

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة أكلي محمد أولحاج-البويرة
كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير
قسم المالية والمحاسبة

محددات الهيكل المالي وأثرها على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية: دراسة حالة عينة
من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه ل.م.د تخصص مالية وبنوك

إشراف الأستاذ الدكتور:

عوينان عبد القادر

إعداد:

بلولو زكرياء

أعضاء لجنة المناقشة

الصفة	المؤسسة الجامعية	الرتبة	الإسم واللقب
رئيساً	جامعة البويرة	أستاذ محاضر "أ"	قاشي يوسف
مشرقاً ومقررراً	جامعة البويرة	أستاذ التعليم العالي	عوينان عبد القادر
عضو	جامعة البويرة	أستاذ محاضر "أ"	قاسيمي آسيا
عضو	جامعة البويرة	أستاذ محاضر "أ"	جوادي على
عضو	جامعة الجزائر 3	أستاذ التعليم العالي	العايب ياسين
عضو	جامعة بومرداس	أستاذ محاضر "أ"	بوشنب موسى
مشرقاً مساعد	جامعة البويرة	أستاذ التعليم العالي	وعيل ميلود

السنة الجامعية: 2021-2022

نوقشت يوم: 2022/07/03

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة أكلي محمد أولحاج-البويرة
كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير
قسم المالية والمحاسبة

محددات الهيكل المالي وأثرها على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية: دراسة حالة عينة
من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه ل.م.د تخصص مالية وبنوك

إشراف الأستاذ الدكتور:

عوينان عبد القادر

إعداد:

بلولو زكرياء

أعضاء لجنة المناقشة

الصفة	المؤسسة الجامعية	الرتبة	الإسم واللقب
رئيساً	جامعة البويرة	أستاذ محاضر "أ"	قاشي يوسف
مشرقاً ومقرراً	جامعة البويرة	أستاذ التعليم العالي	عوينان عبد القادر
عضواً	جامعة البويرة	أستاذ محاضر "أ"	قاسيمي آسيا
عضواً	جامعة البويرة	أستاذ محاضر "أ"	جوادي على
عضواً	جامعة الجزائر 3	أستاذ التعليم العالي	العايب ياسين
عضواً	جامعة بومرداس	أستاذ محاضر "أ"	بوشنب موسى
مشرقاً مساعداً	جامعة البويرة	أستاذ التعليم العالي	وعيل ميلود

إهداء

أهدي هذا العمل المتواضع إلى الوالدين وإلى كل من ساهم من
قريب أو من بعيد في جعل هذا العمل يصل إلى الصورة النهائية التي
هو عليها.

*“It takes 20 years to build a reputation and five minutes
to ruin it. If you think about that, you’ll do things differently”*

Warren Buffett

شكر وعرفان

أشكر الله جل جلاله على أن وفقني لإتمام هذه الأطروحة راجيًا منه أن يبارك في هذا العمل وأن يجعله خير دليل لطلبة العلم.

عن أبي هريرة رضي الله عنه أن النبي صلى الله عليه وسلم قال «لَا يَشْكُرُ اللَّهُ مَنْ لَا يَشْكُرُ النَّاسَ» رواه أحمد وأبو داود والبخاري في الأدب وابن حبان والطيالسي، وهو حديث صحيح صححه الألباني.

أتوجه بجزيل الشكر والعرفان إلى المشرف على هذا العمل السيد أ.د. عوينان عبد القادر (جامعة البويرة) كونه الشخص المرافق لي أثناء إعداد هذه الأطروحة من خلال تقديم التوجيه والارشاد والنصيحة، كما أشكر أيضًا السيد أ.د. وعيل ميلود (جامعة البويرة) على قبوله أن يكون مساعدًا مشرفًا وهو الذي بدوره ساهم بتقديم عدة توصيات عززت من جودة مخرجات هذه الأطروحة. أتوجه بجزيل الشكر والعرفان أيضًا إلى السيد أ.د. مزيان لصفير (City, University of London) على التعليقات والأجوبة الهامة التي ساهمت في إخراج هذا العمل في أفضل صورة.

أتوجه بجزير الشكر والعرفان إلى كافة الأساتذة أعضاء لجنة المناقشة على قبولهم الدعوة وعلى جهودهم المبذولة من أجل تقييم وتصويب هذه الأطروحة. كما أشكر كافة الأساتذة الذين تعرفت عليهم طيلة مشوار البحث العلمي في جامعة الجزائر 3، الذين ساهموا بتقديم عدة نصائح متعلقة بالبحث العلمي ومن بينهم السيد أ. علي بوعشة محمد (خبير محاسبة)، السيد د. خوري نبيل والسيد د. رفاع توفيق.

أتوجه بجزيل الشكر والعرفان إلى كافة إدارات وأساتذة جامعة البويرة وبالأخص العاملين في قسم المالية والمحاسبة. كما أشكر كافة إدارات المديرية العامة للمركز الوطني للسجل التجاري (وزارة التجارة) وإدارات مديرية كبريات المؤسسات (وزارة المالية) بالإضافة إلى المدراء التنفيذيين ومدراء المالية والمحاسبة للمؤسسات الاقتصادية المختلفة، الذين كان لي معهم عدة لقاءات متفرقة، على حسن الاستقبال وعلى تقديم يد العون من خلال توفير البيانات المالية الممكنة لإنجاز الجانب التطبيقي الخاص بهذه الأطروحة.

في الأخير، أشكر كافة الزملاء والأساتذة الذين كان لي معهم مواقف طيبة أثناء فترة البحث العلمي المتعلق بالأطروحة ومن بينهم السيد عماري حسين، السيد بولخليب عمر والسيد د. شرماط طاهر.

بلولو زكرياء، 15 جانفي 2022

ملخص

تمثل الهدف الأساسي لهذه الدراسة في إجراء اختبار لأثر محددات الهيكل المالي على الأداء المالي بالاعتماد على عينة من المؤسسات تتكون من 400 مؤسسة إقتصادية جزائرية موزعة على القطاعين الخاص والعام خلال الفترة الممتدة ما بين (2013-2019). إتمدت هذه الدراسة على عدة متغيرات مستقلة وتابعية، حيث تمثلت المتغيرات المستقلة في حجم المؤسسة، عمر المؤسسة، سيولة المؤسسة، فرص نمو المؤسسة والأصول الملموسة؛ وتمثلت المتغيرات التابعة لهذه الدراسة في هامش الربح الصافي (NPM) والعائد على إجمالي الأصول (ROA).

قمنا من خلال هذه الدراسة بالتأكد من صحة الفرضيات من خلال بناء نموذجين (2) قياسيين لكل من المؤسسات الاقتصادية المتواجدة بالقطاع الخاص والمؤسسات الاقتصادية المتواجدة بالقطاع العام على حدى، وقد توصلت هذه الدراسة بعد تقدير نماذج الدراسة عن طريق طريقة نظام العزوم المعممة (System GMM) إلى أن هناك ثلاثة محددات رئيسية للأداء المالي لكل من المؤسسات الاقتصادية المتواجدة بالقطاعين الخاص والعام ولكن بدرجات تأثير مختلفة. يؤثر كل من حجم المؤسسة، سيولة المؤسسة ونمو المؤسسة بشكل طردي على الأداء المالي المعبر عنه بهامش الربح الصافي والعائد على إجمالي الأصول في حالة المؤسسات التي تعمل بالقطاع الخاص. وهذا تم ملاحظته أيضاً في القطاع العام في حالة الأداء المالي المعبر عنه بالعائد على إجمالي الأصول، على عكس الأداء المالي المعبر عنه بهامش الربح الصافي الذي يتأثر بمتغيرين فقط هما سيولة ونمو المؤسسة.

في الأخير، قدمت هذه الدراسة مجموعة من التوصيات منها أهمية إختبار موضوع الدراسة بإستخدام متغيرات وطرق قياس لم يتم إدراجها في هذه الدراسة ومقارنتها مع هذه الدراسة، حيث يمكن أن يؤدي تغيير طريقة قياس المتغيرات إلى تقديم نتائج غير تلك التي تم التوصل إليها في هذه الدراسة. علاوة على هذا، أهمية اختبار موضوع الدراسة بإستخدام أنواع بيانات مختلفة وطرق تقدير مختلفة ومتنوعة ضمن دراسة واحدة تجمع عينة من المؤسسات الجزائرية.

الكلمات المفتاحية: محددات الهيكل المالي؛ الأداء المالي؛ المؤسسات الإقتصادية؛ حزم البيانات المقطعية الزمنية؛ طريقة نظام العزوم المعممة

Abstract

The main goal of this study was to examine the potential impact of the determinants of financial structure on corporate financial performance, based on a sample of 400 Algerian corporations located in private and public sectors during the period between (2013-2019). This study used a set of several independent and dependent variables, where the independent variables include the size, age, liquidity, growth, and tangible assets (i.e., tangibility), and the dependent variables include net profit margin (NPM) and return on assets (ROA).

Through this study, we confirmed the validity of the hypotheses by constructing two (2) econometric models: (1) For the Algerian corporations within the private sector; (2) For the Algerian corporations within the public sector. After using the system GMM, the findings of our study concluded that there are three key determinants of the financial performance that influence (i.e., with different degrees of impact) the financial performance of the Algerian corporations within the private and public sectors. We found size, liquidity, and growth of corporations directly affects the financial performance expressed by the net profit margin and the return on assets. On the other hand, we observed the same effect between these three determinants and the financial performance in the public sector; but, this time, the net profit margin has only a significant relation with only liquidity and growth.

By the end of this study, we recommend several important recommendations for future studies, such as the importance of conducting more empirical studies on this subject in Algeria using different variables or measuring methods, then comparing the obtained results with the outcomes of this study. Moreover, the importance of conducting new empirical studies using different types of data (e.g., Time-series and Panel data) and various estimation techniques in the same research within Algeria.

Keywords: Determinants of Financial Structure; Corporate Financial Performance; Algerian Corporations; Panel Data; System GMM.

فهرس المحتويات

إهداء

شكر وعرفان

ملخص

I	فهرس المحتويات
IV	فهرس الجداول
VI	فهرس الأشكال
VII	فهرس الملاحق
VIII	قائمة الاختصارات
ب-ك	مقدمة

الفصل الأول: نظرة عامة حول المؤسسة الاقتصادية في الجزائر

02	تمهيد
03	المبحث الأول: المؤسسة الاقتصادية الجزائرية ما بين (1962-1980)
03	المطلب الأول: مرحلة التسيير الذاتي للمؤسسة الاقتصادية (1962-1965)
05	المطلب الثاني: مرحلة المؤسسة الوطنية (1965-1971)
09	المطلب الثالث: مرحلة التسيير الاشتراكي للمؤسسة الاقتصادية (1971-1980)
15	المبحث الثاني: المؤسسة الاقتصادية الجزائرية بعد 1980
15	المطلب الأول: مرحلة إعادة هيكلة المؤسسة الاقتصادية (1980-1988)
23	المطلب الثاني: مرحلة إستقلالية المؤسسة الاقتصادية (1988-1994)
29	المطلب الثالث: خصخصة المؤسسة الاقتصادية العمومية
33	المبحث الثالث: المؤسسات الاقتصادية الصغيرة والمتوسطة في الجزائر
33	المطلب الأول: تعريف ومراحل تطور المؤسسة الصغيرة والمتوسطة في الجزائر
36	المطلب الثاني: دعم وترقية المؤسسة الصغيرة والمتوسطة في الجزائر
40	المطلب الثالث: المشاكل التي تواجهها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر
42	خلاصة

الفصل الثاني: الإطار النظري للهيكل المالي وأهم النظريات المالية المفسرة له

44	تمهيد
45	المبحث الأول: مفهوم الهيكل المالي وأهم محدداته
45	المطلب الأول: مدخل للهيكل المالي
47	المطلب الثاني: المحددات والعوامل المؤثر في الهيكل المالي
55	المبحث الثاني: الرافعة التشغيلية، الرافعة المالية وتكلفة مصادر التمويل
55	المطلب الأول: الرافعة التشغيلية
57	المطلب الثاني: الرافعة المالية

59	المطلب الثالث: تكلفة مصادر التمويل
66	المبحث الثالث: النظريات المفسرة للهيكل المالي
66	المطلب الأول: نظرية موديليان وميلر، نظرية المفاضلة ونظرية الوكالة
81	المطلب الثاني: نظرية الإلتقاط التدريجي لمصادر التمويل ونظرية الإشارة
87	المطلب الثالث: نظرية توقيت السوق ونظرية المساومة
92	خلاصة

الفصل الثالث: الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية

94	تمهيد
95	المبحث الأول: أداء المؤسسة، قياس أداء المؤسسة، ومختلف النظريات العلمية المتعلقة به
95	المطلب الأول: مفهوم أداء المؤسسة
98	المطلب الثاني: أنظمة ونماذج قياس أداء المؤسسة
102	المطلب الثالث: بعض النظريات العلمية المتعلقة بأداء المؤسسة
104	المبحث الثاني: مدخل لأداء المؤسسة المالي والاتجاهات التقليدية والحديثة المتعلقة بطرق قياسه
105	المطلب الأول: أداء المؤسسة المالي
106	المطلب الثاني: تقييم وتحليل أداء المؤسسة المالي
108	المطلب الثالث: الاتجاهات التقليدية والحديثة المتعلقة بقياس وتقييم أداء المؤسسة المالي
119	المبحث الثالث: الأدوات المتقدمة المستخدمة في قياس، تقييم والحكم على أداء المؤسسة المالي
119	المطلب الأول: قياس الأداء المالي وفق منظور خلق القيمة
125	المطلب الثاني: التصنيف الائتماني للمؤسسة كأداة لقياس وتقييم أداء المؤسسة المالي
129	المطلب الثالث: استخدام نماذج التنبؤ بالفشل المالي للحكم على أداء المؤسسة المالي
135	خلاصة

الفصل الرابع: دراسة تطبيقية لأثر محددات الهيكل المالي على الأداء المالي لعينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

137	تمهيد
138	المبحث الأول: منهجية الدراسة
138	المطلب الأول: اختيار نموذج الدراسة
142	المطلب الثاني: تصميم الدراسة
145	المطلب الثالث: مصادر البيانات المالية، البرامج الاحصائية ومتغيرات الدراسة
147	المبحث الثاني: تحليل الانحدار الخطي
147	المطلب الأول: تحليل الانحدار الخطي البسيط والمتعدد
153	المطلب الثاني: حزم البيانات المقطعية الزمنية
158	المطلب الثالث: الاختبارات الخاصة بحزم البيانات المقطعية الزمنية
161	المبحث الثالث: اختبار أثر محددات الهيكل المالي على الأداء المالي لعينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية
161	المطلب الأول: اختبار العلاقة بين المتغيرات في القطاع الخاص
172	المطلب الثاني: اختبار العلاقة بين المتغيرات في القطاع العام
182	المطلب الثالث: مناقشة وتحليل النتائج

187	 خلاصة
189	 خاتمة
193	 فهرس المراجع
207	 الملاحق

فهرس الجداول

04	المؤسسات المسيرة ذاتياً بعد الاستقلال	جدول رقم (01)
06	تراجع عدد عمال القطاع الصناعي المسير ذاتياً ما بين (1969-1973)	جدول رقم (02)
07	عدد العمال في القطاع البنكي، التأمين، الأعمال العقارية، النقل والبناء	جدول رقم (03)
08	حجم الاستثمارات خلال المخطط الثلاثي (1967-1969)	جدول رقم (04)
11	حجم الاستثمار المخطط والمحقق في القطاع الصناعي (1967-1977)	جدول رقم (05)
12	حجم الاستثمار الصناعي في الفروع الصناعية المختلفة (1970-1977)	جدول رقم (06)
17	مؤسسات القطاع العام بعد إعادة الهيكلة العضوية	جدول رقم (07)
18	قائمة لأبرز المؤسسات العمومية قبل وبعد إعادة الهيكلة العضوية	جدول رقم (08)
26	توزيع المؤسسات الاقتصادية العمومية على صناديق المساهمة	جدول رقم (09)
28	الفرق بين صناديق المساهمة والمؤسسات القابضة	جدول رقم (10)
31	المؤسسات الكبرى المخصصة (1995 - 2003)	جدول رقم (11)
32	تقرير الخصخصة (2003-2007)	جدول رقم (12)
34	تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ضمن قانون 18/01 و 02/17	جدول رقم (13)
71	ملخص مقترحات نظرية موديلباني وميلر في ظل وجود وغياب الضرائب	جدول رقم (14)
90	ظهور وتطور النظريات المفسرة للهيكل المالي عبر الزمن	جدول رقم (15)
99	بعض أنظمة ونماذج قياس أداء المؤسسة	جدول رقم (16)
107	أهداف الإدارة المرتبطة بقياس الأداء المالي	جدول رقم (17)
109	نسب السيولة	جدول رقم (18)
110	نسب الربحية	جدول رقم (19)
111	نسب الرفع المالي	جدول رقم (20)
112	نسب النشاط	جدول رقم (21)
113	نسب السوق	جدول رقم (22)
127	الهيكل الأساسي لمصفوفة الانتقال بين التصنيفات الائتمانية	جدول رقم (23)
130	النسب المختارة ضمن دراسة Beaver	جدول رقم (24)
141	أهم أربعة نماذج للبحث العلمي المتعلقة بالأبحاث الإدارية والمالية	جدول رقم (25)
146	متغيرات الدراسة وطريقة قياسها	جدول رقم (26)
161	مصفوفة الارتباط: نموذج هامش الربح الصافي - القطاع الخاص	جدول رقم (27)
161	التوزيع الاحصائي لمتغيرات نموذج هامش الربح الصافي - القطاع الخاص	جدول رقم (28)
162	مصفوفة الارتباط: نموذج العائد على إجمالي الأصول - القطاع الخاص	جدول رقم (29)
162	التوزيع الاحصائي لمتغيرات نموذج العائد على إجمالي الأصول - القطاع الخاص	جدول رقم (30)
163	اختبار استقرارية متغيرات القطاع الخاص	جدول رقم (31)
164	تقدير نماذج حزم البيانات المقطعية الزمنية مع المتغير التابع "هامش الربح الصافي" - القطاع الخاص	جدول رقم (32)

165	جدول رقم (33)	تقدير نماذج حزم البيانات المقطعية الزمنية مع المتغير التابع "العائد على إجمالي الأصول" - القطاع الخاص.....
166	جدول رقم (34)	اختبار هوسمان لنموذج هامش الربح الصافي - القطاع الخاص
166	جدول رقم (35)	اختبار مضاعف لاغرانج (LM test) لنموذج هامش الربح الصافي - القطاع الخاص
166	جدول رقم (36)	اختبار هوسمان لنموذج العائد على إجمالي الأصول - القطاع الخاص
167	جدول رقم (37)	اختبار مضاعف لاغرانج (LM test) لنموذج العائد على إجمالي الأصول - القطاع الخاص
168	جدول رقم (38)	اختبار اختلاف التباين لنموذج هامش الربح الصافي - القطاع الخاص
169	جدول رقم (39)	اختبار اختلاف التباين لنموذج العائد على إجمالي الأصول - القطاع الخاص
170	جدول رقم (40)	تقدير نموذج هامش الربح الصافي بواسطة طريقة نظام العزوم المعممة - القطاع الخاص
171	جدول رقم (41)	تقدير نموذج العائد على إجمالي الأصول بواسطة طريقة نظام العزوم المعممة - القطاع الخاص
172	جدول رقم (42)	مصفوفة الارتباط: نموذج هامش الربح الصافي - القطاع العام
172	جدول رقم (43)	التوزيع الاحصائي لمتغيرات نموذج هامش الربح الصافي - القطاع العام
173	جدول رقم (44)	مصفوفة الارتباط: نموذج العائد على إجمالي الأصول - القطاع العام
173	جدول رقم (45)	التوزيع الاحصائي لمتغيرات نموذج العائد على إجمالي الأصول - القطاع العام
174	جدول رقم (46)	اختبار استقرارية متغيرات القطاع العام
175	جدول رقم (47)	تقدير نماذج حزم البيانات المقطعية الزمنية مع المتغير التابع "هامش الربح الصافي" - القطاع العام
176	جدول رقم (48)	تقدير نماذج حزم البيانات المقطعية الزمنية مع المتغير التابع "العائد على إجمالي الأصول" - القطاع العام
177	جدول رقم (49)	اختبار هوسمان لنموذج هامش الربح الصافي - القطاع العام
177	جدول رقم (50)	اختبار مضاعف لاغرانج (LM test) لنموذج هامش الربح الصافي - القطاع العام
177	جدول رقم (51)	اختبار هوسمان لنموذج العائد على إجمالي الأصول - القطاع العام
178	جدول رقم (52)	اختبار مضاعف لاغرانج (LM test) لنموذج العائد على إجمالي الأصول - القطاع العام
179	جدول رقم (53)	اختبار اختلاف التباين لنموذج هامش الربح الصافي - القطاع العام
180	جدول رقم (54)	اختبار اختلاف التباين لنموذج العائد على إجمالي الأصول - القطاع العام
181	جدول رقم (55)	تقدير نموذج هامش الربح الصافي بواسطة طريقة نظام العزوم المعممة - القطاع العام
182	جدول رقم (56)	تقدير نموذج العائد على إجمالي الأصول بواسطة طريقة نظام العزوم المعممة - القطاع العام

فهرس الأشكال

25	استقلالية المؤسسة الاقتصادية	شكل رقم (01)
33	تطور القيم المضافة للقطاع العام والخاص ما بين (2000-2019).....	شكل رقم (02)
36	تطور عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ما بين (2010-2019)	شكل رقم (03)
45	نموذج مبسط للميزانية يوضح الفرق بين الهيكل المالي وهيكل رأس المال	شكل رقم (04)
46	تخطيط مبسط للهيكل المالي الأمثل	شكل رقم (05)
56	نقطة التعادل	شكل رقم (06)
59	خيارات المؤسسة حيال فائض التدفق النقدي	شكل رقم (07)
65	منحنى التكلفة الوسطية المرجحة لمصادر التمويل	شكل رقم (08)
66	نموذج الكعكة	شكل رقم (09)
68	تكلفة الأموال الخاصة والتكلفة الوسطية المرجحة لمصادر التمويل: الإقتراح I و II في ظل غياب الضرائب.	شكل رقم (10)
69	الإقتراح I في ظل وجود الضرائب	شكل رقم (11)
70	تكلفة الأموال الخاصة والتكلفة الوسطية المرجحة لمصادر التمويل: الإقتراح I و II في ظل وجود الضرائب.	شكل رقم (12)
72	تدفقات المستثمر النقدية بعد احتساب الضريبة على دخل المؤسسة والأفراد	شكل رقم (13)
76	الهيكل المالي الأمثل في ظل وجود تكاليف الإفلاس	شكل رقم (14)
77	مستويات الإستدانة المثلى في ظل وجود الضرائب وتكاليف الإفلاس	شكل رقم (15)
77	تكلفة الأموال الخاصة والتكلفة الوسطية المرجحة لمصادر التمويل وفق نظرية المفاضلة	شكل رقم (16)
80	الهيكل المالي الأمثل في ظل تكاليف الوكالة	شكل رقم (17)
81	الهيكل المالي الأمثل في ظل وجود تكاليف الإفلاس والوكالة	شكل رقم (18)
83	التسلسل الهرمي لمصادر التمويل وفق نظرية الانتقاء التدريجي لمصادر التمويل	شكل رقم (19)
87	أثر الإشارة على أداء وقيمة المؤسسة	شكل رقم (20)
97	مجال أداء المؤسسة	شكل رقم (21)
119	العلاقة بين القيمة الاقتصادية والقيمة السوقية المضافة	شكل رقم (22)
144	مراحل البحث	شكل رقم (23)
145	مصادر البيانات المالية	شكل رقم (24)
167	التوزيع الطبيعي لبواقي نموذج هامش الربح الصافي-القطاع الخاص	شكل رقم (25)
168	التوزيع الطبيعي لبواقي نموذج العائد على إجمالي الأصول-القطاع الخاص	شكل رقم (26)
178	التوزيع الطبيعي لبواقي نموذج هامش الربح الصافي-القطاع العام	شكل رقم (27)
179	التوزيع الطبيعي لبواقي نموذج العائد على إجمالي الأصول-القطاع العام	شكل رقم (28)

فهرس الملاحق

207	 عينة من المراسلات الادارية المتعلقة بجمع البيانات المالية	ملحق رقم (01)
	تقدير محددات الهيكل المالي مع هامش الربح الصافي باستخدام نماذج حزم البيانات المقطعية الزمنية الساكنة	
209	 والمتحركة-القطاع الخاص	ملحق رقم (02)
	تقدير محددات الهيكل المالي مع العائد على إجمالي الأصول باستخدام نماذج حزم البيانات المقطعية الزمنية	
211	 الساكنة والمتحركة-القطاع الخاص	ملحق رقم (03)
	تقدير محددات الهيكل المالي مع هامش الربح الصافي باستخدام نماذج حزم البيانات المقطعية الزمنية الساكنة	
214	 والمتحركة-القطاع العام	ملحق رقم (04)
	تقدير محددات الهيكل المالي مع العائد على إجمالي الأصول باستخدام نماذج حزم البيانات المقطعية الزمنية	
216	 الساكنة والمتحركة-القطاع العام	ملحق رقم (05)

قائمة الاختصارات

ROA	<i>Return On Equity</i>
ROA	<i>Return On Assets</i>
GPM	<i>Gross Profit Margin</i>
NPM	<i>Net Profit Margin</i>
ROC	<i>Return On Capital</i>
WACC	<i>Weighted Average Cost of Capital</i>
EBIT	<i>Earnings Before Interest and Taxes</i>
DFL	<i>Degree of Financial Leverage</i>
EPS	<i>Earnings Per Share</i>
CAPM	<i>Capital Assets Pricing Model</i>
NPV	<i>Net Present Value</i>
IPO	<i>Initial Public Offering</i>
EVA	<i>Economic Value Added</i>
MVA	<i>Market Value Added</i>
CFROI	<i>Cash Flow Return On Investment</i>
RONA	<i>Return On Net Assets</i>
ROS	<i>Return On Sales</i>
NOPAT	<i>Net Operating Profit After Tax</i>
SVA	<i>Shareholder Value Added</i>
EM	<i>Economic Margin</i>
CVA	<i>Cash Value Added</i>
IRR	<i>Internal Rate of Return</i>
VBM	<i>Value Based Managements</i>
FASB	<i>Financial Accounting Standards Board</i>
BCG	<i>Boston Consulting Group</i>
CTM	<i>Credit Transition Matrix</i>
BLUE	<i>Best Linear Unbiased Estimator</i>
POLS	<i>Pooled Ordinary Least Square</i>
FEM	<i>Fixed Effect Model</i>
REM	<i>Rendom Effect Model</i>
GMM	<i>Generalized Method of Moments</i>

مقدمة

مرت المؤسسة الاقتصادية في الجزائر بعد الاستقلال بمجموعة من المراحل كان الهدف الأساسي منها القيام بمجموعة من الإصلاحات البنوية التي من شأنها خلق مؤسسات اقتصادية تتمتع بالكفاءة والفعالية عالية ما يجعلها قادرة على المنافسة في السوق المحلي، الإقليمي والدولي. في البداية، كان إهتمام صناع القرار في الجزائر منصباً نحو المؤسسات الاقتصادية العمومية والقطاع العام بشكل كبير حيث كانت تدار مختلف المؤسسات الاقتصادية بطريقة مباشرة أو غير مباشرة من قبل الدولة الجزائرية التي كانت تسعى من خلال دعم هذا النوع من المؤسسات إلى ملئ الفراغ الذي أقامه المستوطنون الأوروبيون بعد تركهم للمؤسسات والمصانع من دون تشغيل.

إنطلاقاً من سنة 1988، لم تلبث الدولة الجزائرية طويلاً حتى غيرت من سياستها الاقتصادية المتمثلة في دعم المؤسسات الاقتصادية العمومية والقطاع العام على حساب المؤسسات الاقتصادية الخاصة والقطاع الخاص، حيث كانت هناك نية واضحة نحو دعم هذه الأخيرة والانتقال نحو إقتصاد السوق نتيجة للتكلفة المالية العالية التي تكبدتها الدولة جراء دعمها للمؤسسات الاقتصادية العمومية دون الوصول أي نتيجة من شأنها أن ترفع من أداء هذه المؤسسات.

يلزم أي مؤسسة اقتصادية عمومية أو خاصة تمارس أي نشاط إقتصادي أن تقوم بتوفير الموارد المالية اللازمة التي تمنحها القدرة على القيام بمختلف الأنشطة الاستثمارية وتغطية كافة الأعباء التشغيلية. قد تختلف مصادر هذه الموارد المالية من مؤسسة إلى أخرى وبالأخص في الحالة التي تكون فيها المؤسسات تعمل في قطاعين مختلفين، إلا أن مجموع هذه الموارد له إصطلاح مالي واحد يعرف بالهيكل المالي، وهو يمثل الإطار الذي يضم إجمالي مصادر التمويل الممكنة التي تحوزها المؤسسة والمسجلة في الجانب الأيسر من الميزانية-جانب الخصوم.

تحدد بنية أو تركيبة الهيكل المالي بناءً على مجموعة من المحددات التي من خلالها يمكن للمؤسسة الوصول إلى جهات التمويل المختلفة التي توفر لها التمويل اللازم الذي يكتسب صفة الملكية أو الدين أو الإئتين معاً. لقد ناقشت العديد من الأعمال النظرية مفهوم الهيكل المالي وتوقعت أهم محدداته ومن بين هذه الأعمال أبحاث Franco Modigliani و Merton Miller (1958، 1963، 1977) التي فتحت المجال لظهور العديد من النظريات العلمية التي حاولت أيضاً تقديم تفسير لهيكل المؤسسة المالي.

يمكن لمحددات الهيكل المالي أن يكون لها أثر إستراتيجي إذا ما إقترنت بالأهداف الاستراتيجية ذات البعد القصير، المتوسط والطويل التي تسعى المؤسسة إلى تحقيقها ومن ضمنها تحسين مستوى الأداء المالي الذي يعتبر أحد محصلات القرارات المتعلقة بتحسين الأداء الكلي للمؤسسة الاقتصادية. هذا الأخير، تم مناقشته في العديد من الأعمال النظرية التي أفضت إلى ظهور عدة نظريات تتعلق بأداء المؤسسة منها نظرية المساهمين، نظرية أصحاب المصلحة ونظرية المستثمر المزودج.

لقد ناقشت العديد من الأعمال العلمية التجريبية العلاقة المحتملة بين محددات الهيكل المالي والأداء المالي ضمن سياقات إقتصادية مختلفة، محاولتاً تقديم تفسير علمي منطقي لطبيعة العلاقة بين محددات الهيكل المالي والأداء المالي. رغم هذا، لم تحاول أي من الأعمال العلمية السابقة تحري طبيعة العلاقة محددات بين الهيكل المالي والأداء المالي من خلال الجمع بين المؤسسات الاقتصادية غير المدرجة التي تعمل في القطاعين العام والخاص في دراسة واحدة.

بناءً على ما سبق، نصل إلى طرح الإشكالية الرئيسية لهذه الدراسة وفق الشكل التالي:

ما هي محددات الهيكل المالي الرئيسية التي تؤثر على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية في القطاعين العام

والخاص غير المدرجة في سوق رأس المال خلال الفترة ما بين (2013-2019)؟

من خلال هذه الإشكالية يمكننا أن نقوم بطرح الأسئلة الفرعية التالية:

- هل هناك علاقة إحصائية بين محددات الهيكل المالي والأداء المالي؟
- ماهي محددات الهيكل المالي الرئيسية الخاصة بالمؤسسات الاقتصادية الجزائرية؟
- هل هناك إختلاف في محددات الهيكل المالي بالنسبة للمؤسسات التي تعمل في القطاع الخاص والعام؟
- هل هناك إختلاف في طبيعة العلاقة بين محددات الهيكل المالي والأداء المالي لمؤسسات القطاع الخاص والعام؟

فرضيات الدراسة

للإجابة على إشكالية الدراسة والأسئلة الفرعية، يمكننا أن نقوم بإختبار الفرضيات التالية:

- H₁: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين محددات الهيكل المالي وهامش الربح الصافي والعائد على إجمالي الأصول في القطاع الخاص.
- H₂: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين محددات الهيكل المالي وهامش الربح الصافي والعائد على إجمالي الأصول في القطاع الخاص.
- H₃: لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين محددات الهيكل المالي وهامش الربح الصافي والعائد على إجمالي الأصول في القطاع العام.
- H₄: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين محددات الهيكل المالي وهامش الربح الصافي والعائد على إجمالي الأصول في القطاع العام.

دوافع الدراسة

هناك دراسات عديدة قامت بدراسة موضوع الهيكل المالي والأداء المالي بشكل منفصل عن بعضهما البعض وهذا يمكن ملاحظته من خلال تصفح الأدبيات العلمية السابقة، لكن هذا لا يسمح بالقول أنه لا توجد أي دراسات ناقشت موضوع الهيكل المالي أو محددات الهيكل المال والأداء المالي معًا. بالفعل هناك بعض الدراسات داخل وخارج الوطن التي درست أثر الهيكل المالي أو محددات الهيكل المالي على الأداء المالي ضمن سياقات إقتصادية مختلفة وباستخدام عينات ذات أحجام متفاوتة ولكل من هذه الدراسات نقاط القوة ونقاط الضعف وهذا ما أشرنا اليه من خلال إجراء نقد للدراسات السابقة.

بعد التصفح الدقيق للدراسات السابقة، يمكننا القول أن هناك عدة دوافع تحفز الباحث لإجراء هذه الدراسة المتمثلة في إختبار أثر محددات الهيكل المالي على الأداء المالي: (1) لا توجد أي دراسة سابقة داخل أو خارج الجزائر-على حد علم الباحث- قامت بإختبار أثر محددات الهيكل المالي على الأداء المالي لعينتين مختلفتين من المؤسسات غير المدرجة في سوق رأس المال تعمل في القطاع الخاص والقطاع العام؛ (2) هناك دراسات قليلة جداً قامت بدراسة أثر محددات الهيكل المالي على الأداء المالي بإستخدام حجم عينة كبير وهذا ما تسعى إلى القيام به هذه الدراسة؛ (3) ترتبط دراسة هذا الموضوع بمجال تخصص الباحث كما أنه موضوع قابل للتطبيق في الجزائر بخلاف المواضيع المالية الأخرى المتعلقة بالمؤسسة التي يصعب إن لم نقل غير ممكن الوصول إلى البيانات اللازمة للقيام بها؛ (4) يشكل إستخدام طرق تقدير جديدة لم تستخدم بشكل كبير أثناء دراسة هذا الموضوع من قبل الدراسات السابقة- بالأخص في الجزائر- أحد الدوافع المهمة لهذه الدراسة.

أهمية الدراسة

تبرز الأهمية العلمية لهذه الدراسة في كونها تناقش موضوعا ماليًا وإستراتيجيًا هامًا يخص المؤسسة الاقتصادية بشكل عام والمؤسسة الاقتصادية الجزائرية بشكل خاص، المتمثل في تحديد أثر محددات الهيكل المالي على الأداء المالي. لقد تناولت هذه الدراسة هذا الموضوع وفق منهجية علمية أكاديمية معتمدة تميزها عن الدراسات السابقة التي أجريت داخل الجزائر، التي لم تعر

الاهتمام الكبير لمنهجية الدراسة وإكتفت أكثر بإختبار أساليب تقدير العلاقة بين المتغيرات. تشرح هذه الدراسة وبشكل مفصل كافة الجوانب المنهجية المتعلقة بإعداد دراسة ذات قيمة مضافة يمكن استخدامها كمرجع موثوق.

من جهة أخرى، تبرز أهمية هذه الدراسة من خلال إستخدامها لطرق التقدير والبرامج الإحصائية المتقدمة والحديثة من أجل الوصول إلى تقديم تفسير أفضل وجاد لأثر محددات الهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية، وهذا بإستخدام عينة كبيرة من المؤسسات الاقتصادية الكبيرة الحجم (400 مؤسسة إقتصادية ذات أسهم) تعمل في القطاعين الخاص والعام والموزعة عبر عدة ولايات داخل الوطن.

أهداف الدراسة

- يسعى الباحث من خلال هذه العمل العلمي إلى إثارة موضوع مالي مهم يخص المؤسسة الإقتصادية وقد حدد الباحث مجموعة من الأهداف الخاصة بهذه الدراسة كالآتي:
- استخدام طرق تقدير قياسية حديثة عكس الدراسات السابقة الوطنية التي قامت بتقدير العلاقة بين المتغيرات بإستخدام طريقة تقدير واحدة تتمثل في التقدير عن طريق نماذج حزم البيانات المقطعية الزمنية الساكنة؛
 - اختبار أثر محددات الهيكل المالي على الأداء المالي لعينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية غير المدرجة في سوق رأس المال المتواجدة بالقطاعين الخاص والعام؛
 - تقديم معلومات مالية تخص الجانب المالي للمؤسسة من شأنها أن تفيد المدراء الماليين لمختلف المؤسسات الاقتصادية الجزائرية في القطاعين الخاص والعام؛
 - تقديم دراسة حديثة من شأنها مساعدة المستثمرين الخارجيين على إتخاذ القرارات المتعلقة بالاستثمار في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، بالإضافة إلى مساعدة أصحاب المصلحة الآخرين (الزبائن، الموردون، البنوك، .. الخ) على اتخاذ القرارات الاستراتيجية تجاه هذه المؤسسات.

منهج الدراسة

إعتمد الباحث من خلال هذه الدراسة، الخاصة بمحددات الهيكل المالي وأثرها على الأداء المالي، على المنهج الوصفي ضمن الفصول النظرية المتعلقة بهذه الدراسة التي من خلالها قام الباحث بعرض لمختلف النظريات وكذلك الجوانب النظرية المتعلقة بالموضوع، والمنهج التجريبي أو السببي خلال الفصل التطبيقي لهذه الدراسة حيث تم اختبار الفرضيات والإجابة على الإشكالية الرئيسية للدراسة.

حدود ومعوقات الدراسة

لقد تمت دراسة موضوع أثر محددات الهيكل المالي على الأداء المالي بإستخدام عينة إجمالية تتكون من 400 مؤسسة إقتصادية جزائرية كبيرة الحجم (عدد العمال، رأس المال ورقم الأعمال السنوي) ذات الشكل القانوني "مؤسسة ذات أسهم". تضم العينة الإجمالية مجموعة من المؤسسات الموزعة عبر عدة ولايات داخل الوطن، ولأهداف علمية متصلة بموضوع الدراسة قمنا بتقسيمها إلى قسمين: (1) عينة من المؤسسات الاقتصادية المتواجدة بالقطاع الخاص (269 مؤسسة)؛ و(2) عينة من المؤسسات الاقتصادية المتواجدة بالقطاع العام (131 مؤسسة).

لقد واجه الباحث أثناء قيامه بهذه الدراسة العديد من المعوقات التي تم التكيف معها حسب قدرة وإستطاعة الباحث قصد تقديم هذه الدراسة في أفضل صورة، خصوصاً وأن أي دراسة ذات حجم عينة كبير تتطلب جهد كبير ومصاريف مالية معتبرة تسمح بتحقيق جميع الأهداف التي وضعها الباحث في خطة العمل الخاصة به.

تعتبر عملية جمع وترتيب البيانات المالية المتعلقة بموضوع الدراسة أحد أطول وأصعب المراحل التي مرت بها هذه الدراسة، حيث إستغرقت هذه المرحلة قرابة ثمانية (08) أشهر ويمكن تقسيمها إلى مرحلتين: (1) الوصول إلى البيانات المالية اللازمة عن طريق إجراء زيارات متكررة إلى المؤسسات الاقتصادية المتمثلة في المؤسسات ذات الأسهم (SPA) الكبيرة التابعة للقطاع الخاص والعام. (2) الوصول إلى البيانات المالية اللازمة عن طريق إجراء زيارات متكررة إلى الجهات الرسمية التابعة للدولة الجزائرية، المتمثلة في المديرية العامة للمركز الوطني للسجل التجاري (CNRC) التابعة لوزارة التجارة ومديرية كبريات المؤسسات (DGE) التابعة لوزارة المالية. تتطلب مرحلة جمع البيانات قدر كبير من الجهد والوقت، بالإضافة إلى توفر مستوى معين من السيولة التي تسمح للباحث بالتنقل بين مختلف الجهات التي يمكنها تقديم البيانات اللازمة المتعلقة بالدراسة.

لم تكمل جميع الزيارات الميدانية للباحث إلى الجهات السابقة الذكر بالنجاح، خاصة الزيارات المتعلقة بالمؤسسات الاقتصادية، وهذا شكل صعوبة أخرى في بداية مرحلة جمع البيانات المالية مما تطلب إستخدام طرق أخرى للوصول إلى المعلومات المالية اللازمة لإتمام الدراسة.

الدراسات السابقة

يمكن من خلال دراسة الأعمال العلمية السابقة المتعلقة بموضوع الدراسة تحديد الفجوة العلمية الخاصة بهذه الدراسة ومن ثم إيجاد حل لمشكلة أو إشكالية الدراسة. لقد قمنا من خلال هذه الدراسة بتقديم مجموعة من الدراسات السابقة الأجنبية والوطنية التي تناولت الموضوع بشكل جزئي أو كلي، ومن ثم قمنا بإجراء دراسة نقدية لها (Critical Literature Review) من أجل توضيح الإضافة العلمية التي ستقدمها هذه الدراسة.

الدراسات السابقة الأجنبية

دراسة **Abdulahdi H. Ramadan (2009):** أطروحة دكتوراه فلسفة تحت عنوان "Determinants of Capital Structure and The Firm's Financial Performace: An Application on The UK Capital Market" جامعة سوري "University of Surrey" المملكة المتحدة¹.

تعتبر هذه الدراسة أحد المراجع الممتازة التي تناولت موضوع محددات الهيكل المالي والأداء المالي، حيث قام الباحث بإستخدام أسس علمية منهجية من أجل إيجاد جواب لإشكالية الدراسة (الفجوة العلمية) الرئيسية المتمثلة في تحديد أثر محددات الهيكل المالي على الأداء المالي لعينة من المؤسسات المدرجة في سوق رأس المال بالمملكة المتحدة.

شملت هذه الدراسة 425 مؤسسة غير مالية مدرجة في مؤشر FTSE 250 و FTSE 100 التي تضم كبريات المؤسسات العاملة في عدة قطاعات إقتصادية مختلفة ما بين (1992-2006). لقد تم اختيار هذا العدد الكبير من المؤسسات - حسب رأي الباحث - من أجل إجراء إختبارات قياسية متقدمة تسمح بإعطاء نتائج ذات مصداقية عالية.

قسم الباحث هذه الدراسة إلى أربعة (04) مراحل: أولاً، تحديد محددات الهيكل المالي الأفضل عن طريق إختبار العلاقة بين محددات الهيكل المالي (الربحية، فرص النمو، هيكل الأصول، الحجم، الوفرة الضريبي غير المرتبط بالدين والمخاطر) والرافعة المالية (نسبة ديون المؤسسة) بحيث يسمح هذا الإختبار بتحديد أفضل المتغيرات التي سيتم إختبارها لاحقاً مع الأداء المالي؛ ثانياً، إختبار العلاقة بين الرافعة المالية وأداء المؤسسة المالي قصد تحري العلاقة المباشرة بين ديون المؤسسة والأداء المالي؛ ثالثاً، إختبار العلاقة

¹ Abdulhadi H. Ramadan, **Determinants of Capital Structure and the Firm's Financial Performace: An Application on the UK Capital Market**, Doctor of Philosophy, School of Managemet, University of Surrey, Guildford, United Kingdom, 2009.

المباشرة بين محددات الهيكل المالي المتحصل عليها من خلال المرحلة الأولى مع الأداء المالي؛ و رابعاً، اختبار امكانية وجود دور مراقب "وسيط" للرافعة المالية ضمن العلاقة التي تم اختبارها سابقاً-المرحلة الثالثة.

إعتمدت هذه الدراسة، فيما يخص مرحلة معالجة البيانات، على الإختبارات الإحصائية الكمية الخاصة بحزم البيانات المقطعية الزمنية (*Panel Data*) كون أن طبيعة البيانات التي تم تجميعها تفرض هذا التوجه. تسمح تقنيات حزم البيانات المقطعية الزمنية من تقليل احتمالية تحيز النموذج أو الحصول على متغيرات متحيزة، وقد تم استخدام هذا النوع من التقنيات الإحصائية لإختبار جميع العلاقات التي تم الإشارة إليها سابقاً.

لقد تم تصنيف نتائج هذه الدراسة إلى أربعة (04) مجموعات: أولاً، تعتبر المتغيرات المتمثلة في هيكل الأصول، فرض النمو، الربحية، حجم المؤسسة، السيولة، والقطاع أهم المحددات المحددة للهيكل المالي (الرافعة المالية) الخاص بالمؤسسات المدرجة في مؤشر FTSE 250 و FTSE 100. هناك علاقة موجبة ومعنوية بين هيكل الأصول، حجم المؤسسة، القطاع والرافعة المالية، وهناك علاقة سالبة ومعنوية بين فرص النمو، الربحية، السيولة والرافعة المالية. علاوة على هذا، هناك تضارب في النتائج فيما يخص العلاقة بين الوفر الضريبي غير المرتبط بالدين، المخاطر والرافعة المالية؛ ثانياً، توصلت الدراسة إلى وجود علاقة سالبة ومعنوية بين الرافعة المالية والأداء المالي؛ ثالثاً، أكدت نتائج اختبار العلاقة المباشرة بين محددات الهيكل المالي والأداء المالي (المرحلة الثالثة) على وجود علاقة موجبة ومعنوية بين هيكل الأصول، فرص النمو، المخاطر، السيولة والأداء المالي للمؤسسة. في المقابل، هناك علاقة سالبة ومعنوية بين الوفر الضريبي غير المرتبط بالدين والأداء المالي للمؤسسة؛ رابعاً، أثبتت نتائج الدراسة على وجود دور مراقب للرافعة المالية ضمن العلاقة التي تجمع بين محددات الهيكل المالي مع الأداء المالي للمؤسسة.

دراسة Hasan A. Al-tally (2014): أطروحة دكتوراه إدارة الأعمال تحت عنوان " An Investigation of The Effect of Fiancial Leverage on Firm Financial Performance in Saudi Arabia's Public Listed Companies" جامعة فيكتوريا " Victoria University " أستراليا¹.

هدفت دراسة هذا الباحث إلى تحرى العلاقة المباشرة بين الهيكل المالي - المعبر عنه بالرافعة المالية - والأداء المالي للمؤسسة من خلال إجراء عدة إختبارات قياسية على عينة من كبريات المؤسسات المدرجة في سوق رأس المال بالمملكة العربية السعودية. شملت هذه الدراسة عينة تتكون من 57 مؤسسة خلال الفترة ما بين (2002-2010)، وهي تتميز في كونها تناقش هذا الموضوع في ظل نظام مالي لا يعتمد على أسعار الفائدة وفي ظل أحداث الأزمة المالية العالمية (2007-2008) والأزمة السعودية (2006). وقد إستخدمت الدراسة الإختبارات الإحصائية الكمية الخاصة بحزم البيانات المقطعية الزمنية (*Panel Data*) من أجل الوصول إلى إيجاد جواب لإشكالية الدراسة.

تضمنت هذه الدراسة ثلاثة (03) أنواع من المتغيرات: (1) المتغيرات المستقلة المتمثلة في الرافعة المالية والزكاة؛ (2) المتغيرات التابعة المتمثلة في العائد على حقوق الملكية (ROE)، العائد على إجمالي الأصول (ROA)، هامش الربح الإجمالي (GPM) وهامش الربح الصافي (NPM)؛ (3) المتغيرات المراقبة المتمثلة العمر (Age) وحجم المؤسسة.

لقد أظهرت هذه الدراسة عدة نتائج فيما يخص العلاقة بين الهيكل المالي (الرافعة المالية) والأداء المالي. بشكل عام، أثبتت نتائج الدراسة أن هناك علاقة بين الهيكل المالي والأداء المالي للمؤسسة حيث يتوجه مستوى أداء المؤسسات (57 مؤسسة) نحو الإرتفاع كلما إنخفض مقدار الرافعة المالية لديها. إضافة إلى هذا، يصل مقدار الرافعة المالية إلى أدنى مستوى عند بلوغ مستوى العائد على حقوق الملكية (ROE)، العائد على إجمالي الأصول (ROA)، هامش الربح الإجمالي (GPM) وهامش الربح

¹ Hasan A. Al-tally, *An Investigation of The Effect of Fiancial Leverage on Firm Financial Performance in Saudi Arabia's Public Listed Companies*, Doctor of Business Administration, Victoria Graduate School of Business, Victoria University, Melbourne, Australia, 2014.

الصافي (NPM) إلى أعلى مستوى. من جهة أخرى، تشير النتائج أيضًا إلى وجود علاقة بين مقدار الزكاة والرافعة المالية حيث يرتفع مقدار الزكاة كلما ارتفع مقدار الرافعة المالية.

بالنسبة للعلاقة بين الزكاة والأداء المالي، وفي ظل وجود الحجم والعمر كمتغيرات مراقبة، تم ملاحظة أن أداء هذه المؤسسات يرتفع كلما ارتفع مقدار الزكاة المقطوع من الدخل ما بين (2001-2010) باستثناء سنة 2008 وهذا بسبب الآثار الناجمة عن الأزمة المالية (2007-2008). من جهة أخرى، لقد تم ملاحظة وجود علاقة قوية - استنادًا على قيم المعامل β - بين الزكاة والأداء المالي مقارنة مع الرافعة المالية والأداء المالي.

دراسة **Diara M. Jadi (2015)**: أطروحة دكتوراه فلسفة تحت عنوان "An Empirical Analysis of Determinants of Financial Performance of Insurance Companies in the United Kingdom" جامعة برادفورد "University of Bradford" المملكة المتحدة¹.

حاولت هذه الدراسة التركيز على معرفة المحددات التي تؤثر على الأداء المالي للمؤسسات التأمين، حيث تم إختيار مجموعة من المتغيرات وهي: المتغيرات المستقلة (الرافعة المالية، الربحية، السيولة، الحجم، إعادة التأمين، فرص النمو)؛ المتغيرات الصورية "Dummy Variables" (طبيعة التأمين والشكل التنظيمي)؛ والمتغير التابع المتمثل في الأداء المالي الذي تم قياسه بواسطة مصفوف الانتقال بين التصنيفات الائتمانية.

تضمنت هذه الدراسة عينة تتكون من 57 مؤسسة تأمين في المملكة المتحدة خلال الفترة ما بين (2006-2010) وقد أفرزت نتائجها على وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الربحية، السيولة، الحجم، الشكل التنظيمي والأداء المالي. بعبارة أخرى، تسجل مؤسسات التأمين في المملكة المتحدة مستويات أداء مالي عالية - تصنيف إئتماني عالي - كلما توفرت على سيولة عالية، حجم أكبر، ربحية عالية، وشكل تنظيمي جيد.

قدمت هذه الدراسة توصية هامة وهي ضرورة إيجاد بديل لقياس حجم مؤسسات التأمين، كما سلطت الضوء على آثار الأزمة المالية العالمية (2007-2008) على قطاع التأمين.

دراسة **Mansour S. Albarrak (2015)**: أطروحة دكتوراه فلسفة تحت عنوان "Determinants of Capital Structure: the case of MENA countries" جامعة بليموث "University of Plymouth" المملكة المتحدة².

تعتبر هذه الدراسة أحد الدراسات الهامة التي درست موضوع محددات الهيكل المالي بشكل واسع، حيث شملت مجموعة كبير من المؤسسات المالية وغير المالية المدرجة في أسواق رأس المال دول الشرق الأوسط وشمال أفريقيا. لقد قسم الباحث دراسته إلى قسمين: (1) القسم الأول من الدراسة موجه لدراسة محددات الهيكل المالي لعينة من المؤسسات غير المالية؛ (2) والقسم الثاني من الدراسة موجه لدراسة محددات الهيكل المالي لعينة من المؤسسات المالية، التي بدورها تضم مجموعة من البنوك الإسلامية و البنوك التقليدية. هذا القسم من الدراسة يعد أحد المساهمات التجريبية القليلة التي لم يتم إختبارها في الأبحاث الأخرى السابقة.

شملت هذه الدراسة الدول التالية: المملكة العربية السعودية، الإمارات العربية المتحدة، البحرين، قطر، الكويت، عمان، مصر، المغرب، تونس، فلسطين والأردن للفترة ما بين (2006-2016). وقد تم الوصول إلى البيانات المالية للمؤسسات المدرجة في الدول السابقة الذكر من خلال ثلاث مصادر أساسية: (1) بالنسبة للمؤسسات غير المالية، تم الإستعانة بقاعدة البيانات

¹ Diara M. Jadi, **An Empirical Analysis of Determinants of Financial Performance of Insurance Companies in the United Kingdom**, Doctor of Philosophy, Faculty of Management and Law, University of Bradford, Bradford, United Kingdom, 2015.

² Mansour S. Albarrak, **Determinants of Capital Structure: the case of MENA countries**, Doctor of Philosophy, School of Management, University of Plymouth, Plymouth, United Kingdom, 2015.

Bloomberg؛ (2) بالنسبة للمؤسسات المالية، تم الإستعانة بقاعدة البيانات Bankscope؛ (3) تم الرجوع إلى تقارير المالية للمؤسسات التي لم يتم الوصول إلى بياناتها المالية من خلال قواعد البيانات السابقة الذكر.

إعتمدت هذه الدراسة، فيما يخص مرحلة معالجة البيانات، على مجموعة من الأساليب الإحصائية وذلك بإستخدام حزم البيانات المقطعية الزمنية (Panel Data)، معادلات البناء الهيكلية (SEM)، إنحدار الشبكات العصبية المعممة (GRNN) وغيرها من النماذج الديناميكية (Tobit and Dynamical model).

لقد توصلت هذه الدراسة إلى مجموعة من النتائج: أولاً، جميع الأساليب الإحصائية المذكورة أعلاه قادت الباحث إلى الوصول إلى نفس النتائج عبر كل البلدان مع بعض الاختلافات البسيطة؛ ثانياً، هناك إختلاف في محددات الهيكل المالي بين دول الشرق الأوسط وشمال أفريقيا. على سبيل المثال، تتبع العلاقة بين الربحية والرافعة المالية نظرية الفاضلة في بعض البلدان ونظرية الالتقاط التدرجي لمصادر التمويل في البلدان الأخرى؛ ثالثاً، بالنسبة للمؤسسات المالية، تتبع البنوك بشكل عام نفس محددات الهيكل المالي التي لدى المؤسسات غير المالية. في المقابل، تختلف محددات الهيكل المالي للبنوك الإسلامية عن محددات الهيكل المالي للبنوك التقليدية؛ رابعاً، تظهر النتائج أنه كلما كان حجم البنوك الإسلامية أكبر إستخدمت ديوناً أقل وهذا عكس البنوك التقليدية. علاوة على هذا، هناك علاقة سالبة بين عمر البنك (الإسلامي والتقليدي) والرافعة المالية. تشير النتائج أيضاً إلى إختلاف في أثر التصنيف الائتماني على الرافعة المالية بين البنوك الإسلامية (علاقة سالبة) والبنوك التقليدية (علاقة موجبة).

دراسة Feria Marimuthu (2019): أطروحة دكتوراه فلسفة تحت عنوان " Capital Structure and Financial Performance of South Africa State-Owned Entities " جامعة كوازولو ناتال " University of Kwazulu-Natal " جنوب أفريقيا¹.

إستلهمت هذه الدراسة سياقها العام من الفرضية التي تشير إلى أن المؤسسات العمومية في حالة النمو الإقتصادي الضعيف تسعى إلى الوصول إلى المزيد من الديون وهذا يؤدي إلى إرتفاع مستوى الرافعة المالية، الذي يؤدي بدوره إلى تحقيق أداء مالي ضعيف. هذه الحقيقة كانت الدافع، بالنسبة للباحث، من أجل البحث عن إحصائية وجود علاقة بين الهيكل المالي والأداء المالي لعينة من المؤسسات العمومية مع الأخذ بعين الاعتبار الفرضيات التي تضعها نظريات الهيكل المالي التقليدية. شملت هذه الدراسة عينة تتكون من 33 مؤسسة تجارية عمومية ما بين (1995-2017) أي 726 مشاهدة (عدد المؤسسات × عدد السنوات). وقد تم الوصول إلى البيانات المالية المتعلقة بهذه المؤسسات من خلال مكتبة McGregor BFA، قاعدة بيانات Bloomberg وبنك جنوب أفريقيا.

إعتمدت هذه الدراسة، فيما يخص مرحلة معالجة البيانات، على الإختبارات الإحصائية الكمية الخاصة بحزم البيانات المقطعية الزمنية (Panel Data). وقد كشفت نتائجها عن وجود أدلة قوية على أن المؤسسات العمومية الجنوب أفريقية تتبع نظرية المفاضلة (Trade-off Theory) في تحديدها للهيكل المالي المستهدف، حيث بلغت سرعة تعديل الهيكل المالي نحو الهيكل المالي المستهدف 21.5% سنوياً وهي حسب نظر الباحث نسبة أبطى بالنسبة للإقتصادات النامية. وفي نفس السياق، كشفت نتائج الدراسة أيضاً على أن المؤسسات التجارية العمومية تستغرق مايقرب الخمسة (05) سنوات لإغلاق ثلثي (3/2) الفجوة بين الهيكل المالي الفعلي والهيكل المالي المستهدف.

أظهرت نتائج هذه الدراسة، بالنسبة للعلاقة بين الهيكل المالي والأداء المالي، وجود علاقة عكسية بين الرافعة المالية والأداء المالي وهذا يتوافق مع نتائج الدراسات السابقة التي كشفت على أن الرافعة المالية العالية (الإستدانة العالية) تؤدي إلى الأداء المالي

¹ Feria Marimuthu, **Capital Structure and Financial Performance of South Africa State-Owned Entities**, Doctor of Philosophy, School of Law and Management Studies, University of Kwazulu-Natal, Durban, South Africa, 2019.

الضعيف للعديد من المؤسسات العمومية، بالتالي يتوجب على الحكومة مراجعة سياسات الدعم المالية المقدمة لهذه المؤسسات وتنفيذ سياسات أكثر صرامة.

لقد قام الباحث من خلال هذه الدراسة بإختبار العلاقة بين مرتبات المدراء التنفيذيين والأداء المالي للمؤسسات العمومية التجارية، وقد توصل إلى وجود علاقة عكسية بين مرتبات المدراء وأداء المؤسسات العمومية وهذا يشكل مصدر قلق بالنسبة للباحث، حيث أن الإختلال بين المرتبات والأداء المالي يقوض المبادئ الأساسية لنظرية الوكالة (Agency Theory).
الدراسات السابقة الوطنية

دراسة حمادة أمينة (2018): أطروحة دكتوراه علوم تحت عنوان "أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي للمؤسسة: دراسة تطبيقية على المؤسسات الاقتصادية الجزائرية للفترة (2010-2016)" جامعة الجزائر 3، الجزائر¹.

لقد تناولت هذه الدراسة موضوع الهيكل المالي والأداء المالي من خلال إختبار عينة تتكون من 105 مؤسسة صناعية للفترة ما بين (2010-2016) أي 735 مشاهدة. تم إختيار هذه العينة من إجمالي 190 مؤسسة صناعية تم الوصول إلى بياناتها المالية وهي موزعة على عدة فروع صناعية مختلفة.

إستخدمت هذه الدراسة نماذج حزم البيانات المقطعية الزمنية (Panel Data) من أجل معرفة طبيعة العلاقة بين المتغيرات المستقلة (الرافعة المالية، نشاط المؤسسة، السيولة، هيكل الأصول، حجم المؤسسة وفرص النمو) والمتغيرات التابعة المتمثلة في العائد على حقوق الملكية (ROE) والعائد على إجمالي الأصول (ROA).

أفرت نتائج هذه الدراسة عن مجموعة من النتائج: وجود أثر سالب ومعنوي بين الديون الطويلة الأجل وكل من معدل العائد على حقوق الملكية ومعدل العائد على إجمالي الأصول، بالإضافة إلى وجود أثر موجب ومعنوي بين الديون القصيرة الأجل ومعدل العائد على حقوق الملكية والعكس بالنسبة إلى العائد على إجمالي الأصول؛ وجود أثر موجب ومعنوي للسيولة، الحجم، نشاط المؤسسة وفرص النمو على الأداء المالي. في المقابل، وجود أثر سالب ومعنوي لهيكل الأصول على الأداء المالي.

دراسة مرسلي نزيهة (2018): أطروحة دكتوراه علوم تحت عنوان "أثر الهيكل المالي على الأداء المالي في البنوك التجارية بالجزائر: دراسة مقارنة بين مجموعة من البنوك العمومية والبنوك الخاصة للفترة (2006-2015)" جامعة غرداية، غرداية، الجزائر².

إختبرت هذه الدراسة موضوع البحث المتمثل في أثر الهيكل المالي (المتغير المستقل) والأداء المالي (المتغير تابع) من خلال إجراء دراسة مقارنة بين مجموعة من البنوك العمومية والبنوك الخاصة. شملت عينة الدراسة ستة (06) بنوك عمومية وستة (06) بنوك خاصة خلال الفترة ما بين (2006-2015) أي 120 مشاهدة.

قامت هذه الدراسة ببناء نموذجين قياسيين منفصلين عن بعضهما لكل من البنوك العمومية والبنوك التجارية، وقد تم إختبار العلاقة الإحصائية بين المتغيرات المستقلة (نسبة الإستدانة، نسبة رأس المال الممتلك) والمتغيرات التابعة (العائد على حقوق الملكية، العائد على إجمالي الأصول، نسبة الربحية، نسبة مخاطر السيولة، نسبة مخاطر الائتمان و نسبة مخاطر أسعار الفائدة) من خلال نماذج حزم البيانات المقطعية الزمنية (Panel Data).

¹ حمادة أمينة، أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي للمؤسسة: دراسة تطبيقية على المؤسسات الاقتصادية الجزائرية للفترة (2010-2016)، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية، كلية العلوم الاقتصادية، العلوم التجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2018.

² مرسلي نزيهة، أثر الهيكل المالي على الأداء المالي في البنوك التجارية بالجزائر: دراسة مقارنة بين مجموعة من البنوك العمومية والبنوك الخاصة للفترة (2006-2015)، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، تخصص دراسات مالية، كلية العلوم الاقتصادية، العلوم التجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، جامعة غرداية، غرداية، الجزائر، 2018.

توصلت هذه الدراسة إلى النتائج التالية: (1) بالنسبة للبنوك العمومية، هناك أثر معنوي بين نسبة الاستدانة والأداء المالي المعبر عنه بنسب الربحية ونسب المخاطر المصرفية، بالإضافة إلى وجود أثر معنوي بين نسبة رأس المال الممتلك والأداء المالي المعبر عنه بنسب الربحية ونسب المخاطر المصرفية؛ (2) بالنسبة للبنوك الخاصة، لا يوجد أثر معنوي بين نسبة الاستدانة والأداء المالي المعبر عنه بنسب الربحية والعكس بالنسبة للمخاطر المصرفية. بالإضافة إلى وجود أثر معنوي بين نسبة رأس المال الممتلك والأداء المالي المعبر عنه بنسب الربحية ونسب المخاطر المصرفية.

دراسة يمينية مسرائي (2020): أطروحة دكتوراه ل.م.د تحت عنوان "أثر محددات الهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية: دراسة حالة عينة من كبريات المؤسسات الاقتصادية الجزائرية للفترة (2013-2017)" جامعة المدية، المدية، الجزائر¹.

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة بين محددات الهيكل المالي والأداء المالي لعينة تتكون من 86 مؤسسة خلال الفترة ما بين (2013-2017) حيث بلغت نسبة المشاهدات 430 مشاهدة. إستخدمت هذه الدراسة-كغيرها من الدراسات الوطنية- نماذج حزم البيانات المقطعية الزمنية (*Panel Data*) مع الاعتماد على المتغيرات التي يمكن قياسها بشكل كمي. توصلت نتائج هذه الدراسة إلى أن هناك أثراً سالباً ومعنوي بين حجم المؤسسة والعائد على حقوق الملكية، بالإضافة إلى أن هناك أثراً سالباً بين المخاطر والمديونية على العائد على إجمالي الأصول. أظهرت هذه الدراسة أيضاً أن هناك أثراً غير معنوي بين عمر المؤسسات، السيولة، الأصول الملموسة، فرص النمو والأداء المالي المعبر عنه بالعائد على حقوق الملكية والعائد على إجمالي الأصول.

نقد الدراسات السابقة

تتميز دراسة Abdulhadi Ramadan (2009) بعدة مميزات إلا أن هناك بعض الملاحظات التي ينبغي الإشارة إليها كالآتي: (1) لقد قام الباحث بإجراء اختبار لمحددات الهيكل المالي الأفضل (المرحلة الأولى) التي من خلالها تم دراسة الأثر المباشر لمحددات الهيكل المالي على الأداء المالي (المرحلة الثالثة) وهذا من شأنه أن يقضي بعض المتغيرات التي يمكن أن يكون لها أثر مباشر على الأداء المالي للمؤسسة رغم أنها ليست المحددات الأفضل للهيكل المالي؛ (2) رغم حجم عينة الدراسة الكبير الذي غطته هذه الدراسة إلا أنها إقتصرت على المؤسسات الخاصة المدرجة في سوق رأس المال وهذا يمكن أن يكون نتيجة لسهولة الوصول إلى البيانات المالية للمؤسسات المدرجة عكس المؤسسات غير المدرجة التي يواجه الباحث صعوبة في الوصول إلى بياناتها المالية وتزداد هذه الصعوبة كلما كبر حجم العينة. بالتالي، يمكن أن نقول أن نتائج هذه الدراسة لا يمكن تعميمها في حالة المؤسسات غير المدرجة ما لم نصل إلى نتائج مماثلة لمثل هذه الدراسة؛ (3) إقتصرت هذه الدراسة على استخدام نماذج حزم البيانات المقطعية الزمنية الساكنة (*Static Panel Data*).

ما يمكن أن نلاحظه بالنسبة لدراسة Hasan Al-tally (2014) ودراسة Feria Marimuthu (2019) أنها أبحاث تسلط الضوء على جانب واحد مشترك من الدراسة التي نحاول القيام بها وهو الأداء المالي حيث تم التركيز على اختبار العلاقة بين الهيكل المالي والأداء المالي والعلاقة بين مرتبات المدراء والأداء المالي. بالتالي لم تدرس هذه الدراسة العلاقة بين محددات الهيكل المالي و الأداء المالي.

¹ يمينية مسرائي، أثر محددات الهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية: دراسة حالة عينة من كبريات المؤسسات الاقتصادية الجزائرية للفترة (2013-2017)، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه ل.م.د في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية مؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية، العلوم التجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم التجارية، جامعة المدية، المدية، الجزائر، 2020.

لقد ناقش Hasan Al-tally موضوع الدراسة بالاعتماد على عينة صغيرة الحجم تتكون من 57 مؤسسة مدرجة مما يقلل من جودة نتائج هذه الدراسة، كما تم معالجة المشاكل القياسية الناتجة عن نماذج حزم البيانات المقطعية الزمنية الساكنة من خلال استخدام تقنيات تحويل البيانات (*Data Transformation Methods*) البسيطة دون اللجوء إلى نماذج قياسية أخرى متقدمة. في المقابل، إختبر Feria Marimuthu إشكالية الدراسة بالاعتماد على عينة صغيرة الحجم تتكون من 33 مؤسسة تجارية عمومية وهذا يقلل من جودة مخرجات الدراسة ويحد من إمكانية استخدام الباحث لمختلف النماذج القياسية المتقدمة.

لقد قدمت دراسة Mansour Albarrak (2015) نتائج موسعة لمحددات الهيكل المالي، حيث ضمت عينة من المؤسسات المدرجة ضمن عدة بلدان في شمال أفريقيا والشرق الأوسط. تمثل الهدف الرئيسي لهذه الدراسة في إجراء اختبار لأثر محددات الهيكل المالي على الأداء المالي لعينة من المؤسسات الخاصة المدرجة المالية وغير المالية وقد استخدمت هذه الدراسة عدة نماذج وتقنيات قياسية متنوعة (الساكنة والمتحركة). لكن رغم نقاط القوة السابقة الذكر إلا أننا نلاحظ أن نتائج هذه الدراسة تخص المؤسسات الخاصة المدرجة ولا تخص المؤسسات غير المدرجة أو المؤسسات التي تعمل في القطاع العام.

لقد تم تسجيل عدة ملاحظات مشتركة بالنسبة للدراسات الوطنية أهمها أن هذه الدراسات تفتقر إلى المنهجية العلمية أثناء معالجتها لإشكالية الدراسة حيث لم تشرح وبشكل مفصل أي من هذه الدراسات العديد من الجوانب المتعلقة بالمنهجية العلمية المتبعة من قبل الباحث مقارنة من الدراسات الأجنبية التي قمنا بتقديمها سابقاً وهذا سوف نأخذ بعين الاعتبار من خلال هذه الدراسة.

هيكل الدراسة

تتضمن هذه الأطروحة أربعة فصول تنقسم إلى ثلاثة فصول نظرية وفصل تطبيقي. تسمح الفصول النظرية بتقديم مختلف التعاريف وتوضيح جميع المفاهيم المتعلقة بموضوع الدراسة بالإضافة إلى تقديم عينة الدراسة المتمثلة في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية التي تعمل في القطاعين الخاص والعام.

يشمل الفصل الأول تقديم تعريف للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية والمراحل التي مرت بها بعد الاستقلال وهذا بهدف تقديم نظرة عامة حول العنصر الذي قمنا من خلاله بإختبار الظاهرة العلمية الموجودة قيد الدراسة، المتمثلة في تحري أثر محددات الهيكل المالي على الأداء المالي.

يشمل الفصل الثاني مختلف المفاهيم والجوانب المتعلقة بالهيكل المالي، محدداته وأبرز النظريات المتعلقة به كونه يشكل أحد متغيرات هذه الدراسة- المتغيرات المستقلة.

يشمل الفصل الثالث جميع الجوانب المتعلقة بأداء المؤسسة والنظريات المتعلقة به، وبالأخص الأداء المالي للمؤسسة وأهم طرق القياس التقليدية والحديثة الخاصة به. هذا الأخير، يمثل أيضاً أحد المتغيرات-المتغير التابع- المستهدفة ضمن هذه الدراسة.

يشمل الفصل الرابع ترجمة جميع العناصر السابقة الذكر في شكل علاقات رياضية الهدف من خلالها هو إيجاد جواب لإشكالية الدراسة بعد إجراء اختبار لمختلف الفرضيات النظرية التي تم التطرق إليها سابقاً.

الفصل الأول

نظرة عامة حول المؤسسة الاقتصادية

في الجزائر

تمهيد

لقد شكلت الفترة التي تلت إستقلال الجزائر الفرصة المواتية لبناء إقتصاد جزائري مستقل وقوي بمؤسساته الإقتصادية التي إعتبرت الركيزة الأساسية لعملية التنمية الإقتصادية والإجتماعية. إن نجاح المؤسسة الإقتصادية الجزائرية في قيامها بمهامها الإقتصادية وبشكل فعال من شأنه تعزيز مكانة الجزائر الإقتصادية محلياً، إقليمياً ودولياً.

لقد شهدت المؤسسة الإقتصادية -بالأخص المؤسسة الإقتصادية العمومية- عدة مراحل، وهذا راجع للأحداث السياسية التي مرت بها الجزائر، التي أثرت على دور ومهام المؤسسة الإقتصادية بعد الإستقلال. تعتبر مرحلة التسيير الذاتي للمؤسسة الإقتصادية أولى المراحل التي مرت بها المؤسسة الإقتصادية حيث قام العمال بإدارة المؤسسات التي كانت تخضع لتسيير المستوطنين طيلة فترة الإستعمار، بعد هذه المرحلة مرت المؤسسة الإقتصادية بمرحلة المؤسسة الوطنية ثم مرحلة التسيير الإشتراكي للمؤسسة الإقتصادية.

نتيجة فشل المؤسسة الإقتصادية خلال المراحل السابقة الذكر، أقرت السلطات الجزائرية جملة من الإصلاحات أدت إلى دخول المؤسسة الإقتصادية في مراحل أخرى تمثلت في: مرحلة إعادة الهيكلة، مرحلة إستقلالية المؤسسة الإقتصادية، ومرحلة خصخصة المؤسسة الإقتصادية التي جاءت نتيجة دعم التوجه نحو إقتصاد السوق.

أدى التوجه نحو خصخصة المؤسسات العمومية إلى الإهتمام أكثر بالمؤسسات الخاصة التي كانت مهمة "نسبياً" خلال المراحل السابقة الذكر، وكون أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تمثل نسبة هامة من المؤسسات الخاصة في الجزائر، سعت الدولة إلى إقرار العديد من برامج دعم هذا النوع من المؤسسات في الجزائر.

بناءً على ما سبق، سوف نقوم خلال هذا الفصل بأخذ نظرة عامة حول تطور المؤسسة الإقتصادية في الجزائر، ولتحقيق هذا الغرض قمنا بتقسيم هذا الفصل إلى المباحث الرئيسية التالية:

المبحث الأول: المؤسسة الإقتصادية ما بين (1962-1980)؛

المبحث الثاني: المؤسسة الإقتصادية بعد 1980؛

المبحث الثالث: المؤسسات الإقتصادية الصغيرة والمتوسطة في الجزائر.

المبحث الأول: المؤسسة الاقتصادية الجزائرية ما بين (1962-1980)

بعد أن حققت الجزائر استقلالها وسيادتها الوطنية، بدأ صناع القرار خلال السنوات القليلة التي تلت مرحلة الاستقلال التفكير في الآلية التي يمكن من خلالها النهوض بإقتصاد الجزائر. تميزت الفترة ما قبل 1980 -التي تضمنت مرحلة التسيير الذاتي، مرحلة التسيير الاشتراكي و مرحلة إعادة الهيكلة- ببناء أسس اقتصاد يتبنى أفكار النموذج الاشتراكي، حيث تم تأميم المحروقات وإنشاء العديد من المؤسسات العمومية الوطنية الموجهة بشكل أساسي نحو القطاع الصناعي¹.

المطلب الأول: مرحلة التسيير الذاتي للمؤسسة الاقتصادية (1962-1965)

من خلال هذا المطلب، سوف نتعرف على مرحلة من المراحل المبكرة التي مرت بها المؤسسة الاقتصادية "العمومية" بعد الإستقلال وهي مرحلة التسيير الذاتي.

الفرع الأول: مفهوم التسيير الذاتي للمؤسسة الاقتصادية

تعرف مرحلة التسيير الذاتي بهذا الاسم نظراً لأن تسيير المؤسسات الاقتصادية في هذه الفترة كان من قبل أفراد يفتقرون للكفاءة وأغلبهم عمال بسطاء ليس لهم أي دراية مسبقة بأساليب الإدارة اللازمة لتسيير المؤسسات الاقتصادية التي تركها المستعمر وهذا ما جعلها تتصف بالعشوائية والفوضوية في التسيير².

اعتمد التسيير الذاتي للمؤسسات الاقتصادية بعد الاستقلال على أفكار النموذج الاشتراكي بدلاً من النموذج الرأسمالي نظراً لأن الرأسمالية³:

- تفرز الطبقة الاجتماعية بحيث يصبح الموظفون سلعة تخضع لقانون العرض والطلب؛
- تساهم في توليد أزمات فائض الانتاج وبطالة الموظفين، كما تولد الإمبريالية؛
- تميل الرأسمالية أحياناً إلى السماح بتدخل الدولة في الشؤون الاقتصادية، لكن هذا التدخل ليس سوى مظهر من مظاهر القومية حيث يستمر التفاوت الاجتماعي ويحكم عناصر الانتاج المصلحة الرأسمالية غير المتناسكة.
- في المقابل، تم تبني المسار الاشتراكي للتنمية الاقتصادية من خلال تأميم وسائل الإنتاج بالإضافة إلى الإدارة الذاتية (التسيير الذاتي) التي اعتبرت الحل الأمثل حينها، وقد تمثلت المهام الرئيسية للدولة الجزائرية خلال هذه المرحلة -مرحلة الانتقال للاشتراكية- فيما يلي⁴:
- تعزيز التجارب الاشتراكية الجارية مثل تجربة إدارة العمال لوحدة الإنتاج؛
- التدخل في القطاع الخاص ومحاولة تجميعه قصد حماية الاقتصاد الوطني من الرأسمالية الأجنبية المتمثلة في رأس المال الأجنبي المستثمر؛
- إعداد مؤسسات مسيرة ذاتياً من خلال توسيع نطاق عمل الادارة الذاتية من القطاع الزراعي إلى القطاع الصناعي وإنشاء مؤسسات صناعية عامة.

المهام السابقة الذكر وجب أن تستند إلى التخطيط الذي يخضع للشروط الثلاثة التالية⁵:

- الشرط الفني أو التقني: المتمثل في معرفة موارد البلد واحتياجاته ومراقبة تنفيذ المخطط التنموي؛

¹ Nacer-Eddine Sadi, **La privatisation des entreprises publiques en Algérie : Objectifs, modalités et enjeux**, 2^{ème} Édition, Office des Publications Universitaires, Alger, Algérie, 2006, p. 24.

² الطيب داودي، عبد الحق ماني، تقييم إعادة هيكلة المؤسسة الاقتصادية العمومية الجزائرية، مجلة الفكر، العدد 01، المجلد 03، 2018، ص 134.

³ Mohamed E. Benissad, **Économie du développement de l'Algérie (1962-78) : Sous-développement et socialisme**, 1^{er} Édition, Economica, Paris, France, 1979, p. 19.

⁴ Ibid., p. 20.

⁵ Ibidem.

- الشرط الاقتصادي: أي التمرکز والتعبئة القصوى للفائض الإقتصادي؛
 - الشرط السياسي: المتمثل في الاستقلال الحقيقي للبلد حتى لا تظل عملية التخطيط مجرد حبر على ورق، مع المشاركة الديمقراطية للعمال في عملية التخطيط، بالإضافة إلى تبني النموذج الاشتراكي الذي يدعم المصلحة العامة على حساب المصلحة الخاصة.
- تم تعريف التسيير الذاتي للمؤسسة الاقتصادية على أنه إدارة العمال للمؤسسة عن طريق أجهزة منتخبة، بحيث تعتبر المؤسسة الاقتصادية ملكية جماعية للعاملين بها وتعود بالنفع على الجميع دون تمييز¹.

جدول رقم (01). المؤسسات المسيرة ذاتياً بعد الاستقلال

النشاط	إجمالي المؤسسات	عدد المؤسسات المسيرة ذاتياً	نسبة المؤسسات المسيرة ذاتياً
التعدين، الميكانيك والكهرباء	109	49	45%
البناء ومواد البناء	163	114	70%
الصناعات الغذائية	477	85	18%
الصناعات النسيجية	119	8	7%
الصناعات الكيماوية	109	17	15%
صناعات الخشب والفلين	194	37	19%
صناعات متنوعة	195	35	18%
المجموع	1366	345	25.25%

Source : Nacim Redjem, *L'entreprise publique algérienne*, 1^{er} Édition, Office des Publications Universitaires, Alger, 1987, p. 35.

يظهر الجدول رقم (01) إجمالي عدد المؤسسات الاقتصادية التي كانت تنشط في عدة أنشطة صناعية مختلفة بعد الاستقلال التي كانت تدار عن طريق المستوطنين الأوروبيين. بعد استرجاع السيادة الوطنية تم الشروع في تحويل جزء معتبر من هذه المؤسسات إلى مؤسسات مسيرة ذاتياً حيث بلغت نسبتها 25.25% مقارنة مع إجمالي عدد المؤسسات الاقتصادية.

يُشير Damien Helie إلى أن المعلومات الإحصائية المتعلقة بمرحلة التسيير الذاتي للقطاع الصناعي قليلة جداً. يضيف أيضاً، من وجهة نظر تطور حجم القطاع المسير ذاتياً في الجزائر، مثلت سنة 1963 الفترة التي انتشرت فيها موجة التسيير الذاتي للمؤسسات الصناعية حيث أوكل إلى العمال رئاسة اللجان الإدارية المنتخبة بأنفسهم، وبعد هذا التاريخ بدأت موجة التسيير الذاتي تقل شيئاً فشيئاً إلى أن تم الانتقال إلى نموذج المؤسسات الوطنية².

يرى Yves Sarton أن نموذج التسيير الذاتي الصناعي-الاشتراكي- في الجزائر لم يكن فعالاً بالشكل الذي يعزز من الأداء الكلي للاقتصاد، فقد تعرض للعديد من المعوقات الخارجية والداخلية، المتمثلة خارجياً في القطاع الصناعي الرأسمالي الكبير الذي كان مسيطراً على كافة مفاصل السوق، أما داخلياً فتمثلت في عدم ملائمة تشريعات وهياكل الدولة الجزائرية ما بعد الاستعمار لهذا القطاع³.

¹ عبد الحميد بوطقة، المؤسسة الجزائرية من التسيير الذاتي إلى الخصخصة: دراسة سوسيو-تنظيمية، مجلة الحقيقة، العدد 02، المجلد 13، 2014، ص 423.

² Damien Helie, *L'autogestion industrielle en Algérie*, Revue de l'Occident musulman et de la Méditerranée, No. 06, 1969, p 118.

³ Yves Sarton, *Perspectives de l'autogestion en Algérie*, Autogestion : études, débats, documents, No. 01, 1966, p. 81.

يعتبر Michel Raptis أن تجربة التسيير الذاتي- ما بين 1962 و 1965- في الجزائر على أنها واحدة من أكبر التجارب إثارة للإهتمام في المسيرة التاريخية للقوى العاملة حول العالم من منظور التحرر الاجتماعي الحقيقي حيث سمحت هذه التجربة بتولي العمال لمناصب هامة داخل المؤسسات. نص المرسوم المؤرخ في 22 مارس 1963 المتعلق بتنظيم وإدارة المؤسسات الصناعية والتعدين والأموالك الزراعية الشاغرة على أن المؤسسات المسيرة ذاتياً تدار من قبل الهيئات التالية¹:

- **الجمعية العامة للعمال:** تتكون الجمعية العامة للعمال من العمال الدائمين للمؤسسة الذين يتم إختيارهم وفقاً للمعايير المنصوص عليها في المواد (3، 4 و 5). يتم تحديد عدد أعضاء الجمعية سنوياً وفقاً لدرجة تطور الأعمال.
- **مجلس العمال:** يتم اختيار أعضاء مجلس العمال من طرف الجمعية العامة ومن مهامه اعتماد اللوائح الداخلية للمؤسسة، اتخاذ القرارات المتعلقة بشراء أو بيع المعدات تحت إطار البرنامج السنوي للمعدات الذي إعتمدته الجمعية العامة، إتخاذ القرارات المتعلقة بالقروض المتوسطة والطويلة الأجل في إطار خطة التنمية التي إعتمدتها الجمعية العامة وقبول العمال الدائمين الجدد واستبعاد الأعضاء الخاضعين للاستئناف أمام الجمعية العامة.
- **لجنة التسيير:** تتألف لجنة التسيير من 3 إلى 11 عضواً يتم انتخابهم من قبل مجلس العمال، ويجب أن يكون ثلثي (3/2) أعضاء اللجنة على اتصال مباشر بعمليات الإنتاج. يعين رئيس هذه اللجنة ويتجدد أعضائها كل سنة مالية.
- **المدير:** يتم تعيينه بموجب قرار من رئيس الجمهورية وهو ممثل الدولة داخل المؤسسة، كما أن من مهامه السهر على ضمان شرعية العمليات الاقتصادية والمالية التي تقوم بها المؤسسة، أي أنه: يعارض خطط الاستغلال والتنمية التي لا تتوافق مع الخطة الوطنية؛ له حق النقض في حالة عدم تطبيق المواد (3، 4 و 5)؛ يضمن-تحت سلطة الرئيس-الإدارة اليومية للمؤسسة من خلال تنفيذ قرارات لجنة التسيير ومجلس العمال؛ ويوقع على مستندات الالتزام المالي وأوامر الدفع.

الفرع الثاني: فشل التسيير الذاتي للمؤسسات الاقتصادية

رغم الجهود المبذولة نحو تعزيز مكانة المؤسسات المسيرة ذاتياً ذات التوجه الاشتراكي كأداة لانعاش الاقتصاد الجزائري، إلا أن هذه الجهود وقفت في طريقها عدة عقبات². في الواقع، كانت إجتماعات الهيئات المذكورة سابقاً -بالأخص مجلس العمال ولجنة التسيير- ضعيفة جداً وفي أوقات متفرقة وهذا ما أدى إلى ضعف العمل النقابي خاصة في المناطق الريفية، ما أدى أيضاً إلى ضعف الادارة العمالية (التسيير الذاتي) للمؤسسات أمام القوى البيروقراطية والرأسمالية.

حاولت القوى البيروقراطية كبج التوجه نحو نظام التسيير الذاتي، وهذا ما أدى إلى أن تصبح أهم المؤسسات الصناعية المسيرة ذاتياً نهاية هذه الفترة إما تخضع لسيطرة الدولة أو لمجموعة من المديرين غير الخاضعين لسيطرة العمال. من جهة أخرى، تم حصار الجهود الساعية إلى إصلاح القطاع الزراعي من خلال رفض الترويج للمجالس البلدية³.

يرى Robert Jaulin وآخرون أن نجاح نموذج التسيير الذاتي يتوقف على مدى تأصل وإتساع نطاق الوعي القومي بين أفراد المجتمع، هذا الوعي أو الضمير الجماعي لم تتم ممارسته بطريقة فعالة ومستدامة داخل الجزائر مما أدى إلى فشل مرحلة التسيير الذاتي. علاوة على هذا، الضعف الاقتصادي والسياسي للبورجوازية الوطنية المكلفة بتسيير عملية الإنتاج والتي باتت عاجزة عن إنشاء جهاز إداري يخدم المصلحة الاجتماعية⁴.

¹ Michel Raptis, **Le dossier de l'autogestion en Algérie**, Autogestion : études, débats, documents, No. 03, 1967, pp. 93-95.

² ظهر هذا جلياً بعد تنحية الرئيس أحمد بن بلة في 19 جوان 1965.

³ Yves Sartan, Op. Cit., p. 82.

⁴ Robert Jaulin et al., **Les problèmes de l'autogestion dans les grandes fermes algériennes en 1963**, Autogestion : études, débats, documents, No. 02, 1967, p. 42.

المطلب الثاني: مرحلة المؤسسة الوطنية (1965-1971):

بعد التغيير الرئاسي الذي وقع سنة 1965 تم وضع حد لنظام التسيير الذاتي حيث تم الشروع في إطلاق مشروع جديد في ظل فترة حكم الرئيس هواري بومدين يهدف إلى خلق المؤسسات الوطنية.

الفرع الأول: التوجه نحو نموذج المؤسسة الوطنية

تميزت هذه المرحلة بتدخل الدولة بقوة في عملية تسيير المؤسسات وفي مختلف الميادين من أجل السيطرة على القطاع العام، حيث أدركت الدولة أن هناك حاجة إلى توجيه تدخل الدولة نحو بناء اقتصاد تكون فيه اللاعب الرئيسي. أدى هذا التوجه إلى إنشاء وتسيير الدولة للعديد من المؤسسات مثل المؤسسة الوطنية للنفط والغاز (SONATRACH) وفقاً للمرسوم الصادر في 31 ديسمبر 1963، والمؤسسة الوطنية للحديد والصلب (S.N.S) وفقاً للمرسوم الصادر في 3 سبتمبر 1964، بالإضافة إلى 26 مؤسسة ذات الطابع الصناعي والتجاري (E.P.I.C) تم تأسيسها ما بين 1962 و1966¹. تمثلت الأهداف الرئيسية للدولة الجزائرية في بداية هذه المرحلة في العناصر التالية²:

- التدخل المباشر للدولة في الشؤون الاقتصادية وذلك من أجل تعزيز الاشتراكية؛
 - التقليل من قوة قطاع الادارة المسير ذاتياً؛
 - تأميم المؤسسات المملوكة من طرف الأجانب وخاصة الفرنسية؛
 - بعث تكامل منسجم بين القطاعات المشكلة للاقتصاد الوطني، لاسيما القطاع الصناعي والزراعي³.
- يتأثر المؤسسة الوطنية مدير عام يتم تعيينه بموجب قرار وزاري يمنح بموجبه سلطات واسعة لإدارة المؤسسة الوطنية. مع هذا، يظل المدير العام خاضعاً للوزارة الوصية التي تقدم له عن طريق الهيئة الاستشارية المكونة من ممثلين عن بعض الوزارات إرشادات متعلقة بتسيير شؤون المؤسسة⁴.

