم وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين هيكل تمويل والربحية.

ثالثاً: دراسة محمد حافظ بوغابة بعنوان : دراسة خصوصيات الهيكل المالي وتحليل المردودية لمقاولات البناء والأشغال

العمومية(2011)

هدفت الدراسة إلى البحث بتقديم المفاهيم الأساسية لموضوع الدراسة المتمثلة اساسا في الهيكل المالي والمردودية ومن ثم تطرق الباحث إلى اهم نظريات الهيكل المالي ويعالج موضوع البحث دراسة الهيكل المالي و مردودية مقاولات البناء والأشغال العموميين لعينة من 24 مؤسسة بمنطقة ورقلة خلال الفترة (2003-2009) حيث شكلت قاعدة بيانات مكونة من 105 مشاهدة غير

أن من اجل التخلص من تأثير القيم المتطرفة على النتائج وتحسينها تم استبعاد 19 ميزانية من دراسة لتستقر 86 مشاهدة وتم اختيار 5 مجموعات من مؤشرات مالية

قام الباحث بمعالج قاعدة المعطيات المتحصل عليها بطريقة تحليل إلى مركبات اساسية والتحليل العاملي التمييزي اسفرت النتائج على وجود 10 عوامل اساسية تفسر في مجملها 88,02% من الظاهرة محل الدراسة وبعد تحليل وتفسير العوامل تبين بأن الهيكل المالي لهذه العينة من المقاولات مكونة اساسا من أموال الخاصة وديون الاستغلال اما بخصوص الأداء فأن هدة المؤسسة تحقق مردودية تجارية اجمالية ضعيفة مقارنة بالمردودية الاقتصادية والمردودية المالية .

رابعاً: دراسة يوسف قريشي (2005) :وجاءت تحت عنوان سياسات التمويل التي تميز المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر ^ اطروحة دكتوراه جامعة ورقلة،

هدفت هذه الدراسة للوقوف على طبيعة سياسة التمويل التي تميز المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر حيق وجدت أن المتغيرات المحددة للهيكل المالي هي حجم المؤسسة ،معدل النمو، وطبيعة القطاع ، وبين الباحث أن هذه النتائج تتطابق مع نظرية الالتقاط التدريجي للتمويل ، فالمؤسسات التي تتساوى في قدرتها على التمويل الذاتي تفضل البحث على مصادر التمويل لغير الاقتراض وفي مرحلة ثانية تفكر في الاقتراض البنكي على اعتبار هذا النوع من المؤسسات لا ينشط في السوق المالي فهو محروم من إمكانية اصدار إلسهم أو حتى القرض السندي، وهو ما يؤكد على الصعوبة التي تواجهها المؤسسات المتوسطة والصغيرة عموما للحصول على مصادر التمويل.

خامساً: - دراسة يوسف قريشي والياس بن ساسي بعنوان (سياسات التمويل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر 2006)

هدفت هذه الدراسة إلى دراسة المتغيرات المفسرة لهيكل التمويل من خلال الوقوف على طبيعة سياسة التمويل التي تميز المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر من خلال تطبيق الدراسة على عينة مكونة من 128 مؤسسة صغيرة ومتوسطة خلال الفترة 2001 2003 حيث استخدم الباحثان اسلوب الانحدار المتعدد لارتباط العلاقة بين المتغير التابع الهيكل التمويلي والمتغيرات المستقلة :حجم المؤسسة ،المردودية ،حجم الضمانات ،نمو المؤسسة ،وطبيعة القطاع.

خلصت الدراسة إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين معدل الاقتراض طويل الأجل وكل من متغير معدل المردودية ،معدل النمو وحجم الضمانات وبالتالي هذه المتغيرات لا تلعب دورا ملموسا في تفسير المتغير التابع (معدل الاقتراض طويل الأجل) كذلك عدم وضوح تأثير كل من متغيرات حجم الضمانات وحجم المؤسسة على متغير التابع (اجمالي الديون)

الفرع الثاني: الدراسات السابقة باللغة الأجنبية

أولاً: Amjed sohail ، بعنوان **the impact of Financial structure on profitability**:

سعت هذه الدراسة إلى البحث عن العلاقة بين هيكل المالي والربحية، استخدم الباحث نموذج الانحدار الخطي على عينة مكونة من 100 شركة نسيج المدرجة في بورصة كراتشي للفترة (1999 2004) وقد اظهرت هذه الدراسة وجود علاقة ايجابية بين الديون قصيرة الأجل والربحية في حين اثبتت وجود علاقة سلبية بين الديون طويلة الأجل والعائد على حقوق المساهمين يعني أن

الديون طويلة الأجل أكبر تكلفة نسبيا 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 .

(: ثانيا دراسة(2016 samuel بعنوان journal of accounting finance and

auditing studies. faboyede

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 فترة (2008 2012) وقد استعان الباحث من اجل 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 ، أشارت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة ايجابية بين إلاسهم والربحية في حين أن الديون قصيرة الأجل والرافعة المالية لها علاقة ايجابية مع الربحية ولكن ليست مهمة كالأسهم وذلك بسبب الفوائد الناتجة عن الديون التي يمكن أن تكون لها تأثير على الربحية.

ثالثاً: دراسة Shahla Akhtar and al بعنوان european journal of business and

manegement.

تختبر هذه الدراسة طبيعة العلاقة بين الرفع المالي والأداء المالي لشركات القود والطاقة المدرجة في بورصة كراتشي باكستان حيث تم اختيار عينة من 20 شركة خلال الفترة (2000 2005) اذ اعتمدت الدراسة على الرافعة المالية كعامل مستقل واخذت ست متغيرات تابعة متمثلة في العائد على الموجودات والعائد على حقوق المساهمين وهامش صافي الربح والعائد على السهم الواحد قبل الضريبة ومعدل المبيعات ثم استخدم الإحصائيات الوصفية.

و أوضحت نتائج الدراسة أنها توجد علاقة ايجابية بين الرافعة المالية والأداء المالي لمؤشرات الأداء الخمسة في حين وجد تأثير سلبي على العائد على الأصول وربحية السهم الواحد .