جدول رقم (02). تراجع عدد عمال القطاع الصناعي المسير ذاتياً ما بين (1969-1973)

السنة	1969	1970	1971	1972	1973
عدد العمال	18492	15927	12202	10763	9903
نسبة (%) الاستخدام الصناعي	12.8%	10.2%	7.1%	5.8%	4.7%

المصدر: على زغدود، المؤسسات الاشتراكية ذات الطابع الاقتصادي، الطبعة الثانية، المؤسسة الوطنية للكتاب،

الجزائر، 1987، ص 40.

نلاحظ من خلال الجدول رقم (02) أن عدد العمال داخل المؤسسات الصناعية المسيرة ذاتياً يتناقص خلال الفترة ما بين (1969-1973) حيث إنخفضت نسبة الاستخدام الصناعي للعمال خلال هذه الفترة من 12.8% إلى 4.7% أي ما نسبة 8.10% - وهي نسبة عالية لفترة لا تتجاوز خمس (5) سنوات، وسبب هذا التراجع يعود إلى التوجه الذي أضحت الدولة الجزائرية تتبناه وهو الانتقال نحو النموذج الاشتراكي الذي يعزز تدخل الدولة في كافة الشؤون الاقتصادية للبلاد.

¹ Djurdjevac Veselin, *Étude comparative de trois expériences de gestion des entreprises publiques : algérienne, française et yougoslave*, Revue d'études comparatives Est-Ouest, Vol. 15, No. 02, 1984, p. 66.

² Mohamed Bouhezza, *La privatisation de l'entreprise publique algérienne et le rôle de l'état dans ce processus*, Revue des Sciences Économiques et de Gestion, Vol. 03, No. 03, 2004, p. 80.

³ عبد الرحمن بن عنتر، مراحل تطور المؤسسة الاقتصادية الجزائرية وآفاقها المستقبلية، مجلة العلوم الانسانية، المجلد 02، العدد 02، 2002، ص 111.

⁴ لعل بوكميش، المؤسسات العامة بالجزائر ظروف تطورها، وطرق تنظيمها وادارتها: دراسة تتبعية 1962-2003، مجلة الحقيقة للعلوم الانسانية والاجتماعية، المجلد 04، العدد 02، 2005، ص 59.

فسحت الإدارة الذاتية المجال تدريجياً للنظام الجديد الذي يعتمد على المدير العام والمجالس الإدارية ابتداءً من سنة 1963. تتكون المجالس الإدارية المتواجدة بالخصوص في المؤسسات ذات الطابع الصناعي والتجاري (E.P.I.C) من ممثلين عن الدولة (الوزراء أو ممثلوهم، رؤساء الدوائر أو ممثلوهم، مدراء المؤسسات العامة)، وبهذا تم التضييق على العمال (المنظمات العمالية) واستبعادهم تدريجياً من أي نشاط له علاقة بإدارة المؤسسة¹. أشار Djurdjevac Veselin إلى أن وجود ممثلين للعمال داخل إدارة المؤسسات الوطنية اقتصر وبصفة محدودة على عشرة مؤسسات منها بنك الجزائر، حيث ضمّ مجلس إدارته: من اثنين (2) إلى خمسة (5) مستشارين تم اختيارهم لخبرتهم المهنية؛ واثنين (2) أو ثلاثة (3) مستشارين يمثلون المنظمات العمالية².

الفرع الثاني: الانتقال من المؤسسة المسيرة ذاتياً إلى المؤسسة الوطنية

ذكر Rabah Saadi و Ahmed Mahiou أن الانتقال نحو نموذج المؤسسة الوطنية إستلزم تصفية نموذج المؤسسة المسيرة ذاتياً وهذا خلال مرحلتين³:

- **المرحلة الأولى:** استخدمت الدولة خلال هذه المرحلة تقنيات قانونية مختلفة تخدم التوجه نحو نموذج المؤسسة الوطنية، حيث تم عن طريقها دمج بعض المؤسسات المسيرة ذاتياً ومن ثم تحويلها إلى مؤسسات وطنية كالمؤسسة الوطنية للصناعات الزجاجية والمؤسسة الوطنية لصناعة الصلب. من جهة أخرى، تم تصفية بعض المؤسسات المسيرة ذاتياً إما عن طريق وضعها في مرحلة إنتقالية تحت حماية الدولة وتوجيهها من قبل مفوض حكومي، أو بإعادة تنظيمها وتحويلها إلى مؤسسات وطنية مثل ما وقع مع المؤسسات التي كانت تنشط في قطاع الصناعات الغذائية (مطاحن القمح، البسكويت، إلخ).
- **المرحلة الثانية:** شهدت هذه المرحلة مجموعة من الأحداث المتتالية فبعد انعقاد المؤتمر الثاني للإتحاد العام للعمال الجزائريين (UGTA)، وانعقاد اللجنة المركزية لجبهة التحرير الوطني في 14 و 15 جوان 1965 وقع انقلاب 19 جوان 1965 الذي وضع أسس التنمية الجديدة للبلاد وقام بإحياء النقاش حول الاقتصاد العام للبلاد. ميزت السلطة التي جاءت بعد هذا الانقلاب نفسها عن نموذج التسيير الذاتي حيث حدد الرئيس هواري بومدين موقف السلطة من التسيير الذاتي بقوله "نحن لسنا مع ولا ضد الإدارة الذاتية." في عام 1968 أصبح موقف السلطة من الإدارة الذاتية أكثر وضوحاً حيث تم حصر التسيير الذاتي للمؤسسات فقط في القطاع الزراعي، أما في القطاع الصناعي فقد تم تبني نموذج المؤسسة الوطنية كحل أفضل لإدارة هذا القطاع.

جدول رقم (03). عدد العمال في القطاع البنكي، التأمين، الأعمال العقارية، النقل والبناء

السنة	القطاع المسير ذاتياً	القطاع العام	القطاع الخاص	المجموع
1965	25202	66635	101143	192980
1966	25002	69202	103664	197964

Source : Rabah N. Saadi, Ahmed Mahiou, **La gestion socialiste des entreprises en Algérie**, 1^{er} Édition, Office des Publications Universitaires, Alger, 1984, p. 48.

يوضح الجدول رقم (03) تغير عدد العمال ضمن عدة قطاعات مختلفة بعد سنة من إنقلاب 19 جوان 1968 الذي رسم بداية التوجه نحو دعم القطاع العام على حساب القطاع المسير ذاتياً، لكن رغم هذا لا يزال القطاع الخاص يستحوذ على

¹ Djurdjevac Veselin, Op. Cit., p. 77.

² Ibidem.

³ Rabah N. Saadi, Ahmed Mahiou, **La gestion socialiste des entreprises en Algérie**, 1^{er} Édition, Office des Publications Universitaires, Alger, 1984, pp. 38-40.

الغالبية العظمى للعمالة حيث ازداد عدد العمال في القطاع الخاص سنة 1966 رغم الزيادة التي وقعت في القطاع العام خلال نفس السنة.

لم تكن استراتيجية التنمية الاقتصادية في الجزائر واضحة حتى عام 1967 حيث وضعت الدولة المخطط الثلاثي (1967-1969) الذي كانت أهدافه الرئيسية تتمثل في تخفيض معدلات البطالة المرتفعة خلال هذه الفترة، تحقيق الاستقلال المالي من خلال استغلال الموارد الطبيعية وتنميتها خاصة الموارد الهيدروكربونية المولدة للعمالات الأجنبية الكافية لتغطية أعباء التنمية الاقتصادية وتلبية احتياجات السوق الوطني للسلع¹.

مَهَّد المخطط الثلاثي (1967-1969) الطريق لمخططات² أخرى سعت من خلالها الدولة إلى اصلاح الاقتصاد الوطني عن طريق القيام بعدة استثمارات واصلاحات تنموية لعدة قطاعات اقتصادية هامة. الجدول التالي (04) يوضح حجم الاستثمارات خلال هذا المخطط الثلاثي³:

الوحدة: مليون دينار

جدول رقم (04). حجم الاستثمارات خلال المخطط الثلاثي (1967-1969)

السنة	التوقعات	الإنجازات	نسبة الإنجاز %
1967	2747	1652	60
1968	3322	3174	95
1969	5012	4301	81
المجموع	11081	9127	80

Source : Tayeb S. Amer, **Le développement industriel de l'Algérie : Bilan de l'industrialisation**, 1^{er} Édition, Éditions Anthropos, Paris, France, 1981, p. 30.

يمثل الجدول رقم (04) تغير حجم الاستثمارات المتوقعة ونسبة إنجاز هذه الاستثمارات خلال المخطط الثلاثي (1967-1969). تشير أرقام سنة 1967 إلى أن حجم الانفاق كان ضعيفاً نوعاً ما، ثم بدأ بالارتفاع خلال السنة الثانية 1968 إلى غاية السنة الأخيرة من المخطط الثلاثي أي سنة 1969. نلاحظ أيضاً أن إجمالي حجم الاستثمارات المنجزة بلغ 9127 مليون دينار مقابل 11081 مليون دينار تم توقعها طيلة فترة المخطط الثلاثي، بما يعادل نسبة إنجاز تفوق 80% وسبب هذا الفرق يعود لحقيقة أن الهياكل الاقتصادية خلال هذه الفترة كانت غير قابلة لإستيعاب جميع الاستثمارات.

تم توزيع البرنامج الاستثماري للمخطط الثلاثي (1967-1969) على عدة قطاعات اقتصادية حيث تم تخصيص 55% من حجم الاستثمارات لقطاع الصناعة والطاقة كونه يشكل الدعامية الأساسية التي إعتمدت عليها الدولة لتحقيق التنمية الاقتصادية الشاملة في البلاد، بعد ذلك تم تخصيص ما نسبته 16% من حجم الاستثمارات للقطاع الزراعي، 8% لإنشاء البنية التحتية، و 8% لقطاع التعليم وباقي الأنشطة الأخرى.

مع نهاية عام 1970، بلغ عدد مؤسسات القطاع العام حوالي 2800 مؤسسة. يتكون القطاع العام الصناعي من 1165 وحدة صناعية تم تجميعها في 19 مؤسسة وطنية، تنقسم هذه الوحدات إلى 482 وحدة تشغيل، 487 وحدة توزيع، 178 وحدة إنجاز، 18 وحدة تكوين. بعد إعادة الهيكلة⁴ سنة 1982 ارتفع هذا الرقم إلى أكثر من 400 مؤسسة وطنية

¹ Rabah Tadjer, **La planification du développement en Algérie : Structures, méthodes et problèmes**, Africa Spectrum, Vol. 16, No. 01, 1981, p. 102.

² المخطط الرباعي الأول (1970-1973) والمخطط الرباعي الثاني (1974-1977).

³ Tayeb S. Amer, **Le développement industriel de l'Algérie : Bilan de l'industrialisation**, 1^{er} Édition, Éditions Anthropos, Paris, France, 1981, pp. 28-30.

⁴ سيتم مناقشة إعادة الهيكلة العضوية للمؤسسات الاقتصادية لاحقاً.

توظف أزيد من 362000 عامل وتسيطر على ما بين 80% و 100% من الأنشطة الصناعية المختلفة باستثناء النسيج، الأحذية والصناعات الغذائية التي يلعب القطاع الخاص الدور الرئيسي فيها¹.

الفترة الثانية (1971-1980): عرفت هذه الفترة تحولاً هاماً في آلية تسيير المؤسسات الاقتصادية الجزائرية حيث تم التجسيد الفعلي للنظام الاشتراكي بعد ما تم تبني أفكاره في مرحلة مبكرة من استقلال الجزائر. وقد تميزت هذه الفترة بإعادة الاعتبار للعامل الذي أصبح مُنتجاً ومسؤولاً عن تسيير المؤسسة الاقتصادية. من جهة أخرى، عرفت هذه الفترة أيضاً ظهور المخطط الرباعي الأول (1970-1973) والمخطط الرباعي الثاني (1974-1977).

المطلب الثالث: مرحلة التسيير الاشتراكي للمؤسسة الاقتصادية (1971-1980):

لقد أدى صدور الأمر 71-74 في 16 نوفمبر 1971 إلى الانتقال من مرحلة المؤسسات الوطنية إلى مرحلة الإدارة الاشتراكية للمؤسسات، وقد جاء هذا القانون لحماية مكانة العمال داخل المؤسسة الجزائرية ولتعزيز دور نظام الإدارة الاشتراكية للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية. تم تسيير المؤسسة الجزائرية الاشتراكية خلال هذه الفترة من قبل مجلس الإدارة المكون من الرئيس المدير العام، المدير العام، المدراء الفنيين والممثلين عن العمال².

الفرع الأول: المؤسسة الاقتصادية الاشتراكية

بعد ظهور الإدارة الاشتراكية للمؤسسات (GSE) سنة 1971 أصبح العمال قوة اجتماعية هامة داخل المؤسسة الاشتراكية³ وفق مشروع المجتمع الذي عرضته دولة الحزب الواحد، الذي بُني على أساس الاشتراكية كإيديولوجية⁴ وكأسلوب تنظيم وقد تم الاعلان عنه بشكل رسمي تحت شعارات "الجمهورية الديمقراطية والاجتماعية" و "الاصلاح الزراعي" و "العدالة الاجتماعية". هذا النموذج حل محل الادارة الذاتية بغية وضع حد لاستغلال الإنسان في العمل وتحويل وسائل الإنتاج إلى سلاح من أجل مجتمع أكثر عدلاً، أي وسيلة يمكن من خلالها تنظيم السلطة وممارستها على أساس يخدم مصلحة العامة⁵.

أشار Julien Rocherieux إلى أن توجه السلطة الجزائرية في بداية هذه الفترة نحو الاشتراكية كان من أجل إبقاء الشعب في يد السلطة عن طريق استخدام المؤسسات الاقتصادية كأداة يمكن من خلالها إشراك المواطنين (العمال) في مجالس للعمال تحت إشراف مجلس الإدارة⁶.

بيّن الأمر 71-74 الآلية التي يتم من خلالها تمثيل العمال داخل المؤسسات الاقتصادية الخاضعة للتسيير الاشتراكي ، وذلك من خلال إنشاء مجلس للعمال منتخب لمدة ثلاث سنوات من طرف جماعة عمال الوحدة في كل مؤسسة. يتألف مجلس عمال المؤسسة أو الوحدة من سبعة (7) أعضاء إلى خمسة وعشرين (25) عضواً حسب الأهمية العددية لجماعة العمال وهو مسؤول أمام الجماعة التي انتخبته، حيث يكون ملزم بتقديم تقرير عن نشاطه مرة كل سنة على الأقل. من جهة أخرى، تتألف جماعة عمال الوحدة من مجموع عمال الوحدة الذين لهم ستة أشهر على الأقل في العمل الفعلي.

يُعرف ميثاق التنظيم الاشتراكي للمؤسسات المؤسسة الجزائرية الخاضعة للتسيير الاشتراكي على أنها مؤسسة معنوية لها الشخصية المدنية والاستقلال المالي وهي تتكون من وحدة أو عدة وحدات، يتكون مجموع تراثها من الأموال العامة وهي ملك

¹ Nacer-Eddine Sadi, Op. Cit., p. 28.

² Mohamed Bouhezza, Op. Cit. p. 80.

³ ذكر Djurdjevac Veselin أن ميثاق التسيير الاشتراكي للمؤسسات لم ينص بشكل صريح على إشراك العمال في إدارة المؤسسات الاشتراكية بشكل مباشر بقدر ما كان موجه لتجنب التضارب في المصالح بين المؤسسة والعمال عن طريق تمثيل العمال في المجالس الادارية للمؤسسات الاقتصادية الاشتراكية.

⁴ Lyazid Kichou, **Les privatisations en Algérie sont-elles toujours d'actualité ? Éclairages institutionnalistes d'un échec**, Confluences Méditerranée, No. 71, 2009, p. 78.

⁵ Ahmed Belghenou, **La gestion socialiste des entreprises en Algérie : participation et conflit**, Relations industrielles, Vol. 47, No. 02, 1992, pp. 303-304.

⁶ Julien Rocherieux, **L'évolution de l'Algérie depuis l'indépendance**, Revue Sun/ Nord, No. 14, 2001, p. 33.

للدولة تمثل الجماعة الوطنية وتسير حسب مبادئ التسيير الاشتراكي المحددة في الأمر 71-74 ويُعتبر العمال فيها كمنتجين يتحملون مسؤولية تسيير المؤسسة¹.

نلاحظ من خلال التعريف السابق أن المؤسسة الاقتصادية هي عبارة عن مجموعة من الوحدات الاقتصادية. تقدم المادة الأولى من المرسوم رقم 73-177 الوحدة الاقتصادية المشار إليها في الأمر رقم 71-74 على أنها "هيكل دائم للمؤسسة لها وسائل انسانية ومادية خاصة وتهدف إلى انتاج مواد أو تقديم خدمات"².
يوضح نفس المرسوم معايير تعريف الوحدة الاقتصادية كما يلي³:

- يجب أن يكون للوحدة بصفة عامة وبالنسبة لجميع القطاعات الاقتصادية نشاط اقتصادي منظم ودائم، عدد من الاعضاء الدائمين لا يقل عن ثلاثين (30) عضواً، واستقلال موافق لنوع نشاط المؤسسة؛
- إحداث الوحدات يجب أن يأخذ بعين الاعتبار، بعد مراعاة الخاصيات لمختلف القطاعات الاقتصادية، معايير خاصة حسب قطاعات النشاط الاقتصادي؛
- بالنسبة لقطاع انتاج المواد، يجب أن تعتمد الوحدة على المعايير التالية: تجانس السير التقني الانتاجي وتنظيم العمل واستقلال التسيير في نطاق السياسة العامة للمؤسسة؛
- بالنسبة لقطاع تقديم الخدمات، يجب أن تُحدث الوحدة، بعد مراعاة ميزاتها، على قاعدة اقليمية أو تبعاً لإنشائها؛
- إذا كانت مؤسسات تجمع بين نشاطات لإنتاج المواد ولتقديم الخدمات، يجب أن تُؤخذ بعين الاعتبار في تنظيمها المعايير المحددة لكل قطاع.

تعتبر المؤسسة الاقتصادية في ظل مرحلة التسيير الاشتراكي العنصر الرئيسي المساهم في تنفيذ خطة العمل، كما أنها تلعب دوراً مهماً ضمن نظام التخطيط، حيث يجب أن تهدف جميع الوسائل والأدوات التي يوفرها نظام التخطيط إلى زيادة دور المؤسسة تدريجياً ضمن عملية تطوير وتنفيذ خطة العمل⁴.

المؤسسة الاشتراكية وفق الأمر رقم 75-76 هي العنصر الرئيسي المساهم في تحقيق أهداف التنمية المخططة وهي تشكل على مستوى فرع النشاط الاقتصادي درجة الأساس المنظمة للتخطيط، كما أنها تساهم في نطاق المهمة المنوطة بها وبموجب العقد التأسيسي الذي أنشأها في التنمية الاقتصادية والاجتماعية والثقافية. وبهذه الصفة تقوم بتنظيم وتنسيق نشاطات وحداتها ولها الاستقلال اللازم الذي يسمح لها بتحقيق الأهداف المحددة لها⁵.

من خلال التعريف السابق نلاحظ أنه تم إضافة مهمة جديدة للمؤسسة الاقتصادية الاشتراكية وهي المساهمة في تحقيق التنمية المخططة وبناء خطة العمل التي تتطلب وجود⁶:

¹ المواد 2، 3، 4 و 7 من الأمر رقم 71-74، مؤرخ في 28 رمضان عام 1391 الموافق 16 نوفمبر سنة 1971، يتضمن ميثاق التسيير الاشتراكي للمؤسسات، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، عدد 101 صادر في 25 شوال عام 1391 الموافق 13 ديسمبر سنة 1971.

² المادة 1 من مرسوم رقم 73-177، مؤرخ في رمضان عام 1393 الموافق 25 أكتوبر سنة 1973، يتعلق بالوحدة الاقتصادية، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، عدد 87 صادر في 03 شوال عام 1393 الموافق 30 ديسمبر سنة 1973.

³ المادة 2، 3، 4، 5 و 6 من مرسوم رقم 73-177، مؤرخ في رمضان عام 1393 الموافق 25 أكتوبر سنة 1973، يتعلق بالوحدة الاقتصادية، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، عدد 87 صادر في 03 شوال عام 1393 الموافق 30 ديسمبر سنة 1973.

⁴ Rabah Tadjer, Op. Cit., p. 106.

⁵ المادة 4 من الأمر رقم 75-76، مؤرخ في ذى القعدة عام 1395 الموافق 21 نوفمبر سنة 1975، يتضمن تحديد العلاقات الرئيسية بين المؤسسة الاشتراكية وسلطة الوصاية والإدارات الأخرى التابعة للدولة، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، عدد 100 صادر في 13 ذو الحجة عام 1395 الموافق 16 ديسمبر سنة 1975.

⁶ Mohamed Boussoumah, *Le plan d'entreprise*, Revue Algérienne des Sciences Juridiques et Politiques, Vol. 55, No. 04, 2018, p. 08.

- وزارة التخطيط والتنمية الجهوية؛
- الإشراف الفني؛
- الهيئات الادارية للمؤسسة؛
- ممثلين عن العمال.

الفرع الثاني: واقع المؤسسة الاقتصادية الاشتراكية وأسباب فشلها

يتضمن هذا الفرع واقع المؤسسات الاقتصادية العمومية خلال مرحلة التسيير الاشتراكي وأسباب فشلها في الجزائر.

1. واقع المؤسسة الاقتصادية الاشتراكية

تزامنت هذه المرحلة مع ظهور المخطط الرباعي الأول (1970-1973) والمخطط الرباعي الثاني (1974-1977) التي شكلت المسار أو الخطة العملية التي من خلالها يمكن تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية للبلاد على المدى المتوسط والطويل، حيث تم التركيز من خلال هذين المخططين على عدة نقاط منها: تعزيز الاقتصاد الاشتراكي والاستقلال الاقتصادي؛ دعم القطاع الصناعي والطاقي العمومي؛ دعم القطاع الزراعي والتنمية الريفية.

جدول رقم (05). حجم الاستثمار المخطط والمحقق في القطاع الصناعي (1967-1977) الوحدة: مليار دينار

حجم الاستثمار المخطط			حجم الاستثمار المحقق			
النسبة%	الإجمالي	القطاع الصناعي	النسبة%	الإجمالي	القطاع الصناعي	
48.9	10559	5168	79.2	7651	6057	المخطط الثلاثي (1967-1969)
41.5	24400	10118	53	35906	19015	المخطط الرباعي الأول (1970-1973)
43.6	110000	48000	59	110612	65314	المخطط الرباعي الثاني (1974-1977)

Source : Christian Palloix, **Industrialisation et financement lors des deux plans quadriennaux (1970-1977)**, Revue Tiers Monde, Vol. 21, No. 83, 1980, p. 537.

يظهر الجدول رقم (05) حصة القطاع الصناعي من حجم الاستثمارات المخططة والمحققة انطلاقاً من سنة 1967 إلى سنة 1977، أي خلال المخطط الثلاثي (1967-1969) و المخطط الرباعي الأول (1970-1973) والثاني (1974-1977). تشير أرقام الجدول رقم (05) إلى أن حجم الاستثمار في القطاع الصناعي في تزايد مستمر من سنة إلى أخرى. رغم هذا الارتفاع إلا أننا نلاحظ انخفاض في نسبة القطاع الصناعي مقارنة بحجم الاستثمار المخطط والمحقق الإجمالي، حيث نجد أن نسبة الاستثمار المخطط لهذا القطاع انخفضت من 48.9% إلى 41.5% ثم عاودت الارتفاع إلى 43.6، وهذا صاحبه انخفاض في نسبة الإنجاز حيث انخفضت نسبة الاستثمار المحقق لهذا القطاع من 79.2% إلى 53% ثم عاودت الارتفاع إلى 59%.

أشار Christian Palloix إلى أن الإهتمام الكبير بالقطاع الصناعي خلال المخطط الرباعي الأول (1970-1973) والثاني (1974-1977) كان على حساب قطاعات أخرى، وهذا ساهم في جعل أزمة الأجور أكثر حدة (بالأخص في المناطق الحضرية) حيث أدت إلى خلق عدة مشاكل متعلقة بالإسكان، النقل، المرافق الاجتماعية والثقافية¹.

ذكر Mustapha Mekideche أن قطاع المحروقات له عدة مساهمات رئيسية ضمن استراتيجية التنمية الاقتصادية والاجتماعية، حيث نص المخطط الرباعي الثاني (1974-1977) بأن تكون صناعة المحروقات المصدر الأساسي لتمويل القطاعات الأخرى للاقتصاد الوطني من خلال الإيرادات المتأتية عن صادرات النفط والغاز الطبيعي. وقد ركز الميثاق الوطني لسنة

¹ Christian Palloix, **Industrialisation et financement lors des deux plans quadriennaux (1970-1977)**, Revue Tiers Monde, Vol. 21, No. 83, 1980, p. 538.

1976 على هذا الدور، حيث وصف الثروة المعدنية التي تزخر بها الجزائر بأنها المصدر الحيوي الذي يغطي احتياجات الجزائر التنمية. علاوة على هذا، تم استخدام قطاع المحروقات كعامل محفز للقطاعات الأخرى من أجل خلق التكامل الصناعي حيث يتم توفير الطاقة والمنتجات الهيدروكربونية المشتقة بكميات كبيرة وبأسعار منخفضة للصناعات الأساسية¹.

يُظهر المخطط الرباعي قطاع المحروقات على أنه "محرك التطوير الاقتصادي والاجتماعي" عندما نلاحظ حجم الاستثمارات التي تمت خلال المخططين الرباعين الأول (1970-1973) والثاني (1974-1977)²:

- استفاد قطاع المحروقات بموجب المخطط الرباعي الثاني من 19.5 مليار دينار (4.9 مليار دولار)، بما يمثل 40% من حجم الاستثمار الصناعي و20% من حجم الاستثمار الوطني خلال الفترة المذكورة.
- بلغت عائدات هذا القطاع سنة 1978 ما قيمته 6.2 مليار دولار، بما يمثل 90% من عائدات البلاد خلال هذه السنة.

جدول رقم (06). حجم الاستثمار الصناعي في الفروع الصناعية المختلفة (1970-1977) الوحدة: مليون دينار

المخطط الرباعي الثاني (1974-1977)		المخطط الرباعي الأول (1970-1973)		
النسبة %	المبلغ	النسبة %	المبلغ	
40.6	19500	48.5	4573	المحروقات
2.2	1100	5.6	700	المناجم
3.1	1525	5.9	735	الكهرباء
12.1	5825	15.3	1900	صناعة الحديد والصلب
8.3	4000	4.1	512	الصناعة الكيميائية
13.0	6238	10.3	1275	الصناعة الميكانيكية والكهربائية
3.0	1420	{	575	صناعة المنسوجات
0.3	170			صناعة الجلود
3.0	1470	3.8	470	صناعة المواد الغذائية
8.5	4100	7.6	940	صناعة مواد البناء
3.4	1660 ^b	4.7	580 ^a	صناعات أخرى مختلفة
1.9	910	1.1	140	الصناعة الحرفية
100	48000	100	12400	المجموع

ملاحظة: (a) يتضمن جزءاً من الصناعة الكيميائية؛ (b) يتضمن جزءاً من الصناعة الخشبية والورقية.

Source : Wladimir Andreff, Abderrahman Hayab, **Les priorités industrielles de la planification algérienne sont-elles vraiment « Industrialisantes » ?**, Revue Tiers Monde, Vol.19, No.76, 1978, p. 876.

يوضح الجدول رقم (06) بشكل مفصل توزيع حجم الاستثمارات عبر عدة فروع صناعية مختلفة خلال المخطط الرباعي الأول (1970-1973) والمخطط الرباعي الثاني (1974-1977). تحتل المحروقات قمة قائمة الفروع الصناعية حيث تم تصنيفها بالإضافة إلى صناعة الحديد والصلب كصناعات أساسية تشكل نواة التصنيع في الجزائر.

¹ Mustapha Mekideche, **Le secteur des hydrocarbures : Quelle contribution au développement économique social de l'Algérie?**, Revue Tiers Monde, Vol. 21, No. 83, 1980, pp. 510-511.

² Ibid., p. 511.

يمكن أن نلاحظ من خلال نفس الجدول أن هناك إرتفاع في حجم الاستثمارات المخصصة للقطاع الصناعي خلال المخطط الرباعي الثاني، حيث بلغ مجموع هذه الاستثمارات 48000 مليون دينار مقارنة مع المخطط الرباعي الأول الذي بلغ حجم الاستثمار الكلي فيه 12400 مليون دينار (ارتفاع بحوالي 287%).

تُشكل كل من الفروع التالية: المحروقات، صناعة الحديد والصلب، الصناعة الكيميائية، الصناعة الميكانيكية والكهربائية ما نسبته 75% من إجمالي حجم الاستثمارات المخصصة للقطاع الصناعي. وقد ركزت استراتيجية التنمية الجزائرية خلال هذه الفترة على أولوية مراكمة رأس المال بدلاً من الاستهلاك، وأولوية التصنيع على التنمية الزراعية. بعبارة أخرى، أولوية تنمية قطاع السلع الرأسمالية على قطاع السلع الاستهلاكية¹.

قبل المخططين الرباعين الأول والثاني كان القطاع الفلاحي يحظى بمكانة هامة ضمن الاقتصاد الوطني، لكن بعد إقرار المخطط الرباعي الأول (1970-1973) إنخفضت أهمية هذا القطاع "نسبياً" نتيجة لتركيز الدولة الكبير على القطاع الصناعي. لذلك، حل القطاع الفلاحي في المركز الثاني بعد القطاع الصناعي من حيث الأهمية خاصة وأن هذا الأخير يضم نسبة عالية من اليد العاملة الجزائرية².

رغم التوجه الكبير نحو الصناعة، أكدت ديباجة المخطط الرباعي الأول (1970-1973) على وجوب تطوير القطاع الفلاحي حيث أشارت إلى أن "التصنيع يسير جنباً إلى جنب مع الثورة الزراعية التي تهدف إلى إعادة الهيكلة الكاملة للإنتاج، وتساهم في توفير الطعام والغذاء بشكل أفضل للسكان المتزايد عددهم بسرعة من خلال الإستخدام المكثف للإمكانات الطبيعية، وهذا من شأنه أن يؤدي إلى إعادة تشكيل حقيقة المشهد الفلاحي الجزائري مما يدفع إلى تحول جذري في ظروف المعيشة والعمل في الريف"³.

أشار René Van Malder إلى أن الجهود "السياسية" التي حاولت دعم القطاع الفلاحي خلال فترة التسيير الاشتراكي للمؤسسات الاقتصادية لم يكن لها أثر فعال على أرض الواقع. من بين الأهداف التي تم العمل عليها خلال هذه الفترة ما يلي⁴:

- ضمان توسع السوق الداخلي من أجل السماح بتدفق الإنتاج الصناعي الوطني (مثل: الجرارات الفلاحية في قسنطينة)، أي ضرورة إيجاد منافذ داخلية للقطاع الصناعي الفلاحي نتيجة محدودية المنافذ الخارجية؛
- تقليل الاعتماد على السوق الخارجي من خلال تقليل الواردات من المنتجات الفلاحية وتخصيص الأموال التي تم توفيرها لشراء السلع الانتاجية؛
- تطوير إنتاج فلاحى أكثر توازناً عن طريق زيادة إنتاج الغذاء والمواد الخام الزراعية؛
- كبح تدهور القوة الشرائية والوضع الإقتصادي لسكان الريف؛
- وقف الهجرة الجماعية نحو المدن التي أدت إلى خلق مصادر توتر في ضواحي المدن (الجزائر العاصمة: ارتفاع عدد السكان من 500000 نسمة إلى 1700000 نسمة ما بين 1962 و 1973).

تعكس الأرقام الخاصة بصادرات وواردات المنتجات الغذائية فشل القطاع الفلاحي خلال فترة التسيير الاشتراكي. بالنسبة للمنتجات الغذائية الواردة، إرتفعت نسبة هذه الواردات من 14% سنة 1960 إلى 18% سنة 1973 وهذا يشير إلى ظهور

¹ Wladimir Andreff, Abderrahman Hayab, **Les priorités industrielles de la planification algérienne sont-elles vraiment « Industrialisées » ?**, Revue Tiers Monde, Vol.19, No.76, 1978, pp. 876-877.

² Jeanne Brogini, **L'agriculture Algérienne dans le plan quadriennal (1970-1973)**, Cahiers de la Méditerranée, No. 3, 1971, p. 35.

³ Abdelkader Sid Ahmed, **Le développement et l'agriculture en Algérie depuis l'indépendance**, Afrique et Développement, Vol. 06, No. 03, 1981, p. 29.

⁴ René V. Malder, **La révolution agraire en Algérie : Tournant politique ou infléchissement technique?**, Civilisations, Vol. 25, No. 3/4, 1975, p. 254.

بعض المشاكل التي أثرت بشكل سالب على إنتاجية القطاع الفلاحي. من جهة أخرى، تشير الأرقام الخاصة بصادرات المنتجات الغذائية إلى انخفاض في حجم تصدير هذا النوع من المنتجات، حيث كانت تشكل 56% من إجمالي الصادرات سنة 1960 و 49% سنة 1965 و 20% سنة 1970 ثم 7% سنة 1974. يمكن اعتبار هذا الانخفاض مؤشراً إيجابياً إذا كان الاقتصاد يشهد إعادة هيكلة صارمة للقطاع الفلاحي من أجل تلبية الطلب الداخلي، لكن للأسف يعكس هذا الانخفاض تدهوراً عاماً في القطاع الفلاحي.

الفرع الثاني: أسباب فشل نظام التسيير الاشتراكي

عرف الاقتصاد الوطني ضعفاً في الأداء خلال السنوات الأخيرة من مرحلة التسيير الاشتراكي، ونتيجة لهذا قررت جبهة التحرير الوطني عقد المؤتمر الرابع لها سنة 1979 بهدف تقييم الوضع الاقتصادي والاجتماعي للفترة ما بين (1967-1978)¹. من خلال المؤتمر الرابع لجبهة التحرير الوطني تم تحديد مجموعة من الاختلالات المتعلقة بتنظيم وتسيير الاقتصاد الوطني وهي كما يلي:

- ارتفاع تكاليف التطوير؛
 - ضعف في استغلال الطاقة الإنتاجية؛
 - ضعف التكامل الاقتصادي؛
 - تنامي البيروقراطية الإدارية للإقتصاد؛
 - محدودية كفاءة الجهاز الاقتصادي والاجتماعي.
- وقد وجهت من خلال هذا المؤتمر عدة إنتقادات للمؤسسات العمومية الاشتراكية بخصوص²:
- الاستدانة المفرطة؛
 - الاختلالات المالية الكبيرة؛
 - الاعتماد التكنولوجي على الخارج؛
 - كفاءة منخفضة في الإنتاج؛
 - مناخ إجتماعي متوتر؛
 - الإختلاس الإقتصادي.

لقد أدى التسيير الاشتراكي للمؤسسات الاقتصادية إلى تدهور الأداء الاقتصادي والمالي للبلاد، حيث إرتفع السحب على المكشوف من 4 مليار دينار سنة 1973 إلى أكثر من 12 مليار دينار سنة 1978، كما بلغ إجمالي مديونية المؤسسات الصناعية الاشتراكية أكثر من 80 مليار دينار أي ما يعادل 94% من الناتج المحلي الإجمالي. علاوة على هذا، ارتفع العجز التشغيلي للقطاع الصناعي (باستثناء المحروقات) ما بين 1973 و 1978 من 408 مليون دينار إلى 1.88 مليار دينار. أوصت المبادئ التوجيهية التي وضعها المؤتمر الرابع لجبهة التحرير الوطني إلى ضرورة القيام بإصلاحات من شأنها أن تقود إلى إعادة الهيكلة الشاملة والعميقة للمؤسسات الاشتراكية وذلك من خلال³:

- تبسيط وتقديم تعريف أكثر دقة لمهام كل مؤسسة اشتراكية؛
- تكييف نشاط المؤسسة الاشتراكية مع الأهداف المخططة الموكلة لها؛
- دعم اللامركزية وتعزيز وسائل التنفيذ التي يجب أن تتكيف مع الأهداف المخطط لها؛

¹ Nacer-Eddine Sadi, Op. Cit., p. 31.

² Ibid., p. 32.

³ Nacer-Eddine Sadi, Op. Cit., p. 32.

- توزيع أفضل للمهارات من حيث التجارة والتوزيع بين مختلف المشغلين الوطنيين.

المبحث الثاني: المؤسسة الاقتصادية الجزائرية بعد 1980

أدى فشل نظام التسيير الاشتراكي للمؤسسات الاقتصادية إلى قيام الدولة الجزائرية بعدة إصلاحات هيكلية هدفت إلى إعادة تشكيل المؤسسات الاقتصادية الكبيرة. أدت هذه العملية ذات الأهمية الاقتصادية والمالية الكبيرة إلى تفكيك المؤسسات الاقتصادية الكبيرة -التي يصعب إدارتها- إلى مؤسسات صغيرة أكثر تخصصاً¹. مرت المؤسسات الاقتصادية انطلاقاً من سنة 1980 بمرحلة إعادة هيكلة المؤسسة الاقتصادية، مرحلة إستقلالية المؤسسة الاقتصادية، ومرحلة خوصصة المؤسسة الاقتصادية في ظل التوجه نحو إقتصاد السوق.

المطلب الأول: مرحلة إعادة هيكلة المؤسسة الاقتصادية (1980-1988)

تناولنا سابقاً المراحل التي مرت بها المؤسسة الاقتصادية الجزائرية قبل 1980، وقد أشرنا إلى عدة مخططات وهي: المخطط الثلاثي الأول (1967-1969)؛ المخطط الرباعي الأول (1970-1973) والمخطط الرباعي الثاني (1974-1977). ساهمت هذه المخططات في ظهور العديد من المؤسسات الاقتصادية التي فشل البعض منها في تحقيق التطلعات الاقتصادية المراد تحقيقها والتي كانت طرفاً مهماً فيها.

الفرع الأول: مفهوم وأهداف إعادة الهيكلة

بعد فشل التسيير الاشتراكي للمؤسسات الاقتصادية في الجزائر أقرت الدولة مرحلة إعادة الهيكلة التي سوف نتطرق إليها من خلال هذا الفرع.

1. مفهوم إعادة الهيكلة

برزت فكرة إعادة الهيكلة خلال المخطط الخماسي الأول (1980-1984) حيث مرت عملية إعادة هيكلة المؤسسات الاقتصادية العمومية بمرحلة إعادة الهيكلة العضوية ثم مرحلة إعادة الهيكلة المالية، وهذا من أجل تقديم نفس جديد للمؤسسات الاقتصادية من أجل أن تساهم في إنعاش النمو الاقتصادي للبلاد والقضاء على المشاكل التي رافقت مرحلة التسيير الاشتراكي للمؤسسات الاقتصادية².

تشير الإجراءات المتعلقة بإصلاح المؤسسة إلى مصطلح "إعادة الهيكلة" والذي يتم تعريفه على أنه "مجموعة الاجراءات التي تستهدف تصويب الهياكل الفنية أو الاقتصادية أو المالية، بما يمكن الإستمرار في نشاط المؤسسة." هذه الإجراءات تأتي في العادة من أجل خصخصة المؤسسات العمومية، لكن بالنسبة لإعادة الهيكلة التي شملت المؤسسات العمومية الجزائرية لم تكن خصخصة المؤسسات العمومية الهدف الرئيسي بل كان الهدف من هذه الإجراءات مواجهة سلبيات الوضعية الاقتصادية، لا سيما العجز الذي كانت تعانيه المؤسسة العمومية³.

ذكر كمال آيت منصور أن إعادة هيكلة المؤسسات العمومية كان إجراءً صعباً وإستغرق مدة زمنية طويلة لتحقيق ذلك، وهذا بسبب طبيعة الظروف الاقتصادية السائدة في الدولة الجزائرية التي كان يخضع فيها القطاع العام للنظام الموجه أما القطاع الخاص فقد تم تهميشه، بالإضافة إلى بروز تناقضات في مفهوم المؤسسة العمومية الاقتصادية⁴.

2. أهداف مرحلة إعادة الهيكلة

¹ Mustapha Menouer, L'autonomie de l'entreprise publique en Algérie : La fin de l'hégémonie étatique, Annuaire de l'Afrique du Nord, 1991, p. 374.

² الطيب داودي، عبد الحق ماني، مرجع سبق ذكره، ص 134.

³ كمال آيت منصور، الإجراءات التحضيرية لخصخصة المؤسسة العمومية الاقتصادية، مجلة إدارة، المجلد 19، العدد 02، 2009، ص 34.

⁴ كمال آيت منصور، مرجع سبق ذكره، ص 35.

تهدف عملية إعادة الهيكلة حسب المرسوم رقم (80-242) إلى الارتقاء نحو التلبية المتزايدة لاحتياجات الاقتصاد واحتياجات المواطنين في إطار انجاز أهداف المخطط الوطني للتنمية الاقتصادية والاجتماعية، ووفقا للمبادئ المنصوص عليها في المادة الأولى من نفس المرسوم وذلك عن طريق¹: (1) تحسين ظروف سير الاقتصاد؛ (2) تحكم أكثر في جهاز الانتاج؛ و (3) الالتزام بنتائج أنشطة المؤسسات على ضوء الأهداف التي رسمها التخطيط الوطني. وبهذه الصفة، تستهدف إعادة هيكلة المؤسسات ما يلي:

- تشجيع المبادرات المبدعة التي تقوم بها هيئات المؤسسة ووحداتها بهدف الاستعمال العقلاني للكفاءات البشرية والتعبئة الفعلية لموارد المؤسسة المادية، سعياً لتحقيق أقصى ما يمكن من الانتاجية والمزيد من الانتاج الوطني كما وكيفا؛
 - دعم اللامركزية وتوزيع السلطة في تسيير الأنشطة الخاصة بإنتاج الموارد وإسداء الخدمات بفضل تحديد مستويات الاضطلاع بالمؤسسات على اختلاف أنواعها، ولا سيما على مستوى وحدات الانتاج؛
 - إقامة علاقة تكاملية، سواء بين المؤسسات التابعة للقطاع الواحد أو التابعة لقطاعات متعددة، على أساس تحديد تعاقدية في علاقتها مع مراعاة انسجام النسب والأهداف والآجال المخصصة؛
 - توخي الملاءمة القصوى بين حجم المؤسسة ومستوى عملها واختصاصها الاقليمي مع مراعاة الدور التكميلي المنوط بالمؤسسات المحلية؛
 - القيام بتمويل المؤسسات والسكان بانتظام وجودة، عن طريق التخطيط الدقيق والفعال للمبادلات عبر مجموع التراب الوطني، وذلك لمواجهة الاحتجاجات والحتميات الناتجة عن تطبيق السياسة الاقتصادية والاجتماعية بصفة عامة، والتوازن الجهوي بصفة خاصة.
- وفق المرسوم رقم 80-242 يتطلب الشروع في أعمال إعادة الهيكلة²: (1) لجنة وزارية مشتركة تسمى "اللجنة الوطنية لإعادة هيكلة المؤسسات"؛ (2) لجان وزارية تسمى "اللجان الوزارية لإعادة هيكلة المؤسسات" وهذا في كل قطاع يكون موضوع إعادة للهيكلة.
- تتمثل مهمة اللجنة الوطنية لإعادة هيكلة المؤسسات في دراسة الشروط العامة لتطبيق التوجيهات التي تقرها الحكومة في مجال إعادة هيكلة المؤسسات وتخطيط الأعمال التي يجب أن تقوم بها مختلف قطاعات الاقتصاد وتنسيقها ومراقبتها لأجل تطبيق تلك التوجيهات، وتشكل هذه اللجنة من الأطراف التالية:
- وزير التخطيط والتهيئة العمرانية أو ممثله، رئيساً؛
 - مسؤول قسم التسيير الاشتراكي بالحزب؛
 - ممثلان عن وزارة العمل والتكوين المهني؛
 - ممثلان عن الوزارات المعنية عند إنعقاد الجلسات المخصصة للمؤسسات التابعة لقطاعها؛
 - ممثلان عن وزارة التجارة يشاركان في الأشغال بقوة القانون عندما تشمل إعادة هيكلة إحدى المؤسسات التي تكون حيز الدراسة، تعديلاً في شبكات التوزيع و/ أو يكون لها إنعكاس مباشر على عمليات التجارة الخارجية؛

¹ المادة 2 من المرسوم رقم 80-242، مؤرخ في 24 ذي القعدة عام 1400 الموافق 4 أكتوبر سنة 1980، يتعلق بإعادة هيكلة المؤسسات، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، عدد 41 صادر في 27 ذو القعدة عام 1400 الموافق 7 أكتوبر سنة 1980.

² المواد 6، 7، 8، 12 و 16 من المرسوم رقم 80-242، مؤرخ في 24 ذي القعدة عام 1400 الموافق 4 أكتوبر سنة 1980، يتعلق بإعادة هيكلة المؤسسات، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، عدد 41 صادر في 27 ذو القعدة عام 1400 الموافق 7 أكتوبر سنة 1980.

- ممثلان عن الأمانة العامة للإتحاد العام للعمال الجزائريين أو الإتحاد الوطني للفلاحين الجزائريين حسب الحالة.
- تتمثل مهمة اللجان الوزارية لإعادة هيكلة المؤسسات في تحليل المسائل العامة لتنظيم الهياكل التابعة لقطاعها، وإقتراح جميع التدابير المتعلقة بتطبيق التوجيهات التي تقررها الحكومة في هذا المجال على اللجنة الوطنية، وتتشكل هذه اللجنة من الأطراف التالية:
- الوزير المعني أو ممثله، رئيساً؛
- ممثلون عن الوزارة المعنية؛
- المديرون العامون لدى المؤسسات التابعة للقطاع؛
- رؤساء مجالس العمال الموسعة التابعون لمؤسسات القطاع، أو على الأقل الكاتب العام لنقابة المؤسسة؛
- ممثل عن مكتب فيدرالية الإتحاد العام للعمال الجزائريين المعنية، أو الإتحاد الوطني للفلاحين الجزائريين بالنسبة للمؤسسات التابعة للقطاع الفلاحي.

الفرع الثاني: إعادة الهيكلة العضوية للمؤسسة الاقتصادية

ابتداءً من سنة 1980 قامت الدولة الجزائرية بالتخلي عن استراتيجية "الصناعات المصنعة" والتحول نحو مفهوم التصنيع حسب الاحتياجات الاجتماعية المدعوم بإعادة الهيكلة العميقة للاقتصاد الوطني والتزام الدولة بسداد ديونها الخارجية. بعد الأزمة النفطية الثانية (1979-1980) كان لابد من إعادة هيكلة القطاع العام، حيث شكلت مرحلة إعادة الهيكلة العضوية نقطة البداية لتليها مرحلة إعادة الهيكلة المالية للمؤسسات العامة¹.

جدول رقم (07). مؤسسات القطاع العام بعد إعادة الهيكلة العضوية

القطاعات	عدد المؤسسات قبل إعادة الهيكلة العضوية	عدد المؤسسات بعد إعادة الهيكلة العضوية
قطاع الفلاحة	07	23
قطاع الصناعة؛ المناجم؛ الطاقة	17	126
قطاع الإعلام؛ الثقافة؛ السياحة	08	45
قطاع الأشغال العمومية والسكن	12	101
قطاع الصحة	01	04
قطاع التجارة	07	28
قطاع البريد والمواصلات	01	02
القطاع المالي	08	12
قطاع النقل	09	34
المجموع	70	375

Source : Nacer-Eddine Sadi, **La privatisation des entreprises publiques en Algérie : Objectifs, modalités et enjeux**, 2^{ème} Édition, Office des Publications Universitaires, Alger, Algérie, 2006, p. 33.

يوضح الجدول رقم (07) عدد المؤسسات العمومية في مختلف القطاعات الاقتصادية قبل وبعد إعادة الهيكلة العضوية حيث ارتفع عدد هذه المؤسسات بحوالي الخمسة أضعاف. يمكن أن نلاحظ من خلال نفس الجدول، أنه تم تقسيم المؤسسات العمومية الاقتصادية الكبيرة الحجم إلى عدة مؤسسات إقتصادية متوسطة وصغيرة الحجم، حيث بلغ إجمالي هذه الأخيرة 375 مؤسسة، أي ارتفاع بنسبة 435%.

¹ Hamamda M. Tahar, **Privatisation des entreprises publiques en Algérie**, Géoéconomie, No. 56, 2011, p. 136.

لقد كان لتطبيق إعادة الهيكلة العضوية آثار إيجابية على الاقتصاد الوطني حيث إرتفع الناتج المحلي الإجمالي خارج المحروقات من 79.7 مليار دينار إلى 122.8 مليار دينار بمعدل نمو نسبته 44.1% ما بين 1979 و 1982، ثم سجل إرتفاع آخر من 142 مليار دينار إلى 220.3 مليار دينار بمعدل نمو نسبته 78.3% ما بين 1983 و 1987. تعكس هذه النتائج الايجابية فعالية إعادة الهيكلة الداخلية حيث وصلت معدلات استخدام الطاقة الانتاجية إلى متوسط وطني بلغ 70% سنة 1984 مقابل 45% سنة 1980، كما تجاوز معدل نمو إنتاجية العمل 6% ما بين 1984 و 1985 بينما لم يتجاوز 2% خلال الفترة ما بين 1967 و 1978¹.

يوضح الجدول رقم (08) وبشكل مفصل عدد المؤسسات المنبثقة عن المؤسسات الاقتصادية الكبرى حسب كل نشاط والتي شكلت محور إستراتيجية التنمية الاقتصادية والاجتماعية ما بعد 1980.

جدول رقم (08). قائمة لأبرز المؤسسات العمومية قبل وبعد إعادة الهيكلة العضوية

النشاط	المؤسسة الأصلية قبل إعادة الهيكلة العضوية	المؤسسات المنبثقة بعد إعادة الهيكلة العضوية
الصناعات الخفيفة	المؤسسة الوطنية لإدارة وتنمية الصناعات الغذائية (SOGEDIA)	- المؤسسة الوطنية للمواد الدهنية (ENCG)؛ المؤسسة الوطنية للعصائر والمعلبات الغذائية (ENAJUC)؛ المؤسسة الوطنية لإنتاج السكر (ENASUCRE).
	المؤسسة الوطنية للصناعات الجلدية (SONIPEC)	- المؤسسة الوطنية لصناعة الجلود (ENIPEC)؛ المؤسسة الوطنية لصناعة الأحذية والمنتجات الجلدية (EMAC)؛ المؤسسة الوطنية لتطوير الصناعات التحويلية (ENEDIM)؛ المؤسسة الوطنية لتوزيع الأحذية والمنتجات الجلدية (DISTRICH).
	المؤسسة الوطنية للصناعات النسيجية (SONITEX)	- المؤسسة الوطنية لصناعة الملابس والجوارب (ECOTEX)؛ المؤسسة الوطنية للصناعات النسيجية (ELATEX)؛ المؤسسة الوطنية للصناعات المنسوجات الحريرية (SOITEX)؛ المؤسسة الوطنية للصناعات المنسوجات الصناعية (INDITEX)؛ مؤسسات إقليمية لصناعة النسيج القطني في باتنة، دراع بن خدة، الأغواط وسببو؛ المؤسسة الوطنية لتوزيع المنتجات النسيجية (DISTRITEX).
	المؤسسة الوطنية للأخشاب والفلين (SNLB)	- المؤسسة الوطنية للفلين ومنتجات العزل المصنوعة من الفلين (ENL)؛ المؤسسة الوطنية للتجارة العامة الجاهزة (ENMGP)؛ المؤسسة الوطنية للمفروشات وتصنيع الأخشاب (ENATB)؛ المؤسسة الوطنية للأدوات المعدنية والأقفال (ENASQS).
	الصيدلية المركزية الجزائرية (PCA)	- المؤسسة الوطنية لإنتاج المستحضرات الصيدلانية (SAIDAL)؛ مؤسسات توزيع الأدوية الوطنية في الجزائر، قسنطينة، وهران.
		- المؤسسة الوطنية لمعدات الأشغال العامة

¹ Abderrazek Ferhat, L'effort de restructuration de l'économie algérienne, Revue AL-Ijtihad, Vol. 04, No. 02, 2015, p. 07.

(ENMTP)؛ المؤسسة الوطنية لإنتاج البراغي والصمامات (ENBCR)؛ المؤسسة الوطنية لإنتاج الأدوات الآلية (ENPMO)؛ المؤسسة الوطنية لإنتاج المعدات الزراعية (ENPMA)؛ المؤسسة الوطنية لإنتاج المعدات الهيدروليكية (ENFMH)؛ المؤسسة الوطنية لإنتاج المركبات الخاصة، الدراجات الهوائية والدراجات النارية (ENPVP)؛ المؤسسة الوطنية للمركبات الصناعية (SNVI)؛ المؤسسة الوطنية للهندسة الميكانيكية (ENEM)؛ المؤسسة الوطنية لتوزيع المعدات الصناعية (ENDEI)؛ المؤسسة الوطنية لتوزيع المركبات الخاصة، الدراجات الهوائية والدراجات النارية (ENDVP).	المؤسسة الوطنية للإنشاءات الميكانيكية (SONACOME)	الصناعات الثقيلة
- المؤسسة الوطنية للصناعات الإلكترونية (ENIE)؛ المؤسسة الوطنية للصناعات الكهروتقنية (ENEL)، المؤسسة الوطنية لصناعة الكوابل (ENICAB)؛ المؤسسة الوطنية لصناعة الأجهزة المنزلية (ENIEM)؛ المؤسسة الوطنية للمنتجات الكهروكيميائية (ENPEC)؛ المؤسسة الوطنية للمصاعد (ENASC)؛ المؤسسة الوطنية للاتصالات (ENTC).	المؤسسة الوطنية لتصنيع وتجميع الأجهزة الكهربائية والإلكترونية (SONELEC)	الصناعات الثقيلة
- المؤسسة الوطنية للكهرباء والغاز (SONELGAZ)؛ المؤسسة الوطنية لأعمال الكهرباء (KAHRIF)؛ المؤسسة الوطنية لأعمال الكهربائية والتجميع (KAHRAKIB)؛ المؤسسة الوطنية لإنشاء خطوط الأنابيب (KANAGHAZ)؛ المؤسسة الوطنية لأجهزة القياس والتحكم (ENAMC)؛ المؤسسة الوطنية للتجميع الصناعي (ETTERKIB)؛ المؤسسة الوطنية لإنشاء البنية التحتية للطاقة (INERGA).	المؤسسة الوطنية للكهرباء والغاز (SONELGAZ)	الصناعات الثقيلة
- المؤسسة الوطنية لتحويل ونقل وتسويق المحروقات (SONATRACH)؛ المؤسسة الوطنية للأسمدة والمنتجات العضوية النباتية (ASMIDAL)؛ المؤسسة الوطنية للحفر (ENAFOR)؛ المؤسسة الوطنية للجيوفيزياء (ENAGEO)؛ المؤسسة الوطنية للأعمال البترولية الكبرى (ENGTP)؛ المؤسسة الوطنية للصناعات البتروكيماوية (ENIP)؛ المؤسسة الوطنية للبلاستيك والمطاط (ENPC)؛ المؤسسة الوطنية لتكرير وتوزيع المنتجات البترولية	المؤسسة الوطنية لتحويل ونقل وتسويق المحروقات (SONATRACH)	الطاقة والصناعات البتروكيماوية

(NAFTAL)؛ المؤسسة الوطنية لخدمات الآبار (ENSP)؛ المؤسسة الوطنية لأعمال الآبار (ENTP)؛ المؤسسة الوطنية لخطوط الأنابيب (ENAC)؛ المؤسسة الوطنية للمهندسة المدنية والبناء (ENGCB).		
- المؤسسة الوطنية لأعمال الطرق (SONATRO)؛ المؤسسة الوطنية لأعمال البناء (ENGOA)؛ مؤسسات أعمال الطرق العامة في الوسط (EPTR-) في (CENTER)، في الشرق (EPTR-EST)، في الجنوب الشرقي (EPTR-SUD-EST).	المؤسسة الوطنية لأعمال الطرق (SONATRO)	الأشغال العمومية
- مؤسسة الأعمال البحرية الوطنية بالشرق (SOTRAMEST)، وبالغرب (SOTRAMO).	المؤسسة الوطنية للأعمال البحرية (SONATRAM)	
- المؤسسة الوطنية لأعمال البنية التحتية للاتصالات (SONATITE)؛ المؤسسة الوطنية للدراسات وإنشاء البنى التحتية للبريد والاتصالات (ENERIPT).	المؤسسة الوطنية لأعمال البنية التحتية للاتصالات (SONATITE)	
- المكاتب الإقليمية للألبان ومنتجات الألبان في الوسط (ORLAC)، في الشرق (ORELAIT)، في الغرب (OROLAIT).	المكتب الوطني للألبان ومنتجات الألبان (ONALAIT)	التجارة
- المؤسسة الوطنية للكتاب (ENAL)؛ مكتب النشر الجامعي (OPU)؛ المؤسسة الوطنية للصحافة (ENAMEP)؛ المؤسسة الوطنية للطباعة التجارية (ENIC)؛ المؤسسة الوطنية لفنون الجرافيك (ENAG)؛ المؤسسة الوطنية للمستلزمات التعليمية و الثقافية (ENAFEC).	المؤسسة الوطنية للنشر والتوزيع (SNED)	
- المؤسسة الوطنية لتشغيل خدمات النقل الجوي المحلي والأعمال الجوية (IAS)، المؤسسة الوطنية لإدارة خدمات النقل الجوي الدولي العام (AIR-) (ALGERIE).	مؤسسة النقل الجوي الوطنية (AIR -ALGERIE)	

Source: Fenixx Réédition, **Les 500 premières entreprises publiques algériennes**, 1^{er}

Edition, Ediafric-Ic Publications, Paris, France, 1986, pp. 17-23. (بتصرف)

يرى Samir Marouf أن إعادة الهيكلة العضوية أهملت معالجة نقطة حرجية تتمثل في استمرار اعتماد المؤسسات الصناعية على الجانب الخارجي للحصول على الإمدادات اللازمة لإنتاج المنتجات النهائية، وهذا من شأنه أن يشكل عائقاً على المدى الطويل لهذه المؤسسات. أي إنقطاع في الإمدادات الخارجية سيؤدي تلقائياً إلى صعوبات في الإنتاج وفي استخدام القدرات الإنتاجية، كما أن أي ارتفاع في نمو الانتاج الصناعي سيؤدي أيضاً إلى تفاقم القيود الخارجية¹.

¹ Samir Marouf, **Le redéploiement industriel en Algérie : Entre reconquête et adaptation**, Vol. 25, No. 90, 2009, p. 51.

رغم الايجابيات التي قدمتها إعادة الهيكلة العضوية للإقتصاد الوطني الا أنها لم تخلو من عدة نقائص، حيث أشار Abderrazek Ferhat إلى أن تفكك المؤسسات الاقتصادية الكبيرة أدى إلى تضخم المشاكل القانونية والمحاسبية بين المؤسسات الجديدة وإدارتها المركزية. من جهة أخرى، أدى الفصل بين وظائف الإنتاج والتوزيع إلى جعل الوحدات الانتاجية تعتمد على مؤسسات التسويق لبيع منتجاتها. علاوة على هذا، أدى استمرار عدم التوازن المالي للمؤسسات الاقتصادية العمومية إلى اللجوء المكثف إلى السحب على المكشوف من البنوك وهذا كشف عن ضرورة القيام بإعداد خطة لإعادة الهيكلة المالية لهذه المؤسسات¹.

يرى بعض المختصين أن عملية إعادة الهيكلة العضوية كانت بعيدة عن المعايير العالمية المتعلقة بإعادة الهيكلة، حيث أن سياسة الجزائر إقتصرت على تفكيك المؤسسات الكبيرة إلى مؤسسات متوسطة وصغيرة الحجم ولم تهدف إلى وضع خطط وبرامج على المدى الطويل لكل مؤسسة كعلاج لها، بعد القيام بتحليل دقيق للأزمة التي كانت تعانيها كل مؤسسة على حدى. لم تتوصل عملية إعادة الهيكلة العضوية إلى تحقيق أهدافها ولو جزئياً نظراً لتدهور نتائجها وظروف عملها².

الفرع الثالث: إعادة الهيكلة المالية للمؤسسة الاقتصادية

تُعرف مرحلة إعادة الهيكلة المالية على أنها مرحلة إعادة التوزيع الجغرافي لمراكز إتخاذ القرار وهي تتويج لمرحلة إعادة الهيكلة العضوية. تمثل الغرض الرئيسي لهذه المرحلة في إعادة هيكلة ديون المؤسسة عن طريق إعادة تنظيم سجلات الفائدة ورأس المال، بالإضافة إلى تصفية الذمم بين المؤسسات³. بعبارة أخرى، إعادة الهيكلة المالية هي المرحلة التي يتم فيها إصلاح الوضع المالي المخرج للمؤسسة بعد تخصيص الموارد في مرحلة إعادة الهيكلة العضوية⁴.

يمكن القول أن الوضعية المالية التي كانت عليها المؤسسة الاقتصادية الجزائرية بعد إعادة الهيكلة العضوية لم تكن وفق الشكل المرغوب فيه. لقد عانت المؤسسة الاقتصادية من عدة مشاكل مالية بسبب العبء الاجتماعي والسياسي الذي دفعها نحو اللجوء للإقتراض من البنوك من أجل تخفيف هذا العبء، بالأخص دفع الأجور، وهذا جعلها عرضة لتحمل الأعباء المالية المتراكمة المتعلقة بهذا القرار⁵.

هناك عدة أسباب دفعت نحو إعادة الهيكلة المالية للمؤسسات الاقتصادية العمومية نذكر منها⁶:

- المردودية المالية السلبية: يعود سبب المردودية السلبية إلى ثلاث عوامل رئيسية: (1) التحديد المسبق للأسعار من طرف الدولة دون الأخذ بعين الإعتبار أسعار التكلفة الحقيقية للمنتوج، وهذا ما أثر على حجم الأموال المخصصة لإعادة تمويل عملية الإنتاج. بعبارة أخرى، مقدار التمويل الذاتي اللازم للإستمرار في القيام بأنشطة المؤسسة الإنتاجية، (2) الأعباء الضريبية التي عانت منها المؤسسات الاقتصادية العمومية والتي زادت من احتياجات الخزينة، (3) عدم وفاء المتعاملين بالتزاماتهم تجاه هذه المؤسسات في الآجال المحددة مما ساهم في إحداث خلل في دورة الاستغلال للعملية الإنتاجية الواحدة؛

¹ Abderrazek Ferhat, Op. Cit., p. 08.

² عيسى بحدى، ملامح هيكلة المؤسسة الشبكية، مجلة الباحث، المجلد 03، العدد 03، 2005، ص 09.

³ عبد الرحمن بن عنتر، مرجع سبق ذكره، ص 115.

⁴ Kouider Boutaleb, **La problématique de la gouvernance d'entreprise**, Revue d'Économie et de Management, Vol. 07, No. 01, 2008, p. 181.

⁵ كمال آيت منصور، مرجع سبق ذكره، ص 40.

⁶ الطيب داودي، عبد الحق ماني، مرجع سبق ذكره، ص 138.

- التزايد المستمر لمديونية المؤسسة: أدى قيام المؤسسات الاقتصادية المستمر باستخدام القروض كأداة لتمويل مراحل دورة الاستغلال إلى تفاقم حجم ديونها، خاصة وأن النتائج المالية لم تكن كافية لتسديد القروض المتحصل عليها عند تاريخ الإستحقاق. من جهة أخرى، أدى الطلب على القروض بهدف تسديد القروض السابقة إلى خلق مشكل مالي كبير إستلزم الإسراع بإعادة الهيكلة المالية.
- خلاصة القول هي أن لجوء الدولة الجزائرية إلى إعادة الهيكلة المالية كان بسبب استمرار المؤسسات الاقتصادية في تحقيق النتائج المالية السلبية لفترة زمنية طويلة مما أدى إلى ظهور أزمة المديونية لدى هذه المؤسسات وتفاقمها مع مرور الوقت. بالتالي، أصبح من الضروري وضع خارطة عمل قصد تحقيق جملة من الأهداف التي تخدم مصلحة المؤسسة الاقتصادية العمومية.¹
- جاءت مرحلة إعادة الهيكلة المالية لتحقيق عدة أهداف وهي كما يلي²:
 - تأمين التوازن المالي للمؤسسة وضمان إستمرارية نشاطها؛
 - تخصيص المؤسسة العمومية للأموال الخاصة ولرأس المال العام؛
 - إعادة هيكلة ديون المؤسسة بإعادة برمجة مستحقي الفوائد والديون؛
 - تسهيل الديون بين المؤسسات.
- ذكر Ahmed Bouyacoub أن إعادة الهيكلة العضوية والمالية للمؤسسات العمومية شكلت الإصلاح الرئيسي الذي تم إعتماده وتنفيذه بهدف تحويل أسلوب أو نمط الإدارة السائد في تلك الفترة. وهذا ما أدى إلى ظهور آليات جديدة للإدارة جزء من إعادة الهيكلة المتعلقة بهذه المؤسسات ومنها ما يتعلق بالجانب المالي (آليات الإدارة الجديدة المتعلقة برأس المال) التي ساهمت، بطريقة ما، في إعادة تعريف رأس المال الذي تستخدمه المؤسسة العمومية³:
- تطلبت إعادة تعريف أصول المؤسسة المعاد هيكلتها جرداً فعالاً لجميع أصولها المادية والمالية، وهذا ما يسمح للمؤسسة بإعادة تحديد متطلباتها من رأس المال ورأس المال العامل؛
- تصبح مراقبة وصيانة المعدات هدفاً إدارياً: تقدم صعوبة استيراد المعدات علاقة جديدة بين العامل والآلة بحث تتحول من مجرد موضوع للإستهلاك إلى أداة للإنتاج؛
- تتم مراقبة مخزون المواد الخام والمنتجات الشبه المصنعة بشكل متزايد وذلك بإستحداث معايير جديدة لتحديد الاحتياجات التمويلية للمؤسسات. علاوة على هذا، أصبح تراكم المخزون في "الضمير الجماعي" دليل على الإدارة السيئة؛
- لم يعد الحصول على القروض لتمويل الاستثمارات الخيار المباشر للمؤسسة: لا يمكن للمؤسسة البدء في أي استثمار دون مراعاة وسائل التمويل الخاصة المتمثلة في التمويل الذاتي، يمكن للمؤسسة الشروع في الاستثمار عن طريق التمويل الذاتي الكلي أو الجزئي وهذا يعكس التغير الكبير في آليات الاستثمار. علاوة على هذا، أصبح هناك تمييز بين الاستثمارات المرتبطة بالإنتاج أو أنشطة المؤسسة التي يجب أن تتولاها هذه الأخيرة عن طريق التمويل الذاتي أو القروض. يتم تمويل الاستثمارات الضرورية المتمثلة في التكوين، التدريب والبنية التحتية المحيطة بالمؤسسة عن طريق ميزانية الدولة مما يسمح للمؤسسة بتولي مسؤولية تمويل الاستثمارات المرتبطة مباشرة بنشاطها فقط.

¹ Nacira Boukhezer-Hammiche, **Les politiques d'ouverture et désintégration du secteur industriel public en Algérie**, Al-Bashaer Economic Journal, Vol. 02, No. 04, 2016, p. 191.

² آسية براهيم، ثابت أول وسيلة، الإصلاحات الاقتصادية في المؤسسة العمومية الجزائرية، التكامل الاقتصادي، المجلد 05، العدد 03، 2017، ص 73.

³ Ahmed Bouyacoub, **La crise de la gestion dans les entreprises industrielles publiques**, Les Cahiers du CREAD, Vol. 03, No. 16, 1988, pp. 44-45.

- منذ سبتمبر 1986، تم تبني شروط ائتمانية جديدة ونظام أسعار فائدة (أسعار الفائدة المرتفعة) لا يشجع على أشكال معينة من القروض ويشجع على الادخار مما جعل من ممارسات السحب على المكشوف من البنوك أمراً مكلفاً للمؤسسات.

المطلب الثاني: مرحلة إستقلالية المؤسسة الاقتصادية (1988-1994):

الهدف الرئيسي لإستقلالية المؤسسة الاقتصادية هو فك ارتباط الدولة بالمجال الاقتصادي من خلال خصخصة المؤسسات العامة، وقد شكلت أزمة الديون وانخفاض عائدات هذه المؤسسات أحد الدوافع الرئيسية لهذا التوجه. لذلك، شرعت الجزائر منذ 1988 في عملية واسعة من الإصلاحات الاقتصادية والسياسية قصد إعادة التنظيم الصناعي والمالي للقطاع العام بشكل عام وخصخصة المؤسسات العامة بشكل خاص¹.

الفرع الأول: مضمون استقلالية المؤسسة الاقتصادية العمومية

مع بداية 1988 بدأ الحديث عن التوجه نحو مرحلة استقلالية المؤسسة الاقتصادية الجزائرية، حيث تم وضع مجموعة من المعايير التي توضح الآلية التي من خلالها يتم الانتقال من مرحلة إعادة الهيكلة العضوية والمالية إلى مرحلة استقلالية المؤسسة الاقتصادية، وإعداد الهياكل اللازمة التي من شأنها تسهيل عملية تسيير هذه المؤسسات الاقتصادية.

لم تنال المؤسسة الاقتصادية الجزائرية استقلالية قرارها إلا بعد تطهيرها مالياً، حيث توجب على المؤسسة الاقتصادية خلالها مراحل مبكرة من هذه المرحلة - في وقت مبكر من سنة 1988- بأن تعيد تقييم مشاريعها الاستثمارية نظراً للخسائر الهامة التي سجلتها خلال الفترة السابقة، كما قامت الدولة بمسح ديون بعض المؤسسات الاقتصادية من أجل إعطائها حرية واستقلالية أكبر عند اتخاذها للقرارات الاقتصادية².

نصت المادة رقم 5 و 7 من القانون رقم 88-01 على أن المؤسسات الاقتصادية العمومية هي مؤسسات مساهمة أو مؤسسات ذات مسؤولية محدودة تملك الدولة و/ أو الجماعات المحلية فيها بصفة مباشرة أو بصفة غير مباشرة جميع الأسهم و/ أو الحصص. تتمتع هذه المؤسسات بالأهلية القانونية الكاملة التي تسمح لها بأن تكون مستقلة ولها حرية اتخاذ قراراتها الاقتصادية بنفسها³.

1. أهمية المؤسسة الاقتصادية المستقلة ضمن مخطط التنمية الوطني

نصت المادة رقم 21 و 22 من القانون رقم 88-02 على ضرورة انشاء المؤسسة الاقتصادية المستقلة لمخططها الخاص بالتنمية على المدى المتوسط الذي يتماشى مع المخطط الوطني للتنمية انطلاقاً من سنة 1988، قصد خلق نوع من التكامل بين المؤسسات الاقتصادية المستقلة والاقتصاد الوطني.

يجسد المخطط الخاص بالمؤسسات الاقتصادية ما يلي⁴:

- الاستراتيجية الشاملة لتطوير وتنمية المؤسسة الاقتصادية المستقلة بالتنسيق مع المخطط الوطني المتوسط الأمد للتنمية؛
- الطرق والوسائل اللازمة لتحقيق تكامل بين عمل ونشاط المؤسسة الاقتصادية والسير العام للاقتصاد؛
- ثوابت النتائج الباهرة في المؤسسة؛

¹ Nacer-Eddine Sadi, Op. Cit., p. 35.

² الطيب داودي، إيمان بوسته، المؤسسة العمومية الاقتصادية في مواجهة اقتصاد السوق، مجلة البحوث والدراسات، المجلد 06، العدد 02، 2009، ص 139.

³ المادة رقم 5 و 7 من القانون رقم 88-01، مؤرخ في 22 جمادى الأولى عام 1408 الموافق 12 يناير سنة 1988، يتضمن القانون التوجيهي للمؤسسات العمومية الاقتصادية، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، عدد 2 صادر في 23 جمادى الأولى عام 1408 الموافق 13 يناير سنة 1988.

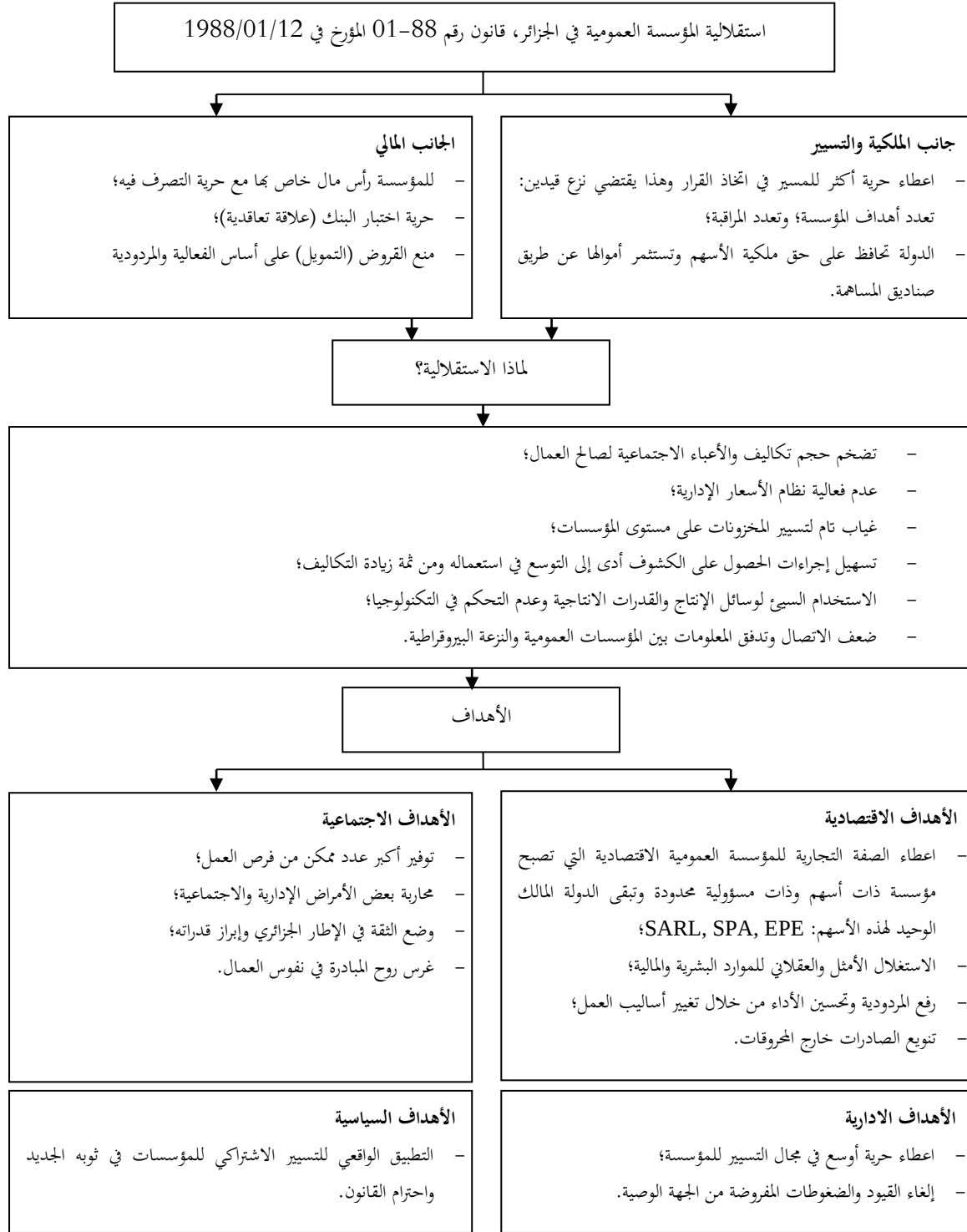
⁴ المادة رقم 21 و 22 من القانون رقم 88-02، مؤرخ في 22 جمادى الأولى عام 1408 الموافق 12 يناير سنة 1988، يتعلق بالتخطيط، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، عدد 2 صادر في 23 جمادى الأولى عام 1408 الموافق 13 يناير سنة 1988.

- إن اقتضى الأمر، عناصر التبعات المترتبة عن تسيير مصلحة عمومية أو أي عمل آخر تفرضه الدولة.
 - تشير المادة رقم 24 من القانون رقم 02-88 إلى أن مخطط التنمية المتوسط الأمد الخاص بكل المؤسسات الاقتصادية المستقلة، يمكن أن يتغير من مؤسسة إلى أخرى تبعاً لما يلي¹:
 - طبيعة عمل المؤسسة وأهميته؛
 - الأولويات المقررة في المخطط الوطني المتوسط الأمد.
- يتضح من خلال المواد السابقة الذكر التي يتضمنها القانون رقم 02-88 الأهمية الكبيرة للمؤسسة الاقتصادية العمومية ضمن مخطط التنمية الوطني.
- يوضح الشكل رقم (01) مختلف الجوانب والأهداف المتعلقة باستقلالية المؤسسة الاقتصادية العمومية في ظل القانون رقم 01-88 المؤرخ في 12/01/1988. لقد تم تبني التوجه الاقتصادي والاجتماعي القائم على استقلالية المؤسسة الاقتصادية العمومية قصد منح هذه الأخيرة حرية التصرف باستقلالية سواء تعلق الأمر بجانب الملكية والتسيير أو الجانب المالي، وهذا من شأنه أن يسمح لها باتخاذ قرارات فعالة تخدم استمرارية نشاطها ومصالح الدولة في نفس الوقت.
- التوجه نحو منح المزيد من الاستقلالية للمؤسسة الاقتصادية العمومية جاء من أجل تحقيق جملة من الأهداف الاقتصادية، الاجتماعية، الادارية، والسياسية كما هو موضح من خلال الشكل رقم (01)، الا ان هذه الاستقلالية تبقى نسبية نظراً لارتباطها بمخطط التنمية الوطني.

(الصفحة الموالية)

¹ المادة رقم 24 من القانون رقم 02-88، مؤرخ في 22 جمادى الأولى عام 1408 الموافق 12 يناير سنة 1988، يتعلق بالتخطيط، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، عدد 2 صادر في 23 جمادى الأولى عام 1408 الموافق 13 يناير سنة 1988.

شكل رقم (01) استقلالية المؤسسة الاقتصادية



المصدر: عبد الله بلوناس، الاقتصاد الجزائري: الانتقال من الخطة إلى السوق ومدى إنجاز أهداف السياسة الاقتصادية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، نقود ومالية، جامعة الجزائر، 2005، ص 121.

2. صناديق المساهمة

تنص المادة رقم 5 من القانون 01-88 على أن الدولة و/أو الجماعات المحلية الممثلة لها المالك الوحيد لجميع أسهم المؤسسات الاقتصادية المستقلة، وهذا يمنحها الحق في مراقبة عمل مجالس إدارة هذه المؤسسات. وفق القانون 03-88 تقوم الدولة بممارسة هذا الحق عن طريق صناديق المساهمة التي تعتبر الوسيط بين الدولة والمؤسسات الاقتصادية العمومية المستقلة. يهدف قانون 03-88 إلى إنشاء مؤسسات لإدارة الأوراق المالية، ولهذا الغرض تم إنشاء صناديق مساهمة تكتسب صفة الوكيل المسؤول عن الإدارة المالية لرؤوس أموال الدولة المستثمر في شكل أسهم أو حصص لدى المؤسسات العمومية الاقتصادية المستقلة¹. يتراوح عدد الأسهم التي يمكن لكل صندوق مساهمة حيازتها من رأس مال كل مؤسسة اقتصادية عمومية مستقلة بين حدين يتم تحديدهما عن طريق التنظيم².

جدول رقم (09). توزيع المؤسسات الاقتصادية العمومية على صناديق المساهمة

صناديق المساهمة	عدد المؤسسات لكل صندوق
صندوق الصناعات الغذائية	41
صندوق المناجم، المحروقات والطاقة	41
صندوق مستلزمات التجهيز	31
صندوق الإنشاءات والأشغال العمومية	84
صندوق البتروكيماويات والمنتجات الصيدلانية	24
صندوق الإلكترونيات، الاعلام الآلي و الاتصال	18
صندوق الصناعات المختلفة	22
صندوق الخدمات	82
مجموع المؤسسات ضمن صناديق المساهمة الثمانية	343

Source: Nacer-Eddine Sadi, **La privatisation des entreprises publiques en Algérie: Objectifs, modalités et enjeux**, 2^{ème} Édition, Office des Publications Universitaires, Alger, Algérie, 2006, p. 52.

يوضح الجدول رقم (09) عدد المؤسسات العمومية الاقتصادية الموزعة على صناديق الاستثمار الثمانية التي تضم 343 مؤسسة تنشط في قطاعات اقتصادية مختلفة. نسبة مساهمة كل صندوق في رأس مال كل مؤسسة يتراوح ما بين 10% و 40% مما يسمح لها بممارسة دورها الرقابي على جميع القرارات المتخذة من قبل مجالس إدارة المؤسسات الاقتصادية العمومية المستقلة، دون التدخل المباشر في إدارة وتسيير هذه المؤسسات. تعمل صناديق المساهمة جميعاً من أجل ضمان تحقيق أرباح ضمن الشروط التي يحددها مخطط التنمية المتوسط الأمد³.

¹ M. Sadoudi, **Comprendre les réformes économiques en Algérie quelques repères**, Revue Algérienne des Sciences Juridiques et Politiques, Vol.38, No.3, 2001, p. 70.

² المادة رقم 08 من القانون رقم 03-88، مؤرخ في 22 جمادى الأولى عام 1408 الموافق 12 يناير سنة 1988، يتعلق بصناديق المساهمة، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، عدد 2 صادر في 23 جمادى الأولى عام 1408 الموافق 13 يناير سنة 1988.

³ المادة رقم 9 من القانون رقم 03-88، مؤرخ في 22 جمادى الأولى عام 1408 الموافق 12 يناير سنة 1988، يتعلق بصناديق المساهمة، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، عدد 2 صادر في 23 جمادى الأولى عام 1408 الموافق 13 يناير سنة 1988.

3. تقييم مرحلة المؤسسة الاقتصادية العمومية المستقلة

- رغم توفر الإطار القانوني اللازم لتعزيز استقلالية المؤسسة الاقتصادية العمومية لم تكلل هذه المرحلة بالنجاح كون أن الفترة التي وافقت هذه المرحلة عرفت عدة عوامل معوقة نذكرها كما يلي¹:
- نقص استغلال الطاقة الإنتاجية لهذه المؤسسات من عمال وتجهيزات بسبب النقص في التموين؛
 - الأعباء الثقيلة جدًا التي سببتها الاختلالات المالية، فوضعية العديد من المؤسسات العامة التي طبقت فيها الاستقلالية كان لها تدفقات نقدية سالبة، ومن ثم لم تستطع هذه المؤسسات أن تتلاءم مع قواعد القانون التجاري؛
 - وجود فائض في العمالة الناتج عن التوظيف غير الاقتصادي لليد العاملة، نظرًا إلى عدم معالجة هذه المشكلة عن طريق تحديد المستويات الملائمة لكل مؤسسة من حيث التوظيف حتى يمكن تفادي الطرد الجماعي للعمال؛
 - الصراعات الاجتماعية التي تزايد حجمها بعد أكتوبر 1988، وكذلك بعد تشريع حق الإضراب في دستور 1989؛
 - ندرة العملة الصعبة بسبب انخفاض مداخل الجباية البترولية؛
 - الاستقلالية التي تمتعت بها المؤسسات العمومية في مجال الإدارة والتسيير لم يقابلها انفصال ملكيتها عن الدولة حيث اقتصر ملكيتها على هذه الأخيرة فقط؛
 - التصور التنظيمي الجديد المستوحى من الاستقلالية كسياسية إصلاحية أبقى على الطابع العام للمؤسسات من حيث شكل الملكية ونظامها، وفي الوقت نفسه زودها بأدوات القانون الخاص بهدف جعلها أكثر كفاءة وفعالية، وهذا يجعل مبدأ الاستقلالية يحمل في طياته وضعين متمايزين ومتناقضين من حيث الأصل، مما يقود إلى وجود تعارض بين الأهداف والوسائل.

الفرع الثاني: مرحلة إعادة الهيكلة الصناعية

أدت الظروف الصعبة التي مر بها الاقتصاد الوطني إلى سوء تسيير المؤسسات الاقتصادية الوطنية، مما أدى إلى عدم فعالية الإصلاحات الاقتصادية التي أقرتها الدولة سابقًا. هذا الفشل، دفع إلى القيام بإصلاحات اقتصادية أخرى اصطلاح عليها "بمرحلة إعادة الهيكلة الصناعية" التي جاءت من أجل تصحيح المسار الاقتصادي للجزائر، الوفاء بالالتزامات المبرمة مع صندوق النقد الدولي سنة 1994²، بالإضافة إلى تعزيز الجهود الرامية إلى إدماج الاقتصاد الوطني في حركية الاقتصاد العالمي³.

1. مضمون إعادة الهيكلة الصناعية

مع نهاية سنة 1994 تم الشروع في إعادة هيكلة الاقتصاد بشكل أكثر تعمقًا، حيث كان الهدف تحسين الكفاءة المالية للمؤسسات الاقتصادية العمومية من خلال إلزامها بوضع خطة استرداد داخلية تساعد في إعادة توزيع عوامل الإنتاج (التدقيق الداخلي، رأس المال، العمالة، الخ). وقد تمثلت تحديات هذه المرحلة في تحديد مستويات القرار وصلاحيات الهيئات المسؤولة عن الوظائف المختلفة للسلطة العامة وإدارة محافظ الأسهم أو الإدارة التشغيلية. في النهاية، تم التوصل إلى ضرورة إلغاء صناديق المساهمة التي تم إنشائها خلال مرحلة استقلالية المؤسسة الاقتصادية وإحلالها بالمؤسسات القابضة⁴.

¹ الشيخ الداوي، الإصلاحات الاقتصادية في الجزائر وإشكالية البحث عن كفاءة المؤسسات العامة، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 25، العدد 02، 2009، ص 267.

² نفس المرجع، ص 268.

³ عمار شلاي، تأهيل المؤسسات العمومية الاقتصادية من الحماية إلى المنافسة، مجلة البحوث والدراسات الإنسانية، المجلد 02، العدد 02، 2008، ص 249.

⁴ Matouk Belattaf, *Modalités et difficultés de mise en oeuvre de la privatisation des entreprises publiques économiques en Algérie*, Les cahiers du CREAD, Vol.11, No.39, 1997, p. 04.

شكلت أزمة الديون الخارجية أحد الدوافع الرئيسية لإعادة الهيكلة الصناعية، حيث كانت تمتص أزيد من 80% من عائدات استغلال المحروقات وهذا يتطلب القيام بتوقيع اتفاقية مع صندوق النقد الدولي والبنك الدولي قصد إعادة جدولة هذه الديون وفق التعديلات التالية¹:

- التعديل الأول: جاء هذا التعديل خلال الفترة ما بين (1993-1994) وهو يهدف إلى خلق نوع من الاستقرار الاقتصادي المصحوب بشروط ذات طبيعة اقتصادية تتعلق بالعملة الوطنية، الائتمان المصرفي، تحرير الأسعار والقيود الكبيرة للإعانات المتعلقة بعدد كبير من السلع؛
- التعديل الثاني: جاء هذا التعديل عقب اتفاق 22 ماي 1995 مع صندوق النقد الدولي. هذه المرة، جاء هذا التعديل مصحوبًا بشروط تتعلق بمجموعة من معايير أداء الاقتصاد الكلي التي تؤدي إلى اتخاذ تدابير إضافية لتحرير الاقتصاد الكلي، التجارة، وحرية الوصول إلى العملات الأجنبية للمشغلين، بالإضافة إلى إمكانية مساهمة الخواص في رأس مال المؤسسات الاقتصادية العمومية وإنشاء مؤسسات قابضة.

جدول رقم (10). الفرق بين صناديق المساهمة والمؤسسات القابضة

البيان	صناديق المساهمة العمومية	المؤسسات القابضة العمومية
الصلاحيات	التسيير المالي لرؤوس الأموال العمومية	تسيير وإدارة رؤوس الأموال المنقولة
القانون الأساسي	عون ائتماني	تملك حق ملكية رؤوس الأموال المنقولة
المهام	انجاز استثمارات للدولة بهدف توليد الأرباح	استثمار القيم المنقولة وجعلها أكثر مردودية
الوظائف والمراقبة	مجلس إدارة من 5-9 أعضاء ورئيس منتخب ومدير عام	مجلس إدارة، رئيس، مدير عام واحد، مجلس متابعة من 7 أعضاء
الوصاية	مجلس الحكومة يرأسه الوزير الأول	المجلس الوطني لمساهمات الدولة يرأسه الوزير الأول
العلاقات مع المؤسسات العمومية	التمثيل في رقم أعمال المؤسسات العمومية	لا يوجد تمثيل مباشر
الذمة المالية	غير قابلة للتصرف ولا التنازل	قابلة للتصرف والتنازل
الشكل	مؤسسة ذات أسهم	مؤسسة ذات أسهم

Source: Kamel Behidji, **Le secteur public industriel à l'épreuve de l'ajustement structurel non autonome: l'organisation Estelle l'essentiel?** Les cahiers du CREAD, Vol.12, No.41, 1997, p. 09.

يمثل الجدول رقم (10) مقارنة بين صناديق المساهمة والمؤسسات القابضة التي تم تأسيسها بعد إتفاق 22 ماي 1995 حيث تم تعديل بعض الصلاحيات وإضافة صلاحيات جديدة للمؤسسات القابضة. لقد تم الفصل، من الناحية القانونية، بين ملكية رؤوس الأموال وإدارتها، حيث يمتلك المجلس الوطني لمساهمات الدولة رؤوس الأموال وتوكل إدارة الأصول العمومية إلى المؤسسات القابضة. علاوة على هذا، من الناحية الاقتصادية، تقوم المؤسسات القابضة بضمان استثمار القيم المنقولة في مشاريع مربحة مع ضمان الرفع من مردوديتها مع مرور الوقت، وهذا ما يجعلها في موضع المسير والمراقب المالي لحفظ القيم المنقولة العمومية. في الأخير، من الناحية الإدارية، يتشكل الهيكل الإداري للمؤسسات القابضة من مجلس الإدارة، مدير عام ومجلس متابعة يتكون من سبعة (7) أعضاء وهذا من أجل ضمان الانفصال بين إدارة ورقابة الأصول العمومية.

¹ Kamel Behidji, **Le secteur public industriel à l'épreuve de l'ajustement structurel non autonome : l'organisation Estelle l'essentiel ?**, Les cahiers du CREAD, Vol.12, No.41, 1997, p. 08.

المطلب الثالث: خصخصة المؤسسة الاقتصادية العمومية:

تعتبر مرحلة خصخصة مؤسسات القطاع الاقتصادي العام إمتداد للإصلاحات الاقتصادية التي بدأ العمل عليها سنة 1988 والتي ترمي إلى التجوّه نحو اقتصاد السوق. وقد ذكر Aidoud Mamoun أن هذه المرحلة شهدت عدة مراسيم ونصوص قانونية هدفت إلى خدمة هذا التوجه مثل: المرسوم التشريعي المتعلق بإنشاء بورصة الأوراق المالية الصادر في 23 ماي 1993؛ المرسوم التشريعي المتعلق بتشجيع الإستثمار الصادر في 5 أكتوبر 1993؛ المرسوم التشريعي المتعلق بإعادة إنشاء المنافسة الصادر في 25 جانفي 1995؛ والأمر رقم 95-22 الصادر في 26 أوت 1995 المتعلق بخصخصة المؤسسات العمومية¹.

لقد أشار Lyazid Kichou إلى أن البداية الرسمية لخصخصة المؤسسات الاقتصادية العمومية كانت سنة 1995، حيث كان للقيود الاصلاحية المفروضة من قبل صندوق النقد الدولي والبنك الدولي دور هام في دفع الدولة إلى تحرير الأسعار، تشديد قيود على ميزانيات المؤسسات العامة، تحرير التجارة الخارجية، العمل على استقلالية البنك المركزي و إدخال القواعد الاحترازية اللازمة على مستوى النظام المصرفي والمالي قصد خلق بيئة اقتصادية من شأنها جذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة وإنشاء اقتصاد تنافسي يتماشى والاندماج في الاقتصاد العالمي².

الفرع الأول: تعريف ودوافع خصخصة المؤسسات الاقتصادية

يتضمن هذا الفرع خصخصة المؤسسات الاقتصادية العمومية الجزائرية بشكل عام كما يقدم التعريف النظري الخاص بالخصخصة.

1. تعريف خصخصة المؤسسات الاقتصادية

تحدث الخصخصة عندما نقوم بنقل ملكية مؤسسة عامة أو جزء منها إلى جهة خاصة غير حكومية، بحيث تخول لها حرية ادارتها بالشكل الذي من شأنه أن يعزز مصلحة الملاك الجدد الخواص. من جهة أخرى، يمكن أن تحدث الخصخصة أيضاً عندما تنتقل المؤسسة من كونها مؤسسة يتم تداولها في سوق الأسهم إلى مؤسسة خاصة تمتلك جميع أسهمها. يمكن تعريف الخصخصة بشكل عام على أنها التحول من الاقتصاد المخطط إلى اقتصاد السوق. في المقابل، خصخصة المؤسسات العمومية هي العملية التي تهدف إلى تحويل المؤسسات الاقتصادية العمومية إلى مؤسسات تجارية؛ بعبارة أخرى، مؤسسات مساهمة تحت غطاء القانون الخاص³.

قدم Nicolas Thirion خصخصة المؤسسات الاقتصادية على أنها العملية التي تسمح بنقل ملكية المؤسسة الاقتصادية التي تقع تحت رقابة الدولة بطريقة مباشرة أو غير مباشرة إلى القطاع الخاص⁴. يتطابق هذا التعريف مع المادة الأولى من الأمر 22/95 التي تنص على أن عملية الخصخصة تعني القيام بمعاملة أو معاملات تجارية تتجسد⁵:

- إما في تحويل ملكية كل الأصول المادية أو المعنوية في مؤسسة عمومية أو جزء منها، أو كل رأس مالها أو جزء منه لصالح أشخاص طبيعيين أو معنويين تابعين للقانون الخاص؛

¹ Aidoud Mamoun, **La privatisation des entreprises publiques en Algérie**, Revue internationale de droit comparé, Vol.48, No.1, 1996, p. 125.

² Lyazid Kichou, **Les privatisations en Algérie sont-elles toujours d'actualité ? Éclairages institutionnalistes d'un échec**, Revue Confluences Méditerranée, No.71, 2009, p. 64.

³ Nour-Eddine Terki, **Les aspects juridiques de la privatisation des entreprises publiques économiques**, Revue de l'École nationale d'administration, Vol. 17, N.2. 2007, p. 07.

⁴ Nicolas Thirion, **Privatisations d'entreprises publiques, économie de marché et transformation des systèmes juridiques étatiques : un processus inéluctable ?** Revue du Centre d'études et de recherches en administration publique, No.2, 2009, p. 88.

⁵ المادة رقم 1 من الأمر رقم 22/95، مؤرخ في 29 ربيع الأول عام 1416 الموافق 26 غشت سنة 1995، يتعلق بخصوصية المؤسسات العمومية، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، عدد 48 صادر في 8 ربيع الثاني عام 1416 الموافق 3 سبتمبر سنة 1995.

- وإما في تحويل تسيير مؤسسات عمومية إلى أشخاص طبيعيين أو معنويين تابعين للقانون الخاص، وذلك بواسطة صيغ تعاقدية يجب أن تحدد كفاءات تحويل التسيير وممارسته وشروطه.

2. دوافع خصخصة المؤسسات الاقتصادية العمومية

يرى Rachid Boudjema أن خصخصة المؤسسات العمومية في الجزائر جاءت من أجل التكيف مع متطلبات التنمية الجديدة بعد تدهور الوضع الاقتصادي في البلاد، ويمكن عرض دوافع خصخصة المؤسسات الاقتصادية من خلال ثلاثة عناصر رئيسية¹: (1) تريد الدولة خصخصة المؤسسات من أجل التخلص من دعم الدولة لبعض المؤسسات التي تعاني من عجز في الميزانية؛ (2) تريد الدولة خصخصة المؤسسات لأنها ترى بأن ملكية الدولة لوسائل الإنتاج هي استجابة غير كافية لمطالب وتحديات الاقتصاد العالمي اليوم؛ و (3) تريد الدولة خصخصة المؤسسات لأنها تعتقد بأن المؤسسات الخاصة لديها، بشكل عام، موارد داخلية أكثر إنتاجية من تلك التي لدى المؤسسات العمومية.

يعكس الدافع الأول عدم فعالية أجهزة الدعم المالية التي سبق وأن خصصتها الدولة للقطاع الاقتصادي العام، بالأخص خلال مرحلة التطهير المالي والتأهيل. لم تحقق سياسات الدعم المتمثلة في الإعانات والمساعدات المالية المختلفة الأهداف المرجوة منها حيث استمرت المؤسسات الاقتصادية العمومية في تحقيق النتائج السلبية وهذا يظهر من خلال²:

- ✓ مؤشر الانتاجية السالب الذي بلغ -8.4% و -7.4% سنة 1994 و 1997 على التوالي؛
- ✓ انخفاض القيمة المضافة للصناعة حيث بلغت نسبة الانخفاض -5.6% ، -4% و -1.4% خلال سنة 1992، 1994، و 1995 على التوالي؛
- ✓ عمليات السحب على المكشوف التي بقيت في مستويات مرتفعة حيث بلغت 92 مليار دينار سنة 1995، 113 مليار دينار سنة 1996، و 30 مليار دينار سنة 1999؛
- ✓ العجز المالي المرتفع الذي بلغ 125 مليار دينار ما بين (1984-1987) وهو يعادل عائدات الصادرات من المحروقات لمدة سنتين.

يكشف الدافع الثاني أن توجه الدولة نحو الخصخصة لم يكن اختياريًا وإنما كانت مجبرة على القيام بذلك نتيجة لعدة عوامل منها الضغوط الخارجية الصادرة من قبل الهيئات المالية الدولية المتمثلة في صندوق النقد الدولي والبنك الدولي القاضية بضرورة تحرير الاقتصاد الجزائري والتركيز على القطاع الخاص بشكل أكبر.

يكشف الدافع الأخير بأن الدولة الجزائرية، في سياق الخصخصة، تسعى إلى استعادة التوازنات الرئيسية من خلال تغليب المنطق الداخلي الذي يتعلق في المقام الأول بميزانيتها على المنطق الخارجي المتعلق بالمالك الجديد للمؤسسة. بالتالي، لم تهتم الدولة أثناء خصخصة مؤسساتها إلى المنافع التي يمكن أن يحصل عليها القطاع الخاص بعد عملية الخصخصة وهذا من شأنه أن يحد من مستوى نجاح مرحلة هذه المرحلة³.

الفرع الثاني: طرق وحصيلة خصخصة المؤسسات الاقتصادية العمومية

بعد أن قمنا بتقديم تعريف لمصطلح خصخصة المؤسسات والدوافع التي حفرت الدولة الجزائرية على القيام بخصخصة العديد من المؤسسات العمومية التي تعمل في القطاع العام، سوف نتطرق الآن إلى طرق الخصخصة المستخدمة في الجزائر مع تقديم بعض الأرقام عن مرحلة خصخصة المؤسسات الاقتصادية الجزائرية.

¹ Rachid Boudjema, **la privatisation des entreprises d'état en Algérie ou la complexité d'un processus**, Revue d'économie et de statistique appliquée, Vol.2, No.1, 2005, pp. 21-22.

² Nacer-Eddine Sadi, Op. Cit., p. 80.

³ Rachid Boudjema, Op. Cit., p. 22.

1. طرق خصخصة المؤسسات الاقتصادية في الجزائر

لقد تم خصخصة المؤسسات الاقتصادية العمومية في الجزائر من خلال ثلاثة طرق رئيسية¹: (1) الاكتتاب العام عن طريق بيع الأسهم و القيم المنقولة الأخرى في البورصة؛ (2) الاكتتاب العام بسعر ثابت، وذلك بعرض عدد معين من الأوراق المالية الخاصة بالمؤسسات الاقتصادية المراد خصخصتها تحت تصرف الجمهور الراغب في الاكتتاب بسعر معلوم تم تحديده مسبقاً؛ و (3) الدعوة لمناقصات البيع خارج البورصة، حيث يتم التنازل عن القيم المنقولة المتعلقة بالمؤسسات المراد خصخصتها عن طريق فتح مناقصة وطنية أو دولية يتم الاعلان عنها في الجريدة الرسمية، تتضمن:

✓ في حالة الأسهم والقيم المنقول الأخرى: معلومات عن المؤسسة الاقتصادية تشمل إسم المؤسسة، المقر الاجتماعي للمؤسسة، رأسمال المؤسسة، النسبة المئوية المراد التنازل عنها من رأس المال، نتائج الاستغلال للسنوات الثلاثة الأخيرة وأجل تقديم العرض.

✓ في حالة التنازل عن الأصول: معلومات عن المؤسسة الاقتصادية تشمل إسم المؤسسة، المقر الاجتماعي للمؤسسة، رأسمال المؤسسة والأصول المراد التنازل عنها.

2. حصيلة خصخصة المؤسسات الاقتصادية في الجزائر

لقد تم تحديد أفق زمني مدته عشر (10) سنوات من أجل القيام بخصخصة عدة مؤسسات اقتصادية كبيرة. بدأت عملية الخصخصة بطرح جزء من رأس مال بعض المؤسسات الفندقية ومن ثم الانتقال إلى مؤسسات أخرى ضمن قطاعات أخرى مختلفة²، والجدول رقم (11) يتضمن عينة من هذه المؤسسات خلال المرحلة ما بين (1995-2003).

جدول رقم (11). المؤسسات الكبرى المخصخصة (1995 - 2003)

المؤسسة	النشاط	الحصة المتنازل عنها	طريقة الخصخصة	مساهمات الشركاء
فندق الأوراسي (El-AURASSI)	السياحة	20%	الاكتتاب العام	عائدات بيع الحصص
مؤسسة صيدال (SAÏDAL)	كيمياء - صيدلة	20%	الاكتتاب العام	عائدات بيع الحصص
مؤسسة الحبوب ومشتقاتها للصناعات الغذائية- سطيف (ERIAD-SETIF)	الأعمال الزراعية	20%	الاكتتاب العام	عائدات بيع الحصص
مؤسسة سیدار (SIDER, El-Hadjar)	صناعة الفولاذ	70%	فتح رأس المال - المؤسسة (LNM-ISPAT)	50 مليار دينار لتحديث المؤسسة
المؤسسة الوطنية للمنظفات ومنتجات الصيانة (ENAD)	المنظفات	60%	فتح رأس المال - المؤسسة (Henkel)	الاستثمار في تحديث المؤسسة والعلامة التجارية

Source : Wladimir Andreff, *Réformes, libéralisation, privatisation en Algérie : Point de vue d'un outsider en 1988-1994*, Revue Confluences Méditerranée, No.71, 2009, p. 51.

يشمل الجدول رقم (11) خمسة مؤسسات اقتصادية عمومية تم خصخصتها عن طريق الاكتتاب العام في بورصة القيم المنقولة أو عن طريق فتح رأسمالها خارج البورصة. تعمل هذه المؤسسات في أنشطة اقتصادية مختلفة تتمثل في السياحة، الصناعات الصيدلانية، الفلاحة والصناعات الغذائية، الحديد والصلب، ومواد التنظيف.

¹ Wladimir Andreff, *Réformes, libéralisation, privatisation en Algérie : Point de vue d'un outsider en 1988-1994*, Revue Confluences Méditerranée, No.71, 2009, p. 50.

² Hamamda M. Tahar, Op. Cit., p. 146.

لقد تم خصخصة فندق الأوراسي، مؤسسة صيدال، ومؤسسة الحبوب ومشتقاتها للصناعات الغذائية (سطيف) عن طريق رفع رأسمالها بواسطة الاكتتاب العام الأولي في البورصة بنحو 20% من إجمال رأس المال، حيث يساوي رأس المال المضاف العائدات المتحصل عليها من بيع الأسهم في البورصة. من جهة أخرى، نجد أن عملية خصخصة مؤسسة سيدار (الحجار) والمؤسسة الوطنية للمنظفات ومنتجات الصيانة عن طريق فتح رأسمالها دون اللجوء إلى الاكتتاب العام في البورصة، أي عن طريق إبرام شراكة مع مؤسسات خاصة تتمثل في المؤسسة الهندية (LNM-ISPAT) بنسبة مساهمة بلغت 70% من إجمالي رأس المال و المؤسسة الألمانية (Henkel) بنسبة مساهمة بلغت 60% من إجمالي رأس المال.

لم تتوقف عملية الخصخصة عند هذه المؤسسات فقط وإنما امتدت مع مرور الوقت لتشمل عدد أكبر من المؤسسات الاقتصادية كما هو موضح في الجدول رقم (12).

جدول رقم (12). تقرير الخصخصة (2003-2007)

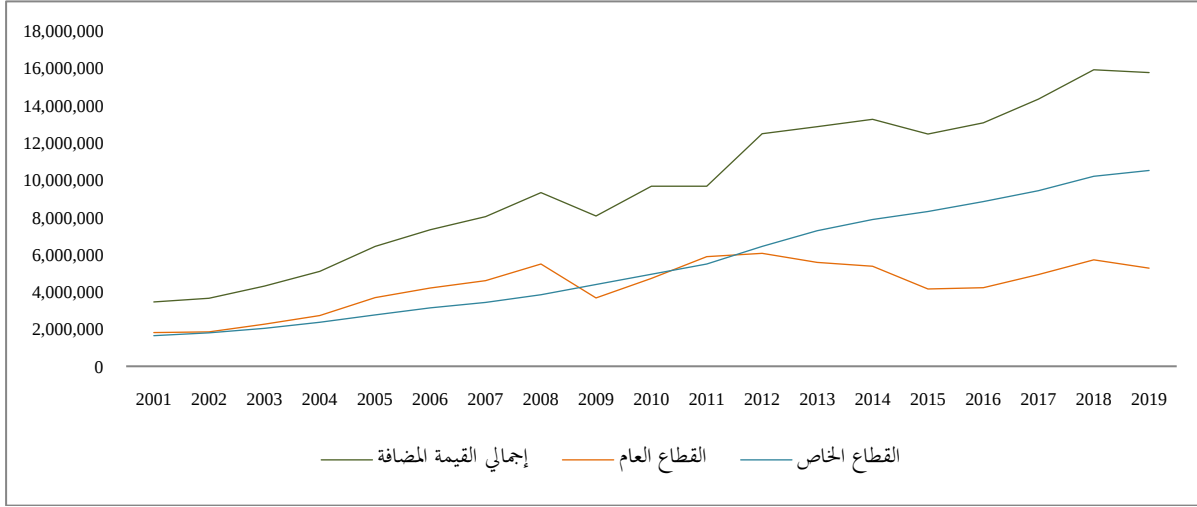
نوع العملية	2003	2004	2005	2006	2007	المجموع
الخصخصة الكلية	5	7	50	62	68	192
الخصخصة الجزئية (<50%)	1	2	11	12	7	33
الخصخصة الجزئية (>50%)	0	3	1	1	6	11
الاستعادة من طرف العمال	8	23	29	9	0	69
الشراكة	4	10	4	2	9	29
بيع الأصول للخواص	2	13	18	30	20	83
المجموع	20	58	13	116	110	417

Source: Hamamda M. Tahar, **Privatisation des entreprises publiques en Algérie**, Géoéconomie, No. 56, 2011, p. 147.

يوضح الجدول رقم (12) عدد المؤسسات الاقتصادية العمومية المخصخصة ما بين (2003-2007) وفق طرق خصخصة مختلفة تتمثل في الخصخصة الكلية، الخصخصة الجزئية، الخصخصة لصالح العمال وبيع الأصول للخواص.

تستحوذ الخصخصة الكلية للمؤسسات الاقتصادية على المركز الأول من حيث إجمالي عدد عمليات الخصخصة التي بلغت 192 مؤسسة إقتصادية عمومية. بعد ذلك، الخصخصة عن طريق بيع الأصول التي بلغ إجمالي عمليات الخصخصة عن طريقها 83 مؤسسة إقتصادية عمومية، ثم الخصخصة لصالح العمال التي بلغ إجمالي عمليات الخصخصة عن طريقها 69 مؤسسة إقتصادية عمومية، ثم الخصخصة الجزئية (<50%) التي بلغ إجمالي عمليات الخصخصة عن طريقها 33 مؤسسة إقتصادية عمومية، ثم الخصخصة عن طريق الشراكة التي شملت 29 مؤسسة إقتصادية عمومية، وفي الأخير الخصخصة الجزئية (>50%) التي بلغ إجمالي عمليات الخصخصة عن طريقها 11 مؤسسة إقتصادية عمومية.

شكل رقم (02). تطور القيم المضافة للقطاع العام والخاص ما بين (2000-2019)



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على بيانات المركز الوطني للإحصاء ONS

يوضح الشكل رقم (01) تطور القيمة المضافة التي يساهم بها القطاع الخاص والعام في الإقتصاد الوطني. نلاحظ من خلال هذا الشكل أن هناك تطور ملحوظ بالنسبة للقطاع الخاص مقارنة مع القطاع العام خلال الفترة ما بين 2010 و 2019 نظراً للإهتمام الكبير الذي أصبح تحظى به المؤسسات الخاصة في الجزائر.

المبحث الثالث: المؤسسات الاقتصادية الصغيرة والمتوسطة في الجزائر

تعتبر المؤسسات الصغيرة والمتوسطة أحد القطع الأساسية التي تعول عليها الدولة الجزائرية في ترقية وتنويع الإقتصاد الوطني وجعله أكثر منافسة. من خلال هذا المبحث سوف نتطرق إلى هذه الوحدة الاقتصادية عن طريق عرض مراحل تطورها في الجزائر ومختلف برامج دعم وترقية هذه المؤسسات بالإضافة إلى أهم المشاكل التي تواجهها في الجزائر.

المطلب الأول: تعريف ومراحل تطور المؤسسة الصغيرة والمتوسطة في الجزائر

حالياً، تعتبر المؤسسات الصغيرة والمتوسطة أحد أهم الوحدات الاقتصادية في الجزائر وقد مرت بعدة مراحل منذ الاستقلال. يقدم هذا المطلب التعريف المعتمد والمراحل التي مرت بها هذه المؤسسات في الجزائر.

الفرع الأول: تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

في الجزائر، لم يكن هناك تعريف واضح للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة قبل 2001، لكن بعد تقديم الاتحاد الأوروبي لتعريف معتمد لهذا النوع من المؤسسات سنة 1996 والذي كان موضوع توصية لجميع الدولة الأعضاء فيه، قدم المشرع الجزائري تعريفاً معتمداً للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال القانون رقم 18/01¹.

تعرف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، على إختلاف طبيعتها القانونية في الجزائر، وفق القانون رقم 18/01 سنة 2001 على أنها مؤسسات مستقلة تقوم بإنتاج السلع و/ أو الخدمات؛ يتراوح عدد عمالها ما بين 1 إلى 250 عاملاً ولا يتجاوز رقم أعمالها السنوي 2 مليار دينار، أو لا يتجاوز مجموع حصيلتها السنوية 500 مليون دينار². تكتسب المؤسسات الصغيرة و

¹ Nassima Bouri, Ahmed Bouyacoub, **La mise à niveau des PME : Quels résultats?**, Les Cahiers du Cread, Vol.35, No.2, 2019, p. 73.

² المادة رقم 04 من القانون رقم 18/01، مؤرخ في 27 رمضان عام 1422 الموافق 12 ديسمبر سنة 2001، يتضمن القانون التوجيهي لترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، عدد 77 صادر في 30 رمضان عام 1422 الموافق 15 سبتمبر سنة 2001.

المتوسطة صفة الاستقلالية عندما لا يمتلك رأسمالها بمقدار 25% من قبل مؤسسة أو مجموعة مؤسسات أخرى لا ينطبق عليها تعريف المؤسسات الصغيرة و المتوسطة.

وفق المشرع الجزائري، تختلف المؤسسة المتوسطة عن المؤسسة الصغيرة، تعرف المؤسسة المتوسطة بأنها مؤسسة تشغل ما بين 50 إلى 250 عاملاً ويكون رقم أعمالها ما بين 200 مليون دينار و 2 مليار دينار أو يكون مجموع حصيلتها السنوية ما بين 100 مليون دينار و 500 مليون دينار. في المقابل، تعرف المؤسسة الصغيرة بأنها مؤسسة تشغل ما بين 10 إلى 49 عاملاً ولا يتجاوز رقم أعمالها السنوي 200 مليون دينار أو لا تتجاوز مجموع حصيلتها السنوية 100 مليون دينار¹.

لقد تم ادخال بعض التغيير على التعريف السابق ضمن القانون رقم 02/17 الصادر سنة 2017 لتعرف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على أنها مؤسسات مستقلة تقوم بإنتاج السلع و/ أو الخدمات؛ يتراوح عدد عمالها ما بين 1 إلى 250 عاملاً ولا يتجاوز رقم أعمالها السنوي أربعة (4) ملايين دينار جزائري، أو لا يتجاوز مجموع حصيلتها السنوية مليار (1) دينار جزائري. من جهة أخرى، قام القانون رقم 02/17 بتعديل رقم الأعمال والحصيلة السنوية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، حيث حدد رقم أعمال المؤسسة الصغيرة بأقل من 400 مليون دينار وحصيلتها السنوية بأقل 200 مليون دينار، أما المؤسسة المتوسطة فقد حدد رقم أعمالها ما بين 400 مليون دينار و 4 مليار دينار وحصيلتها السنوية ما بين 200 مليون دينار و 1 مليار دينار².

جدول رقم (13). تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ضمن قانون 02/17 و 18/01

القانون رقم 02/17			القانون رقم 18/01			التصنيف
الحصيلة السنوية	رقم الأعمال	عدد العمال	الحصيلة السنوية	رقم الأعمال	عدد العمال	
أقل من 200 مليون دج	أقل من 400 مليون دج	10-49	أقل من 100 مليون دج	أقل من 200 مليون دج	10-49	مؤسسة صغيرة
من 200 مليون دج إلى 1 مليار دج	من 400 مليون دج إلى 4 مليار دج	50-250	من 100 مليون دج إلى 500 مليون دج	من 200 مليون دج إلى 2 مليار دج	250-500	مؤسسة متوسطة

المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على المعلومات السابقة

ما يمكن ملاحظته من خلال الجدول رقم (13) هو أن تعريف المشرع الجزائري للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة يتوقف على معيار عدد العمال، رقم الأعمال السنوي، والحصيلة السنوية التي تحققها هذه المؤسسات. نلاحظ من خلال نفس الجدول، عدم تغير معيار عدد العمال في القانون رقم 02/17 بالمقارنة مع القانون رقم 18/01. على العكس من هذا، نلاحظ تغير في معيار رقم الأعمال والحصيلة السنوية، والهدف من هذا التغيير هو إدخال المزيد من المؤسسات ضمن فئة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة قصد الاستفادة من المزايا المقدمة لهذا النوع من المؤسسات في الجزائر.

الفرع الثاني: مراحل تطور المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر

لقد مرت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وكغيرها من المؤسسات الاقتصادية في القطاع الخاص والعام بعدة مراحل يمكن أن نقسمها من خلال هذه الدراسة إلى مرحلتين هامتين: (1) المرحلة ما بين (1963-2000)؛ و (2) المرحلة ما بعد 2001 أي بعد صدور القانون التوجيهي رقم 18/01.

¹ المادة رقم 05 و 06 من القانون رقم 18/01، مؤرخ في 27 رمضان عام 1422 الموافق 12 ديسمبر سنة 2001، يتضمن القانون التوجيهي لترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، عدد 77 صادر في 30 رمضان عام 1422 الموافق 15 سبتمبر سنة 2001.

² المادة رقم 05، 08، و 09 من القانون رقم 02/17، مؤرخ في 11 ربيع الثاني عام 1438 الموافق 10 يناير سنة 2017، يتضمن القانون التوجيهي لتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، عدد 02 صادر في 12 ربيع الثاني عام 1438 الموافق 11 يناير سنة 2017.

1. المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من 1963 إلى 2000

لم تكن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، بعد الإستقلال، مركز الإهتمام الرئيسي في ظل التخطيط المركزي للدولة الجزائرية. لذلك، نجد أن دور المؤسسات الصغيرة والمتوسطة خلال هذه الفترة كان بسيطاً وغير مؤثر مقارنة مع المؤسسات الاقتصادية العمومية الكبرى.

شهدت المرحلة ما بين 1963 و2000 صدور عدة قوانين، كقانون الاستثمار 1966، أدت إلى خلق عدد معين من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة (594 مؤسسة) تابعة إلى القطاع العام ما بين (1970-1973). من جهة أخرى، أدى القانون رقم 11/82 المتعلق بالاستثمار في القاع الخاص إلى خلق عدد معتبر من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التابعة للقطاع الخاص، حيث منح القطاع الخاص فرصة الإستثمار في مجال تقديم الخدمات، صيد الأسماك، البناء والأشغال العامة، والنقل مع تحديد 30 مليون دينار كحد أقصى للإستثمار دون الموافقة من جهة مركزية¹.

دفع الركود الاقتصادي الناتج عن انخفاض أسعار النفط وتزايد حدة الاحتجاجات الاجتماعية أواخر الثمانينيات من القرن الماضي إلى قيام الدولة الجزائرية بإجراء إصلاحات إقتصادية تهدف إلى تحرير الاقتصاد ودعم القطاع الخاص وبالأخص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة. لقد عززت الإصلاحات المطبقة سنة 1989 مكانة ودور المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ضمن استراتيجية التنمية الاقتصادية، وقد أكد هذا المرسوم التشريعي رقم 12/93 سنة 1993 الذي أعطى لمؤسسات القطاع الخاص مجال أكبر للإستثمار دون التمييز بينها وبين مؤسسات القطاع العام. تشير دراسة Nassima Bouri و Ahmed Bouyacoub إلى أن العدد السنوي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ما بين (1990-1994) كان: أقل من 1000 مؤسسة قبل سنة 1990؛ 3000 مؤسسة سنة 1991؛ وأكثر من 5000 مؤسسة سنة 1994².

شهدت سنة 1994 نشأة الوزارة المكلفة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تهدف إلى ترقية أنشطة هذه المؤسسات، بالإضافة إلى وكالة ترقية ودعم ومتابعة الاستثمارات (APSI) التي أصبحت لاحقاً الوكالة الوطنية لتطوير الإستثمار (ANDI)³. ساهمت هذه الأجهزة في الرفع من عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، حيث بلغ عددها 159507 مؤسسة مع بداية سنة 2000.

2. المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بعد 2001

بحلول سنة 2001 أصدرت الجزائر القانون التوجيهي رقم 18/01 المتعلق بترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الذي حدد الإطار التشريعي والتنظيمي الخاص بهذه المؤسسات ومختلف آليات الدعم الممكنة التي يمكن الإستفادة منها لاحقاً، مثل⁴: الوكالة الوطنية لدعم وتشغيل الشباب (ANSEJ)؛ الصندوق الوطني للتأمين على البطالة (CNAC)؛ الوكالة الوطنية لتسيير القروض المصغرة (ANGEM)؛ والوكالة الوطنية لتطوير الإستثمار (ANDI).

لقد نص المرسوم التنفيذي رقم 373-02 الصادر سنة 2002 على انشاء صندوق لضمان قروض المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الضرورية كما هو محدد في القانون رقم 18-01 الصادر سنة 2001. علاوة على ضمان القروض، يسهر هذا الصندوق على تقديم الاستشارة والمساعدة التقنية لفائدة هذه المؤسسات، متابعة المخاطر الناجمة عن ضمان هذه القروض، وغيرها

¹ Belouard A. Nabil, Seder Salim, **Structure du capital et de la performance des PME Algériennes**, Revue d'économie et de Management, Vol.08, N.01, 2009, p.124.

² Nassima Bouri, Ahmed Bouyacoub, Op. Cit., p. 74.

³ CNES, **Pour une politique de développement de la PME en Algérie**, 20ème Session plénière, Publication du Conseil National Économique et Social, Alger, Algérie, 2002, p. 20.

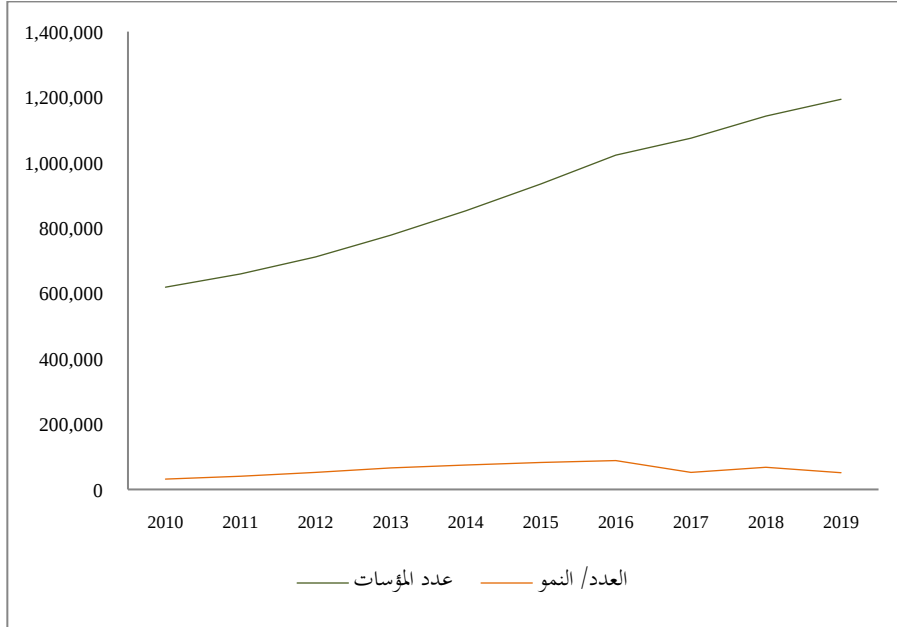
⁴ Kennouche Samia, Chabi Tayeb, **La création d'entreprises en Algérie par le biais des dispositifs (ANSEJ, CNAC, ANGEM) : Cas de la wilaya de Bejaia**, Revue Algérienne de la Mondialisation et des Politiques Économiques, Vol.08, No.1, 2017, pp. 13.

من المهام المشار إليها ضمن المواد القانونية المكونة لهذا المرسوم التنفيذي¹. وقد سبق هذا الصندوق إنشاء المجلس القومي للإستثمار (CNI) الذي يعمل على اتخاذ القرارات الإستراتيجية وفحص الملفات المتعلقة بالاستثمار التي تمثل منفعة للاقتصاد الوطني².

عرفت سنة 2005، بناءً على المرسوم التنفيذي رقم 05-165، إنشاء الوكالة الوطنية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة (ANDPME) والهدف منها: تنفيذ الاستراتيجية القطاعية لتشجيع وتنمية المشاريع الصغيرة والمتوسطة؛ تنفيذ ومراقبة البرنامج الوطني لتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة؛ تعزيز الخبرة والمشورة الموجهة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة؛ جمع، استخدام ونشر المعلومات الخاصة بمجال نشاط المؤسسات الصغيرة والمتوسطة³.

إنطلاقاً من سنة 2005، بدأ العدد الإجمالي المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر يتزايد من سنة إلى أخرى، وهذا يعكسه الشكل رقم (2) الذي يوضح نمو هذا النوع من المؤسسات ما بين 2010 و2019. تزايد عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة يرجع في الأساس إلى الدعم الكبير الذي قدمته الدولة لهذه المؤسسات، سواءً كانت تابعة للقطاع العام أو القطاع الخاص.

شكل رقم (03). تطور عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ما بين (2010-2019)



المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على بيانات المجلس الوطني الإقتصادي والإجتماعي CNESE

المطلب الثاني: دعم وترقية المؤسسة الصغيرة والمتوسطة في الجزائر

نظراً لمكانتها وأهميتها الاقتصادية ضمن استراتيجية التنمية الاقتصادية الجزائرية، أقرت الدولة الجزائرية جملة من برامج دعم وترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي سوف نقوم بمناقشتها من خلال هذا المطلب.

¹ المرسوم التنفيذي رقم 02-373، مؤرخ في 06 رمضان عام 1423 الموافق 11 نوفمبر سنة 2002، يتضمن إنشاء صندوق ضمان القروض للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، عدد 74 صادر في 08 رمضان عام 1423 الموافق 13 نوفمبر سنة 2002.

² Merzouk Farida, *PME et compétitivité en Algérie*, Revue d'économie et de Management, Vol.08, N.01, 2009, p.282.

³ المرسوم التنفيذي رقم 05-165، مؤرخ في 24 ربيع الأول عام 1426 الموافق 3 مايو سنة 2005، يتضمن إنشاء الوكالة الوطنية لتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتنظيمها وسيرها، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، عدد 32 صادر في 25 ربيع الأول عام 1426 الموافق 4 مايو سنة 2005.

الفرع الأول: الأهمية الاقتصادية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر

منحت الدولة الجزائرية مكانة هامة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مما أتاح لها فرصة المساهمة في تنمية وتنويع الإقتصاد الجزائري. توصلت دراسة Dounya Kerzabi وآخرون إلى أن تطور قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر له أثر موجب على النمو الإقتصادي للبلاد¹.

تقود المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، في العديد من البلدان، التحول من الإقتصاد القائم على الزراعة إلى الإقتصاد القائم على الصناعة، وهذا من شأنه أن يخلق العديد من فرص العمل وبالتالي التخفيض من معدل البطالة². يشير تقرير منظمة العمل الدولية (ILO) إلى أن نسبة مساهمة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في خلق مناصب العمل تفوق 50% من إجمالي فرص العمل المتاحة سنوياً في الإقتصادات الناشئة والنامية على حدٍ سواء، وهذا راجع إلى أن هذه المؤسسات تتمتع بمعدل نمو أكبر وأسرع من المؤسسات الكبيرة الحجم³.

في الجزائر، أشارت دراسة Berber Wafaa و Ghomari Souhila إلى الدور الإيجابي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في خلق مناصب العمل، حيث بلغ معدل نمو الوظائف في ولاية التلمسان 6.6 % خلال فترة الدراسة⁴. وقد أكدت هذا نتائج دراسة Hassaine Yasser و Badri Abdelmadjid التي توصلت إلى وجود علاقة عكسية، على المدى القصير، بين معدل البطالة وعدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر. بعبارة أخرى، ينخفض معدل البطالة السنوي كلما ارتفع عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على المدى القصير⁵.

يتم وصف العديد من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بأنها مؤسسات مبتكرة، كونها تساهم في خلق وتطوير العديد من المنتجات والتقنيات الحديثة. من جهة أخرى، تساهم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المنتجة والمصدرة في الرفع من حجم الصادرات مقابل الواردات مما يسمح بخلق توازن في الميزان التجاري وتوفير العملة الصعبة⁶.

تعود ملكية المؤسسات الصغير والمتوسطة، غالباً، إلى أفراد العائلة وهذا يدل على دور هذه المؤسسات في توجيه المدخرات نحو الإستثمار بدل الإستهلاك، وهي تقدم بهذا لهذه الفئة من المجتمع فرصة تطوير نماذج أعمال يمكن أن تبلغ مراحل متقدمة من النضج الذي يعود بالفائدة على الإقتصاد الوطني. وهذا ما أكدت عليه دراسة Esra Memili وآخرون، التي أشارت إلى ضرورة إتخاذ الدولة لقرارات تحفز هذا النوع من المؤسسات إلى جانب المؤسسات الأخرى غير العائلية⁷.

الفرع الثاني: برامج دعم وترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر

أقرت السلطات العليا الجزائرية حزمة من برامج دعم وترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة قصد تعزيز قدرتها على منافسة المؤسسات الأجنبية، وذلك في إطار اتفاقية الشراكة مع الإتحاد الأوروبي واستراتيجية الإنضمام إلى منظمة التجارة الدولية. تتضمن

¹ Dounya Kerzabi et al., **Le rôle des PME dans la croissance économique en Algérie**, Journal de l'intégration économique, Vol.07, No.2, 2019, p. 317.

² Mukole Kongolo, **Job creation versus job shedding and the role of SMEs**, African Journal of Business Management, Vol.04, No.11, 2010, p. 2294.

³ Jan D. Kok et al., **Is small still beautiful? Literature review of recent empirical evidence on the contribution of SMEs to employment creation**, International Labour Organisation, 2013, pp. 51-52.

⁴ Berber Wafaa, Ghomari Souhila, **L'impact de la création de la petite et moyenne entreprise sur le développement local (création d'emploi)**, Revue d'études sur Les Institutions et le Développement, Vol.02, No.1, 2015, p. 73.

⁵ Hassaine Yasser, Badri Abdelmadjid, **The impact of SMEs on the unemployed in Algeria from 2003 to 2017**, Review MECAS, Vol.17, No.2, 2021, p. 51.

⁶ Anwar A. Shah et al., **Performance of SMEs in export growth and its impact on economy of Pakistan**, International Journal of Business and Management, Vol.06, No.7, 2011, p. 289.

⁷ Esra Memili et al., **The impact of small- and medium-sized family firms on economic growth**, Small Business Economics, Vol.45, No.4, 2015, p. 777.

التجربة الجزائرية لترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة - التي بدأت سنة 2000 - مجموعة من البرامج المختلفة من قبل عدة مؤسسات مختلفة، وهي كالتالي¹:

1. **برنامج الأمم المتحدة للتنمية الصناعية (ONUDI):** في سبتمبر 1998 طورت منظمة الأمم المتحدة للتنمية الصناعية برنامجاً مكيفاً وفق خصوصيات الصناعة الجزائرية، الذي يعتبر جزءاً من برنامج أكبر يدعى "البرنامج المتكامل لتحسين القدرة التنافسية ودعم إعادة الهيكلة الصناعية في الجزائر". تم تحديد فترة البرنامج بخمسة (5) سنوات (2001-2006)، وبميزانية إجمالية قدرها 11.4 مليون دولار ممولة من قبل: منظمة الأمم المتحدة للتنمية الصناعية (ONUDI)؛ الجزائر؛ منظمة الأمم المتحدة للتنمية (PNUD)؛ فرنسا وإيطاليا.

2. **برنامج وزارة الصناعة وإعادة الهيكلة:** في إطار البرنامج السابق ووفقاً لبرنامج الحكومة، بدأت وزارة الصناعة وإعادة الهيكلة برنامجاً تجريبياً لدعم الارتقاء بالقدرة التنافسية للمؤسسات الجزائرية وتحسين قدرتها التنافسية وهذا بمساعدة منظمة الأمم المتحدة للتنمية الصناعية. هذا البرنامج يعتبر جزءاً من استراتيجية التوجه نحو عولمة التجارة. لقد نصت المادة 92 من قانون المالية لسنة 2000 على إنشاء صندوق ترقية القدرة التنافسية الصناعية الذي يقع تحت وصاية وزارة الصناعة وإعادة الهيكلة، وهو يهدف إلى تقديم المساعدات المالية المباشرة إلى المؤسسات الصناعية من أجل الرفع من مستوى تنافسية هذه المؤسسات.

3. **برنامج دعم وتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة (MEDA 1):** لقد كان البرنامج موضوع اتفاقية بين الحكومة الجزائرية والمفوضية الأوروبية التي تم توقيعها في 14 سبتمبر 1999. يهدف هذا البرنامج إلى تطوير المؤسسات الجزائرية الصغيرة والمتوسطة الخاصة من خلال الرفع من قدرتها التنافسية التي يمكن تحقيقها عن طريق مواءمتها مع المعايير الدولية، تطوير السلوك الإداري لرائد الأعمال، دعم تواجد هذه المؤسسات في الأسواق الأوروبية والمتوسطة.

تم الشروع في هذا البرنامج في إطار الشراكة الأوروبية المتوسطية بين المفوضية الأوروبية ووزارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والصناعات التقليدية، وقد إستفادت الجزائر في إطار هذه الشراكة من 57، 3.4، و 2.5 مليون يورو على التوالي. بدأ هذا البرنامج في جويلية سنة 2002 وإنتهى في 31 ديسمبر سنة 2007 ليحل محله برنامج MEDA 2 سنة 2008².

تم تعيين فريق من الخبراء لإدارة المكونات الرئيسية لهذا البرنامج المتمثلة في: (1) الدعم المباشر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال إجراء تشخيص مسبق لتأهيل هذه المؤسسات وتنظيم الندوات التدريبية؛ (2) مساعدة المؤسسات المالية والبنوك التي تتعامل مع هذا النوع من المؤسسات؛ (3) دعم الهياكل الوسيطة وخدمات الدعم العامة والخاصة³.

4. **برنامج دعم وتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة (MEDA 2):** بعد فشل برنامج MEDA 1 شرعت الدولة الجزائرية في تطبيق برنامج دعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، والتحكم في تكنولوجيا المعلومات والاتصال الذي جاء في إطار برنامج MEDA 2.

يتميز هذا البرنامج بكونه برنامجاً يركز على دعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بشكل فردي عكس البرامج السابقة. بالتالي، يسمح هذا البرنامج قبل كل شيء بإجراء تشخيص لحالة هذه المؤسسات وتطوير دليل تشغيل منهجي⁴. تمثل الهدف

¹ Nassima Bouri, Ahmed Bouyacoub, Op. Cit., p. 76.

² Khalil Assala, **PME en Algérie : de la création à la mondialisation**, 8ème Congrès International Francophone en Entrepreneuriat et PME, Haute école de gestion, 25-27 octobre 2006, Association Internationale de Recherche en Entrepreneuriat et PME, Fribourg, Suisse, 2006, p. 11.

³ Radia A. Si Said, Chabha Bouzar, **Les dispositifs de mise à niveau de la PME Maghrébine Tunisie, Maroc et L'Algérie : Bilan et Perspectives**, Revue Dirassat Numéro Économique, Vol.07, No.1, 2016, p. 59.

⁴ Amine Mokhefi, **La mise à niveau des PME algériennes : Un levier de compétitivité des entreprises**, Revue des Performances des Entreprises Algériennes, Vol.03, No.1, 2014, p.69.

الرئيسي لهذا البرنامج في تحسين القدرة التنافسية للنسيج الصناعي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، قصد رفع مستوى 500 مؤسسة صغيرة ومتوسطة صناعية وغير صناعية، وقد بلغ مقدار مساهمة الجانب الأوروبي 40 مليون يورو والجانب الجزائري 3 مليون يورو، أما مقدار مساهمة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة فهو مليون (1) يورو¹.

5. البرنامج الوطني لإعادة تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة: إستنادًا إلى حقيقة أن البرامج السابقة لتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لم تضم المؤسسات التي تقل قوتها العاملة عن 20 موظفًا، أطلقت وزارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والصناعات التقليدية برنامجًا من شأنه دعم جميع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وهذا وفق ما جاء في القانون التوجيهي لسنة 2001.

يهدف هذا البرنامج إلى تحضير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة - خاصة تلك التي تقل قوتها العاملة عن 20 موظفًا - لمرحلة الإنفتاح الاقتصادي ومتطلبات التجارة الحرة، وهذا عن طريق تطوير قدراتهم التنافسية من حيث السعر، الجودة، و القدرة على الابتكار. إضافة إلى هذا، تطوير قدرات الجمعيات والمنظمات المهنية التي لها علاقة بهذا النوع من المؤسسات². هذا البرنامج هو عبارة عن برنامج مكمل للبرامج السابقة (ONUDI، MEDA 1) وقد بدأ الشروع فيه سنة 2007. لقد تم تخصيص غلاف مالي سنوي مقداره 1 مليار دينار لتمويل هذا البرنامج، الذي تكفل به صندوق تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وأشرفت عليه الوكالة الوطنية لتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة³. وقد شمل البرنامج الوطني لإعادة تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الإجراءات التالية⁴:

- ✓ الإجراءات القطاعية (التحليل حسب نوع النشاط)؛
- ✓ الإجراءات الإقليمية (تحديد التدابير حسب الولاية ذات الأولوية)؛
- ✓ الإجراءات التي يجب إتخاذها من أجل تحسين البيئة المؤسسية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة؛
- ✓ الإجراءات المرتبطة مباشرة بمصلحة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

في الأخير، الغرض من كل هذه البرامج هو خدمة الإقتصاد الوطني وجعله أكثر تنافسية من حيث جودة وتنوع المنتجات والخدمات التي تقدمها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية. لكن إلى غاية الآن، هناك صعوبة كبيرة في إجراء تقييم شامل لمدى فعالية هذه البرامج. تشير دراسة Lamia Azouaou الى هذه المشكلة، فبعد إجراء مسح لعينة صغيرة من المؤسسات - مقارنة بعدد المؤسسات المستفيدة من برامج التأهيل الموزعة عبر مختلف الولايات - توصلت إلى أن وضعية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لا تزال هشة ولا تصل الى مستوى التطلعات أو الأهداف المسطرة مسبقًا⁵.

¹ Lamia Azouaou, **La compétitivité et la mise a niveau des PME maghrébines analyse a partir d'une approche multidimensionnelle**, Revue d'Economie et de Management, Vol.08, No.1, 2009, p. 183.

² Lamia Azouaou, **Impact du programme national de mise à niveau sur la compétitivité des entreprises Algériennes**, Revue des Sciences Commerciales et de Gestion, Vol.11, No.1, 2015, p. 61.

³ بن نذير نصر الدين، بن طيبة مهدية، تقييم البرنامج الوطني لتأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية: دراسة حالة مؤسسة فيتا جو، مجلة الإقتصاد والتنمية البشرية، المجلد 08، العدد 02، 2017، ص 183.

⁴ Lamia Azouaou, **La mise à niveau des PME algériennes : Un levier de compétitivité des entreprises**, Op. Cit., p. 183.

⁵ Lamia Azouaou, **La mise à niveau : Outil et condition de la compétitivité des PME Algérienne**, Revue des Sciences Commerciales et de Gestion, Vol.06, No.1, 2010, p. 179-180.

المطلب الثالث: المشاكل التي تواجهها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر

بالرغم من الإمكانيات الكبيرة التي سخرتها الدولة الجزائرية في خدمة مصلحة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، إلا أنها لا تزال تواجه عدة مشاكل تحد من كفاءتها ونموها. من خلال هذا المطلب سوف نتطرق إلى بعض أهم المشاكل التي تواجهها هذه المؤسسات وهي: (1) مشكل التمويل؛ (2) مشكل العقار الصناعي؛ و (3) المشاكل التنظيمية والإدارية.

الفرع الأول: مشكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر

تشير دراسة Yao Wang إلى أن أهم المشاكل التي تواجه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ضمن الإقتصاديات الناشئة تتمثل في: الوصول إلى مصادر التمويل اللازمة وتنوع مصادر التمويل؛ المعدلات الضريبية العالية؛ المنافسة العالية؛ التكلفة المرتفعة لمصادر الطاقة مثل الكهرباء والعوامل السياسية¹. تواجه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر بعض المشاكل التي أشارت إليها دراسة Yao Wang بالإضافة إلى عدة مشاكل أخرى².

مشكل التمويل: عنصر التمويل عامل مهم لحركية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، لكن ليس من السهل الوصول بأريحية إلى مصادر التمويل المختلفة خاصة القروض البنكية المتوسطة والطويلة الأجل، وهذا بسبب عدم توفر هذه المؤسسات على الضمانات اللازمة التي تحفز البنوك الجزائرية على تقديم قروض مماثلة لتلك التي تحصل عليها المؤسسات الكبيرة الحجم. علاوة على هذا، لا توجد النية الكافية لدى إدارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في استخدام أساليب التمويل غير التقليدية كرفع رأس المال عن طريق سوق الأسهم رغم التسهيلات الضريبية التي تقدمها الدولة الجزائرية. تواجه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عند رغبتها في تمويل مشاريعها عن طريق مصادر التمويل التقليدية عدة حواجز تذكرها كما يلي:

- ✓ أسعار الفائدة المرتفعة لدى جميع البنوك التجارية؛
 - ✓ الإهتمام الكبير للبنوك التجارية بتلبية الإحتياجات التمويلية للمؤسسات الكبيرة على حساب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وهذا يشمل مختلف القطاعات الإقتصادية؛
 - ✓ الشروط الكبيرة التي تضعها البنوك التجارية عند رغبتها في منح قروض لهذه الفئة من المؤسسات.
- يشير Karim Lekhal إلى أن مشكلة التمويل تعتبر أحد المشاكل الرئيسية التي تواجهها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، فرغم المحاولات التي قامت الدولة من أجل ضمان توفير البطانة المالية اللازمة لهذه المؤسسات إلا أن هذه المحاولات فشلت في تحقيق ذلك مع إستمرار الإدارة المركزية لمختلف الشؤون المتعلقة بالإقتصاد الوطني³.

الفرع الثاني: مشكل العقار الصناعي والمشاكل الإدارية المرتبطة به

يتضمن هذا الفرع تقديم لأهم المشاكل التي تعاني منها المؤسسات الاقتصادية في الجزائر، وبالأخص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، المتمثلة في مشكل العقار الصناعي والمشاكل الإدارية المرتبطة به.

1. مشكل العقار الصناعي

تعد مشكلة العقار الصناعي من بين المشاكل الحاسمة التي تؤثر وبشكل كبير على إطلاق مشاريع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر⁴، بالأخص مع وجود إدارة تعرقل عمليات الحصول ونقل الملكية مختلف العقارات الصناعية، رغم محاولة الدولة

¹ Yao Wang, **What are the biggest obstacles to growth of SMEs in developing**, Borsa Istanbul Review, Vol.16, No.3, 2016, p. 174.

² Hichem S. Salaouatchi et al., **Barriers to the growth of SMEs: Empirical evidence from Algeria**, International Journal of Economics and Business Administration, Vol.09, No.2, 2021, p. 274.

³ Karim S. Lekhal, **La difficulté de financer les PME dans un contexte de forte asymétrie d'information : Cas des PME algériennes**, Revue des Performances des Entreprises Algériennes, Vol.02, Vol.1, 2013, p. 23.

⁴ Leïla Loukil, **Les difficultés et les entraves des PME/PMI en Algérie**, Revue Afak Ilmia, Vol.13, No.2, 2021, p. 8-9.

تنظيم العقار الصناعي ووجود أجهزة ولأئية تعمل على ذلك. بالإضافة إلى هذا هناك عدة مشاكل أخرى تصب في هذا الباب، وهي كما يلي:

✓ عدم إستغلال المستثمرين للمساحات العقارية الممنوحة لهم وتعطيل عملية نقلها للجهات التي يمكنها إستغلالها بشكل فعال؛

✓ إرتفاع حجم الطلب على العقار الصناعي مقارنة مع ما هو متاح؛

✓ ضعف عمليات الرقابة على سوق العقاري مما يؤدي إلى الإضرار بمصلحة المشاريع الصغيرة والمتوسطة التي بإمكانها تحقيق عائد يعود بالفائدة على الإقتصاد الوطني.

كل هذه المشاكل أدت إلى هشاشة قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر.

2. المشاكل التنظيمية والإدارية

تعتبر البيروقراطية أحد أهم العوائق التي تحد من نجاح المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، حيث تتجلى مظاهر عديدة في مناخ إقتصادي تسوده البيروقراطية مثل: الرشوة، المحسوبية، إهمال الوقت المحدد لمعالجة الملفات الإدارية المتعلقة بالمشاريع الصغيرة والمتوسطة وكل هذا يؤثر على أداء هذه المؤسسات. من جهة أخرى، قد لا تتمتع بعض المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالثقافة الإدارية اللازمة (كغياب الجانب الريادي في إدارة الأعمال) مما يخلق مشاكل إدارية داخلية تضاف إلى المشاكل الإدارية الخارجية وهذا بدوره ينكس أيضاً على أداء المؤسسة.

خلاصة

لقد قمنا من خلال هذا الفصل بأخذ نظرة عامة عن المؤسسة الاقتصادية ومراحل تطورها في الجزائر منذ الإستقلال إلى الآن، مع الإشارة إلى التهميش الواقع للمؤسسة الاقتصادية "الخاصة" قبل التوجه نحو إقتصاد السوق. قمنا من خلال المبحث الأول بعرض للمراحل التي مرت بها المؤسسة الاقتصادية "العمومية" ما بين (1962-1980) حيث تميزت هذه الفترة بتدخل الدولة الكبير في الشؤون الاقتصادية للمؤسسة الاقتصادية كون أن هذه الأخيرة كانت محور خطط التنمية الاقتصادية للدولة. قسمت الفترة ما بين (1962-1980) إلى ثلاثة (3) مراحل هامة في حياة المؤسسة الاقتصادية وهي: مرحلة التسيير الذاتي (1963-1965) التي كانت اليد العليا فيها للنقابات العمالية بصفتها الجهة المخولة بإدارة المؤسسات الاقتصادية الجزائرية بعد الإستقلال مباشرة؛ مرحلة المؤسسة الوطنية ما بين (1965-1971) التي تميزت بتدخل الدولة بقوة في عملية تسيير المؤسسات وفي مختلف الميادين من أجل السيطرة على القطاع العام، وقد أدى هذا التوجه إلى إنشاء وتسيير الدولة للعديد من المؤسسات الاقتصادية؛ مرحلة المؤسسة الاقتصادية الاشتراكية ما بين (1971-1980) التي أعادت إلى العمال الصفة الإدارية عن طريق مجالس العمال.

بعد فشل المراحل السابقة، قمنا من خلال المبحث الثاني، بعرض المراحل التي مرت بها المؤسسة الاقتصادية بعد إقرار الدولة الجزائرية لجملة من الإصلاحات إنطلاقاً من سنة 1980. مرت المؤسسة الجزائرية بعد هذه السنة (1980) بمرحلة إعادة الهيكلة (1980-1988) التي انقسمت إلى مرحلة إعادة الهيكلة العضوية ومرحلة إعادة الهيكلة المالية التي جاءت من أجل تقديم نفس جديد للمؤسسات الاقتصادية، وبذلك المساهمة في إنعاش النمو الاقتصادي للبلاد والقضاء على المشاكل التي رافقت مرحلة التسيير الاشتراكي للمؤسسات الاقتصادية؛ مرحلة إستقلالية المؤسسة الاقتصادية (1988-1994) التي هدفت إلى فك إرتباط الدولة بالمجال الإقتصادي من خلال خصخصة المؤسسات؛ مرحلة خصخصة المؤسسة الاقتصادية (بعد 1994) وهي إمتداد للمرحلة السابقة.

في الأخير، قمنا من خلال المبحث الثالث بأخذ نظرة عامة عن المؤسسات الاقتصادية الصغيرة والمتوسطة التي تعد أحد الوحدات الاقتصادية الهامة، كما أنها تمثل جزء هام من المؤسسات الخاصة التي تعمل في القطاع الخاص.

الفصل الثاني

الإطار النظري للهيكل المالي ومختلف

النظريات المفسرة له

تمهيد

يعد موضوع الهيكل المالي موضوعاً بارزاً ضمن النظرية المالية للمؤسسة وهو يرتبط بأحد أهم القرارات التي تتخذها المؤسسة بشكل مستمر طيلة فترة حياتها وهي القرارات التمويلية. إتخاذ المؤسسة لأي قرار بالتمويل يجب أن يكون بعد الإطلاع على كافة الاحتياجات التمويلية خاصة تلك التي لها صلة بفرص المؤسسة الاستثمارية.

تحدد قرارات المؤسسة التمويلية تركيبة الهيكل المالي الذي هو عبارة عن مجموعة من مصادر التمويل التي تنقسم إلى عدة أنواع منها ما له صفة الملكية مثل الأسهم العادية ومنها ما له صفة الدين مثل القروض البنكية والسندات ومنها ما يجمع بين الاثنين معاً ويطلق عليه بمصادر التمويل الهجينة أي التي تجمع بين صفة الملكية والدين مثل الأسهم الممتازة. يمكن النظر إلى الهيكل المالي على أنه مجموع التكاليف التي تحملتها المؤسسة مقابل الحصول على التمويل اللازم، ولهذا يجب على المؤسسة عند هذه النقطة السعي نحو بناء الهيكل المالي الذي يحقق أدنى تكلفة وأعلى عائد على رأس المال المستثمر وهذا من شأنه أن يساهم في تحسين أداء المؤسسة المالي وبالتالي الرفع من قيمتها الاقتصادية والسوقية.

يعكس الهيكل المالي السلوك التمويلي للمؤسسة وهو يختلف من مؤسسة إلى أخرى نظراً لتأثره بمجموعة من المحددات والعوامل التي تم الإشارة إليها وتم توقع أثرها على الهيكل المالي في العديد من الأدبيات العلمية القديمة والحديثة، منها ما يرتبط بخصائص المؤسسة مثل: حجم المؤسسة، السيولة، هيكل الأصول، ... الخ. ومنها ما يرتبط بخصائص البلد مثل: معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، معدل التضخم، معدل الفائدة، ... الخ.

حاولت العديد من الأعمال العلمية تقديم تفسير لطبيعة العلاقة بين مجموع هذه الخصائص - المحددات - والهيكل المالي، ومن بين أشهر هذه الأعمال المقال الذي قدمه Franco Modigliani و Merton H. Miller سنة 1958 الذي مهدت نتائجه لظهور العديد من الأعمال العلمية القيمة، وقد ناقش هذا المقال أثر الضرائب على قيمة المؤسسة حيث تم التوصل إلى المؤسسة بإمكانها أن تستخدم الديون كدروع ضريبية (وفرات ضريبية) تسمح لها بخفض جزء هام من الدخل الخاضع للضريبة.

بناءً على ما سبق، سوف نقوم من خلال هذا الفصل بأخذ نظرة شاملة حول موضوع الهيكل المالي، ولتحقيق هذا الغرض قمنا بتقسيم هذا الفصل إلى المباحث الرئيسية التالية:

المبحث الأول: مفهوم الهيكل المالي وأهم محدداته؛

المبحث الثاني: الرافعة التشغيلية، الرافعة المالية وتكلفة مصادر التمويل؛

المبحث الثالث: النظريات التقليدية والمعاصرة المفسرة للهيكل المالي.

المبحث الأول: مفهوم الهيكل المالي وأهم محدداته

يعكس الهيكل المالي مجموع الموارد المالية التي تحوزها المؤسسة وهي بشكل عام عبارة عن مزيج من مصادر التمويل الداخلية المتمثلة في الأموال الخاصة والأرباح السنوية المحتجزة ومصادر التمويل الخارجية المتمثلة في جميع الأموال المتحصل عليها من خارج المؤسسة مثل القروض البنكية والسندات. تركيبة الهيكل المالي لها دور كبير في خلق أو تدمير قيمة المؤسسة على المدى المتوسط والطويل الأجل، وهذا راجع إلى أنها تمثل تكلفة الحصول على الأموال التي يجب مراعاتها أثناء المفاضلة بين المشاريع الإستثمارية التي يجب أن تراعي تحقيق عائد أكبر من تكلفة الوساطة المرجحة لمصادر التمويل.

المطلب الأول: مدخل للهيكل المالي

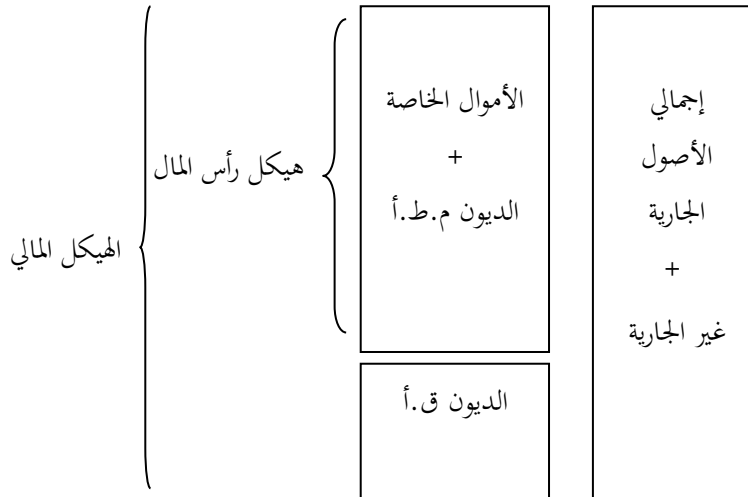
يشمل الهيكل المالي الجانب الأيسر من ميزانية المؤسسة وهو مزيج من الأموال ذات آجال الإستحقاق الطويلة والقصيرة الأجل التي يتم إستخدامها لتمويل مختلف أنشطة المؤسسة الإستثمارية والتشغيلية، وهو أحد الجوانب الرئيسية التي يولي لها المدير المالي إهتمام كبير عند صياغته للقرارات المالية المرتبطة بحاضر ومستقبل المؤسسة.

الفرع الأول: مفهوم الهيكل المالي

يعكس الهيكل المالي حجم الإلتزامات المالية إتجاه الجهات التي قامت بتوفير الموارد المالية التي كانت المؤسسة بحاجة لها، كما تتأثر بنيته أو تركيبته (ديون و/أو أسهم) بالسياسة الضريبية المطبقة وهو "ينقل معلومات حول توقعات المؤسسة للمقرضين وحملة الأسهم المحتملين¹".

يختلف الهيكل المالي عن هيكل رأس المال حيث أن الأول يشمل كامل عناصر الجانب الأيسر من الميزانية أما الثاني فهو عبارة عن مجموع الأموال الخاصة والديون الطويلة الأجل فقط. عبارة أخرى، الهيكل المالي هو عبارة عن مفهوم أشمل وأكثر حساسية عند مقارنة أموال المؤسسة الخاصة مع ديونها حيث يَضمُّ حسابات الدفع، الضرائب المستحقة وغيرها من الديون التي تستهل في مدة لا تتجاوز السنة. أما هيكل رأس المال فهو يعكس قيمة المؤسسة المحتملة، وهذا لأنه يَضمُّ الموارد المالية التي تستخدم بشكل أساسي من أجل الحصول على الأصول (الإستثمارات) المدرة للأرباح.

شكل رقم (04). نموذج مبسط للميزانية يوضح الفرق بين الهيكل المالي وهيكل رأس المال



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على المعلومات السابقة

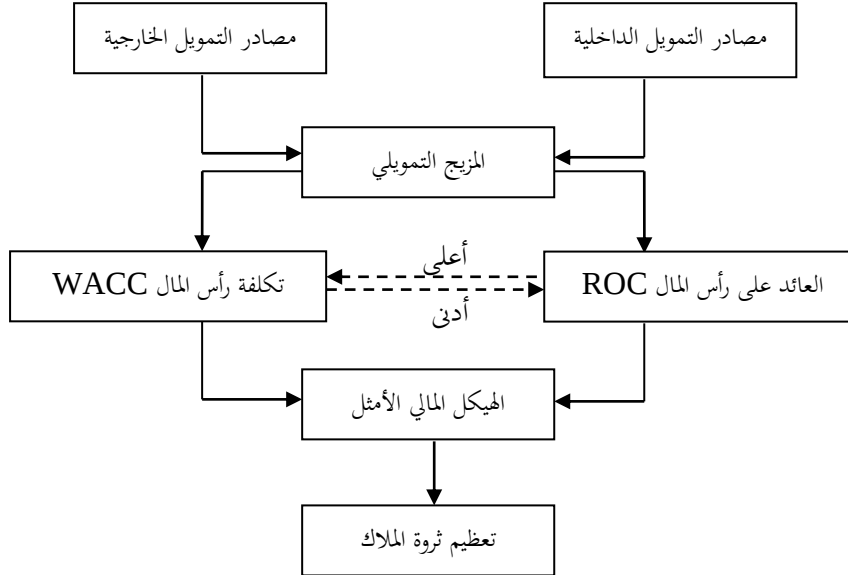
¹ Joseph E. Stiglitz, **Why Financial Structure Matters**, Journal of Economic Perspectives, Vol.04, No.2, 1988, p. 124.

الفرع الثاني: تعريف الهيكل المالي الأمثل

يمكن تعريف الهيكل المالي الأمثل على أنه المستوى أو المزيج الأمثل من مصادر التمويل المختلفة التي تحقق أكبر قدر ممكن من العائد على رأس المال المستثمر مقابل أدنى تكلفة ممكنة لمصادر التمويل، أي أنه الهيكل الذي يعمل على تخفيض التكلفة الوسيطة المرجحة لمصادر التمويل وتعظيم العائد الناتج عن الإستثمارات التي إختارتها المؤسسة، وكل هذا في إطار مبدأ تعظيم ثروة الملاك.

يضمّن الهيكل المالي الأمثل على المدى الطويل السلامة المالية للمؤسسة حيث يساهم في التقليل من المخاطر المالية وفي نفس الوقت يعمل على الزيادة من العائد على رأس المال، كما أن أي تحسينات للهيكل المالي ستؤدي حتماً إلى تحسين الأداء المالي وبالتالي زيادة قيمة المؤسسة¹. يعكس الهيكل المالي الأمثل أيضاً نسبة الإستدانة المثلى التي بإمكانها أن تساعد المدراء الماليين على صياغة سياسة تمويلية مناسبة وإتخاذ تدابير وقائية تحد من الإستخدام المفرط للديون، أي أن نسبة الإستدانة هذه تعتبر الحاجز أو العتبة التي تتوقف عندها المؤسسة عن الإستدانة كما أنها تسمح للمؤسسات التي لم تصل بعد لمستوى هذه العتبة بالإستمرار في الإستدانة قصد تعظيم المنافع المرتبطة بالدين وأهمها القدرة على تخفيض نسبة الضرائب المقتطعة من دخل المؤسسة².

شكل رقم (05). تخطيط مبسط للهيكل المالي الأمثل



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على المعلومات السابقة

يوضح الشكل رقم (2) المسار الذي من خلاله يمكن للمؤسسة تشكيل هيكل مالي أمثل يساهم في تعظيم القيمة بدلاً من تدميرها، حيث تقوم المؤسسة في المقام الأول بتكوين المزيج التمويلي الخاص بها الموجه لتلبية الإحتياجات الجارية من الموارد المالية والذي يجب أن تراعي فيه الحصول على كل عنصر من العناصر المشكلة له (الأسهم، السندات، القروض البنكية، ... إلخ). بأقل تكلفة ممكنة وهذا يعتمد على قدرة المؤسسة على التفاوض مع الجهة المانحة له وحجم الضمانات المقدمة. في الجهة المقابلة، يتعين على المؤسسة أيضاً التخصيص والتوظيف الجيد للأموال المتحصل عليها من أجل تحقيق أعلى عائد ممكن يغطي التكلفة الكلية لمصادر التمويل. بعد مراعات ما سبق، تتحصل المؤسسة على الهيكل المالي الأمثل المناسب والمتوازن الذي يحقق لها الإستمرارية والنمو وهذا ينعكس إيجاباً على القيمة الإقتصادية والسوقية للمؤسسة التي بدورها تخدم مبدأ تعظيم ثروة الملاك.

¹ Kundakchyan R. M, Zulfakarova L. F, **Current issues of optimal capital structure based on forecasting financial performance of the company**, Life Science Journal, Vol.11, No.6, 2014, p. 370.

² Abd Halim Ahmad, Nur Adiana Hiau Abdullah, **Investigation of optimal capital structure in Malaysia: a panel threshold estimation**, Studies in Economics and Finance, Vol.30, No.2, 2013, p. 114.

المطلب الثاني: المحددات والعوامل المؤثر على الهيكل المالي

يُمثل الهيكل المالي أحد أهم الجوانب التي تولي لها إدارة المؤسسة أهمية بالغة كونه يرتبط بأحد أهم القرارات التي تتخذها المؤسسة بشكل مستمر وهي القرارات التمويلية، خصوصاً المرتبطة بالإستثمارات الجديدة التي ترغب في القيام بها مستقبلاً. تعكس بنية الهيكل المالي السلوك التمويلي والسياسة المالية الخاصة بالمؤسسة، وبغية التعرف على الدافع الذي يقود هذا السلوك ويجعل من المؤسسة تفاضل بين مصادر التمويل المختلفة ينبغي دراسة المحددات المختلفة التي تؤثر عليه، وبالتالي تؤثر على هيكل المؤسسة المالي. تم اختبار هذه المحددات في العديد من الدراسات، منها ما له علاقة بخصائص المؤسسة (مثل: حجم المؤسسة، الربحية، فرص النمو، السيولة، هيكل الأصول، الوفر الضريبي، ... الخ). ومنها ما له علاقة بخصائص البلد (مثل: المخاطر، معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، معدل التضخم، معدل الفائدة، ... الخ).

الفرع الأول: محددات هيكل المؤسسة المالي

يتضمن هذا الفرع عرض لأهم محددات الهيكل المالي التي تم تداولها خلال العديد من الدراسات النظرية والتطبيقية.

1. الربحية

نظرياً، توقعت نظرية المفاضلة ونظرية الوكالة وجود علاقة موجبة بين الربحية ونسبة الاستدانة، أي أن مستوى الربحية المرتفع يؤدي إلى إرتفاع مستوى الإقتراض كما يقدم للمؤسسة الحافز لإستخدام ميزة الوفر الضريبي للدين قصد التخفيض من مقدار الضريبة المقتطعة من الدخل. في المقابل، توقعت نظرية الالتقاط التدريجي لمصادر التمويل وجود علاقة سالبة. عملياً، أثبتت العديد من الدراسات أهمية ومدى تأثير الربحية على القرارات التمويلية المتعلقة بالهيكل المالي حيث ترى أن المؤسسات ذات نسب الربحية العالية تسعى إلى تكوين بَطانة مالية عن طريق إحتجاز الأرباح، وهذا ما يساهم في الرفع من قدرة التمويل الذاتي لديها بحيث تعمل فيما بعد على استخدام التمويل الذاتي بدلاً عن الديون لتغطية الاحتياجات التمويلية للفرص الاستثمارية. بالتالي، تشير هذه الدراسات إلى أن للربحية أثراً سالباً على نسبة الرافعة المالية، أي أن المؤسسة تحفض من نسبة الاستدانة مقابل الرفع من نسبة الأرباح السنوية المحتجزة. من جهة أخرى، كشفت نتائج بعض الدراسات الأخرى عن وجود علاقة موجبة بين ربحية المؤسسة ونسبة الرافعة المالية حيث إستخدمت المؤسسة الربحية العالية كأداة تسمح لها بإضافة المزيد من الأموال المقترضة إلى الهيكل المالي.

هناك العديد من الدراسات القديمة والحديثة التي إختبرت أثر ربحية المؤسسة على نسبة الرافعة المالية المعبرة عن الهيكل المالي. فيما يخص الدراسات التي توصلت إلى وجود علاقة سالبة بين الربحية والرافعة المالية وبالتالي دعمت الطرح النظري لنظرية الالتقاط التدريجي نجد: دراسة Sheridan Titman و Roberto Wessels سنة 1988 التي تمت خلال الفترة ما بين 1974 و 1982 على عينة تتكون من 469 مؤسسة أمريكية¹؛ دراسة Raghuram Rajan و Luigi Zingales سنة 1995 التي تمت خلال الفترة ما بين 1987 و 1991 على عينة من المؤسسات ضمن مجموعة الدول السبع (G-7)²؛ دراسة Mangesti Rahayu وآخرون التي تمت خلال الفترة ما بين 2008 و 2015 على عينة من المؤسسات المدرجة في بورصة إندونيسيا³.

¹ Sheridan Titman, Roberto Wessels, **The Determinants of Capital Structure Choice**, The Journal of Finance, Vol.43, No.1, 1988, p. 17.

² Raghuram G. Rajan, Luigi Zingales, **What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data**, The Journal of Finance, Vol.50, No.5, 1995, p. 1457.

³ Sri Mangesti Rahayu et al., **The reciprocal relationship between profitability and capital structure and its impacts on the corporate values of manufacturing companies in Indonesia**, International Journal of Productivity and Performance Management, Vol.69, No.2, 2020, p. 248.

في المقابل، هناك دراسات أخرى توصلت إلى وجود علاقة موجبة بين الربحية والرافعة المالية إلا أنها قليلة جداً مقارنة مع الدراسات التي أكدت وجود علاقة سالبة¹. توصلت دراسة Joshua Abor سنة 2005 والتي تمت خلال الفترة ما بين 1998 و2002 على عينة من المؤسسات المدرجة ببورصة غانا إلى أن هناك علاقة موجبة بين الربحية والرافعة المالية حيث أن المؤسسات الغانية التي لها أرباح عالية تعمل على إضافة المزيد من الديون إلى هيكلها المالي، وبالأخص الديون القصيرة الأجل التي مثلت حوالي 85% من إجمالي الديون التي بحوزتها². تحرت دراسة Mahima Bagga و Narinder Pal Singh التي تمت على عينة من 50 مؤسسة مدرجة بالهند ما بين 2008 و2017 طبيعة هذه العلاقة أيضاً، وقد توصلت إلى أن للربحية أثراً معنوياً موجباً على نسبة الإستدانة أي أن المؤسسات الهندية تستخدم الربحية العالية كأداة للحصول على الديون وبالتالي الاستفادة من الوفر الضريبي للدين وهذا يدعم فرضية نظرية المفاضلة³.

2. حجم المؤسسة

يُعتبر حجم المؤسسة أحد محددات الهيكل المالي التي تم إختبارها في العديد من الدراسات التجريبية. قياس حجم المؤسسة يمكن الوصول اليه بإستخدام عدة عناصر من أشهرها: إجمالي الأصول؛ إجمالي المبيعات؛ والقيمة السوقية لحقوق الملكية⁴. نظرياً، هناك إختلاف حول الدور الذي يلعبه الحجم في إمكانية حصول المؤسسة على التمويل الخارجي المتمثل في الدين. تفترض نظرية المفاضلة أن حجم المؤسسة عامل هام يساعد المؤسسة على إضافة المزيد من الأموال المقترضة إلى الهيكل المالي وبالتالي هناك علاقة موجبة بين الحجم ونسبة الرافعة المالية، في الحين تفترض نظرية الالتقاط التدريجي عكس ذلك.

تم إختبار صحة فرضيات النظريتين من قبل العديد من الباحثين الذين توصلو إلى نتائج مختلفة. من بين الدراسات التي توصلت إلى تأييد فرضية نظرية المفاضلة دراسة Antoniou، Guney و Poudyal التي تمت على عينة من المؤسسات الموزعة على خمسة دول إقتصادية كبرى (الولايات المتحدة، المملكة المتحدة، ألمانيا، فرنسا، واليابان) وذلك بالاعتماد على البيانات المالية لهذه المؤسسات المتاحة ما بين 1987 و2000⁵. إضافة إلى هذه الدراسة، دراسة Segun Bolarinwa و Abiodun Adegboye التي قام من خلالها الباحثين بإعادة اختبار بعض محددات الهيكل المالي لعينة من المؤسسات النيجيرية قصد التعرف على سرعة تعديل الهيكل المالي بغية الوصول إلى الهيكل المالي المستهدف، وقد كشفت نتائج هذه الدراسة على أن حجم المؤسسة يرتبط ارتباطاً موجباً مع الرافعة المالية حيث أن المؤسسات الكبيرة الحجم يمكنها تقديم ضمانات على القروض التي تتحصل عليها، كما أنها قادرة على توليد أرباح أعلى من المؤسسات الصغيرة الحجم. بالتالي، إحصائية تعرضها لمخاطر التخلف عن السداد ضعيفة جداً⁶. على العكس من هذا، أكدت نتائج دراسة Bhat، Chanda و Bhat فرضية نظرية الالتقاط التدريجي بعد اختبار العلاقة بين حجم المؤسسة والرافعة المالية لعينة من المؤسسات المدرجة بالهند، حيث تم التوصل إلى أن المؤسسات الكبيرة الحجم

¹ Jin Xu, **Profitability and capital structure: Evidence from import penetration**, Journal of Financial Economics, Vol.106, No.2, 2012, p. 427.

² Joshua Abor, **The effect of capital structure on profitability: an empirical analysis of listed firms in Ghana**, The Journal of Risk Finance, Vol.06, No.5, 2005, p. 444.

³ Narinder Pal Singh, Mahima Bagga, **The Effect of Capital Structure on Profitability: An Empirical Panel Data Study**, Jindal Journal of Business Research, Vol.08, No.1, 2019, p. 76.

⁴ Chongyu D. Dang, Zhichuan Li, Chen Yan, **Measuring Firm Size in Empirical Corporate Finance**, Journal of Banking and Finance, Vol.86, No.1, 2018, p. 166.

⁵ Antonios Antoniou, Yilmaz Guney, Krishna Paudyal, **The Determinants of Capital Structure: Capital Market-Oriented versus Bank-Oriented Institutions**, Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol.43, No.1, 2008, p. 86.

⁶ Segun T. Bolarinwa, Abiodun A. Adegboye, **Re-examining the determinants of capital structure in Nigeria**, Journal of Economic and Administrative Sciences, Vol.01, No.1, 2020, p. 21.

تعتمد بشكل كبير على مصادر أخرى غير الديون التي تأتي في آخر الترتيب، كما أوضحت أيضاً أن الرافعة المالية ترتبط بشكل كبير بالأصول الملموسة¹.

3. فرص النمو

أشار Stewart Myers إلى أن مقدار الديون التي تقوم المؤسسة بإصدارها ترتبط ارتباطاً سلباً مع فرص النمو، أي الفرص الاستثمارية المستقبلية التي يمكن أن تحقق زيادة في قيمة المؤسسة السوقية والإقتصادية في حالة تنفيذها. مع فرص النمو الأكبر، يُستمد جزء هام من القيمة الحالية للمؤسسة من خلال الأرباح المتوقعة لهذه الفرص الاستثمارية، لذلك يقال أن المؤسسات التي تستخدم القروض ذات الدرجة العالية من المخاطر تفوّت بعض الفرص الاستثمارية القيمة². زيادةً على هذا، أشار Sheridan Titman و Roberto Wessels إلى أن المؤسسات التي تعمل ضمن الاقتصاديات النامية تتحمل تكاليف وكالة عالية نظراً لأنها تتمتع بمرونة أكبر عند إتخاذ القرارات المتعلقة بالفرص الاستثمارية المستقبلية. تعبر فرص النمو عن الأصول الرأسمالية التي تضيف قيمة إلى المؤسسة إلا أنها لا يمكن أن تولد دخلاً حالياً، كما أن فرص النمو المعنوية (المتثلة في الاستثمارات غير الملموسة مثل براءات الاختراع ورأس المال الفكري) ذات قيمة طالما إستمرت المؤسسة في القيام بأنشطتها. إذا واجهت المؤسسة ذات فرص النمو العالية الإفلاس سوف يؤدي هذا إلى تحملها تكاليف إفلاس عالية وهذا ما يؤدي إلى تخفيض مستوى الرافعة المالية لديها، أي وجود علاقة سالبة بين فرص النمو ونسبة الاستدانة³.

تشير كل من نظرية المفاضلة ونظرية الوكالة إلى أن المؤسسات ذات فرص النمو المعنوية العالية تميل إلى الاقتراض بمعدلات منخفضة من المؤسسات التي لديها فرص النمو المادية عالية وهذا راجع إلى أن الأصول غير المادية (المعنوية) لا يمكن أن تكون بمثابة ضمان يسهل عملية الحصول على الديون، وبالتالي تتوقع النظريتين وجود علاقة سالبة بين كل من فرص النمو ونسبة الاستدانة (الرافعة المالية).

تم اجراء العديد من الدراسات التجريبية لإثبات صحة هذه العلاقة -العلاقة السالبة- حيث قدمت دراسة Billett، Dolly King و Mauer دليلاً عملياً يؤكد صحة هذه العلاقة. هدفت هذه الدراسة في الأساس إلى دراسة العلاقة بين تعهدات الدين⁴، الرافعة المالية، تاريخ إستحقاق الدين وهيكل تعهد الدين. وقد توصلت هذه الدراسة بعد اختبار عينة تتكون من 15000 دين تم إصداره من قبل المؤسسات ما بين 1960 و 2003 إلى أن تعهدات الدين يتم إصدار بشكل أقل عندما يكون الدين قابلاً للتحويل (مثل السندات القابلة للتحويل إلى الأسهم)، أو عندما يكون أجل استحقاقه طويلاً، أو عندما يكون الطرف المصدّر للدين خاضعاً لتنظيم معين. علاوة على هذا، تم التأكيد على دور التعهدات في السيطرة على نزاعات حملة الأسهم والسندات حول الممارسات المتعلقة بخيارات النمو، مع الإشارة إلى وجود علاقة مباشرة سالبة بين فرص النمو والرافعة المالية⁵. توصلت أيضاً دراسة Shane Johnson إلى أن هناك علاقة سالبة بين الديون القصيرة الأجل وفرص النمو⁶.

¹ Dilawar Ahmad Bhat, Udayan Chanda, Anil K. Bhat, **Does Firm Size Influence Leverage? Evidence from India**, Global Business Review, Vol.01, No.1, 2020, p. 08.

² Stewart C. Myers, **Determinants of corporate borrowing**, Journal of Financial Economics, Vol.05, No.2, 1977, p. 155.

³ Sheridan Titman, Roberto Wessels, **The Determinants of Capital Structure Choice**, The Journal of Finance, Vol.43, No.1, 1988, p. 04.

⁴ يقصد بتعهدات الديون (Debt Covenants) القيود التي يضعها المقرضون على إتفاقيات الإقراض للحد من تصرفات المقرض. بعبارة أخرى، تعهدات الديون هي إتفاقيات بين المؤسسة ومقرضها تلزم بموجها المؤسسة بأنها ستعمل وفق القواعد التي تم الاتفاق عليها مع المقرضين.

⁵ Matthew T. Billett, Tao-Hsien Dolly King, David C. Mauer, **Growth Opportunities and the Choice of Leverage, Debt Maturity, and Covenants**, The Journal of Finance, Vol.62, No.2, 2007, p. 729.

⁶ Shane A. Johnson, **Debt Maturity and the Effects of Growth Opportunities and Liquidity Risk on Leverage**, Review of Financial Studies, Vol.16, No.1, 2003, p. 234.

تشير نظرية الالتقاط التدريجي إلى عكس ما تفترضه كل من نظرية المفاضلة ونظرية الوكالة، أي أن هناك علاقة موجبة بين فرص النمو والرافعة المالية وبالتالي الهيكل المالي وهذا بسبب عدم تماثل المعلومات داخل السوق المالي. عدم تماثل المعلومات يساهم حسب هذه النظرية في أن تعتمد المؤسسات -خاصة المؤسسات الصغيرة الحجم- ذات فرص النمو الكبيرة على التمويل عن طريق الاستدانة.

هناك عدة دراسات تشير إلى وجود علاقة موجبة بين فرص النمو و الرافعة المالية، منها دراسة Xinlei و Long Chen التي أشارت إلى أن نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية تعتبر أفضل وكيل (Proxy) يعكس فرص نمو المؤسسة. أثبتت هذه الدراسة عدم صحة الفرضية القائلة بوجود علاقة سالبة بين فرص النمو والرافعة المالية، حيث جادلت بأنه عندما تكون نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية عالية يتم إضافة المزيد من الديون إلى الهيكل المالي وهذا يقود إلى تأكيد العلاقة الموجبة بين فرص النمو و الرافعة المالية¹. على نحو مماثل، أكدت دراسة Hayat Awan وآخرون نفس النتيجة حيث توصلت إلى أن المؤسسات التي تشتغل في قطاعات مثل المنسوجات، السكر، الإسمنت، والورق ترتبط فرص نموها إيجاباً مع الرافعة المالية بحيث أنها كلما توقعت فرص نمو أكبر ترتفع نسبة الرافعة المالية لديها².

4. السيولة

تستخدم نسبة السيولة غالباً للحكم على قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها القصيرة الأجل. قد تكون هناك آثار مختلفة للسيولة على القرارات المرتبطة بالهيكل المالي، فقد تدعم المؤسسة ذات معدلات السيولة العالية قرار استخدام نسب عالية من الاستدانة وهذا يرجع في الأساس إلى قدرتها على الوفاء بالتزامات القصيرة الأجل عند تاريخ إستحقاقها. وبهذا تمكن السيولة العالية المؤسسة ولو بشكل مؤقت من الاستغناء عن الأموال المقترض، إلا أنها يمكن أن تجد صعوبة في الإستغناء الاستدانة لفترة طويلة من الزمن عندما لا تغطي السيولة التي لديها جميع الالتزامات القصيرة الأجل. إنطلاقاً من هنا نصل إلى أن نتوقع أن المؤسسات التي تتوفر على سيولة لا بأس بها أو في بعض الأحيان عالية بإمكانها إضافة أو الإستغناء عن إضافة الأموال المقترضة إلى هيكلها المالي.

تتوقع نظرية الوكالة والالتقاط التدريجي لمصادر التمويل وجود علاقة سالبة بين السيولة ونسبة الاستدانة وهذا راجع إلى أن المؤسسات ذات السيولة العالية تفضل استخدام الأموال المتولدة داخلياً عند القيام بالإستثمارات الجديدة. إضافة على هذا، تبرر نظرية الوكالة هذا الأثر السالب بالصراع المحتمل بين المساهمين وأصحاب الدين. في المقابل، تتوقع نظرية المفاضلة وجود علاقة موجبة بين السيولة ونسبة الاستدانة حيث أن هذه النظرية تتنبأ بأن المؤسسات ذات السيولة العالية ستقوم باستخدام هذه الميزة من أجل الإقتراض، وبالتالي تعزز قدرتها على الوفاء بالتزاماتها التعاقدية في الوقت المحدد.