المطلب الثاني: مقارنة بين الدراسات السابقة

نقاط الاختلاف بين الدراسة الحالية والسابقة :

الدراسات السابقة	الدراسة الحالية	
اجرت الدراسة في دول مختلفة منها عربية واجنبية	اجريت دراسات على مؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر	من حيث مكان وزمان
تناولت الدراسة السابقة عينات مختلفة منها الأكبر ومنها الأقل من دراسة الحالية	تناولت الدراسة 8 مؤسسة صغيرة ومتوسطة في الجزائر تابعة للقطاع الخاص	من حيث العينة
تناولت اغلب الدراسات متغيرات مختلفة عن الدراسة الحالية لتوضيح أثر الذي يحدث على الربحية واستخدمت مختلف	تناولت الدراسة الحالية المتغيرات (نسبة ديون طويلة الأجل الى مجموع الاصول ، نسبة ديون قصيرة الأجل الى مجموع	من حيث نوع المتغيرات

البرامج	الديون، نسبة الاموال الخاصة الى ديون مالية ، الربحية) ، واستخدمت برنامج Eviews10	
---------	---	--

خلاصة الفصل الأول:

حاولنا في هذا الفصل التطرق إلى أهم الجوانب الجزء النظري للمزيج التمويلي و الربحية التي تعتبر كلوحة قيادة أمام الإدارة المالية ، بالإضافة إلى مؤشرات المالية هذا بالنسبة للمبحث الأول أما فيما يخص المبحث الثاني فقد تم التطرق إلى الدراسات السابقة بالعربية و بالأجنبية التي تناولت علاقة تأثير المزيج التمويلي على مؤشر الربحية ، مع عرض الأهداف و النتائج التي خلصت إليها كل دراسة و في الأخير عرض مقارنة بين الدراسة الحالية و الدراسات السابقة من حيث أوجه الاختلاف

الفصل الثاني:

الدراسة التطبيقية لأثر المزيج
التمويلي على الربحية

تمهيد :

بعدها تم تناول في الفصل الأول الجانب النظري و المتعلق بالمفاهيم الأساسية للمزيح التمويلي والربحية وتعرضنا لبعض الدراسات المتعلقة بكل من متغيرات الدراسة " المستقلة المتغيرات المالية، و المتغير التابع و هي الربحية " و العلاقة بينهما، سنتناول في هذا الفصل الدراسة التطبيقية لموضوعنا من خلال الاعتماد على القوائم المالية كأداة لتفسير العلاقة بين المتغيرات خلال فترة (2009-2013)، و قد تم تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين تم التطرق في المبحث الأول إلى الطريقة و الأدوات المستخدمة في الدراسة ، أما المبحث الثاني إلى النتائج و مناقشتها.

المبحث الأول : الطريقة و الأدوات المستخدمة في الدراسة:

سنقوم في هذه المرحلة بإجراء دراسة تطبيقية للمتغيرات النقدية المؤثرة في مؤشر الربحية من خلال دراسة إحصائية قياسية لهذه المتغيرات ثم استخراج النتائج المتواصل إليها.

المطلب الأول: مجتمع وعينة الدراسة

مجتمع الدراسة: يتمثل مجتمع الدراسة في قاعدة بيانات تخص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في قطاع الأشغال العمومية والبناء عبر مختلف ولايات الجزائر تابعة للقطاع الخاص، تشمل قاعدة البيانات 70 مؤسسة صغيرة ومتوسطة منها 35 مؤسسة متعثرة و35 أخرى سليمة.

مصدر هذه القاعدة من البيانات (القوائم المالية) هو المديرية العامة للمركز الوطني للسجل التجاري (CNRC)

عينة الدراسة: تم انتقاء (8 مؤسسات) خلال الفترة (2009 إلى 2013)، والمعيار الأساسي لهذا الاختيار هو توفر البيانات لهذه العينة المختارة خلال فترة الدراسة الممتدة من 2009 إلى 2013.

المطلب الثاني: متغيرات الدراسة :

نستخدم في هذه الدراسة أربعة متغيرات منها متغير تابع واحد وهو مؤشر الربحية و ثلاثة متغيرات مستقلة ممثلة فيما يلي¹:

نسبة الديون طويلة الأجل إلى مجموع الأصول : تحصل الشركة على مواردها المالية من مصدرين أساسيين وهما رأس المال المملوك وهو التمويل الذي تحصل عليه من ملاك الشركة وحمله الأسهم العادية والممتازة رأس المال المقترض وهو التمويل الذي يتم الحصول عليه من أموال الغير اما في صورة قروض أو سندات وقد يتضمن راس المال المقترض التزامات أو قروض قصيرة الأجل أو طويلة الأجل ولكي يكون هناك توازن في الهيكل التمويلي للشركة لابد وأن يكون هناك مزيج مناسب وملائم بين مصدر التمويل سواء عن طريق حقوق الملكية أو التمويل بالاقتراض وأيضا التناسب بين مصادر التمويل قصيرة الأجل والتمويل طويل الأجل

نسبة الديون قصيرة الأجل إلى مجموع ديون:

تعرف أيضا بالخصوم قصيرة الأجل Short-Term-Liabilities وهي تمثل التزامات المنشأة نحو الغير، ويتوقع تسوية هذه الالتزامات خلال السنة المالية الواحدة أو الفترة التشغيلية. ومن أمثلتها الدائون، وأوراق الدفع، والمصروفات المستحقة، والإيرادات المقدمة، والقروض قصيرة الأجل، والدفعات المستحقة «الأقساط» على القروض طويلة الأجل .

نسبة الديون المالية إلى الأموال الخاصة: هي مجموعة من النسب التي تنظر إلى كمية الديون في رأس المال، أو تعمل على

تقييم قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها المالية. تتمثل أهمية مجموعة نسب الرفع المالي في قدرة الشركات على معرفة مقدار مبلغ الدين المترتب عليها، وما إذا كانت قادرة على سداده عند موعد استحقاقه .

¹ منير ابراهيم هندي ، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل ، المعارف للنشر والتوزيع ، د-ط ، الاسكندرية 1998 ، ص22.

الجدول رقم : متغيرات دراسة وطريقة حسابها

الرمز	طريقة الحساب	المتغيرات
REN	النتيجة الصافية \ اجمالي الأصول	الربحية
DL	الديون طويلة الأجل \ مجموع الأصول	نسبة الديون طويلة الأجل إلى مجموع الأصول
DC	الديون قصيرة الأجل \ مجموع ديون	نسبة الديون قصيرة الأجل إلى مجموع الديون
DF	ديون مالية \ أموال خاصة	نسبة الديون إلى الأموال خاصة

المصدر : من اعداد الطالب

المطلب الثالث : الاحصاء الوصفي والارتباط بين المتغيرات

بعد فحص الخصائص الاحصائية لمتغيرات الدراسة كخطوة منهجية في كل الدراسات الاحصائية التطبيقية ، التي تدرس وجود واتجاه العلاقات بين المتغيرات ، سنحاول من خلال هذا الجزء الكشف عن الخصائص الاحصائية لمتغيرات الدراسة ، التي من الممكن ان تفسر العلاقات الحاصلة في الربحية ، لهذا الغرض سنستخدم مجموعة من الأدوات والأساليب الاحصائية ، وعليه يتم حساب بعض الاحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة من خلال برنامج eviews وبرنامج Excel 2007 مثل حساب المتوسط ، الانحراف المعياري ، معامل الاختلاف ، مصفوفة الارتباط ، وذلك لمعرفة خصائص المتغيرات .

الفرع الأول : تقديم لنماذج بانل

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 انها تجمع بين خصائص كل من البيانات المقطعية والسلاسل الزمنية في نفس الوقت ، لقد اكتسبت نماذج بانل فالأونة الاخيرة خصوصاً في الدراسات السابقة ، لأنها تأخذ بعين الاعتبار أثر تغير الزمن وأثر تغير الوحدات المقطعية في بيانات عينة الدراسة ، ويتفوق تحليل بانل على تحليل السلاسل الزمنية بمفردها والبيانات المقطعية لوحدها فقط بالعديد من الايجابيات نذكر منها التالي :

- التحكم في التباين الفردي الذي يظهر في حالة البيانات المقطعية او الزمنية ، والذي يفضي إلى نتائج متحيزة .