ساهمت العديد من الدراسات التجريبية في تقديم تفسير منطقي لطبيعة العلاقة بين السيولة والرافعة المالية. من بين هذه الدراسات، دراسة Marc Lipson و Sandra Mortal التي توصلت إلى أن المؤسسات التي لديها سيولة عالية تفضل إصدار الأسهم على الاستدانة عندما تقرر رفع رأس مالها، وبهذا تؤكد هذه الدراسة فرضية وجود علاقة سالبة بين السيولة ومستوى الرافعة المالية³. تم تأكيد هذه العلاقة أيضاً من قبل Natasa Sarlija و Martina Harc⁴.

¹ Long Chena, Xinlei Zhaob, **On the relation between the market-to-book ratio, growth opportunity, and leverage ratio**, Finance Research Letters, Vol.03, No.4, 2006, p. 264.

² Hayat M. Awan et al., **How growth opportunities are related to corporate leverage decisions?**, Investment Management and Financial Innovations, Vol.07, No.1, 2010, p. 96.

³ Marc L. Lipson, Sandra Mortal, **Liquidity and capital structure**, Journal of Financial Markets, Vol.12, No.4, 2009, p. 642.

⁴ Natasa Sarlija, Martina Harc, **The impact of liquidity on the capital structure: a case study of Croatian firms**, Business Systems Research, Vol.03, No.1, 2012, p. 35.

تحررت دراسة Valeriy Sibilkov أثر السيولة على قرارات المؤسسة التمويلية حيث توصلت بعد إجراء اختبار على عينة من المؤسسات الأمريكية إلى تأكيد فرضية وجود علاقة موجبة بين السيولة ونسبة الاستدانة، كما أشارت إلى أن النتائج المتوصل لها تتوافق مع الرأي القائل بأن تكاليف الضائقة المالية والتصفية غير الفعالة لها أهمية اقتصادية كبيرة، بالإضافة إلى أنها تؤثر على القرارات المتعلقة بالهيكل المالي¹.

5. هيكل الأصول

هناك حقيقة مفادها أن المؤسسة تستخدم الدين بسهولة ويسر عندما يكون لديها أصول مادية - ثابتة - أكبر تعمل على إستخدامها كضمان يستطيع المقرضون المطالبة به في حالة تعثرها عن الوفاء بالتزاماتها المتفق عليها مسبقاً. هذه الحقيقة تجعل المؤسسات ذات نسب الأصول الثابتة العالية تسعى إلى الحصول على المزيد من الأموال المقترضة، خاصة الديون الطويلة الأجل. علاوة على هذا، في ظل إنتظار حافز إداري يشير إلى نقص معدل الاستثمار أو ارتفاع معدل المخاطر يشهد على أصحاب الدين (قروض، سندات) مراقبة قرارات المؤسسة الاستثمارية إذا كانت عبارة عن أصول مادية مثل الآلات والمعدات، حيث يكون بإستطاعتهم وبكل سهولة معرفة مقدار الأموال التي تم إستثمارها، ومعرفة قدرة المؤسسة على تقييم المخاطر الاستثمارية.

يلعب هيكل أصول المؤسسة دوراً هاماً في تحديد مقدار الدين الذي يمكن أن تحصل عليه المؤسسة. بعبارة أخرى، يختلف الهيكل المالي من مؤسسة إلى أخرى وفقاً لمقدار الأصول المادية التي لديها أي أن المؤسسة التي تكون إستثماراتها عبارة عن أصول مادية بإستطاعتها الحصول على نسبة أكبر من الديون عكس المؤسسة التي تكون إستثماراتها عبارة عن أصول معنوية، وهذا راجع إلى أن هذا النوع من الأصول - الأصول المعنوية - لا يوفر الضمانات الكافية للدائنين.

عملياً، توصل Sarada Dakua إلى أن المؤسسات الهندية التي تعمل في قطاع المناجم وبالتحديد إنتاج الحديد لا تعتمد بشكل كبير على الديون حيث أظهرت النتائج الإحصائية وجود علاقة سالبة بين هيكل الأصول - الذي تم قياسه عن طريق قسمة صافي الأصول الثابتة (الأصول الثابتة مخصوماً منها مخصصات الإهلاك) على إجمالي الأصول - ونسبة الاستدانة. تمت هذه الدراسة على عينة تتكون من 42 مؤسسة من أصل 300 مؤسسة تقوم بإنتاج الحديد داخل دولة الهند، وقد أشار الباحث من خلال البحث إلى أن هذا النوع من المؤسسات يمتلك الكثير من الأصول الغير المادية مقارنة مع باقي المؤسسات التي تنشط ضمن القطاعات الأخرى². في المقابل، قدم Jorge Mota و Antonio Moreira نتيجة مخالفة لنتيجة Sarada Dakua، فبعد إجراء اختبار لعينة من 26 مؤسسة برتغالية تنشط في أنغولا ما بين 2006 و 2010 توصل إلى تأكيد العلاقة الموجبة بين هيكل الأصول و نسبة الاستدانة. بعبارة أخرى، تستخدم المؤسسات البرتغالية الأصول الثابتة كضمان أثناء التفاوض مع الجهات المانحة للدين وهذا يسمح لها بالرفع من نسبة الاستدانة لديها وبالتالي يتأثر هيكلها المالي كلما كان لديها أصول مادية أكبر³.

6. الوفر الضريبي

يعتبر الوفر الضريبي أحد أهم المحددات التي تم مناقشتها وبشكل واسع ضمن النظرية المالية المتعلقة بالمؤسسات، ومن أشهر الأدبيات النظرية التي ناقشت موضوع الوفر الضريبي الورقة العلمية التي قدمها Modigliani و Miller عام 1958. يعبر الوفر الضريبي بشكل عام عن مقدار الدخل المخصوم من إجمالي دخل المؤسسة الخاضع للضريبة، بحث يتشكل مقدار الدخل المخصوم

¹ Valeriy Sibilkov, **Asset Liquidity and Capital Structure**, Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 44, No.5, 2009, p. 1173.

² Sarada Dakua, **Effect of determinants on financial leverage in Indian steel industry: A study on capital structure**, International Journal of Finance & Economics, Vol.24, No.1, 2019, p. 435.

³ Jorge H. Mota, Antonio C. Moreira, **Determinants of the capital structure of Portuguese firms with investments in Angola**, South African Journal of Economic and Management Sciences, Vol. 20, No.1, 2017, p. 08.

من إجمالي المصروفات المسموح بخصمها. على سبيل المثال: فوائد القروض ومخصصات الاهتلاك التي تعتبر مصروفات معفات من الضريبة على الدخل أي يتم خصمها قبل تطبيق الضريبة على الدخل.

يختلف الوفر الضريبي من بلد إلى آخر كما تلعب التشريعات الضريبية دوراً هاماً في تحديده، حيث تعتمد قيمة الوفر الضريبي على معدل الضريبة الفعلي المطبق على المؤسسة و/أو الأفراد. إنطلاقاً من هنا يمكن أن نستنتج أن الخضوع لمعدلات ضريبية عالية يزيد من قيمة الدخل المخصص.

لا تعتمد قيمة الدخل الذي يمكن أن تخصمه المؤسسة بحجم الديون التي لديها فحسب (*Debt Tax Shields*) وإنما يتعدى ذلك ليشمل بدائل أخرى غير الديون (*Non-debt Tax Shields*) مثل الاهتلاك المحاسبي والاعفاءات الضريبية الاستثمارية¹ التي تسمح للمؤسسة بخصم نسبة معينة من تكاليف الاستثمار من الضريبة. وقد توقع Harry DeAngelo و Ronald Masulis أن المؤسسة التي تحقق مقداراً مرتفعاً من الوفر الضريبي غير المرتبط بالدين تستخدم مستوى منخفض من الديون مقارنة مع تلك التي تحقق مقداراً منخفضاً من الوفر الضريبي غير المرتبط بالدين².

من المهم أن تكون المؤسسة دائمة الإطلاع على الاصلاحات الضريبية الواقعة داخل الدولة التي تنشط بها كونها تؤثر على القرارات التمويلية التي يمكن أن تتخذها. على سبيل المثال، تم التوصل إلى أن الاصلاحات الضريبية التي قامت بها إيطاليا ما بين 1995 و 1999 ساهمت في تحقيق المؤسسات الايطالية لوفرات ضريبية غير مرتبطة بالدين وهذا ما أثر بالفعل على قراراتها التمويلية حيث تم ملاحظة أن هذه المؤسسات لم تعتمد على الاستدانة بشكل كبير خلال هذه الفترة³. بناءً على هذا، يمكن أن نتوقع وجود علاقة سالبة بين الوفر الضريبي غير المرتبط بالدين والهيكل المالي. وقد أكد هذا التوقع دراسة Ruibing Gao حيث تمت ملاحظة أن المؤسسات الصينية الموضوعة محل الدراسة تحافظ على مستويات إستدانة منخفضة كلما إرتفعت لديها قيمة الوفر الضريبي غير المرتبط بالدين⁴.

أثبت كل من Michael Overes و Dennis Voelle أن المؤسسة التي لديها قدرة أكبر على الاستدانة يمكنها الرفع من مستوى الرافعة المالية لديها وبالتالي يمكنها توفير مقدار جيد من الدخل المقتطع من الدخل الخاضع للضريبة وهذا يدل على وجود علاقة موجبة بين الفائدة الضريبية للدين (الوفر الضريبي للدين) والرافعة المالية. إضافة إلى هذا، تم الإشارة إلى أن الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة الحجم يتغير بشكل كبير كلما كانت هناك مستويات أكبر من الاستدانة⁵. أكدت هذه النتيجة دراسة Mara Faccio و Jin Xu بعدما تم التحري عن طبيعة العلاقة بين الضرائب على دخل المؤسسة والأفراد والقرارات التمويلية المرتبطة بالهيكل المالي لعدة مؤسسات تعمل في مناطق مختلفة داخل الدول المشكلة لمنظمة التعاون والتنمية الاقتصادية⁶.

¹ تم تقديم الإعفاءات الضريبية الاستثمارية داخل الولايات المتحدة الأمريكية في العام 1962 قصد حماية الأعمال التجارية الأمريكية من المنافسة الخارجية، ومع مرور الوقت تغير هذا الهدف لتشمل الإعفاءات الضريبية الاستثمارية بشكل أكبر جميع الأعمال المتعلقة بمكافحة التلوث، الحفاظ على الطاقة، والتكنولوجيا الخضراء.

² Harry DeAngelo, Ronald W. Masulis, **Optimal Capital Structure Under Corporate and Personal Taxation**, Journal of Financial Economics, Vol.08, No.1, 1980, pp. 26-27.

³ Michele Bernasconi, Anna Marenzi, Laura Pagni, **Corporate Financing Decisions and Non-Debt Tax Shields: Evidence from Italian Experiences in the 1990s**, International Tax and Public Finance, Vol.12, No.6, 2005, pp. 761-762.

⁴ Ruibing Gao, **An Empirical Study on the Influence of Non-Debt Tax Shield on the Choice of Corporate Debt Levels: Based On the Tax Preference Policy**, International Journal of Business and Social Science, Vol.07, No.1, 2016, p. 210.

⁵ Michael Overes, Dennis Voelle, **The Impact of Personal and Corporate Taxation on Capital Structure Choices**, FinanzArchiv Public Finance Analysis, Vol.66, No.3, 2010, p. 263.

⁶ Mara Faccio, Jin Xu, **Taxes and Capital Structure**, Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol.50, No.3, 2015, p. 277.

الفرع الثاني: العوامل الخارجية المؤثرة على الهيكل المالي

أثبتت العديد من الدراسات التي شملت العديد من الدول أن الهيكل المالي لا يتأثر بالخصائص (المحددات) الخاصة بالمؤسسة فقط وإنما يتأثر بخصائص أخرى مرتبطة بالبلد.

1. معدل نمو الناتج المحلي الاجمالي

تتأثر دورة حياة المؤسسة الاقتصادية بشكل مباشر بالتغيرات التي تحصل في دورة إقتصاد البلد بشكل عام، ومنه نستطيع النظر إلى نمو الناتج المحلي الاجمالي على أنه مقياس لفرص النمو المتاحة للمؤسسة داخل الإقتصاد. إستناداً على ما سبق، قدمت كل من نظرية الالتقاط التدريجي ونظرية المفاضلة توقعهما الخاص حول طبيعة العلاقة بين معدل نمو الناتج المحلي الاجمالي ومستوى الرافعة المالية لدى المؤسسة. توقعت نظرية المفاضلة، من جهة، وجود علاقة سالبة بين المتغيرين عندما لا تتوفر المؤسسة على الأصول المادية الكافية مقارنة مع حجم الفرص الاستثمارية المتاحة ضمن إقتصاد يشهد إرتفاع في النمو، وهذا ما يؤدي إلى تحملها لخسائر في القيمة قد تصل بها إلى حد إعلان إفلاسها. من الجهة أخرى، توقعت نظرية الالتقاط التدريجي وجود علاقة موجبة بين نفس المتغيرين نظراً لأن النسبة العالية لفرص النمو إلى التمويل الذاتي ستقود المؤسسة إلى اللجوء إلى التمويل الخارجي المتمثل في الديون¹.

أشار Karin Jõeveer إلى أن الخصائص الخاصة بالبلد ومن بينها معدل نمو الناتج المحلي الخام لها تأثير كبير على الخيارات التمويلية الخاصة بالمؤسسات المتواجدة بأوروبا الشرقية ما بين 1995 و2002. إضافة إلى هذا، توصلت نتائج دراسته وعكس ما هو متوقع إلى وجود علاقة سالبة بين معدل نمو الناتج المحلي الخام ومستوى الرافعة المالية، وبهذا تم تأكيد توقعات نظرية المفاضلة². وقد أكدت نتائج دراسة Godfred Bokpin هذه العلاقة بعد أن تم اختبار بيانات عينة من المؤسسات موزعة على 34 دولة ناشئة ما بين 1990 و2006³.

2. معدل التضخم

يتم قياس معدل التضخم كنسبة مئوية من معدل التضخم السنوي لأي دولة⁴، وهو يعتبر أحد أقدم العوامل المحددة لخيارات المؤسسة التمويلية التي تم إختبارها ضمن الدراسات المتعلقة بالهيكل المالي، بالإضافة إلى أنه يعتبر الوكيل الذي تدير به الدولة الإقتصاد من حيث أنه يوفر معلومات حول استقرارية عملة معينة لفترة تعاقدية طويلة الأجل⁵.

تميل المؤسسات في بيئة إقتصادية تتميز بمعدلات تضخم عالية إلى الرّفع من مستويات الرافعة المالية لديها وبهذا تم الإشارة إلى أن هناك علاقة موجبة بين معدل التضخم ومستوى الاستدانة لدى المؤسسة⁶. وقد أكدت هذه العلاقة نتائج الدراسة التي أجراها كل من Mahdi Salehi و Nazanin Manesh على عينة عشوائية تتكون من 49 مؤسسة إيرانية⁷.

¹ Bulent Koksall, Cuneyt Orman, **Determinants of capital structure: evidence from a major developing economy**, Small Business Economics, Vol.44, No.2, 2014, pp. 262-263.

² Karin Jõeveer, **Firm, country and macroeconomic determinants of capital structure: Evidence from transition economies**, Journal of Comparative Economic, Vol.41, No.1, 2013, p. 306.

³ Godfred A. Bokpin, **Macroeconomic development and capital structure decisions of firms**, Studies in Economics and Finance, Vol.26, No.2, 2009, p. 138.

⁴ Jacinta C. Phooi M'ng, Mahfuzur Rahman, Selvam Sannacy, **The determinants of capital structure: Evidence from public listed companies in Malaysia, Singapore and Thailand**, Cogent Economics & Finance, Vol.05, No.1, 2017, p. 08.

⁵ Tesfaye T. Lemma, Minga Negash, **Institutional, macroeconomic and firm-specific determinants of capital structure: The African evidence**, Management Research Review, Vol.36, No.11, 2013, p. 1091.

⁶ Murray Z. Frank, Vidhan K. Goyal, **Capital Structure Decisions: Which Factors Are Reliably Important?**, Financial management, Vol.38, No.1, 2009, p. 03.

⁷ Mahdi Salehi, Nazanin B. Manesh, **A Study of the Roles of Firm and Country on Specific Determinates in Capital Structure: Iranian Evidence**, International Management Review, Vol.38, No.1, 2009, p. 03.

إختبرت دراسة Dinesh Gajurel أثر بعض الخصائص الخاصة بالبلد ومن بينها معدل التضخم على القرارات التمويلية الخاصة بعينة من المؤسسات النيبالية (جمهورية نيبال الديمقراطية الاتحادية) وقد ساهمت نتائج الدراسة في الكشف عن وجود آثار مخالفة لنتائج الدراسات التي تم الإشارة إليها سابقاً بين معدل التضخم والديون القصيرة الأجل، وهذا ما لم يتحقق مع الديون الطويلة الأجل بسبب أن إرتفاع معدل التضخم يؤدي إلى انخفاض سعر الفائدة وهذا يشجع على الاقتراض طويل الأجل¹. يرى Omar Camara أن خصائص الاقتصاد الكلي ومن بينها معدل التضخم تؤثر سلباً على هيكل المؤسسة المالي، حيث أن إرتفاع مستوى الأسعار في البيئة التضخمية يؤدي إلى تأخير إصدار الديون².

3. معدل الفائدة

تمثل معدلات الفائدة تكلفة إقتراض رأس المال عند فترة زمنية معينة ولتاريخ استحقاق محدد وهي تؤثر بشكل أساسي على الهيكل المالي للمؤسسة من خلال التأثير على تكلفة رأس المال المقترض³. أظهرت بعض الدراسات أن هناك علاقة سلبية وقوية بين معدل الفائدة ونسبة الاستدانة، وقد تم تفسير طبيعة هذه العلاقة على أن إرتفاع معدلات الفائدة لدى البنوك التجارية يجعل من المؤسسات الكبيرة الحجم -التي تملك علاقات جيدة مع زبائنها- تقوم بتحويل أموالهم إلى البنك قصد تقليل مخاطر السيولة لديها. بعبارة أخرى، تستفيد هذه المؤسسات من السيولة المنتظمة التي تحصل عليها من زبائنها وتقوم بإدخالها لفترات قصيرة الأجل وتركها لتتراكم ثم تعيد استخدامها مجدداً لتمويل إحتياجاتها التمويلية⁴.

يجادل البعض بأن تحرير أسعار الفائدة من شأنه أيضاً أن تؤثر على خيارات المؤسسة التمويلية بشكل سالب، حيث يشكل عائق للمؤسسة التي تسعى إلى الحصول على مقدار معين من الأموال المقترضة⁵. في المقابل، أسعار الفائدة الثابتة لها دور مهم كذلك من حيث تأثير مستوى الرافعة المالية (الاستدانة) على تقلبات أسعار الأسهم داخل السوق المالي. بعبارة أخرى، تساهم الرافعة المالية بشكل كبير في ديناميكيات تقلب أسهم المؤسسات -بشكل خاص المؤسسات الصغيرة الحجم- المعرضة لكل من المخاطر الفردية (المخاطر غير المنتظمة) ومخاطر السوق في ظل أسعار الفائدة الثابتة⁶.

يرى Abolhassan Jalilvand و Robert Harris أن بنية الهيكل المالي تتشكل على أساس إستجابة المؤسسة لإحتياجاتها التمويلية الفورية التي يتم تلبيتها إما عن طريق: الاقتراض الطويل الأجل؛ أو الاستفادة من معدلات الفائدة المرتفعة ووضع مقدار من سيولتها لدى البنك وتركها تتراكم لفترة زمنية قصيرة الأجل قصد إعادة استخدامها لاحقاً؛ أو تقوم بتحويل بعض الأصول إلى سيولة. علاوة على هذا، تم الإشارة إلى أن المؤسسات تحاول تحديد وقت محدد للحصول على الديون الطويلة الأجل و/أو إصدار الأسهم، حيث تقوم بتأجيل إصدار هذا النوع من مصادر التمويل عندما تكون هناك توقعات بانخفاض أسعار الفائدة الطويلة الأجل⁷.

¹ Dinesh Gajurel, **Macroeconomic Influences on Corporate Capital Structure**, SSRN 899049, 2006, p. 07.

² Omar Camara, **Capital Structure Adjustment Speed and Macroeconomic Conditions: U.S MNCs and DCs**, International Research Journal of Finance and Economics, Vol.84, No.1, 2012, p. 107.

³ Charles Muthama, Peter Mbaluka, Elizabeth Kalunda, **An Empirical Analysis of Macro-Economic Influences on Corporate Capital Structure of Listed Companies in Kenya**, Journal of Finance and Investment Analysis, Vol.02, No.2, 2013, p. 45.

⁴ Sarfraz Hussain et al., **The Moderating Role of Firm Size and Interest Rate in Capital Structure of the Firms: Selected Sample From Sugar Sector of Pakistan**, Investment Management and Financial Innovations, Vol.17, No.4, 2020, p. 351.

⁵ Xiaolong Li et al., **Interest rate regulation, earnings transparency and capital structure: evidence from China**, International Journal of Emerging Markets, Vol.15, No.5, 2020, p. 942.

⁶ Abdullah C. Aydemir, Michael F. Gallmeyer, Burton Hollifield, **Financial Leverage Does Not Cause the Leverage Effect**, AFA 2007 Chicago Meetings Paper, 2006, p. 18.

⁷ Abolhassan Jalilvand, Robert S. Harris, **Corporate Behavior in Adjusting to Capital Structure and Dividend Targets: An Econometric Study**, The Journal of Finance, Vol.39, No.1, 1984, p. 13.

المبحث الثاني: الرافعة التشغيلية، الرافعة المالية وتكلفة مصادر التمويل

تشير الرافعة التشغيلية إلى عمليات الرّفْع المرتبطة بالأنشطة الإستثمارية وهي تتمحور حول مستوى الأعباء الخاصة بأنشطة المؤسسة الإستثمارية ومستوى العوائد من المبيعات، أما الرافعة المالية فهي تشير إلى عمليات الرّفْع المرتبطة بالأنشطة التمويلية أي التكاليف المالية الثابتة المتمثلة في معدلات فوائد القروض ومعدلات العوائد المتعلقة بالأسهم. يتم استخدام مصطلح الرافعة التشغيلية والرافعة المالية في الكثير من الأحيان لوصف حجم المخاطر التشغيلية والمخاطر المالية التي قامت المؤسسة بتحملها¹.

المطلب الأول: الرافعة التشغيلية

الرافعة التشغيلية هي العملية التي تعكس الممارسات المرتبطة بالأنشطة الإستثمارية وهي تتمحور حول مستوى الأعباء الخاصة بأنشطة المؤسسة الإستثمارية ومستوى العوائد من المبيعات.

الفرع الأول: تعريف الرافعة التشغيلية

يتم تعريف الرافعة التشغيلية على أنها قدرة المؤسسة على استخدام تكاليف التشغيل الثابتة لتعظيم آثار التغيرات في المبيعات أي الأرباح قبل الفوائد والضرائب، وتنقسم تكاليف التشغيل إلى تكاليف ثابتة وتكاليف متغيرة. تعتبر المؤسسة ذات درجة الرافعة التشغيلية العالية إذا استخدمت مقدار كبير من التكاليف الثابتة مقابل مقدار قليل من التكاليف المتغيرة وبالتالي درجة الرّفْع التشغيلي تعتمد على مستوى أو مزيج التكاليف التشغيلية المختلفة².

تبين الرافعة التشغيلية في أي وقت أن المؤسسة تتحمل تكاليف ثابتة بغض النظر عن حجمها على أمل أن ينتج حجم المبيعات إيرادات أكثر من كافية لتغطية جميع تكاليف التشغيل الثابتة والمتغير³.

الرافعة التشغيلية هي إحدى التقنيات المستخدمة في قياس أثر التغير في المبيعات على التغير في أرباح المؤسسة حيث أن أي تغير في المبيعات سيؤدي حتماً إلى تغير في الأرباح عند فترة زمنية محددة، كما تساعد الرافعة التشغيلية على تحديد مستوى التكاليف الثابتة والتكاليف المتغيرة الذي تغطي فيه عائدات المؤسسة كافة التكاليف دون تحقيق أي فائض، بمعنى أن عائدات المؤسسة تساوي تكاليف المؤسسة ويعرف هذا محاسبياً بنقطة التعادل.

الفرع الثاني: تحليل التعادل الخطي

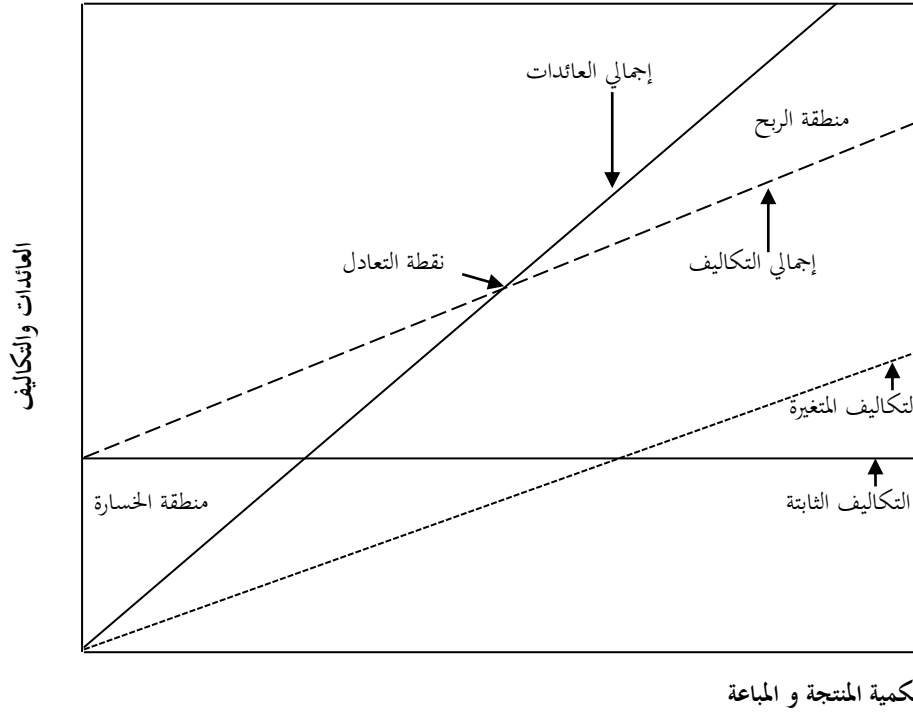
يستخدم تحليل التعادل الخطي من أجل تحليل العلاقة بين حجم المبيعات، التكاليف والأرباح وهو يهدف إلى إيجاد حجم المبيعات الذي يحقق إيرادات تغطي كافة التكاليف، أي النقطة التي تتعادل فيها الإيرادات مع التكاليف. بعبارة أخرى، النقطة التي لا تحقق عندها المؤسسة أي ربح أو أي خسارة. يهدف تحليل التعادل الخطي أيضاً إلى تقدير الأرباح عند كل مستوى من المبيعات وهو يتأسس على فرضية وجود علاقة بين التكاليف، الإيرادات وحجم النشاط أو العمليات. كما يقتضي ضرورة تصنيف التكاليف إلى ثابتة ومتغيرة، حيث أن التكاليف الثابتة ترتبط إلى حد كبير بالزمن وليس حجم المبيعات عكس التكاليف المتغيرة التي تزداد كلما زاد حجم الإنتاج (المبيعات). على سبيل المثال، نجد من بين التكاليف الثابتة مرتبات أعضاء مجلس الإدارة، أقساط الإهلاك، أقساط الإيجار والتأمين، في حين أن التكاليف المتغيرة هي التكاليف المباشرة المرتبطة باليد العاملة، المواد الأولية، وبعض المصروفات البيعية مثل تكاليف التغليف.

¹ Pauline Weetman, **Financial & Management Accounting: An Introduction**, 7th Edition, Pearson Education, New York, United States of America, 2016, p. 366.

² C. Paramasivan, T. Subramanian, **Financial Management**, 1st Edition, New Age International Limited, New Delhi, India, 2009, p. 84.

³ James C. Van Horne, John M. Wachowicz, **Fundamentals of Financial Management**, 13th Edition, Pearson Education, New York, United States of America, 2008, p. 420.

شكل رقم (06). نقطة التعادل



Source: James C. Van Horne, John M. Wachowicz, **Fundamentals of Financial Management**, 13th Edition, Pearson Education, USA, 2008, p. 422.

1. تحديد نقطة التعادل الكمية

يحدد تقاطع منحنى إجمالي التكاليف مع منحنى إجمالي العائدات نقطة التعادل، حيث تمثل النقطة الواقعة قبل نقطة التعادل منطقة الخسارة أما المنطقة الواقعة بعد نقطة التعادل فتمثل منطقة الأرباح التي يفوق عندها حجم الإيراد الكلي التكلفة الكلية للمؤسسة. بالتالي، يجب على المؤسسة أن تحقق حجم إنتاج يفوق المستوى الذي يحقق نقطة التعادل لتنجح في كسب الأرباح.

عند تغيير أحد العناصر المحددة لنقطة التعادل -مع بقاء العوامل الأخرى على حالها- المتمثلة في: إجمالي التكاليف الثابتة، سعر بيع الوحدة وتكلفة الوحدة المتغيرة. يؤدي هذا إلى تغير مكان نقطة التعادل حيث أن ارتفاع التكاليف الثابتة أو انخفاض سعر بيع الوحدة أو ارتفاع تكلفة الوحدة المتغيرة يؤدي إلى زيادة حجم التعادل، في الحين أن انخفاض التكاليف الثابتة أو ارتفاع سعر بيع الوحدة أو انخفاض تكلفة الوحدة المتغيرة يؤدي إلى انخفاض حجم التعادل. بعبارة أخرى، ارتفاع حجم التعادل يؤدي إلى اتساع منطقة الخسائر وتقلص منطقة الأرباح، أما انخفاض حجم التعادل يؤدي إلى اتساع منطقة الأرباح وتقلص منطقة الخسائر. يمكننا تحديد منطقة التعادل الكمية على النحو التالي:

$$EBIT = P(Q) - V(Q) - FC$$

$$EBIT = Q(P - V) - FC$$

حيث:

EBIT= الربح قبل الفائدة والضريبة

FC= التكاليف الثابتة

P= سعر بيع الوحدة

V= التكلفة المتغيرة للوحدة

هامش المساهمة للوحدة = $(P-V)$

الكمية المنتجة والمباعة = Q

يكون مستوى الربح عند نقطة التعادل يساوي الصفر:

$$0 = Q_{BE}(P - V) - FC$$

ومنه نحصل على الصيغة التالية الخاصة بتحديد نقطة التعادل الكمية:

$$Q_{BE} = \frac{FC}{P-V}$$

2. قيمة نقطة التعادل

يمكننا تحديد الربح والتكلفة الإجمالية التي تتحقق عندها نقطة التعادل التشغيلية بإتباع ما يلي:
لدينا¹:

$$S_{BE} = FC + VC_{BE}$$

حيث:

S_{BE} = الأرباح المحققة من المبيعات عند نقطة التعادل

FC = التكاليف الثابتة

VC_{BE} = إجمالي التكاليف المتغيرة عند نقطة التعادل

بما أن العلاقة السابقة تحتوي على مجهولين (VC_{BE} و S_{BE}) نقوم بتبسيطها وفق الشكل التالي:

$$S_{BE} = FC + \left(\frac{VC_{BE}}{S_{BE}}\right) \times S_{BE}$$

لتبسيط العلاقة أكثر نقوم بإستبدال VC_{BE} / S_{BE} ضمن العلاقة السابقة بـ VC/S حيث أن S سعر بيع الوحدة و VC التكلفة المتغيرة للوحدة فتصبح العلاقة وفق الشكل التالي:

$$S_{BE} = FC + \left(\frac{VC}{S}\right) \times S_{BE}$$

$$FC = S_{BE} \left[1 - \left(\frac{VC}{S}\right)\right]$$

ومنه نحصل على الصيغة الرياضية الخاصة بتحديد قيمة نقطة التعادل:

$$S_{BE} = FC / \left[1 - \left(\frac{VC}{S}\right)\right]$$

3. درجة الرافعة التشغيلية

يمكن تعريف درجة الرافعة التشغيلية (*Degree of Operating Leverage*) على أنها نسبة التغير في الأرباح الناتجة

عن نسبة التغير في المبيعات، ويمكن حسابها وفق العلاقة التالية:

$$DOL = \frac{\Delta EBIT}{\Delta S_{sales}}$$

ولدينا:

$$\Delta EBIT = \frac{EBIT^* - EBIT}{EBIT}$$

¹ James C. Van Horne, John M. Wachowicz, Op. Cit., p. 423.

$$\Delta S_{sales} = \frac{S_{sales}^* - S_{sales}}{S_{sales}}$$

حيث:

$\Delta EBIT$ = التغير النسبي في العائد قبل الفائدة والضريبة

ΔS_{sales} = التغير النسبي في المبيعات

يمكن أيضا حساب أو تحديد درجة الرّفْع التشغيلي عن طريق مستوى معين لوحداث من المبيعات أو الإنتاج من خلال العلاقة التالية:

$$DOL_{Q \text{ units}} = \frac{Q(P-V)}{Q(P-V)-FC}$$

هناك صيغة أخرى ثالثة يمكن من خلالها تحديد درجة أو مقدار الرّفْع التشغيلي عن طريق قيمة المبيعات وهي:

$$DOL_{S \text{ of sales}} = \frac{S-VC}{S-VC-FC}$$

المطلب الثاني: الرافعة المالية

الرافعة المالية هي العملية التي تعكس العمليات المرتبطة بالأنشطة التمويلية التي تتطلب تحمل التكاليف المالية الثابتة المتمثلة في معدلات فوائد القروض ومعدلات العوائد المتعلقة بالأسهم.

الفرع الأول: تعريف الرافعة المالية

تعكس الرافعة المالية مقدار إستخدام الأوراق المالية ذات الدخل الثابت (الديون) ضمن الهيكل المؤسسة المالي¹. وبسبب أن الدين يحمل التزام بدفع مقدار ثابت من الفائدة يمكن للمؤسسة تعظيم نتائجها عند مستويات مختلفة من التشغيل². تنشأ الرافعة المالية نتيجة إضافة تكاليف مالية ثابتة تمثل دخلاً ثابتاً في شكل فوائد قروض أو توزيعات الأسهم الممتازة، يرتفع مقدار أو درجة الرافعة المالية كلما زادت التكاليف المالية الثابتة وهذا يؤثر على صافي الربح التشغيلي أو العملياني الذي بدوره يترتب عنه تغير وبمعدل أكبر في صافي الربح بعد الفائدة والضريبة على الدخل. إذن، يمكن القول أن مقدار الرافعة المالية الجيد هو المقدار الذي يحقق عائد أكبر من التكاليف المالية الثابتة المدفوعة.

الفرع الثاني: درجة الرافعة المالية

تعرف درجة الرافعة المالية (DFL) على أنها النسبة المئوية للتغير في الأرباح (العائد على الأسهم EPS) الذي يقع نتيجة للتغير في الربح قبل الفائدة والضريبة³.

$$DFL = \frac{\Delta EPS}{\Delta EBIT}$$

ولدينا:

$$\Delta EPS = \frac{EPS^* - EPS}{EPS}$$

$$\Delta EBIT = \frac{EBIT^* - EBIT}{EBIT}$$

حيث:

ΔEPS = التغير النسبي في العائد على السهم

¹ Eugene F. Brigham, Joel F. Houston, **Fundamentals of Financial Management**, 15th Edition, Cengage Learning, Boston, United States of America, 2019, p. 485.

² Stanley B. Block, Geoffrey A. Hirt, Bartley R. Danielsen, **Foundations of Financial Management**, 7th Edition, McGraw Hill, New York, United States of America, 2017, p. 135.

³ Ibid., p. 137.

التغير النسبي في العائد قبل الفائدة والضريبة = $\Delta EBIT$

يمكن حساب درجة الرافعة المالية أيضاً وفق مبدأ المردودية وفق العلاقة التالية:

$$R_f = \left[R_e + (R_e - i) \times \frac{D}{CP} \right] (1 - t)$$

حيث:

R_f = المردودية المالية

R_e = المردودية الإقتصادية

D = الديون

CP = الأموال الخاصة

i = معدل الفائدة على الدين

t = معدل الضريبة على الدخل

المطلب الثالث: تكلفة مصادر التمويل

تختلف مصادر التمويل في خصائصها عن بعضها البعض وهذا ما يجعلها تختلف أيضاً من حيث كيفية حساب تكلفتها، فمثلاً طريقة حساب تكلفة الأسهم العادية التي تعتبر بأنها أموال ملكية تختلف عن طريقة حساب السندات التي تعتبر بأنها أموال تشكل دين في ذمة المؤسسة، وهكذا مع باقي الأدوات التمويلية الأخرى.

الفرع الأول: تعريف تكلفة مصادر التمويل

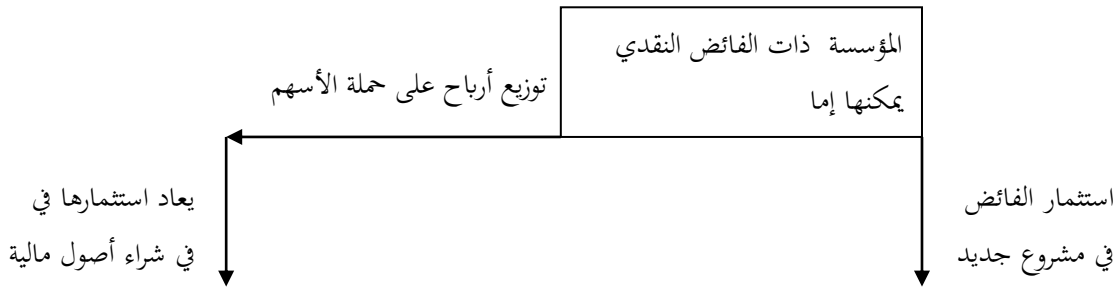
ينظر لتكلفة مصادر التمويل من وجهة نظر المؤسسة على أنها الحد الأدنى الذي يجب أن يحققه الإستثمار كعائد والذي يجعل منه مشروع مقبول ويمكن الشروع فيه، أما من وجهة نظر المستثمر - مصدر التمويل - فتكلفة مصادر التمويل تعبر عن معدل العائد المطلوب مقابل توفير التمويل اللازم للمؤسسة.

الفرع الثاني: طرق حساب تكلفة مصادر التمويل

يتضمن هذا الفرع عرض لأهم طرق حساب مصادر التمويل المستخدمة من قبل المؤسسات الاقتصادية بشكل عام.

1. تكلفة الأسهم العادية

شكل رقم (07). خيارات المؤسسة حيال فائض التدفق النقدي



حملة الأسهم يريدون من المؤسسة الإستثمار في المشاريع التي تحقق عائد يفوق

أو يساوي الأصل المالي المراد شرائه، ويعادل أو يقل عن مخاطر نفس الأصل

Source: David Whitehurst, **Corporate Finance**, 6th Edition, McGraw Hill, New York, United States of America, 2003, p. 308.

1.1. نموذج الأرباح المخصومة

الحالة الأولى: عند توزيع الأرباح لفترة محددة

إذا افترضنا أن تكلفة الأموال الخاصة (K_e) ثابتة، يصبح السعر الحالي للسهم المحتفظ به (P_0) لعدد محدد من السنوات (n) عند البيع وفق العلاقة التالية¹:

$$P_0 = \left[\left(\frac{D_1}{1 + K_e} \right) + \left(\frac{D_1}{1 + K_e} \right)^2 + \dots + \left(\frac{D_n}{1 + K_e} \right)^n \right] + \left(\frac{P_n}{1 + K_e} \right)^n$$

بإعادة تشكيل العلاقة نحصل على العلاقة التالية:

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \left(\frac{D_t}{1 + K_e} \right)^t + \left(\frac{P_n}{1 + K_e} \right)^n$$

حيث:

P_0 = سعر السهم الحالي / أو سعر الشراء

D_t = ربح السهم الموزع في الفترة t

K_e = تكلفة الأموال الخاصة (الأسهم العادية)

P_n = سعر بيع السهم في الفترة n

n = سنة توزيع الأرباح ; t = سنة بيع السهم

الحالة الثانية: عند توزيع الأرباح لفترة غير محددة

إذا كانت التوزيعات تميل إلى اللانهاية، يتم الإلتزام بعدم إعادة بيع الأسهم وبالتالي تتغير العلاقة السابقة لتصبح كما يلي:

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \left(\frac{D_t}{1 + K_e} \right)^t$$

إذا افترضنا أن العائد (توزيعات الأرباح) ثابتة إلى الأبد حيث: $D_1 = D_2 = D_3 = \dots = D^\infty$ و K_e ثابت نصل إلى أن

حساب تكلفة الأموال الخاصة تكون وفق الشكل التالي:

$$K_e = \frac{D_1}{P_0}$$

تقوم العلاقة الأخيرة على أمرين، إما على أن معدل توزيع الأرباح يكون 100% أو أن المؤسسة تحقق معدل نمو أرباح صفري وكلاهما نادراً ما يتم حدوثه في العالم الحقيقي، حيث تحتفظ معظم المؤسسات بنسبة من الأرباح قصد إعادة استثمارها في مشاريع تعزز ثروة المساهمين.

إنطلاقاً من العلاقة السابقة، نفرض أن عائدات الإستثمار تنمو بمعدل نمو سنوي ثابت g إلى الأبد، وأن تكلفة الأسهم

العادية (الأموال الخاصة) أكبر من معدل نمو هذه العائدات أي $K_e > g$. على هذا النحو تصبح العلاقة السابقة كالتالي:

$$K_e = \left(\frac{D_1}{P_0} \right) + g$$

الحالة الثالثة: في حالة إصدار أسهم عادية جديدة

تعتبر تكلفة الأسهم الصادرة حديثاً أعلى من تلك المتداولة في سوق الأسهم وهذا بسبب تكاليف التعويم²

(*Floatation Costs*). تخضع تكلفة الأسهم العادية في هذه الحالة إلى حجم هذه التكاليف التي تتغير حسب حاجة المؤسسة

¹ Robert A. Hill, **Strategic Financial Management**, 1st Edition, BookBoon Publishing, United Kindom, 2008, p. 68.

² يُقصد بتكاليف التعويم هنا التكاليف المرتبطة بعملية الإكتتاب الخاصة بأسهم المؤسسة الجديدة، كما أن تعويم رأس المال يعني الزيادة فيه عن طريق إصدار أسهم قابلة للتداول داخل سوق الأوراق المالية.

إلى التمويل الخارجي. على سبيل المثال، المؤسسة التي توزع جميع أرباحها المحققة على حملة الأسهم ولا تبقي ما يكفي لتمويل فرص استثمارية جديدة لها تكاليف تعويم مرتفعة نظراً لحاجتها إلى رفع رأس مالها من جديد عن طريق طرح أسهم جديدة للاكتتاب العام. على العكس من هذا، المؤسسة التي تخصص جزء من أرباحها يكون لها حاجة أقل لرفع رأس المال من المؤسسة السابقة وهذا ما يجعلها تتحمل تكاليف منخفضة عند تعويم رأس المال. بالتالي، تحديد تكلفة الأسهم العادية الجديدة يقتضي إضافة هذه التكاليف إلى الصيغة السابقة الخاصة بحساب تكلفة الأسهم العادية لتصبح على الشكل التالي¹:

$$K_e = \left[\frac{D_1}{P_0(1-f)} \right] + g$$

حيث:

f = تكلفة التعويم الناجمة عن إصدار أسهم جديدة

2.1. نموذج تسعير الأصول الرأسمالية

يعد نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) من بين النماذج الشائعة الاستخدام ضمن مجال التمويل منذ تطويره منتصف الستينيات، وهذا يرجع إلى أنه يؤدي إلى نتيجة أساسية تتمثل في أن العائد الذي يجب على المستثمرين طلبه مقابل الأصل المالي يعتمد على درجة المخاطر التي يتضمنها هذا الأصل². نموذج تسعير الأصول الرأسمالية ماهو إلا جزء من النظرية المعروفة بإسم نظرية سوق رأس المال (Capital Market Theory) وهي نظرية تتضمن تحليل الأوراق المالية (Security Analysis) ونظرية إدارة المحافظ المالية (Portfolio Management Theory) كما أنها تصف الكيفية التي يجب من خلالها على المستثمرين اختيار الأسهم العادية لمحافظهم الاستثمارية ضمن مجموعة معينة من الافتراضات. علاوة على هذا، يعتبر نموذج تسعير الأصول الرأس المالية نموذجاً يصف علاقات السوق التي تنتج إذا تصرف المستثمرون بالطريقة التي تحددها نظرية المحفظة³. تعمل المؤسسة على ضمان استثمار التمويل المتحصل عليه من المستثمرين ضمن مشاريع تحقق على الأقل تكلفة الفرصة البديلة للمستثمر وهي تمثل معدلات عوائد الأوراق المالية الآمنة نسبياً التي كان بإمكان المستثمر استثمار أمواله فيها دون تحمل المزيد من المخاطر التي تنشأ عن الاستثمار في شراء الأسهم العادية⁴. يطلب المستثمرون عند شراء الأسهم العادية الخاصة بمؤسسة ما توفر عنصرين مهمين: (1) تحقيق عائد مساوي لمعدل العائد الخالي من المخاطر والذي يتمثل عادةً في معدل عائد الأوراق المالية الحكومية كأذونات الخزينة؛ (2) الحصول على ما يسمى بعلاوة المخاطر⁵ والتي تتغير حسب درجة المخاطر المنتظمة⁶.

1.2.1. مكونات نموذج تسعير الأصول الرأسمالية

بعد مرور أربعين سنة على تاريخ ظهور نموذج تسعير الأصول الرأسمالية تم إدخال تعديل على طريقة حساب علاوة المخاطر عن طريق إدخال معامل بيتا (β) إلى الصيغة الأولى الخاصة بهذا النموذج، حيث يقيس معامل بيتا حساسية أو حركة السهم بالنسبة لمؤشر السوق (التباين مع السوق) لتصبح العلاقة وفق الشكل التالي:

$$K_e = r_f + \beta(r_m - r_f)$$

حيث:

¹ Baker K. H, Powell G. Gray, **Understanding financial management: A practical guide**, 1st Edition, Blackwell Publishing, Oxford, United Kingdom, 2005, p. 356.

² Javier Estrada, **The financial times guide to understanding finance: A no-nonsense companion to financial tools and techniques**, 2nd Edition, Pearson Education Limited, Harlow, United Kingdom, 2011, p. 67.

³ Shannon P. Pratt, Roger J. Grabowski, **Cost of Capital: Applications and Examples**, 5th Edition, John Wiley & Sons, New Jersey, United States of America, 2014, p. 191.

⁴ Glen Arnold, **Corporate Financial Management**, 5th Edition, Pearson Education Limited, Harlow, United Kingdom, 2013, p. 700.

⁵ يُقصد بعلاوة المخاطر العائد الإضافي الذي يطلبه المستثمر مقابل تحمله مخاطر إضافية مرتبطة بشراء الأسهم العادية.

⁶ David Whitehurst, Op. Cit., p. 310.

K_e = تكلفة السهم العادي

r_f = معدل العائد الخالي من المخاطر

r_m = معدل العائد المتوقع من السوق

β = معامل بيتا للسهم

ولدينا:

$$\beta_i = \frac{cov(R_i, R_m)}{var(R_m)}$$

حيث:

$K_e = i$ معامل بيتا المتوقع لسهم المؤسسة

$R_i = i$ عائد السهم

R_m = العائد على محفظة السوق

$cov(R_i, R_m) = (R_i - R_f)(R_m - R_f)$ وفائض عائد محفظة السوق

$var(R_m)$ = التباين المتوقع لفائض العائد على سوق الأوراق المالية بشكل عام

2.2.1. توسيع نموذج تسعير الأصول الرأسمالية

أشارت العديد من الدراسات التجريبية إلى أن إجمالي العائدات التي حققتها المؤسسات الصغيرة الحجم على المدى الطويل كانت أكبر بكثير من ما توقعه نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM)، وقد إعتبر هذا الإكتشاف من بين أهم الإكتشافات المتوصل إليها ضمن مجال التمويل الحديث، حيث يبين وجود علاقة بين حجم المؤسسة والعائد المحقق. فالمؤسسات الصغيرة الحجم تتميز بأن لها درجة مخاطر عالية وهذا ما يجعلها في حال نجاحها تحقق معدلات عوائد أكبر من المؤسسات الكبيرة، ومن خلال هذه النتيجة تم توسيع نموذج CAPM بحيث يعكس تأثير الحجم والمخاطر الخاصة بكل مؤسسة لتصبح العلاقة الخاصة بهذا النموذج بعد أخذ العاملين السابقين بعين الإعتبار وفق الشكل التالي¹:

$$K_e = E(R_i) = r_f + \beta(RP_m) + RP_s \pm RP_c$$

حيث:

$K_e = E(R_i)$ = معدل عائد؛ تكلفة السهم العادي

$RP_m = (r_m - r_f)$ = علاوة مخاطر السوق

RP_s = علاوة المخاطر المرتبطة بالحجم

RP_c = علاوة المخاطر المنسوبة إلى عوامل الخطر الأخرى للمؤسسة

في حال كان حامل السهم الممتاز يتحصل على حصص ثابتة من الأرباح السنوية لمؤسسة تتميز أسهمها بعدم إمكانية إعادة الشراء من قبل المؤسسة نفسها، يمكن في هذه الحالة حساب تكلفة الأسهم الممتازة وفق العلاقة التالية²:

$$K_p = \frac{D_p}{P_p}$$

حيث:

K_p = معدل العائد/تكلفة السهم الممتاز

¹ Shannon P. Pratt, **Cost of Capital: Estimations and Applications**, 2nd Edition, John Wiley & Sons, New Jersey, United States of America, 2002, pp. 75-76.

² Glen Arnold, Op. Cit., p. 704.

D_p = سهر السهم الممتاز

P_p = الربح السنوي الموزع لحامل السهم الممتاز

2. تكلفة الأسهم الممتازة في حالة الإصدار الجديد

لقد أشرنا سابقاً إلى الطريقة التي يتم من خلالها حساب تكلفة الأسهم العادية الجديدة وهي تنطبق على الأسهم الممتازة الجديدة من حيث الأخذ بعين الاعتبار التكاليف الإضافية المترتبة عن عملية إصدار الأسهم، ومنه يمكن إدخال على العلاقة السابقة هذه التكاليف لتصبح العلاقة على الشكل التالي:

$$K_p = \frac{D_p}{P_0(1-f)}$$

3. تكلفة الدين

يتم تحديد تكلفة الدين بشكل عام من خلال العوامل التالية¹:

- أسعار الفائدة السائدة في السوق؛
 - مخاطر التخلف عن السداد (المعدل المتوقع لإسترداد الأموال المقترضة في حالة التخلف عن السداد)؛
 - الفائدة الناجمة عن معدل الفائدة كونه قابل للإقتطاع من معدل الضريبة المطبقة على الدخل.
- هناك نوعان من مصادر الدين التي تقوم المؤسسة بإضافتها إلى هيكلها المالي وهي الديون القابلة للتداول (شراء، بيع) في سوق الأوراق المالية مثل السندات، والديون غير القابلة للتداول مثل القروض المتحصل عليها من البنوك.

1.3. تكلفة السندات

تعتبر السندات أوراق دين يتم إصدارها غالباً وفق تواريخ استحقاق طويلة الأجل بحيث يمكن تداولها داخل سوق الأوراق المالية وتكون قيمتها عرضة للانخفاض والإرتفاع حسب الوضعية المالية للجهة التي قامت بإصدارها. يمثل K_d معدل العائد الذي يطلبه المقرضون من المؤسسة (الجهة المستفيدة) والذي تحدده معدلات الفائدة السنوية i التي ينتج عنها تدفقات نقدية سنوية مضمومة تساوي سعر السوق الحالي للسند P_d . مع الأخذ بعين الاعتبار التدفق النقدي المتحصل عليه في نهاية الفترة والذي رمزه R_n نتوصل إلى العلاقة التالية التي توضح سعر الحالي وتكلفة السند:

$$P_d = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{i}{(1+K_d)^t} + \frac{R_n}{(1+K_d)^n}$$

حيث:

P_d = سعر السند في السوق

K_d = تكلفة السندات

R_n = مدفوعات الفائدة السنوية i ; المبلغ المستحق في نهاية فترة الإسترداد

ذكرنا سابقاً أن تحديد K_d يتطلب استخدام طريقة التجربة والخطأ. رغم هذا، يمكننا تسهيل العملية السابقة وإستخدام الصيغة التالية التي تقدم وبشكل قريب جداً القيمة الصحيحة لتكلفة السند القابل للتداول².

$$K_d = \frac{i + \frac{R_n - P_0}{n}}{0.6P_0 + 0.4R_n}$$

حيث:

n = عدد السنوات المتبقية حتى تاريخ الإستحقاق

¹ Ibid., p. 702.

² Prasanna Chandra, **Fundamentals of Financial Management**, 6th Edition, McGraw Hill Education, New Delhi, India, 2014, p. 262.

2.3. تكلفة القروض البنكية

توضح الصيغة التالية طريقة حساب تكلفة القروض البنكية بعد الضريبة:

$$R'_d = R_d(1 - T)$$

حيث:

R'_d = تكلفة القرض بعد الضريبة

R_d = تكلفة القرض قبل الضريبة

T = معدل الضريبة المطبق على المؤسسة

4. التكلفة الوسطية المرجحة لمصادر التمويل

تمثل التكلفة الوسطية المرجحة لمصادر التمويل تكلفة جميع مصادر تمويل المؤسسة الطويلة الأجل مثل الأسهم العادية، الأسهم الممتازة، السندات وغيرها من الأدوات التمويلية الطويلة الأجل، بحيث تشكل كل أداة تمويل نسبة أو وزن ضمن الهيكل المالي. من جهة أخرى، تعكس هذه التكلفة (WACC) متوسط العوائد التي يطلبها المستثمرون مثل حملة الأسهم والسندات من المؤسسة، أي معدل العائد المتوقع من المحفظة الإستثمارية المكونة لجميع أوراق المؤسسة المالية¹.

$$WACC = \left[\frac{D}{V} \times (1 - T) \times K_{debt} \right] + \left(\frac{E}{V} \times K_{equity} \right)$$

حيث:

V = إجمالي القيمة السوقية

يمكن إعادة كتابة العلاقة السابقة بتفصيل أكثر على النحو التالي:

$$WACC = \left[\frac{V_d}{V_d + V_e} \times (1 - T) \times K_d \right] + \left(\frac{V_e}{V_d + V_e} \times K_e \right)$$

حيث:

V_d = القيمة السوقية للدين

V_e = القيمة السوقية للسهم العادي

K_d = تكلفة الدين

K_e = تكلفة السهم العادي

T = معدل الضريبة على الدخل²

1.4. التكلفة الوسطية المرجحة لثلاثة مصادر تمويل فأكثر

يتم استخدام العلاقة السابقة الخاصة بحساب WACC في حالة المؤسسة التي تستخدم مصدرين مختلفين من مصادر التمويل، لكن إذا كانت المؤسسة تستخدم أكثر مصدرين أي أنها تقوم بإصدار فئات أخرى من الأوراق المالية قصد التمويل، تتوسع العلاقة السابقة لتصبح كما يلي³:

$$WACC = \left[\frac{D}{V} \times (1 - T) \times K_d \right] + \left(\frac{E}{V} \times K_e \right) + \left(\frac{P}{V} \times K_p \right)$$

¹ Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, Alan J. Marcus, **Fundamentals of Corporate Finance**, 9th Edition, McGraw Hill Education, New York, United States of America, 2018, p. 394.

² يعكس هذا المعدل الوفر الضريبي الناتج عن استخدام الدين ضمن هيكل المؤسسة المالي حيث أن مقدار الفائدة الذي يحمله القرض يقتطع من النتيجة قبل الضرائب قبل تطبيق الضريبة على الدخل وهذا ما يؤدي إلى انخفاض مقدار الضرائب المقطوعة من دخل المؤسسة السنوي.

³ Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, Alan J. Marcus, Op. Cit., p. 398.

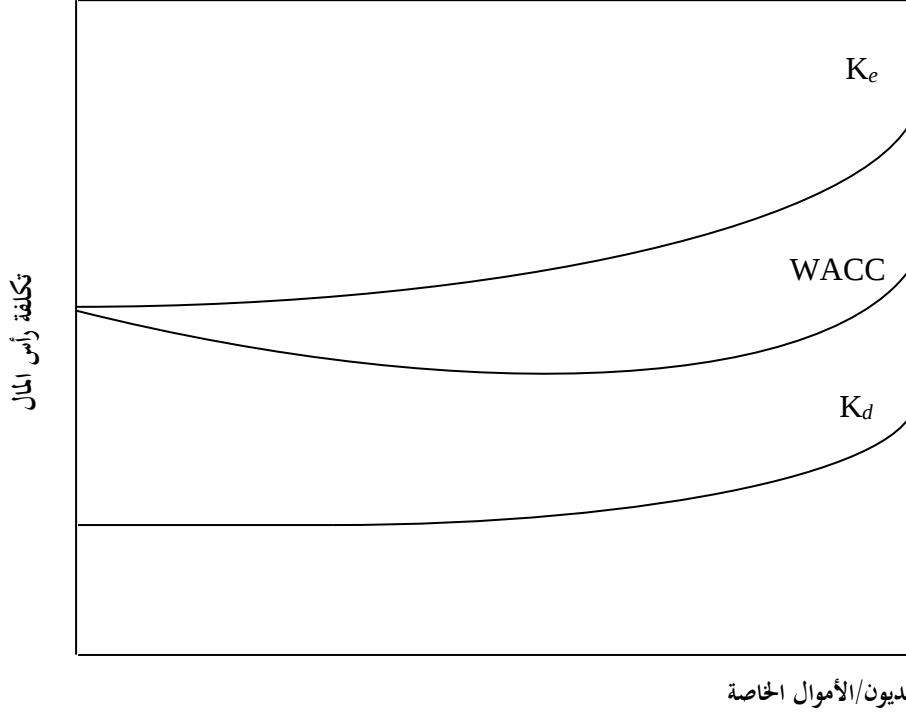
حيث:

K_p = تكلفة السهم الممتاز

P = القيمة السوقية للسهم الممتاز

$V = V_d + V_p + V_e$

شكل رقم (08). منحني التكلفة الوسطية المرجحة لمصادر التمويل



Source: Glen Arnold, **Corporate Financial Management**, 5th Edition, Pearson Education Limited, Harlow, United Kingdom, 2013, p. 698.

يوضح الشكل رقم (08) منحني التكلفة الوسطية المرجحة لمصادر التمويل حيث يعكس منحني (WACC) التكلفة المرجحة للأموال الخاصة والمصادر الأخرى التي لها صفة الدين¹. نلاحظ من خلال هذا الشكل أن تكلفة الأموال الخاصة مرتفعة مقارنة مع تكلفة الدين، وهذا يتطلب من المؤسسة الجمع بين مصادر الدين والملكية من خلال تحديد المزيج التمويلي المناسب الذي يقلل من التكلفة الإجمالية للتمويل.

تمثل التكلفة الوسطية المرجحة، من وجهة نظر المستثمر، متوسط العائد الإجمالي الناتج عند الاستثمار في شراء جميع الأوراق المالية للمؤسسة، أي تلبية جميع إحتياجاتها التمويلية (الأسهم والسندات). في هذه الحالة، يرغب المستثمر في أن يكون معدل التكلفة الوسطية المرجحة مرتفعاً حتى يحقق المستثمر معدل عائد عالي. بعبارة أخرى، يمكن أن يكون لمعدل التكلفة الوسطية المرجحة أثر على السلوك الاستثمار للمستثمر الذي يرغب في شراء أوراق المؤسسة المالية قصد الحصول على عائد على الاستثمار يغطي جميع مخاطر الاستثمار ويفوق معدل العائد الخالي من المخاطر.

في المقابل، قد تتجنب المؤسسة الحصول على عرض تمويل المستثمر لما في ذلك من مخاطر على نشاطها الاقتصادي، حيث يطلب المستثمر معدل عائد على الاستثمار (تكلفة) أكبر من معدل العائد الذي تضعه المؤسسة كمقابل. بالتالي، يتوجب على المؤسسة إستهداف معدل التكلفة الوسطية المرجحة المناسب الذي يخدم مصلحة الطرفين (المستثمر والمؤسسة).

¹ Glen Arnold, Op. Cit., p. 698.

المبحث الثالث: النظريات المفسرة للهيكل المالي

لقد حاول العديد من الباحثين الأكاديميين إيجاد تفسيرات نظرية لسلوك المؤسسة التمويلي الذي ينعكس على بنية هيكلها المالي. سوف نتطرق من خلال هذا المبحث على أهم النظريات التقليدية والحديثة المتعلقة بالهيكل المالي.

المطلب الأول: نظرية موديلياي وميلر، نظرية المفاضلة ونظرية الوكالة

يوضح هذا المطلب المساهمات العلمية الخاصة بموديلياي وميلر المتمحورة حول قدرة المؤسسة على الاستفادة من الضرائب.

الفرع الأول: نظرية موديلياي وميلر

قدمت الأفكار التي عرضها كل من الباحثين ضمن عدة أوراق علمية مساهمات هامة في مجال تمويل المؤسسات حيث كانت أول ورقة علمية تم نشرها في هذا الباب سنة 1958 وهي تحت عنوان "The cost of capital, corporation" والتي تم من خلالها دراسة الأثر الناجم عن استخدام الديون ضمن الهيكل المالي على قيمة المؤسسة في ظل غياب الضرائب وقد توصلت الدراسة الى أن قيمة المؤسسة التي تستخدم الديون والتي لا تستخدم الديون ضمن الهيكل المالي متماثلة، وهذا ما جعل البعض ينتقد النتائج المتوصل اليها في هذه الدراسة كون أن بعض الفرضيات التي تم الاستناد عليها لا تعتبر منطقية في نظر العديد من الباحثين. قدم الباحثين ورقة علمية ثانية سنة 1963 تحت عنوان "Corporate income taxes and the cost of capital: A correction" وتم دراسة العلاقة نفسها لكن هذه المرة في ظل وجود الضرائب، وقد تم التوصل الى ان المؤسسة التي تستخدم الديون لها قيمة أكبر من المؤسسة التي لا تستخدم الديون ضمن الهيكل المالي. إضافة الى هذا، قدم الباحثين ورقة علمية ثالثة سنة 1977 تحت عنوان "Debt and Taxes" والتي تم من خلالها الأخذ بعين الاعتبار الضرائب على دخل الأفراد وأثرها على تركيبة الهيكل المالي.

1. نظرية موديلياي وميلر في حالة غياب الضرائب

1.1. الإقتراح الأول

يعتبر نموذج الكعكة (*The pie model*) إحدى الطرق المستخدمة لتوضيح هذه الإقتراح (*MM Proposition I*) حيث نقوم بافتراض مؤسستين متماثلتين في الجانب الأيمن من الميزانية وهو جانب الأصول ولها نفس العمليات التشغيلية كما أنهما تختلفان في الجانب الأيسر من الميزانية وهو جانب الخصوم، أي أن المؤسستين تقومان بتمويل عملياتهما التشغيلية بأدوات مختلفة. في هذه الحالة، يمكننا توضيح السؤال المتعلق ببنية الهيكل المالي الذي بنيت عليه الفرضية وفق الشكل التالي¹:

شكل رقم (09). نموذج الكعكة



Source: Stephen A. Ross et al., **Fundamentals of Corporate Finance**, 10th Canadian Edition, McGraw Hill Education, Toronto, Canada, 2019, p. 628.

¹ Stephen A. Ross et al., **Fundamentals of Corporate Finance**, 10th Canadian Edition, McGraw Hill Education, Toronto, Canada, 2019, p. 627.

يقدم الشكل رقم (09) إمكانية تقطيع الكعكة (الهيكل المالي) إلى شريحتين: شريحة الأسهم E وشريحة الديون D وفق النسب التالية 40-60 و 40-60 على التوالي. مع هذا، يبقى حجم الكعكة نفسه رغم تغير طريقة التقسيم وهذا راجع إلى أن كلتا المؤسستين لهما نفس قيمة الأصول وهذا بالضبط ما نص عليه الاقتراح الأول من هذه النظرية حيث أن بنية أو تركيبة الهيكل المالي لا تؤثر على قيمة أصولها.

إستند الاقتراح الأول للنظرية المقدمة من قبل Franco Modigliani و Merton H. Miller على مجموعة من الفرضيات الموضحة كما يلي¹:

- لا توجد تكاليف الوساطة ضمن سوق رأس المال؛
- تعمل المؤسسة في بيئة اقتصادية لا يخضع فيها دخلها السنوي للضرائب؛
- غياب تكاليف الإفلاس؛
- يمكن للمستثمرين الإقتراض بنفس السعر الذي تقتض به المؤسسات؛
- جميع المستثمرين (الداخليين والخارجيين) لهم القدرة على الوصول الى المعلومات التي بحوزة إدارة المؤسسة حول فرص الإستثمار المستقبلية؛
- لا يتأثر عائد المؤسسة قبل الفائدة والضريبة بحجم الديون المستخدمة.

قصد شرح هذه النظرية إفترض الباحثين وجود محفظتين إستثماريتين: المحفظة الأولى، خاصة بمؤسسة تمول أنشطتها كليتها عن طريق الأسهم أي لا تستخدم الرافعة المالية (الإستدانة) ويرمز لها بالرمز V_u ، كما أنها لا تحقق نمو (أي أنها لا تحتاج إلى الإستثمار في شراء أصول جديدة)، وهي مؤسسة تعمل في بيئة لا تدفع فيها الضرائب على الدخل السنوي المحقق وتقوم بتوزيع جميع عوائدها السنوية على المساهمين في شكل أرباح موزعة. إذن، إنطلاقاً من هذه المعطيات يصبح التدفق النقدي الناتج عن امتلاك هذه المحفظة الإستثمارية يساوي العائد قبل الفائدة والضريبة (EBIT)؛ المحفظة الثانية، خاصة بمؤسسة تمول أنشطتها عن طريق الأسهم (S_L) بالإضافة إلى الديون (D) أي أنها تستخدم الرافعة المالية ويرمز لها بالرمز V_L وهو يعبر عن القيمة الإجمالية لمؤسسة تستخدم الديون ضمن الهيكل المالي الخاص بها. إذا كان سعر الفائدة هو r_d فإن المؤسسة التي تستخدم الرافعة المالية تدفع ما مقداره $r_d D$ ، ولأن المؤسسة لاتنمو ولا تدفع الضرائب على دخلها السنوي يمكنها توزيع الأرباح على المساهمين بقيمة $EBIT - r_d D$. إنطلاقاً من هذا يمكن للمستثمر الذي يمتلك هذه المحفظة الحصول على تدفق نقدي يساوي العائد قبل الفائدة والضريبة، وهذا يمكن تفسيره رياضياً حيث: $r_d D + (EBIT - r_d D) = EBIT$

من خلال المعطيات السابقة توصل الباحثين إلى أن قيمة المؤسسة التي تستخدم الرافعة المالية (الإستدانة) مساوية لقيمة المؤسسة التي لا تستخدم الرافعة المالية ضمن الهيكل المالي الخاص بها وهذا في ظل الشروط أو الفرضيات التي تم ذكرها.

$$V_L = V_u = S_L + D$$

يرى Franco Modigliani و Merton Miller أن السبب الذي يجعل قيمة المؤسسة لا تتأثر بتركيبة هيكلها المالي

هو أن التكلفة الوسطية المرجحة لمصادر التمويل تبقى ثابتة رغم إختلاف مصادر التمويل الموجودة ضمن الهيكل المالي. التكلفة الوسطية المرجحة لمصادر التمويل (WACC) هي مزيج بين تكلفة الدين المنخفضة وتكلفة الأسهم المرتفعة حيث يؤدي قيام المؤسسة برفع مقدار الرافعة المالية إلى إضافة المزيد من الديون المنخفضة التكلفة إلى الهيكل المالي الخاص بها وهذا ما يجعل من الأسهم أدوات ذات مخاطر أكبر وهذا يؤدي إلى ارتفاع تكلفتها (K_e) ولكن بالقدر الكافي الذي يبقى على قيمة التكلفة الوسطية المرجحة لمصادر التمويل ثابتة، ونتيجة لهذا يصبح من غير المهم معرفة الأداة التي تمول بها المؤسسة أنشطتها وهذا ما يجعل من

¹ Eugene F. Brigham, Michael C. Ehrhardt, **Financial Management: Theory and Practice**, 15th Edition, Cengage Learning, Boston, United States of America, 2017, p. 614.

القرارات المتعلقة بالهيكل المالي قرارات دون صلة أو لا علائقية (*Irrelevant*) أي لا تحمل أي أثر على قيمة المؤسسة في ظل غياب الضرائب. الفقرة التالية تلخص فكرة الاقتراح الأول في ظل غياب الضرائب:

"**الإقتراح الأول:** في ظل سوق مالي كفء، تعادل قيمة المؤسسة الإجمالية القيمة السوقية لإجمالي التدفقات النقدية الناتجة عن أصول ولا تتأثر بقراراتها المتعلقة بإختيار هيكل مالي ما¹."

2.1. الإقتراح الثاني

على الرغم من أن بنية الهيكل المالي لا تؤثر على قيمة المؤسسة الإجمالية إلا أنها تؤدي إلى وقوع تغيرات هامة لديون وأسهم المؤسسة، وللتعرف على طبيعة هذه التغيرات سنقوم بإفتراض مؤسسة ممولة عن طريق الأسهم والديون ونرى ما الذي سيقع للمؤسسة عند تغير نسبة الديون إلى الأموال الخاصة. لتبسيط هذا التحليل سنستمر في تجاهل الضريبة على دخل المؤسسة ومن خلال هذا المنطلق تصبح التكلفة الوسطية المرجحة لمصادر التمويل الخاصة بهذه المؤسسة وفق العبارة التالية:

$$WACC = R_A = \left(\frac{E}{V}\right) \times R_e + \left(\frac{D}{V}\right) \times R_d$$

حيث:

R_A = العائد المطلوب على إجمالي أصول المؤسسة

R_e = العائد المطلوب على الأسهم

R_d = العائد المطلوب على الدين

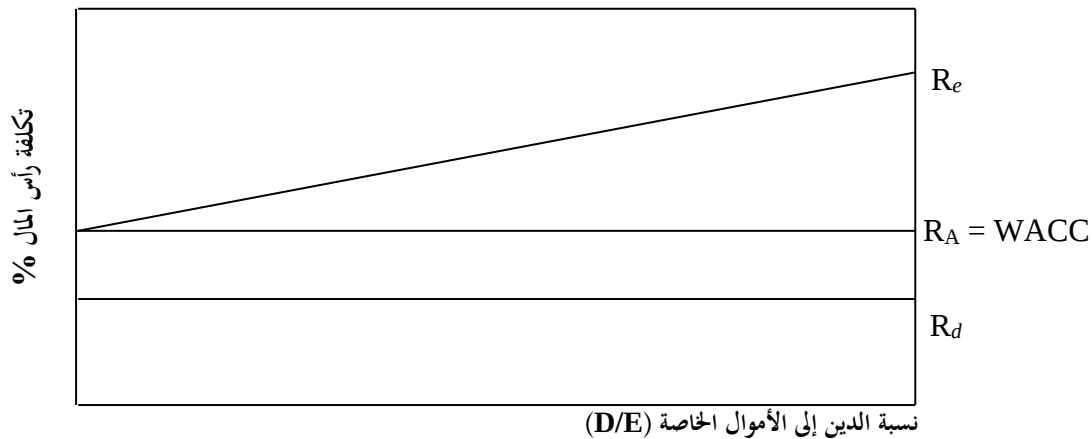
بإعادة ترتيب الصيغة السابقة نتحصل على صيغة حساب العائد المطلوب على الأسهم العادية كما يلي:

$$R_e = R_A + (R_A - R_d) \times \left(\frac{D}{E}\right)$$

توضح هذه الصيغة الإقتراح الثاني (*M&M Proposition II*) لهذه الفرضية في ظل غياب الضريبة على دخل المؤسسة والذي يخبرنا أن تكلفة الأسهم العادية (الأموال الخاصة) تعتمد على ثلاث عناصر وهي: (1) العائد المطلوب على إجمالي أصول المؤسسة؛ (2) العائد المطلوب على الدين؛ (3) نسبة الديون إلى الأموال الخاصة.

شكل رقم (10). تكلفة الأموال الخاصة والتكلفة الوسطية المرجحة لمصادر التمويل: الإقتراح I و II في ظل غياب

الضرائب



Source: Stephen A. Ross et al., **Fundamentals of Corporate Finance**, 10th Canadian Edition, McGraw Hill Education, Toronto, Canada, 2019, p. 629.

¹ Jonathan Berk, Peter DeMarzo, **Corporate Finance: The Core**, 4th Edition, Pearson Education Limited, Boston, United States of America, 2017, p. 525.

وفق الشكل رقم (10) تكلفة الأسهم العادية عبارة عن دالة خطية ذات اتجاه موجب وميلها هو $(R_A - R_d)$ ، كما أن هناك نقطة التقاء يكون عندها $R_A = R_e$ حيث أن نسبة الدين إلى الأموال الخاصة تساوي الصفر¹. بالإضافة إلى هذا، يوضح الشكل رقم (10) أنه لا يوجد مستوى أمثل للإستدانة حيث أن التكلفة الوسطية المرجحة لمصادر التمويل تبقى نفسها رغم تغير مستويات الرافعة المالية المستخدمة وهذا راجع للفرضية القائلة بأن مستوى إستخدام الأموال الخاصة (الأسهم العادية) يزيد وفق معدل دقيق يلغي ميزة التكلفة المنخفضة للدين².

2. نظرية موديليان وميلر في حالة وجود الضرائب:

1.2. الإقتراح الأول

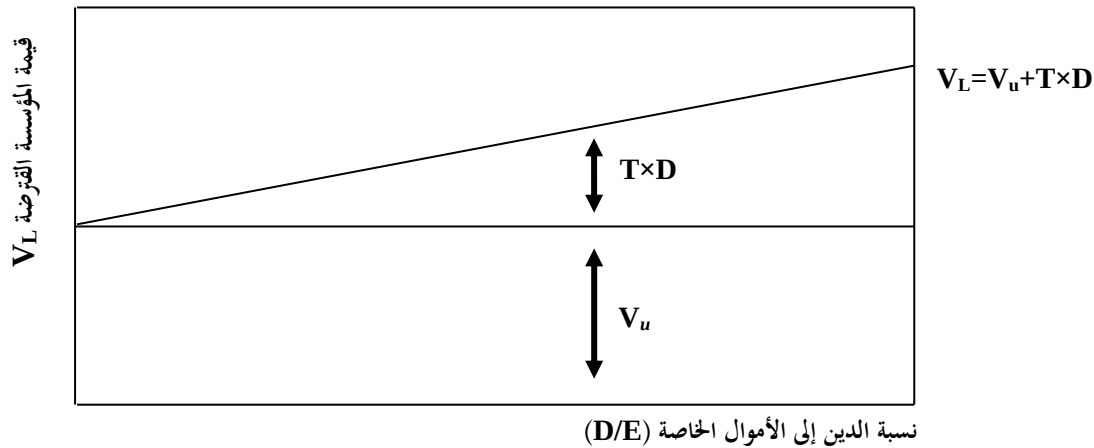
تعرضت نتائج الورقة العلمية الأولى، التي نشرت سنة 1958، إلى موجة من الإنتقادات خاصة فيما يتعلق بفرضية غياب الضرائب وهذا أدى إلى قيام كل من Franco Modigliani و Merton Miller بتصحيح بعض الفرضيات ضمن الورقة العلمية الثانية التي نشرت سنة 1963 حيث تم فيها دراسة العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة مع الأخذ بعين الإعتبار الضرائب المفروضة على دخل المؤسسة وهذا يسمح للمؤسسة بإقتطاع مدفوعات الفوائد الناتجة عن القروض كونها تعبر عن مصاريف بعكس الأرباح الموزعة على المساهمين غير قابلة للخصم. يشجع هذا المؤسسات على إضافة المزيد من الديون إلى الهيكل المالي حيث تساهم الديون في خلق دروع ضريبية تجعل المؤسسة تدفع أقل للحكومة مقابل توفير المزيد من التدفقات النقدية الإضافية للمساهمين³.

من خلال هذه الورقة العلمية قدم Franco Modigliani و Merton Miller منظور مختلف يتعلق بأثر بنية الهيكل المالي (أو هيكل رأس المال) على قيمة المؤسسة حيث تم التوصل إلى أن قيمة المؤسسة التي تستخدم الديون تساوي قيمة المؤسسة التي لا تستخدم الديون بالإضافة إلى أي آثار جانبية (Side Effects) كالدرع الضريبية الناتجة عن الإستدانة.

$$V_L = V_u + \text{Value of side effects} = V_u + \text{PV of tax shield}$$

في إطار الفرضيات التي وضعها خلال الدراسة وضح الباحثين أن القيمة الحالية (PV) للدرع الضريبي تساوي الضريبة المفروضة على المؤسسة (T) مضروبة في قيمة دين المؤسسة (D).

شكل رقم (11). الإقتراح I في ظل وجود الضرائب



Source: David Whitehurst, **Fundamentals of Corporate Finance**, 6th Edition, McGraw Hill Education, New York, United States of America, 2003, p. 581.

¹ Stephen A. Ross et al., Op. Cit., p.629.

² Eddie McLaney, **Business Finance: Theory and Practice**, 11th Edition, Pearson Education Limited, England, United Kingdom, 2017, p. 306.

³ Eugene F. Brigham, Michael C. Ehrhardt, Op. Cit., p. 616.

الشكل رقم (11) يوضح فكرة الاقتراح الأول في ظل وجود الضرائب لنظرية موديليان وميلر، التي تشير إلى أن قيمة المؤسسة ترتفع كلما إرتفعت نسبة الإستهانة (الدين إلى الأموال الخاصة) وهذا بسبب الوفر الضريبي الناتج عن معدل الفائدة المطبق على الأموال المقترضة التي تحصلت عليها المؤسسة.

2.2. الاقتراح الثاني

لقد أشرنا سابقاً إلى الفائدة التي تُقدمها القروض ضمن الهيكل المالي، ففي حالة وجود الضرائب تكون تكلفة الاقتراض منخفضة مقارنة مع تكلفة الأسهم وهذا يشجع على الإستمرار في إضافة المزيد من الديون إلى الهيكل المالي قصد تخفيض التكلفة الكلية لمصادر التمويل أي التكلفة الوسطية المرجحة لمصادر التمويل بمعدل مرتفع عن المعدل الذي قام أصحاب حقوق الملكية (الأسهم) برفعه، وهذا ما يوضحه الشكل رقم (12).

إن فرضية تمويل المؤسسة لهيكلها المالي كلياً عن طريق الديون مشكوك فيها كونها غير قابلة للتحقق من الناحية العملية حيث أن إرتفاع مستوى الاقتراض إلى مستويات عالية سواء كان هذا قبل الضرائب أم بعد الضرائب يؤدي إلى إرتفاع تكلفة القروض بشكل كبير¹، وقد خلصت نتائج Franco Modigliani و Merton H. Miller في هذا السياق إلى أن تكلفة الأسهم تبدأ بالإنخفاض مع ارتفاع تكلفة الاقتراض وتكون الصيغة الرياضية الخاصة بحساب التكلفة الوسطية المرجحة لمصادر التمويل في ظل وجود الضرائب كما يلي²:

$$WACC = \left(\frac{E}{V}\right) \times R_e + \left(\frac{D}{V}\right) \times R_d \times (1 - T)$$

لحساب التكلفة الوسطية المرجحة لمصادر التمويل يجب أن نكون على علم بمعدل عائد (تكلفة) الأسهم العادية، ووفق

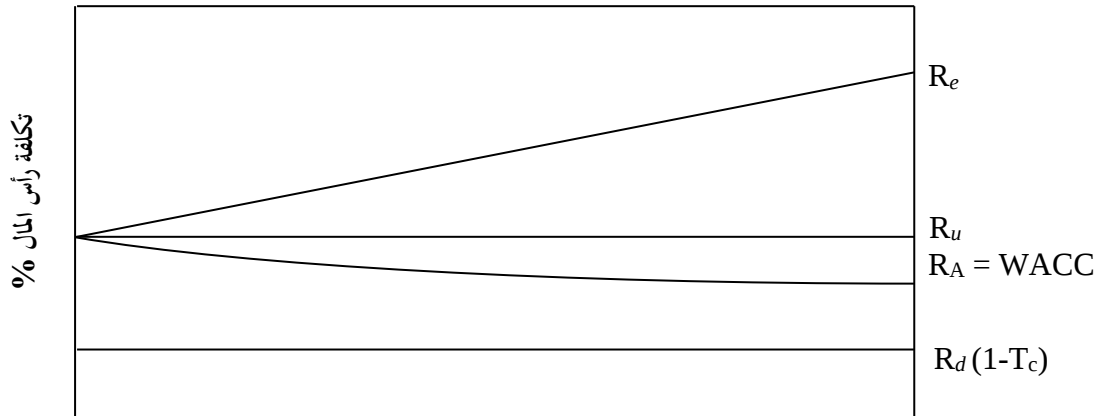
الإقتراح الثاني من هذه النظرية يمكن حساب هذا المعدل وفق العلاقة التالية:

$$R_e = R_u + (R_u + R_d) \times \left(\frac{D}{E}\right) + (1 - T)$$

حيث أن R_u تمثل التكلفة الوسطية المرجحة لرأس مال مؤسسة لا تستخدم الدين.

شكل رقم (12). تكلفة الأموال الخاصة والتكلفة الوسطية المرجحة لمصادر التمويل: الإقتراح I و II في ظل وجود

الضرائب



نسبة الدين إلى الأموال الخاصة (D/E)

Source: Stephen A. Ross et al., **Fundamentals of Corporate Finance**, Canada, 10th Canadian Edition, McGraw Hill Education, Toronto, 2019, p. 636.

¹ تشير هنا إلى خوف المقرضين من عدم استرجاع أموالهم المقدمة في شكل قروض إلى المؤسسة، وهذا بسبب استمرار المؤسسة في الاقتراض بمعدلات عالية ما يترتب عنه تخلف المؤسسة عن السداد وفي أسوأ الأحوال عدم القدرة على السداد، وهذا له أثر على تكلفة الدين حيث ترتفع تكلفة القروض الجديد مقارنة مع تكلفة القروض السابقة.

² Stephen A. Ross et al., Op. Cit., p.635.

يلخص الشكل رقم (12) النقاش حول العلاقة بين تكلفة الأسهم العادية، تكلفة الدين بعد الضريبة، والتكلفة الوسطية المرجحة لمصادر التمويل، حيث تم إضافة R_u كمرجع يرمز لتكلفة رأس المال لمؤسسة لا تعتمد على الدين.

جدول رقم (14). ملخص مقترحات نظرية موديليان وميلر في ظل وجود وغياب الضرائب

حالة غياب الضرائب	
الإقتراح الأول	تفسير الإقتراح الأول
قيمة المؤسسة التي تستخدم الرافعة المالية (V_L) تساوي قيمة المؤسسة التي لا تستخدم الرافعة المالية (V_u): $V_L = V_u$.	- لا تؤثر بنية الهيكل المالي على قيمة المؤسسة؛ - تظل التكلفة الوسطية المرجحة لمصادر تمويل المؤسسة نفسها بغض النظر عن مزيج الديون وحقوق الملكية المستخدمة في تمويل المؤسسة.
الإقتراح الثاني	تفسير الإقتراح الثاني
تكلفة حقوق الملكية (الأسهم العادية) R_e هي: $R_e = R_A + (R_A - R_d) \times \left(\frac{D}{E}\right)$ حيث R_A هو WACC، R_d تكلفة الدين، و $\left(\frac{D}{E}\right)$ هي نسبة الدين إلى حقوق الملكية.	- ترتفع تكلفة الأسهم العادية كلما زاد استخدام المؤسسة للديون؛ - ترتبط مخاطر الأسهم العادية بمدى خطورة عمليات المؤسسة (مخاطر الأعمال) ودرجة الرافعة المالية (المخاطر المالية).
حالة وجود الضرائب	
الإقتراح الأول	تفسير الإقتراح الأول
قيمة المؤسسة التي تستخدم الرافعة المالية (V_L) تساوي قيمة المؤسسة التي لا تستخدم الرافعة المالية (V_u) زائد قيمة الحالية للوفر الضريبي الناتج عن الإستدانة: $V_L = V_u + T_c \times D$ حيث T_c معدل الضريبة المفروضة على المؤسسة و D قيمة ديون المؤسسة.	- يعد التمويل عن طريق الإستدانة ذو منفعة كبيرة للمؤسسة، يعتبر الهيكل المالي الممول 100% الحالة القصوى المعبر عن هيكل المؤسسة المالي الأمثل؛ - تنخفض التكلفة الوسطية المرجحة لمصادر تمويل المؤسسة في حال لجوئها للإستدانة.
الإقتراح الثاني	تفسير الإقتراح الثاني
تكلفة حقوق الملكية (الأسهم العادية) R_e هي: $R_e = R_u + (R_u + R_d) \times \left(\frac{D}{E}\right) + (1 - T_c)$ حيث R_u تكلفة رأس مال المؤسسة التي لا تستخدم الديون أي المؤسسة التي لم تضيف أي ديون إلى هيكلها المالي.	- على عكس الإقتراح الأول، الآثار العامة للإقتراح الثاني تبقى نفسها سواء في حالة وجود الضرائب أو غيابها.

Source: Stephen A. Ross et al. **Fundamentals of Corporate Finance**, 10th Canadian Edition, McGraw Hill Education, Toronto, Canada, 2019, p. 637.

3.2. أثر الضريبة على دخل المؤسسة والأفراد

بين Merton Miller ضمن الورقة العلمية التي نشرت سنة 1977 أن قيمة المؤسسة تتأثر بنوع آخر من الضرائب غير الضرائب التي تفرض على دخل المؤسسة السنوي، وهي الضرائب المفروضة على عائدات (دخل) الأفراد الناجمة عن الإستثمار في شراء الأوراق المؤسسة المالية الخاصة كالأسهم والسندات.

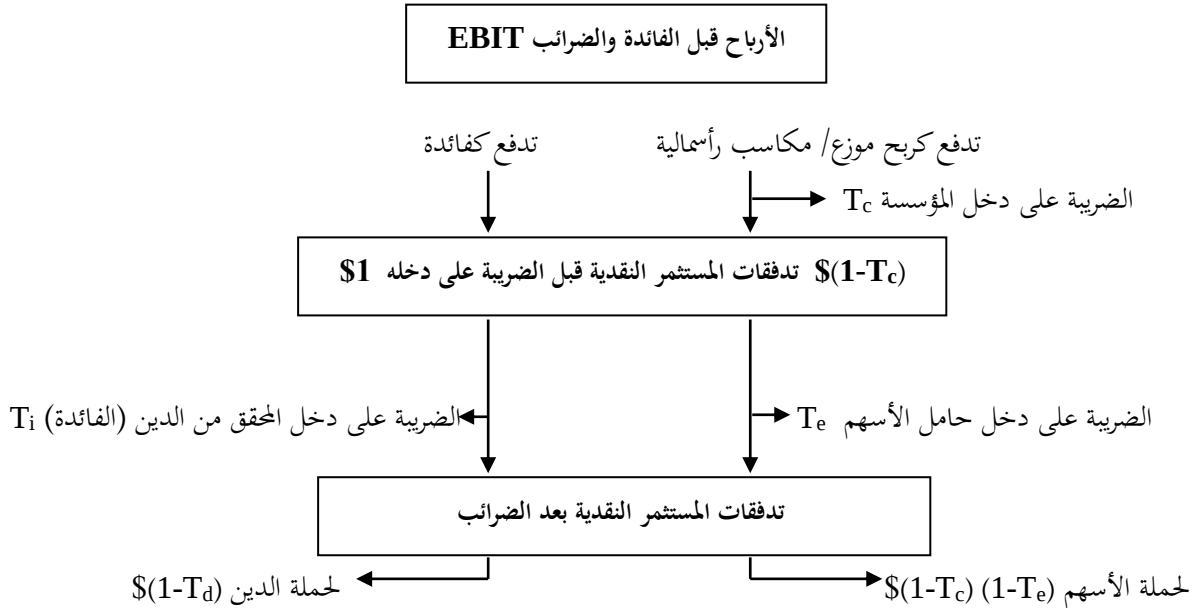
1.3.2. تضمين الضريبة على دخل الأفراد عند احتساب الوفر الضريبي الناتج عن الدين

تعاادل قيمة المؤسسة المبلغ الذي يمكن أن تربحه عن طريق إصدارها للأوراق المالية، كما يعتمد المبلغ المالي الذي سيدفعه المستثمر لقاء حصوله على أوراق المؤسسة المالية على الفائدة التي سيحصل عليها من عملية الإستثمار هذه، أي إجمالي التدفقات النقدية التي سيحصل عليها المستثمر بعد دفع جميع أنواع الضرائب كالضرائب المفروضة على دخل المؤسسة والضرائب المفروضة على دخل الأفراد التي بدورها تقلل من إجمالي التدفقات النقدية الموجه للمستثمر وهذا في الأخير يؤثر على قيمة المؤسسة. كنتيجة لهذا، نجد أن الوفر الضريبي يعتمد على تخفيض إجمالي الضرائب وليس الضرائب المفروضة على دخل المؤسسة فقط¹.