- تتضمن بيانات بانل محتوى معلوماتي أكثر من تلك البيانات المقطعية أو الزمنية .

- وتبرز أهمية بانل في أنها تأخذ بعين الاعتبار ما يوصف بعدم التجانس أو الاختلاف غير الملحوظ الخاص بمفردات العينة سواء المقطعية أو الزمنية .

وتأخذ بيانات بانل ثلاث اشكال رئيسية¹ :

نموذج الانحدار التجميعي pooled regression model: يعتبر النموذج من ابسط نماذج المقطعية عبر الزمن ، حيث تكون فيه المعاملات ثابتة لجميع الفترات الزمنية ، اي يهمل أي تأثير للزمن وكذلك لجميع المشاهدات المقطعية ، ويفترض هذا النموذج تجانس تباين حدود الخطأ العشوائي بين الحالات التي يتم دراستها ، بالإضافة إلى القيمة المتوقعة لحد الخطأ العشوائي يجب أن تساوي الصفر .

نموذج الآثار الثابتة fixed effects model: في نموذج الآثار الثابتة يتم التعامل مع الآثار المقطعية أو الزمنية كقواطع تعبر عن الاختلافات الفردية في المجموعات كالشركات الصغيرة والمتوسطة أو الفترة الزمنية مثلا (2009-2013) اي ان النموذج يسمح بوجود قواطع تفاوتت من مجموعة إلى اخرى ، أو حسب كل فترة زمنية أي كل سنة ، ولتقدير هذه القواطع أو الثوابت نستخدم متغيرات صورية بعد (n-1) لتمثيل المجموعات المقطعية وعدد (t-1) لتمثيل السنوات .

نموذج الآثار العشوائية random effects model: يتعامل نموذج الآثار العشوائية مع الآثار المقطعية والزمنية على أنها معالم عشوائية وليست معالم ثابتة ، ويقوم هذا الافتراض على أن الآثار المقطعية والزمنية هي متغيرات وهمية عشوائية مستقلة بوسط يساوي صفر وتباين محدد ، وتضاف كمكونات عشوائية في حد الخطأ العشوائي للنموذج ، ويقوم هذا النموذج على افتراض اساسي : وهو عدم ارتباط الآثار العشوائية مع متغيرات النموذج التفسيرية .

الفرع الثاني: الاحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة

مثلما قمنا في العنصر السابق بوصف بيانات متغيرات الدراسة الخاصة بالربحية في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ، سنحاول من خلال هذا الفرع وصف بيانات متغيرات الدراسة المتعلقة بالمزيح التمويلي والربحية ، وتوضيح معالمها الرئيسية ، وذلك باستخدام أساليب التحليل الوصفي الاحصائي الأكثر قبولا وهي : الوسط الحسابي ، الانحراف المعياري ، معامل الاختلاف ، بالاعتماد على مخرجات برنامج eviews كما يوضحه الجدول التالي :

¹ بن شنة فاطمة ، ادارة المخاطر الائتمانية ودورها في تقييم ربحية البنوك التجارية ، أطروحة دكتوراه ، جامعة ورقلة 2017، ص85

الجدول رقم 2: 1: الاحصاءات الوصفية لمتغيرا الدراسة

DF	DC	DL	REN	المتغيرات
5,079282	0,630149	24,01859	- 22,84979	المتوسط الحسابي
34,04374	1	913,6223	0,465920	أكبر قيمة
2,881486	0,050251	0,048892	-912,6223	أدنى قيمة
9,625155	0,347702	144,2821	144,2929	الانحراف المعياري

المصدر : من اعداد الطالب باستخدام برنامج eviews10

الربحية : يتبين من قيم المتغير Ren

من خلال الجدول وقم للإحصاءات الوصفية للمتغيرات الرئيسية التي تشمل على كل من المتوسط والانحراف المعياري وأدنى قيمة وأعلى قيمة وكانت المشاهدات التي تمثل عينة الدراسة (40) طيلة سنوات الدراسة ، حيث كان متوسط الربحية قد بلغ - 22,84979 - بانحراف معياري يقدر ب144,2929 قد بلغت ادنى قيمة لها -912,6223 - وأعلى قيمة هي 0,465920، اما بالنسبة لنسبة ديون طويلة الأجل إلى مجموع الأصول فقد بلغ المتوسط 24,01859 بانحراف معياري يقدر ب 144,2821 حيث بلغت أدنى قيمة 0,048892 وأعلى قيمة 913,6223 أما نسبة ديون قصيرة الأجل إلى مجموع الديون فقد بلغ المتوسط 0,630149 بانحراف معياري 0,347702 وأدنى قيمة 0,050251 وأعلى قيمة 1 ونسبة ديون مالية إلى الأموال الخاصة فقد بلغ المتوسط 5,079282 بانحراف معياري 9,625155 وأدنى قيمة 2,881486 وأعلى قيمة 34,04374

الفرع الثالث : الارتباط بين المتغيرات

تبين إشارة معامل ارتباط الموجبة والسالبة طبيعة العلاقة ، الطردية positif correlation او العكسية negatif correlation على التوالي ، بينما تبين قيمة معامل الارتباط قوة العلاقة بين المتغيرين ، لكن قبل أن يتم دراستها مع قيمة المعامل لابد من دراسة الدلالة الاحصائية له ، حيث يمكن أن يعطي قيمة للارتباط ، بينما لا توجد دلالة احصائية في الواقع بين هذه المتغيرات ، من أجل ذلك نقارن القيمة الاحصائية sig بمستوى معنوية 5% ، بحيث اذا كانت sig أقل من 5% فان قيمة معامل الارتباط تحتلف معنويا عن الصفر ، اي لا توجد دالة لإحصائية الارتباط الخطي بين المتغيرين ، يمكن توضيح نتائج الارتباط بين المتغيرات من خلال الجدول التالي :

جدول رقم 2:2 : مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة

Correlation	REN	DC	DF	DL
REN	1.000000			
DC	1728140.-	1.000000		
DF	0.085807	1779940.	1.000000	
DL	-0.999902	1761073-0.	-0.089698	1.000000

المصدر : من اعداد لطالب باستخدام برنامج eviews10

- من خلال نتائج الجدول اعلاه نلاحظ وجود: ارتباط بإشارة سالبة (علاقة طردية قوية) بين المتغير التابع ren ومتغيرات مستقلة dl، وايضا وجود ارتباط موجب (علاقة طردية ضعيفة) بين ren ومتغيرات مستقلة df حيث بلغت درجة الارتباط 08,5 بالمائة، في حين وجود ارتباط سالب 17.28 (علاقة عكسية) بين المتغير التابع ren والمتغير المستقل dc.
- من خلال نتائج الجدول اعلاه أيضا نلاحظ وجود ارتباط بإشارة موجبة (علاقة طردية قوية) بين المتغير dl والمتغير dc، حيث بلغت درجة الارتباط 17,79 بالمائة، في حين وجود ارتباط سالب 08,96 (علاقة عكسية) بين المتغير dc والمتغير dl.
- من خلال نتائج الجدول اعلاه نلاحظ وجود ارتباط سالب بين المتغير df والمتغير المستقل dl.