بشكل عام، يكون الدخل الناتج عن السندات عبارة عن معدل الفائدة وهو يخضع لمعدلات ضريبة على دخل الأفراد مرتفعة، في حين أن الدخل الناتج عن الأسهم والمتكون أرباح موزعة والمكاسب الرأسمالية² تفرض عليه ضريبة على دخل الأفراد منخفضة على المدى الطويل يتم تطبيقها بعد بيع المستثمر لأسهمه.

عندما يقرر المستثمر الإحتفاظ بالأسهم التي يمتلكها إلى غاية وفاته لا تخضع المكاسب الرأسمالية التي يحققها لهذا النوع من الضرائب على المدى الطويل في حين تخضع الأرباح الموزعة (العائدات) التي تحصل عليها إلى معدلات ضريبية أقل من تلك المفروضة على عائدات السندات وهكذا جادل Merton Miller بأن المستثمرين على إستعداد لقبول عائد منخفض نسبياً على الأسهم قبل الضرائب قياساً بعائد السندات قبل الضرائب، كما أشار إلى أنه من حيث قابلية خصم الفائدة يعد التمويل عن طريق الدين أفضل، لكن الأكثر تفضيلاً من حيث المعاملة الضريبية للدخل التمويل عن طريق الأسهم أفضل ولو بمعدل عائد منخفض³.

شكل رقم (13). تدفقات المستثمر النقدية بعد احتساب الضريبة على دخل المؤسسة والأفراد



Source: Jonathan Berk, Peter DeMarzo, **Corporate Finance: The Core**, 4th Edition, Pearson Education Limited, Boston, United States of America, 2017, p. 564.

قصد تحديد الفائدة الضريبية الحقيقية الناتجة عن إستخدام الرافعة المالية، يجب أن نقوم بتقييم الأثر المشترك للضرائب المفروضة على المؤسسة والأفراد والشكل رقم (13) يوضح ذلك، حيث وعلى سبيل المثال نعتبر أن مؤسسة ما حققت عائد

¹ Jonathan Berk, Peter DeMarzo, Op. Cit., p. 563.

² تمثل المكاسب الرأسمالية في إرتفاع القيمة السوقية للأسهم.

³ Eugene F. Brigham, Michael C. Ehrhardt, Op. Cit., p. 617.

يساوي \$1 قبل احتساب الفائدة والضريبة (EBIT). في هذه الحالة، للمؤسسة حرية الاختيار بين دفع هذا عائد لأصحاب الدين كحملة السندات في شكل فوائد أو توزيعه على حملة الأسهم في شكل أرباح موزعة أو الإحتفاظ به وإعادة إستثماره من جديد. من خلال ما سبق يمكن تقديم العلاقة التي توضح الأثر صافي للضريبة على دخل المؤسسات والأفراد وقيمة المؤسسة وفق الصيغة التالية¹:

$$V_L = V_u + \left[1 - \frac{(1-T_c)(1-T_e)}{1-T_d} \right] \times D$$

حيث:

T_c = الضريبة على دخل المؤسسة

T_e = الضريبة على دخل حامل الأسهم

T_d = الضريبة على دخل حامل السند (الدين)

الفرع الثاني: نظرية المفاضلة

تعد نظرية المفاضلة إمتداد للأعمال التي قدمها Franco Modigliani و Merton Miller. تنطلق هذه نظرية (*Trade-off Theory*) من فرضية أن الرافعة المالية لكل مؤسسة يتم تحديدها عن طريق الموازنة بين الفوائد الضريبية الناجمة عن إستخدام الدين ضمن الهيكل المالي وتكاليف الإفلاس التي تنشأ جراء الإستخدام المفرط للدين، وقد تم تطوير هذه النظرية بداية السبعينات.

ساهمت عدة أوراق علمية في التأسيس لهذه النظرية عن طريق مناقشة تكاليف الإفلاس، ومنها مقال Alexander A. Robichek و Stewart C. Myers تحت عنوان "Problems in the Theory of Optimal Capital Structure" سنة 1966، ومقال Joseph E. Stiglitz تحت عنوان "Some Aspects of the Pure Theory of Corporate Finance: Bankruptcies and Take-overs" سنة 1972 إلا أن أول طرح لهذه النظرية كان على يد Alan Kraus و Robert H. Litzenberger سنة 1973 في مقال علمي تحت عنوان "A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage".

1. الهيكل المالي في ظل وجود تكاليف الإفلاس

تعتبر تكلفة الإفلاس أحد العوامل المؤثر على مقدار الدين الذي يمكن أن تستخدمه المؤسسة، فمع إرتفاع نسبة الدين إلى الأموال الخاصة تصبح هناك احتمالية أكبر لعدم قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها اتجاه أصحاب الدين وهذا يخول لهم المطالبة بتصفية المؤسسة لضمان استرداد كل أو جزء من الأموال المقدمة لها سلفاً.

مبدئياً، تصبح المؤسسة مفلسة عندما تكون قيمة أصولها مساوية لقيمة ديونها. مع حدوث هذا، تصبح قيمة الأسهم العادية مساوية للصفر وهذا ما يفقد حملة الأسهم العادية إدارة المؤسسة لصالح حملة الدين عن طريق انتقال ملكية أصول المؤسسة لهم، وفي ظل سوق كفاء لا يتم تسجيل أي تكاليف مرتبطة بهذه العملية ولا يفقد حملة الدين (كحملة السندات) أي شيء. هذه النظرة المثالية للإفلاس ليست بالطبع ما يحدث في العالم الحقيقي، فمن المفارقات أنه من المكلف أن تفلس².

1.1. تكاليف الإفلاس المباشرة

¹ Eugene F. Brigham, Michael C. Ehrhardt, Op. Cit., p. 617.

² Stephen A. Ross et al., Op. Cit., p. 638.

عندما تتساوى قيمة أصول المؤسسة مع قيمة ديونها تصبح المؤسسة عند هذه اللحظة مفلسة اقتصادياً أي أن أسهمها ليست لها قيمة، ومع أن نقل ملكية أصولها لفائدة أصحاب الدين -مجرد عملية قانونية وليست اقتصادية- يؤدي هذا إلى تحميل المؤسسة للتكاليف القانونية والإدارية المترتبة عن هذه العملية.

رغم وجود إجراءات قانونية منظمة لعملية الإفلاس إلا أن هذه العملية لاتزال معقدة ومكلفة، فعندما تدخل المؤسسة في ضائقة مالية يتم توظيف مهنين خارجيين مثل: الخبراء القانونيين، المحاسبين، الخبراء الإستشاريين، المثمنين، مزودي المزايدات، وغيرهم ممن لديهم الخبرة في بيع الأصول المتعثرة. تشير بعض الدراسات إلى أن متوسط التكاليف المباشرة للإفلاس تبلغ حوالي 3% إلى 4% من إجمالي قيمة أصول المؤسسة السوقية السابقة لسنة الإفلاس وتكون هذه التكاليف أكبر بالنسبة للمؤسسات التي لديها عمليات تجارية معقدة جداً وعدد كبير من الدائنين، وفي المقابل تكون أقل بالنسبة للمؤسسات الأقل حجماً¹.

يمكن توضيح هذه التكاليف من خلال الكشف عن تكاليف الإفلاس المباشرة المترتبة عن عملية إشهار إفلاس أحد أكبر بنوك الإستثمار عام 2008، حيث بلغت تكاليف الإفلاس المباشرة لبنك Lehman Brothers (أتعاب المحامين، المحاسبين، المستشارين، والفاحصين لمختلف عمليات البنك) ما مقداره 2.2 مليار دولار وقد اعتبرت عملية الإفلاس هذه أحد أكبر عمليات الإفلاس في ذلك الوقت، وقد ترتب عن القيام بهذه العملية عدم تحصل أصحاب الدين على كافة مستحقاتهم المالية بسبب أن جزء كبير منها خصص لتغطية الأعمال القانونية والإدارية المرتبطة بعملية إشهار الإفلاس. نتيجة لهذا تعتبر تكاليف الإفلاس المباشرة عاملاً مثبطاً للتمويل عن طريق الديون، حيث إذا أفلسَت المؤسسة فجأة يختفي جزء كبير منها وهذا يطلق عليه "ضريبة الإفلاس". لذلك، تواجه المؤسسة حتمية المفاضلة بين ما يقدمه الدين من فائدة ضريبية والأضرار التي يمكن أن تنشأ نتيجة الإفراط في استخدامه².

2.1. تكاليف الإفلاس غير المباشرة

قد تتعرض المؤسسة لضائقة مالية وإذا لم تتعافى منها بالسرعة المناسبة فإنها تعرض نفسها لإعلان الإفلاس علناً، والكثير من المؤسسات تتعرض ضمن عالم يتسم بالسرعة وحدة المنافسة إلى هذه الوضعية المالية الصعبة، وهذا ما ينجر عليه نجوم تكاليف تعرف بتكاليف الإفلاس غير المباشرة التي تتحملها المؤسسة في وقت مبكر من مرحلة الإفلاس الفعلية. تشمل تكاليف الإفلاس المباشرة خسائر المبيعات والشهرة (Goodwill) نتيجة تشغيل المؤسسة في مستويات عالية من الضائقة المالية وفي بعض الحالات تكلفة بيع بعض أصول المؤسسة بأقل من قيمتها السوقية³، بالإضافة إلى التكاليف التالية⁴:

1.2.1. فقدان العملاء:

مرور المؤسسة بضائقة مالية يجعلها في الكثير من الأحيان غير قادرة على الوفاء بتعهداتها لعملائها في المستقبل القريب وهذا ما يجعل العملاء يغيرون رغبتهم في شراء منتجات تعتمد قيمتها على الدعم وخدمة ما بعد البيع. على سبيل المثال، سيمتنع العملاء عن شراء تذاكر الطائرة مقدماً من مؤسسات الطيران المتعثرة الممكن توقف عملياتها، أو شراء سيارات من المؤسسات المصنعة المتعثرة التي تفشل في الوفاء بضماناتها أو توفير قطع الغيار، أو يتردد عملاء العديد من المؤسسات التكنولوجية في الإلتزام بنظام أساسي للأجهزة أو البرامج يحتمل أن لا تقوم هذه المؤسسات بدعمه أو ترقية في المستقبل. في المقابل، يمكن لمثل هذه

¹ Jonathan Berk, Peter DeMarzo, Op. Cit., p. 588.

² Stephen A. Ross et al., **Corporate Finance: Core Principles and Applications**, 5th Edition, McGraw Hill Education, New York, United States of America, 2018, p. 452.

³ Denzil Watson, Antony Head, **Corporate Finance: Principles and Practice**, 7th Edition, Pearson Education Limited, Harlow, United Kingdom, 2016, p. 312.

⁴ Jonathan Berk, Peter DeMarzo, Op. Cit., pp. 588-590.

الخسائر أن تكون قليلة بالنسبة للمؤسسات التي تقدم سلع لا ترتبط قيمتها بخدمة في المستقبل أي تتحقق قيمتها بمجرد تسليمها للعميل مثل المواد الخام.

قد لا يرغب الموردون بتزويد المؤسسة بالمخزون إذا لم يتحصلوا على الأموال. على سبيل المثال، قدمت مؤسسة *Kmart Corporation* طلباً للحماية من الإفلاس في يناير 2002 ويرجع ذلك جزئياً إلى خوف الموردين من الانخفاض الحاصل في سعر سهمها عند هذه الفترة والذي أدى إلى عدم قيامهم بشحن البضائع لها. وبالمثل، اضطرت مؤسسة *Swiss Air* للإغلاق لأن مورديها رفضوا تزويد طائراتها بالوقود.

2.2.1. فقدان الموظفين:

نظراً لأن المؤسسات التي تعاني من ضائقة مالية لا يمكنها توفير الأمن الوظيفي من خلال توفير عقود العمل الطويلة الأجل، فقد تواجه صعوبة في تعيين موظفين جدد كما يمكن أن يقدم الموظفون الحاليون استقالتهم أو يتم إعادة تعيينهم في أماكن أخرى. قيام المؤسسة بالإحتفاظ بالموظفين الرئيسيين أمر مكلف في مثل هذه الحالات ومن الأمثلة على ذلك ما قامت به مؤسسة *Pacific Gas and Electric Corporation* حيث نفذت برنامج للإحتفاظ بعمالها الرئيسيين قدرت تكلفته بأكثر من 80 مليون دولار وهذا فقط للإحتفاظ بـ 17 موظفاً من ذوي المناصب العالية أثناء فترة الإفلاس. لذلك، من المرجح أن تكون هذه التكاليف عالياً جداً بالنسبة للمؤسسات التي تستمد قيمتها إلى حد كبير من مواردها البشرية.

3.2.1. فقدان الذمم المدينة:

تميل المؤسسات التي تعاني من ضائقة مالية إلى صعوبة تحصيل أموالها المستحقة (*Loss of Receivables*)، ووفقاً لأحد محامي الإفلاس بمؤسسة *Enron* حاول العديد من العملاء المدينين للمؤسسة بمبالغ صغير الإختباء منها وعدم دفع مستحقاتها بحيث إعتقدوا أن هذه المؤسسة لم تعد مهتمة في مرحلة إفلاسها بمثل هذه المبالغ الصغيرة على العكس من تلك الكبيرة. إن معرفة أن المؤسسة قد تتوقف عن العمل أو على الأقل تواجه معدل دوران إداري كبير من شأنه أن يمس أو يقلل من التزام العملاء بدفع ما عليهم اتجاه المؤسسة في الوقت المحدد.

4.2.1. بيع أصول المؤسسة:

تميل المؤسسة التي يحتمل أنها من الممكن تواجه الإفلاس إلى بيع جزء من أصولها كمحاولة لتجنب الإفلاس والتكاليف المرتبطة به وهذا بغرض جمع السيولة النقدية اللازمة الكفيلة بتغطية آثار الضائقة المالية. للقيام بذلك، قد تقبل المؤسسة سعراً أقل من السعر الحقيقي للأصول في حالة التمتع بصحة مالية جيدة، وقد أظهرت دراسة لمؤسسات الطيران أجراها *Todd Pulvino* أن المؤسسات التي تعاني من الإفلاس أو ضائقة مالية كبيرة تبيع طائراتها بأسعار تقل من 15% إلى 40% عن الأسعار التي تتلقاها المؤسسات المنافسة ذات الصحة المالية الجيدة، وبالمثل بالنسبة إلى المؤسسات المتعثرة التي تحاول بيع المؤسسات التابعة لها. تعتبر تكاليف بيع الأصول بأقل من قيمتها السوقية أكبر بالنسبة للمؤسسات التي لديها أصول تفتقر إلى الأسواق التنافسية والسيولة.

5.2.1. التصفية غير الفعالة:

يمكن لإدارة المؤسسة التي تواجه حتمية الإفلاس حماية نفسها من الإفلاس عن طريق تأخير قرار تصفيتها. قدرت دراسة أجراها كل من *Lawrence A. Weiss* و *Karen H. Wruck* أن مؤسسة الطيران *Eastern Airlines* فقدت أكثر من 50% من قيمتها أثناء إفلاسها لأن الإدارة سُمح لها بمواصلة القيام باستثمارات ذات قيمة حالية صافية سالبة (NPV^-). من ناحية أخرى، قد تضطر المؤسسات التي تعاني من الإفلاس إلى تصفية أصولها التي يمكن أن تكون ذات قيمة أكبر في حالة

الإحتفاظ بها. على سبيل المثال، نتيجة لعدم قدرة بنك Lehman Brothers على السداد إضطر إلى تصفية 80% من عقود المشتقات المالية الخاصة به بشروط يُزعم أنها غير ملائمة.

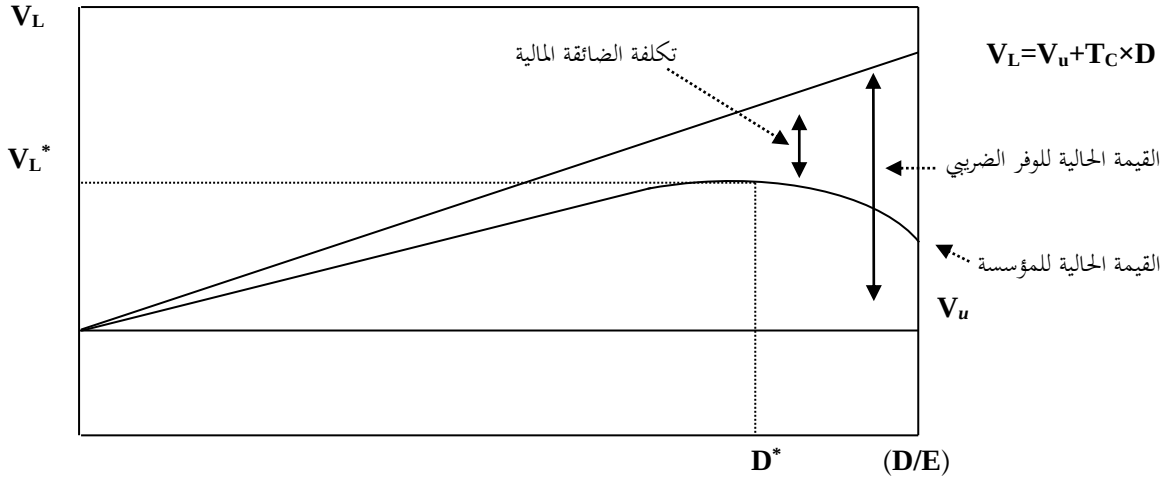
6.2.1. تكاليف الدائنين:

بصرف النظر عن التكاليف القانونية المباشرة التي يمكن أن يتحملها الدائنون عند تخلف المؤسسة عن السداد، يمكن أن تكون هناك تكاليف غير مباشرة أخرى للدائنين إذا كانت القروض الممنوحة للمؤسسة تعتبر أحد أصولهم الهامة. على سبيل المثال، أدى تعثر بنك Lehman Brothers عام 2008 وعدم قدرته على السداد إلى دفع العديد من دائنيه إلى إعلان إفلاسهم أيضاً.

2. الهيكل المالي الأمثل في ظل وجود تكاليف الإفلاس

من خلال ما قمنا بشرحه سابقاً حول تكاليف الإفلاس، يمكن للمؤسسة الآن أن تحدد الهيكل المالي الأمثل الذي يتناسب وإحتياجاتها المالية مع الأخذ بعين الإعتبار مزايا ومخاطر الإستدانة، حيث تتمثل أهم المنافع التي يقدمها الدين في تكلفته المنخفضة مقارنة بغيره من المصادر التمويلية وقدرته على خصم جزء من الضرائب المفروضة على دخل المؤسسة، أما بالنسبة لأهم المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها المؤسسة نتيجة الإستدانة فتتمثل في تخلف المؤسسة أو عدم قدرتها على سداد دينها إتجاه دائنيها. تعرف العملية التي تهدف من خلالها المؤسسة إلى الموازنة بين منافع ومخاطر الإستدانة بنظرية هيكل رأس المال الثابت (*Static Theory of Capital Structure*) وهي تفترض أن المؤسسة تستمر في الإقتراض إلى حد النقطة التي يصبح فيها أي دولار إضافي يساوي بالضبط التكلفة التي تؤدي إلى وقوع المؤسسة في ضائقة مالية، كما أنها تفترض أن أصول المؤسسة وأنشطتها ثابتة وهي نظرية تهتم فقط بدراسة التغيرات المحتملة في نسبة الدين إلى الأموال الخاصة¹.

شكل رقم (14) الهيكل المالي الأمثل في ظل وجود تكاليف الإفلاس



Source: David Whitehurst, **Fundamentals of Corporate Finance**, 6th Edition, McGraw Hill Education, New York, United States of America, 2003, p. 587.

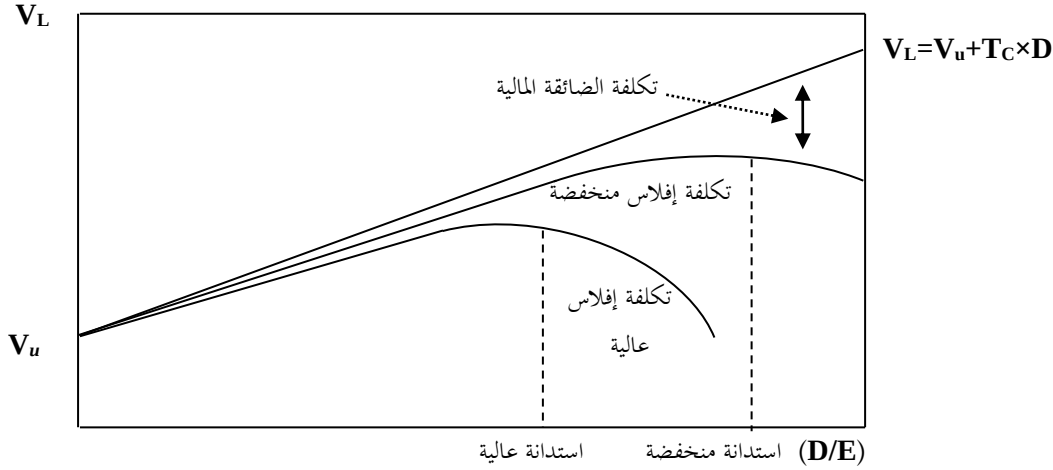
يلخص الشكل رقم (14) نظرية المفاضلة في ظل وجود تكاليف الإفلاس حيث يبين قيمة المؤسسة التي تستخدم الديون V_L مقابل مقدار الدين D وهو يتشكل من ثلاث خطوط: الخط الأول، يمثل الفرضية الأولى لموديلاني وميلر في ظل غياب الضرائب وهو الخط ذو الرمز V_u ؛ الخط الثاني، يشير إلى الفرضية الأولى لموديلاني وميلر في ظل وجود الضرائب والمعبر عليها بالمعادلة $V_L = V_u + T_c \times D$ وكلتا الحالتين تم التطرق إليهما سابقاً؛ والخط الثالث، وهو يمثل الحالة الثالثة حيث ترتفع قيمة

¹ Stephen A. Ross et al., **Fundamentals of Corporate Finance**, Op. Cit., pp. 640-641.

المؤسسة إلى الحد الأقصى ثم تبدأ بالإنخفاض بعد ذلك، وهذه هي الصورة التي تمثل نظرية المفاضلة التي تأخذ بعين الاعتبار تكلفة الإفلاس من أجل تحديد مستوى الإستدانة الأمثل الذي يحقق للمؤسسة أقصى قيمة ممكنة والذي ينشأ عند النقطة التي يتقاطع فيها D^* مع V_L^* .

بغرض الإلمام بموضوع تكاليف الإفلاس وأخذ صورة أوضح حول الأثر الناجم عن الاستخدام اللاعقلاني للديون من قبل المؤسسة يوضح الشكل رقم (15) المستويات المختلفة للإستدانة وأثرها على قيمة المؤسسة.

شكل رقم (15). مستويات الإستدانة المثلى في ظل وجود الضرائب وتكاليف الإفلاس

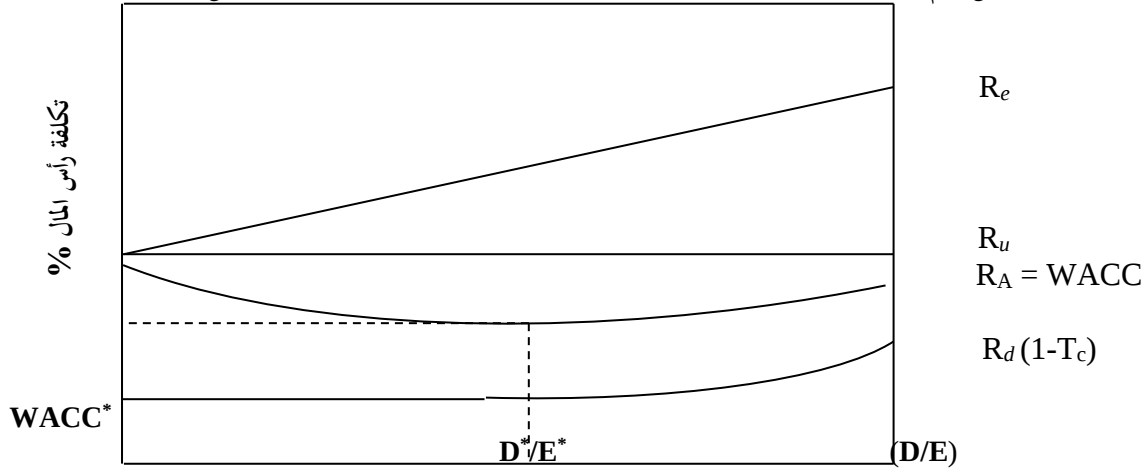


Source: Jonathan Berk, Peter DeMarzo, **Corporate Finance: The Core**, 4th Edition, Pearson Education Limited, Boston, United States of America, 2017, p. 595.

3. أثر تكاليف الإفلاس على تكلفة الهيكل المالي

نعلم أن الهيكل المالي الأمثل هو الهيكل الذي يعظم قيمة المؤسسة وذلك بأقل تكلفة ممكنة لمصادر التمويل. الشكل رقم (16) يوضح مسار التكلفة الوسطية المرجحة للهيكل المالي الذي يأخذ بعين الاعتبار تكاليف الإفلاس، حيث أن التكلفة الوسطية المرجحة لمصادر التمويل تنخفض في البداية وهذا نتيجة تكاليف الإستدانة المنخفضة في هذه الفترة، إلا أنها وفي مرحلة معينة تبدأ بالارتفاع نتيجة ارتفاع تكاليف الإستدانة وهذا بسبب تدهور صحة المؤسسة المالية وتوقع الدائنين لإحتمالية إفلاس المؤسسة.

شكل رقم (16) تكلفة الأموال الخاصة والتكلفة الوسطية المرجحة لمصادر التمويل وفق نظرية المفاضلة



Source: Stephen A. Ross et al. **Fundamentals of Corporate Finance**, 10th Canadian Edition, McGraw Hill Education, Toronto, Canada, 2019, p. 642.

الفرع الثالث: نظرية الوكالة

تُعرف علاقة الوكالة بأنها العلاقة التي يقوم فيها شخص أو أكثر (المدراء) بإشراك شخص آخر (الوكيل) للقيام بأداء بعض الخدمات نيابة عنهم حيث يتم تفويض جزء من سلطتهم للوكيل قصد تمكينه من اتخاذ القرارات وإنجاز المهام¹.

ظهر مفهوم تكاليف الوكالة على يد كل من Michael Jensen و William Meckling في مقال تحت عنوان "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure" سنة 1976 وهو مقال يدرس أثر هذه التكاليف على قيمة المؤسسة وتكلفة الهيكل المالي، كما يفترض الباحثين أن الهيكل المالي الأمثل يتم تحديده عن طريق تحديد تكاليف الوكالة التي تنشأ نتيجة تضارب المصالح بين أصحاب المصلحة وقد صنف الباحثين هذه التكاليف ضمن هذا المقال إلى ثلاثة أنواع كما يلي²:

تكاليف الرقابة (*The monitoring expenditures by the principles*): تتمثل هذه التكاليف في النفقات التي يصرفها ملاك (مجلس إدارة) المؤسسة من أجل مراقبة تصرفات الوكلاء (مدراء ومسيري المؤسسة) والتحكم في سلوكهم من خلال فرض قيود على الميزانية، مراجعة سياسات التعويض وقواعد التشغيل.

تكاليف الإلتزام (*The bonding expenditures by the agent*): تشمل هذه التكاليف الحالات التي يدفع فيها الموكل الوكيل من أجل اتخاذ قرارات تصب في مصلحته كإصدار التزام قانوني يتم بموجبه تعويض الموكل عن الإجراءات الضارة الصادر عن الوكيل³، وهي تكاليف يمكن استخدامها كبديل لتكاليف الرقابة كما أنها تحمي المالكين من العواقب المحتملة الناتجة عن عدم نزاهة الإدارة.

الخسارة المتبقية (*The residual loss*): هي تكاليف تشمل الخسائر الإضافية المتكبدة نتيجة الاختلاف في المصالح بين المالك والوكيل بعد الأخذ بعين الاعتبار كل من تكاليف الرقابة وتكاليف الإلتزام.

1. الهيكل المالي الأمثل في ظل وجود تكاليف الوكالة

1.1. تكاليف الوكالة المرتبطة بالأسهم

تنشأ هذه التكاليف نتيجة تضارب المصالح بين إدارة المؤسسة وحملة الأسهم، ولفهم طبيعة هذه التكاليف نفترض أن مؤسسة ما مملوكة حصرياً إلى شخص واحد وهو المدير المالك لها، في هذه الحالة يمكن لهذا المدير أن يتخذ الإجراءات الممكنة التي من شأنها تعظيم ثروته الخاصة مقابل تحمل كامل التكاليف الناتجة عن هذه الإجراءات. في المقابل، يمكن لهذا المدير أن يقوم بالتنازل عن جزء من ملكية مؤسسته من خلال إصدار أسهم جديدة وبيعها لمساهمين آخرين بغية رفع رأس المال وتقاسم التكاليف المختلفة الممكن أن تتحملها المؤسسة مستقبلاً، وهنا يمكن أن تنشأ تكاليف الوكالة للأسهم (*Agency Costs of Equity*) بين المدير المالك للمؤسسة والمساهمين الجدد بحيث يقوم هذا المدير بإتخاذ قرارات من شأنها أن تعظم ثروته على حساب المساهمين الجدد (مثل: شراء طائرة خاصة، شراء عقارات، قضاء إجازات طويلة الأجل، الخ...). يؤدي تضارب المصالح بين إدارة المؤسسة والمساهمين إلى تحمل المساهمين لتكاليف الوكالة المتمثلة في مستحقات وأتعاب الأطراف الخارجية (مثل مدقق الحسابات الخارجي) الموكل لها مهمة مراقبة وضمان أن تتوافق تصرفات الإدارة مع مصلحة المساهمين وليس مصلحتهم الخاصة.

¹ Charles W. L. Hill, Thomas M. Jones, **Stakeholder-Agency Theory**, Journal of Management Studies, Vol.29, No.2, 1992, p.132 .

² Michael C. Jensen, William H. Meckling, **Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure**, Journal of Financial Economics, Vol.03, No.4, 1976, p. 06.

³ Ntogwa N. Bundala, **Do Tanzanian companies practice pecking order theory, agency cost theory or trade-off theory? An empirical study in Tanzania listed companies**, International Journal of Economics and Financial Issues, Vol.02, No.4, 1976, p. 405.

ان حقيقة أن المساهمين يجب عليهم عملياً أن يعتمدوا على إدارة المؤسسة يمكن أن يؤدي إلى إدارتها بطريقة لا تخدم مصلحة المساهمين، حيث يُحتمل أن يتصرف مدراء ومسيرى المؤسسة بطريقة أقل من المستوى الأمثل من منظور تعظيم ثروة المساهمين، وهذا يقود المساهمين إلى تحمل تكلفة هم في غنى عنها. قد يفضل المساهمين في بعض الحالات قرار الاقتراض إذا كان يوافق مصلحتهم الخاصة من حيث تخفيض تكلفة رأس المال وهذا يمكن أن يتعارض ورأي مدراء ومسيرى المؤسسة كونه يقيّد حريتهم في استخدام موارد المؤسسة المالية حيث أن الاقتراض يستلزم توفير الأموال لسداد مدفوعات الفائدة وأصل القرض عند تواريخ الاستحقاق المحددة سلفاً وهذا من شأنه أن يفرض نظاماً على المدراء والمسيرين الذين يفضلون تجنبه¹.

أشار Michael Jensen إلى أن تقييد سلوك مدراء ومسيرى المؤسسة عن طريق الاستدانة قد يثنيهم عن الإستثمار في مشاريع لا يمكن تبريرها من حيث العائد على الإستثمار وقد اطلق على هذا الأثر إسم فرضية التحكم (Control Hypothesis) التي تعرف أيضاً بفرضية التدفق النقدي الحر² (Free Cash Flow Hypothesis)، ووفق هذه الفرضية يميل المدراء والمسيرين إلى أن يكونوا أكثر حذراً عند الاستثمار في الاستثمارات التي تتسم بدرجة عالية من المخاطر حيث يثني الاقتراض المدراء عن الشروع في مثل هذه الاستثمارات كوسيلة لتوسيع الأعمال التجارية ومعها مصالحهم الشخصية. رغم هذا، تكون هذه الفرضية ذات نجاعة عالية فقط بالنسبة للمؤسسات التي تولد تدفقات نقدية عالية ولها معدلات نمو منخفضة. في المقابل، لا تتسم هذه الفرضية بالنجاعة بالنسبة للمؤسسات السريعة النمو ذات المشاريع الكبيرة والمرجحة للغاية التي لا تحقق تدفقات نقدية حرة (FCF)³.

2.1. تكاليف الوكالة المرتبطة بالدين

تعتبر المؤسسة التي تستخدم الرافعة المالية (الاستدانة)، مؤسسة معرضة لمشكلة تضارب المصالح إذا كان لقرارات إدارتها اختلاف في النتائج على قيمة الأسهم وقيمة الدين، ومن المرجح وقوع هذا التضارب في المصالح خاصة في الحالة التي تكون فيها المؤسسة في وضعية مالية حرجية (عسر مالي أو إفلاس) حيث تتخذ إدارة المؤسسة اجراءات تخدم مصالح حملة الأسهم على حساب الدائنين. على سبيل المثال، ضع نفسك مكان مساهمي المؤسسة التي تعاني من ضائقة مالية ومن المرجح أن تتخلف عن سداد ديونها، في هذه الحالة لك عدة خيارات: أولاً، الاستمرار بشكل طبيعي وعدم اتخاذ أي إجراء وفي هذه الحالة سوف تنخفض قيمة أسهمك ومن ثم تفقد السيطرة على المؤسسة لصالح الدائنين كحملة السندات؛ ثانياً، القيام باجراءات التالية: (1) تولي مشروع محفوف بالمخاطر يمكن أن ينقذ المؤسسة وفي نفس الوقت يمكن أن تكون له نتائج متوقعة سيئة للغاية؛ (2) الاحتفاظ بالموارد المالية المتبقية وعدم استثمار في أية مشاريع واعدة؛ (3) صرف الموارد المالية المتبقية عن طريق توزيع أكبر قدر ممكن منها على المساهمين قبل انتقال ملكية المؤسسة إلى الدائنين. يمكن تقديم تفصيل للخيارات الثلاثة السابقة على النحو التالي⁴:

الخيار الأول: عند اختيار المساهمين لقرار الشروع في مشروع ذو مخاطر عالية يمكن أن ينقذ المؤسسة، هم على يقين أن فشل المشروع بأي حال من الأحوال ليس أسوأ حالاً من الحالة التي هم عليها فعلاً وهذا الحافز يؤدي إلى الإفراط في المخاطرة.

¹ Eddie McLaney, Op. Cit., p. 311.

² يقصد بالتدفق النقدي الحر التدفق النقدي الباقي بعد طرح جميع التدفقات النقدية الخارجة والموجهة لدعم الأنشطة التشغيلية والحفاظ على أصول المؤسسة، وقد تم تسميته "بالحر" كون أن للإدارة حرية التصرف به سواء بتخصيصه كأرباح موزعة على المساهمين أو إعادة استثماره في مشاريع جديدة وهو يختلف عن الدخل الصافي في كونه يستبعد المصروفات الغير نقدية ضمن جدول حسابات النتائج (مثل: مخصصات الإهلاك والمؤنات، الأرباح والخسائر الغير محققة، الضرائب على الدخل المؤجلة... الخ) ويتضمن المصروفات على المعدات والأصول بالإضافة إلى التغير في رأس المال العامل.

³ Michael C. Jensen, **The agency costs of free cash flow: Corporate finance and takeovers**, The American Economic Review, Vol.2, No.76, 1986, p. 324.

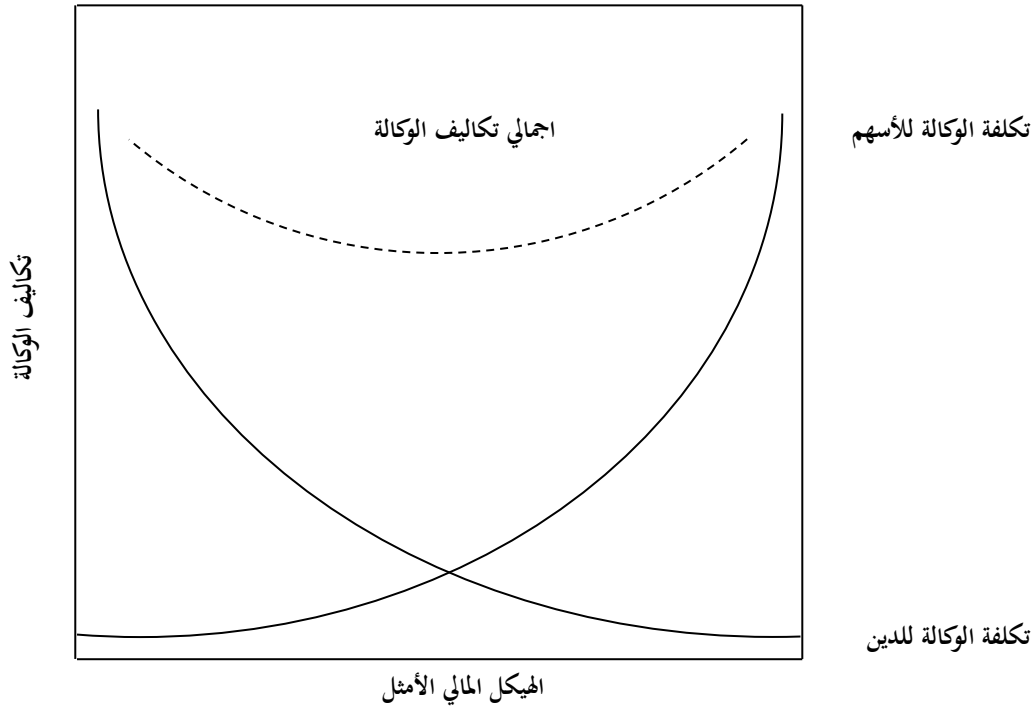
⁴ Jonathan Berk, Peter DeMarzo, Jarrad Harford, **Fundamentals of Corporate Finance**, 2nd Edition, Prentice Hall, Boston, United States of America, 2012, pp. 482-483

هذا الوضع يحدث عندما تكون المؤسسة على حافة الإفلاس مع وجود حافز لدى المساهمين في الإستثمار في مشاريع ذات قيمة حالية صافية سالبة (NPV^-) والتي ستدمر قيمة حملة الدين وقيمة المؤسسة ككل.

الخيار الثاني: يمكن للمساهمين ان يفضلوا عدم الاستثمار في مشاريع جديدة عندما يكون التخلف عن السداد أمراً محتملاً، حيث تقوم المؤسسة بتجاوز مشروع جيد قبل الوقوع في حالة عدم القدرة على السداد نتيجة أن بعض أو معظم فوائد هذا المشروع سيستفيد منها الدائنون. على سبيل المثال، اذا استطاعت مؤسسة ما استثمار مبلغ 100 دينار في مشروع من شأنه أن يرفع القيمة السوقية للدين بمقدار 30 دينار والقيمة السوقية للأسهم بمقدار 90 دينار، فإنها في هذه الحالة تفضل رفض المشروع على قبوله رغم أن له قيمة حالية صافية موجبة تساوي 20 دينار وهذا بسبب أن المساهمين لن يرغبوا في تمويله كونه يحقق 90 دينار وهذا أقل من المبلغ المستثمر. في النهاية، يشكل هذا الخيار ضرر على الدائنين وقيمة المؤسسة ككل.

الخيار الثالث: عندما يتوقع المساهمون فقدان ادارة المؤسسة لصالح دائنين، يصبح لديهم دافع أكبر لسحب أكبر قدر ممكن من رأس المال والموارد المالية المتبقية قبل الإعلان عن افلاس المؤسسة وتصفيته لصالح الدائنين ومن الأمثلة على هذا بيع أصول وتوزيع العائدات على المساهمين ومن ثم تدخل المؤسسة في حالة افلاس. في المقابل، يمكن للدائنين كحملة السندات توقع هذا وغالباً ما يطلبوا فرض قيود على حجم الأرباح الموزعة للمساهمين وتوضيح مصدر هذه التوزيعات.

شكل رقم (17). الهيكل المالي الأمثل في ظل تكاليف الوكالة



Source: Fred J. Weston, Thomas E. Copeland, **Financial Theory and Corporate Policy**, 1st Edition, Addison Wesley Publishing, Canada, 1988, p. 510.

يوضح الشكل رقم (17) جوهر نظرية الوكالة التي تنص على أن الهيكل المالي الأمثل وفي ظل تكاليف الوكالة المختلفة يتشكل عند النقطة التي يتقاطع فيها منحني تكاليف الوكالة للدين مع تكاليف الوكالة للأسهم. بالرجوع إلى نظرية المفاضلة ومع الأخذ بعين الاعتبار مختلف تكاليف الوكالة المرتبطة بالأسهم والدين يجدر الإشارة إلى أن الضرائب على دخل المؤسسة وتكاليف الوكالة المرتبطة بالأسهم تعطي مدير المؤسسة حافزاً لتفضيل الإستدانة على الأسهم، أما الضرائب على دخل الأفراد وتكاليف الوكالة المرتبطة بالدين تعطي مدير المؤسسة حافزاً لتفضيل الأسهم على الإستدانة.

من خلال كل ما سبق، نتوصل الى أن قيمة المؤسسة التي تستخدم الرافعة المالية (الاستدانة) وفي ظل وجود كل هذه العوامل تكون وفق العلاقة التالية¹:

$$V_L = V_u + PV(\text{Tax Shields}) - PV(\text{Bankruptcy Costs}) + PV(\text{Agency Costs of Outside Equity}) - PV(\text{Agency Costs of Outside Debt}) \quad (5.6)$$

حيث:

$PV(\text{Tax Shields})$ = القيمة الحالية للوفرات الضريبية

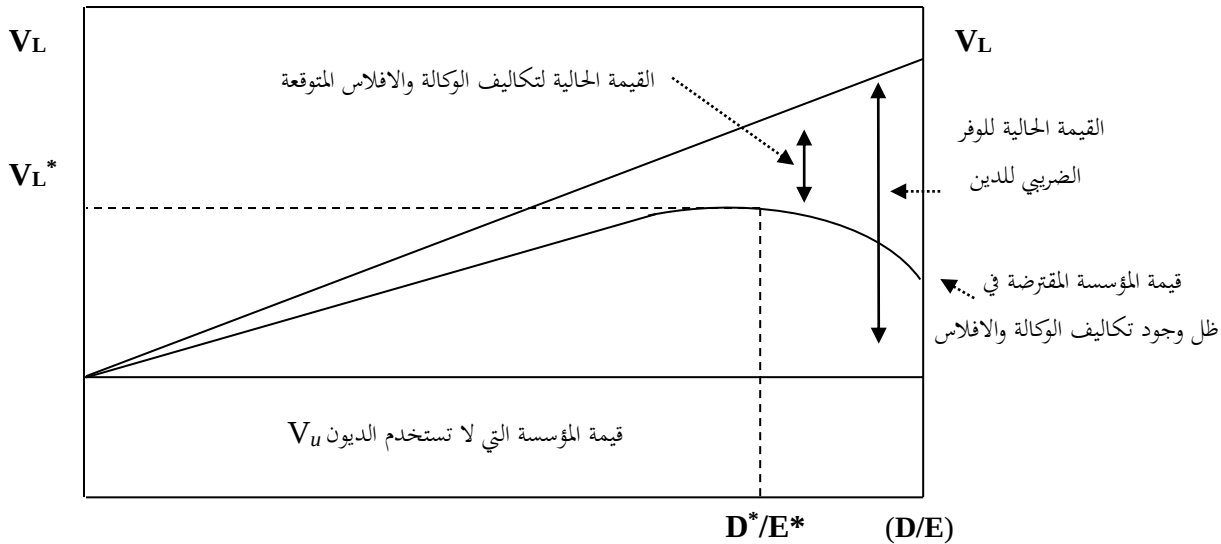
$PV(\text{Bankruptcy Costs})$ = القيمة الحالية لتكاليف الإفلاس

$PV(\text{Agency Costs of Outside Equity})$ = القيمة الحالية لتكاليف الوكالة المرتبطة الأسهم

$PV(\text{Agency Costs of Outside Debt})$ = القيمة الحالية لتكاليف الوكالة المرتبطة الدين

يمكن توضيح الصيغة السابقة من خلال شكل رقم (18) الذي يبين كيفية تفاعل كل من تكاليف الوكالة، تكاليف الإفلاس، الوفر الضريبي للدين من أجل تحديد مستوى الاستدانة الأمثل (الهيكل المالي الأمثل) الذي يوافق تعظيم قيمة المؤسسة إلى أقصى درجة ممكنة.

شكل رقم (18). الهيكل المالي الأمثل في ظل وجود تكاليف الإفلاس والوكالة



Source: William L. Megginson, Scott B. Smart, **Introduction to Corporate Finance**, Abridged Edition, South-Western Cengage learning, Mason, Ohio, United States of America, 2009, p. 509.

المطلب الثاني: نظرية الالتقاط التدريجي لمصادر التمويل ونظرية الإشارة

تعتبر نظرية الالتقاط التدريجي ونظرية الإشارة أحد النظريات الهامة التي درست موضوع الهيكل المالي. لذلك، سوف نتطرق من خلال هذا المطلب إلى هذين النظريتين بشكل مفصل.

الفرع الأول: نظرية الالتقاط التدريجي

ذكر في العديد من الأدبيات العلمية أن جذور هذه النظرية تعود إلى أعمال Gordon Donaldson سنة 1961، إلا أن هذه النظرية أخذت صيت واسع بعد الأعمال العلمية التي نشرها Majluf و Myers سنة 1984. تأسست هذه النظرية على عدة فرضيات جوهرية تعارض المبادئ التي قامت عليها نظرية المفاضلة (Static Trade-off Theory)، حيث تفترض

¹ William L. Megginson, Scott B. Smart, **Introduction to Corporate Finance**, Abridged Edition, South-Western Cengage learning, Mason, Ohio, United States of America, 2009, p. 509.

نظرية الالتقاط التدريجي (*Pecking Order Theory*) عدم وجود نسبة استئانة مثلى أي هيكل مالي أمثل يرفع من قيمة المؤسسة إلى أقصى درجة ممكنة. علاوة على هذا، تفترض عدم وجود تماثل في المعلومات (*Asymmetry Information*) بين إدارة المؤسسة والمستثمرين الخارجيين وهذا يحفز المستثمرين الخارجيين العقلانيين على تسعير أسهم المؤسسة الصادرة حديثاً بشكل منخفض من ما تتوقعته إدارة المؤسسة بسبب اعتقادهم أن المؤسسة لا تقوم بإصدار هذه الأسهم إلا إذا كانت أسهمها الحالية (المتداولة) مقيمة بأعلى من قيمتها الحقيقية داخل السوق¹. نتيجة لهذا، تفترض هذه النظرية أن المؤسسة تمويل أنشطتها عن طريق مصادر التمويل الداخلية التي يكون العنصر الرئيسي فيها أرباح المؤسسة المحتجزة ثم الانتقال إلى مصادر التمويل الخارجية عن طريق اللجوء إلى مصادر الدين أولاً ثم الأسهم ثانياً².

يفضل مدراء المؤسسات تمويل الفرص الاستثمارية الجديدة عن طريق الأرباح المحتجزة بدلا من التمويل الخارجي لأنهم على علم بأن التمويل عن طريق المصادر الخارجية يقتضي إفشاء المزيد من المعلومات المالية إلى المستثمرين الخارجيين التي يمكن أن تكبدتهم تكاليف إضافية لا يرغبون في تحملها، قد تؤدي إلى فقدان المنافسة لصالح المؤسسات المنافسة نظراً لأهمية هذه المعلومات الاستراتيجية. إضافة إلى هذا، يتجنب المدراء التمويل الخارجي لأنه يعرضهم للإلتزام بقيود السوق التي تجبرهم على الأرجح إلى تقديم معلومات هامة إلى مهنين مختصين في المحاسبة والقانون الذين سيقومون بتدقيق هذه المعلومات للتحقق من أنها تتوافق مع المعايير السائدة³.

تعارض نظرية الالتقاط التدريجي لمصادر التمويل أيضاً مع أفكار Franco Modigliani و Merton Miller فيما يخص الضائقة المالية وتكاليف الإفلاس حيث تفرض عدم وجود مزيج محدد للدين والأسهم لأن هناك نوعين من الأسهم⁴، أسهم داخلية توجد في قاعدة الهرم التمويلي وأسهم خارجية توجد في أعلى الهرم التمويلي. أحد أسباب اختيار الأسهم العادية الخارجية كآخر خيار للتمويل هو أن الأسواق المالية تدرك أن إصدار مثل هذه الأوراق المالية دليل على وجود مشاكل داخل المؤسسة، وقد بيّن Myers و Majluf أن المؤسسات عند قيامها بإصدار أسهم عادية جديدة إلى ما يعرف بمشكلة الاختيار المعاكس (*Adverse Selection Problem*) حيث يحتمل أن يتصرف المدراء - أصحاب الاطلاع الواسع على معلومات المؤسسة المالية - وفق ما يخدم مصلحتهم على حساب مصلحة المساهمين الجدد وهذا ما يخلق مخاطر إضافية يتحملها المساهمين الجدد. علاوة على هذا، يعتبر إصدار أسهم عادية جديدة أمراً مكلفاً من حيث التكاليف الإدارية المرتبطة به مقارنة مع الأرباح المحتجزة المتاحة بأقل تكلفة ودون تكاليف المعاملة⁵ (*Transaction Costs*)⁶.

لاشك أن المؤسسة في حاجة إلى مصادر التمويل الخارجية إلا أنها تفاضل بينها، ويكون هذا وفق نظرية الالتقاط التدريجي لمصادر التمويل وفق الترتيب التالي⁷:

- يفضل مدراء المؤسسة التمويل الداخلي على التمويل الخارجي؛

¹ Stewart C. Myers, Nicholas S. Majluf, **Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have**, Journal of Financial Economics, Vol.13, No.2, 1984, p. 219.

² Stewart C. Myers, **The capital Structure Puzzle**, Journal of Finance, Vol. XXXIX, No.3, 1984, p. 589.

³ Baker K. H, Powell G. Gray, Op. Cit., p. 391.

⁴ يقصد بالأسهم الداخلية الأسهم العادية التي يتم تكوينها عند تأسيس المؤسسة، أي حصص الملاك المساهمين في تأسيس المؤسسة. أما الأسهم الخارجية فهي الأسهم التي يتم إصدارها بعد تأسيس المؤسسة والتي يتم الاكتتاب فيها مع مساهمين خارجيين قصد التوسع أو لأغراض مالية أخرى مختلفة.

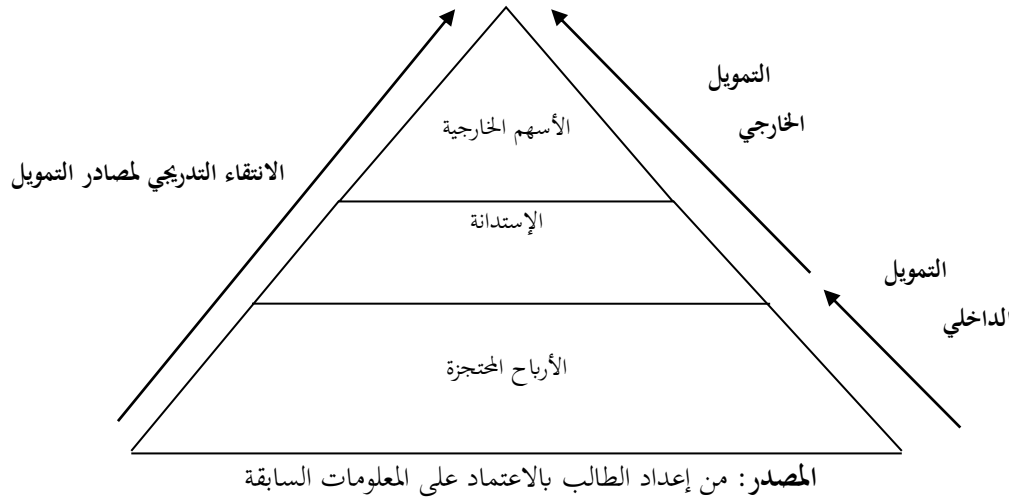
⁵ تم تعريف تكاليف المعاملة وفق المعيار المحاسبي الدولي IAS 39 والذي تم تعويضه لاحقاً بالمعيار IFRS 9 على أنها التكاليف الإضافية التي تنتج عند إقتناء أو إصدار أو التخلص من الأصل المالي وهي تشمل: الرسوم والمدفوعات المقدمة للوكلاء، المستشارين، الوسطاء والتجار؛ الرسوم التي تفرضها الوكالات التنظيمية. تُعرف التكاليف الإضافية على أنها التكاليف التي لم يكن من الممكن تكبدها إذا لم تقم المؤسسة بشراء الأصل المالي أو إصداره أو التخلص منه.

⁶ Glen Arnold, Op. Cit., p. 799.

⁷ Baker K. H, Powell G. Gray, Op. Cit., p. 392.

- عندما تكون التدفقات النقدية التشغيلية والأرباح المتاحة أعلى من ما هو متوقع أي وجود فائض بعد تغطية الاحتياجات التمويلية الخاصة بالاستثمارات الجديدة وتوزيع الأرباح على المساهمين، يقوم مدراء المؤسسة بسداد الديون المستحقة و شراء أوراق مالية قابلة للتداول بحيث عندما يقل هذا الفائض يتم إعادة بيع هذه الأوراق المالية من أجل تحقيق تدفقات نقدية تستخدم في تمويل الفرص الاستثمارية المحتملة.
- بعد بيع الأوراق المالية التي سبق شراؤها وتوفير تدفق نقدي قد يحتاج مدراء المؤسسة إلى الذهاب إلى التمويل الخارجي من وقت لآخر وذلك بسبب أن التدفقات النقدية التشغيلية والفرص الاستثمارية غالباً ما تكون صعبة التوقع؛
- عندما تضطر المؤسسة للإستعانة بمصادر تمويل خارجية تفضل في البداية مصادر الدين كالسندات.

شكل رقم (19). التسلسل الهرمي لمصادر التمويل وفق نظرية الانتقاء التدريجي لمصادر التمويل



قدمت نظرية الانتقاء التدريجي لمصادر التمويل مساهمات نظرية مهمة ترمي إلى تقديم تفسير منطقي للقرارات المالية المرتبطة بالهيكل المالي التي تتخذها المؤسسة. عملياً، لم توفق هذه النظرية في إثارة الكثير من الاهتمام مقارنة مع الاهتمام الذي تلقته نظرية المفاضلة، وهذا راجع إلى أن العديد من نتائج الأبحاث التجريبية التي تم إجراؤها بغية اثبات صحة الفرضيات التي تفترضها هذه النظرية جاءت بنتائج مخالفة لهذه الفرضيات.

تعتبر المؤسسات التي تتميز بقدر كبير من عدم تماثل المعلومات المؤسسات الأقرب إلى استخدام التدرج الهرمي لمصادر التمويل. عملياً، تتعارض هذه الحقيقة مع المؤسسات الصغيرة الحجم ذات معدلات النمو العالية والتي تصنف ضمن هذا النوع من المؤسسات لكن رغم هذا نجد أنها تعتمد بشكل كبير على إصدار الأسهم بدلاً من الاستدانة¹. إن افتراض هذه النظرية بأن تكلفة إصدار الأسهم المرتفعة - تكاليف المعاملات وخاصة التكاليف الناشئة عن عدم تماثل المعلومات - يعتبر أحد أسباب تفضيل المؤسسات للأرباح المحتجزة والاستدانة على الأسهم أمر ليس له أثر واسع عملياً لأن جزء كبير من المؤسسات الصغيرة والكبيرة الحجم تقوم بإصدار الأسهم وبنسب عالية. إضافة إلى هذا، تتنبأ هذه النظرية بأن القدرة على الاستدانة² عامل مهم يمكن

¹ Murray Z. Frank, Vidhan K. Goyal, **Testing The Pecking Order Theory of Capital Structure**, Journal of Financial Economics, Vol.67, No.2, 2003, p.241.

² تشير القدرة على الاستدانة إلى إجمالي الديون التي يمكن أن تتحملها المؤسسة وتسدها وفقاً للشروط المتفق عليها ضمن عقد الدين. معرفة قدرة المؤسسة على الاستدانة أمر مهم خاصة للطرف الذي قدم الدين (الدائن)، ويمكن معرفة هذا من خلال: فحص الأرباح قبل الفوائد والضريبة والإهلاك وإطفاء الدين (EBITDA)؛ نسبة الديون إلى حقوق الملكية؛ فحص القدرة على تغطية الفوائد من خلال طرح الأرباح قبل الفوائد والضريبة والإهلاك وإطفاء الدين من إجمالي النفقات الإستثمارية (CAPEX)؛ وغيرها من المؤشرات.

المؤسسة من تجنب تكاليف إصدار حقوق الملكية¹، كما تتنبأ بأن إعادة شراء المؤسسة لأسهمها أمر محدود جداً وهو يقتصر فقط على المؤسسات التي لها فرص استثمارية قليلة مقارنة مع المكاسب الرأسمالية التي تحققها. خلافاً لهذا، تشير النتائج العملية إلى أن نسبة هامة من المؤسسات تقوم بإعادة شراء أسهمها مع قدرتها على الاستدانة².

بناءً على فرضية عدم تماثل المعلومات، قُدمت دراسة تشمل 6000 مؤسسة موزعة عبر العالم دليل عملي حول مدى قدرة نظرية الالتقاط التدريجي على تفسير السلوك التمويلي للمؤسسة، وقد أفرزت نتائج هذه الدراسة عن وجود ارتباط كبير بين العجز التمويلي وعدد الأسهم التي تم إصدارها حيث أن مدراء ومسيري المؤسسة يقومون بإصدار قدر كبير من الأسهم في ظل معدل منخفض من عدم تماثل المعلومات من أجل الرفع من إحتياجات المؤسسة النقدية³. التقييد الصارم للنظرية ببعض الفرضيات جعلها غير مرنة حسب رأي البعض فهناك عوامل أخرى غير عامل عدم تماثل المعلومات تؤثر على السلوك التفسيري للنظرية من حيث التسلسل الهرمي لمصادر التمويل⁴.

حاول كل من Stewart Myers و Lakshmi Shyam-Sunder مبكراً تقديم اختبار تجريبي يؤكد صدق تفسير نظرية الالتقاط التدريجي لسلوك المؤسسة التمويلي وقد أفرز نموذج الدراسة عن نتيجة مهمة مفادها أن سلوك المؤسسة التمويلي تم تفسيره بشكل ممتاز وفق نظرية الالتقاط التدريجي -على الأقل ضمن عينة الدراسة⁵. هناك دراسات تمت في هذا السياق، وقد خلصت إلى نتائج تقدم إضافة جديدة لهذه النظرية مفادها أن المؤسسة بإمكانها اللجوء إلى أدوات تمويل أخرى غير الأسهم والديون كالسندات القابلة للتحويل والضمانات⁶، كما استنتجت أنه وفي ظل تكلفة عدم تماثل المعلومات المنخفضة تميل المؤسسة إلى الاستدانة عند الحاجة إلى رفع رأس المال بمستويات منخفضة. في المقابل، تلجأ المؤسسة في حالة رفع رأس المال بمستويات عالية إلى الأوراق المالية الشبيهة بحقوق الملكية مثل الديون القابلة للتحويل بالإضافة إلى الضمانات في حالة وجود ديون من قبل وهذا يقود إلى أن العلاقة بين عدم تماثل المعلومات والخيار التمويلي علاقة منطقية وأكثر دقة مما كان يعتقد سابقاً⁷.

دافع Stewart Myers عن النظرية من خلال الرد على نتائج بعض الأعمال مستنداً على أنه تم إساءة استخدام فرضيات النظرية⁸:

"معظم المعلومات الداخلية للمديرين حول الأصول الحالية هي التي تعيق إصدار الأسهم والاستثمار. هذه النقطة

إساءة فهمها على نطاق واسع في الأوراق العلمية التجريبية.... لا تتبع فرضية Frank و Goyal طرح Myers

¹ يعكس مصطلح حقوق الملكية عملية رفع رأس المال عن طريق إصدار الأسهم وبيعها لجهات مختلفة ترغب في شرائها مثل: رجال الأعمال، العائلات، المستثمرين، أو عن طريق الإكتتاب العام الأولي (Initial Public Offering).

² Eugene F. Fama, Kenneth R. French, **Financing Decisions: Who issues stock?**, Journal of Financial Economics, Vol.76, No.3, 2005, p. 579.

³ Wolfgang Bessler, Wolfgang Droetz, Matthias C. Grüniger, **International Tests of the Pecking Order Theory**, Midwest Finance Association, , Vol.01, No.1, 2010, p. 24.

⁴ Mark T. Leary, Michael R. Roberts, **The Pecking Order, Debt Capacity, and Information Asymmetry**, Journal of Financial Economics, Vol.95, No.3, 2010, p. 333.

⁵ Lakshmi Shyam-Sunder, Stewart C. Myers, **Testing Static Tradeoff against Pecking Order Models of Capital Structure**, Journal of Financial Economics, Vol.51, No.2, 1999, p. 242.

⁶ الضمانات (Warrants) هي أوراق مالية تمنح حاملها الحق في شراء الأسهم العادية بسعر محدد ولفترة محددة عادةً ما تكون بالسنوات، وهي تختلف عن خيار الشراء في كونها تصدر وتضمن من قبل المؤسسة.

⁷ Paolo Fulghieri, Diego Garcia, Dirk Hackbarth, **Asymmetric Information and the Pecking (Dis) Order**, Review of Finance, Vol.24, No.5, 2020, p. 962.

⁸ Stewart C. Myers, **Finance, Theoretical and Applied**, Annual Review of Financial Economics, Vol.07, No.1, 2015, p. 13.

و Majluf (1984). لا أعرف من أين حصلوا على هذا. النتائج التي تم تلخيصها في الاقتباس¹ (كلمات خطيرة!) لا تتفق مع طرح نظرية الالتقاط التدريجي.

الفرع الثاني: نظرية الإشارة

ساهمت الورقة العلمية التي قام بنشرها George Akerlof بداية السبعينات من القرن الماضي في ظهور مصطلح الإشارة إلى الساحة العلمية حيث حاول تفسير العلاقة بين جودة السلع ومشكلة عدم اليقين من خلال إجراء تحليل لسوق يكون فيه البائع على دراية أكبر من المشتري حول جودة السلعة مع التركيز أثناء دراسة هذه العلاقة على الأسواق النامية²، وقد أوضح من خلال دراسته أن مشكلة عدم اليقين (عدم تماثل المعلومات) عامل رئيسي في إغتيال السوق بكامله أو على الأقل التسبب في انخفاض جودة المنتجات. بعد ذلك، تم تطوير هذا المصطلح من قبل Michael Spence الذي أشار إلى أن مصطلح إشارات السوق (Market Signaling) يعتبر مصطلحاً غير مألوف للكثير من الاقتصاديين إلا أنه مهم من الناحية العملية كونه يوضح العلاقة التي تنشأ بين الطرف الداخلي المرسل للمعلومة والطرف الخارجي متلقي المعلومة داخل السوق غير الكفاء. إضافة إلى هذا، تضمنت دراسته استخدام المعلومات كإشارة داخل سوق العمل حيث يمكن لطالب الوظيفة إرسال إشارات تعمل على تقليل المعلومات غير المتماثلة وتمكن صاحب العمل من تحديد الموظف المحتمل، مثل التعليم المرتفع التكلفة لطالب الوظيفة الذي يعبر عن كفاءة وتميز هذا الأخير عن أقرانه³. على نحو مماثل، أكد Michael Rothschild و Joseph Stiglitz دور عدم تماثل المعلومات داخل سوق التأمينات حيث لا يمتلك الوكلاء (مؤسسات التأمين) المعلومات الكافية حول المخاطر العملاء، ولحل هذه المشكلة إقترح الباحثين أن على الوكلاء منح العملاء حوافز من شأنها أن تجعلهم يكشفون عن معلومات حول حجم المخاطر التي يجوزهم⁴.

أثارت الأبحاث المذكورة سابقاً⁵ فضول العديد من الباحثين الذين قاموا بتطبيق نظرية الإشارة في عدة مجالات وتخصصات ومنهم علماء الإدارة الذين حاولوا استخدام هذه النظرية لفهم تأثير عدم تماثل المعلومات على مجموعة واسعة من المواضيع العلمية⁶. على سبيل المثال، الدراسة التي قام بها Stephen Ross التي توصل من خلالها إلى بناء نظرية الإشارة (Signaling Theory) المرتبطة بالهيكل المالي، حيث توصل إلى أنه عندما يكون هناك عدم تماثل للمعلومات داخل السوق المالي يمكن للمؤسسة تقديم معلومات (إشارات) بشأن أدائها المستقبلي عن طريق إدراجها إذا امتلكت الحافز للقيام بذلك، وهي إشارات لا يمكن محاكاتها من قبل الشركات ذات الأداء الضعيف⁷.

يرى Stephen Ross أن السوق تعرف تدفق عشوائي لعائدات المؤسسة وقيمة هذا التدفق هي التي تحدد قيمة المؤسسة. إذن، ما يتم تقييمه في السوق هو التدفق الذي يعبر عن عائدات المؤسسة وهذا الطرح يشير إلى إمكانية أن يتغير الهيكل المالي وسياسية توزيع الأرباح مع تغير تصور السوق. سيختار مدراء و مسيري المؤسسة المطلعين على المعلومات المتعلقة بالتدفقات

¹ يقصد الكلام الذي استشهد به من مقال Frank و Goyal الذي تم إستعراض نتائجه سابقاً.

² George A. Akerlof, **The market for "lemons": Quality uncertainty and the market mechanism**, Quarterly Journal of Economics, Vol.84, No.3, 1970, p. 488.

³ Michael Spence, **Job market ignaling**, Quarterly Journal of Economics, Vol.87, No.3, 1973, p. 358.

⁴ Michael Rothschild, Joseph Stiglitz, **Equilibrium in Competitive Insurance Markets: An Essay on the Economics of Imperfect**, Quarterly Journal of Economics, Vol.90, No.4, 1976, p. 648.

⁵ تحصل كل من "George A. Akerlo", "Joseph Stiglitz", "Michael Spence" سنة 2001 على جائزة نوبل في الإقتصاد لقاء المساهمات العلمية المهمة حول الأسواق ذات المعلومات الغير المتماثلة (Markets with Asymmetric Information) وقد شكلت نتائجهم نقطة الإنطلاق للعديد من الأبحاث العلمية.

⁶ Brian L. Connelly et al., **Signaling Theory: A Review and Assessment**, Journal of Management, Vol.37, No.1, 2011, p. 40.

⁷ Stephen A. Ross, **The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach**, The Bell Journal of Economics, Vol.08, No.1, 1977, p. 23.

النقدية المتوقعة إشارات واضحة حول مستقبل المؤسسة إذا ما إمتلكوا الحافز الكافي للقيام بذلك حيث يشير منهج حافز الإشارة (*Incentive-Signaling Approach*) إلى أن إدارة المؤسسة تختار المتغيرات المالية الحقيقية مثل الرافعة المالية أو سياسة توزيع الأرباح كوسيلة لإرسال إشارات لا لبس فيها لجمهور المستثمرين بشأن أداء المؤسسة المستقبلي، وهذه الإشارات لا يمكن محاكاتها من قبل المؤسسات غير الناجحة لأن هذه المؤسسات ليس لديها تدفق نقدي كافٍ لدعمها، إضافة إلى أن المدراء ليس لديهم حافز لقول الحقيقة وينتج عنه عدم توازن للإشارات المنقولة للسوق¹.

يتم تطبيق مفهوم الإشارة بسهولة مع سياسة توزيع الأرباح حيث أن المؤسسة التي تزيد من نسبة توزيع الأرباح لفائدة حملة الأسهم العادية تشير إلى توقعها لتدفقات نقدية مستقبلية كبيرة بما يكفي لسداد ديونها وتوزيع الأرباح دون التعرض لإحتمالية الإفلاس. لذلك، يمكن أن نتوقع العثور على دليل عملي يشير إلى أن قيمة المؤسسة ستزداد مع زيادة نسبة الأرباح الموزعة التي يتم أخذها كإشارة على أداء المؤسسة الجيد. إضافة إلى هذا، استخدام الرافعة المالية بنسب عالية من طرف إدارة المؤسسة يعطي إشارة مماثلة للحالة السابقة.

لنقرب الصورة أكثر يمكننا تخيل مؤسستين²: الأولى، يتوقع مدراءها تحقيق نتائج جد إيجابية في المستقبل حول إستثماراتها (P)؛ الثانية، عكس الأولى، حيث يتوقع مدراءها تحقيق نتائج سلبية في المستقبل حول إستثماراتها (N). لنفرض الآن، على سبيل المثال أن قسم البحث والتطوير للمؤسسة (P) قد إكتشف منتج جديد وهم يرغبون في إبقاء أمر هذا المنتج سراً طالما أنه من المستحيل تأخير دخول المنافسين إلى السوق في حال الكشف عنه، كما يجب عليهم بناء مكان جديد لإنتاج المنتج. بناءً على هذا، كيف يمكن للمؤسسة توفير رأس المال اللازم للقيام بعملية الإنتاج؟

إذا قامت المؤسسة (P) بطرح أسهم جديدة للإكتتاب، عندما تبدأ أرباح هذا المنتج في الإرتفاع يرتفع معها سعر السهم بشكل حاد. بالتالي، المشترين الجدد لهذه الأسهم سوف يحصلون على مكاسب رأسمالية عالية وكذلك المساهمين القدامى وإدارة المؤسسة التي يتوجب عليها في نهاية الأمر تقاسم الأرباح المحققة مع المساهمين الجدد. لذلك، بغية تجنب هذا الأمر لا تقوم إدارة المؤسسة بإصدار أسهم جديدة في حال كان لها توقعات إيجابية حول إستثماراتها المستقبلية، وبدلاً من ذلك تقوم برفع رأس المال عن طريق الإستدانة.

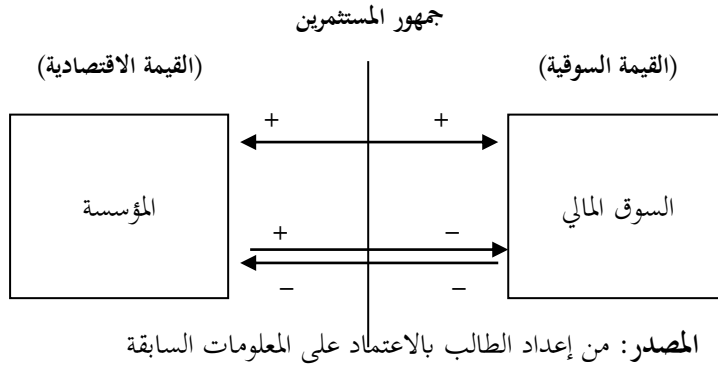
بالنسبة للمؤسسة (N)، لنفترض أن هذه المؤسسة تواجه إحتمالية فقدان جزء كبير من عملائها بسبب أن أحد منافسيها قام بتثبيت تقنية جديدة أدت إلى تحسين جودة منتجاته. لذلك، يجب على إدارة المؤسسة الآن تحسين المنتج حتى لا يفقد ميزته التنافسية والحفاظ على حصتها السوقية عن طريق رفع رأس المال. وضع المؤسسة (N) الآن عكس المؤسسة (P) تماماً، حيث أن لها توقعات سلبية حول التدفقات النقدية المستقبلية للمنتج وهذا ما يمنحها الحافز للتصرف عكس المؤسسة (P) وذلك عن طريق إصدار أسهم لرفع رأس المال.

خلاصة ما سبق، بشكل عام يعتبر المستثمرين الخارجيين -الطرف الذي ليس له المعلومات الكافية- أن إصدار المؤسسة لأسهم جديدة قصد رفع رأس المال إشارة سلبية عن وضعية المؤسسة الإقتصادية حيث أنها تعكس عدم تفائل إدارة المؤسسة وأنها لم ترغب في إصدار هذه الأسهم إلا لغرض توزيع المخاطر وتخفيف حجم الخسائر المحتمل حدوثها في حالة الفشل. في المقابل، يعتبر المستثمرين الخارجيين رفع رأس المال عن طريق الإستدانة إشارة جيدة عن وضعية المؤسسة الإقتصادية.

¹ Fred J. Weston, Thomas E. Copeland, Op. Cit., p. 501.

² Eugene F. Brigham, Michael C. Ehrhardt, Op. Cit., pp. 499-500.

شكل رقم (20). أثر الإشارة على أداء وقيمة المؤسسة



بناءً على ما سبق، نوضح من خلال الشكل رقم (20) آلية استخدام المعلومات المالية الموجودة بحوزة إدارة المؤسسة (الطرف الداخلي) كإشارة لجمهور المستثمرين (الطرف الخارجي)، وكيف تؤثر هذه المعلومات على سلوك المستثمر الذي بدوره ينعكس سلباً أو إيجاباً على أداء وقيمة المؤسسة.

عندما تقوم إدارة المؤسسة بإرسال إشارة إلى جمهور المستثمرين حول وضعيتها الاقتصادية والمالية بغية الحصول على التمويل اللازم لمشاريعها القادمة يجب أن تراعي في ذلك إرسال الإشارة الصحيحة أي الصادقة التي تبين للمستثمر الخارجي المحتمل أنه عند تمويله للمؤسسة سوف يحصل على المقابل (العائد)، هذا التفاؤل المشترك بين إدارة المؤسسة والمستثمر ينعكس بدوره على تسعير أسهم المؤسسة داخل السوق المالي فتعظم قيمتها السوقية، حيث يسعى الجميع إلى الحصول على أسهم المؤسسة أملاً في الحصول على العائد (أرباح موزعة) أو تحقيق مكاسب رأسمالية من خلال المضاربة في أسهم المؤسسة. كلما ارتفع الطلب على السهم ارتفع معه سعر السهم وبالتالي قيمة المؤسسة السوقية. في المقابل، نجاح المؤسسة في الحصول على التمويل اللازم واستخدامه بالشكل الصحيح ينعكس على القيمة الاقتصادية من خلال تحقيق فائض في التدفقات النقدية وهذا يعكس أدائها الجيد.

في الجهة المقابلة، إذا لم يتحفز جمهور المستثمرين ولم يكن متفائلاً بالشكل الكافي -مثل ما هو واقع داخل إدارة المؤسسة- حول مستقبل المؤسسة يتأثر أداء المؤسسة وقيمتها بشكل غير مرغوب فيه. أحياناً يرجع هذا إلى كون أن المستثمر الخارجي على دراية بأن المؤسسة تمر بضائقة مالية وهي تناور فقط من أجل الحصول على التمويل من أجل تغطية العجز الحاصل لديها وهذا يؤدي إلى نفور المستثمر عن شراء أوراق المؤسسة المالية، ومع إدراك السوق المالي للوضعية المتأزمة التي تمر بها المؤسسة تبدأ عملية عكسية حيث يتم التخلص من أسهم المؤسسة الجاري تداولها ومع تشديد أصحاب الدين على مستحقاتهم يبدأ أداء المؤسسة وقيمتها الاقتصادية في التدهور مع إنخيار قيمتها السوقية.

المطلب الثالث: نظرية توقيت السوق ونظرية المساومة

تعتبر نظرية توقيت السوق ونظرية المساومة من بين أبرز النظريات الحديثة التي حاولت تقديم تفسير لسلوك المؤسسة المالي الذي ينعكس في بنية أو هيكله مصادر التمويل التي بحوزتها. لذلك، سوف نحاول من خلال هذا المطلب أن نسلط الضوء على نظرية توقيت السوق ونظرية المساومة ونناقش أهم الأفكار المتعلقة بها.

الفرع الأول: نظرية توقيت السوق

إقترح Malcolm Baker و Jeffrey Wurgler سنة 2002 نظرية جديدة تحت إسم نظرية توقيت السوق (Market Timing Theory) وهي نظرية تشير إلى أن هيكل المؤسسة المالي الحالي هو النتيجة التراكمية للمحاولات السابقة

لتوقيت السوق، حيث يشير توقيت السوق إلى قيام المؤسسة بإصدار أسهم جديدة عندما تعتقد أن قيمة أسهمها السوقية مبالغ فيها وأن المؤسسة تعيد شراء أسهمها مرة أخرى عندما تعتقد أن قيمة أسهمها مقومة بأقل من قيمتها¹.

تشترك نظرية توقيت السوق مع نظرية الالتقاط التدريجي لمصادر التمويل في فرضية عدم وجود هيكل مالي أمثل للمؤسسة. إضافة على هذا، نظرية توقيت السوق أفرزت عن قوة تفسيرية عالية للعلاقة التي تربط قرارات المؤسسة التمويلية والهيكل المالي حيث توصلت إلى أن المؤسسات التي تستخدم رافعة مالية المنخفضة تميل إلى جمع التمويل -إصدار أوراق مالية- عندما تكون قيمتها السوقية عالية، في حين أن المؤسسات التي تستخدم رافعة مالية عالية تميل إلى جمع التمويل عندما تكون قيمتها السوقية منخفضة. من ناحية أخرى، تقلبات القيمة الحاصلة في السوق لها آثار كبير على الهيكل المالي تستمر لمدة 10 سنوات على الأقل وهذا ما يجعل من نتائج هذه الدراسة صعبة الفهم في إطار النظرية التقليدية للهيكل المالية². يقلل توقيت سوق الأسهم الناجح تكلفة الأسهم كما يفيد المساهمين الحاليين على حساب المساهمين الجدد إذا كان المدراء قادرين على تحديد التوقيت المناسب للقرارات المتعلقة بإصدار الأوراق المالية³.

قام العديد من الباحثين بإجراء عدة أبحاث قصد التأكد من مدى صحة هذه النظرية إلا أن نتائج هذه الأبحاث كانت متضاربة حيث أن نتائج بعضها أكدت صلاحية هذه النظرية في الحين شككت نتائج أبحاث أخرى في مدى صلاحية هذه النظرية من الناحية العملية. على سبيل المثال، إختار Aydogan Altı الإكتتاب العام الأولي (IPO) كبيئة مناسبة لإختبار صحة الأثر المستمر لتوقيت السوق على الهيكل المالي في حالة السوق الساخنة (Hot-Market) والسوق الباردة (Cold-Market)⁴. حالة السوق عامل مهم جداً، فالمؤسسات الموجودة في السوق الساخنة تقوم بإصدار أسهم أكبر بكثير أثناء الإكتتاب العام الأولي من المؤسسات الموجودة في السوق الباردة، لكن بعد السنة الأولى للإكتتاب تبدأ مؤسسات السوق الساخنة في إصدار ديون أكبر من الأسهم مما يرفع من نسبة الرافعة المالية مقارنة مع مؤسسات السوق الباردة التي إكتفت بنسبة محددة من الرافعة المالية. إنطلاقاً من هنا توصل الباحث إلى أن أثر توقيت السوق مهم على المدى القصير ولكن آثاره على المدى الطويل محدودة⁵.

قدم Leo de Haan و Allard Bruinshoofd دراسة مقارنة لعينة تتضمن مؤسسات مدرجة بالولايات المتحدة والمملكة المتحدة قصد إختبار أثر توقيت السوق على الهيكل المالي. توصلت نتائج هذه الدراسة إلى وجود ارتباط سالب بين نسبة القيمة الدفترية على القيمة السوقية التي استخدمت كمقياس لتوقيت السوق و القرارات التمويلية الخاصة بالمؤسسات المدرجة بالولايات المتحدة. في المقابل، تم تأكيد صحة هذه النظرية بالنسبة للمؤسسات المدرجة بالمملكة المتحدة بعد التوصل إلى وجود علاقة إيجابية بين المتغيرين⁶.

¹ Tijs De Bie, Leo De Haan, **Market Timing and Capital Structure: Evidence for Dutch Firms**, De Economist, Vol.155, No.2, 1977, p. 183.

² Malcolm Baker, Jeffrey Wurgler, **Market Timing and Capital Structure**, The Journal of Finance, Vol.57, No.1, 2002, p. 29.

³ William B. Elliott, Johanna Koëter-Kant, Johanna Koëter-Kant, **Market timing and the debt-equity choice**, Journal of financial intermediation, Vol.17, No.2, 2007, p. 175.

⁴ وصف Jean Helwege و Nellie Liang في مقال "الاكتتابات العامة الأولية في الأسواق الساخنة والباردة" سنة 2004 الأسواق الساخنة على أنها الأسواق التي تتسم بحجم إكتتاب كبير، تسعير كثيف للأوراق المالية بأقل من قيمتها الحقيقية (severe underpricing)، وجود فرط في الإكتتاب (oversubscription of offerings) أي الطلب على إصدار الأوراق المالية الجديدة أكبر من عدد الأوراق المالية المعروضة، و التركيز على صناعات محددة. على النقيض من هذا، تتسم الأسواق الباردة بحجم إكتتاب أقل، تسعير أقل للأوراق المالية بأقل من قيمتها الحقيقية (less underpricing)، عدم وجود إفراط في الإكتتاب.

⁵ Aydogan Altı, **How Persistent Is the Impact of Market Timing on Capital Structure?**, The Journal of Finance, Vol.61, No.4, 2006, pp. 1708-1709.

⁶ W. Allard Bruinshoofd, Leo de Haan, **Market timing and corporate capital structure: a transatlantic comparison**, Applied Economics, Vol.44, No.28, 2012, p. 3696.

يستخدم Yang Zhao وآخرون نسبة التغير في حسابات الأوراق المالية الفردية بدلاً من نسبة القيمة الدفترية على القيمة السوقية التي استخدمها سابقاً Malcolm Baker و Jeffrey Wurgler لإختبار صحة وجود أثر مستمر لتوقيت سوق الأسهم على الهيكل المالي، وقد أكدت نتائج هذه الدراسة فعالية هذا المقياس حيث يضمن انخفاض في تكلفة أسهم المؤسسة عند إصدار أسهم جديدة، كما أكدت نتائج الدراسة أن أثر توقيت السوق يستمر لفترة طويلة الأجل وهذا ما يدعم نظرية توقيت السوق¹.

الفرع الثاني: نظرية المساومة

تشير نظرية المساومة إلى أن المؤسسة باستطاعتها استخدام الإستدانة كأداة لتحسين قدرتها على التفاوض مع أصحاب المصلحة كالموردين والعملاء، كما تشير إلى أنه عندما تقوم المؤسسة برفع نسبة الرافعة المالية لديها يعمل موردوها على رفع نسبة الرافعة المالية لديهم -اتخاذ قرارات تمويلية مماثلة لقرارات المؤسسة تخص الهيكل المالي- من أجل الحفاظ على نفس القدرة التفاوضية. توصل Liying Wang و Yongqiang Chu بعد إختبار العلاقة بين القوة التفاوضية للمؤسسة ونسبة الرافعة المالية لعملائها إلى أن الرافعة المالية للمؤسسة مرتبطة بشكل إيجابي بالرافعة المالية لعملائها بحيث تكون هذه العلاقة أقوى إذا كان العميل يتمتع بقدرة أعلى على المفاوضة المسبقة².

حسب Liying Wang و Yongqiang Chu تعد الورقة العلمية المقدم من قبلهما سنة 2017 الأولى التي ناقشت دور القوة التفاوضية في تحديد نسبة الرافعة المالية لكل من المؤسسة وعملائها. رغم هذا، هناك عدة دراسات مشابهة لهذه الدراسة التي تناقش أهمية الدين وعلاقته بالقوة التفاوضية.

قام Kunal Sengupta و Sudipto Dasgupta بتطوير نموذج مفاوضة لإظهار أن استخدام الدين يحسن القدرة التفاوضية للمؤسسة ضد موظفيها الذين يطالبون من خلال النقابات العمالية بالحصول على إيرادات اضافية بعد تحقيق المؤسسة لفوائض نقدية. الفكرة هي أن تقوم المؤسسة برفع نسبة الرافعة المالية قبل التفاوض مع النقابات العمالية وهذا ما يؤدي إلى تقليل حجم الفائض النقدي بمقدار القيمة الإسمية للدين مما يقلل من حجم الإيرادات التي سيحصل عليها الموظفون³.

توصل Dmitry Livdan و Christopher Hennessy إلى نتيجة مشابهة، حيث وضح أن المؤسسة ذات التدفق المنخفض تسعى إلى تحقيق هيكل مالي أمثل (رافعة مالية مثلى) تمكنها من زيادة حصة المؤسسة من إجمالي الفائض وهذا ما يؤدي إلى تحسين قدرتها على التفاوض مع مورديها⁴. أشار Jayant Kale و Husayn Shahrur إلى أن قوة المؤسسة على التفاوض تكون ضعيفة كلما كان لها عدد قليل من العملاء والموردين، ولحل هذه المشكلة تقوم المؤسسة باستخدام مستويات أكبر من الإستدانة⁵.

في نفس السياق، قدم David Masta تحليل استراتيجي لآلية استخدام التمويل عن طريق الدين كأداة لتحسين وضعية المؤسسة أثناء التفاوض مع النقابات العمالية و الموردين، حيث أوضح أن حفاظ المؤسسة على مستويات عالية من السيولة يشجع

¹ Yang Zhao, Cheng-Few Lee, Min-Teh Yu, **Does equity market timing have a persistent impact on capital structure? Evidence from China**, The British Accounting Review, Vol.52, No.1, 2020, p. 13.

² Yongqiang Chu, Liying Wang, **Capital Structure Along the Supply Chain: How Does Customer Leverage Affect Supplier Leverage Decisions?**, Quarterly Journal of Finance, Vol.07, No.4, 2017, p. 13.

³ Sudipto Dasgupta, Kunal Sengupta, **Sunk Investment, Bargaining and Choice of Capital Structure**, International Economic Review, Vol.34, No.1, 1993, p. 219.

⁴ Christopher A. Hennessy, Dmitry Livdan, **Debt, bargaining, and credibility in firm-supplier relationships**, Journal of Financial Economics, Vol.93, No.3, 2007, p. 382.

⁵ Jayant R. Kale, Husayn Shahrur, **Corporate capital structure and the characteristics of suppliers and customers**, Journal of Financial Economics, Vol.83, No.2, 2007, p. 359

الموظفين على المطالبة برفع أجورهم لهذا تلجئ المؤسسة إلى استخدام الدين كأداة لكبح القوة التفاوضية للموظفين، وكذلك الحال بالنسبة للموردين¹.

جدول رقم (15). ظهور وتطور النظريات المفسرة للهيكل المالي عبر الزمن

النظرية	الباحث	مساهمات النظرية
نظرية عدم صلة القيمة Value-irrelevance theory	Franco Modigliani, Merton H. Miller (1958)	- في ظل وجود سوق مالي كفاء وفي ظل غياب الضرائب وتكاليف الإفلاس لا تتأثر قيمة المؤسسة بقراراتها المتعلقة بالهيكل المالي وهذا ما يجعل من قيمة المؤسسة التي تستخدم الرافعة المالية هي نفسها قيمة المؤسسة التي لا تستخدم الرافعة المالية.
نظرية صلة القيمة Value-relevance theory	Franco Modigliani, Merton H. Miller (1963); Merton H. Miller (1977)	- في ظل وجود سوق مالي كفاء وفي ظل وجود الضرائب وغياب تكاليف الإفلاس قيمة المؤسسة التي تستخدم الرافعة المالية أعلى من قيمة المؤسسة التي لا تستخدم الرافعة المالية لإستفادتها من ميزة الوفر الضريبي للدين. بالإضافة إلى هذا، يعتبر الهيكل المالي الممول 100% الحالة القصوى المعبر عن هيكل المؤسسة المالي الأمثل؛ - تعتمد قيمة الوفر الضريبي الذي يمكن أن تحققه المؤسسة على تخفيض إجمالي الضرائب المفروضة على دخل المؤسسة والأفراد.
نظرية المفاضلة Trade-off theory	Alan Kraus, Robert H. Litzenberger (1973)	- تستمر المؤسسة في الإقتراض إلى أن تصل إلى حد أن إضافة دينار واحد إلى إجمالي الديون يساوي تكلفة الإفلاس.
نظرية الوكالة Agency theory	Michael C. Jensen, William H. Meckling (1976)	- يؤثر تضارب المصالح بين إدارة المؤسسة ومختلف أصحاب المصلحة داخل وخارج المؤسسة على بنية الهيكل المالي. لذلك، الهيكل المالي الأمثل هو الهيكل الذي يأخذ بعين الاعتبار مختلف تكاليف الوكالة الصادرة عن الأسهم والدين.
نظرية الالتقاط التدريجي Pecking order theory	Stewart C. Myers (1984); Stewart C. Myers, Nicholas S. Majluf (1984)	- لا وجود لهيكل مالي أمثل يعظم قيمة المؤسسة؛ - عند قيام المؤسسة بمشاريع إستثمارية جديدة تعتمد في البداية على مصادر التمويل الداخلية كالأرباح المحتجزة ثم تلجئ إلى مصادر التمويل الخارجية؛ أولاً عن طريق إستخدام مصادر الدين كالسندات وأخيراً إصدار الأسهم.
نظرية الإشارة	Stephen A. Ross (1977)	- في ظل سوق مالي غير كفاء يتميز بعدم تماثل في المعلومات تقوم إدارة المؤسسة الطرف الداخلي

¹ David A. Masta, **Capital Structure as a Strategic Variable: Evidence from Collective Bargaining**, The Journal of Finance, Vol. 65, No.3, 2010, p. 1197

المحتكر للمعلومة المالية بإصدار مختلف الأوراق المالية لإرسال إشارات إلى الطرف الخارجي المتمثل في المستثمر لتفصح من خلالها عن طبيعة الإستثمارات التي تود الشروع فيها وهذا ما يؤثر على تركيبة هيكل المالي وقيمة المؤسسة.		Signaling theory
- هيكل المؤسسة المالي الحالي هو النتيجة التراكمية للمحاولات السابقة لتوقيت السوق، حيث يشير توقيت السوق إلى قيام المؤسسة بإصدار أسهم جديدة عندما تعتقد أن قيمة أسهمها السوقية مبالغ فيها وأن المؤسسة تعيد شراء أسهمها مرة أخرى عندما تعتقد أن قيمة أسهمها مقومة بأقل من قيمتها.	Malcolm Baker, Jeffrey Wurgler (2002)	نظرية توقيت السوق Market timing theory
- المؤسسة بإستطاعتها استخدام الإستدانة كأداء لتحسين قدرتها على التفاوض مع أصحاب المصلحة كالموردين والعملاء؛ - عندما تقوم المؤسسة برفع نسبة الرافعة المالية لديها يعمل موردوها على رفع نسبة الرافعة المالية لديهم من أجل الحفاظ على نفس القدرة التفاوضية.	Liying Wang, Yongqiang Chu (2017)	نظرية المساومة Bargaining theory

ملاحظة: يضم الجدول أهم وأبرز النظريات المفسرة للهيكل المالي التي تم الإشارة إليها في العديد من الأدبيات العلمية المتعلقة بهذا الجانب.

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على المعلومات السابقة

خلاصة

لقد إستعرضنا خلال هذا الفصل أهم الجوانب المتعلقة بموضوع الهيكل المالي، حيث قمنا من خلال المبحث الأول بتقديم شرح لمصطلح الهيكل المالي مع إظهار الفرق بينه وبين هيكل رأس المال بالإضافة إلى أننا ناقشنا فكرة وجود الهيكل المالي الأمثل من خلال شكل رقم (05) مع ذكر أهم المحددات والعوامل المؤثرة على هذا الهيكل والتي قمنا بتقسيمها إلى محددات مرتبطة بخصائص المؤسسة والعوامل مرتبطة بخصائص السوق.

بعد عرض مفهوم الهيكل المالي وشرح أهم محدداته إستناداً على العديد من الدراسات السابقة. قمنا ثانياً، من خلال المبحث الثاني، بالتطرق لمفهوم الرافعة التشغيلية والرافعة المالية مع تبيان الفرق بينها حيث أن الرافعة التشغيلية تمثل حجم التكاليف العملياتية الثابتة التي تضيفها المؤسسة لأنشطتها التشغيلية في حين أن الرافعة المالية تمثل التكاليف المالية الثابتة التي تتحملها المؤسسة من أجل تمويل موجوداتها. قمنا كذلك بتقديم شرح مفصل لطرق حساب هذه التكاليف مع التركيز على التكاليف المالية المحددة لتكلفة رأس مال المؤسسة والتي تلعب دوراً هاماً في تحديد الهيكل المالي الأمثل. قدرة المؤسسة على تحديد التكلفة المرجحة لكل الموارد المالية التي تحصلت عليها أمر هام وقد ناقشت الأعمال العلمية التي قدمها Franco Modigliani و Merton Miller (1958، 1963، 1977) الكيفية التي تتأثر بها هذه التكلفة في حالة وجود وغياب الضرائب والإرتباط المباشر بينها وبين قيمة المؤسسة.

في الأخير، قمنا من خلال المبحث الثالث بأخذ نظرة عن قرب حول أهم وأشهر النظريات المفسرة للهيكل المالي إنطلاقاً من نظرية القيمة ووصولاً إلى نظرية المفاوضة مع تقديم شرح مختصر لها ضمن الجدول رقم (15).

الفصل الثالث

الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية

تمهيد

لقد شكل موضوع أداء المؤسسة، بصفة عامة، محور اهتمام العديد من الأبحاث والمؤلفات العلمية للعديد من الباحثين والاقتصاديين قديماً وحديثاً مما دفع نحو القيام بمبادرات نظرية ساهمت في ظهور عدة نظريات متعلقة بموضوع أداء المؤسسة، ومن بين أشهر وأبرز هذه النظريات نظرية المساهمين (Shareholder Theory)، نظرية أصحاب المصلحة (Stakeholder Theory)، ونظرية المستثمر المزدوج (Dual-Investor Theory).

ساهمت النظريات العلمية المشار إليها سابقاً في توجيه اهتمام البحث العلمي نحو إيجاد طرق وأنظمة قياس تمكن مدراء المؤسسات والأطراف الأخرى المهتمة بها من التقييم الفعال والكفء لأداء المؤسسة، وبصورة دقيقة وشاملة تسمح باتخاذ قرارات صائبة تخدم مصلحة الأطراف الداخلية والخارجية للمؤسسة. لقد أدى التوجه المتزايد نحو طرق قياس أداء المؤسسة إلى الانتقال من التركيز على الجانب المالي أثناء قياس أداء المؤسسة إلى الجانب الاستراتيجي الذي يأخذ بعين الاعتبار جميع العوامل التي يمكن أن تؤثر على أداء المؤسسة الكلي. ومن بين أهم طرق وأنظمة القياس المختلفة الأبعاد التي تسمح بقياس أداء المؤسسة، مصفوفة قياس الأداء (1989)، هيكل النتائج والمحددات (1991)، نظام هرم الأداء وبطاقة الأداء المتوازن (1992)، وهرم التطور التنظيمي (1995).

رغم التوجه نحو طرق وأنظمة قياس الأداء الشاملة، لا يزال هناك اهتمام كبير لدى الباحثين بطرق القياس ذات البعد المالي كون أن الجانب المالي للمؤسسة يعتبر أحد الجوانب المصيرية التي تولى لها المؤسسة اهتمام خاص. هذا الاهتمام الكبير ساهم في الانتقال من الطرق التقليدية لقياس الأداء المالي التي تعتمد على النسب المالية إلى الطرق الحديثة والمتقدمة التي تأخذ بعين الاعتبار مبدأ تعظيم القيمة.

بناءً على ما سبق، سوف نقوم خلال هذا الفصل بتقديم نظرة عامة عن أداء المؤسسة ومختلف الجوانب المتعلقة به، ثم نركز الاهتمام على أداء المؤسسة المالي الذي يشكل أحد جوانب هذه الدراسة وذلك من خلال المباحث التالية:

- المبحث الأول: أداء المؤسسة، قياس أداء المؤسسة، ومختلف النظريات العلمية المتعلقة به؛
- المبحث الثاني: مدخل لأداء المؤسسة المالي والاتجاهات التقليدية والحديثة المتعلقة بقياسه؛
- المبحث الثالث: الأدوات المتقدمة المستخدمة في قياس، تقييم، والحكم على أداء المؤسسة المالي.

المبحث الأول: أداء المؤسسة، قياس أداء المؤسسة، ومختلف النظريات العلمية المتعلقة به

دراسة الأداء أحد أهم وأبرز الجوانب الاستراتيجية المتعلقة بالمؤسسة الذي لا يزال مركز اهتمام في العديد من الأبحاث العلمية المرموقة. من خلال هذا المبحث سنقوم بتسليط الضوء على أداء المؤسسة بشكل عام وأهم النظريات المتعلقة به.

المطلب الأول: مفهوم أداء المؤسسة

يقودنا السعي وراء فهم معنى أداء المؤسسة إلى العديد من وجهات النظر المتشعبة التي ترتبط بدورها بعدة نظريات تم طرحها وتطويرها من قبل العديد من الإقتصاديين والباحثين.

الفرع الأول: نشأة وتطور مصطلح أداء المؤسسة

تعتبر نظرية التنظيم الصناعي (*Industrial Organization Theory*) من أهم نقاط الإنطلاق للنظر في معنى أداء المؤسسة، ويعد Alfred Marshall من الإقتصاديين الأوائل الذين ساهموا في وضع اللبنة الأساسية لظهور هذه النظرية أواخر القرن الثامن عشر. آمن Alfred Marshall بقوة ضغط المنافسة داخل السوق ودورها في كبح الإلتجاه نحو الإحتكار ضمن القطاع الخاص، كما أدرج ضمن تحليله لقيمة المؤسسة ريادة الأعمال بإعتبارها القدرة على التكيف، والتي لها دور مهم في بقاء المؤسسة وإزدهارها سواء على المدى القصير أو على المدى الطويل في ظل سوق يتسم بنقص المعلومة¹.

تركز هذه النظرية على السوق الذي تعمل به المؤسسة بدلاً من المؤسسة نفسها، حيث تفترض أن هناك صلة بين هيكل السوق (أي درجة ونوع المنافسة) الذي تعمل فيه المؤسسة وسلوكها (من حيث ممارسات التسعير، الإعلانات وما شابه ذلك) وبدوره أدائها من حيث الربحية²، وهذا وفق نموذج: الهيكل - السلوك - الأداء، الذي تم تطويره من قبل Joe Bain³، وهو يفترض أن لهذا النموذج مسار واحد، بمعنى أن هيكل السوق هو الذي يؤثر على سلوك وأداء المؤسسة ولا يمكن أن يقع العكس، إلا أن هناك أبحاث أخرى أثبتت إمكانية تأثير سلوك المؤسسة على هيكل السوق، ومنه نصل إلى أن أداء المؤسسة يتمحور حسب نظرية التنظيم الصناعي⁴ حول الربحية، التطوير، جودة المنتج، التقدم التكنولوجي، الكفاءة الإنتاجية وكفاءة التخصيص⁵.

تعد نظرية أصحاب المصلحة (*Stakeholder Theory*) من النظريات الأكثر مواكبة للتغيرات الحاصلة في محيط المؤسسة الداخلي والخارجي والتي بدورها لها دور مؤثر على أداء وقيمة المؤسسة، ويعرف Edward Freeman صاحب المصلحة على أنه أي مجموعة أو فرد يمكن أن يؤثر أو يتأثر بتحقيق هدف المؤسسة، ويشمل أصحاب المصلحة الموظفين، العملاء، الموردين، حملة الأسهم، البنوك، دعاة حماية البيئة والمجموعات الحكومية الأخرى التي يمكنها مساعدة المؤسسة أو إلحاق الأذى بها⁶.

¹ Corley T.A.B, **Emergence of the theory of industrial, 1890-190**, Business & Economic History, Vol.19, No.1, 1980, pp 84-85.

² John Ramsay, **The resource based perspective, rents, and purchasing's contribution to sustainable competitive advantage**, Journal of Supply Chain Management, Vol.37, No.2, 2001, p.39.

³ Leonard Weiss, **The Structure-Conduct-Performance Paradigm and Antitrust**, University of Pennsylvania Law Review, Vol.127, No.4, 2001, p.1104.

⁴ تعرف هذه النظرية في الأدبيات العلمية الخاصة بالإقتصاد في بريطانيا بنظرية الإقتصاد الصناعي، وقد أشار Corley إلى أن أهم الأبحاث التي ساهمت في دراسة هذه النظرية كانت ضمن عدة جامعات ومعاهد أمريكية عريقة وهي: جامعة هارفرد Harvard، معهد MIT، جامعة برينستون Princeton، جامعة بيركلي Berkeley، وجامعة شيكاغو Chicago.

⁵ Julia-Koralun Bereznička, **Corporate Performance: A Ratio-Based approach to country and industry analyses**, 1st Edition, Springer, Cham, Switzerland, 2013, p. 02.

⁶ Edward R. Freeman, **Strategic Management: A stakeholder approach**, 1st Edition, Pitman, Boston, United States of America, 1984.

تفرض هذه النظرية أن مسيري المؤسسة يميلون إلى تركيز الإنتباه على الأشياء التي تؤدي إلى تحقيق أداء أعلى بناءً على ما يتم قياسه¹. نجد أيضاً في سياق العلاقة بين المؤسسة ومحيطها، النظرية الشرطية (*Contingency theory*) التي تفترض أن الأداء العالي ينتج عن التناسب بين المنظمة ومحيطها².

قدم Wagner سنة 2011 تقسيم لمراحل تطور أداء المؤسسة ويشمل هذا التقسيم ثلاث مراحل تتميز كل مرحلة منها عن الأخرى بعدة خصائص، وهي كما يلي³:

- الفترة الزمنية بعد الحرب العالمية الثانية ما بين 1950 و 1960؛
- الفترة الزمنية ما بين 1970 و 1980؛
- الفترة الزمنية ما بعد 1990.

تميزت الفترة ما بين 1950 و 1960 بوجود طلب مستقر على إنتاج السلع الضخم وإستقرار أسعار المدخلات الهامة لعملية الإنتاج (المواد الخام، الطاقة. إلخ)، مستوى منخفض من المنافسة الأجنبية بسبب محدودية التكنولوجيا في مجال الخدمات اللوجستية والإتصالات، وأيضاً تركيز رأس المال منخفض. إذن، وجهة النظر نحو أداء المؤسسة تركزت خلال هذه الفترة على الجانب التشغيلي والتكتيكي وكان مؤشر الأداء الرئيسي خلال هذه المرحلة هو الربح أو الخسارة وهذا بإستخدام تحليل دوبونت (*DuPont Analysis*).

أما بالنسبة للفترة ما بين 1970 و 1980، فقد إتسمت بالعديد من التغيرات ضمن بيئة الأعمال حيث زاد مستوى تركيز رأس المال وتم إنشاء وحدات إقتصادية أكبر ذات بنية داخلية معقدة، كما تميزت بالفصل وبشكل كبير بين المناصب الإدارية والملاك وبالتالي زاد عدم التوافق بين أهداف المالكين والمدراء مما أثر على أداء المؤسسات. كذلك إتسم تطوير الأسواق المستهدفة وأسواق المدخلات بعدم الإستقرار، بالإضافة إلى وجود حاجة إلى البحث المستمر عن ميزة التنافسية لدى المؤسسات. وقد تمحورت وجهة النظر خلال هذه المرحلة، على أن أداء المؤسسة ينظر له وفق الأفق الزمني الإستراتيجي الذي يستند إلى التطلع للمستقبل بشكل رئيسي عند تقييم أثر أنشطة المؤسسة الحالية على التنمية المستقبلية.

ظهرت خلال هذه المرحلة (1970-1980) أساليب قياس الأداء التركيبية - مقياس يهدف إلى التعبير عن جميع أبعاد التطور الحالي والمستقبلي للمؤسسة بإستخدام متغير كمي واحد- التي تعتبر منافسة للأساليب التي تركز على الربحية وذات الكفاءة على المدى القصير فقط. تعتبر القيمة الإقتصادية المضافة (EVA)، القيمة السوقية المضافة (MVA) والتدفق النقدي للعائد على الإستثمار (CFROI) من بين أهم أساليب قياس الأداء التركيبية.

في أواخر الثمانينيات من القرن العشرين أخذت الأصوات الناقدة لأساليب قياس الأداء التركيبي تزداد بعد ما كانت في طليعة الإهتمام في العقدين السابقين، ومن بين الإنتقادات التي وجهت لها هي أن قيمها ليست سوى إنعكاس لإجراءات محددة مسبقاً ولا تعكس قدرة المؤسسة على خلق إمكانيات لتحسين الأداء في المستقبل في ظل وجود بيئة تنافسية. علاوة على هذا، أنها تقيس أداء المؤسسة ككل وليس لها أي صلة بالأهداف والمهام الجزئية، بالإضافة إلى كونها مقياس مالية بحتة. بالتالي، لا يمكن التعبير عن التغيرات التي تحدث للأداء عن طريق المعلومات المالية فقط (خاصة في الأفق الزمني الطويل الأجل). إنطلاقاً من هذا بدأ التوجه خلال المرحلة ما بعد 1990 نحو إستخدام أنظمة قياس الأداء التي تنظر إلى أداء المؤسسة من خلال عدة جوانب

¹ Harrison S. Jeffrey, C. Andrew Wicks, **Stakeholder Theory, Value, and Firm Performance**, Business Ethics Quarterly, Vol.23, No.1, 2013, p. 98.

² Robert Drazin, H.Van de Ven Andrew, **Alternative Forms of Fit in Contingency Theory**, Administrative Science Quarterly, Vol.30, No.4, 1985.

³ Zbynek Halir, **Different Perspectives on Business Performance and Impact on Performance System Design**, European Financial and Accounting Journal, Vol.17, No.2, 2012, p. 58.

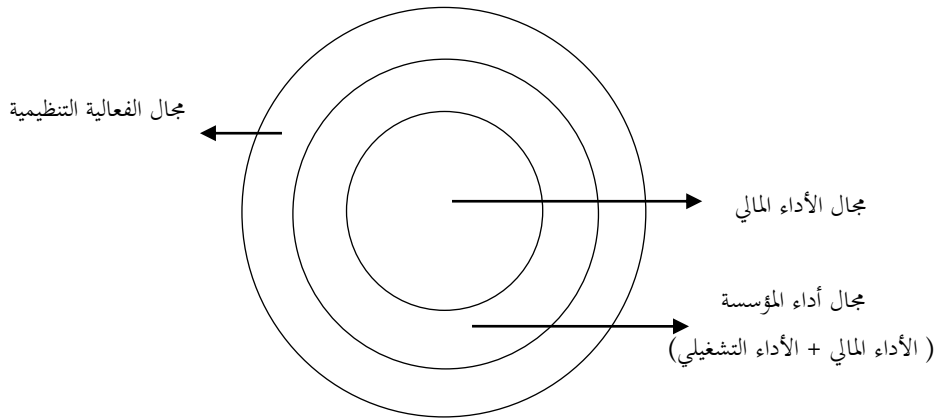
مختلفة كبطاقة الأداء المتوازن (*Balanced Scorecard*) التي طورت من طرف Kaplan و Norton، التي تقدم للمديرين امكانية النظر إلى أداء المؤسسة من خلال أربع جوانب يمكن صياغتها في الأسئلة التالية¹: كيف ينظر الزبائن لنا؟ (بعد الزبون)؛ ما الذي يجب أن نتفوق فيه؟ (بعد العمليات الداخلية)؛ هل يمكننا الإستمرار في تحسين وخلق القيمة؟ (بعد الابتكار والتعلم)؛ كيف ننظر إلى المساهمين؟ (بعد المالي).

من خلال ما سبق، نستنتج أن مفهوم أداء المؤسسة تطور مع مرور الزمن وهذا راجع لتطور المحيط الذي تعمل به المؤسسة. تركز مفهوم أداء المؤسسة في بادئ الأمر على الربح والخسارة حيث تم إعتبار كل منهما المقياس المناسب للحكم على أداء المؤسسة إلا أن وجهة النظر هذه تعرضت للكثير من النقد وهذا راجع إلى أن أداء المؤسسة الكلي يتأثر بالعديد من العوامل الأخرى التي يجب أخذها بعين الإعتبار عند قياس أداء المؤسسة ومن بينها: الجوانب التنظيمية مثل حجم الشركة، تاريخها وهيكلها؛ الجوانب البيئية مثل الخلفية الاجتماعية والاقتصادية والإطار التكنولوجي؛ الجوانب البشرية مثل الخصائص الفردية، التحفيز والمهارات².

الفرع الثاني: تعريف أداء المؤسسة

من الصعب حصر أداء المؤسسة في تعريف واحد ضيق، لذلك نجد أن الباحثين قد قدموا تعريفات مختلفة لأداء المؤسسة. لقد تم تعريف أداء المؤسسة على أنه قدرة المؤسسة على تحقيق أكبر حجم من المبيعات وهو يرتبط بالمغيرات الإستراتيجية والتشغيلية³، كما أشار كل من Venkatraman و Ramanujam إلى أداء المؤسسة من المنظور الإستراتيجي على أنه عبارة عن مجموعة فرعية من المفهوم الشامل للفعالية التنظيمية⁴.

شكل رقم (21). مجال أداء المؤسسة



Source: Venkatraman N. & Vasudevan Ramanujam, **Measurement of Business Performance in Strategy Research: A Comparison of Approaches**, The Academy of Management Review, Vol.11, No.4, 1986, p. 803.

¹ Robert S. Kaplan, David P. Norton, **The Balanced Scorecard: Measures That Drive Performance**, Harvard Business Review, Vol.70, No.1, 1992, p. 72.

² Stavros Kourtzidis, Nickolaos G. Tzeremes, **Investigating the determinants of firm performance: A Qualitative Comparative Analysis of insurance companies**, European Journal of Management and Business Economics, 2019.

³ Gary L. Frazier, Roy D. Howell, **Business Definition and Performance**, Journal of Marketing, Vol.47, No.2, 1983, p. 64.

⁴ Venkatraman N., Vasudevan Ramanujam, **Measurement of Business Performance in Strategy Research: A Comparison of Approaches**, The Academy of Management Review, Vol.11, No.4, 1986, p. 803.

من خلال الشكل رقم (21) يمكن القول أن أداء المؤسسة هو قدرة المؤسسة على إستغلال البيئة المحيطة بها من أجل بلوغ أهدافها¹، وقد أشار Euske و Lebas إلى أداء المؤسسة كذلك على أنه مجموعة من المؤشرات المالية وغير المالية التي تقدم معلومات عن درجة تحقيق الأهداف والنتائج، أما الأداء بشكل عام فهو الفعل الذي نقوم به اليوم والذي سيقود إلى نتائج قيمة محسوبة في الغد².

يرى Inkinen أن أداء المؤسسة يمكن التعبير عنه من خلال قدراتها الديناميكية وقدرات الابتكار. بعبارة أخرى، قدرة المؤسسة على دمج وبناء وإعادة تكوين الكفاءات الداخلية والخارجية لمعالجة البيئة السريعة التغير³، أي مدى فعالية إدارة المؤسسة لمواردها⁴. في المقابل، يرى Cole و Mehran أن أداء المؤسسة يعبر عن القيمة السوقية الإجمالية للمؤسسة أو الفرق بين القيمة السوقية للأسهم وقيمة خيارات الأسهم⁵.

المطلب الثاني: أنظمة ونماذج قياس أداء المؤسسة

يذكر العديد من الباحثين⁶ ضمن الأدبيات المتعلقة بتاريخ تطور مجال قياس الأداء أن بداية قياس الأداء كانت عن طريق الدفاتر ذات القيد المزدوج، التي كان ظهورها في أواخر القرن الثالث عشر، وقد إستمر الإعتماد على طريقة الدفاتر ذات القيد المزدوج إلى غاية الثورة الصناعية في القرن التاسع عشر. لقد ساهمت الثورة الصناعية في تطور مجال قياس الأداء حيث تم إبتكار العديد من أنظمة ونماذج قياس أداء المؤسسة.

الفرع الأول: تعريف قياس الأداء

يشير قياس الأداء إلى عملية تقدير كفاءة وفعالية العمل، حيث أن الفعالية تعبر عن مدى تلبية متطلبات العملاء بينما تعد الكفاءة مقياساً لمدى إستخدام موارد المؤسسة إقتصادياً عند توفير مستوى معين من رضا العملاء⁷. يُعرف أيضاً قياس الأداء على أنه عملية جمع وتحليل البيانات وإعداد التقارير المتعلقة بأداء العمل⁸.

تلعب عملية قياس الأداء دوراً مهماً في تركيز الأفراد والموارد على جوانب معينة من العمل، كما أنها توفر معلومات مهمة تسمح بمراقبة الإدارة للأداء المؤسسة وتحديد المشكلات. ضمن العديد من المؤسسات، تعتبر الأشياء التي يمكن قياسها مهمة بينما تعتبر الأشياء التي لا يمكن قياسها أقل أهمية. بالتالي، تطوير مجموع متوازنة من مقاييس الأداء من شأنه أن يحسن من أداء المؤسسة ككل.

¹ Ephraim, Yuchtman, E. Stanley Seashore, **A System Resource Approach to Organizational Effectiveness**, American Sociological Review, Vol.32, No.6, 1967, p. 897.

² Michel Lebas, Ken Euske, **A conceptual and operational delineation of performance**, Business Performance Measurement, Cambridge University Press, 2004, p. 68.

³ Henri Inkinen, **Review of empirical research on intellectual capital and firm performance**, Journal of Intellectual Capital, Vol.16, No.3, 2015, p. 530.

⁴ Sorana Vătavu, **The Impact of Capital Structure on Financial Performance in Romanian Listed Companies**, Procedia Economics and Finance, Vol.32, 2015.

⁵ A. Rebel Cole, Hamid Mehran, **The effect of changes in ownership structure on performance: Evidence from the thrift industry**, Journal of Financial Economics, Vol.50, No.3, 1998.

⁶ ذكر Andy Neely ضمن الورقة العلمية التي نشرها سنة 1999 تحت عنوان " ثورة قياس الأداء: لماذا الآن وماذا بعد؟ " أنه ما بين عام 1994 و 1996، تم نشر حوالي 3615 مقال حول قياس الأداء وهذا ما يعادل نشر مقال واحد جديد كل خمس ساعات من كل يوم. كما تجدر الإشارة أيضاً إلى أن من بين أهم المقالات والأبحاث العلمية التي تم نشرها في مجال قياس أداء المؤسسة كانت ضمن مطبوعات جامعة هارفارد لإدارة الأعمال (Harvard Business Press) ومطبوعات جامعة كامبريدج (Cambridge University Press).

⁷ Andy Neely et al., **Performance measurement system design: A literature review and research agenda**, International Journal of Operations & Production Management, Vol.15, No.4, 1995, p.80.

⁸ Umit S. Bititci, **Managing Business Performance: The Science and the Art**, 1st Edition, John Wiley & Sons, Chichester, United Kingdom, 2015, p. 33.

الفرع الثاني: بعض أنظمة ونماذج قياس أداء المؤسسة

يمكن أن نشير إلى أن تطور أنظمة قياس أداء المؤسسة مر بمرحلتين هامتين هما: (1) مرحلة قياس الأداء خلال 1950: حيث أدت الثورة الصناعية إلى تطوير أساليب أكثر تطوراً لإدارة الإنتاجية ضمن أنظمة الإنتاج الضخم¹ (مثل: مراقبة الجودة، دراسة الوقت والحركة)² والتي أدت إلى تحسين الإنتاجية -على حساب رضا الزبائن، الموظفين وأصحاب المصلحة- مع التركيز بشكل كبير على المؤشرات المالية أثناء عملية قياس أداء المؤسسة؛ (2) مرحلة قياس الأداء ما بين (1960-1980): خلال هذه المرحلة ظهر قياس أداء المؤسسة كبناء متعدد الأبعاد يشمل إحتياجات ورغبات المساهمين، العملاء، وجميع أصحاب المصلحة الآخرين³.

جدول رقم (16). بعض أنظمة ونماذج قياس أداء المؤسسة

السنة	اسم النظام أو نموذج القياس
1984	نموذج دوبونت (Du Pont Model)، مؤشر العائد على الإستثمار (ROI) ومؤشر العائد على الأصول الصافية (RONA).
1989	مصفوفة قياس الأداء (The Performance Measurement Matrix)
1991	هيكل النتائج والمحددات (The Results and Determinants Framework)
1992	تقنية تحليل القياس الإستراتيجي وإعداد التقارير: نظام هرم الأداء (The Performance Pyramid)
1992	بطاقة الأداء المتوازن (The Balanced Scorecard)
1995	هرم التطور التنظيمي (The Pyramid of Organisational Development)

Source: Umit S. Bititci, **Managing Business Performance: The Science and the Art**, 1st Edition, John Wiley & Sons, Chichester, United Kingdom, 2015. (بتصرف)

1. نموذج دوبونت

في العام 1914 طلب من Donaldson Brown إعداد تقرير عن أداء عدة أقسام تشغيلية داخل مؤسسة DuPont. في البداية، قام Donaldson بتطوير صيغة رياضية تعرف الآن بإسم صيغة دوبونت (Dupont Formula) وهي عبارة عن صيغة بسيطة تهدف إلى قياس أداء المؤسسة وهي وفق العلاقة التالية: $R = T \times P$. يمثل (R) معدل العائد على رأس المال المستثمر وهو المقياس النهائي والأساسي للكفاءة الصناعية من حيث المسؤولية الرئيسية للإدارة، ويمثل (T) معدل دوران رأس المال المستثمر، في حين أن (P) يمثل نسبة الربح على المبيعات⁴.

بعد إقراح الصيغة السابقة، قام Donaldson بتطوير نموذج لتقييم أداء مؤسسة DuPont الذي تم إعتباره كأحد أهم الأنظمة المستخدمة في قياس الأداء. ميزة هذا النموذج هي أنه يربط بين المقاييس المحاسبية والنسب المالية مثل: العائد على الأصول الصافية (RONA)، العائد على الإستثمار (ROI)، والعائد على حقوق الملكية (ROE).

يستخدم العائد على الأصول الصافية (RONA) بشكل شائع لتقييم الإستخدام الفعال للأصول من خلال قياس نسبة هامش الربح (صافي الدخل) إلى معدل دوران الأصول (متوسط إجمالي الأصول)، في حين يتم إستخدام عائد الإستثمار (ROI) لتقييم كفاءة الإستثمار من خلال مقارنة نسبة الربح وتكلفة الإستثمار، ويستخدم العائد على حقوق المساهمين (ROE) لتحديد

¹ يقصد بأنظمة الإنتاج الضخم، الأنظمة التي تمكن من تصنيع كميات كبيرة من المنتجات القياسية أي المتماثلة وغالباً ما تستخدم خطوط التجميع أو تكنولوجيا التشغيل الآلي. الإنتاج الضخم يسهل الإنتاج الفعال لعدد كبير من المنتجات المتماثلة ويشار إلى الإنتاج الضخم أيضاً باسم إنتاج التدفق، إنتاج التدفق المتكرر، إنتاج السلسلة أو الإنتاج التسلسلي.

² ترتبط دراسة الوقت والحركة (Time-Motion study) بتقييم الأداء الصناعي عن طريق تحليل الوقت الذي يتم قضائه في دراسة الإقتراحات المختلفة لوظيفة أو سلسلة من الوظائف، وقد بدأت دراسات الوقت والحركة في مصانع الولايات المتحدة الأمريكية أوائل القرن العشرين.

³ Umit S. Bititci, Op. Cit., p. 32.

⁴ Dale L. Flesher, John Gary Previts, **Donaldson Brown (1885-1965): The power of an individual and his ideas over time**, Accounting Historians Journal, Vol.40, No.1, 2013, pp 80-81.

مقدار الربح الناتج عن الأموال التي إستثمرها المساهمون. تتمثل ميزة هذا النموذج في أنه يدمج المقاييس المالية مع المؤشرات التشغيلية إلا أنه يركز بشكل أساسي على المقاييس المالية التي من عيوبها أنها صالحة لقياس أداء المؤسسة على المدى القصير الأجل فقط¹.

2. مصفوفة قياس الأداء

تم تطوير هذه المصفوفة عام 1989 من قبل Keegan وآخرون، وتكمن قوة هذه المصفوفة في الطريقة التي تسعى من خلالها إلى دمج أقسام مختلفة منها المالية وغير مالية، الداخلية والخارجية، قصد الوصول إلى قياس أداء المؤسسة بدقة عالية². تشمل مصفوفة قياس الأداء مجموعة من المؤشرات التي تم دمجها مع بعض بغية الوصول إلى قياس أفضل لأداء المؤسسة وهي تتكون من:

- المقاييس الداخلية غير المرتبطة بالتكلفة: تتمثل في وقت الدورة، التسليم في الوقت المحدد، وعدد المنتجات الجديدة؛
 - المقاييس الداخلية المرتبطة بالتكلفة: تتمثل في تكلفة البضاعة المباعة، تكلفة الموارد، تكلفة التصنيع؛
 - المقاييس الخارجية غير المرتبطة بالتكلفة: تتمثل في عدد المشترين المتكررين، شكاوي العملاء، الحصة السوقية؛
 - المقاييس الخارجية المرتبطة بالتكلفة: تتمثل في التكلفة التنافسية ونفقات البحث والتطوير.
- رغم الميزة التي تقدمها هذه المصفوفة في كونها تجمع بين عدة مقاييس مختلفة للأداء إلا أن لها عيب يتمثل في أنها لم تقدم توضيح لطبيعة العلاقة بين الأبعاد المختلفة لأداء المؤسسة.

3. هيكل النتائج والمحددات

يعود الفضل في تطوير هذا النظام إلى Brignall وآخرون، فقد افترضوا أن كل مدير ضمن أي مؤسسة تنشط في قطاع الخدمات ينبغي عليه تطوير مجموعته الخاصة من مقاييس الأداء الموزعة على ستة أبعاد قصد رصد مدى فعالية الإستراتيجية التنافسية المتبعة³. يضم هيكل النتائج والمحددات جانب النتائج الذي يتكون من بعد التنافسية والأداء المالي، وجانب المحددات الذي يكون من عدة أبعاد وهي: بعد جودة الخدمات، بعد المرونة، بعد إستخدام الموارد، وبعد الابتكار.

4. نموذج هرم الأداء

تعرف تقنية تحليل القياس الإستراتيجي وإعداد التقارير (SMART) بنموذج هرم الأداء. تم تطوير هذا النظام من قبل Cross وLynch عام 1989 والهدف منه هو القضاء على العيوب المتعلقة بطرق القياس التقليدية التي تركز على الجانب المالي كمعيار للحكم على أداء المؤسسة الكلي. لقد أدرك مدراء المؤسسات أن الإعتماد على مقاييس الأداء التقليدية لن يوصلهم إلى المعلومات التي يحتاجونها من أجل إتخاذ قرارات حاسمة حول أداء المؤسسة⁴.

- هرم الأداء هو عبارة عن هيكل من أربعة مستويات تدمج بين الأهداف الاستراتيجية وأبعاد الأداء التشغيلية.
- يعبر المستوى الأول لهذا النظام عن رؤية الإدارة العليا للمؤسسة وهي الأساس الذي تبنى عليه إستراتيجية المؤسسة؛
- يحدد المستوى الثاني لهذا النظام أهداف كل وحدة عمل لخدمة مقاييس السوق (تحقيق نسب نمو عالية على المدى الطويل والتوسع داخل السوق) والمقاييس المالية (تحقيق تدفق نقدي موجب وربحية على المدى القصير)؛

¹ Umit S. Bititci, Op. Cit, p. 253.

² Andy Neely, **Performance measurement system design: Developing and testing a process-based approach**, International Journal of Operations & Production Management, Vol.20, No.10, 2000, p. 1122.

³ T.J. Brignall et al., **Performance Measurement in Service Businesses**, Management Accounting, Vol.69, No.10, 1991, p. 34.

⁴ Kelvin F. Cross, Richard L. Lynch, **The "SMART" way to define and sustain success**, National Productivity Review, Vol.08, No.1, 1989, p. 23.

- يحدد المستوى الثالث لهذا النظام أهداف و أولويات التشغيل الأكثر واقعية من حيث رضا العملاء، المرونة، الإنتاجية¹؛
- يركز المستوى الرابع لهذا النظام على جودة المنتج، خدمة التوصيل، وقت معالجة الطلب، والتكلفة التي تعتبر المفاتيح الرئيسية المساهمة في تحقيق نتائج المؤسسة المرغوبة.

5. بطاقة الأداء المتوازن

قدم Robert Kaplan و David Norton عام 1992 ورقة علمية كان الهدف منها تطوير أداة لقياس أداء المؤسسة بشكل أفضل من الطرق التقليدية المتعارف عليها. إفتتح الباحثان الورقة العلمية بعبارة "ما تقيسه هو ما تحصل عليه" في إشارة إلى أهمية قياس كافة الجوانب المتعلقة بأداء المؤسسة².

تم تطوير بطاقة الأداء المتوازن على عدة أجيال (الجيل الأول، الثاني، والثالث) وقد تم تسميتها بهذا الاسم نظرًا لاعتقاد الباحثين أنه من الخطأ التركيز على بعد واحد عند قياس أداء المؤسسة، كالتركيز على المقاييس المالية على حساب المقاييس التشغيلية أو العكس. بالتالي، نجد أن الجيل الأول لبطاقة الأداء المتوازن تميز في بادئ الأمر في كونه أداة تجمع بين مجموعة من مقاييس الأداء المختلفة ضمن أربعة أبعاد وهي: البعد المالي، بعد العمليات الداخلية، بعد الزبائن وبعد الابتكار والتعلم. رغم الشعبية الكبيرة لبطاقة الأداء المتوازن إلا أنها تعرضت لبعض الانتقادات، ومن ذلك أنها لا تشرح العلاقة السببية بين أبعادها الأربعة وما هي المقاييس المهمة التي يجب الإعتماد عليها، وهذا ما جعل البعض يرى أنها عبارة عن نموذج عام وقد لا يتناسب مع كافة المؤسسات³.

قام Robert Kaplan و David Norton بإدخال العديد من التحسينات على الجيل الأول لبطاقة الأداء المتوازن مما أدى إلى ظهور الجيل الثاني والثالث لبطاقة الأداء المتوازن. ضمَّ الجيل الثاني لبطاقة الأداء ميزة هامة تمثلت في الخرائط الاستراتيجية التي كان السبب في ظهورها مشكلة عدم فهم الموظفين للأهداف الاستراتيجية التي تكمن وراء المهام الموكلة لهم، وهذا راجع لكون أن كبار المديرين وعند محاولة تنفيذهم لاستراتيجية المؤسسة لا يقدمون المعلومات الكافية للموظفين حول ما يجب القيام به ولماذا تعتبر المهام الموكلة لهم بالغة الأهمية بالنسبة لاستراتيجية المؤسسة⁴.

خلال الجيل الثالث لبطاقة الأداء المتوازن تم الانتقال من مفهوم بطاقة الأداء كأداة بسيطة لقياس الأداء إلى مفهوم النظام المعقد لقياس الأداء⁵، حيث تم دعم تطوير الجيل الثالث لبطاقة الأداء ليقوم بقياس أداء المؤسسات الكبيرة ذات المهام المعقدة⁶.

6. هرم التطور التنظيمي

يعتمد تقييم أداء المؤسسة على المدى الطويل على "الفهم و التخطيط لما يجب فعله من أجل بناء مؤسسة ناجحة عبر مراحل نموها المختلفة"⁷، لذلك كان الهدف من نظام قياس الأداء الذي قدمه Flamholtz Eric عام 1995 ربط القدرات

¹ يقصد برضا العملاء ضمن نظام هرم الأداء كيفية إدارة توقعات العملاء فيما يتعلق بالجودة والتوصيل، أما المرونة فتعبر عن مدى إستجابة هذا النظام للتغيرات المحيطة به وهذا ما يؤثر على كيفية إدارة الموارد بما في ذلك الوقت المستغرق ضمن عملية الإنتاج.

² Robert S. Kaplan, David P. Norton, **The Balanced Scorecard: Measures That Drive Performance**, Op. Cit, p. 71.

³ Alan Butler et al., **Linking the Balanced Scorecard to Strategy: Long Range Planning**, Vol.30, No.2, 1997, p. 244.

⁴ Robert S. Kaplan, David P. Norton, **Having Trouble with Your Strategy? Then Map It**, Harvard Business Review, Vol.78, No.5, 2000, p. 167.

⁵ Mike Perkins et al., **What do we really mean by "Balanced Scorecard"?**, International Journal of Productivity and Performance Management, Vol.63, No.2, 2014, p. 149.

⁶ Gavin Lawrie, Ian Cobbold, **Third-generation balanced scorecard: evolution of an effective strategic control tool**, International Journal of Productivity and Performance Management, Vol.53, No.7, 2004, p. 619.

⁷ Flamholtz Eric, **Managing organizational transitions: Implications for corporate and human resource management**, European Management Journal, Vol.13, No.1, 1995, p. 39.

التنظيمية بالنجاح داخل السوق. يستخدم هرم التطور التنظيمي ستة أبعاد رئيسية: ثقافة المؤسسة، أنظمة الإدارة، الأنظمة التشغيلية، إدارة الموارد، المنتجات والخدمات، والأسواق¹.

المطلب الثالث: بعض النظريات العلمية المتعلقة بأداء المؤسسة

يعتبر أداء المؤسسة أحد أهم مجالات البحث العلمي المتعلقة بإدارة المؤسسة، وقد ساهمت العديد من النظريات العلمية في تطوير هذا الحقل العلمي ومنها: نظرية المساهمين (*Shareholder Theory*)، نظرية أصحاب المصلحة (*Stakeholder Theory*)، ونظرية المستثمر المزدوج (*Dual-Investor Theory*).

الفرع الأول: نظرية المساهمين

يعود الفضل في ظهور نظرية حملة الأسهم إلى Friedman عام 1962. يفترض هذا العالم أن المسؤولية الأساسية للمؤسسة هي تعظيم ثروة المساهمين. بعبارة أخرى، يجب على المؤسسة استخدام رأس المال المتحصل عليه من صناديق التمويل في تمويل الاستثمارات التي ينتج عنها خلق أقصى قيمة للمساهمين². تفرض هذه النظرية أن تعظيم ثروة المساهمين يكون عن طريق تعظيم القيمة الحالية للمؤسسة وهذا من شأنه أن يدفع إلى التحسين من أداء المؤسسة. يمكن التعبير عن هذه الفرضية وفق العلاقة الرياضية التالية:

$$V_0 = \frac{CF_n}{r-g}$$

حيث:

V_0 = القيمة الحالية للمؤسسة

CF_n = التدفقات النقدية المستقبلية

r = العائد المطلوب على رأس المال أو تكلفة رأس المال

g = متوسط معدل النمو الثابت

من خلال العلاقة الرياضية السابقة، يمكن لمدراء المؤسسة الرفع من القيمة الحالية للمؤسسة عن طريق: (1) الزيادة في التدفقات النقدية المستقبلية؛ (2) تخفيض تكلفة رأس المال و/ أو تحسين معدل النمو.

تمتعت هذه النظرية بدعم واسع في الوسط الأكاديمي المالي، لكن نموذج هذه النظرية تعرض لبعض الانتقاد بسبب أنه يشجع التفكير الإداري القصير الأجل حيث تركز سياسة المؤسسة المالية على الرفع المستمر لأسعار الأسهم، بالإضافة أنه يتغاضى عن السلوك غير الأخلاقي تجاه بقية أصحاب المصلحة. رغم هذا الانتقاد، يشير Morris Danielson وآخرون إلى أن الأطراف التي انتقدت نموذج نظرية المساهمين لم تفهم أن تعظيم ثروة المساهمين يعتبر هدفاً طويل الأجل وليس قصير الأجل، حيث يجب على المؤسسة تعظيم قيمة جميع التدفقات النقدية المستقبلية ولا تتغاضى عن استغلال أصحاب المصلحة الآخرين³.

أشار Mary O'Sullivan، أحد الداعمين لنظرية المساهمين، إلى أن تعظيم قيمة المساهمين من شأنها أن تعزز من أداء النظام الاقتصادي ككل وهذا يشمل أداء المؤسسة. يضيف Mary O'Sullivan أنه يجب على المؤسسة أن تركز على هدف

¹Umit S. Bititci, Op. Cit, p. 256.

² Terence Tse, **Shareholder and stakeholder theory: after the financial crisis**, Qualitative Research in Financial Markets, Vol.3, No.1, 2011, p. 52.

³ Morris G. Danielson, Jean L. Heck, David R. Shaffer, **Shareholder theory – How opponents and proponents both get it wrong**, Journal of Applied Finance, Vol.18, No.2, 2008, p. 01.

تعظيم قيمة المساهمين كون أن المساهمين الطرف الوحيد الذي يتحمل مخاطر المؤسسة دون أن يكون له ضمان تعاقدى يسمح له بالحصول على مقدار محدد من العائد، حيث أنهم معرضون دوماً لتحمل جميع الخسائر التي تقع للمؤسسة¹.

في إطار هذه النظرية، يفترض Richard Zeckhauser و John Pound أن هناك علاقة بين المساهمين، نمو الأرباح المتوقعة، نسب توزيع الأرباح ونسب الرافعة المالية. الهدف من هذه الفرضية هو اختبار العلاقة بين حجم المساهمين -التدخل الرقابي لكبار المساهمين في إدارة المؤسسة- وأداء وحوكمة المؤسسة. عملياً، توصل هذا الباحث إلى أن كبار المساهمين لهم أثر مستمر على المدى الطويل على أداء المؤسسة².

الفرع الثاني: نظرية أصحاب المصلحة

أشرنا سابقاً إلى أن نظرية المساهمين كانت أحد أشهر المساهمات النظرية التي قدمها Edward Friedman التي أسست على مبدأ تعظيم ثروة المساهمين. نظرية أصحاب المصلحة هي أيضاً أحد المساهمات النظرية التي قدمها Edward Friedman عام 1984 ضمن كتابه الذي يحمل عنوان "الادارة الاستراتيجية: مقارنة أصحاب المصلحة"، وهذه النظرية يمكن إعتبارها على أنها نظرية بديلة لنظرية المساهمين³.

تضع نظرية أصحاب المصلحة المساهمين كأحد المجموعات التي يجب على المدراء مراعاتها أثناء عملية صناعة القرار، التي بدورها يجب أن تأخذ بعين الاعتبار أصحاب المصلحة الآخرين المتواجدين ضمن المحيط الداخلي والخارجي للمؤسسة. بناءً على هذا، يجب على إدارة المؤسسة أن تحول دون وقوع أي تضارب في المصالح بين أصحاب المصلحة المساهمين وأصحاب المصلحة غير المساهمين مما يسمح بتعزيز أداء المؤسسة⁴.

يرى Jeff Smith أن نظرية أصحاب المصلحة، على غرار نظرية المساهمين، نظرية معيارية تهتم بمجال المسؤولية الاجتماعية للمؤسسة من حيث أنها تحدد الدور الذي يجب أن تلعبه المؤسسة، كما أنها نظرية تهتم بأخلاقيات العمل حيث يجب على المدراء التنفيذيين دوماً إتخاذ القرارات بالشكل الصحيح⁵.

بعد الاطلاع على وجهة نظر نظرية أصحاب المصلحة يتضح أن هذه النظرية تختلف عن نظرية المساهمين. في حين أن نظرية المساهمين تركز على تعظيم قيمة المساهمين -ما يخلق نوع من التحيز لصالح المساهمين. نجد في المقابل، أن نظرية أصحاب المصلحة تركز على المفهوم الشامل لتعظيم القيمة المتمثل في تعظيم قيمة أصحاب المصلحة. في هذا السياق، نشير إلى وجود نقاش كبير لا يزال جارياً إلى الآن حول نظرية أصحاب المصلحة يخص طريقة قياس أداء وقيمة المؤسسة⁶.

يقدم Thomas Zellweger و Rober Nason دليل تجريبي على مدى إرتباط نظرية أصحاب المصلحة بأداء المؤسسة المالي وغير المالي حيث تم التوصل إلى أن هناك علاقة قوية بين أداء المؤسسة ورضا أصحاب المصلحة. يجادل الباحثين أن

¹ Mary O'Sullivan, **The Innovative Enterprise and Corporate Governance**, Cambridge Journal of Economics, Vol.24, No.4, 2000, p. 395.

² Richard J. Zeckhauser, John Pound, **Are Large Shareholders Effective Monitors? An Investigation of Share Ownership and Corporate Performance**, Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment, University of Chicago Press, 2009, p. 177.

³ Edward R. Freeman, **The Politics of Stakeholder Theory: Some Future Directions**, Business Ethics Quarterly, Vol.4, No.4, 1994, p. 413.

⁴ Bernadette M. Ruf et al., **An Empirical Investigation of the Relationship Between Change in Corporate Social Performance and Financial Performance: A Stakeholder Theory Perspective**, Journal of Business Ethics, Vol.32, No.2, 2001, p. 143.

⁵ Jeff H. Smith, **The Shareholders vs. Stakeholders Debate**, MIT Sloan Management Review, Vol.44, No.4, 2003, p. 85.

⁶ Jeffrey S. Harrison, Andrew C. Wicks, **Stakeholder Theory, Value, and Firm Performance**, Business Ethics Quarterly, Vol.23, No.1, 2013, p. 98.

أداء المؤسسة الجيد له علاقة بفعالية المؤسسة التنظيمية، بحيث أن مستوى أداء المؤسسة يعكس مدى رضا أصحاب المصلحة وهذا يؤثر بطبيعة الحال على فعالية المؤسسة التنظيمية بشكل موجب¹.

أشرنا سابقاً إلى أن نظرية أصحاب المصلحة تأخذ بعين الاعتبار الجانب الأخلاقي للمؤسسة ودوره في تعزيز أداء المؤسسة. ضمن هذا السياق، يجادل Pascual Berrone وآخرون بأن هناك أثراً موجباً بين الهوية الأخلاقية للمؤسسة (CEI)² ورضا أصحاب المصلحة. تشير هذه الدراسة إلى أن المؤسسة ذات الهوية الأخلاقية القوية تتوفر على درجة رضا عالية لدى أصحاب المصلحة وهذا بدوره يؤثر بشكل إيجابي على أداء المؤسسة المالي. من جهة أخرى، تشير أيضاً نتائج هذه الدراسة إلى أن الهوية الأخلاقية للمؤسسة لها أثر على قيمة المساهمين³.

من المنظور العام، تدخل أصحاب المصلحة في القرارات الاستراتيجية التي تتخذها إدارة المؤسسة من شأنه أن يؤثر على الأداء العام للمؤسسة. توصلت دراسة Jane Ontita و Godfrey M. Kinyua إلى صحة هذه الحقيقة بعد إجراء دراسة على مجموعة من البنوك الكينية⁴.

الفرع الثالث: نظرية المستثمر المزدوج

قام Eugene Schlossberger عام 1994 بمراجعة كل من نظرية المساهمين ونظرية أصحاب المصلحة، ومن خلال هذه المراجعة العلمية تم التوصل إلى نظرية "المستثمر المزدوج" تعتبر نظرية تدمج بين النظريتين السابقتين. جاءت نظرية المستثمر المزدوج في الأساس كحل للتناقض الحاصل بين نظرية المساهمين ونظرية أصحاب المصلحة، حيث ترى Katharine Jackson أنه يمكن للمساهمين وفق هذه النظرية استيعاب مصالح أصحاب المصلحة الآخرين على أفضل وجه مما يسمح بتعزيز أداء المؤسسة⁵.

وفق هذه النظرية هناك نوعان من المستثمرين: المستثمر الأول يتمثل في مالك رأس المال الخاص (*Specific Capital*) وهم المساهمين الذين يوفران لإدارة المؤسسة الآلات، الرواتب، المباني، الخ. أما المستثمر الثاني فيتمثل في المجتمع الذي يوفر "رأس المال الفرصة" (*Opportunity Capital*) والذي يتكون من النظام النقدي، نظام التعليم، البنية التحتية، حيث لا يمكن لأي مؤسسة حديثة النشأة العمل بدون هذا النوع من رأس المال⁶.

ما يميز هذه النظرية هو أنها تعتبر الموارد الاجتماعية (المجتمع) على أنها رأس مال أيضاً. بعبارة أخرى، تتعامل هذه النظرية مع جميع أصحاب المصلحة على أنهم مساهمين داخل المؤسسة على الرغم أنهم يختلفون عن المساهمين من حيث طبيعة الاستثمار المقدم للمؤسسة⁷.

¹ Thomas M. Zellweger, Robert S. Nason, A stakeholder perspective on family firm performance, Family Business Review, Vol.21, No.3, 2008, p. 203.

² أشارت هذه الدراسة إلى وجود إهمال واختلاف علمي يخص دراسة هوية المؤسسة الأخلاقية (Corporate Ethical Identity). المقصود بحوية المؤسسة الأخلاقية وفق هذه الدراسة، أهداف المؤسسة وقيمها وممارساتها وعلاقاتها وإجراءاتها الأخلاقية التي توفر مرجعاً لأصحاب المصلحة لمقارنة ادعاءاتهم الأخلاقية مع الموقف الأخلاقي للمؤسسة.

³ Pascual Berrone et al., Corporate ethical identity as a determinant of firm performance: A test of the mediating role of stakeholder satisfaction, Journal of Business Ethics, Vol.76, No.1, 2007, p. 35.

⁴ Jane Ontita, Godfrey M. Kinyua, Role of stakeholder management on firm performance: An empirical analysis of commercial banks in Nairobi city county, Kenya, Journal of Business and Economic Development, Vol.5, No.1, 2020, p. 26.

⁵ Katharine V. Jackson, Towards a Stakeholder-Shareholder theory of corporate governance: A comparative analysis, Hastings Business Law Journal, Vol.7, No.2, 2011, p. 312.

⁶ Eugene Schlossberger, A new model of business: Dual-Investor theory, Business Ethics Quarterly, Vol.4, No.4, 1994, p. 461.

⁷ Ibid., p. 462.

المبحث الثاني: مدخل لأداء المؤسسة المالي والاتجاهات التقليدية والحديثة المتعلقة بقياسه

يعود تاريخ ظهور واستخدام مقاييس الأداء المالي كأداة للحكم على أداء المؤسسة إلى أواخر القرن السابع عشر وبداية القرن الثامن عشر في عدة دول أوروبية وخاصة في الولايات المتحدة الأمريكية التي شهدت ثورة صناعية¹ نجم عنها بروز العديد من المؤسسات الكبرى. قياس أداء المؤسسة المالي كان في بداية الأمر يعتمد على النسب المالية لكن بعد ظهور مفهوم "خلق القيمة" أصبح هناك توجه جديد في قياس أداء المؤسسة المالي.

المطلب الأول: مفهوم أداء المؤسسة المالي

تختلف التعاريف التي تشرح أداء المؤسسة المالي من مؤلف لآخر، لكن المتفق عليه هو أن الأداء المالي هو ذلك الجزء من الأداء الذي يخص كل ما هو مالي في المؤسسة.

الفرع الأول: مصدر مصطلح الأداء المالي

الأداء المالي ينقسم إلى كلمتين: الأولى، هي الأداء² "Performance" وهي كلمة مشتقة من "Parfournen" التي أصبحت لاحقاً "Parfourmen" في اللغة الإنجليزية الوسطى³، وهي نفسها كلمة "Parfounir" في اللغة الفرنسية القديمة، وهي تشير إلى معنى إجرائي كالإنجاز "Accomplishing"، القيام "to do"، التنفيذ "to carry out"، العرض أو التقديم "to render" أي درجة تحقيق أو تحقق إنجاز ما؛ والكلمة الثانية، هي المالي "Financial" يرتبط معنى هذه الكلمة بكلمة المالية "Finance" وهي المجال الواسع للدراسة والممارسة المتعلقة بالمال، البنوك والاستثمار، التأمين وإدارة المخاطر⁴.

قياس وتقييم الأداء المالي من بين الجوانب مهمة التي يجب على المؤسسة أن توليها اهتماماً كبيراً، فهو يعكس النتائج التي حققتها المؤسسة خلال فترة زمنية قصيرة الأجل -عادة ما تكون سنة- هذه النتائج تعبر عن السلامة أو الصحة المالية للمؤسسة، التي يمكن استخدامها كمؤشر يقيس مدى كفاءة وفعالية استغلال المؤسسة لأصولها.

الفرع الثاني: تعريف أداء المؤسسة المالي

الكثير من الأدبيات التي تطرقت إلى الأداء المالي لا تركز على تقديم تعريف خاص به بقدر ما تناقش الطرق والمقاييس التي يتم من خلالها قياس وتقييم الأداء المالي للمؤسسات، وهذا ما يشكل نوعاً ما صعوبة في تحديد تعريف دقيق للأداء المالي. ترى Jasmina Bogićević أن الأداء المالي له تعريف ضيق وتعريف واسع⁵، التعريف الضيق للأداء المالي هو قدرة المؤسسة على توليد الأرباح التي يمكن قياسها من خلال مؤشرات الربحية، أما التعريف الواسع للأداء المالي فهو يعكس الوضعية المالية للمؤسسة ككل حيث يتم استخدام مؤشرات أخرى لقياسه غير مؤشرات الربحية وهي مؤشرات السيولة، مؤشرات الملاءة ومؤشرات النشاط. يعرف البعض الأداء المالي وفق منظور القيمة على أنه قدرة المؤسسة على تعظيم ثروة الملاك التي يمكن قياسها عن طريق القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)، مع الأخذ بعين الاعتبار أصول المؤسسة غير ملموسة⁶.

¹ استغرق الانتقال من اقتصاد زراعي إلى اقتصاد صناعي أكثر من قرن في الولايات المتحدة، هذا التطور الطويل دخل مرحلته الأولى من 1790 إلى 1830. غالباً ما تُنسب بداية الثورة الصناعية الأمريكية إلى Samuel Slater الذي افتتح أول مصنع لإنتاج الخيط المغزول من القطن في الولايات المتحدة عام 1790.

² Manuele Gagnolati, Almut Suerbaum, **Aspects of the Performative in Medieval Culture**, 1st Edition, De Gruyter, New York, United States of America, 2010, p. 06.

³ اللغة الإنجليزية الوسطى هي اللغة العامية المنطوقة والمكتوبة في إنجلترا ما بين 1100م إلى 1500م، سميت بالوسطى نظراً لأنها جاءت بعد اللغة الإنجليزية القديمة وقبل اللغة الإنجليزية الحديثة.

⁴ Erik Banks, **The Palgrave Macmillan Dictionary of Finance, Investment and Banking**, 1st Edition, Palgrave Macmillan, United Kingdom, 2010, p. 205.

⁵ Jasmina Bogićević et al., **The role of financial and non-financial performance indicators in enterprise sustainability evaluation**, Ekonomika, Vol. 62, No.3, 2016, pp 3-4.

⁶ Chiarello T. Cristina, **Financial performance, intangible assets and value creation in Brazilian and Chilean information technology companies**, Economic Review of Galicia, Vol. 23, No.4, 2014, p. 74.

يجادل Gary Cokins أنه وفق هذا منظور، تعظيم ثروة الملاك ليست هدفاً، إنما هي نتيجة لتحسين الأداء الكلي من خلال دمج العناصر الأخرى المؤثرة على أداء المؤسسة وتحليلها¹.

يتيح الأداء المالي لنا معرفة وقياس السلامة المالية للمؤسسة على مدى فترة معينة من الزمن، وهذا يعني أنه إجراء مالي يستخدم لتحقيق مبيعات، ربحية وقيمة أعلى توافق تطلعات المساهمين من خلال إدارة الأصول الجارية والغير الجارية، الموارد المالية والإيرادات والمصروفات. والغرض الرئيسي منه هو توفير معلومات كاملة إلى المساهمين وأصحاب المصلحة لتشجيعهم على اتخاذ القرارات السليمة، كما يمكن استخدامه لتقييم المؤسسة مع مؤسسات أخرى ضمن نفس القطاع².

يعكس الأداء المالي نتائج الإجراءات المالية التي تم تنفيذها وهو يشير إلى المقاييس المالية التي حققت أو تُحقق أهداف المؤسسة الاقتصادية، كما أنه يبين درجة المخاطر والربحية اللتان تلعبان دوراً هاماً في تحديد قيمة المؤسسة، حيث نجد أن الأداء المالي الذي يوسع عدم اليقين -احتمالية التعرض لمخاطر مالية عالية- سيقبل من قيمة المؤسسة أما الأداء المالي الذي يعزز الربحية سيزيد من قيمة المؤسسة³.

الأداء المالي هو التقييم المركب للفعالية المالية والكفاءة المالية في تحقيق الأهداف المالية المنشودة ويمكن صياغة الأداء المالي على النحو التالي:

$$\text{الأداء المالي} = \text{الفعالية المالية} + \text{الكفاءة المالية}$$

الفعالية المالية هي قدرة المؤسسة على الاستخدام الصحيح للأنشطة، الجهود والمبادرات، الاستراتيجيات و/أو السياسات لتوليد أداء مالي طويل الأجل ومستدام، أما الكفاءة المالية فهي تهتم بتقليل هدر الأموال من خلال التخصيص والاستخدام الأمثل للموارد المالية النادرة⁴.

المطلب الثاني: تقييم وتحليل أداء المؤسسة المالي

يعكس تقييم الأداء المالي العملية التي تهدف إلى معرفة مدى فعالية القرارات المالية. في المقابل، يعكس تحليل الأداء المالي العملية التي تهدف إلى تحليل الأجزاء المشتركة المكونة للقوائم المالية.

الفرع الأول: تعريف تقييم وتحليل أداء المؤسسة المالي

يتضمن هذا الفرع تقديم تعريف لمصطلح تقييم وتحليل الأداء المالي وهذا من أجل تقديم فكرة حول الجوانب المتعلقة بما لاحقاً.

1. تعريف تقييم الأداء المالي

يهدف تقييم الأداء المالي إلى معرفة مدى فعالية القرارات المالية التي تم اتخاذها من قبل المدراء الماليين، الذين يعتمدون وبشكل كبير على المعلومات المحاسبية المتحصل عليها من القوائم المالية السنوية والتي تكون متاحة لجميع أصحاب المصلحة -الداخليين والخارجيين على حد سواء⁵. الإطلاع على هذه القوائم -ومنها قائمة التدفق النقدي- يمكن إدارة المؤسسة من معرفة

¹Gary Cokins, **Performance management: integrating strategy execution, methodologies, risk, and analytics**, John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey, United States of America, 1st Edition, 2009, p. 115.

² Farah Naz et al., **Financial Performance of Firms: Evidence from Pakistan Cement Industry**, Journal of Teaching and Education, Vol. 5, No.1, 2016, p. 82.

³ Muhammad Kamran Khan et al., **Determinants of financial performance of financial sectors (An assessment through economic value added)**, MPRA Paper, University Library of Munich, Germany, No. 81281, 2015, p. 04.

⁴ Peter Omondi-Ochieng, **Financial performance trends of United States Hockey Inc: a resource dependency approach**, Journal of Economics, Finance and Administrative Science, Vol. 24, No.48, 2019, p. 328.

⁵ Petr Hajek et al., **Forecasting corporate financial performance using sentiment in annual reports for stakeholders' decision-making**, Technological and Economic Development of Economy, Vol. 20, No.4, 2014, p.722.

الأنشطة المدرة للدخل وهذا أمر مهم أثناء عملية تقييم الأداء، بالإضافة إلى أن نتائج عملية التقييم تسمح للمؤسسة بأن تقوم بمقارنة أدائها مع المؤسسات التي تنشط في نفس القطاع¹.

يرى Wang و Lee أن تقييم الأداء المالي يمكن المؤسسة من أن تعزز قدرتها التمويلية المستقبلية وبالتالي تصبح لها فرص أكبر للمنافسة داخل السوق². تستخدم المؤسسة النسب المالية لتقييم أدائها المالي، وتسمح لها هذه النسب بتقييم نقاط القوة والضعف لوضعها المالي الحالي³، أي أنها تعكس الصورة الفعلية لوضعية المؤسسة المالية وتبين الفرص التي يمكن أن تستغلها المؤسسة داخل السوق أو الصناعة⁴.

2. تحليل الأداء المالي

تحليل الأداء المالي هو عملية تحليل للأجزاء المشتركة المكونة للقوائم المالية، وتسمح نتائجها للمستثمرين والدائنين من اجراء عملية تقييم للأداء السابق والحالي، وأيضاً التنبؤ بالأداء المستقبلي للمؤسسة⁵.

الفرع الثاني: الأطراف المهتمة بقياس الأداء المالي للمؤسسة

ضمن العديد من المؤلفات العلمية يقترن قياس الأداء المالي بالتحليل المالي للقوائم المالية، لذلك هناك أطراف عديدة تستفيد من عملية قياس الأداء المالي للمؤسسة وفق هذا النهج مثل: إدارة المؤسسة ومختلف الدائنين والمستثمرين.

1. قياس الأداء المالي: أهداف الإدارة

تعمل ادارة المؤسسة عند تحديد جميع الخطط الاستراتيجية، التشغيلية والمالية، إلى تحقيق مجموعة من الأهداف يمكن تقسيمها إلى قسمين، أهداف مالية وأهداف الأداء.

جدول رقم (17). أهداف الإدارة المرتبطة بقياس الأداء المالي

الأهداف المالية	أهداف الأداء
السيولة	يجب أن تكون المؤسسة قادرة على دفع الفواتير عند استحقاقها وتلبية الاحتياجات غير المتوقعة للنقد
الربحية	يجب أن تحقق دخل صافي عالي
الملاءة الطويلة الأجل	يجب أن تكون قادرة على البقاء لسنوات عديدة
كفاءة التدفق النقدي	يجب أن تولد ما يكفي من النقد من خلال أنشطة التشغيل والاستثمار والتمويل
القوة السوقية	يجب أن تكون قادرة على تعظيم ثروة المساهمين

Source: Belverd E. Needles, Marian Powers, **Principles of Accounting**, 12th Edition, Cengage Learning, Boston, United States of America, 2014, p. 706.

2. قياس الأداء المالي: أهداف الدائنين والمستثمرين

تتمثل أهداف عملية قياس الأداء المالي للمؤسسة من قبل الدائنين والمستثمرين في مجموعة النقاط التالية⁶:

¹ Leonie Jooste, **Cash flow ratios as a yardstick for evaluating financial performance in African businesses**, Managerial Finance, Vol. 32, No.7, 2006, p. 570.

² Yu-Jie Wang, Hsuan-Shih Lee, **Evaluating financial performance of Taiwan container shipping companies by strength and weakness indices**, International Journal of Computer Mathematics, Vol. 87, No.1, 2010, p. 38.

³ Roozbeh Kangari et al., **Financial Performance Analysis for Construction Industry**, Journal of Construction Engineering and Management, Vol.118, No.2, 1992, p. 349.

⁴ Abdul Rehman et al., **Financial Performance, Ratio Analysis and Evaluation of Agricultural Bank of China**, International Journal of Economic Behavior and Organization, Vol. 3, No.5, 2015, p. 72.

⁵ Bernadeth Tongli et al., **Financial Performance Analysis in Manufacturing Companies of The Cement Sectors Listing On Indonesia Stock Exchange (IDX) Period 2013-2017**, SSRN papers, No. 3306516, 2018, p. 02.

⁶ Belverd E. Needles, Marian Powers, Op. Cit., p. 707.

- الحكم على أداء ووضعية المؤسسة المالية السابقة والحالية؛
- تقييم امكانات أو فرص المؤسسة المستقبلية والمخاطر المرتبطة بها؛
- يركز المستثمر عند قياسه للأداء المالي على قدرة المؤسسة على توليد أرباح والتي بدورها ستؤثر على السعر السوقي للسهم ومقدار الأرباح التي سيتم توزيعها؛
- يركز الدائن عند قياسه للأداء المالي على قدرة المؤسسة على تسديد الديون التي يجوزتها.

المطلب الثالث: الاتجاهات التقليدية والحديثة المتعلقة بقياس وتقييم أداء المؤسسة المالي

يشكل قياس وتقييم أداء المؤسسة المالي أحد الجوانب المالية المهمة التي يمكن من خلالها معرفة مدى فعالية وكفاءة استراتيجية المؤسسة المالية. من خلال هذا المطلب سوف نقوم بعرض أهم الطرق والأدوات التقليدية والحديثة المتعلقة بقياس و تقييم أداء المؤسسة المالي.

الفرع الأول: الاتجاهات التقليدية المتعلقة بقياس وتقييم أداء المؤسسة المالي

اعتمد المحللون وجميع الأطراف المهتمة بقياس وتقييم أداء المؤسسة المالي على النسب المالية بشكل أساسي للقيام بالغرض السابق الذكر، وقد اعتبرت النسب المالية كأسلوب يعكس التوجه التقليدي المستخدم لقياس وتقييم أداء المؤسسة المالي قبل ظهور الأساليب القائمة على مبدأ القيمة المضافة.

1. أدوات وتقنيات التحليل المالي

1.1. التحليل الأفقي

يستخدم المحللون التحليل الأفقي الذي يمكنهم من تتبع تغير العناصر المكونة للقوائم المالية لسنتين أو أكثر انطلاقاً من سنة أساس يتم على أساسها تحديد مقدار أو نسبة التغير¹. يعرف التحليل الأفقي أيضاً باسم تحليل الاتجاهات، وهو تقنية لتقييم بيانات القوائم المالية على مدى عدة فترات زمنية والغرض منه هو تحديد الزيادة أو النقصان المعبر عنها إما بمبلغ أو نسبة مئوية².

2.1. التحليل الرأسي

يوضح التحليل الرأسي كيفية ارتباط العناصر الجزئية المختلفة المكونة للقائمة المالية مع إجمالي هذه القائمة، فمثلاً في الميزانية هناك جانب الأصول وجانب الخصوم وكل من هما يتكون من عدة عناصر جزئية تمثل نسبة مئوية إما من إجمالي الأصول أو من إجمالي الخصوم³.

3.1. تحليل النسب

يقدم التحليل الأفقي والتحليل الرأسي بيانات حول كل عنصر من العناصر الموجودة في القوائم المالية بطريقة موحدة، إلا أن هناك طريقة أخرى يمكن من خلالها تقديم رؤية إضافية حول أداء وصحة المؤسسة المالية وهذا عن طريق حساب النسب المستهدفة التي تستخدم مبالغ محددة تتعلق ببعضها البعض، ومن ثم اجراء مقارنة لنتائج هذه النسب مع النتائج المرغوبة أو المتوقعة، النتائج السابقة، نتائج المؤسسات الأخرى والمعايير الصناعة⁴.

¹ Belverd E. Needles et al., **Principles of Accounting**, 12th Edition, Cengage Learning, Boston, United States of America, 2014, p. 664.

² Jerry J. Weygandt et al., **Accounting Principles**, 13th Edition, John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey, United States of America, 2018, p. 835.

³ Belverd E. Needles et al., **Principles of Accounting**, 11th Edition, Cengage Learning, Boston, United States of America, 2011, p. 718.

⁴ Christine Jonick, **Principles of Financial Accounting**, 1st Edition, University of North Georgia Press, Dahlonega, Georgia, United States of America, 2017, p. 284.

1.3.1. تحليل نسب السيولة

تحلل نسب السيولة قدرة المؤسسة على سداد التزاماتها الجارية عند موعد استحقاقها والتزاماتها طويلة الأجل عندما تصبح جارية. بعبارة أخرى، تُظهر هذه النسب مستويات النقد لدى المؤسسة وقدرتها على تحويل الأصول الجارية إلى نقد لسداد الخصوم والالتزامات القصيرة الأجل¹.

تبرز أهمية السيولة من خلال النظر في التداعيات الناتجة عن عدم قدرة المؤسسة على الوفاء بالالتزامات القصيرة الأجل، ومن بين هذه التداعيات أن نقص درجة السيولة بإمكانه منع المؤسسة من الاستفادة من الفرص المربحة المتاحة أمامها، كما أن نقص السيولة الحاد يجعل من استمرار أنشطة المؤسسة أمراً صعباً وقد يؤدي هذا إلى البيع القسري لاستثماراتها وأصولها بأسعار منخفضة، وفي أسوأ الحالات يؤدي إلى إعلان المؤسسة إفلاسها².

يشير نقص السيولة بالنسبة لمساهمي المؤسسة إلى فقدان سيطرة المالك أو خسارة الإستثمار الرأسمالي وهذا ما يعرض أصولهم الشخصية للخطر، أما بالنسبة لدائني المؤسسة فهو يشير إلى أن الفوائد والمدفوعات التي يجب تحصيلها ستتأخر عن موعد إستحقاقها، مع وجود احتمالية خسارة جزء كبير منها في حالة تدهور درجة السيولة أكثر. يتأثر العملاء والموردون أيضاً بمشكلة نقص السيولة من حيث عدم قدرة المؤسسة على تنفيذ العقود وإلحاق الضرر بالعلاقات المهمة بين العملاء و الموردين³.

جدول رقم (18).نسب السيولة

النسبة المالية	طريقة القياس
نسبة التداول <i>Current Ratio</i>	الأصول الجارية / الخصوم الجارية
نسبة السيولة السريعة <i>Quick Ratio</i>	الأصول الجارية-المخزون / الخصوم الجارية
نسبة النقدية <i>Cash Ratio</i>	النقد وما يعادله / الخصوم الجارية

Source: Felix I. Lessambo, **Financial Statements: Analysis and Reporting**, Palgrave Macmillan, Cham, Switzerland, 2018, pp. 208-210.

تعتبر نسبة التداول مقياساً شائعاً لمعرفة ملء المؤسسة على المدى القصير، وهي نسبة تُستخدم الخصوم الجارية كمقام نظراً لأنها تعبر عن الديون الأكثر طلباً والتي يجب الوفاء بها في غضون سنة واحدة أي دورة تشغيلية واحدة⁴.

تعتبر نسبة السيولة السريعة اختصاراً أكثر صرامة لملء المؤسسة على المدى القصير، حيث أنها تلغي المخزون من إجمالي الأصول الجارية لكونه العنصر الأقل سيولة ضمن الأصول المؤسسة الجارية والأكثر احتمالاً للخسارة⁵.

نسبة النقدية هي النسبة التي تقيس قدرة المؤسسة على تغطية التزاماتها الجارية اعتماداً على النقدية التي بحوزتها فقط، وهذا ما يجعلها نسبة أكثر تقييداً للمؤسسة من نسبة التداول ونسبة السيولة السريعة، من حيث عناصر الأصول الجارية التي يمكن استخدامها لتغطية الديون القصيرة الأجل، وهي من أهم النسب التي ينظر إليها الدائنون عندما يريدون معرفة ما إذا كانت المؤسسة تحتفظ بأرصدة نقدية كافية لسداد جميع ديونها الجارية عند تاريخ استحقاقها⁶.

¹ Felix I. Lessambo, **Financial Statements: Analysis and Reporting**, Palgrave Macmillan, Cham, Switzerland, 2018, p. 207.

² Subramanyam K. R, John J. Wild, **Financial Statement Analysis**, 10th Edition, McGraw-Hill Irwin, New York, United States of America, 2009, p. 528.

³ Ibid., p. 529.

⁴ Lyn M. Fraser, Aileen Ormiston, **Understanding Financial Statements**, 11th Edition, Pearson Education Limited, London, United Kingdom, 2016, p. 227.

⁵ Ibid., p. 229.

⁶ Felix I. Lessambo, Op. Cit, p. 210.

2.3.1. تحليل نسب الربحية

إن المقياس الأساسي لنجاح المؤسسة هو الربح، فبدون ربح لا يوجد توزيع أرباح وبدون توزيع أرباح أو توقعات بتوزيع أرباح لن يستثمر أحد في أسهم المؤسسة، كما أن المقرضين لا يحبون المؤسسات غير ربحية، أي الشركات التي تخسر أموالاً وتقرب بشكل كبير من عدم قدرتها على سداد قروضها¹.

تقيس نسب الربحية دخل المؤسسة وما مدى نجاح عملياتها التشغيلية، ومن المهم أن تبقى المؤسسة على نسب مرتفعة من الربحية كي تحافظ على نموها وقدرتها على الحصول على تمويل خارجي في شكل ديون أو أسهم. ونتيجة لهذا، نجد أن الدائنين والمستثمرين على حدٍ سواء يستخدمون الربحية كاختبار نهائي لتقييم فعالية الإدارة التشغيلية².

جدول رقم (19). نسب الربحية

النسبة المالية	طريقة القياس
نسبة العائد على حقوق الملكية	<i>Return on Equity Ratio</i>
نسبة العائد على الأصول	<i>Return on Assets Ratio</i>
نسبة هامش الربح الصافي	<i>Net Profit Margin Ratio</i>
نسبة هامش الربح الإجمالي	<i>Gross Profit Margin Ratio</i>
نسبة دوران الأصول	<i>Asset turnover Ratio</i>

Source: Jerry J. Weygandt et al., **Accounting Principles**, 13th Edition, John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey, United States of America, 2018, pp. 848-850.

يحظى العائد على حقوق الملكية بأهمية كبيرة لدى كبار التنفيذيين داخل المؤسسة كونه مقياس للكفاءة التي تستخدم بها المؤسسة رأس مال المساهمين، أي مقدار الأرباح لكل وحدة نقدية (دينار، دولار..الخ) من رأس مال المستثمر³.
تقيس نسبة العائد على الأصول الربحية الإجمالية للأصول من حيث الدخل المكتسب على كل وحدة نقدية (دينار، دولار..الخ) تم استثمارها في الأصول، ويتم حسابه بقسمة النتيجة أو الدخل الصافي على إجمالي الأصول⁴.
تقيس نسبة هامش الربح الصافي ربح كل وحدة نقدية (دينار، دولار..الخ) من المبيعات المسجلة في قائمة الدخل (جدول حسابات النتائج)، وهي نسبة مهمة بالنسبة لمدراء العمليات كونها تعكس استراتيجية تسعير المؤسسة وقدرتها على التحكم في تكاليف التشغيل من أجل تحقيق أكبر هامش ربح⁵.

تقيس نسبة هامش الربح الإجمالي الربحية النسبية لمبيعات المؤسسة بعد خصم تكلفة المبيعات، وبالتالي يكشف مدى فعالية إدارة المؤسسة في اتخاذ القرارات المتعلقة بالأسعار والتحكم في تكاليف الإنتاج⁶.
تقيس نسبة دوران الأصول المبيعات المولدة لكل وحدة نقدية (دينار، دولار..الخ) من الأصول، أي مقدار مساهمة أصول المؤسسة في حجم المبيعات المحققة⁷، وهي نسبة تستخدم من قبل المستثمرين من أجل معرفة مدى فعالية استخدام المؤسسة لأصولها لتحقيق حجم معين أو مستهدف من المبيعات، وبالتالي اجراء مقارنة مع نظيراتها التي تنشط في نفس المجال.

¹ William R. Lasher, **Practical Financial Management**, 5th Edition, South-Western Cengage Learning, Australia, 2008, p. 89.

² Jerry J. Weygandt et al, Op. Cit, p. 848.

³ Robert C. Higgins et al., **Analysis for Financial Management**, 11th Edition, McGraw-Hill Irwin, New York, United States of America, 2016, p. 40.

⁴ Jerry J. Weygandt et al, Op. Cit, p.850.

⁵ Robert C. Higgins et al., Op. Cit, p. 42.

⁶ Charles R. Moyer et al., **Contemporary Financial Management**, 12th Edition, South-Western Cengage Learning, Australia, 2011, p.114.

⁷ Ibid., p. 44.

3.3.1. تحليل نسب الرفع المالي

تعرف نسب الرفع المالي بنسب إدارة المديونية وهي نسب ترتبط بالسياسة التمويلية للمؤسسة، كما أنها توضح كيفية استخدام المؤسسة لأموال الآخرين¹.

عندما تقوم المؤسسة بتمويل جزء من أصولها بأي نوع من أنواع التمويل ذات الرسوم الثابتة مثل القروض، الأسهم الممتازة، عقود الإيجار.. الخ، يقال أن المؤسسة تستخدم الرافعة المالية. درجة هذه الرافعة تختلف من مؤسسة إلى أخرى وهي عنصر مهم يهتم به كل من الدائنين و الملاك على حد سواء، حيث تشير الرافعة المالية العالية بالنسبة للدائنين إلى احتمالية عدم قدرة المؤسسة على سداد ديونها (الفائدة وأصل القرض) وهذا يجعل منها في نظر الدائنين مؤسسة تقدم لهم أقل حماية في حالة الإفلاس، أما بالنسبة للملاك فهم يهتمون بالرافعة المالية كونها تؤثر على العائد الذي يمكنهم توقع تحقيقه من استثماراتهم و المخاطر التي تنطوي عليها، فمثلا إذا قامت المؤسسة بإقتراض أموال بنسبة 9% ووظفتها بنسبة 12% فإن المالكين يكسبون ما نسبته 3% وهذا يجعل عملية الرفع المالي في نظرهم عملية ايجابية، لكن يمكن لهذه النظرة الإيجابية أن تتغير إلى سلبية إذا لم تكسب المؤسسة جراء توظيفها للمبلغ المقرض أكثر من 9%².

جدول رقم (20). نسب الرفع المالي

طريقة القياس	النسبة المالية
اجمالي الديون / اجمالي الأصول	نسبة المديونية <i>Debt ratio</i>
اجمالي الديون / اجمالي حقوق المساهمين	نسبة المديونية إلى حقوق المساهمين <i>Debt to Equity Ratio</i>
الأرباح قبل الفوائد والضرائب / مصروفات الفوائد	نسبة تغطية الفوائد <i>Times Intrest Earned Ratio</i>
الأرباح قبل الفوائد والضرائب+دفعات الإيجار / الفائدة+ دفعات الإيجار	نسبة تغطية الأعباء الثابتة <i>Fixed-Charge Coverage Ratio</i>

Source: Charles R. Moyer et al., **Contemporary Financial Management**, 12th Edition, South-Western Cengage Learning, Australia, 2011, pp. 80-81.

تأخذ نسبة المديونية بعين الاعتبار جميع الديون مهما اختلفت تواريخ استحقاقها (الطويلة، المتوسطة والقصيرة الأجل)³، وهي نسبة لها أهمية تحليلية مهمة كونها توضح مقدار الديون التي مولت بها المؤسسة أصولها. يعتبر حملة السندات والديون الطويلة الأجل من بين الأطراف التي تهتم بتحليل هذه النسبة، وهم يميلون إلى تفضيل نسبة المديونية منخفضة على المرتفعة لأن هذا يوفر لهم نوع من الحماية في حالة التصفية أو بعض المشاكل المالية الأخرى التي يمكن أن تتعرض لها المؤسسة مستقبلاً⁴.

تقيس نسبة المديونية إلى حقوق المساهمين درجة الرافعة المالية (الإستدانة) والهيكل المالي للمؤسسة من خلال اظهار مقدار الأصول الممولة عن طريق الديون مقابل حقوق المساهمين⁵ (التمويل عن طريق الأسهم)، كما أنها نسبة تظهر قدرة المساهمين على تغطية الديون التي تم اصدارها في حالة توقف أو تراجع نشاط المؤسسة.

تقيس نسبة تغطية الفائدة درجة حماية الدائنين من التخلف عن سداد الفوائد⁶، عن طريق أرباح المؤسسة قبل الفوائد و الضرائب (EBIT) والتي يمكن استخدامها لدفع مدفوعات الفائدة (Interest Payments) عند تاريخ استحقاقها⁷.

¹ William R. Lasher, Op. Cit, p. 87.

² Charles R. Moyer et al., Op. Cit, p. 79.

³ Stephen A. Ross et al., **Corporate Finance**, 9th Edition, McGraw-Hill Irwin, New York, United States of America, 2010, p. 106.

⁴ Charles R. Moyer et al., Op.cit, p. 80.

⁵ Belverd E. Needles et al., **Principles of Accounting**, 11th Edition, Op. Cit, 2011, p. 726.

⁶ Ibid., p. 727.

⁷ Robert C. Higgins et al., Op. Cit, p. 51.

تقيس نسبة تغطية الأعباء الثابتة عدد المرات التي تكون فيها المؤسسة قادرة على تغطية إجمالي الأعباء الثابتة¹ (أصل الدين والفائدة المترتبة عنه، مصاريف إيجار المعدات *Equipment Lease Expenses*.. الخ)، ويقصد بمصطلح "الثابتة" هنا أن هذه الأعباء واجبة الدفع بغض النظر عن ظروف العمل التي تمر بها المؤسسة على عكس أرباح الأسهم التي يمكن تخفيضها إذا كانت الأرباح ضعيفة².

4.3.1. تحليل نسب النشاط

تعرف هذه النسب بنسب الدوران الأصول، وهي نسب تقيس السرعة التي يتم بها تحويل الحسابات المختلفة إلى مبيعات أو نقد (تدفقات داخلية أو تدفقات خارجة)³، أي كفاءة استخدام المؤسسة لأصولها لتحقيق مبيعات⁴. تؤدي التغيرات في معدل دوران أنواع معينة من الأصول إلى تغيرات في معدل دوران إجمالي الأصول، يقوم المحلل المالي عموماً بحساب نسب دوران منفصلة لثلاثة أنواع من الأصول وهي حسابات القبض، المخزون والأصول الثابتة⁵.

جدول رقم (21). نسب النشاط

النسبة المالية	طريقة القياس
نسبة دوران حسابات القبض	<i>Accounts Receivable Turnover</i>
نسبة دوران المخزون	<i>Inventory Turnover</i>
نسبة دوران الأصول الثابتة	<i>Fixed-Asset Turnover</i>
نسبة دوران إجمالي الأصول	<i>Total Asset Turnover</i>

Source: William R. Lasher, **Financial Management**, 5th Edition, South-Western Cengage Learning, Australia, 2008, p. 93.

تقيس نسبة دوران حسابات القبض متوسط عدد الأيام التي يتم استغراقها من أجل بيع المخزون، كما يستخدم المحللون نسبة أو معدل دوران حسابات القبض لقياس مدى كفاءة المؤسسة في تحصيل الديون التي تقدمها لزمائنها. تشير نسبة دوران المخزون إلى مدى سرعة بيع المؤسسة لمخزونها، التي يتم قياسها من حيث معدل حركة البضائع من وإلى المؤسسة⁶.

تقيس نسبة دوران الأصول الثابتة العلاقة بين المبيعات والاستثمار في الأصول الثابتة (عقارات، المنشآت والمعدات)، كما تعرف هذه النسبة أيضاً باسم نسبة إنتاجية الأصول الثابتة لأنها تقيس المبيعات الناتجة عن مستوى معين من الاستثمار في الأصول الثابتة⁷.

تقيس نسبة دوران إجمالي الأصول كفاءة أصول المؤسسة في توليد الإيرادات أي مدى مساهمة إجمالي أصول المؤسسة في المبيعات السنوية المحققة، وهي نسبة تحسب بقسمة صافي المبيعات على إجمالي أصول المؤسسة. وبشكل عام، تشير النسبة العالية إلى أن المؤسسة تستخدم أصولها بشكل فعال لتحقيق مبيعات أو إيرادات، أما إذا كانت هذه النسبة منخفضة فهذا يدل على أن المؤسسة لا تستخدم أصولها بكفاءة وهي تعاني من بعض المشاكل الداخلية.

¹ Charles R. Moyer et al., Op. Cit, p. 81.

² William R. Lasher, Op. Cit, p. 89.

³ Lawrence J. Gitman, Chad J. Zutter, **Principles of Managerial Finance**, 13th Edition, Prentice Hall, Boston, United States of America, 2012, p.73.

⁴ Stephen A. Ross et al., Op. Cit, p. 107.

⁵ Roman L. Weil et al., **Financial Accounting: An Introduction to Concepts, Methods, and Uses**, 14th Edition, South-Western Cengage Learning, Australia, 2014, p.228.

⁶ Roman L. Weil et al., Op. Cit, p. 229.

⁷ Ibid., p. 230.

5.3.1. تحليل نسب السوق

ترتبط كل من نسب السيولة، الربحية، النشاط والرفع المالي بالإدارة الداخلية للمؤسسة وهذا يجعلهم جميعاً تقريباً تحت سيطرة الإدارة، إلا أن هذا يختلف مع نسب السوق أو القيمة السوقية للمؤسسة التي تعتبر أقل سيطرة من قبل إدارة المؤسسة لأن تصورات ومواقف جمهور المستثمرين تفرض على الإدارة التصرف من أجل تعظيم القيمة السوقية¹.

تقدم نسب القيمة السوقية نظرة أدق حول شعور المستثمرين داخل السوق حول ما تقوم به المؤسسة من أعمال من شأنها تعظيم أو تخفيض كل من العائد والمخاطر².

هناك العديد من النسب السوقية ذات الأهمية الكبيرة بالنسبة للمستثمر ومن أهمها القيمة السوقية إلى العائد، القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، ربح السهم، ربحية السهم.

جدول رقم (22). نسب السوق

النسبة المالية	طريقة القياس
نسبة القيمة السوقية إلى العائد <i>Price-Earning Ratio</i>	القيمة السوقية للسهم / ربحية السهم الواحد
نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية <i>Market-to-Book Value Ratio</i>	القيمة السوقية للسهم / القيمة الدفترية للسهم
نسبة ربح السهم <i>Dividend Yield Ratio</i>	ربحية السهم الواحد / القيمة السوقية للسهم
نسبة ربحية السهم <i>Earnings Per Share Ratio</i>	النتيجة الصافية - أرباح الأسهم الممتازة / عدد الأسهم العادية المصدرة

المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على المعلومات السابقة

نسبة القيمة السوقية إلى العائد أو السعر إلى الأرباح، هي نسبة يتم استخدامها بشكل شائع من أجل معرفة تقييم المساهمين لقيمة السهم أي المبلغ الذي يرغب المستثمرون في دفعه مقابل كل دينار من أرباح المؤسسة، كما يشير مستوى هذه النسبة إلى درجة الثقة التي يتمتع بها المستثمرون اتجاه الأداء المستقبلي للمؤسسة³.