المطلب الرابع : تقدير نموذج الدراسة

سنقوم في هذا الجزء بتحديد النموذج الأمثل الذي يمثل العلاقة الموجودة بين مؤشر الربحية و المتغيرات المستقلة المعبرة عن المزيح التمويلي و هذا بالاعتماد على برنامج Eviews10 و نماذج بانل التي تتناسب مع معطيات هذه الدراسة، و قد تم جمع المعطيات المالية من خلال التقارير المالية لثمانية مؤسسات صغيرة ومتوسطة خلال الفترة 2009-2013، و من أجل تحديد متغيرات ذات الدلالة الإحصائية اعتمدنا على اختبار ستودينت و القدرة التفسيرية للنموذج من خلال اختبار فيشر و معامل التحديد المصحح.

عرض خطوات اختيار النموذج الملائم للدراسة

سنحاول من خلال هذا العمل تفسير معلمات النموذج المدروس باستخدام نماذج البيانات الطولية الثلاث (نموذج الانحدار التجميعي، نموذج التأثيرات الثابتة، نموذج التأثيرات العشوائية) اعتمادا على النماذج الطولية السابقة الذكر، بعد ذلك نقوم بإجراء الاختبارات اللازمة لاختيار بين النماذج الثلاثة بالاعتماد على برنامج eviews10 والنتائج ملخصة في الجدول التالي :

جدول رقم 2: 3: نتائج تقدير نماذج بانل باستخدام مؤشر **ren**

المتغيرات	النموذج التجميعي	النموذج العشوائي	النموذج العشوائي
C	-0.262852	-4.643988	-1.909378
Dl	****- 1.000937	****-1.000777	****-1.000630
Dc	2.281565	** -8.830938	*4.587685
Df	0.003236	0.052495	0.039847

المصدر: من اعداد الطالب اعتمادا على برنامج **evIEWS10**

بعد تقدير النماذج الثلاثة تنتقل إلى أساليب اختبار النموذج الملائم ، حيث سنقوم باختبار **rendunant fixed effects tests** والذي يعتمد على اختبار فيشر المقيد للمفاضلة بين النموذج التجميعي ونموذج الأثر الثابت ، بعد ذلك بإجراء اختبار **breusch-pagan** للمفاضلة بين النموذج التجميعي ونموذج الأثر العشوائي ، بعدها نقوم باختبار **Hausman** للتأكد من سلامة النموذج الملائم (الأثر الثابت) مع نموذج الأثر العشوائي .

أولا : اختبار وجود اثار فردية ثابتة

نقصد بذلك المفاضلة بين النموذج التجميعي مع نموذج الاثار الفردية الثابتة ، أي معرفة فيما اذا كانت الربحية تسلك سلوكا موحدا (هناك تجانس) فيما يخص الحد الثابت ام ان لكل مؤسسة سلوكها الخاص في الربحية ، وللقيام بهذه المفاضلة تم استخدام الاختبار الذي يوفره برنامج **evIEWS10** وهو اختبار **redundant fixed effects tests** وتعطى فرضيات هذا الاختبار كالتالي :

H0:نقبل نموذج التجميعي

H1:نقبل نموذج التأثيرات الفردية الثابتة

جدول رقم 4: 2: نتائج اختبار **redundant fixed effects**

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	6.250087	(7,29)	0.0002
Cross-section Chi-square	36.789658	7	00000.

المصدر : من اعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج **evIEWS9**

نلاحظ من خلال جدول رقم 4:2 أن احتمالية الاختبار أقل من 0,05 مما يعني رفض الفرضية الصفرية وقبول فرضية وجود اثار فردية ثابتة ، اي ان النموذج الافضل هو نموذج الأثار الفردية الثابتة مقارنة مع النموذج التجميعي .

ثانيا : اختبار وجود اثار فردية عشوائية

يعتبر اختبار preusch-pagan الاختبار الاول في اسلوب البيانات المقطعية ، ويهدف إلى الاختيار ما بين كل من النموذج التجميعي مع نموذج الأثار الفردية العشوائية من خلل اختبار فرضياته ، فادا كان lm عند مستوى معنوية اقل من 0,05 فإننا نرفض الفرضية الصفرية (h_0 نموذج الانحدار التجميعي) وتقبل الفرضية البديلة (h_1 نموذج التأثيرات الفردية العشوائية)

تعطى فرضيات اختبار lm كالتالي:

H_0 : نقبل النموذج التجميعي

H_1 : نقبل نموذج التأثيرات الفردية العشوائية

جدول رقم 5:2 : نتائج اختبار preusch pagan

Null (no rand. effect)	Cross-section	Period	Both
Alternative	One-sided	One-sided	
Breusch-Pagan	14.51465	0.983220	15.49787
)0001(0)3214(0.	00001(0.

المصدر : من اعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات eviews10

نلاحظ من خلال الجدول 5:2 ان الاحتمالية أقل من 0.05 ، مما يعني رفض الفرضية الصفرية h_0 وقبول الفرضية البديلة h_1 وجود اثار فردية عشوائية ، اي ان النموذج الافضل هو نموذج الأثار العشوائية مقارنة مع النموذج التجميعي .

بعد القيام بمدين الاختبارين (preusch pagan و redundant fixed effects) تبين أن النموذج الذي يحتوي على اثار فردية عشوائية افضل من النموذج التجميعي ، وأن نموذج التأثيرات الفردية الثابتة أفضل من النموذج التجميعي ، وعليه سنقوم بإجراء مفاضلة بين كل من نموذج الأثار الفردية الثابتة والأثار الفردية العشوائية عن طريق اختبار Hausman.

ثالثا : اختبار Hausman للاختيار بين النموذجين (fixed effects model و redundant fixed effects)

يعتبر Hausman واحد من أهم الاختبارات تخصيص الآثار الفردية هل هي ثابتة او عشوائية ؟ فتستند فرضية العدم على عدم وجود ذلك الارتباط وعندها تكون كل من مقدرات التأثيرات الثابتة والعشوائية متنسقة ولكن مقدره التأثيرات العشوائية هي الأكثر كفاءة ، بينما في ظل الفرضية البديلة لوجود الارتباط ، فان مقدره التأثيرات الثابتة هي فقط تكون متنسقة وأكثر كفاءة .

كما تعطي فرضيات Hausman كالتالي:

H0: نقبل نموذج التأثيرات العشوائية

H1: نقبل نموذج التأثيرات الثابتة

جدول رقم 6:2 : نتائج اختبار Hausman

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	3.029983	3	0.3870
* Cross-section test variance is invalid. Hausman statistic set to zero.			

المصدر : من اعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج eviews10

أشارت نتائج الاختبار إلى ان قيمة الاحتمالية أكبر من 0.05 وهو ما يعني قبول الفرضية الصفريه h_0 ورفض الفرضية البديلة h_1 ، أي أن النموذج الاحسن هو نموذج الآثار العشوائية ونرفض نموذج التأثيرات الثابتة ، حيث يتبين أن أسلوب تحليل الآثار الفردية العشوائية هو أكثر معنوية وكفاءة في تقدير بيانات الدراسة على أساليب التحليل الأخرى داخل نموذج البيانات المقطعية .

المبحث الثاني : مناقشة وتفسير نتائج الدراسة واختبار الفرضيات :

حاولنا في هذا الفصل اختبار فرضية وجود تأثير ايجابي لمتغيرات الدراسة على الربحية وذلك من خلال تقدير النموذج باستخدام هذه المؤشرات والمتمثلة (نسبة الديون طويلة الأجل ، نسبة الديون قصير الأجل ، نسبة الديون المالية) وقيمة الربحية كمقياس ، حيث اظهرت الدراسة وجود تأثير لبعض هذه المؤشرات على الربحية للشركات الصغيرة والمتوسطة خلال فترة (2009-2013) وعليه سنقوم من خلال هذا المبحث بتحليل وتفسير هذه النتائج على ضوء النظريات وكذا مقارنتها بالدراسات التطبيقية ، وكذا اختبار صحة الفرضيات والنموذج المقترح للدراسة بناء على الدراسات السابقة التي تم تجميعها وتحليلها وتلخيص نتائجها ثم صياغة فرضيات الدراسة كما يلي :

- الفرضية الأولى: يؤثر تمويل الأصول بالدين سلبي على الربحية، بسبب الالتزامات التي تنشأ عن تلك الديون.

- الفرضية الثانية: زيادة نسبة الديون قصيرة الأجل تؤثر ايجابيا على الربحية، بسبب القدرة على تلبية متطلبات السيولة على المدى القصير.

- الفرضية الثالثة: لجوء المؤسسة إلى الزيادة في الاستدانة يؤثر سلبا على ربحية المؤسسة بسبب محدودية نتائج الرفع المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

المطلب الأول: مناقشة وتحليل نتائج الدراسة :

أظهرت النتائج أن نموذج التأثيرات الفردية العشوائية هو النموذج الملائم لدراسة أثر المزيج التمويلي على الربحية ، ومنه سنحاول من خلال هذا المطلب مناقشة وتحليل هذه النتائج ومعرفة مدى تأثير كل متغير على حدى من خلال العرض التالي .

جدول رقم 7:2 :نتائج تقدير معالم نموذج التأثيرات الفردية العشوائية

Dependent Variable: REN
Method: Panel Least Squares
Date: 05/09/22 Time: 11:16
Sample: 2009 2013
Periods included: 5
Cross-sections included: 8
Total panel (balanced) observations: 40

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DL	-1.000777	0.001691	-591.7173	0.0000
DF	0.052495	0.050754	1.034292	0.3095
DC	8.830938	3.183547	2.773930	0.0096
C	-4.643988	2.125197	-2.185203	0.0371

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.999933	Mean dependent var	-22.84979
Adjusted R-squared	0.999910	S.D. dependent var	144.2929
S.E. of regression	1.367555	Akaike info criterion	3.692343
Sum squared resid	54.23601	Schwarz criterion	4.156785
Log likelihood	-62.84685	Hannan-Quinn criter.	3.860270
F-statistic	43414.62	Durbin-Watson stat	0.876483
Prob(F-statistic)	0.000000		

المصدر : من اعداد الطالب بالاعتماد على بيانات الدراسة وبرنامج eviews10

تشير المعايير الاحصائية الواردة في الجدول 7:2 ان معاملات كل من المتغيرات المستقلة DL و DC لها معنوية احصائية عند مستوى معنوية 05% إلا متغيرة DF فهي ليست معنوية، وكذلك نلاحظ المعنوية الكلية للنموذج مقبولة من خلال احصائية فيشر F-statistique Prob=0.0000 ومعامل التحديد المعدل $R^2=0,999933$ ، مما يعني ان هذا النموذج استطاع تفسير ما نسبته 87.6% من العوامل المؤثرة في الربحية ، وبالتالي يمكن قبول هذا النموذج .

المطلب الثاني : نتائج اختبار الفرضيات

سنقوم باختبار فرضيات الدراسة وهذا اعتمادا على النتائج المتحصل عليها من نموذج التأثيرات الفردية العشوائية باستخدام مؤشرات المزيج التمويلي (نسبة الديون طويلة الأجل إلى مج الأصول ، نسبة الديون قصيرة الأجل إلى مج الديون ، نسبة الديون المالية إلى الأموال الخاصة) والتي قسمت إلى ثلاث فرضيات.

- الفرضية الأولى: يؤثر تمويل الأصول بالدين سلبا على الربحية، بسبب الالتزامات التي تنشأ عن تلك الديون.

كشفت الدراسة عن وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين المتغير المستقل ديون طويلة الأجل إلى مجموع الأصول والمتغير التابع الربحية وهي علاقة عكسية ، حيث كلما ارتفعت هذه النسبة أدى إلى تراجع الربحية . وهذا يعني إثبات صحة الفرضية الأولى في ظل معنوية 5%.

- الفرضية الثانية: زيادة نسبة الديون قصيرة الأجل يؤثر ايجابيا على الربحية، بسبب القدرة على تلبية متطلبات السيولة على المدى القصير وأعباء هذا التمويل.

كشفت الدراسة عن وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين المتغير المستقل ديون قصيرة الأجل إلى مجموع الديون والمتغير التابع الربحية وهي علاقة طردية ، حيث كلما ارتفعت هذه النسبة تؤدي إلى ارتفاع الربحية . وهذا يعني إثبات صحة الفرضية الثانية في ظل معنوية 5%.

- الفرضية الثالثة: لجوء المؤسسة إلى الزيادة في الاستدانة يؤثر سلبا على ربحية المؤسسة بسبب محدودية نتائج الرفع المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

كشفت الدراسة عن عدم وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين المتغير المستقل نسبة الديون المالية إلى الأموال الخاصة ومتغير الربحية.

خلاصة الفصل

حاولنا من خلال هذه الدراسة استخراج أهم متغيرات النقدية المؤثرة على مؤشر الربحية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة خلال

الفترة 2009-2013 .

وقمن بعرض بعض المفاهيم حول نماذج السلاسل الزمنية المقطعية (بانل) ثم معالجة البيانات للبحث عن النموذج الملائم لدراسة

موضوعنا ، ثم تقدير معلمات النموذج المختار ، ثم عرض نتائج الدراسة وتحليلها من أجل توصل للنتائج النهائية ، بحيث تميزت

هذه العلاقة بمعنوية احصائية تسمح لهذه النسبة بتفسير جزئي للربحية ،

خاتمة

تطور فكر المسيرين الماليين بحيث لم يعد اهتمامهم يركز على تدبير والحصول على أموال ضرورية لاستمرار النشاط فقط بل ارتقي إلى الاهتمام بالطرق التي يمكن الحصول على هذه الأموال ومحاولة استغلالها بالطريقة التي تعظم الربحية في الشركات الصغيرة والمتوسطة ، وعليه حاولنا من خلال هذا العمل دراسة العلاقة بين الميزج التمويلي مقاسا ب (نسبة الديون طويلة الأجل إلى مجموع الأصول ونسبة الديون قصيرة الأجل إلى مجموع ديون ونسبة الديون مالية إلى أموال خاصة والربحية .