تقدم نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية تقيماً عن كيفية رؤية المستثمرين لأداء المؤسسة عن طريق ربط القيمة السوقية لأسهم المؤسسة بالقيمة الدفترية، ولحساب هذه النسبة ينبغي أولاً حساب القيمة الدفترية للسهم العادي المساوية لحاصل قسمة حقوق المساهمين على متوسط عدد الأسهم العادية⁴.

نسبة ربح السهم من بين النسب المهمة التي ينظر إليها المستثمر الخارجي، فمن خلال هذه النسبة يمكن للمستثمر قياس مقدار الأرباح النقدية الموزعة على المساهمين العاديين نسبة إلى القيمة السوقية للسهم الواحد.

تقيس نسبة ربحية السهم صافي الدخل المكتسب لكل سهم من الأسهم العادية⁵، وهي نسبة مهمة ينظر إليها المساهمون حيث تمكنهم من معرفة مقدار العائد الذي يمكن الحصول عليه لقاء الإستثمار في شراء أسهم مؤسسة معينة.

4.1. مميزات وعيوب استخدام النسب المالية

1.4.1. مميزات النسب المالية

استخدام النسب المالية لأغراض التحليل يتضمن عدد من الفوائد المهمة للمحللين نذكر منها ما يلي⁶:

¹ William R. Lasher, Op. Cit, p. 90.

² Lawrence J. Gitman, Chad J. Zutter, Op. Cit, p. 82.

³ Ibidem.

⁴ Lawrence J. Gitman, Chad J. Zutter, Op. Cit, p. 83.

⁵ Jerry J. Weygandt et al., Op. Cit, p. 850.

⁶ Barry Elliott, Jamie Elliott, **Financial Accounting and Reporting**, Pearson Education Limited, Edinburgh Gate, United Kingdom, 18th Edition, 2017, p. 678.

- تتيح النسب المالية اجراء مقارنة بين المؤسسات التي تعمل في نفس القطاع وأيضاً المقارنة مع متوسطات الصناعة بحيث يمكن تحديد نقاط القوة والضعف المحتملة؛
- من خلال تقنية أو مقارنة الهرم¹، من الممكن اجراء تحليل منظم للأداء المالي والوضعية أو المركز المالي من خلال التعمق في سلسلة من النسب انطلاقاً من العائد على رأس المال العامل؛
- تتيح بعض النسب مقارنة الكيانات ذات الأحجام المختلفة. على سبيل المثال، من الصعب جداً مقارنة أرباح مؤسستين دون تقدير "كبر حجم" مؤسسة بالنسبة إلى الأخرى.

2.4.1. عيوب النسب المالية

- على الرغم من أن تحليل النسب أداة قوية إلا أنه يعاني من بعض أوجه القصور التي يجب على المحللين الإنتباه لها، وهي كما يلي²:
- تواجه المؤسسات الكبيرة الحجم ذات الأنشطة المتعددة مشكلة أكبر عند استخدام النسب المالية لأغراض التحليل، نظراً لأن دمج المعلومات المالية المختلفة لأقسام وفروع هذه المؤسسات في قوائم مالية موحدة من شأنه أن يقلل بشكل كبير من قيمة مخرجات عملية التحليل؛
- يشير "تضميد النوافذ" (Window Dressing)، إلى الممارسات التي تقوم بها المؤسسات نهاية العام والتي تجعل من ميزانيتها الختامية تبدو أفضل مما هي عليه فعلاً، ومن الأمثلة على هذه العملية:
 - ✓ تأجيل الدفع سيولة نقدية للموردين بحيث يظهر الرصيد النقدي في نهاية الفترة أعلى مما عليه في الواقع؛
 - ✓ تسجيل أقل لأعباء الديون المعدومة³ بحيث تبدو الحسابات القبض (وبالتالي النسب الجارية) أفضل مما هي عليه في الواقع، وهذا من شأنه تقديم نظرة خاطئة عن الوضعية المالية الحقيقية للمؤسسة.
- تسمح مبادئ المحاسبة بقدر كبير من حرية العمل عند القيام بإعداد تقارير، وهذا يعني أن المؤسسات المتماثلة قد تبلغ عن نفس الشيء بشكل مختلف، والمثال على هذا مخصصات الإهلاك حيث أن للمؤسسة حرية الاختيار بين الإهلاك المتزايد أو الخطي وهذا يمكن أن يساهم في مضاعفة الإهلاك لفترة معينة وبالتالي يحدث فرقاً كبيراً في صافي الدخل بين مؤسستين متماثلتين؛
- من شأن التضخم أن يُحرف القوائم المالية، فالعقارات التي تم شراؤها منذ سنوات يتم إدراجها في الميزانية بتكلفتها الأصلية ومع ذلك قد تكون قيمتها السوقية عدة أضعاف؛
- تفسير النسب لا يكون واضحاً دائماً وأهم شيء يجب تذكره فيما يتعلق بالمشاكل السابقة هو أن تحليل النسب لا يساهم بقدر كبير في تحصيل إجابات بقدر ما يساهم في طرح الأسئلة بالشكل الصحيح.

الفرع الثاني: الاتجاهات الحديثة المتعلقة بقياس وتقييم أداء المؤسسة المالي

لقد تطرقنا سابقاً إلى أن عملية قياس الأداء المالي ضمن الاتجاهات التقليدية تعتمد على النسب المالية وهي تعرف أيضاً بمقاييس الأداء-الأداء المالي-ذات الأساس المحاسبي ومنها العائد على الأصول (ROA)، العائد على حقوق الملكية (ROE)، العائد على المبيعات (ROS) وهامش الربح الصافي (NPM).

¹ من الأمثلة على هذه التقنية نموذج DuPont الذي تم التطرق إليه سابقاً، وللإستزادة حول تقنية الهرم راجع:

Bayldon R, Woods A. Zafiris, A note on the 'pyramid' technique of financial ratio analysis of firms' performance, Journal of Business Finance & Accounting, Vol.11, No.1, 1984.

² William R. Lasher, Op. Cit, p. 97.

³ تقوم المؤسسة بتسجيل هذا النوع من الأعباء عندما لا يقدر أي من زبائنها على دفع ديونه المستحقة لعدة إعتبارات كإفلاسه نتيجة للمشاكل المالية المتراكمة أو غير ذلك من المشاكل التي تحول دون قيامه بتسديد ما عليه في الوقت المحدد.

في حين أن أساليب قياس الأداء المالي التقليدية تعتمد على المخرجات المحاسبية فقط نجد أن الأساليب الحديثة (الإنجازات الحديثة) لقياس الأداء المالي تركز على قيمة المؤسسة، وبالتالي تُعرف المقاييس الخاصة بها بمقاييس الأداء المالي القائمة على الأساس السوقي ومن أشهر أساليب القياس الحديثة للأداء المالي القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) والقيمة السوقية المضافة (MVA).

1. القيمة الاقتصادية المضافة

تم تسويق القيمة الاقتصادية المضافة على أنها أحد المقاييس الحديثة الخاصة بقياس الأداء المالي للمؤسسة ويعود الفضل في ظهورها إلى مؤسسة Stern Stewart & Co الاستشارية سنة 1991. مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة هو عبارة عن إمتداد لنتائج أعمال Franco Modigliani و Merton Miller ضمن مقال "سياسة توزيع الأرباح، النمو وتقييم الأسهم" الذي نشر في مجلة الأعمال (*Journal of Business*) سنة 1961¹.

أصبحت منهجية القيمة الاقتصادية المضافة بعد فترة قصيرة من ظهورها المنهجية الموصى بها على نطاق واسع لقياس أداء المؤسسات، وتزعم Stern Stewart & Co أن هذه المنهجية هي المقياس الوحيد الذي يفسر بشكل صحيح جميع المفاضلات المعقدة التي تنطوي على خلق القيمة، أو بعبارة أخرى هي المقياس الصحيح للإستخدام من أجل تحديد الأهداف وتقييم الأداء وتحديد المكافآت والتواصل مع المستثمرين والموازنة الرأسمالية وجميع أنواع التقييمات². ويؤمن أنصار القيمة الاقتصادية المضافة بأن المؤسسة التي يتجاوز عندها معدل العائد على رأس المال المستثمر معدل التكلفة الوسطية المرجحة لمصادر التمويل هي مؤسسة تحقق أو تخلق قيمة مضافة³.

تقيس القيمة الاقتصادية المضافة مقدار القيمة التي تخلقها المؤسسة والتي من شأنها تعظيم قيمة حملة الأسهم، ولهذا نجد أن مدراء المؤسسات يركزون على القيمة الاقتصادية المضافة كونها تساهم في ضمان عملهم بطريقة تتوافق مع تعظيم ثروة المساهمين كما أنها تساعدهم في تحديد قيمة أقسام أو فروع المؤسسة على أفراد والمؤسسة ككل وهذا يوفر أساساً مفيداً لتحديد الأداء الإداري على جميع المستويات، وبالتالي تحديد التعويض أو المنح الإدارية المناسبة⁴.

حساب القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) يكون من خلال خطوتين: الخطوة الأولى، هي حساب عبء رأس المال (*Capital Charge*) التي تنتج عن طريق ضرب التكلفة الوسطية المرجحة لمصادر التمويل (WACC) في رأس المال المستثمر الذي يتمثل في إجمالي الأصول مخصصاً منها الخصوم الجارية التي لا تحمل أي فائدة؛ أما الخطوة الثانية، فهي تتمثل في طرح عبء رأس المال من الدخل التشغيلي الصافي بعد الضريبة (NOPAT)⁵.

$$EVA = NOPAT - (Capital \times WACC)$$

حيث:

EVA = القيمة الاقتصادية المضافة

¹ Sabol Andjrija, Sverer Filip: **A review of the economic value added literature and application**, UTMS Journal of Economics, Vol. 8, No.1, 2017, p. 82.

² Barbera Maria, Coyte Rodney, **Shareholder Value Demystified: an explanation of methodologies and use**, UNSW Press, Sydney, Australia, 1999, p. 16.

³ Jim Kelleher, **Equity Valuation for Analysts & Investors: A Unique Stock Valuation Tool for Financial Statement Analysis and Model-Building**, 1st Edition, McGraw Hall, New York, United States of America, 2010, p. 168.

⁴ Michael C. Ehrhardt, Eugene F. Brigham, **Corporate Finance: A Focused Approach**, 6th Edition, South-Western College Pub, 2010, p. 69.

⁵ Andrew C. Worthington, Tracey West, **Economic Value-Added: A Review of the Theoretical and Empirical Literature**, Asian Review of Accounting, Vol. 9, No.1, 2001, p. 8.

NOPAT = الدخل التشغيلي الصافي بعد الضريبة

Capital = رأس المال المستثمر

WACC = التكلفة الوسطية المرجحة لمصادر التمويل

هناك طريقة أخرى لحساب القيمة الاقتصادية المضافة وهي كالتالي:

$$EVA = Capital \times (ROC - WACC)$$

حيث:

$$ROC = 100 \times \text{الدخل التشغيلي الصافي بعد الضريبة} / \text{رأس المال المستثمر}$$

2.1. محركات خلق القيمة الاقتصادية المضافة

- تتمثل محركات القيمة ضمن القيمة الاقتصادية المضافة في الربحية العمليات الجارية ومقدار تكلفة رأس المال المستخدم، وحسب Stewart Bennett هناك ثلاث إستراتيجيات من شأنها زيادة القيمة الاقتصادية المضافة للمؤسسة وهي¹:
- تحسين الأرباح التشغيلية مع عدم تقييد رأس المال؛
 - سحب المزيد من رأس المال المقترض طالما أن هذا يساهم في تحقيق أرباح إضافية تغطي تكلفة رأس المال الإضافي؛
 - تحرير رأس المال ودفع الأموال المقترضة طالما أن أي أرباح مفقودة يتم تعويضها من المدخرات الناتجة عن التغير في رأس المال.

3.1. مميزات القيمة الاقتصادية المضافة

- تعمل منهجية القيمة الاقتصادية المضافة على معرفة ما إذا كانت ممارسات المؤسسة اليومية تساهم في خلق قيمة مضافة مع الأخذ بعين الاعتبار مصالح أصحاب المصلحة ككل خاصة حملة الأسهم، وهذا ما يجعلها تتميز عن غيرها بعدة مميزات نذكرها كما يلي²:
- تتميز ببساطة مفهومها وإمكانية شرحها بسهولة للمدراء غير الماليين؛
 - تزيل الإرتباك الناتج عن تعدد الأهداف عن طريق إستخدام مؤشر مالي واحد يقارب بين جميع القرارات التي تخدم هدفًا مشتركًا وهو كيفية تحسين القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)؛
 - توفر لغة مشتركة لكل من المدراء والموظفين وهذا يسمح بنمذجة قرارات الإدارة ومراقبتها وإبلاغها من أجل تحقيق هدف خلق قيمة مضافة للمساهمين، كما تساهم في بناء توقعات طويلة الأجل حول المشاريع الإستثمارية المربحة التي تغطي أرباحها المحققة تكلفة رأس المال المستثمر وهذا يمنع المؤسسة من الإفراط في إستخدام رأس المال.

4.1. عيوب القيمة الاقتصادية المضافة

- قدمت القيمة الاقتصادية المضافة منظورًا يختلف عن طرق قياس الأداء المالي التقليدية التي من عيوبها أنها تركز الأرباح وتحمل عنصر مهم وهو قيمة المؤسسة، إلا أن هذا لم يمنع من أن تتصف ببعض أوجه القصور ومنها³:
- المؤسسات التي لها إستثمارات كبيرة خلال مرحلة النمو تسجل قيمة اقتصادية سالبة على المدى القصير رغم أنها تحقق معدلات عوائد عالية، وهذا أحد نقاط ضعف القيمة الاقتصادية المضافة على المدى القصير⁴؛

¹ Barbera Maria, Coyte Rodney, Op. Cit., p. 19.

² Laura Vasilescu, Ana Popa, **Economic Value Added: Pros and Cons**, Finance-Challenges of the Future, Vol. 13, No.1, 2011, p. 63.

³ Igor Pustynnick, **EVA Pros and Cons**, Monarch Management Review, Vol. 1, No.1, 2010, pp. 21-22.

⁴ Laura Vasilescu, Ana Popa, Op. Cit., p. 64.

- نظرا لأن القيمة الاقتصادية المضافة تعتمد على إجمالي حجم رأس المال المستثمر فإن القيمة الاقتصادية المضافة لأقسام أو فروع المؤسسة الكبيرة الحجم ذات معدلات الرملة العالية دائمة تكون أكبر من أقسام أو فروع المؤسسة الصغيرة الحجم والتي لها نفس معدلات الرملة؛
- القيمة الاقتصادية المضافة قابلة للتوجيه مالياً من قبل مدراء الأقسام المختلفة داخل المؤسسة التي لها القدرة على التحكم في المدخلات والمخرجات المالية، وعلى سبيل المثال تفضيل مدراء الأقسام تلبية طلبات شراء تولد مبالغ نقدية كبيرة وتأجيل أو إلغاء نفقات الصيانة الخاصة بالمصنع؛
- تركز القيمة الاقتصادية المضافة على المكاسب القصيرة الأجل وهذا يؤثر على المشاريع الطويلة الأجل التي تقدم تدفقات نقدية سالبة في المراحل الأولى من عمرها عكس المشاريع القصيرة الأجل التي تحقق تدفقات نقدية موجبة بعد وقت قصير من بدايتها، وهذا ما يجعل مدراء الأقسام الذين يستخدمون القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) يفضلون المشاريع القصيرة الأجل على المشاريع الطويلة الأجل التي قد تكون لها أهمية استراتيجية كبيرة على المدى الطويل مثل مشاريع البحث والتطوير؛
- من أهم عيوب القيمة الاقتصادية المضافة عدم قدرتها على قياس قيمة المؤسسات التي لها قيمة أكبر خارج الميزانية مثل مؤسسات البحث والتطوير التي ليس لديها عناصر مدرة للدخل، فمن المعروف أن العديد من المؤسسات المصنعة للبرمجيات تبقى في المنطقة الحمراء لعدة سنوات كونها منخرطة في التطوير المبكر للمنتجات الذي يتطلب بدوره كميات كبيرة من رأس المال المستثمر في منتجات يمكن أن تصبح مربحة فقط في وقت ما في المستقبل البعيد، وعلى الرغم من أن هذه المؤسسات لديها كمية كبيرة من القيمة الفكرية المخزنة في خوارزميات البرمجيات المطورة أو براءات الاختراع إلا أنها لا تستطيع بسهولة حساب هذه القيمة وإدراجها في الميزانية؛
- لا يمكن استخدام القيمة الاقتصادية المضافة كمؤشر لأداء المشاريع العقارية نظراً لأن قيمة الأشياء العقارية (الكيان التجاري، العقارات، المباني... الخ) يمكن أن تخضع لتقلبات كبيرة سببها عدة عوامل لا تكون جزءاً من ظروف السوق الأساسية.

2. القيمة السوقية المضافة

القيمة السوقية هي قيمة رأس مال المؤسسة المتداول الذي يتكون بشكل عام من رأس مال المقترض ويضم القروض القصيرة والطويلة الأجل و عقود الإيجار الرأس مالية، بالإضافة إلى رأس المال الممتلك الذي يتكون من أسهم العادية والأسهم الممتازة.

$$\text{القيمة السوقية المضافة (MVA)} = \text{القيمة السوقية الإجمالية}^1 - \text{رأس المال المستثمر}$$

القيمة السوقية المضافة هي قيمة المؤسسة السوقية ناقص قيمة رأس مال (القيمة الدفترية) وهي تتميز بثلاث نقاط مهمة²:

- تقيس قيمة إمتياز المؤسسة³ (Franchise Value)؛

¹ القيمة السوقية الإجمالية = القيمة السوقية للأسهم + القيمة السوقية للديون.

² Stewart G. Bennett, **Best-Practice EVA: The Definitive Guide to Measuring and Maximizing Shareholder Value**, 1st Edition, John Wiley & Sons, New Jersey, United States of America, 2013, p. 304.

³ قيمة الإمتياز هي القيمة الحالية للربح المستقبلي المتوقع أن تكسبه المؤسسة، والربح هنا هو المكاسب التي تتجاوز ما هو مطلوب لتغطية كافة التكاليف بما في ذلك تكلفة رأس المال. أنظر:

Rebecca S. Demse et al., **Banks with something to lose: The disciplinary role of franchise value**, Economic Policy Review, Vol.02, No.2, 1996, p. 02.

- تقيس الثروة الإجمالية للملاك في وقت معين؛
 - تمثل تقديرًا ضمنيًا لصافي القيمة الحالية الإجمالية لجميع مشاريع المؤسسة الإستثمارية الرأسمالية داخل السوق، سواءً الموجودة فعلاً أو تلك التي من المتوقع أن تتحقق في المستقبل.
- يشير Stewart Bennett إلى أن القيمة السوقية المضافة تُظهر ما لا يستطيع أي مقياس آخر إظهاره وهو مدى نجاح الإدارة في تخصيص الموارد الشحيحة وإدارتها وإعادة توزيعها من أجل تعظيم صافي القيمة الحالية للمؤسسة وبالتالي زيادة ثروة الملاك، كما أن النجاح الحقيقي للمؤسسة لا يقتصر فقط في تحقيق قيمة سوقية مضافة موجبة، بل يمكن اعتبار تحقيق قيمة سوقية مضافة أقل سلبية نجاحًا أيضًا¹، ويضيف أيضًا:

"الفكرة الرئيسية مبدئيًا للقيمة السوقية المضافة هي أن القيمة السوقية المضافة للمؤسسة ما في زمن ما تساوي القيمة الحالية لجميع أرباح القيمة الاقتصادية المضافة التي يمكن أن تتوقعها طوال فترة حياتها المستقبلية. تميل القيمة الاقتصادية المضافة للمؤسسات التي تغطي فقط تكلفة رأس المال إلى التداول دون تحقيق قيمة سوقية مضافة أي البيع بالقرب من القيمة الدفترية أما المؤسسات التي لها مكاسب وأرباح مستدامة هي التي ستخلق قيمة إمتياز للمؤسسة ومكافأة الملاك بثروة إضافية²."

3. العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة

يرى De Wet و Hall أن القيمة السوقية المضافة (MVA) تعتبر من وجهة نظر المستثمر المقياس الأفضل والنهائي لأداء المؤسسة المالي وهي تمكنه من تقييم الأداء وتحديد الفرق في القيمة المضافة من وقت إلى آخر من أجل معرفة ما إذا تم إنشاء القيمة أو تدميرها، أما بالنسبة للقيمة الاقتصادية المضافة (EVA) فتمثل مقياس الأداء الداخلي وهي العنصر الموجه للقيمة السوقية المضافة (MVA)³. ومع هذا، يجب الأخذ بعين الاعتبار أن القيمة السوقية المضافة لا تتأثر فقط بالقيمة الاقتصادية المضافة بل هناك عوامل أخرى خارجية تؤثر على أسعار أسهم المؤسسة ولا يمكنها التحكم فيها، لكن رغم كل هذا يبقى هناك إعتقاد سائد بأن كل ما كانت القيمة الاقتصادية موجبة ومتنامية باستمرار كل ما زاد هذا من القيمة السوقية المضافة على المدى الطويل⁴.

هناك ارتباط وثيق بين القيمة السوقية والقيمة الاقتصادية حيث نجد أن القيمة السوقية المضافة تساوي القيمة الحالية الصافية لمجموع القيم الاقتصادية المضافة المتوقعة مستقبلاً، وهذا ما توضحه العلاقة التالية:

$$MVA = \sum_{t=1}^n \frac{EVA_t}{(1+c)^t}$$

حيث:

MVA = القيمة السوقية المضافة

EVA_t = القيمة الاقتصادية المضافة لفترة t

C = التكلفة الوسطية المرجحة لمصادر التمويل عند الفترة t

يرى Brigham و Ehrhardt أن هناك علاقة بين MVA و EVA لكنها ليست علاقة مباشرة كون أن هناك عامل آخر يؤثر على القيمة السوقية وهو سعر السهم المتوقع، لكن بصفة عامة إذا حققت المؤسسة قيمة اقتصادية مضافة سالبة خلال

¹ Stewart G. Bennett, Op. Cit., pp. 304-305.

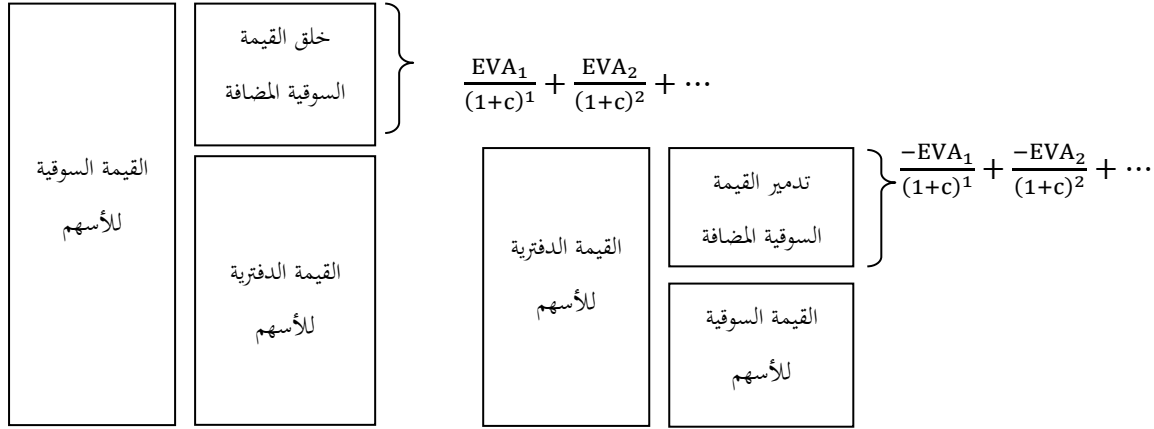
² Ibidem.

³ De Wet J.H, Hall J.H, **The Relationship Between EVA, MVA and Leverage**, Meditari Accounting Research, Vol.12, No.1, 2004, p. 41.

⁴ De Wet J.H, **Executive Compensation and The EVA and MVA Performance of South African Listed Companies**, Southern African Business Review, Vol.16, No.3, 2013, p. 63.

فترة من الزمن فمن المفترض أن يشكل هذا تدمير للقيمة سوقية المضافة، وعلى العكس من هذا يمكن أن تخلق المؤسسة قيمة سوقية مضافة إذا كانت تتمتع خلال فترة من الزمن بقيمة إقتصادية مضافة موجبة¹.

شكل رقم (22). العلاقة بين القيمة الاقتصادية والقيمة السوقية المضافة



Source: Esa Makelainen, **Economic Value Added as a Management Tool**, DBA, Department of Accounting and Finance, Helsinki School of Economics and Business Administration, Helsinki, Finland, 1998, p.11.

يوضح الشكل رقم (22) العلاقة المباشرة التي تربط بين القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة، والملاحظ هو أن المؤسسة إذا ما حققت ولفترات متتالية مجموع سالب للقيمة الاقتصادية المضافة فهذا قطعاً سيؤدي إلى تأثير القيمة السوقية للمؤسسة التي حددت ضمن هذا الشكل في قيمة السوقية للأسهم. يرى المستثمر في هذه الحالة أنه لا توجد فائدة من استثمار أمواله في شراء أسهم مؤسسة لا تخلق قيمة إقتصادية مضافة وهذا يعود لسبب مهم وهو أن العائد على رأس المال المستثمر لا يتجاوز تكلفة مصادر التمويل المخصصة لنفس الاستثمار وهذا يجعل المؤسسة تميل في هذه الحالة إلى هدم القيمة السوقية عوض خلق القيمة السوقية. من ناحية أخرى، يمكن أن تتغير وجهة نظر المستثمر هذه إلى نظر متفائلة إذا ما حقق المؤسسة مجموع موجب للقيمة الاقتصادية المضافة.

المبحث الثالث: الأدوات المتقدمة المستخدمة في قياس، وتقييم، والحكم على أداء المؤسسة المالي

نتيجة الأبحاث المستمرة المتعلقة بطرق قياس الأداء المالي، يمكن أن نلاحظ بأن هناك توجه نحو طرق القياس المتقدمة التي لا تعتمد فقط على البيانات المحاسبية. من خلال هذا المبحث سوف نناقش أهم الطرق المتقدمة المستخدمة لقياس الأداء المالي.

المطلب الأول: قياس الأداء المالي وفق منظور خلق القيمة

أصبحت مقاييس الأداء المالي التي تعتمد على مبدأ تعظيم ثروة المساهمين أو بعبارة أخرى المقاييس التي تعتمد على الأرباح (الخسائر) الاقتصادية بدل الأرباح (الخسائر) المحاسبية شائعة الاستخدام في الوسط المالي الداخلي والخارجي للمؤسسة كونها تأخذ بعين الاعتبار تكلفة الفرصة التي من شأنها أن تساهم في تحقيق أو تدمير للقيمة.

لنفرض أن مؤسسة ما مخيرة بين قرارين مهمين من أجل ضمان إستمرارية أنشطتها: (1) الخيار الأول، هو أن تخفض بعض التكاليف من أجل تحسين نتائجها المالية؛ (2) الخيار الثاني، هو إنشاء خط عمل جديد لمنتج جديد بهدف تحسين النتائج المالية وبالتالي خلق قيمة مضافة. في نهاية الأمر، تفضيل خيار على حساب آخر يجعل من الخيار المرفوض تكلفة لفرصة بديلة ويكون الربح أو الخسارة الاقتصادية عبارة عن طرح لإجمالي الإيرادات من تكلفة الفرصة المرتبطة بهذه الإيرادات.

¹Eugene F. Brigham, Michael C. Ehrhardt, **Financial Management: Theory and Practice**, 15th Edition, Gengage Learning, Boston, United States of America, 2017, p. 83.

على غرار القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة اللذان أشرنا إليهما بشكل موجز قبل قليل، هناك عدة مقاييس أخرى تستخدم لغرض قياس وتقييم الأداء المالي للمؤسسة وتأخذ بعين الاعتبار مبدأ تعظيم ثروة المساهمين ومنها التدفق النقدي للعائد على الإستثمار (CFROI)، القيمة المضافة للمساهمين (SVA)، الهامش الإقتصادي (EM)، القيمة النقدية المضافة (CVA).

الفرع الأول: طريقة التدفق النقدي للعائد على الاستثمار وطريقة القيمة المضافة للمساهمين

يعرض هذا الفرع طريقتين لقياس أداء المؤسسة المالي تأخذان بعين الاعتبار مبدأ تعظيم قيمة المساهمين أثناء عملية القياس وهما طريقة التدفق النقدي للعائد على الاستثمار وطريقة القيمة المضافة للمساهمين.

1. طريقة التدفق النقدي للعائد على الاستثمار

يستخدم التدفق النقدي للعائد على الإستثمار بشكل متزايد من قبل إدارة المؤسسات والمحللين كأداة رئيسية لقياس أداء المؤسسة وقيمة المساهمين¹، وهو يشبه معدل العائد الداخلي (IRR) للمشروع بحيث يقارن النقد المستثمر المتراكم (*Cumulative Cash Invested*) في المشروع مع النقد المتولد من نفس المشروع مع أخذ بعين الاعتبار أهمية كل من عمر و فترة حياة الأصل و عامل التضخم².

عملية حساب التدفق النقدي للعائد على الإستثمار وفق Aswath Damodaran تتم بإستخدام أربع مدخلات وهي³: إجمال الإستثمار (*Gross Investmens*)؛ إجمالي التدفق النقدي (*Gross Cash Flow*)؛ العمر المتوقع للأصول (*Expected Life of The Assets*)؛ القيمة المتوقعة للأصول (*Expected Value of The Assets*).

يتم الحصول على إجمالي الإستثمار عن طريق إعادة إضافة مخصصات الإهلاك إلى القيمة الدفترية الصافية للأصول للوصول إلى تقدير الإستثمار الأصلي للأصل. يتم تحويل إجمالي الاستثمار على هذا النحو المقدّر إلى قيمة "بالدولار" الحالي لتعكس التضخم الذي وقع منذ شراء الأصل.

$$\text{إجمالي الاستثمار (GI)} = \text{صافي قيمة الأصل} + \text{الإهلاك المتراكم للأصل} + \text{مقدار التغير الحالي "بالدولار"}$$

المدخل الثاني هو إجمالي التدفق النقدي المكتسب خلال العام الجاري من الأصل وهو يُعرف على أنه مجموع الدخل التشغيلي بعد الضريبة و الأعباء غير النقدية مقابل الأرباح مثل مخصصات الإهلاك والمؤونات.

$$\text{إجمالي التدفق النقدي (GCF)} = \text{الربح قبل الضريبة والفوائد المعدل EBIT} \times (t-1) + \text{مخصصات الإهلاك والمؤونات للعام الجاري}$$

المدخل الثالث هو العمر المتوقع للأصول الموجودة (n) في وقت الإستثمار الأصلي والتي يمكن أن تختلف من نشاط لآخر ولكنها تؤثر على العمر المكتسب للإستثمارات المعنية. أما المدخل الرابع هو القيمة المتوقعة للأصول (SV) في نهاية فترة حياتها والمقيمة بالدولار الجاري (في نفس الفترة) ويفترض عادة أن يكون هذا الجزء من الاستثمار الأولي مثل الأراضي والمباني التي لا يمكن إهلاكها.

يمكننا بناءً على هذه المدخلات كتابة الجدول الزمني للتدفقات النقدية على الأصل كآلاتي:

¹ Bartley J. Madden, *The CFROI Valuation Model*, The Journal of Investing, Vol.07, No.1, 1998, p. 31.

² Vishwanath S.R, *Corporate Finance: Theory and Practice*, 2nd Edition, Response Books, London, England, United Kingdom, 2007, p. 657.

³ Aswath Damodaran, *Applied Corporate Finance*, 4th Edition, John Wiley & Sons, New York, United States of America, 2015, pp. 269-271.



يتم التعامل مع إجمالي الإستثمار في الأصل على أنه الإستثمار الأولي وإجمالي التدفقات النقدية على أساس سنوي لعمر الأصل والقيمة المتوقعة في نهاية عمر الأصل كالقيمة المتبقية (Salvage Value). التدفق النقدي للعائد على الإستثمار (CFROI) يعتبر معدل العائد الداخلي لهذه التدفقات النقدية أي معدل الخصم الذي يجعل القيمة الحالية الصافية (NPV) لإجمالي التدفقات النقدية والقيمة المتبقية مساوية لإجمالي الإستثمار. بالتالي، يمكن إعتباره على أنه معدل العائد الداخلي بالقيمة الحالية "للدولار" ويقارن مع تكلفة مصادر التمويل الحقيقية للمؤسسة لإصدار حكم على ما إذا كانت الأصول الموجودة تخلق القيمة أو تدمر القيمة.

$$CFROI = (GCF \div ED) / GI$$

حيث:

التدفق النقدي للعائد على الإستثمار = CFROI

إجمالي التدفق النقدي = GCF

الإهلاك الإقتصادي للأصل = ED

إجمالي الإستثمار = GI

2. طريقة القيمة المضافة للمساهمين

تتماشي منهجية عمل القيمة المضافة للمساهمين ومنظور الإدارة القائمة على مبدأ القيمة (VBM)، وهي مقياس يحدد مقدار القيمة المضافة للمساهمين. قدم Alfred Rappaport شرح لهذا النموذج وقد وضع الفرق بين قيمة المساهم والقيمة المضافة للمساهمين حيث أنه:

"بينما تعبر قيمة المساهم عن القيمة الاقتصادية المطلقة الناتجة عن السيناريوهات المتوقعة، تعالج القيمة المضافة للمساهمين التغير في القيمة خلال فترة التوقعات مع إستدكار أن خلق القيمة ينتج عندما يزيد معدل عائد على الإستثمار للمؤسسات عن معدل تكلفة رأس المال الذي يتطلبه سوق رأس المال¹."

يمكن القول أيضًا أن فكرة القيمة المضافة للمساهمين تكمن في أن أموال المساهمين يجب أن تقدم عائداً أعلى من العائد الذي يمكن كسبه من خلال الإستثمار في أصول أخرى تحمل نفس مستوى المخاطر، بحيث يمكن ضمان تحقيق قيمة مضافة عندما يتجاوز العائد على رأس المال تكلفة رأس المال².

ترتكز القيمة المضافة للمساهمين على منطق أو أسلوب التدفقات النقدية المخصومة (DCF) وهناك عدة محددات رئيسية يمكن من خلالها تحديد القيمة المضافة للمساهمين نذكرها كما يلي³:

- معدل نمو المبيعات؛
- معدل هامش الربح التشغيلي؛

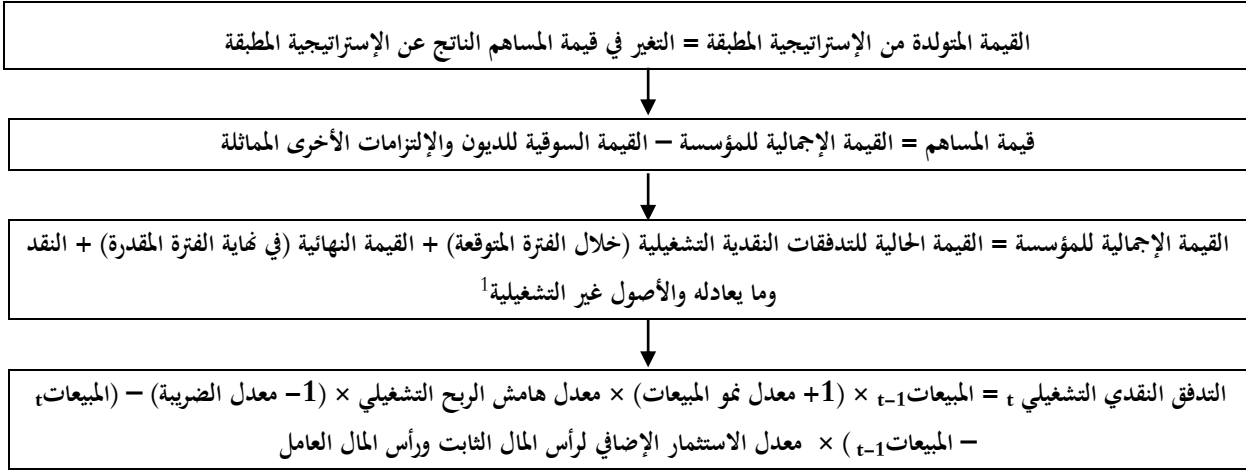
¹ Alfred Rappapor, **Creating shareholder value: a guide for managers and investors**, 2nd Edition, Simon & Schuster Inc, New York, United States of America, 1998, p. 32.

² Mahmoud S. Largani et al, A review of the application of the concept of Shareholder Value Added (SVA) in financial decisions, *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, Vol. 40, 2012, p. 491.

³ Daniela Venanzi, **Financial Performance Measures and Value Creation: The Sate of the Art**, 1st Edition, Springer, Milan, Italy, 2012, p. 27.

- معدل الضريبة؛
- معدل الاستثمار الإضافي لرأس المال الثابت؛
- معدل الاستثمار الإضافي لرأس المال العامل؛
- تكلفة رأس المال المعبر عنها بالتكلفة الوسطية المرجحة لمصادر التمويل WACC؛
- مدة نمو القيمة (فترة التخطيط أو فترة الميزة التنافسية) وهي تقابل المدة الزمنية التي من المتوقع أن تحقق المؤسسة خلالها عوائد تزيد عن تكلفة مصادر التمويل، وهذا يعتمد على مدى سرعة محاكاة استراتيجيات المؤسسة إلى حد ما من قبل المنافسين المحتملين.

يمكن تجميع هذه المحددات (بما يتوافق مع أسلوب التدفقات النقدية المخصومة DCF) من أجل قياس القيمة الاستراتيجية وفق المسار التالي:



الفرع الثاني: طريقة الهامش الاقتصادي وطريقة القيمة النقدية المضافة

يعرض هذا الفرع طريقة الهامش الاقتصادي وطريقة القيمة النقدية المضافة التي يمكن من خلالها قياس أداء المؤسسة المالي وفق مقارنة حديثة قائمة على مبدأ تعظيم قيمة المؤسسة.

1. طريقة الهامش الاقتصادي

تم تقديم مقياس الهامش الاقتصادي من طرف المجموعة المالية التطبيقية (The Applied Finance Group) وهو يمثل علامة تجارية خاصة بها. يمكن هذا المقياس المؤسسات من تقييم أدائها المالي وفق منظور التدفق النقدي الاقتصادي وهو بديل للأساليب التي تعتمد على التدفق النقدي المحاسبي، وتزعم هذه المجموعة أن ميزة هذا المقياس تتمثل في كونه الإطار الذي يدمج بين المزايا الموجودة في التدفق النقدي للعائد على الاستثمار (CFROI) والمزايا الموجودة في القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) ويمكن حسابه على النحو التالي:

$$\text{الهامش الاقتصادي (EG)} = (\text{التدفق النقدي التشغيلي} - \text{تكلفة رأس المال}) \div \text{رأس المال المستثمر المعدل}^2$$

¹ الأصول غير التشغيلية هي تلك الأصول التي تساهم في توليد نقد لكن لا تستخدم ضمن الأنشطة التشغيلية اليومية للمؤسسة وهي تتميز بتحولها السريع إلى نقد، ونجد من بين هذه الأصول الأوراق المالية القابلة للتسويق (مثل أدونات الخزينة، القبولات المصرفية و سندات المؤسسات التي لها آجال استحقاق أقل من سنة واحد ولديها عوائد منخفضة بسبب سيولتها العالية ومخاطرها المنخفضة).

² يجد الإشارة إلى أن رأس المال المستثمر المقصود هنا هو رأس المال الذي يأخذ بعين الاعتبار معدل التضخم الجاري.

يعتمد الهامش الاقتصادي على الربح الاقتصادي مثل القيمة الاقتصادية المضافة مما يساعد المدراء على التركيز على خلق القيمة وهو على عكس EVA حيث يضيف مخصصات الإهلاك والإطفاء¹ إلى التدفقات النقدية، كما يعتمد مثل CFROI على إجمالي الأصول المعدلة وفق معدل التضخم الجاري مما يساعد على تجنب النمو "المتبط" المرتبط بالمقاييس التي تعتمد على الأصول الصافية².

يمثل عبء رأس المال (*Capital Charge*) حسب المجموعة المالية التطبيقية (AFG) العائد على رأس المال الذي يجسد الظروف الاقتصادية الخاصة بالمؤسسة، كما أن التدفق النقدي و رأس المال المستثمر والمعدل على أساس معدل التضخم الجاري يمكن حسابهما حسب AFG وفق المسار التالي:

التدفق النقدي التشغيلي = النتيجة الصافية + الإهلاك + مصروفات الفوائد بعد الضريبة + صافي نفقات الإيجار + نفقات البحث والتطوير ± العناصر غير المكررة³.



رأس المال المستثمر المعدل = إجمالي الأصول + الإهلاك المتراكم + تعديلات التضخم لإجمالي التثبيتات⁴ + الإيجارات التشغيلية المرسمة + الأبحاث (R&D) المرسمة - الخصوم المتداولة غير الديون - قيمة إعادة التقييم.

تحتاج صيغة رأس المال المستثمر المعدل - إلى شرح بعض المركبات وهي:

- تعديلات التضخم لإجمالي التثبيتات (*Gross Plant Inflation Adjustment*): هي المقدار أو الناتج المتحصل عليه عند ضرب إجمالي الأصول الثابتة و الإهلاك المتراكم للأصول الثابتة في معدل التضخم الجاري.
- رسملة الإيجارات التشغيلية (*Capitalized Operating Rentals*): عقود الإيجار هي عبارة عن عقود تُمكن المؤسسة من الاستفادة من أصل دون أن تمتلكه ومن بين الأصول المستخدمة في هذا النوع من العقود نجد المركبات، الآلات والمعدات الثقيلة بالإضافة إلى العقارات، هذه الأصول تدخل ضمن ميزانية المؤسسة على شكل مصاريف تشغيل وليست كأصول تخضع لنفس التدابير المتعامل بها مع باقي الأصول. رغم هذا، يمكننا رسملة عقود الإيجار التشغيلية إذا استوفت أحد شروط المقدمة من قبل مجلس معايير المحاسبة المالية (FASB) والتي تتمثل فيما يلي⁵:
- أن ينص عقد الإيجار على نقل الملكية بنهاية المدة؛
- أن يحتوي عقد الإيجار على خيار شراء صفقة؛
- مدة الإيجار 75٪ على الأقل من العمر الاقتصادي للأصل؛
- تبلغ القيمة الحالية للحد الأدنى من مدفوعات الإيجار 90٪ على الأقل من القيمة العادلة للأصل.

رسملة الأبحاث والتطوير (*Capitalized R&D*): هي العملية التي تسمح بتحويل نفقات البحث والتطوير إلى أصول تخضع لنفس الممارسات المحاسبية التي تخضع لها الأصول الأخرى، وهذا الإجراء له أثر مباشر على الحسابات المرتبطة بتحديد قيمة

¹ يقصد بالإطفاء (*Amortization*) العملية أو التقنية المحاسبية التي من خلالها يتم خفض القيمة الدفترية للقروض -إستهلاك القرض- أو أصل غير ملموس (معنوي)، أما الإهلاك (*Depreciation*) فهو العملية أو التقنية المحاسبية التي من خلالها يتم خفض القيمة الدفترية للأصل المادي أو غير معنوي.

² Daniela Venanzi, Op. Cit., p. 28.

³ يقصد بالعناصر غير المكررة (*Non-Recurring Items*) المكاسب أو الخسائر الاستثنائية التي لا تنتج عن الأنشطة العادية للمؤسسة وهي عناصر يحتمل وقوعها مستقبلاً ويتم الإبلاغ عنها في القوائم المالية للمؤسسة مثل الأرباح أو الخسائر الناتجة عن بيع فرع تابع للمؤسسة (مجمع) والتكاليف المرتبطة بإعادة هيكلة المؤسسة.

⁴ يجب الأخذ بعين الاعتبار عند تحديد إجمالي التثبيتات إزالة أي أصول لا يتم إهلاكها مثل الأراضي والمباني قيد الإنشاء لأن استخدامها يشكل خلل عند حساب عمر الأصل الذي يدرج عند حساب مقدار التغير لإجمالي قيمة التثبيتات الناتج عن التضخم. للمزيد من التوضيح أنظر:

Jan Viebing et al., *Equity Valuation: Models from Leading Investment Banks*, 1st Edition, John Wiley & Sons, Chichester, England, United Kingdom, 2008, pp. 123-127.

⁵ Amanda M. Grossman, Steven D. Grossman, *Capitalizing Lease Payments: Potential Effects of the FASB/IASB Plan*, The CPA Journal, May, 2010, p. 08.

المؤسسة ورجحيتها. إذا كان من الممكن رسملة R&D فإن الميزانية الخاصة بالمؤسسة تسمح بإظهار المزيد من الأصول وبالتالي هذا يساعد على زيادة قيمة الإقتصادية للمؤسسة، لكن ليس من السهل القيام بهذا كون أن الأبحاث والتطوير في معظم الأحيان يصعب تقديرها بشكل كمي.

2. طريقة القيمة النقدية المضافة

لقد تم بناء هذا النموذج من قبل المؤسسة الإستشارية السويدية FWC AB وهو مقياس يجعل من التدفق النقدي نقطة إنطلاق له وهذا ما يجعل منه منهجيا يماثل منهجية التدفق النقدي للعائد على الإستثمار CFROI.

يصنف هذا المقياس الإستثمارات إلى إستثمارات إستراتيجية وإستثمارات غير إستراتيجية، يشير الشكل الأول إلى الإستثمارات -المادية أو المعنوية- التي تهدف إلى خلق قيمة جديدة للمساهمين في حين أن الشكل الثاني من الإستثمارات تهدف إلى الإبقاء أو الحفاظ على القيمة التي تم إنشائها أو خلقها من قبل، بالإضافة إلى هذا نجد أن كل إستثمار إستراتيجي تتبعه عدة إستثمارات غير إستراتيجية¹.

لحساب القيمة النقدية المضافة (CVA) ينبغي أولاً حساب ما يطلق عليه طلب التدفق النقدي (OCFD) وهو يمثل التدفقات النقدية السنوية التي تنمو بمعدل تضخم من المفترض أن ينتج عنه معدل عائد داخلي (IRR) يساوي التكلفة الوسطية المرجحة لمصادر التمويل² (WACC) والذي يجعل من القيمة الحالية الصافية (NPV) للإستثمار مساوية للصفر³. من وجهة نظر المساهمين، تعبر القيمة النقدية المضافة (CVA) أداة لخلق القيمة ويمكن التعبير عنها (بإستخدام بيانات سنوية، شهرية أو ربع سنوية) كفرق بين التدفق النقدي التشغيلي (OCF) وطلب التدفق النقدي (OCFD) حيث أن التدفق النقدي التشغيلي يعطى وفق العلاقة التالية⁴:

التدفق النقدي التشغيلي = فائض التشغيل - التغير في رأس المال العامل - الإستثمارات غير استراتيجية

فائض التشغيل (Operating Surplus) يساوي المبيعات مطروحاً منها التكاليف (لا تشمل هذه التكاليف مخصصات الإهلاك ومختلف العناصر المحاسبية المماثلة). يمكن أيضاً التعبير عن القيمة النقدية المضافة كمؤشر ومن أجل توضيح العوامل الرئيسية للقيمة (فيما يتعلق بالمبيعات) يمكننا التعبير عن القيمة النقدية المضافة على النحو التالي:

$$CVA = \text{المبيعات} \times (\text{فائض التشغيل} \div \text{المبيعات}) - (\text{التغير في رأس المال العامل} \div \text{المبيعات}) - (\text{الإستثمارات غير استراتيجية} \div \text{المبيعات}) - (\text{OCFD} \div \text{المبيعات})$$



$$CVA = \text{المبيعات} \times (\text{هامش فائض التشغيل} - \text{هامش التغير في رأس المال العامل} - \text{هامش الإستثمارات غير استراتيجية} - \text{هامش OCFD})$$

تظهر القيمة النقدية المضافة التدفق النقدي المتبقي الذي يولد إستثمارات للمؤسسة وهناك طريقة أخرى لحساب القيمة النقدية المضافة تم تقديمها من قبل مجموعة بوسطن الإستشارية (BCG) وهي كما يلي⁵:

¹ Daniela Venanzi, Op. Cit., p. 29.

² حتى لا يكون هناك لبس للباحث عند تصفحه لبعض الكتب أو المقالات التي تصب في حقل مالية المؤسسة قد تصادف أن الكاتب يكتب بدلا من التكلفة الوسطية المرجحة لمصادر التمويل (WACC) تكلفة رأس المال (COC) وهما يعبران عن نفس الشيء وهو تكلفة الأموال المستخدمة في تمويل أنشطة المؤسسة الإقتصادية والتي ينظر إليها المستثمر على أنها معدل العائد المفروض على المؤسسة لقاء حصولها على أمواله، أما المؤسسة فتعتبره أدنى معدل عائد يجب أن تحققه المؤسسة من إستثماراتها (Hurdle rate).

³ John Ogilvie, Christine Parkinson, **Management Accounting - Financial Strategy**, 1st Edition, CIMA Publishing, Elsevier Ltd, Oxford, United Kingdom, 2006, p. 48.

⁴ Daniela Venanzi, Op. Cit., p. 29-30.

⁵ Tomas Petravicius, Rima Tamosiunien, **Corporate Performance and The Measures of Value Added**, Transport, Vol.23, No.3, 2008, p. 198.

$$CVA_j = AOCF_j - K_c \times CI_{ad}$$

حيث:

$AOCF_j$ = التدفقات النقدية التشغيلية المعدلة

K_c = التكلفة الوسطية المرجحة لمصادر التمويل

CI_{ad} = إجمالي الإستثمار

$$AOCF_j = NOPAT_j - Dep_j \times EN_j$$

حيث:

$NOPAT_j$ = صافي الأرباح التشغيلية بعد الضريبة

Dep_j = محصنات الإهلاك والإطفاء

EN_j = الإهلاك الإقتصادي

ويعطي الإهلاك الإقتصادي وفق العلاقة التالية:

$$EN_j = RC_j \times \frac{K_c}{(1+K_c)^n - 1}$$

حيث:

RC_j = إجمالي الأصول الثابتة

بالإمكان إستبدال التدفقات النقدية التشغيلية المعدلة بالتدفق النقدي للعائد على رأس المال لنصل إلى حساب القيمة

النقدية المضافة وفق العلاقة التالية:

$$CVA_j = CFROI_j - K_c \times CI_{ad}$$

من خلال ما سبق، يمكننا القول أن هناك طرق متعددة لقياس وتقييم أداء المؤسسة المالي. لذلك، استخدام الطريقة المناسبة للقياس يتوقف على المعلومات المالية والاقتصادية المتوفرة للبدأ بعملية القياس.

المطلب الثاني: التصنيف الائتماني للمؤسسة كأداة لقياس وتقييم أداء المؤسسة المالي

يعتبر التصنيف الائتماني أحد مقاييس الأداء المالي المتقدمة والحديثة المستخدمة لقياس وتقييم أداء المؤسسات المالي في العديد من الدول، وبشكل خاص الدول المتقدمة ذات أسواق الأوراق المالية النشطة. بعبارة أخرى، الدول التي تعتمد فيها المؤسسات على سوق الأوراق المالية (البورصة) لتمويل احتياجاتها المالية عن طريق إصدار أوراق الدين مثل السندات.

يعتمد التصنيف الائتماني لديون المؤسسة على المعلومات العامة (بالنسبة للمؤسسات المدرجة في البورصة) والمعلومات الخاصة (بالنسبة للمؤسسات غير المدرجة بالبورصة)، حيث يمكن لمخرجات عملية تقييم ديون المؤسسة أن تؤثر على تكلفة ديون المؤسسة وهيكلها المالي¹، وهذا من شأنه أن ينعكس بشكل أو بآخر على مستوى أداء المؤسسة المالي.

الفرع الأول: تعريف التصنيف الائتماني

التصنيف الائتماني للمؤسسة هو المقياس الشامل لأداء المؤسسة المالي وهو يراعي التغيرات المتوقعة في البيئة الاقتصادية والصناعية، حيث يعتمد على المعلومات الجوهرية المتاحة لوكالات التصنيف الائتماني. يقتصر التصنيف الائتماني على المؤسسات الكبيرة الحجم فقط وهو تصنيف يتغير ببطء حيث يأخذ فترة تتراوح ما بين عدة أشهر إلى عدة سنوات².

¹ John R. Graham, Campbell R. Harvey, **The theory and practice of corporate finance: evidence from the field**, Journal of Financial Economics, Vol.60, No.2-3, 2001, p. 233.

² Manisha Singal, **Firm Credit Rating as a Measure of Organizational and Financial Performance**, Journal of Business & Financial Affairs, Vol.2, No.3, 2013, p. 02.

يُعتبر المستثمر التصنيف الائتماني على أنه الأداة التي توفر له تقييم فرصة استرداد الأصل المالي (المبلغ المستثمر في شراء أوراق دين المؤسسة) والفائدة المترتبة عن هذا الأصل كما هو متفق عليه في العقد الاستثمار¹.

وفق Standard & Poor's يمثل التصنيف الائتماني الرأي الاستشاري حول الجدارة الائتمانية للمؤسسة، أي مدى الالتزام المالي للمؤسسة اتجاه دائنيها. بعبارة أخرى، قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها المالية عند تاريخ استحقاقها. يأخذ التصنيف الائتماني بعين الاعتبار الجدارة الائتمانية للضامين أو مؤسسات التأمين بالإضافة إلى العملة التي تم الالتزام بها أثناء إصدار المؤسسة لأوراقها المالية².

يمثل التصنيف الائتماني آراء وكالات التصنيف الائتماني حول احتمالية عدم وفاء المؤسسة بالتزاماتها المتعلقة بالديون التي قامت بإصدارها. تستخدم كل وكالة تصنيف منهجيتها الخاصة لتقييم الجدارة الائتمانية للمؤسسات ومخاطر التخلف عن السداد. علاوة على هذا، لكل وكالة تصنيف إئتماني نظام حروف خاص بها تبدي من خلالها عن رأيها اتجاه الوضعية المالية للمؤسسة التي قامت بإصدار الديون³. على سبيل المثال، تستخدم وكالة Standard & Poor's الحروف (AAA) وتستخدم وكالة Moody's الحروف (Aaa) كتقييم لأعلى تصنيف، وتستخدم أيضاً الحروف (BBB) و الحروف (Baa) كتقييم للحد الأدنى للاستثمار المقبول، والحروف (CCC) كتقييم للأوراق المالية (ديون المؤسسة) غير المرغوف فيها⁴.

الفرع الثاني: قياس وتقييم الأداء المالي بواسطة مصفوفة الانتقال بين التصنيفات الائتمانية

تعرف مصفوفة الانتقال بين التصنيفات الائتمانية (*Credit Transition Matrix*) بمصفوفة الهجرة بين التصنيفات الائتمانية (*Credit Migration Matrix*). تهتم هذه المصفوفة بدراسة احتمالية تخلف المؤسسة عن السداد واحتمالية الانتقال من تصنيف ائتماني إلى آخر⁵. بعبارة أخرى، تقييم جودة الائتمان المؤسسة بناءً على التغيرات السابقة (التصنيف السابق)، وهي تعتبر من المدخلات الأساسية للعديد من ممارسات إدارة المخاطر، بما في ذلك تقييم المخاطر المرتبطة بمحفظة الأوراق المالية⁶. يتغير التصنيف الائتماني مع مرور الوقت نظراً للعديد من العوامل، حيث يؤثر الركود أو التغيير في التكنولوجيا بشكل كبير على أداء المؤسسة المالي وبالتالي تتأثر قدرتها على خدمة ديونها وهذا من شأنه أن يؤدي إلى انخفاض التصنيف الائتماني للمؤسسة. من جهة أخرى، في حالة الديون السيادية، قد يؤدي التغيير في سياسة الحكومة الاقتصادية إلى تحسن أو تدهور التصنيف الائتماني لديون هذه الأخيرة⁷.

بالنسبة للمستثمر الحامل للسندات، يمكن أن يؤدي خفض تصنيف السند إلى خسارة مالية رغم استمرار المؤسسة المصدر للسند في سداد جميع المدفوعات المجدولة. على سبيل المثال، إذا تم تخفيض تصنيف السندات من AA إلى A فسيتم اعتبار هذه

¹ Rubina Shaheen, Attiya Y. Javid, **Effect of Credit Rating on Firm Performance and Stock Return: Evidence form KSE Listed Firms**, PIDE Working Papers, No.104, 2014, p. 03.

² Mali Dafydd, Lim Hyoungjoo, **Does Financial Performance Influence Credit Ratings? An analysis of Korean KRX Firms**, Korean Journal of Business Administration, Vol.28, No.11, 2015, p. 2769.

³ Bora Aktan et al., **The impact of credit ratings on capital structure**, International Journal of Islamic Finance, Vol.11, No.2, 2019, p. 227.

⁴ Paul Glasserman, **Probability Models of Credit Risk**, Columbia University, Columbia Business School, New York, United States of America, 2000, p. 02.

⁵ Cynthia McNulty, Ron Levin, **Modeling Credit Migration**, J.P.Morgan Risk Management Research, Vol.13, No.2, 2000, p. 01.

⁶ Yusuf Jafry, Til Schuermann, **Measurement, estimation and comparison of credit migration matrices**, Journal of Banking & Finance, Vol.28, No.11, 2004, p. 2604.

⁷ Paul Glasserman, Op. Cit., p. 02.

السندات على أنها سندات ذات مخاطر تخلف عن السداد كبيرة وبالتالي ستشهد انخفاضاً في قيمتها السوقية، ولهذا يمكن القول في هذه الحالة أن الانتقال بين التصنيفات الائتمانية يؤثر أيضاً على القيمة السوقية للسندات¹.

هناك عدد قليل من الدراسات التجريبية التي هدفت إلى تقييم أداء المؤسسة المالي باستخدام هذه المصفوفة أو قامت بدراسة العلاقة بين أداء المؤسسة المالي وتصنيفها الائتماني. نجد على سبيل المثال دراسة Abhijit Sharma وآخرون التي هدفت إلى تقييم الأداء المالي لمؤسسات التأمين المتواجدة في المملكة المتحدة من خلال تحليل أداء تصنيفها، ومن ثم توقع التصنيف القادم باستخدام مصفوفة الانتقال بين التصنيفات الائتمانية (CTM). نتائج هذه الدراسة أشارت إلى مؤسسات التأمين ذات التصنيف الائتماني العالي تتميز باستقرار في تصنيفها الائتماني وهذا يعزز أدائها المالي².

يمكن أن نأخذ نظرة حول شكل مصفوفة الانتقال بين التصنيفات من خلال الجدول رقم (08) الذي تستخدمه وكالة التصنيف الائتماني Standard & Poor's.

جدول رقم (23). الهيكل الأساسي لمصفوفة الانتقال بين التصنيفات الائتمانية

التصنيف الأساسي	التصنيف نهاية السنة (%)						
	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC
التخلف عن السداد (%)							
AAA							
AA							
A							
BBB							
BB							
B							
CCC							

Source: Cynthia McNulty, Ron Levin, **Modeling Credit Migration**, J.P.Morgan Risk Management Research, Vol.13, No.2, 2000, p. 1. (بتصرف)

تقدم مصفوفة الانتقال بين التصنيفات الائتمانية التصنيف النهائي المحتمل للمؤسسة في وقت ما في المستقبل، انطلاقاً من التصنيف الأساسي (نقطة بداية محددة) في الوقت الحاضر. بالإضافة إلى هذا، تفترض هذه المصفوفة أن المؤسسة مصنفة في فئة عالية (AAA) لها احتمالية تخلف عن السداد منخفضة مقارنة مع باقي فئات التصنيف الائتماني. على سبيل المثال، إذا كان التصنيف الأساسي لسندات مؤسسة هو (BBB) يمكن من خلال الجدول رقم (08) مشاهدة احتمالية (نسبة) انتقال هذا التصنيف إلى مستوى أعلى (A) أو أقل (BB) من خلال نسبة التصنيف نهاية السنة (%) المتوقعة من طرف وكالة التصنيف الائتماني لكل مؤسسة، بالإضافة إلى احتمالية التخلف عن السداد.

يعد التصنيف الائتماني لديون المؤسسة مؤشراً هاماً لتقييم جودة ديون المؤسسة، فضلاً عن احتمالية التخلف عن السداد. يعكس التغير في تصنيف المؤسسة الائتماني مدى تحسن أو ضعف أداء المؤسسة المالي، كما يفيد في توقع الخسائر الائتمانية المستقبلية. بالتالي، تلعب مصفوفة الانتقال بين التصنيفات الائتمانية دوراً هاماً في نمذجة مخاطر الائتمان³.

¹ Paul Glasserman, Op. Cit., p. 03.

² Abhijit Sharma et al., **Evaluating financial performance of insurance companies using rating transition matrices**, The Journal of Economic Asymmetries, Vol.18, No.1, 2018, p. 01.

³ Muliaman D. Hadad et al., **Rating migration matrices: empirical evidence in Indonesia**, IFC Bulletin, No.31, 2009, pp. 260-261.

هناك عدة طرق لتقدير مصفوفة الانتقال بين التصنيفات الائتمانية، ومن بين أشهر هذه الطرق طريقة الفوج¹ (*Cohort Method*) التي تعتبر طريقة واسعة الاستخدام بين الأوساط الأكاديمية والمهنية².

لشرح هذه الطريقة يمكننا اتباع المثال التالي³: ليكن n_{ij} هي عدد المدينين في الفئة i في الفترة $t - 1$ و j تصنيف عدد المدينين في الفترة t ، $\Delta t = 1$. إذن، تصبح احتمالية الانتقال المقدرة p_{ij} من i إلى j وفق العلاقة التالية:

$$p_{ij} = \frac{n_{ij}}{\sum_j n_{ij}}$$

انطلاقاً من هنا تصبح احتمالية الانتقال المقدرة من i إلى j الجزء التناسبي للعدد n_{ij} لكل الوكلاء الذين انتقلوا من i إلى j ، لجميع الوكلاء الذين كان تصنيفهم i عند $t - 1$ ونرمز لهذا كالتالي:

$$\sum_j n_{ij} = N_i$$

ومنه يمكن كتابة العلاقة على الشكل التالي:

$$p_{ij} = \frac{n_{ij}}{N_i}$$

لحساب احتمالية الانتقال المقدرة p_{ij} للفترة T نستخدم العلاقة التالية:

$$p_{ij} = \frac{N_{ij}}{N_i} = \frac{\sum_{t=1}^T n_{ij}^{(t)}}{\sum_{t=1}^T n_i^{(t)}}$$

حيث:

$N_{ij} = t$ عدد المدينين الذين انتقلوا إلى الفئة j في الفترة t

طريقة الفوج، طريقة تقليدية تعتمد على البيانات التاريخية من أجل تقدير احتمالية انتقال ديون مؤسسة من تصنيف إلى آخر. رغم اعتماد هذه الطريقة على البيانات التاريخية، إلا أنها لا تستفيد بشكل كامل من البيانات المتاحة ولا تتأثر بتقديراتها بتوقيت وتسلسل التحولات التي تحدث خلال مدة لا تتجاوز العام⁴.

استخدم Muliaman Hadad وآخرون في الدراسة التي هدفت إلى اختبار جودة ديون عينة من المؤسسات الإندونيسية طريقة الفوج (*Cohort Method*) وطريقة التجانس الزمني (*Time Homogeneity Method*). وقد توصلت نتائج هذه الدراسة إلى أن طريقة التجانس الزمني تقدم تقديرات أفضل لمصفوفة الانتقال من طريقة الفوج كون أن هذه الأخيرة تكتفي بمراقبة التغيرات في نشاط المؤسسة في مرحلة بداية ونهاية العام ولا تأخذ بعين الاعتبار التغيرات التي تقع خلال العام⁵.

تشير دراسة Abhijit Sharma وآخرون إلى أن استخدام مصفوفة الانتقال بين التصنيفات الائتمانية لم يقتصر فقط على تقييم أداء المؤسسة المالي، حيث كانت هناك دراسات عديدة استخدمت هذه المصفوفة لعدة أهداف تتمثل في: تقييم سندات المؤسسات؛ تقييم القروض الاستهلاكية؛ وتقييم السندات الحكومية⁶.

أجرى Brian Barnard دراسة هدف من خلالها إلى تقييم سندات المؤسسات بالاعتماد على البيانات المتاحة في السوق المالي. اقترحت هذه الدراسة طريقة لتحليل الوضعية الائتمانية للمؤسسة والوصول إلى التنبؤ باحتمالية تخلف المؤسسة عن

¹U. Grzybowska et al., **Examples of migration matrices models and their performance in credit risk analysis**, Acta Physica Polonica, Vol.121, No.2, 2012, p. 41.

² Fred N. Monari, **Comparing the efficiency of cohort, time homogeneous and non-homogeneous techniques of estimation in credit migration matrices**, IOSR Journal of Mathematics, Vol.12, No.4, 2016, p. 89.

³ U. Grzybowska et al., Op. Cit, p. 41.

⁴ Ibidem.

⁵ Muliaman D. Hadad et al., **Rating migration matrices: empirical evidence in Indonesia**, IFC Bulletin, No.31, 2009, p. 274.

⁶ Abhijit Sharma et al., Op. Cit, p. 03.

السداد، وقد تم الاستعانة بمصفوفة الانتقال بين التصنيفات الائتمانية كأداة لتقييم هذه الطريقة التي قادت الباحث إلى تحقيق نتائج مرضية ودقيقة¹.

من خلال ما سبق، يمكن أن نشير إلى أن مصفوفة الانتقال بين التصنيفات الائتمانية أحد الطرق الحديثة المستخدمة لتقييم أداء المؤسسة المالي، وبالأخص في الدول المتقدمة كون أن أغلب الدراسات المتعلقة بهذا الموضوع مرتبطة بها².

المطلب الثالث: استخدام نماذج التنبؤ بالفشل المالي للحكم على أداء المؤسسة المالي

تشير العديد من الأدبيات العلمية النظرية والتجريبية إلى التوجه المتزايد نحو استخدام نماذج التنبؤ بالفشل المالي كأحد الأدوات الموجهة نحو التقييم والحكم على أداء المؤسسة المالي. من خلال هذا المطلب سوف نتعرف على بعض أهم النماذج المستخدمة لتحقيق الغرض المشار إليه سابقاً.

الفرع الأول: التنبؤ بالفشل المالي للمؤسسة

لقد كان موضوع تقييم المخاطر المسببة للتعثر المالي للمؤسسات يشكل جزءاً من المؤلفات الاقتصادية و المالية لفترة طويلة من الزمن، وقد قام العديد من الباحثين خلال العقود الأخيرة بالتحقيق والبحث وعلى نطاق واسع عن نماذج جديدة للتنبؤ بإحتمالية التعثر والإفلاس³، هذه النماذج تبدو ناجحة للغاية حيث تشير معظم الدراسات المطبقة على المؤسسات الكبيرة الحجم إلى أن هذه النماذج قادرة على التنبؤ وتقدم نتائج قيمة حيث أن 95% من نتائج هذه الدراسات تنبأت بإحتمالية تعثر المؤسسة قبل عام أو أكثر من تاريخ تعثر المؤسسة⁴، وهذا ما يجعل من هذه النماذج أدوات مهمة لأصحاب المصلحة داخل وخارج المؤسسة - الإدارة التنفيذية، الملاك، البنوك، الموردين، الزبائن... الخ- فيما يخص سلامة المؤسسة المالية التي لها أثر على أداء المؤسسة المالي.

يشكل موضوع التنبؤ بإحتمالية التعثر المالي أهمية كبيرة على المستوى الجزئي الخاص بالمؤسسة والمتمثل في إطالة العمر الإقتصادي للمؤسسة وتعزيز أدائها المالي وأيضاً على المستوى الكلي والمتمثل في تحسين الرفاهية العامة للبلد بشكل عام⁵، ويمكن تعريف التعثر المالي أو الضائقة المالية (*Financial Distress*) على أنها الحالة التي تواجه فيها المؤسسة نوعاً من الصعوبات المالية نتيجة لعدم القدرة على سداد الديون أو توزيع أرباح الأسهم الممتازة أو حتى العواقب الناجمة عن السحب على المكشوف للودائع المصرفية في حالة المؤسسات المالية⁶.

عادة ما تشير الضائقة المالية إلى الحالة التي لا تكون فيها التدفقات النقدية للمؤسسة كافية لتغطية النفقات التشغيلية اليومية وهذا ما يؤدي إلى فشل المؤسسة في الوفاء بالتزاماتها على المدى الطويل⁷، ولتجنب هذا تعمل عدة نماذج إحصائية ورياضية على تقديم إنذار مبكر عن ما يحتمل وقوعه بناءً على الوضعية المالية الجارية للمؤسسة.

¹ Brian Barnard, **Rating migration and bond valuation: Decomposing rating migration matrices from market data via default probability term structures**, Expert Journal of Finance, Vol.5, 2017, p. 70.

² U. Grzybowska et al., Op. Cit, p. 40.

³ Matteo Pozzoli, Francesco Paolone, **Corporate financial distress: A study of the Italian manufacturing industry**, Springer Briefs in Finance, Springer, Cham, Switzerland, 2017, p. 11.

⁴ Kevin Keasey, Robert Watson, **Financial distress prediction models: a review of their usefulness 1**, British Journal of Management, Vol.2, No.2 1991, p. 89.

⁵ Sumaira Ashraf et al., **Do traditional financial distress prediction models predict the early warning signs of financial distress?**, Journal of Risk and Financial Management, Vol. 12, No.2, 2019, p. 02.

⁶ Jie Sun et al., **Predicting financial distress and corporate failure: A review from the state-of-the-art definitions, modeling, sampling, and featuring approaches**, Knowledge-Based Systems, Vol. 57, No.1, 2019, p. 42.

⁷ Hamid Wasqas, Rohani Md-Rus, **Predicting Financial Distress: Importance of Accounting and Firm-specific Market Variables for Pakistan's Listed Firms**, Cogent Economics & Finance, Vol. 06, No.1, 2018, p. 02.

الفرع الثاني: بعض النماذج المستخدمة في التنبؤ بالفشل المالي

1. نموذج Beaver

قدم William Beaver سنة 1966 دراسة إستخدم فيها النسب المالية المستخرجة من القوائم المالية لغرض التنبؤ بالفشل المالي وهذا بإستخدام التحليل الإحصائي الأحادي المتغير (*Univariate Statistical Analysis*) وقد عرف Beaver الفشل حينها على أنه "عدم قدرة المؤسسة على دفع التزاماتها المالية عند تاريخ إستحقاقها¹". إختار Beaver عينة من 79 مؤسسة مفلسة تم جمع بياناتها من دليل موديز الصناعي (*Moody's Industrial Manual*) خلال الفترة ما بين 1954 و1964 وقام بتصنيفها على أساس القطاع وحجم الأصول - ما بين 0.6 و 40 مليون دولار- ومن ثم مقارنتها مع عينة أخرى من المؤسسات غير المتعثرة التي تعمل في نفس القطاع ولها نفس حجم الأصول.

جدول رقم (24). النسب المختارة ضمن دراسة Beaver

المجموعة I (نسب التدفق النقدي)	المجموعة V (نسب الأصول السائلة إلى الديون الجارية)
التدفق النقدي / المبيعات؛ التدفق النقدي / إجمالي الأصول؛ التدفق النقدي / صافي القيمة؛ التدفق النقدي / إجمالي الديون	النقد / الخصوم الجارية؛ الأصول السريعة / الخصوم الجارية؛ النسبة الجارية (الأصول الجارية إلى الخصوم الجارية)؛
المجموعة II (نسب الدخل الصافي)	المجموعة VI (نسب الدوران)
صافي الدخل / المبيعات؛ صافي الدخل / إجمالي الأصول؛ صافي الدخل / صافي القيمة؛ صافي الدخل / إجمالي الدين	النقد / المبيعات؛ حسابات القبض / المبيعات؛ المخزونات / المبيعات؛ الأصول الجارية / المبيعات؛ رأس المال العامل / المبيعات؛ القيمة الصافية / المبيعات؛ إجمالي الأصول / المبيعات؛ الفاصل الزمني النقدي "Cash interval" (النقدية لتمويل النفقات التشغيلية)؛ الفاصل الدفاعي "Defensive interval" (الأصول الدفاعية لتمويل النفقات التشغيلية)؛ الفاصل الزمني للائتمان "No-credit interval" (الأصول الدفاعية ناقص الخصوم الجارية لتمويل النفقات التشغيلية)
المجموعة III (نسب الدين إلى إجمالي الأصول)	المجموعة IV (نسب الأصول السائلة إلى إجمالي الأصول)
الخصوم الجارية / إجمالي الأصول؛ الخصوم الطويلة الأجل / إجمالي الأصول؛ الخصوم الجارية + الخصوم الطويلة الأجل / إجمالي الأصول؛ الخصوم الجارية + الخصوم الطويلة الأجل + الأسهم الممتازة / إجمالي الأصول	النقد / إجمالي الأصول؛ الأصول السريعة / إجمالي الأصول؛ الأصول الجارية / إجمالي الأصول؛ رأس المال العامل / إجمالي الأصول

Source: William H. Beaver, **Financial ratios as predictors of failure** Journal of Accounting Research, Vol. 04, 1966, p. 78.

¹ William H. Beaver, **Financial ratios as predictors of failure**, Journal of accounting research, Vol. 04, 1966, p. 71.

يعتبر Beaver المؤسسة خزان للأصول السائلة المحصل عليها من خلال التدفقات النقدية الداخلة ويشكل هذا الخزان صمام الأمان ضد أي إختلال نقدي يمكن أن يؤدي إلى فشل المؤسسة المالي، وقد تم إختبار النسب السابقة والربط بينها وبين نموذج التدفق النقدي بناءً على المفاهيم التالية¹:

- كلما زاد حجم الخزان كلما قل احتمال الإفلاس؛
- كلما زاد صافي التدفق النقدي للأصول السائلة من الأنشطة التشغيلية كلما قل احتمال الإفلاس؛
- كلما زاد حجم الدين المحتفظ به كلما زاد احتمال الإفلاس؛
- كلما زاد الإنفاق التشغيلي للصندوق كلما زاد احتمال الإفلاس.

توصل Beaver إلى أن النسب التي لها قدرة أفضل على التوقع هي²: نسبة صافي الدخل إلى إجمالي الديون (قدرة تنبؤية بنسبة 92% قبل عام واحد من الإفلاس)؛ نسبة صافي الدخل إلى المبيعات (قدرة تنبؤية بنسبة 91% قبل عام واحد من الإفلاس)؛ نسبة صافي الدخل إلى صافي القيمة، التدفق النقدي إلى إجمالي الدين والتدفق النقدي إلى إجمالي الأصول (قدرة تنبؤية بنسبة 91% قبل عام واحد من الإفلاس).

2. نموذج Altman

قام Edward Altman سنة 1968 بإختبار فعالية وكفاءة النسب في التنبؤ بإحتمالية الإفلاس لعينة إبتدائية تتكون من 66 مؤسسة صناعية ما بين 1946 و 1965، وقد توصل إلى بناء نموذج يتكون من خمسة مؤشرات تم إنتقاؤها من مجموعة من النسب المالية والإقتصادية وهذا بإستخدام أسلوب إحصائي يعرف بالتحليل التمييزي المتعدد المتغيرات (Multiple Discriminant Analysis)، ويعرف هذا النموذج بإسم "Z-Score" وقد أثبت فعاليته على التنبؤ بالفشل المالي -الإفلاس- في العديد من الدراسات التجريبية.

قدم Edward Altman التحليل التمييزي المتعدد المتغيرات على أنه الأسلوب المناسب لدراسته المتمحورة حول توقع تاريخ إفلاس مؤسسة ما إستناداً على حزمة من البيانات التاريخية التي تم ترتيبها في شكل نسب، ومن مزايا هذا الأسلوب الإحصائي أنه يظهر المتغير التابع في شكل نوعي (مؤسسة مفلسة أو غير مفلسة) وبالتالي يقسم العينة إلى مجموعتين أو أكثر حسب الدراسة.

يتمتع Z-Score بقدرة تنبؤية عالية (قبل عامين على الأقل من تاريخ وقوع الإفلاس) حيث "بلغت دقته 94% بالنسبة للعينة الإبتدائية و 95% بالنسبة لجميع المؤسسات المفلسة وغير المفلسة"³، وقد كان الشكل النهائي لهذا النموذج كما يلي:

$$Z - Score = 0.012x_1 + 0.014x_2 + 0.033x_3 + 0.006x_4 + 0.999x_5$$

حيث:

Z - Score = المؤشر العام

x_1 = رأس المال العامل / إجمالي الأصول

x_2 = الأرباح المحتجزة / إجمالي الأصول

x_3 = الربح قبل الفائدة والضريبة / إجمالي الأصول

x_4 = القيمة السوقية لحقوق الملكية / القيمة الدفترية لحقوق الملكية

¹ William H. Beaver, Op. Cit, p. 80.

² Jodi L. Bellovary et al., A review of bankruptcy prediction studies: 1930 to present, Journal of Financial education, Vol. 33, 2007, pp. 03-04.

³ Edward I. Altman, Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy, The Journal of Finance, Vol. 23, No.4, 1968, p. 609.

المبيعات / إجمالي الأصول = x_5

توصلت هذه الدراسة إلى أن جميع المؤسسات التي حققت درجة Z أكبر من 2.99 تعتبر مؤسسات غير المتعثرة وبالتالي لا يَحتمل إفلاسها في حين أن المؤسسات التي حققت درجة Z أقل من 1.81 تعتبر مؤسسات المتعثرة ومفلسة، كما صنفت هذه الدراسة جميع المؤسسات المتبقية التي لديها درجة Z ما بين 1.81 و 2.99 على أنها مؤسسات تقع في منطقة مجهولة أو منطقة رمادية نظرًا لعدم التأكد من عنصر الخطأ في هذا المجال وبالتالي يتعذر الحكم أو تصنيف المؤسسة إلى مفلسة أو غير مفلسة. تم تعديل نموذج Z-Score عدة مرات على مدى السنوات الماضية بواسطة Altman (1984، 1993، 2005)، Altman و Hotchkiss (2006) و Altman وآخرون (1977، 1995، 2013).¹

3. نموذج Ohlson

إعتمد James Ohlson سنة 1980 في دراسته المتعلقة ببناء نموذج للإنذار المبكر بإحتمالية الإفلاس على التحليل اللوجستي (Logit Analysis) وقد تكونت عينة الدراسة من 105 مؤسسة مفلسة و 2058 مؤسسة غير مفلسة خلال الفترة ما بين 1970 و 1976. تم جمع بيانات هذه المؤسسات من خلال التقرير المالي السنوي K-10 الخاص بكل مؤسسة خلافاً للدراسات السابقة التي إعتمدت على دليل موديز (Moody's Manual) وسبب تجميع هذه البيانات من هذا المصدر هو "معرفة الوقت الحقيقي الذي أفلس فيه هذه المؤسسات أي قبل صدور هذا التقرير أو بعده وهي مسألة لم تنطرق لها الدراسات السابقة".²

توصلت هذه الدراسة الى بناء نموذج أطلق عليه إسم "O-Score" والعلاقة التالية توضح شكل هذا النموذج:

$$O - Score = -1.32 - 0.407x_1 + 6.03x_2 - 1.43x_3 + 0.0757x_4 - 2.57x_5 - 1.83x_6 + 0.285x_7 + 1.72x_8 - 0.521x_9$$

حيث:

O - Score = المؤشر العام

x_1 = Log (إجمالي الأصول / مؤشر مستوى سعر الناتج القومي الإجمالي GNP)

x_2 = إجمالي الخصوم / إجمالي الأصول

x_3 = رأس المال العامل / إجمالي الأصول

x_4 = الخصوم الجارية / الأصول الجارية

x_5 = 1 إذا تجاوز إجمالي الخصوم إجمالي الأصول و 0 خلاف ذلك

x_6 = الدخل الصافي / إجمالي الأصول

x_7 = الدخل بعد الإهلاك / إجمالي الخصوم

x_8 = 1 إذا كان الدخل الصافي سالب خلال العامين السابقين و 0 خلاف ذلك

x_9 = $[(NI_t - NI_{t-1}) / (|NI_t| + |NI_{t-1}|)]$; NI_t = الدخل الصافي لآخر الفترة

وفق نتائج هذه الدراسة تعتبر جميع المؤسسات التي تحقق درجة O-Score أعلى من 0.038 مؤسسات مفلسة أو يَحتمل إفلاسها في الحين تعد جميع المؤسسات التي تحقق درجة أقل من 0.038 مؤسسات غير مفلسة أي لا يَحتمل تعرضها

¹ Matteo Pozzoli, Francesco Paolone, Op. Cit., p. 18.

² James A. Ohlson, **Financial Ratios and the Probabilistic Prediction of Bankruptcy**, Journal of Accounting Research, Vol.18, No.1, 1980, p. 609.

للإفلاس. رغم النتيجة التي قدمها هذا النموذج إلا أنه تعرض للإنتقاد كون أن الأسلوب الإحصائي المستخدم لا يضمن تحسين الدقة التنبؤية لإحتمالية التعثر المالي¹.

4. نموذج Zmijewski

أشار Mark Zmijewski سنة 1984 إلى أن العديد من الدراسات السابقة إستخدمت عينات غير عشوائية عند تقديرها لنماذج التنبؤ بالفشل المالي وهذا بسبب مشكلة العينة القائمة على أساس الاختيار (*Choice-Based Sample*) وهي تنشأ عند قيام الباحث بإختيار عينة وفق معيار معين ثم يختار عينة أخرى وفق نفس المعيار (كإختيار مؤسسات غير مفلسة لها نفس حجم المؤسسات مفلسة) ومشكلة البيانات غير المكتملة أو الناقصة (*Complete Data Criterion*) كون أن تقدير النموذج مشروط بالحصول على بيانات كاملة.

إستخدم Zmijewski النسب المالية التي تقيس أداء المؤسسة، الرافعة المالية والسيولة لتطوير نموذجه وقد كان إختياره لهذه النسب على أساس أدائها ضمن الدراسات السابقة²، كما أن حجم العينة تضمن 40 مؤسسة مفلسة و 800 مؤسسة غير مفلسة ما بين 1972 و 1978³.

توصلت نتائج هذه الدراسة -التي إستخدم فيها أسلوب تحليل الإحتمالات (*Probit Analysis*)- إلى أن النموذج العام معنوي عند المستوى 0.01 وأن كل المتغيرات ذات دلالة إحصائية، كما توصلت أيضاً إلى أنه كلما زادت إحتمالية الإفلاس إنخفض أداء المؤسسة المعبر عنه بنسبة العائد على إجمالي الأصول (ROA) وزادت نسبة الرافعة المالية (FINL) أي نسبة إستدانة المؤسسة مع عدم قدرتها على الوفاء بكل إلتزاماتها المالية عند تاريخ إستحقاقها نظراً لإنخفاض حجم السيولة (LIQ) اللازمة لديها⁴، والشكل التالي يوضح النموذج العام لهذه الدراسة:

$$Zm - Score = -4.336 - 4.513x_1 + 5.679x_2 - 0.004x_3$$

حيث:

Zm - Score = المؤشر العام

x_1 = الدخل الصافي / إجمالي الأصول

x_2 = إجمالي الخصوم / إجمالي الأصول

x_3 = الأصول الجارية / الخصوم الجارية

$x_1 \Rightarrow ROA$; $x_2 \Rightarrow FINL$; $x_3 \Rightarrow LIQ$

يصنف هذا النموذج جميع المؤسسات ذات درجة Zm-Score أقل من 0.5 على أنها مؤسسات مفلسة أو يحتمل إفلاسها ويصنف المؤسسات التي تحقق درجة أقل من 0.5 على أنها مؤسسات غير مفلسة.

5. نموذج Shumway

قدم Tyler Shumway سنة 2001 نماذج المخاطر (Hazard Models) على أنها النماذج الأفضل للتنبؤ بإحتمالية الإفلاس وأن النماذج التقليدية⁵ للتنبؤ تقدم تقديرات غير متسقة وأن حوالي نصف النسب المحاسبية المستخدمة في هذه النماذج

¹ James A. Ohlson, Op. Cit., p. 20.

² John S. Grice Jr, Michael T. Dugan, **Re-estimations of the Zmijewski and Ohlson bankruptcy prediction models**, Advances in Accounting, Vol. 20, 2003, p. 78.

³ Mark E. Zmijewski, **Methodological Issues Related to the Estimation of Financial Distress Prediction Models**, Journal of Accounting Research, Vol. 22, 1984, p. 67.

⁴ Ibid., p. 76.

⁵ من بين هذه النماذج ما تم شرحه سابقاً (Zm-Score, O-Score, Z-Score)، وهي تصنف أيضاً على أنها نماذج ثابتة (Static Models) أي أحادية الفترة ولا يتغير فيها إحتمال الإفلاس مع مرور الوقت حيث تتجاهل أن المؤسسة تتغير مع مرور الوقت.

ليس لها دلالة إحصائية، وهو يقترح نموذجًا يدمج فيه بين النسب المحاسبية وبعض المتغيرات التي يحركها السوق (حجم السوق، عوائد السهم السابقة والانحراف المعياري الفردي لعائد السهم) من أجل تقديم تنبؤات أكثر دقة حول المؤسسات المحتمل إفلاسها. تتميز نماذج المخاطر في أنها تأخذ بعين الاعتبار عامل الوقت وأن احتمالية الإفلاس تتغير مع مرور الوقت وهذا يعتمد على مدة بقاء المؤسسة في المجموعة السليمة (مجموع المؤسسات التي لا يحتمل إفلاسها)، فمثلاً عند مغادرة المؤسسة لهذه المجموعة لسبب آخر غير الإفلاس (وليكن الاندماج على سبيل المثال) تخرج هذه المؤسسة من هذه المجموعة ويتم اعتبارها على أنها مؤسسة تحتمل الإفلاس وهذا ما لا تأخذه النماذج السابقة بعين الاعتبار. نماذج المخاطر تتميز أيضاً بأنها تتضمن متغيرات تفسيرية تتغير مع مرور الوقت وهي تعكس صحة المؤسسة بمجرد بداية تدهور أدائها، كما أنها قادرة على إنتاج توقعات أكثر كفاءة ومعلومات أكثر دقة¹.

شملت هذه الدراسة عينة من 300 مؤسسة مفلسة للفترة ما بين 1962 و 1996، وقد توصلت نتائجها إلى بناء نموذج يمكن كتابته علاقة وفق الشكل التالي²:

$$H = \{1 + \exp ([-13.303 - 1.982NITL + 3.593TLTA - 0.467RSIZE - 1.809 LExRETURN + 5.791LSigma])\}^{-1}$$

حيث:

H = المؤشر العام

NITL = الدخل الصافي / إجمالي الخصوم

TLTA = إجمالي الخصوم / إجمالي الأصول

RSIZE = log (عدد الأسهم المتداولة × سعر السهم نهاية العام ÷ إجمالي القيمة السوقية)

LExRETURN = (العائد التراكمي للمؤسسة للسنة ن-1) - (العائد التراكمي للسوق المالي للسنة ن-1)

LSigma = 1-الانحراف المعياري للمخلفات الناتجة عن تراجع عائدات أسهم المؤسسة للسنة ن-1

¹ Tyler Shumway, **Forecasting Bankruptcy More Accurately: A Simple Hazard Model**, The Journal of Business, Vol. 74, No.1, 2001, pp. 102-103.

² Sumaira Ashraf et al, **Do Traditional Financial Distress Prediction Models Predict the Early Warning Signs of Financial Distress?**, Journal of Risk and Financial Management, Vol. 12, No.2, 2019, p. 7.

خلاصة

لقد إستعرضنا خلال هذا الفصل أهم الجوانب المتعلقة بموضوع الأداء المؤسسية المالي، حيث قمنا في بداية الأمر من خلال المبحث الأول بتقديم نبذة تاريخية عن تطور مفهوم أداء المؤسسة بشكل عام مع الإشارة إلى أشهر وأبرز النظريات العلمية المفسرة لأداء المؤسسة وهي نظرية المساهمين، نظرية أصحاب المصلحة، ونظرية المستثمر المزدوج التي هي عبارة عن دمج بين النظريتين السابقتين. علاوة على هذا، ومن خلال نفس المبحث، قمنا بالإشارة وبشكل مختصر إلى بعض طرق وأنظمة قياس أداء المؤسسة المشار إليها في العديد من الأعمال العلمية النظرية والتجريبية.