حيث من خلاله حاولنا الاجابة على الاشكالية التالية : ما مدى تأثير الميزج التمويلي على الربحية للشركات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر (2009-2013)؟

حيث تطلب ذلك الاعتماد على عينة من الشركات الصغيرة والمتوسطة المتواجدة عبر الوطن والناشطة في قطاع البناء والأشغال العمومية خلال الفترة (2009-2013) .

وقد اسفرت هذه الدراسة على مجموعة النتائج المعتبرة وبعض التوصيات التي قد تفيد الباحث والمستثمر ، يمكن ان نلخص اهم تلك النتائج والتوصيات فيما يلي :

نتائج الدراسة :

أظهرت النتائج عن وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين المتغير المستقل ديون طويلة الأجل إلى مجموع الأصول والمتغير التابع الربحية وهي علاقة عكسية ، حيث كلما ارتفعت هذه النسبة أدى إلى تراجع الربحية ، كما كشفت الدراسة عن وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين المتغير المستقل ديون قصيرة الأجل إلى مجموع الديون والمتغير التابع الربحية وهي علاقة طردية ، حيث كلما ارتفعت هذه النسبة تؤدي إلى ارتفاع الربحية ، كذلك كشفت الدراسة عن عدم وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين المتغير المستقل نسبة الديون المالية إلى الأموال الخاصة ومتغير الربحية.

التوصيات :

على ما تقدم في هذا البحث فإننا نوصي بما يلي :

- البحث عن محددات الربحية التي تشير إلى مدى قدرة الشركات الصغيرة والمتوسطة على تحقيق الأرباح .
- يجب على الشركات الصغيرة والمتوسطة البحث في تخفيض تكاليف التمويل التي تتحملها من أجل زيادة الأرباح .
- محاولة التوسع في الميزج التمويلي في دراسات أخرى لعلها تكون مفسرة لقيمة الربحية .

آفاق البحث :

لاحظنا في ختام هذا البحث أن هناك العديد من النقاط تحتاج إلى المزيد من البحث و التحليل والتوسع في الموضوع لأنه من المؤكد هناك عدة نقاط لم نتعرض لها و نتمنى أن تأخذ بعين الاعتبار في الأبحاث اللاحقة و على هذا الأساس يمكن أن نقترح المواضيع الآتية:

- اجراء هذه الدراسة باستعمال أساليب وطرق أخرى وذلك لضبط نتائج الدراسة .
- استخدام نماذج أخرى لقياس أثر المزيج التمويلي على مؤشر الربحية .
- من الضروري عمل دراسات متشابهة مع اضافة متغيرات اخرى ذات صلة.

قائمة

المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية :

1.الكتب:

- جميل احمد توفيق ، أساسيات الادارة المالية ، دار النهضة العربية ، الاسكندرية ، 11 749
 - حمزة محمود الزبيدي ، الادارة المالية المتقدمة ، الطبعة الثانية ، دار الوراق للنشر والتوزيع ، الاردن ، 2008.
 - دريد كامل ،آل شبيب، مبادئ الادارة المالية ، دار المناهج للنشر والتوزيع ، الاردن ، 2009.
 - عدنان تائه النعيمي ،أرشد الفؤاد التميمي ،الادارة المالية المتقدمة ، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع ، الاردن ، 2009
 - فايز يتم ، مبادئ الادارة المالية ، الطبعة الثانية ، دار اثراء للنشر والتوزيع ، عمان 2013.
 - فيصل محمود الشواورة ، مبادئ الادارة المالية ، الطبعة الأولى، دار الميسر للنشر والتوزيع والطباعة ،الاردن 2013
 - مبارك لسلس ، التسيير المالي ، ديوان المطبوعات الجامعية ،الجزائر،2004
 - محمود عزت اللحام وآخرون ، الادارة المالية المعاصرة ، الطبعة الثانية ، دار الاعصار العلمي ، الاردن 2016.
 - محمد قاسم خصاونة ،أساسيات الادارة المالية ، الطبعة الأولى ، دار الفكر عمان ، الاردن ،2011.
 - وائل رفعت خليل ، أساسيات الادارة المالية ،دار التعليم الجامعي ، الاسكندرية ، 2018.
 - منير ابراهيم هندي ، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل ، المعارف للنشر والتوزيع ، د ط ،الاسكندرية 1998.
- 2.الأطروحات والمذكرات:
- السايح عثمان ، قياس تأثير تركيبة راس المال على ربحية الشركات ، مذكرة ماستر جامعة قاصدي مرباح ،2014.
 - بن شنة فاطمة ، ادارة المخاطر الائتمانية ودورها في تقييم ربحية البنوك التجارية ، أطروحة دكتوراه ،جامعة ورقلة 2017.
 - حامد احمد محمود المحادين ، أثر المزيج التمويلي على القيمة السوقية لشركات التأمين الاردنية المدرجة في بورصة عمان ،رسالة ماجستير غير منشورة ، جامعة الشرق الأوسط ،الاردن 2010.
 - شريفة بوقصة فاطمة عماري ، أثر المزيج التمويلي على ربحية المؤسسات الاقتصادية ، مذكرة ماستر ، جامعة قاصدي مرباح ورقلة ،2019 .

- محمد بسام الاغا ، اثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار، مذكرة ماجستير ، غير منشورة، الجامعة الاسلامية غزة ، فلسطين ، 2005.

3.المقالات والمجلات العلمية:

- عادل حاتم ناصح ، علاقة هيكل التمويل بربحية الشركة ، العلوم الاقتصادية ، البصرة ، المجلد 10 ، العدد 37،2014.

- نبيلة سهايلية ، جبار بوكثير ، عناصر الهيكل المالي واثرها على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية ، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات ، ام البواقي ، العدد الخامس ، 2017.

ثانيا: المراجع باللغة الأجنبية:

الملاحق

الملحق رقم 01 : نتائج نموذج الانحدار التجميعي

Dependent Variable: REN
 Method: Panel Least Squares
 Date: 05/09/22 Time: 11:15
 Sample: 2009 2013
 Periods included: 5
 Cross-sections included: 8
 Total panel (balanced) observations: 40

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DL	-1.000937	0.002198	-455.3331	0.0000
DF	0.003236	0.049988	0.064731	0.9487
DC	2.281565	1.400578	1.629017	0.1120
C	-0.262852	1.124126	-0.233828	0.8164
R-squared	0.999832	Mean dependent var		-22.84979
Adjusted R-squared	0.999818	S.D. dependent var		144.2929
S.E. of regression	1.944070	Akaike info criterion		4.262084
Sum squared resid	136.0587	Schwarz criterion		4.430972
Log likelihood	-81.24168	Hannan-Quinn criter.		4.323149
F-statistic	71603.94	Durbin-Watson stat		0.299573
Prob(F-statistic)	0.000000			

الملحق رقم 02 : نتائج نموذج التأثيرات العشوائية

Dependent Variable: REN
 Method: Panel Least Squares
 Date: 05/09/22 Time: 11:16
 Sample: 2009 2013
 Periods included: 5
 Cross-sections included: 8
 Total panel (balanced) observations: 40

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DL	-1.000777	0.001691	-591.7173	0.0000
DF	0.052495	0.050754	1.034292	0.3095
DC	8.830938	3.183547	2.773930	0.0096
C	-4.643988	2.125197	-2.185203	0.0371

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.999933	Mean dependent var	-22.84979
Adjusted R-squared	0.999910	S.D. dependent var	144.2929
S.E. of regression	1.367555	Akaike info criterion	3.692343
Sum squared resid	54.23601	Schwarz criterion	4.156785
Log likelihood	-62.84685	Hannan-Quinn criter.	3.860270
F-statistic	43414.62	Durbin-Watson stat	0.876483
Prob(F-statistic)	0.000000		

الملحق رقم 03 : نتائج نموذج التأثيرات الثابتة

Dependent Variable: REN
 Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
 Date: 05/09/22 Time: 11:17
 Sample: 2009 2013
 Periods included: 5
 Cross-sections included: 8
 Total panel (balanced) observations: 40
 Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
DL	-1.000630	0.001671	-598.9797	0.0000
DF	0.039847	0.048050	0.829281	0.4124
DC	4.587685	1.965714	2.333851	0.0253
C	-1.909378	1.534136	-1.244595	0.2213

Effects Specification		S.D.	Rho
Cross-section random		1.785575	0.6303
Idiosyncratic random		1.367555	0.3697

Weighted Statistics			
R-squared	0.999901	Mean dependent var	-7.404156
Adjusted R-squared	0.999893	S.D. dependent var	132.1898
S.E. of regression	1.368125	Sum squared resid	67.38354
F-statistic	121351.5	Durbin-Watson stat	0.602002
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics			
R-squared	0.999816	Mean dependent var	-22.84979
Sum squared resid	149.6629	Durbin-Watson stat	0.271043

الملحق رقم 04 : اختبار لاغرونج LM

Lagrange multiplier (LM) test for panel data
 Date: 05/09/22 Time: 11:05
 Sample: 2009 2013
 Total panel observations: 40
 Probability in ()

Null (no rand. effect) Alternative	Cross-section One-sided	Period One-sided	Both
Breusch-Pagan	14.51465 (0.0001)	0.983220 (0.3214)	15.49787 (0.0001)
Honda	3.809810 (0.0001)	-0.991575 (0.8393)	1.992793 (0.0231)
King-Wu	3.809810 (0.0001)	-0.991575 (0.8393)	1.506399 (0.0660)
GHM	-- --	-- --	14.51465 (0.0002)

الملحق رقم 05: اختبار Hausman

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	3.029983	3	0.3870

الملحق رقم 06 : يوضح معاملات النموذج المقدر باستخدام نموذج التأثيرات الثابتة

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

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	6.250087	(7,29)	0.0002
Cross-section Chi-square	36.789658	7	0.0000

الملحق رقم 7: مصفوفة الارتباط

Covariance Analysis: Ordinary
Date: 05/09/22 Time: 10:59
Sample: 1 40
Included observations: 40

	REN	DL	DF	DC
Covariance	20299.94			
Correlation	1.000000			
SSCP	811997.7			
t-Statistic	-----			
Probability	-----			
Cases	40			
Observations	40			
Weights	40.00000			
REN	20299.94			
	1.000000			
	811997.7			

	40			
	40			
	40.00000			
DL	-20296.43	20296.88		
	-0.999902	1.000000		
	-811857.3	811875.3		
	-441.2785	-----		
	0.0000	-----		
	40	40		
	40	40		
	40.00000	40.00000		
DF	116.1927	-121.4526	90.32752	
	0.085807	-0.089698	1.000000	
	4647.708	-4858.105	3613.101	
	0.530906	-0.555173	-----	
	0.5986	0.5820	-----	
	40	40	40	
	40	40	40	
	40.00000	40.00000	40.00000	
DC	-8.453468	8.706211	-2.483393	0.117874
	-0.172814	0.177994	-0.761073	1.000000
	-338.1387	348.2484	-99.33570	4.714964
	-1.081568	1.115034	-7.232632	-----
	0.2863	0.2718	0.0000	-----
	40	40	40	40
	40	40	40	40
	40.00000	40.00000	40.00000	40.00000

الملحق رقم 08 : الاحصاءات الوصفية لمغيرات الدراسة

	REN	DL	DF	DC
Mean	-22.84979	24.01859	5.079282	0.630149
Median	0.020762	0.777623	0.876533	0.818771
Maximum	0.465920	913.6223	34.04378	1.000000
Minimum	-912.6223	0.048892	-2.881486	0.050251
Std. Dev.	144.2929	144.2821	9.625155	0.347702
Skewness	-6.084837	6.082653	1.951325	-0.489713
Kurtosis	38.02538	38.00802	5.657246	1.528462
Jarque-Bera Probability	2291.464 0.000000	2289.261 0.000000	37.15273 0.000000	5.207831 0.073983
Sum	-913.9916	960.7437	203.1713	25.20598
Sum Sq. Dev.	811997.7	811875.3	3613.101	4.714964
Observations	40	40	40	40

الملحق 9 : نتائج برنامج Excel الخاصة بمغيرات الدراسة

	تغير الاحصاءات	الاحصاءات	الرتبة	مجموع التكرار	ن تكرر الاحصاء	مجموع التكرار	ن تكرر الاحصاء	مجموع التكرار	ن تكرر الاحصاء	مجموع التكرار	ن تكرر الاحصاء	مجموع التكرار	ن تكرر الاحصاء	مجموع التكرار	ن تكرر الاحصاء
J	2009	649 953.07	2 176 613.92	-0.30	2 564 235.70	2 176 613.92	1.18	2 564 235.70	4 213 198.70	0.62689395	1 648 872.00	-2 338 482.20	-0.800943683		
	2010	721 244.00	1 548 001.02	0.47	3 284 053.41	4 213 198.70	2.19	3 284 053.41	4 213 198.70	0.811830956	784 272.00	2 620 432.20	-0.299320369		
	2011	532 214.25	1 061 623.56	-0.53	3 526 762.20	1 001 623.56	3.52	3 526 762.20	4 154 260.20	0.848950723	627 498.00	-3 132 836.64	-0.190039113		
	2012	557 815.30	399 723.76	-1.40	3 639 551.70	399 723.76	9.11	3 639 551.70	4 130 175.70	0.885497839	470 624.00	-3 710 451.84	-0.126837379		
2013	122 603.72	323 571.05	-0.38	3 640 235.71	323 571.05	11.25	3 640 235.71	4 032 426.71	0.902741692	392 187.00	-3 708 855.60	-0.105743398			
U	2009	682 326.17	4 197 686.97	-0.16	4 938 385.78	4 197 686.97	1.18	4 938 385.78	5 387 744.08	0.916596206	449 338.30	-1 190 057.11	-0.377593895		
	2010	482 236.17	3 398 021.56	-0.20	4 920 813.94	3 398 021.56	1.45	4 920 813.94	5 270 314.84	0.933685005	349 500.90	-1 872 293.28	-0.186669954		
	2011	158 245.50	6 051 369.12	0.03	7 465 844.70	6 051 369.12	1.23	7 465 844.70	7 765 416.90	0.961422264	299 572.20	-1 734 047.78	-0.174774708		
	2012	30 962.26	3 445 515.39	0.00	4 809 953.33	3 445 515.39	1.41	4 809 953.33	5 170 525.53	0.942061557	299 572.20	-1 725 909.94	-0.173664043		
2013	107 853.70	118.18	-912.62	107 973.88	118.18	913.62	107 973.88	107 973.88	1	0.00	-107 853.70	0			
Z	2009	77 738 583.31	5 369 638 263.53	0.01	262 534 770.21	5 369 638 263.53	0.05	262 534 770.21	5 224 483 416.42	0.050250857	4 942 300 000.00	146 174 847.11	34,04372617		
	2010	71 035 486.95	3 755 984 128.73	0.02	636 785 258.48	3 755 984 128.73	0.17	636 785 258.48	3 755 984 128.73	0.169538858	2 876 400 000.00	236 210 334.60	13,31292118		
	2011	2 225 702.54	4 423 649 234.26	0.00	664 280 194.79	4 423 649 234.26	0.15	664 280 194.79	3 805 213 197.66	0.174571085	3 111 915 231.50	618 436 036.60	5,03191122		
	2012	41 408 699.72	5 215 400 806.02	0.01	747 875 710.28	5 215 400 806.02	0.14	747 875 710.28	4 555 556 069.70	0.16416782	3 709 571 255.54	659 844 736.32	5,621885046		
2013	44 498 568.55	5 693 349 766.20	0.01	850 970 099.70	5 693 349 766.20	0.15	850 970 099.70	4 962 759 894.26	0.171471141	4 041 202 257.75	730 589 871.94	5,531423871			
K	2009	2 186 088.30	24 789 994.31	0.09	5 524 462.10	24 789 994.31	0.22	5 524 462.10	19 323 456.10	0.2858941	13 798 994.00	5 466 538.21	2,524265535		
	2010	1 445 800.81	25 369 914.52	0.06	6 359 793.29	25 369 914.52	0.25	6 359 793.29	18 889 265.29	0.336600688	13 528 472.00	6 484 649.04	1,932020056		
	2011	1 217 096.41	24 237 692.80	0.05	6 874 747.26	24 237 692.80	0.28	6 874 747.26	18 131 455.26	0.379475296	11 241 708.00	6 148 237.54	1,828443993		
	2012	950 884.81	29 171 788.48	0.03	7 516 436.13	29 171 788.48	0.26	7 516 436.13	22 072 666.13	0.34053141	14 556 230.00	7 099 322.35	2,050426698		
2013	5 561 170.87	43 030 235.62	0.13	17 218 426.40	43 030 235.62	0.40	17 218 426.40	30 369 942.40	0.566956176	13 151 516.00	12 660 293.22	1,038802669			
N	2009	849 961.15	13 246 102.86	0.06	9 685 693.23	13 246 102.86	0.73	9 685 693.23	12 128 836.13	0.798567408	2 443 142.90	1 116 996.71	2,187241661		
	2010	1 052 337.34	23 019 332.58	0.05	11 181 727.17	23 019 332.58	0.49	11 181 727.17	21 681 949.07	0.515715945	10 500 222.50	1 337 372.50	7,851379629		
	2011	1 408 603.94	20 734 522.06	0.07	13 827 660.45	20 734 522.06	0.67	13 827 660.45	19 238 549.65	0.718747551	5 410 889.20	1 495 972.41	3,616971251		
	2012	1 139 613.23	17 544 784.65	0.06	13 502 747.70	17 544 784.65	0.77	13 502 747.70	16 352 858.90	0.825711748	2 850 111.20	1 191 925.35	2,391182636		
2013	1 363 234.05	17 980 001.02	0.08	14 872 397.39	17 980 001.02	0.83	14 872 397.39	16 331 731.39	0.910644257	1 459 334.00	1 648 269.63	0,885373348			
Y	2009	3 978 480.29	158 844 684.09	0.03	142 563 717.98	158 844 684.09	0.90	142 563 717.98	167 651 049.69	0.850359829	28 081 731.71	-8 706 385.40	-2,381486401		
	2010	2 112 303.26	140 258 293.28	0.02	130 373 657.71	140 258 293.28	0.93	130 373 657.71	146 752 573.62	0.888384152	16 379 915.00	-8 706 385.60	-1,881368074		
	2011	2 820 724.17	140 305 866.71	0.02	136 406 924.77	140 305 866.71	0.97	136 406 924.77	144 079 424.88	0.946748211	14 079 424.88	-3 773 558.17	-2,033226934		
	2012	1 280 327.52	138 172 566.72	0.01	108 552 635.81	138 172 566.72	0.79	108 552 635.81	122 313 462.17	0.887495406	13 760 826.36	15 859 104.55	0,867692516		
2013	858 995.02	139 169 870.93	0.01	111 443 111.67	139 169 870.93	0.80	111 443 111.67	122 451 771.36	0.910097996	11 008 659.69	16 718 099.57	0,658487508			
B1	2009	80 289.15	6 044 804.96	0.01	427 624.55	6 044 804.96	0.07	427 624.55	5 752 855.39	0.072813737	5 445 230.84	171 949.57	31,6676037		
	2010	212 141.19	6 736 546.88	0.03	979 174.85	6 736 546.88	0.15	979 174.85	6 424 405.69	0.152414853	5 445 230.84	312 141.19	17,44476863		
	2011	320 842.36	14 978 743.38	0.02	1 271 134.02	14 978 743.38	0.08	1 271 134.02	14 557 901.02	0.087315748	13 286 767.00	420 842.36	31,57183844		
	2012	290 694.06	15 811 019.64	0.02	1 993 680.85	15 811 019.64	0.13	1 993 680.85	15 187 431.22	0.13106115	13 198 747.37	624 586.42	21,12550753		
2013	356 671.68	16 459 361.45	0.02	2 357 368.34	16 459 361.45	0.16	2 357 368.34	15 782 107.21	0.162350399	13 198 747.37	707 713.36	18,65631532			
E1	2009	8 109 402.77	99 566 960.79	0.08	84 165 785.32	99 566 960.79	0.85	84 165 785.32	86 965 785.32	0.968917566	2 700 000.00	12 201 175.42	0,125275776		
	2010	9 905 272.06	112 831 431.31	0.03	94 631 218.78	112 831 431.31	0.84	94 631 218.78	97 331 218.78	0.972259671	2 700 000.00	15 020 312.31	0,179757776		
	2011	5 515 154.30	166 510 597.44	0.03	125 321 602.61	166 510 597.44	0.75	125 321 602.61	128 021 602.61	0.978908009	2 700 000.00	38 488 994.81	0,070149922		
	2012	1 520 046.81	242 265 633.93	0.01	198 432 658.53	242 265 633.93	0.82	198 432 658.53	201 132 658.53	0.986576024	2 700 000.00	41 132 975.40	0,065640766		
2013	11 928 938.22	310 730 605.63	0.04	256 162 715.76	310 730 605.63	0.82	256 162 715.76	258 862 715.76	0.989569761	2 700 000.00	51 867 889.97	0,052055238			