بعد التعرض لأداء المؤسسة بشكل عام، قمنا بالتركيز أكثر على أداء المؤسسة المالي. لقد تطرقنا من خلال المبحث الثاني لهذا الفصل إلى مفهوم وتعريف أداء المؤسسة المالي مع الإشارة إلى الأطراف المهمة بقياسه. بعد ذلك، قمنا من خلال نفس المبحث، بتقديم مدخل حول الاتجاهات التقليدية المتعلقة بقياس الأداء المالي للمؤسسة والمتمثلة في استخدام النسب المالية، والاتجاهات الحديثة المتمثلة في طريقة القيمة الإقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة.

في الأخير، ومن خلال المبحث الثالث، تم التعمق أكثر في موضوع قياس الأداء المالي بهدف التعرف على طرق قياس أداء المؤسسة المالي المتقدمة المشار إليها في العديد من الأعمال العلمية بصورة أو بأخرى. في البداية، قمنا بعرض بعض طرق قياس المتقدمة المتعلقة بقياس الأداء المالي القائمة على مبدأ تعظيم القيمة المتمثلة في طريقة التدفق النقدي للعائد على الاستثمار (CFROI)، القيمة المضافة للمساهمين (SVA)، الهامش الإقتصادي (EM)، القيمة النقدية المضافة (CVA). ثانياً، اشرنا إلى التوجه المتزايد نحو استخدام التصنيف الائتماني لديون المؤسسة كأداة لتقييم أدائها المالي، وقمنا بتقديم مصفوفة الانتقال بين التصنيفات الائتمانية (CTM) المستخدمة في بعض الدراسات لتحقيق الغرض السابق الذكر. ثالثاً، قمنا بالإشارة ايضاً إلى امكانية استخدام نماذج التنبؤ بالفشل المالي للحكم على أداء المؤسسة المالي، حيث قدمنا بعض النماذج المعروفة على الساحة العلمية وهي: نموذج William Beaver (1966)، نموذج Edward Altman (1968)، نموذج James Ohlson (1980)، نموذج Mark Zmijewski (1984)، ونموذج Tyler Shumway (2001).

الفصل الرابع

دراسة تطبيقية لأثر محددات الهيكل
المالي على الأداء المالي لعينة من
المؤسسات الإقتصادية الجزائرية

تمهيد

يقوم الانتاج العلمي لمختلف الأبحاث العلمية ومن ضمنها أطروحة الدكتوراه على أسس علمية منهجية ينبغي إحترامها حتى تكون مخرجات عملية الانتاج العلمي ذات مصداقية وتحظى بالقبول والاعتماد من قبل الوسط العلمي المهتم بالموضوع الذي تدور حوله عملية الانتاج العلمي.

تعد المنهجية العلمية المستخدمة من قبل الباحث -بالأخص في أطروحة الدكتوراه- حجر الزاوية الذي يربط مختلف مكونات البحث أو الدراسة في قالب أكاديمي غايته الرئيسية الوصول إلى إجابة منطقية لإشكالية وفرضيات الدراسة وفق أسلوب علمي معتمد. تتضمن المنهجية العلمية لأطروحة الدكتوراه نموذج (فلسفة) وتصميم الدراسة اللذان يندرج تحتها عناصر أخرى مثل المنهج المتبع (الإستنباطي، الإستقرائي، الاستنباطي-الاستقرائي) وأدوات وطرق جمع البيانات المختلفة التي يمكن للباحث إختيارها بناءً على حاجته العلمية وطبيعة موضوع بحثه.

في الغالب، تستخدم الدراسات الادارية والمالية المنهجية العلمية التي تعتمد على النماذج والتصاميم القائمة على أساليب ومناهج البحث الكمية التي يلجئ اليها الباحث فيها إلى إستخدام الطرق الرياضية والاحصائية مثل تحليل الإنحدار الخطي. هذا الأخير، يستخدم لفهم طبيعة العلاقة بين المتغيرات المختلفة وإختيار المتغيرات الأفضل للدراسة وهو نوعان: الإنحدار الخطي البسيط والإنحدار الخطي المتعدد.

يتطلب القيام بتحليل الإنحدار الخطي توفر أنواع معينة من البيانات كالسلاسل الزمنية، البيانات المقطعية وحزم البيانات المقطعية الزمنية التي يمكن معالجتها من خلال العديد من البرامج الاحصائية التي تسهل للباحث إجراء مختلف الاختبارات الرياضية والاحصائية اللازمة لإتمام الدراسة.

بناءً على ما سبق، سوف نقوم من خلال هذا الفصل بأخذ نظرة مفصلة حول المنهجية العلمية المتبعة من قبلنا في هذه الدراسة ومن ثم اختبار إشكالية الدراسة، وهذا من خلال التطرق إلى المباحث الرئيسية التالية:

المبحث الأول: منهجية الدراسة؛

المبحث الثاني: تحليل الإنحدار الخطي؛

المبحث الثالث: اختبار أثر محددات الهيكل المالي على الأداء المالي لعينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية.

المبحث الأول: منهجية الدراسة

لقد تم إعداد منهجية هذه الدراسة (*Research Methodology*) بناءً على شكل رقم (23) الذي يوضح مسار عملية البحث إنطلاقاً من إختيار فلسفة الدراسة (نموذج الدراسة) ووصولاً إلى الإجابة عن إشكالية الدراسة التي قمنا بصياغتها سابقاً في شكل فرضيات.

المطلب الأول: إختيار نموذج الدراسة

يهدف أي بحث علمي إلى إثبات المعرفة الصحيحة (*Valid knowledge*). هذه الأخيرة، يمكن ملاحظتها عن طريق مجموعة من المقاربات (*Research Approaches*) التي تقوم على عدة مدارس فلسفية (*Research Philosophies*) لكل منها معتقداته الخاصة المتعلقة بفهم الحقيقة¹. يمكن أن يتبنى الباحث فلسفة البحث الخاصة به إنطلاقاً من مجموع الافتراضات التي تفترضها كل مدرسة فلسفية وهي²: (1) إفتراضات حول طبيعة الحقيقة "المعرفة" (*Ontology*) أي هل الحقيقة "المعرفة" واحدة أو متعددة؛ (2) إفتراضات حول المعرفة (*Epistemology*) أي كيف نحصل على المعرفة؛ (3) وإفتراضات حول القيم والأخلاق (*Axiology*) أي هل يجب أن يكون لقيم وأخلاق الباحث أثر أثناء دراسته لموضوع بحثه أم لا.

الفرع الأول: أهم نماذج الأبحاث الادارية والمالية

يعكس نموذج الدراسة فلسفة³ الباحث وطريقة دراسته لموضوع البحث. لذلك، يمكن القول أن نموذج الدراسة (*Research Paradigm*) هو مجموع المعتقدات الأساسية التي تشكل الكيفية التي يفهم بها المرء ويفسر الحقائق المحيطة به⁴. أو بعبارة أخرى، نموذج الدراسة هو الإطار التنظيمي العام للنظرية الاجتماعية والبحث التجريبي الذي يضم مجموعة متكاملة من الافتراضات الأساسية والأسئلة الرئيسية التي يجب الإجابة عليها، نماذج للقيام ببحوث جيدة، وتقنيات جمع البيانات وتحليلها من أجل العثور على إجابات للأسئلة⁵.

بالنظر فيما سبق، يمكن أن تكون الحقيقة -التي تعتبر ضالة الباحث المنشودة- إما موضوعية (*Objective*) أي تبعد عن عاطفة الباحث أو أي تأثير آخر له؛ أو ذاتية (*Subjective*) حيث يكون للعاطفة والأهواء الشخصية والعادات والتقاليد والمصالح تأثير على عملية البحث⁶. تشكل الموضوعية (*Objectivism*) والذاتية (*Subjectivism*) نقطة الخلاف الجوهرية بين أهم نموذجين للبحث العلمي: النموذج الوضعي (*Positivist Paradigm*) والنموذج التفسيري (*Interpretivist Paradigm*).

تقوم الفلسفة الوضعية (*Positivism*) على الإيمان بوجود واقع موضوعي ثابت "واحد" يمكن قياسه بطريقة تجريبية (*Experiment*) علمية صارمة مصممة لإنتاج البيانات والحقائق التي لا تتأثر بالتفسير أو التحيز البشري، أي البحث عن العلاقات السببية (*Causal*) قصد تعميم النتائج وجعلها شبيهة بالقوانين بحيث يمكن إستخدامها في شرح السلوك والأحداث في المنظمات والتنبؤ بها⁷.

¹ Amgad Badewi, *Investigating Benefits Realisation Process for Enterprise Resource Planning Systems*, Doctor of Philosophy, School of Aerospace, Transport and Manufacturing, Cranfield University, Cranfield, United Kingdom, 2016, p.81.

² Mark N.K. Saunders et al., *Research Methods for Business Students*, 8th Edition, Pearson Education Limited, Harlow, United Kingdom, 2019, pp. 133-134.

³ لا تفرق بعض كتب منهجية البحث العلمي الأجنبية بين "فلسفة البحث" و "نموذج البحث" حيث يتم إستخدام العبارتين بشكل متبادل.

⁴ Amgad Badewi, Op. Cit., p.81.

⁵ Lawrence W. Neuman, *Basics of Social Research: Qualitative and Quantitative Approaches*, 3rd Edition, Pearson Education Limited, Harlow, United Kingdom, 2012, p.60.

⁶ فوزي غرايه وآخرون، أساليب البحث العلمي في العلوم الاجتماعية والانسانية، الطبعة الأولى، الجامعة الأردنية، عمان، الأردن، 1977، ص 10.

⁷ Mark N.K. Saunders et al, Op. Cit., p. 144.

تستخدم النماذج الوضعية الدراسات السابقة (*Literature review*) بشكل كبير قصد بناء إطار نظري يشرح مشكلة الدراسة، وبمجرد اختبار هذا الإطار باستخدام الطرق والأساليب الإحصائية يسمى نموذجًا. هذا الأخير، يعبر عن مجموعة من العلاقات التي تم التحقق منها¹. تتميز النماذج الوضعية بأنها بحوث موضوعية، حيث يظل الباحث محايدًا ومنفصلاً عن أبحاثه وبياناته من أجل تجنب التأثير على النتائج.

يستخدم الباحث الوضعي منهجية عالية التنظيم وينصب تركيزه على الملاحظات القابلة للقياس. لا تقتصر البحوث الوضعية على البيانات الكمية (*Quantitative Data*) فقط بل تستخدم، أحيانًا، البيانات النوعية (*Qualitative Data*) التي يمكن اختبارها بشكل إحصائي. هذه الأخيرة، تعتمد عليها البحوث القائمة على الفلسفة التفسيرية (*Interpretivism*) بشكل كبير، حيث تسعى إلى دمج هذا النوع من البيانات في أنظمة تكون موجهة لدراسة حالة معينة غير قابلة للتعميم².

تقوم الفلسفة التفسيرية (*Interpretivism*) على نقد الفلسفة الوضعية (*Positivism*) وهي فلسفة تؤمن بعدم وجود حقيقة واحد وأن هناك حقائق متعددة لكل منها سياقها الخاص، ويعتمد الوصول إليها على سلوك وقيم الباحث الذي يكون طرفًا مؤثرًا في نتائج البحث. تأخذ الفلسفة التفسيرية بعين الاعتبار الاختلافات (مثل: الثقافات، الظروف والأوقات) التي تؤدي إلى تطور الحقائق الاجتماعية المختلفة، وهذا قصد إثراء الأفكار التي تم جمعها بدلًا من محاولة توفير قوانين محددة يمكن تعميمها وتطبيقها على الجميع³. تدعو وجهة النظر التفسيرية الباحث إلى التحقيق في المعاني الكامنة وراء فهم السلوك البشري والتفاعلات والمجتمع، حيث يقوم الباحث بمحاولة تطوير فهم شخصي معمق لموضوع البحث وفق منطق إستقرائي (*Inductive*)⁴.

لا تعتمد النماذج التفسيرية على الدراسات السابقة بشكل كبير -خلافاً للنماذج الوضعية- وهي تختبر مشكلة البحث بالاعتماد على البيانات غير القابلة للقياس بشكل كمي (البيانات النوعية). يهدف الباحث من خلال النموذج التفسيري (*Interpretivist Paradigm*) إلى خلق فهم جديد وثنائي (مختلف) حول الظواهر الاجتماعية المعقدة، حيث يقوم بالتحقيق في هذه الظواهر باستخدام عدة أساليب مثل المقابلات، المراقبة وتحليل النصوص التي تتضمن القيام بحوار بين الباحثين والأطراف المتفاعلة معهم من أجل بناء نتائج ذات معنى وبشكل تعاوني⁵.

ترى الفلسفة البنائية أو البنائية الاجتماعية (*Social Constructivism*) أن الحقيقة "الواقع" تختلف باختلاف السياق الذي تكون فيه الحالة (*Case*) قيد التحقيق. يعتقد البنائيون (*Constructivists*) أن الأفراد يسعون إلى فهم العالم الذي يعيشون ويعملون فيه عن طريق تطوير المعاني الذاتية لتجارهم، مما يدفع الباحث إلى البحث عن التعقيد بدلًا من تضيق المعاني إلى فئات أو أفكار قليلة⁶.

يشير Wolfgang Detel إلى أن الفلسفة البنائية الاجتماعية تهتم بثلاثة أشياء رئيسية تتمثل في المعتقدات، الحقائق، والعلاقات⁷. أولاً، بالنسبة للمعتقدات، تعتقد الفلسفة البنائية الاجتماعية بالطبيعة الاجتماعية للمعرفة والعلوم حيث يستند

¹ Amgad Badewi, Op. Cit., p.82.

² Ann C. Lin, **Bridging Positivist and Interpretist Approaches to Qualitative Methods**, Policy Studies Journal, Vol.26, No.1, 1988, p. 163.

³ Husam H. Alharahsheh, Abraham Pius, **A Review of key paradigms: positivism VS interpretivism**, Global Academic Journal of Humanities and Social Sciences, Vol.02, No.3, 2020, p. 42.

⁴ Venkat Pulla, **Employing Interpretivism in Social Work Research**, International Journal of Social Work and Human Services Practice, Vol.06, No.1, 2018, p. 11.

⁵ Mark N.K. Saunders et al, Op. Cit., p. 149.

⁶ John W. Creswell, David J. Creswell, **Research Design: Qualitative, Quantitative, and Mixed Methods Approaches**, 5th Edition, SAGE Publications, Thousand Oaks, California, United States of America, 2018, p. 46.

⁷ Wolfgang Detel, **Social Constructivism**, International Encyclopedia of the Social & Behavioral Sciences, 2nd Edition, Elsevier Publications, Waltham, Massachusetts, United States of America, 2015, p. 228.

الباحث على معرفته السابقة (التجارب السابقة) كأساس لبناء الأشياء الجديدة التي يتعلمها. ثانيًا، بالنسبة للحقائق، الفلسفة البنائية الاجتماعية هي وجهة نظر مثالية حول البناء الاجتماعي للأفعال العلمية (تسمى أحيانًا البنائية الراديكالية). ثالثًا، بالنسبة للعلاقات الاجتماعية، تبني الفلسفة البنائية الاجتماعية الانطولوجيا الاجتماعية. هذه الأخيرة، تستخدم العلاقات والتصرفات الاجتماعية من أجل تقديم تفسيرات للظاهرة التي تكون قيد الدراسة.

يوضح Michael Crotty أن البنائية كنموذج بحث تقوم على أن الباحث يقوم ببناء المعاني أثناء تفاعله مع العالم الذي يقوم بتفسيره، وللوصول إلى هذا التفاعل يميل الباحث إلى استخدام الأسئلة المفتوحة التي تمكن الطرف المشارك في عملية البحث من مشاركة آرائهم؛ يسعى الباحث إلى جمع هذه الآراء -التي تمثل البيانات النوعية (Qualitative)- شخصيًا ويقوم بتفسيرها استنادًا على تجاربه وخلفياته الخاصة. علاوة على هذا، تعتمد عملية البحث، وفق هذا النموذج، على المنهج الاستقرائي (Inductive) إلى حد كبير من أجل توليد معنى من البيانات التي يتم جمعها من ميدان الدراسة¹.

تعتبر الفلسفة البراغماتية ("Pragmatism Critical Realist") فلسفة معاصرة تجمع بين وجهات النظر الوضعية والتفسيرية²، تتمحور أسس هذه الفلسفة في العناصر التالية³:

- لا تلتزم البراغماتية بفلسفة وحقيقة واحدة وهذا ينطبق على أساليب البحث، حيث يدمج الباحث البراغماتي بين الأساليب الكمية والأساليب النوعية في وقت واحد عند إجراء البحث؛
 - لا يرى الباحث البراغماتي (Pragmatist) العالم كوحدة مطلقة. وبطريقة مماثلة، ينظر الباحث عن طرق البحث المختلطة للعديد من المناهج قصد جمع وتحليل البيانات بدلاً من الإكتفاء بطريقة واحدة فقط (على سبيل المثال: كمي أو نوعي)؛
 - للباحث حرية الاختيار بين أساليب وتقنيات واجراءات البحث التي تلبي احتياجاته وأغراضه على أكمل وجه؛
 - لا تقوم الفلسفة البراغماتية على ثنائية الواقع المستقل عن العقل أو باطن العقل. بعبارة أخرى، يستخدم الباحث وفق هذه الفلسفة الأساليب المختلطة (Mixed Methods) التي تجمع بين البيانات الكمية والنوعية لأنهم يعملون على توفير أفضل لفهم إشكالية أو مشكلة البحث؛
 - ينظر الباحث البراغماتي إلى سؤال "ماذا" و"كيف" يبحث؟ بناءً على النتائج المقصودة- أي إلى أين يريد الوصول بنتائج البحث- ويحتاج الباحث هنا إلى تحديد الغرض من المزج بين أساليب البحث، الذي يعتبر السبب المنطقي لإعتماد الأسلوب المختلط؛
 - بالنسبة لطرق البحث المختلط، تفتح البراغماتية الباب أمام طرق البحث المتعددة، وجهات النظر المختلفة، الافتراضات المختلفة، بالإضافة إلى الأشكال المختلفة لجمع البيانات وتحليلها.
- بالاعتماد على ماسبق، يمكن أن يجمع النموذج البراغماتي (Pragmatic Paradigm) بين الفلسفة الوضعية والفلسفة التفسيرية في دراسة واحدة وفي وقت واحد. على سبيل المثال، يمكن أن يستند النموذج البراغماتي على اعتبار أن هناك حقيقة واحدة (Positivist Ontology) ولكن يتم الوصول إلى المعرفة من خلال التحليل المتعمق لحالات معينة (Interpretivist Epistemology) ليتم اختبارها والتحقق منها بطريقة موضوعية (Positivist Axiology)⁴. بعبارة أخرى، النموذج البراغماتي

¹ Michael J. Crotty, **The Foundations of Social Research: Meaning and Perspective in the Research Process**, 1st Edition, Thousand Oaks, California, United States of America, 1988, pp. 53-77.

² Abbas Tashakkori, Charles Teddlie, **Putting the Human Back in "Human Research Methodology": The Researcher in Mixed Methods Research**, Journal of Mixed Methods Research, Vol.04, No.4, 2010, p. 274.

³ John W. Creswell, David J. Creswell, Op. Cit, p. 48.

⁴ Amgad Badewi, Op. Cit., p.82.

هو نموذج يجمع مزيجًا من الأفكار، الطرق والمبادئ لإيجاد حل لمشكلة البحث وهو يختلف تمامًا عن النماذج الأخرى (النموذج الوضعي، النموذج التفسيري والنموذج البنائي).

جدول رقم (25). أهم أربعة نماذج للبحث العلمي المتعلقة بالأبحاث الادارية والمالية

البراغماتية Pragmatism	البنائية Constructivism	التفسيرية Interpretivism	الوضعية Postivism	
الحقيقة غير ثابتة وتتغير باستمرار بناءً على الخبرة البشرية.	تختلف الحقيقة باختلاف السياق الموجودة فيه و الحالة الموجودة قيد التحقيق.	الحقيقة متعددة، غير قابلة للتعميم وتختلف من بلد إلى آخر.	الحقيقة واحدة قابلة للتعميم (يمكن تطبيق الدراسة على أي مؤسسة وفي أي بلد)	طبيعة الحقيقة Ontology
المعرفة تأخذ كلاً من وجهات النظر الموضوعية والذاتية.	وجهة النظر ذاتية. البناء الاجتماعي للمعرفة الذي يتوقف على العرف، الادراك البشري والخبرة الاجتماعية.	التركيز على السرد، القصص، التصورات والتفسير. الوصول إلى النتائج بشكل ذاتي (المعرفة هي مجرد ذاتية وأنه لا توجد حقيقة خارجية أو موضوعية)	وجهة النظر الموضوعية. المعرفة تقتضي وجود علاقة سببية الهدف منها اختبار الفرضيات.	الوصول إلى المعرفة Epistemology
تلعب القيم والأخلاق دوراً كبيراً في تفسير النتائج.	الاستفسار يستلزم وجود القيم والأخلاق.	يشمل الاستفسار القيم والأخلاق، ولكن يمكن التحكم فيها.	يجب أن تكون كل الاستفسارات (Inquiries) خالية من القيم والأخلاق.	القيم والأخلاق Axiology
النقد والتحول؛ الرد والتحرير	الادراك والفهم	الفهم والتفسير	التنبؤ والمراقبة	هدف البحث Research Aim
الاستقرائي	يشمل الاستنباطي والاستقرائي [مثل: الوصول إلى بناء نظرية (الإستقراء) ثم إختبار صحتها (الاستنباط)]	الاستقرائي (البدء بأخذ ملاحظات حول الظواهر وإقتراح نظريات في نهاية البحث)	الاستنباطي (تطوير فرضيات بناءً على نظرية موجودة وإختبارها من أجل تأكيدها أو رفضها)	المنهج Approach
الكمية + النوعية (المختلطة)	النوعية	النوعية (تسمح للباحث بأن يتفاعل مع المشاركين في البحث)	الكمية (تسمح للباحث بالبقاء منفصلاً عن المشاركين في البحث)	الطرق Methods

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على المعلومات السابقة

الفرع الثاني: إختيار النموذج المناسب للدراسة

لقد تعرضنا قبل قليل إلى فلسفات (نماذج) البحث العلمي التي لها إرتباط بالعلوم الإدارية والمالية والجدول رقم (25) يوضح أهم الفروقات الرئيسية بين النماذج السابقة الذكر.

بعد التعرف على هذه النماذج، نصل إلى إختيار النموذج الوضعي (Positivist Paradigm) وهذا لعدة أسباب: (1) لقد تم تبني مبادئ الفلسفة الوضعية خلال هذه الدراسة نظراً لطبيعة الإشكالية الموجودة قيد الدراسة قابلة للتعميم من بلد إلى آخر وهذا يمكن إستشفافه من خلال الدراسات السابقة ذات الصلة بموضوع الدراسة. هذه الأخيرة، تم الاعتماد عليها من أجل تحديد الفجوة العلمية الخاصة بهذه الدراسة ومن ثم إيجاد حل لإشكالية الدراسة؛ (2) تعتبر وجهة النظر الموضوعية الأفضل لهذه الدراسة نظراً لأن الهدف الأساسي منها هو تحديد طبيعة العلاقة السببية بين المتغيرات المختلفة وذلك عن طريق إختبار فرضيات الدراسة التي تم تحديدها استناداً إلى النظريات العلمية ذات الصلة بموضوع الدراسة؛ (3) يؤمن الباحث -من خلال هذه الدراسة- بأنه

عنصر غير مؤثر في عملية البحث، نظرًا لأن البيانات التي تم جمعها هي بيانات كمية لم تتعرض لأي تحريف أو تعديل أو أي إضافة أخرى من قبل الباحث مما يجعلها غير قابلة للتحيز، وهذا كعكس البيانات النوعية التي تسمح للباحث بأن يكون أحد الأطراف المشكل لها (مثل: البيانات المستخرجة من المقابلة التي تدار من قبل الباحث)؛ (4) تعتمد هذه الدراسة على الأساليب الاحصائية الكمية (الأفق الزمني الطولي) التي تسمح باختبار الفرضيات والوصول إلى تأكيدها أو رفضها مقارنة مع النظريات والدراسات السابقة ذات الصلة بموضوع الدراسة.

المطلب الثاني: تصميم الدراسة

يعد تصميم الدراسة أو البحث أحد المراحل الهامة أثناء عملية البحث، حيث أن تصميم الدراسة المناسب من شأنه أن يساهم في تقديم الاجابات الصحيحة للأسئلة وهذا يعطي للبحث قيمة وسمعة علمية جيدة داخل الوسط العلمي.

الفرع الأول: مفهوم تصميم الدراسة

يعكس تصميم الدراسة أو البحث (*Research Design*) الاستراتيجية العامة المتبعة من قبل الباحث التي تجمع مركبات البحث المختلفة بطريقة متماسكة ومنطقية مما يمنح الباحث الثقة في صلابه وقوة الاستنتاجات المستخلصة من البيانات¹. لا يرتبط تصميم الدراسة بطريقة معينة لجمع البيانات أو أي نوع من البيانات حيث يمكن للباحث استخدام أي طريقة لجمع البيانات، كما يمكنه استخدام البيانات الكمية أو النوعية أو الإثنين معًا وهذا يتوقف على طبيعة دراسته. علاوة على هذا، يضمن تصميم الدراسة أو البحث تقديم إجابات منطقية لمشكلة البحث، أي الإجابة على الأسئلة واختبار النظريات بشكل لا لبس فيه قدر الإمكان. بالتالي، يمكن القول أن مشكلة أو إشكالية البحث هي التي تحدد تصميم الدراسة أو البحث وليس العكس².

يتضمن تصميم الدراسة إجراءات جمع البيانات وطرق تحليلها وتفسيرها، وهو يمثل الخطة الشاملة التي تربط مشكلات البحث النظرية بالبحث التجريبي ذي الصلة. بعبارة أخرى، يوضح تصميم الدراسة طريقة الباحث في جمع البيانات والمعلومات اللازمة لموضوع الدراسة والأدوات المستخدمة في معالجة هذه البيانات من أجل الوصول إلى النتائج التي تمكن الباحث من الإجابة على أسئلة الدراسة.

تصميم الدراسة الجيد هو ذلك التصميم الذي يضمن للباحث الابحار السلس عبر كافة مراحل البحث، مما يقوده إلى إنتاج دراسة إحترافية بأقل قدر من الجهد، الوقت والمال.

الفرع الثاني: إختيار تصميم الدراسة

يعتمد تصميم هذه الدراسة على الشكل رقم (23) الذي إقترحه Mark Saunders وآخرون ضمن كتابهم المسمى "طرق البحث العلمي لطلاب الأعمال" (*Research Methods for Business Students*) الذي يعتبر مرجعًا هامًا للعديد من الدراسات الإدارية والمالية.

لقد أشرنا سابقًا إلى النموذج المستخدم ضمن هذه الدراسة المتمثل في النموذج الوضعي وقدمنا المبررات اللازمة لإختيار هذا النموذج. يفرض هذا النموذج وطبيعة الدراسة إختيار التصميم المناسب الذي يضمن الوصول إلى الإجابات المنطقية والمقنعة لمشكلة أو إشكالية الدراسة. تختلف هذه الأخيرة عن الأولى، حيث أن الإشكالية أعم وتشمل المشكلات الكبيرة وهذا ما يجعل من مشكلة البحث- التي تحاول الإجابة على سؤال نتائج محددة ولا تقبل النقاش- جزءًا من الإشكالية التي تحاول الإجابة عن سؤال رئيسي أكثر عمقًا يمكن أن تتفرع منه عدة أسئلة أخرى.

¹ Frank Bechhofer, Lindsay Paterson, **Principles of Research Design in the Social Sciences**, 1st Edition, Routledge, New York, United States of America, 2000, p. 09.

² David A. deVaus, **Research Design in Social Research**, 1st Edition, SAGE Publications, Thousand Oaks, California, United States of America, 2001, p. 17.

إستخدمت هذه الدراسة التصميم السببي أو التجريبي (*Causal/ Experimental*) نظراً لطبيعة الدراسة والبيانات التي تم جمعها من أجل القيام بهذه الدراسة. يسمح تصميم البحث على هذا النحو بإختبار العلاقة بين متغيرات الدراسة المختلفة، أي أثر متغير على متغير آخر ومن ثم تقديم تفسير لطبيعة هذا الأثر¹.

يعد المنهج الاستنباطي الأفضل لهذه الدراسة حيث يقوم الباحث بتطوير فرضيات بناءً على النظريات الموجودة ومن ثم يقوم باختبارها من أجل تأكيدها أو رفضها ومعرفة ما إذا كانت نتائج هذا الاختبار تتوافق مع النظريات أم لا. في المقابل، لم يتم إختيار المنهج الاستقرائي ولا المنهج "الاستنباطي-الاستقرائي" ضمن هذه الدراسة لأنهما لا يخدمان أهداف الدراسة ولا طبيعة البيانات التي تم جمعها. بالنسبة للمنهج الاستقرائي، يبدأ الباحث من خلال هذا المنهج بجمع البيانات والمعلومات وأخذ ملاحظات حول الظاهرة الموجودة قيد الدراسة ليصل في النهاية إلى بناء أو توليد نظريات غالباً ما تكون في شكل إطار عمل مفاهيمي (*Conceptual Framework*). أما بالنسبة للمنهج "الاستنباطي-الاستقرائي" فهو يمكن الباحث من تعديل أو رفض نظرية قائمة من قبل. على سبيل المثال، قد ينظر الباحث في صحة النظرية التي قام بإقتراحها بالاعتماد على هذا المنهج².

تعتمد هذه الدراسة عند تجميعها وتحليلها للبيانات والمعلومات الخاصة بموضوع الدراسة على طرق البحث الكمية التي تسمح بشرح وتفسير الظواهر العلمية باستخدام النماذج الرياضية والإحصائية. تختلف طرق البحث الكمية على طرق البحث النوعية، حيث أن طرق البحث الكمية تمكن الباحث من الحصول على البيانات الرقمية القابلة للقياس بشكل كمي وهي نوعان: (1) البحوث التجريبية (*Experimental Research*)؛ و(2) البحوث غير التجريبية (*Non-experimental Research*)، مثل: الاستبيان (*Questionnaire*)، المسح (*Survey*)، البحث الأرشيفي (*Archival Research*). في المقابل، طرق البحث النوعية تمكن الباحث من الحصول على البيانات غير الرقمية (الصور، الكلمات، التسجيلات الصوتية، الفيديوهات، الخ...) التي يتم توليدها عن طريق الملاحظة المباشرة والمقابلة، مثل: النظرية المجردة (*Grounded Theory*)، الأنثوغرافيا (*Ethnography*)، دراسة الحالة (*Case Study*)، التحقيق السردى (*Narrative Inquiry*)³.

تعتمد هذه الدراسة بشكل رئيسي على البحث الأرشيفي الذي يمكن الباحث من جمع البيانات والمعلومات الكمية اللازمة لإجراء هذه الدراسة عن طريق الوثائق والتقارير المصنفة لدى المؤسسات الاقتصادية ومراقبتها مع مرور الزمن. إستخدم الباحث أيضاً قواعد البيانات الرقمية التي توفر الوصول إلى جميع البيانات المالية الخاصة بالمؤسسات التي لم يتم الحصول على بياناتها المالية في صيغتها الورقية. إضافة إلى هذا، تعتمد هذه الدراسة أيضاً على البحث التجريبي الذي يكون الغرض منه معرفة احتمالية حدوث تغيير في المتغير المستقل مما يؤدي إلى إحداث تغيير في المتغير التابع⁴، على أن يضمن الباحث عند اختباره للدراسة توفر متغير مستقل ومتغير تابع على الأقل أو أكثر⁵.

بعد التوصل إلى البيانات والمعلومات المالية الخاصة بعينة الدراسة التي تخدم فلسفة ونموذج الدراسة، قمنا بترتيبها وتصنيفها في جداول مالية -دون أن نحدث أي تغيير في جوهرها- تشمل هذه الجداول فترة زمنية تمتد من 2013 إلى 2019 وهذا يجعل من بيانات الدراسة بيانات طولية (*Longitudinal*). تتميز البيانات الطولية بأنها مجموعة من البيانات لعينة من "المؤسسات" خلال فترات زمنية متعددة. في المقابل، تتميز البيانات المقطعية (*Cross-sectional*) بأنها مجموعة من البيانات لعينة "المؤسسات" خلال فترة زمنية واحدة.

¹ David A. de Vaus., Op. Cit, p. 02.

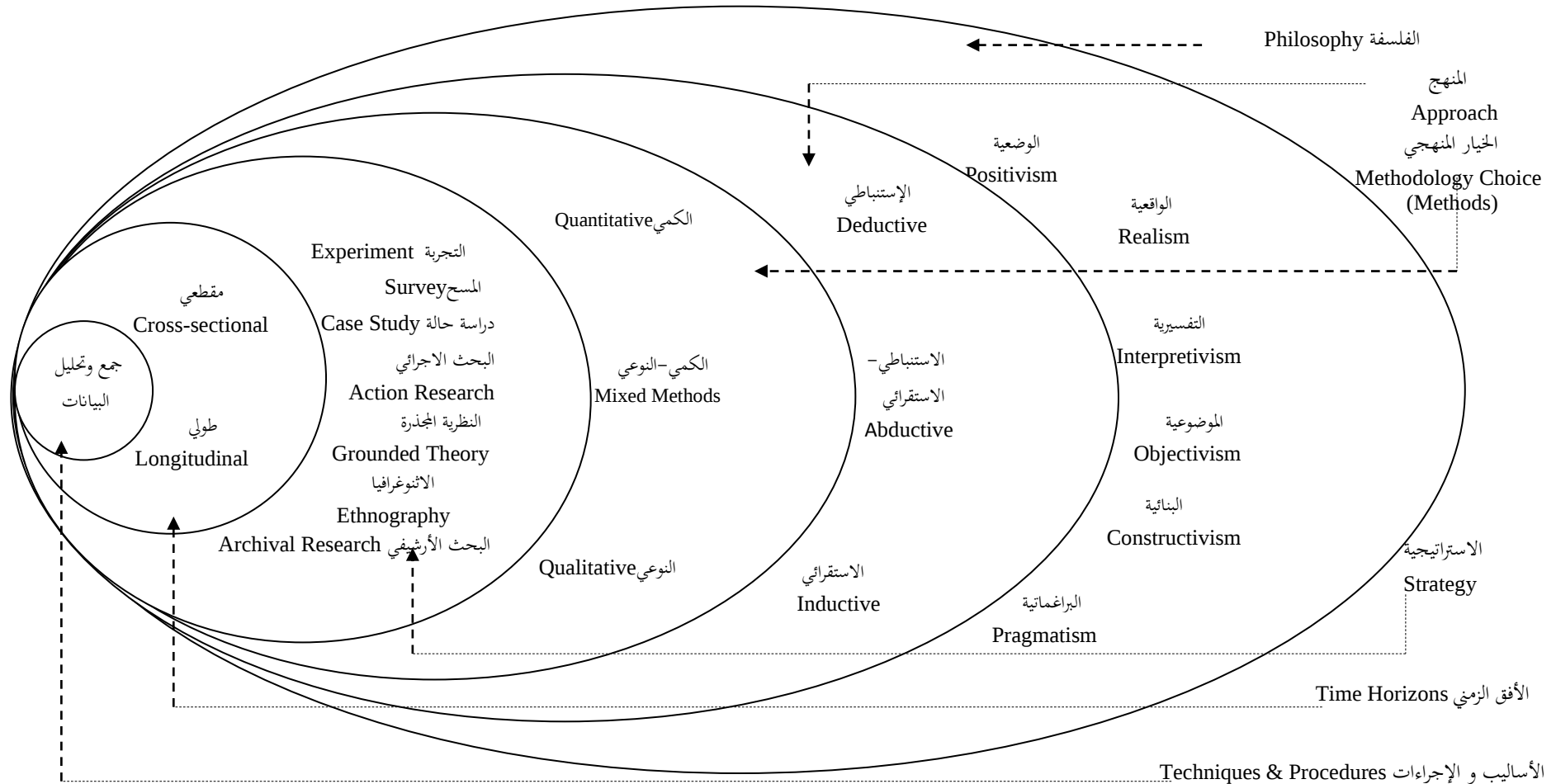
² Mark N.K. Saunders et al, Op. Cit., p. 157.

³ John W. Creswell, David J. Creswell, Op. Cit, p. 49.

⁴ Mark N.K. Saunders et al, Op. Cit., p. 190.

⁵ Donald R. Cooper, Pamela S. Schindler, **Business Research Methods**, 12th Edition, McGraw-Hill Irwin, New York, United States of America, 2014, p. 192.

شكل رقم (23). مراحل البحث



Source: Mark N.K. Saunders et al., **Research Methods for Business Students**, 8th Edition, Pearson Education Limited, Harlow, United Kingdom, 2019, p. 130.

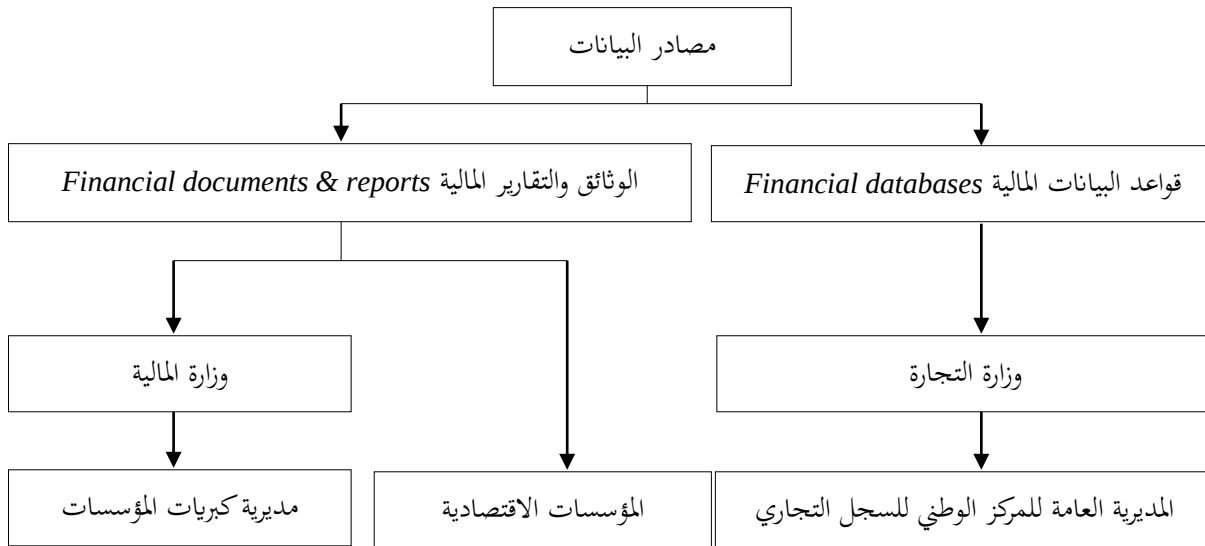
المطلب الثالث: مصادر البيانات المالية، البرامج الاحصائية ومتغيرات الدراسة

تعتبر مرحلة جمع، قياس، وتحليل البيانات المالية من أهم المراحل التي يجب تسليط الضوء عليها في أي بحث علمي جاد. لذلك، ومن خلال هذا المطلب، سوف نتطرق إلى هذه المراحل بالتفصيل حتى تكتمل الصورة المتعلقة بمنهجية هذه الدراسة.

الفرع الأول: مصادر البيانات المالية

تعتبر عملية جمع وترتيب البيانات المالية المتعلقة بموضوع الدراسة أحد أطول وأصعب المراحل التي مرت بها عملية البحث. إستغرقت هذه المرحلة ثمانية (08) أشهر ويمكن تقسيمها إلى مرحلتين: **المرحلة الأولى**، الوصول إلى البيانات المالية اللازمة عن طريق إجراء زيارات متكررة إلى المؤسسات الاقتصادية المتمثلة في المؤسسات ذات الأسهم (SPA) الكبيرة التابعة للقطاع الخاص والعام. **المرحلة الثانية**، الوصول إلى البيانات المالية اللازمة عن طريق إجراء زيارات متكررة إلى الجهات الرسمية التابعة للدولة الجزائرية، المتمثلة في المديرية العامة للمركز الوطني للسجل التجاري (CNRC) التابعة لوزارة التجارة ومديرية كبريات المؤسسات (DGE) التابعة لوزارة المالية. هذه الجهات لها الحق في الحصول على مختلف البيانات المالية التي تبرر مختلف الأنشطة الاقتصادية التي تقوم بها المؤسسات الاقتصادية الموزعة عبر كل ولايات الوطن (58 ولاية).

شكل رقم (24). مصادر البيانات المالية



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على المعلومات السابقة

يمثل الشكل رقم (24) مصادر البيانات التي قام من خلالها الباحث بإنشاء قاعدة بيانات تضم 400 مؤسسة إقتصادية ذات أسهم (SPA) موزعة على القطاعين الخاص والعام خلال الفترة ما بين (2013-2019). تتكون عينة القطاع العام من 131 مؤسسة إقتصادية كبيرة الحجم، أما عينة القطاع الخاص فتتكون من 269 مؤسسة إقتصادية كبيرة الحجم.

لقد تم استخراج وترتيب البيانات المالية لعينة الدراسة باستخدام برنامج Excel حيث تمكن الباحث من إنشاء حزم للبيانات المقطعية الزمنية يمكن معالجتها من خلال البرامج الاحصائية التي تسمح بمعالجة هذا النوع من البيانات مثل: برنامج SPSS، برنامج STATA، برنامج EVIEWS، الخ... تشكل العينة التي توصل لها الباحث 2800 مشاهدة وهذا يسمح بإجراء مختلف الاختبارات القياسية التي توصلت إلى نتائج ذات الجودة العالية والأكثر مصداقية.

الفرع الثاني: البرامج الاحصائية

تعتبر البرامج الاحصائية الأداة التي تسهل للباحث اختبار واختيار النماذج القياسية المناسبة للدراسة. هناك العديد من البرامج الاحصائية المدفوعة والمجانية التي تستخدم في العديد من الدراسات المالية والاقتصادية ولكل منها مميزات وعيوبه.

يعتبر برنامج SPSS أحد البرامج الكثيرة الاستخدام في العلوم الاجتماعية والانسانية نظراً لسهولة استخدامه. يستخدم هذا البرنامج بشكل فعال في معالجة البيانات المقطعية الا أنه غير فعال عند معالجة حزم البيانات المقطعية الزمنية نظراً للوظائف المحدودة التي يقدمها لتحليل مثل هذا النوع من البيانات. من جهة أخرى، يعتبر برنامج EVIEWS من بين أحسن البرامج التي تساعد الباحث على إجراء مختلف التحليل والتقدير القياسية المتقدمة والتعامل مع البيانات المقطعية، السلاسل الزمنية وحزم البيانات المقطعية الزمنية. لكن رغم هذا، لا يتضمن هذا البرنامج على جميع الأدوات الخاصة بتحليل حزم البيانات الزمنية المقطعية بالإضافة إلى أن بعض الوظائف الموجودة فيه تستخدم بشكل أفضل في برنامج STATA. في الأخير، يعتبر برنامج STATA أحد البرامج القادرة على إجراء العديد من الاختبارات القياسية المتقدمة التي لا تتوفر في البرامج السابقة وله واجهة مستخدم معقدة مقارنة مع البرامج السابقة. لبرنامج STATA القدرة على معالجة جميع أنواع البيانات وهو يتعامل وبدقة عالية مع جميع نماذج الانحدار الخاصة بحزم البيانات المقطعية الزمنية.

يتوقف إختيار البرنامج المناسب لإجراء الاختبارات المتعلقة بهذه الدراسة على طبيعة البيانات التي تم تجميعها وترتيبها، بالإضافة إلى إمكانية الوصول إلى أحدث الإصدارات الخاصة بالبرامج الإحصائية السابقة الذكر. بناءً على هذا، استخدمنا خلال هذه الدراسة برنامج STATA17 وبرنامج EVIEWS 12 حيث أن هذه البرامج متوفرة لدى الباحث وفق آخر إصدار، بالإضافة إلى أنها تساعد الباحث في إتمام الدراسة على أحسن وجه.

الفرع الثالث: متغيرات الدراسة

تتضمن هذه الدراسة نوعين من المتغيرات: (1) المتغيرات المستقلة التي تنقسم إلى عدة متغيرات كمية تتمثل في الحجم (Size)، العمر (Age)، السيولة (Liquidity)، النمو (Growth)، الأصول الملموسة (Tangibility)؛ و (2) المتغيرات التابعة الكمية المتمثلة في هامش الربح الصافي (NPM) والعائد على اجمالي الأصول (ROA).

جدول رقم (26). متغيرات الدراسة وطريقة قياسها

نوع المتغير	طبيعة المتغيرات	اسم المتغير	طريقة القياس
المتغيرات التابعة	كمية	هامش الربح الصافي	النتيجة الصافية على المبيعات
		العائد على اجمالي الأصول	النتيجة الصافية على اجمالي الأصول
المتغيرات المستقلة	كمية	الحجم	لوغاريثم (ln) المبيعات
		العمر	لوغاريثم (ln) (السنة الجارية - سنة بداية النشاط)
		السيولة	(الأصول الجارية - المخزونات) / الخصوم الجارية
		النمو	(اجمالي أصول السنة الجارية - اجمالي أصول السنة السابقة) / اجمالي أصول السنة الجارية
		الأصول الملموسة	الأصول الثابتة على اجمالي الأصول

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الدراسات السابقة

يوضح الجدول رقم (26) مجموعة المتغيرات المختلفة التي إستخدمت ضمن هذه الدراسة وطريقة قياسها بالاعتماد على الدراسات السابقة التي قمنا بالإشارة إليها في مقدمة الأطروحة. قد يكون هناك اختلاف في طريقة قياس هذه المتغيرات من دراسة إلى أخرى، ولهذا قام الباحث بإختيار طرق القياس الأفضل التي تساهم في تقديم افضل النتائج.

المبحث الثاني: تحليل الانحدار الخطي

تحليل البيانات الاحصائية هو عبارة عن حرفة تجمع بين الجانب الفني الذي يقصد به المهارات التي تم تطويرها من خلال الممارسة، والجانب العلمي الذي يقصد به التراكم المعرفي أو المعرفة المنهجية للباحث بأساليب تحليل البيانات الاحصائية¹. سوف نتطرق من خلال هذا المبحث إلى تقديم نظرة موجزة حول تحليل الانحدار، حزم البيانات المقطعية الزمنية (Panel Data) والاختبارات الخاصة بها.

المطلب الأول: تحليل الانحدار

تحليل الانحدار هو عبارة عن طريقة رياضية يتم من خلالها تحديد المتغيرات التي تقدم تفسير لموضوع أثار إهتمام الباحث. من خلال هذا المطلب سوف نتعرف على الانحدار الخطي البسيط والانحدار الخطي المتعدد.

يشير Barnes Trevor إلى أن الانحدار يعتبر أول التقنيات الاحصائية الاستنتاجية إلى جانب الارتباط (Correlation) التي إستخدمت من أجل تعزيز أجندة إجتماعية وإيديولوجية معينة. لقد دعم Barnes Trevor وجهة نظره بالقول أن تحليل الانحدار والإرتباط نشأ في سياق فكري معين. على سبيل المثال، إستخدام تقنية الانحدار في علم النسل يحمل في طياته إفتراضات ذات خلفية فكرية ليست من قبيل "الغرب هو الأفضل" وإنما فرضيات مثل الحاجة إلى أخذ أعداد كبيرة من العينات التي تسهل التحكم والسيطرة على أجزاء معينة من العالم، وبالتأكيد قد يتم تخفيف هذه السيطرة من أجل إستخدامها لأغراض عنصرية "لكنها ليست متأصلة في هذه التقنية الإحصائية بحد ذاتها"².

تحليل الانحدار (Regression Analysis) هو أسلوب إحصائي يستخدم من أجل التحقق ونمذجة العلاقة بين المتغيرات المختلفة- أي العلاقة بين متغير تابع واحد وعدة متغيرات مستقلة. يتم تطبيق هذا الأسلوب الإحصائي في العديد من المجالات التي تشمل الهندسة، العلوم الفيزيائية والكيميائية، الاقتصاد، الإدارة، العلوم البيولوجية والعلوم الاجتماعية³. يهدف تحليل الانحدار إلى التنبؤ بالتغير الذي يمكن أن يحدث في المتغير التابع إنطلاقاً من التغير الذي يحدث في المتغير المستقل وهذا وفق العلاقة البسيطة التالية⁴:

$$Y = \alpha + \beta_1 x$$

حيث:

α = الحد الثابت

β_1 = الميل

يصف تحليل الانحدار وبشكل رياضي طبيعة العلاقات بين المتغيرات المستقلة والمتغيرات التابعة، وهو يستخدم لهدفين: (1) يستخدم تحليل الانحدار من أجل فهم طبيعة العلاقة بين المتغيرات، أي كيف "ترتبط" التغيرات في المتغيرات المستقلة بالتغيرات في المتغير التابع؛ و(2) يستخدم تحليل الانحدار من أجل التنبؤ بالمتغير التابع عن طريق إدخال قيم المتغيرات المستقلة في معادلة الانحدار⁵.

¹ John Fox, **Applied Regression Analysis and Generalized Linear Models**, 3rd Edition, SAGE Publications, Thousand Oaks, California, United States of America, 2016, p. 13.

² Barnes J. Trevor, **A History of Regression: Actors, Networks, Machines, and Numbers**, Environment and Planning A: Economy and Space, Vol.30, No.2, 1998, p. 220.

³ Douglas C. Montgomery et al., **Introduction to Linear Regression Analysis**, 5th Edition, John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey, United States of America, 2012, p. 01.

⁴ Ibidem

⁵ Jim Frost, **Regression Analysis: An Intuitive Guide for Using and Interpreting Linear Models**, 1st Edition, Jim Publishing, State College, Pennsylvania, United States of America, 2019, p. 27.

يختلف تحليل الانحدار الخاص بحزم البيانات المقطعية الزمنية (Panel Data) عن العلاقة السابقة حيث أنه يجمع بين السلاسل الزمنية والبيانات المقطعية وفق العلاقة التالية:

$$Y_{it} = \alpha + \beta_1 X_{1i} + \beta_2 X_{2i} + \beta_3 X_{3i} + \dots + \beta_i X_{it} + \mu_{it}$$

حيث:

Y_{it} = المتغير التابع

α = الثابت

β_i = الميل

$X_{1i} ; X_{2i} ; X_{3i} ; X_{it} = t$ المتغيرات المستقلة للمشاهدة i عند الفترة الزمنية t

μ_{it} = حد الخطأ للمشاهدة i عند الفترة الزمنية t

ضمن هذه العلاقة يجب أن يحقق حد الخطأ الشروط التالية¹:

- الوسط الصفري $E(\mu_i) = 0$ أي أن وسط التوزيع الاحتمالي الخاص بالعناصر العشوائية يساوي الصفر (0) حيث تتمركز قيم μ_i حول الصفر. بعبارة أخرى، عدم وجود خطأ التحديد ومنه نتوقع أن تكون المقدرات غير متحيزة؛
- تساوي التباين $V(\mu_i) = \sigma^2$ أي أن تباين التوزيع الاحتمالي الخاص بالعناصر العشوائية μ_i يساوي قيمة ثابتة وموجبة؛
- استقلالية الخطأ العشوائي، أي أن تغاير درجة الارتباط بين القيم العشوائية يساوي الصفر (0) وبالتالي هي مستقلة عن بعضها. نصل إلى $COV(\mu_i, \mu_j) = 0$ عندما يكون $i \neq j$.

الفرع الأول: الانحدار البسيط

1. تحليل الانحدار الخطي البسيط

يسمى تحليل الانحدار الخطي البسيط بهذا الاسم نظراً لأنه يتضمن متغير مستقل واحد (X) ومتغير تابع واحد (Y)، وهذا عكس تحليل الانحدار الخطي المتعدد الذي يضم عدة متغيرات مستقلة. تحليل الانحدار الخطي البسيط بين المتغير المستقل والتابع يكون في البداية عن طريق رسم مجموعة قيم X و Y في شكل إنتشار ثم تحديد إمكانية وجود علاقة خطية تقريبية. وبما أن هذه العلاقة تقديرية، يمكن القول أنه من غير المتوقع أن تقع قيم الانتشار في خط واحد مستقيم مما يستلزم أن يضم الانحدار الخطي البسيط حد الخطأ μ_i (العنصر العشوائي) لنصل إلى كتابة العلاقة الخاصة بمعادلة الانحدار الخطي البسيط وفق الشكل التالي²:

$$Y_i = \alpha + \beta_1 X_i + \mu_i$$

وفق هذه العلاقة، يجب أن يتوفر في حد الخطأ الشروط التالية: (1) التوزيع الطبيعي؛ (2) الوسط الصفري: أي قيمته المتوقعة صفر؛ (3) ثبات التباين؛ (4) عدم وجود ارتباط بين حدود الخطأ؛ (5) يجب أن يأخذ المتغير المفسر (المستقل) قيمة ثابتة في المعائنات المتكررة من أجل أن تكون X_i و μ_i غير مترابطة³.

2. طريقة المربعات الصغرى

طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS) هي أسلوب لتوفيق أفضل خط مستقيم لعينة المشاهدات XY وهو يتضمن مجموع المربعات لانحرافات النقاط (الرأسية) عن الخط إلى أدنى حد ممكن⁴:

$$\text{Min} \sum (Y_i - \hat{Y}_i)^2$$

¹ Abdulhadi H. Ramadan, Op. Cit., p. 120.

² Badi H. Baltagi, **Econometric Analysis of Panel Data**, 6th Edition, Springer, Cham, Switzerland, 2021, p. 73.

³ حسين علي بخيت، سحر فتح الله، الاقتصاد القياسي، الطبعة الأولى، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006، ص 38-41.

⁴ Dominick Salvatore, Derrick Reagle, **Schaum's Outline of Theory and Problems of Statistics and Econometrics**, 1st Edition, McGraw-Hill, Irwin, New York, United States of America, 2002, p. 128.

حيث تشير Y_i إلى المشاهدات الفعلية، وتشير $\hat{Y}_i$ إلى القيم "الموقفة" المناظرة. بحيث تكون $Y_i - \hat{Y}_i = e_i$ هي البواقي ويعطي هذا الأسلوب المعادلتين الطبيعيين التاليين:

$$\sum Y_i = n\hat{a} + \hat{\beta}_1 \sum X_i$$

$$\sum X_i Y_i = \hat{a} \sum X_i + \hat{\beta}_1 \sum X_i^2$$

حيث n عدد المشاهدات و $\hat{a}$ ، $\hat{\beta}_1$ هي مقدرات للمعلمتين الحقيقيتين α و β_1 . وبحل المعادلتين السابقتين آنياً نحصل على ما يلي:

$$\hat{\beta}_1 = \frac{n \sum X_i Y_i - \sum X_i \sum Y_i}{n \sum X_i^2 - (\sum X_i)^2}$$

ونحصل على قيمة $\hat{a}$ كما يلي:

$$\hat{a} = \bar{Y} + \hat{\beta}_1 \bar{X}$$

ومن المفيد عادةً استخدام صيغة مكانية لتقدير $\hat{\beta}_1$:

$$\hat{\beta}_1 = \frac{\sum x_i y_i}{\sum x_i^2}$$

حيث $y_i = Y_i - \bar{Y}$ ؛ $x_i = X_i - \bar{X}$ وتكون معادلة إنحدار المربعات الصغرى العادية المقدرة (OLS) كما يلي:

$$\hat{Y}_i = \hat{a} + \hat{\beta}_1 X_i$$

3. إختبارات معنوية تقديرات المعالم

يلزمنا من أجل القيام بإختبار المعنوية الإحصائية لتقديرات معامل الانحدار معرفة تباين $\hat{\beta}_1$ و $\hat{a}$.¹

$$\text{Var} \hat{a} = \sigma_\mu^2 \frac{\sum X_i^2}{n \sum x_i^2}$$

$$\text{Var} \hat{\beta}_1 = \sigma_\mu^2 \frac{1}{n \sum x_i^2}$$

وحيث أن σ_μ^2 غير معلومة، فإن تباين البواقي S^2 يستخدم كتقدير غير متحيز للتباين:

$$S^2 = \sigma_\mu^2 = \frac{\sum e_i^2}{n - k}$$

حيث k عدد المعالم المقدرة. والمعادلات التالية تعطي تقديرات غير متحيزة لتباين $\hat{\beta}_1$ و $\hat{a}$.

$$s_{\hat{a}}^2 = \frac{\sum e_i^2}{n - k} \frac{\sum X_i^2}{n \sum x_i^2}$$

$$s_{\hat{\beta}_1}^2 = \frac{\sum e_i^2}{n - k} \frac{1}{n \sum x_i^2}$$

تمثل المعادلتين $s_{\hat{\beta}_1}^2$ و $s_{\hat{a}}^2$ الأخطاء المعيارية للتقدير. وبما أن μ موزعة توزيعاً طبيعياً فإن Y_i ، وبالتالي $\hat{\beta}_1$ و $\hat{a}$ تكون هي الأخرى موزعة طبيعياً، ومن ثم يمكننا استخدام توزيع t بدرجات $n - k$ لإختبار الفروض عن كل من $\hat{\beta}_1$ و $\hat{a}$ وعمل فترات ثقة لهما.

4. اختبار جودة التوفيق والارتباط

كلما تحصلنا على مشاهدات أقرب إلى خط الانحدار (أي، كلما صغرت البواقي)، كلما زاد التغير في Y الذي تفسره معادلة الانحدار المقدرة. ومنه، التغير الإجمالي في Y يساوي التغير في المفسر (المستقل) زائد (+) تغير البواقي. يمكن صياغة ما سبق وفق العلاقة الرياضية التالية:

¹ Dominick Salvatore, Derrick Reagle, Op. Cit., p. 130.

$$\sum (Y_i - \bar{Y})^2 = \sum (\hat{Y}_i - \bar{Y})^2 + \sum (Y_i - \hat{Y}_i)^2$$

التغير الإجمالي في Y التغير المفسر في Y تغير البواقي في Y

(أو إجمالي مجموع المربعات) (مجموع مربعات الانحدار) (مجموع مربعات الخطأ)

TSS = RSS + ESS

وبقسمة الطرفين على TSS نحصل على:

$$1 = \frac{RSS}{TSS} + \frac{ESS}{TSS}$$

ومن هنا يمكن تعريف معامل التحديد R^2 بأنه النسبة من التغير الإجمالي في Y الذي يفسره إنحدار Y على X :

$$R^2 = \frac{RSS}{TSS} = 1 - \frac{ESS}{TSS}$$

ويمكن حساب R^2 على النحو التالي:

$$R^2 = \frac{\sum \hat{y}_i^2}{\sum y_i^2} = 1 - \frac{\sum e_i^2}{\sum y_i^2}$$

حيث:

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

تتراوح قيمة R^2 بين الصفر (0) عندما لا تفسر معادلة الانحدار أيًا من التغير في Y؛ والواحد (1) عندما تقع كل النقاط على خط الانحدار. معامل الارتباط r يتم حسابه كالآتي¹:

$$r = \sqrt{R^2} = \frac{\sum x_i y_i}{\sqrt{\sum x_i^2} \sqrt{\sum y_i^2}} = \sqrt{\hat{\beta}_1 \frac{\sum x_i y_i}{\sum y_i^2}}$$

تتراوح قيمة r من -1 (للاارتباط الخطي السالب التام) إلى 1 (للاارتباط الخطي الموجب التام). إن علاقة الارتباط بين المتغيرين لا تعني وجود علاقة سببية أو علاقة تبعية بينهما. وفي حالة البيانات النوعية (الكيفية)، يمكن استخدام معامل ارتباط الرتب r' .

5. خواص مقدرات طريقة المربعات الصغرى العادية

تعتبر مقدرات المربعات الصغرى العادية (Ordinary least-squares) أفضل مقدرات خطية غير متحيزة (Best

Linear Unbiased Estimators) وعدم التحيز يعني:

$$E(\hat{\beta}) = \beta$$

حيث:

$$\text{Bias} = E(\hat{\beta}) - \beta$$

نقصد بوصف المقدر بأنه "أفضل مقدر غير متحيز" (Best Unbiased) أو "مقدر كفء" أن المقدر يحقق أصغر تباين. بالتالي فإن مقدرات OLS هي الأفضل من بين كل المقدرات الخطية غير المتحيزة، وتعرف هذه الخاصية بنظرية غاوس ماركوف (Gauss-Markov) وهي تمثل أهم مبرر لاستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية. أحياناً، قد يرغب الباحث أن يقبل بعض التحيز في مقابل تباين أصغر، عن طريق تصغير متوسط مربع الخطأ (square error)، وهذا وفق العلاقة التالية:

$$\text{MSE}(\hat{\beta}) = E(\hat{\beta} - \beta)^2 = \text{var}(\hat{\beta}) + (\text{bias}\hat{\beta})^2$$

¹ Dominick Salvatore, Derrick Reagle, Op. Cit., pp. 132-133.

يكون المقدّر متنسّقاً إذا اقتربت قيمته من المعلمة الحقيقية مع إقتراب حجم العينة إلى ما لا نهاية (أي أنه غير متحيز في اللانهاية) وينتهي توزيعه إلى المعلمة الحقيقية.

الفرع الثاني: الانحدار المتعدد

1. تحليل الانحدار الخطي المتعدد

يعمل الانحدار الخطي المتعدد على تعميم نموذج الانحدار الخطي البسيط من خلال السماح بالعديد من المتغيرات ضمن معادلة الانحدار¹. يمكن تحليل الانحدار الخطي المتعدد الباحث من السيطرة على العديد من العوامل الأخرى التي تؤثر على المتغير التابع في الوقت نفسه. وهذا يعتبر أمراً مهماً أثناء اختبار الباحث للنظريات الاقتصادية، وتقييم أثر السياسة المتبعة، خاصة عندما يتعين عليه استخدام بيانات غير معملية (*Non-experimental*) لأن نماذج الانحدار الخطي المتعدد تستوعب الكثير من المتغيرات التفسيرية ذات العلاقة وتسمح بإستنتاج العلاقة السببية في الحالات التي يكون فيها تحليل الانحدار البسيط مضللاً². يستخدم تحليل الانحدار المتعدد لإختبار الفروض الناتجة عن العلاقة بين متغير تابع (Y) وإثنين أو أكثر من المتغيرات المستقلة ($X_1, X_2, \dots$) والتنبؤ. ويمكن كتابة تحليل الانحدار الخطي المتعدد لثلاثة متغيرات كالتالي³:

$$Y_i = \alpha + \beta_1 X_{1i} + \beta_2 X_{2i} + \mu_i$$

بالإضافة إلى الفروض التي قمنا بذكرها سابقاً المتعلقة بالانحدار الخطي البسيط، هناك فرض إضافي يتعلق بالانحدار الخطي المتعدد وهو عدم وجود علاقة خطية تامة بين المتغيرات المستقلة ($X_1, X_2, \dots$). إذن، يمكن الحصول على تقديرات معالم المربعات الصغرى العادية (OLS) بإيجاد النهاية الصغرى لمجموع مربعات البواقي كالتالي:

$$\sum e_i^2 = \sum (Y_i - \hat{Y}_i)^2 = \sum (Y_i - \hat{\alpha} - \hat{\beta}_1 X_{1i} - \hat{\beta}_2 X_{2i})^2$$

تقدم هذه المعادلة المعادلات الطبيعية الثلاث (03) التالية:

$$\begin{aligned} \sum Y_i &= n\hat{\alpha} + \hat{\beta}_1 \sum X_{1i} + \hat{\beta}_2 \sum X_{2i} \\ \sum X_{1i} Y_i &= \hat{\alpha} \sum X_{1i} + \hat{\beta}_1 \sum X_{1i}^2 + \hat{\beta}_2 \sum X_{1i} X_{2i} \\ \sum X_{2i} Y_i &= \hat{\alpha} \sum X_{2i} + \hat{\beta}_1 \sum X_{1i} X_{2i} + \hat{\beta}_2 \sum X_{2i}^2 \end{aligned}$$

هذه المعادلات -عندما يعبر عنها في صورة إنحرافات المتغيرات عن متوسطاتها- يمكن حلها آتياً لإيجاد $\hat{\alpha}$ و $\hat{\beta}_1$ كما يلي:

$$\begin{aligned} \hat{\beta}_1 &= \frac{(\sum x_1 y)(\sum x_2^2) - (\sum x_2 y)(\sum x_1 x_2)}{(\sum x_1^2)(\sum x_2^2) - (\sum x_1 x_2)^2} \\ \hat{\beta}_2 &= \frac{(\sum x_2 y)(\sum x_1^2) - (\sum x_1 y)(\sum x_1 x_2)}{(\sum x_1^2)(\sum x_2^2) - (\sum x_1 x_2)^2} \end{aligned}$$

وتكون:

$$\hat{\alpha} = \bar{Y} - \hat{\beta}_1 \bar{X}_1 - \hat{\beta}_2 \bar{X}_2$$

يقيس المقدّر $\hat{\beta}_1$ مقدار التغير في Y بالنسبة لتغير مقدار الوحدة في X_1 مع تثبيت X_2 وتعرف $\hat{\beta}_2$ على نفس النمط، وتسمى المقدرات $\hat{\beta}_1$ و $\hat{\beta}_2$ بمعاملات الانحدار الجزئية وتكون $\hat{\alpha}$ ، $\hat{\beta}_1$ و $\hat{\beta}_2$ أفضل مقدرات خطية غير متحيزة (*BLUE*).

¹ Sanford weisberg, **Applied Linear Regression**, 4th Edition, John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey, United States of America, 2014, p. 51.

² حسام علي داود، خالد محمد السواعي، الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق باستخدام برنامج **Eviews 7**، الطبعة الثانية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2016، ص 120.

³ Dominick Salvatore, Derrick Reagle, Op. Cit., p. 154.

2. اختبارات معنوية تقديرات المعالم

أثناء قيام الباحث باستخدام الانحدار المتعدد يجب عليه إجراء اختبار لمعنوية تقديرات المعالم، ولإختبار المعنوية الاحصائية لتقديرات معالم للانحدار المتعدد فإن تبين التقديرات شيء مطلوب ويكون وفق العلاقة التالية:

$$\text{Var}\hat{\beta}_1 = \sigma_\mu^2 \frac{\sum x_2^2}{\sum x_1^2 \sum x_2^2 - (\sum x_1 x_2)^2}$$

$$\text{Var}\hat{\beta}_2 = \sigma_\mu^2 \frac{\sum x_1^2}{\sum x_1^2 \sum x_2^2 - (\sum x_1 x_2)^2}$$

عادة $\hat{\alpha}$ ليست موضع اهتمام أساسي. وحيث أن σ_μ^2 غير معلومة، فإن تبين البواقي S^2 يستخدم كتقدير غير متحيز للتباين σ_μ^2 كما يلي:

$$S^2 = \sigma_\mu^2 = \frac{\sum e_i^2}{n - k}$$

حيث k تساوي عدد المعالم المقدرة. ومنه، تكون التقديرات غير المتحيزة لتباين $\hat{\beta}_1$ و $\hat{\beta}_2$ كالآتي:

$$s_{\hat{\beta}_1}^2 = \frac{\sum e_i^2}{n - k} \frac{\sum x_2^2}{\sum x_1^2 \sum x_2^2 - (\sum x_1 x_2)^2}$$

$$s_{\hat{\beta}_2}^2 = \frac{\sum e_i^2}{n - k} \frac{\sum x_1^2}{\sum x_1^2 \sum x_2^2 - (\sum x_1 x_2)^2}$$

وبالتالي فإن $s_{\hat{\beta}_1}^2$ و $s_{\hat{\beta}_2}^2$ هي الأخطاء المعيارية للتقديرات، وتجري اختبارات الفروض عن β_1 و β_2 وعمل فترات ثقة لها.

3. معامل التحديد المتعدد

يعرف معامل التحديد المتعدد R^2 بأنه نسبة التغير الإجمالي في Y الذي يفسره الانحدار المتعدد للمتغير Y على المتغيرين X_1 و X_2 ويمكن حساب معامل التحديد المتعدد كما يلي¹:

$$R^2 = \frac{\sum \hat{y}_i^2}{\sum y_i^2} = 1 - \frac{\sum e_i^2}{\sum y_i^2} = \frac{\hat{\beta}_1 \sum yx_1 + \hat{\beta}_2 \sum yx_2}{\sum y^2}$$

وحيث أن إضافة متغيرات مستقلة أو مفسرة أخرى يرفع على الأرجح $\sum \hat{y}_i^2$ فإن R^2 تزيد. وإذا أخذنا في الاعتبار نقص عدد درجات الحرية مع إضافة متغيرات مستقلة إضافية فإن R^2 المعدلة أو $\bar{R}^2$ يمكن حسابها كالآتي:

$$\bar{R}^2 = 1 - (1 - R^2) \frac{n - 1}{n - k}$$

حيث: n عدد المشاهدات؛ و k عدد المعالم المقدرة.

4. اختبار المعنوية الكلية للانحدار

يمكن اختبار المعنوية الإجمالية للانحدار المتعدد باستخدام نسبة التباين "المفسر" إلى التباين "غير المفسر" ويتبع هذا التوزيع بدرجات حرية $k - 1$ و $n - k$ حيث n عدد المشاهدات و k عدد المعالم المقدرة.

$$F_{k-1, n-k} = \frac{\sum \hat{y}_i^2 / (k - 1)}{\sum e_i^2 / (n - k)} = \frac{R^2 / (k - 1)}{(1 - R^2) / (n - k)}$$

إذا تجاوزت نسبة F المحسوبة قيمة F الجدولية عند مستوى المعنوية 5% ودرجات الحرية المحددة. نقبل الفرضية القائلة بأن معالم الانحدار ليست جميعها مساوية للصفر وأن R^2 تختلف جوهريا عن الصفر. بالإضافة إلى العلاقة السابقة، يمكن أيضًا استخدام F لاختبار أي تقييد خطي لمعاملات الانحدار باستخدام العلاقة التالية:

¹ Dominick Salvatore, Derrick Reagle, Op. Cit., p. 157.

$$F_{p,n-k} = \frac{\frac{\sum e_{Ri}^2 - \sum e_i^2}{p}}{\frac{\sum e_i^2}{n-k}}$$

حيث p هو عدد القيود التي يتم إختبارها. تشير $\sum e_{Ri}^2$ إلى مجموع القيم التربيعية المتبقية للانحدار المقيد حيث يفترض أن تكون القيود صحيحة، وتشير $\sum e_i^2$ إلى مجموع القيم التربيعية للانحدار غير المقيد. فرضية العدم (*Null hypothesis*) تتمثل في أن القيود صحيحة وفي هذه الحالة يجب أن تكون بواقي (*Residuals*) النموذج المقيد وغير المقيد متطابقة، وستأخذ F قيم الصفر. في المقابل، إذا كانت القيود غير صحيحة، فسيكون للنموذج غير المقيد أخطاء أقل مما يؤدي إلى زيادة قيمة F بالتالي، إذا تجاوزت قيمة F القيمة الجدولة يتم رفض فرضية العدم.

5. معاملات الارتباط الجزئي

يقيس معامل الارتباط الجزئي صافي الارتباط بين المتغير التابع والمتغير المستقل بعد حذف الأثر المشترك للمتغيرات المستقلة الأخرى في النموذج. على سبيل المثال، $r_{YX_2.X_1}$ هو الارتباط الجزئي بين Y و X_1 بعد حذف تأثير X_2 من كل من Y و X_1 .

$$r_{YX_1.X_2} = \frac{r_{YX_1} - r_{YX_2}r_{X_1X_2}}{\sqrt{1 - r_{X_1X_2}^2}\sqrt{1 - r_{YX_2}^2}}$$

$$r_{YX_2.X_1} = \frac{r_{YX_2} - r_{YX_1}r_{X_1X_2}}{\sqrt{1 - r_{X_1X_2}^2}\sqrt{1 - r_{YX_1}^2}}$$

حيث أن r_{YX_1} معامل الارتباط البسيط بين Y و X_1 ، ويعرف r_{YX_2} و $r_{X_1X_2}$ على نفس النمط. وتتراوح معاملات الارتباط الجزئية بين -1 و +1 (كما هو الحال بالنسبة لمعاملات الارتباط البسيط)، ويكون لها نفس إشارة معلمة المجتمع المناظرة، ويستخدم لتحديد الأهمية النسبية للمتغيرات المفسرة المختلفة في الانحدار المتعدد.

المطلب الثاني: حزم البيانات المقطعية الزمنية

تختلف حزم البيانات المقطعية الزمنية عن بيانات السلاسل الزمنية والبيانات المقطعية حيث أنها تجمع بين الإثنين وهذا ما يجعل منها موضع إهتمام للعديد من الباحثين الراغبين في إجراء الدراسات المالية والاقتصادية المختلفة. تتوفر حزم البيانات المقطعية الزمنية على العديد من الخصائص كما لها بعض نقاط الضعف. لذلك، من خلال هذا المطلب سوف نتطرق إلى هذا النوع من البيانات مع تقديم أهم النماذج والاختبارات القياسية المتعلقة به.

الفرع الأول: حزم البيانات المقطعية الزمنية المتوازنة وغير المتوازنة

تعتبر حزم البيانات المقطعية الزمنية أحد أهم أنواع البيانات وهي تصنف إلى البيانات المتوازنة والبيانات غير المتوازنة.

1. مفهوم حزم البيانات المقطعية الزمنية

حزم البيانات المقطعية الزمنية هي عبارة عن مزيج يجمع بين البيانات المقطعية وبيانات السلاسل الزمنية. يعتبر إستخدام هذا النوع من البيانات في الاقتصاد أمرًا شائعًا نظرًا لأنها توفر مصدر ضخم للمعلومات حول الاقتصاد، وهي تعرف بعدة تسميات أخرى مثل: البيانات المجمعة، البيانات اللوحية الدقيقة والبيانات الطولية¹. يعد تحليل حزم البيانات المقطعية الزمنية أو البيانات اللوحية واحد من أكثر وأهم المواضيع التي يعالجها الاقتصاد القياسي، وهذا نظرًا لخصائص هذا النوع من البيانات التي

¹ Damodar N. Gujarati, Dawn C. Porter, **Essentials of Econometrics**, 4th Edition, McGraw-Hill, Irwin, New York, United States of America, 2009, pp. 4-5.

تمكن الباحثين من معالجة القضايا الاقتصادية التي لا يمكن معالجتها باستخدام بيانات السلاسل الزمنية أو البيانات المقطعية على حدى¹.

2. حزم البيانات المقطعية الزمنية المتوازنة وغير المتوازنة

تتكون حزم البيانات المقطعية الزمنية من عدد المشاهدات N لمجموعة من الأفراد $i = 1, 2, \dots, N$. إذا تم ملاحظة أن عدد الأفراد يتكرر طوال فترة الدراسة التي يرمز لها بالرمز T يمكن القول أن هذه البيانات تشكل حزم بيانات لوحية متوازنة (*Balanced Panel*)؛ أما إذا وقع العكس، وتم ملاحظة أن عدد الأفراد يظهر بشكل متقطع طوال فترة الدراسة، يمكننا إذاً القول بأن هذه البيانات تشكل حزم بيانات لوحية غير متوازنة (*Unbalanced Panel*)².

تتكون حزم البيانات المقطعية الزمنية من البيانات المقطعية التي تشير إلى الأفراد أو المؤسسات، والسلاسل الزمنية التي تشير إلى الفترة الزمنية التي تغطيها الدراسة. توافق حزم البيانات المقطعية الزمنية المتوازنة الدراسة التي يكون فيها لكل مقطع نفس عدد ملاحظات السلاسل الزمنية، بينما توافق حزم البيانات المقطعية الزمنية غير المتوازنة الدراسة التي يكون فيها إختلاف في عدد المشاهدات بين الوحدات اللوحية³. بعبارة أخرى، تمثل البيانات اللوحية المتوازنة العينة التي تتكرر فيها بيانات عدد الأفراد عبر كامل الفترة الزمنية المخصصة للدراسة، والعكس في حالة البيانات اللوحية غير المتوازنة.

بعد تقديم شرح مختصر لحزم البيانات المقطعية الزمنية المتوازنة وغير المتوازنة، نشير إلى أن الباحث ومن خلال هذه الدراسة يعتمد على حزم البيانات المقطعية الزمنية المتوازنة نظراً لتوفر البيانات المتعلقة بالمؤسسات الاقتصادية (التي تشكل موضوع الدراسة) خلال كامل الفترة الزمنية المخصصة للدراسة. هناك دراسات أخرى غير هذه الدراسة تعتمد على حزم البيانات المقطعية الزمنية غير المتوازنة وهذا يعتبر أمراً شائعاً خاصة في الحالات التي تكون فيها الدراسة قد حددت مسبقاً الفترة الزمنية للدراسة، غير أن هذه الدراسة تختلف عن مثل هذه الدراسات.

الفرع الثاني: مميزات وعيوب استخدام حزم البيانات المقطعية الزمنية

لقد ناقشت العديد من الكتب النظرية مزايا وعيوب استخدام حزم البيانات المقطعية الزمنية (البيانات اللوحية). تتمثل المزايا التي تقدمها حزم البيانات المقطعية الزمنية فيما يلي⁴:

- تقدم حزم البيانات المقطعية الزمنية للباحث القدرة على التحكم في عدم تجانس الأفراد كونها تعتبر أن الأفراد أو المؤسسات أو البلدان غير متجانسة. في المقابل، لا توفر الأنواع الأخرى من البيانات -البيانات المقطعية وبيانات السلاسل الزمنية- مثل هذه الخاصية وهذا يفتح المجال أمام احتمالية الحصول على نتائج متحيزة عند استخدام هذه الأخيرة؛
- توفر حزم البيانات المقطعية الزمنية عدداً كبيراً من البيانات (المشاهدات) مما يزيد من درجات الحرية، الكفاءة والتغير، وهذا يقلل من حدوث العلاقات الخطية المتداخلة بين المتغيرات؛
- يسمح هذا النوع من البيانات للباحث بتحليل القضايا المهمة التي لا يمكن معالجتها بواسطة أنواع أخرى من البيانات. علاوة على هذا، يمكن لحزم البيانات المقطعية الزمنية اكتشاف وقياس الآثار التي لا يمكن ملاحظتها من خلال البيانات

¹ William H. Greene, **Econometric Analysis**, 8th Edition, Pearson Education Limited, New York, United States of America, 2018, p.373.

² Ibid., p. 377.

³ Russell Davidson, James G. MacKinnon, **Econometric Theory and Methods**, Illustrated Edition, Oxford University Press, Oxford, England, United Kingdom, 2003, pp. 301-302.

⁴ Badi H. Baltagi, **Econometric Analysis of Panel Data**, 3rd Edition, John Wiley & Sons, New Jersey, United States of America, 2005, pp. 6-7.

- المقطعية و بيانات السلاسل الزمنية. إذا كانت البيانات اللوحية (المقطعية الزمنية) طويلة بما يكفي فيمكننا إذا الملاحظة وبشكل أدق سرعة التعديلات في السياسة الاقتصادية أو المالية؛
- تسمح حزم البيانات المقطعية الزمنية ببناء نماذج سلوك (*Behaviour Models*) أكثر تعقيداً مما تفعله البيانات المقطعية أو بيانات السلاسل الزمنية البحتة؛
- تدعم حزم البيانات المقطعية الزمنية دقة قياس المتغيرات، حيث يتم عادةً جمع البيانات اللوحية (المقطعية الزمنية) للوحدات ذات المستوى الجزئي (*Micro-level*). إختيار مثل هذه البيانات من شأنه أن يقلل من التحيزات الناتجة عن تجميع المؤسسات والأفراد.
- رغم المميزات العديدة التي توفرها حزم البيانات المقطعية الزمنية للباحث إلا أن لها بعض العيوب التي يمكن توضيحها كالاتي¹:
- تعتبر مشاكل تصميم وجمع البيانات أحد العيوب المتعلقة بحزم البيانات المقطعية الزمنية خاصة تلك التي يتم توليدها عن طريق المقابلات وهذا بسبب عدم تعاون الأفراد (يمكن تجاوز هذه المشكلة في حالة الدراسات التي تعتمد على قواعد البيانات المالية)؛
- قد يواجه الباحث بعض المشاكل في القياس بسبب المعلومات غير الملائمة وسوء تسجيل البيانات (يمكن التقليل أو تجاوز هذه المشكلة عند استخدام البيانات الكمية المتوفرة عن طريق القوائم المالية أو قواعد البيانات المالية الرسمية)؛
- قد تتضمن البيانات اللوحية (المقطعية الزمنية) بيانات سنوية تغطي فترة زمنية قصيرة لكل فرد (مؤسسة) مما يعني أن الدراسة يجب أن تعتمد على عدد أكبر من الأفراد (المؤسسات) الذين يميلون إلى اللامنهاية.

الفرع الثالث: نماذج تقدير حزم البيانات المقطعية الزمنية

تتوفر مصادر البيانات الاقتصادية (أو المالية) في كثير من الأحيان في شكل بيانات مقطعية (*Cross-sectional Data*) و/أو بيانات السلاسل الزمنية (*Time Series Data*) وهي تستخدم من قبل الباحثين بشكل متزايد. في بعض الأحيان، قد يتم إنشاء هذه البيانات بواسطة الباحث من خلال قيامه بجمع البيانات حول مجموعة معينة من المتغيرات على مدار فترة زمنية معينة لمجموعة من الأفراد (المؤسسات، البلدان، الخ)، ولكن غالباً ما يتم إنتاج البيانات بسبب إتباع الباحث للبيانات المقطعية للأفراد عبر فترة زمنية محددة وهذا ما يشكل نوع من البيانات الذي يعرف بالحزم البيانات المقطعية الزمنية (*Panel Data*) أو البيانات الطولية (*Longitudinal Data*)².

تدرس نماذج حزم البيانات الزمنية مقطعية تأثيرات الأفراد أو التأثيرات الزمنية أو الإثنين معاً من أجل التعامل مع عدم التجانس (*Heterogeneity*)، أي التأثير الفردي الذي يمكن أو لا يمكن ملاحظته. هذه التأثيرات يمكن أن تكون ثابتة أو عشوائية، حيث يختبر نموذج الآثار الثابتة ما إذا كانت المقاطع (*Intercepts*) تختلف عبر الزمن أو الأفراد، بينما يقوم نموذج الآثار العشوائية باكتشاف الاختلافات في تباين الخطأ (*Error Variance*) عبر الزمن أو الأفراد.

قد تتضمن معادلة إنحدار نماذج حزم البيانات المقطعية الزمنية متغيرات صورية (*Dummy Variables*)؛ بالتالي، يشار أحياناً إلى النموذج الذي يشمل متغير صوري وحيد بالنموذج الأحادي الاتجاه (*One-way model*) أما النموذج الذي يشمل متغيرين صوريين فيشار اليه بالنموذج الثنائي الاتجاه (*Two-way model*)³.

¹ Badi H. Baltagi, *Econometric Analysis of Panel Data*, 3rd Edition, Op. Cit., pp. 7-8.

² Alfonso Novales, *Panel Data Estimation*, Department Quantitative Economics, Complutense University, Madrid, Spain, 2011, p. 2.

³ Hun M. Park, *Practical Guides To Panel Data Modeling: A Step by Step Analysis Using Stata*, Public Management and Policy Analysis Program, Graduate School of International Relations, International University of Japan, Niigata, Japan, 2011, pp. 7-8.

من خلال ما سبق، يمكن تقدير حزم البيانات المقطعية الزمنية من خلال ثلاثة (3) نماذج تتمثل في: نموذج الانحدار التجميعي (Pooled Ordinary Least Square)، نموذج الآثار الثابتة (Fixed Effects Model) ونموذج الآثار العشوائية (Random Effects Model).

1. نموذج الانحدار التجميعي

يفترض نموذج الانحدار التجميعي (POLS) أن جميع معاملات الانحدار (الميل، والحد الثابت) متساوية عبر جميع الوحدات المقطعية (المؤسسات) وثابتة عبر جميع الفترات الزمنية. تتجاهل طريقة التقدير هذه أي شكل من أشكال عدم التجانس (عدم وجود التأثير الفردي) عبر جميع الوحدات المقطعية وهي توظف طريقة المربعات الصغرى العادية عند تقدير الانحدار التجميعي¹. ومنه، يمكن كتابة معادلة الانحدار التجميعي بشكل مبسط كالآتي:

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

حيث:

$$\text{Var}(\varepsilon_{it}) = \sigma_\varepsilon^2$$

$$E(\varepsilon_{it}) = 0$$

Y_{it} = قيمة المتغير التابع للملاحظة i عند الفترة الزمنية t

$X_{j(it)}$ = المتغير المستقل j للملاحظة i عند الفترة الزمنية t

α = قيمة نقطة التقاطع (الثابت)

β_j = ميل خط الانحدار للمتغير المستقل j

k = عدد متغيرات الانحدار (Regressors) باستثناء الثابت

ε_{it} = قيمة حد الخطأ للملاحظة i عند الفترة الزمنية t

تضع طريقة المربعات الصغرى المستخدمة في نموذج الانحدار التجميعي خمسة (5) فرضيات أساسية: (1) الخطية، أي أن المتغير التابع تمت صياغته كدالة خطية لمجموعة من المتغيرات المستقلة وحد الخطأ؛ (2) التجانس، أي أن القيمة المتوقعة لحد (عنصر) الخطأ تساوي الصفر وهي لا ترتبط مع أي متغير آخر ضمن دالة الانحدار؛ (3) عناصر الخطأ لها نفس التباين (Homoskedasticity) ولا ترتبط مع بعضها البعض (Nonautocorrelation)؛ (4) المتغير المستقل يفترض قيم ثابتة يمكن الحصول عليها في العينات المتكررة ولذلك هو غير مرتبط بحد الخطأ؛ (5) إنعدام التعدد الخطي بين المتغيرات المستقلة (Multicollinearity)².

إذا كان التأثير فردي لا يساوي الصفر في البيانات الطولية فإن عدم التجانس (الخصائص الفردية مثل: الذكاء، الشخصية التي يتم إلحاقها في الانحدار) قد يؤثر على الفرضية الثانية والثالثة. وبشكل خاص، قد لا يكون لعنصر (حد) الخطأ نفس التباين وهو يختلف باختلاف الأفراد (Heteroskedasticity) مما يؤدي إلى الارتباط الذاتي لعناصر الخطأ (Autocorrelation). في الأخير، يؤدي انتهاك الفرضية الثانية إلى تحيز مقدرات التأثير العشوائي وهذا يؤدي إلى فقدان تقدير المربعات الصغرى العادية لخاصية "أفضل مقدر خطي غير متحيز".

¹ William H. Greene, Op. Cit., 383.

² Hun M. Park, Op. Cit., p. 7.

2. نموذج الآثار الثابتة

يعتبر نموذج الآثار الثابتة (FEM) الأثر الفردي عبارة عن مجموعة ثابتة من الحدود المتعلقة بكل وحدة مقطعية أثناء الانحدار، وذلك من أجل معرفة كل مجموعة بيانات مقطعية على حدى من خلال جعل معلمة المقطع α_i مختلفة من مجموعة إلى أخرى مع الإبقاء على معاملات الميل β_j ثابتة لكل مجموعة بيانات مقطعية.

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

حيث:

$$\text{Var}(\varepsilon_{it}) = \sigma_\varepsilon^2$$

$$E(\varepsilon_{it}) = 0$$

لا تتغير قيمة المعلمة α_i مع مرور الزمن حيث تبقى ثابتة من مجموعة بيانات مقطعية إلى أخرى على العكس مجاميع البيانات المقطعية (مثل: المؤسسات، البلدان، الخ...) التي تتغير مع مرور الزمن. يسمح إدخال المتغيرات الصورية المختلفة بالإبقاء على الآثار الثابتة للنموذج وفق طريقة المربعات الصغرى للمتغيرات الصورية (Least Squares Dummy Variable)¹ وتكون معادلة إنحدار نموذج الآثار الثابتة كالآتي:

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

حيث أن مقدار $\alpha_1 + \sum_{d=2}^N \alpha_d D_d$ يمثل التغير في المجاميع المقطعية لمعلمة المقطع α .

طريقة المربعات الصغرى للمتغيرات الصورية (LSDV) هي عبارة عن إنحدار للمربعات الصغرى العادية (OLS) بمتغيرات صورية. هذه المتغيرات الصورية هي عبارة عن متغيرات ثنائية (Binary Variables) تأخذ إما الرمز واحد (1) أو الصفر (0) وهي تستخدم وبشكل شائع من أجل فحص تأثيرات المجموعة أو الزمن في الانحدار. لكن رغم هذا، استخدام طريقة المربعات الصغرى للمتغيرات الوهمية يتوقف على قضية هامة وهي كيفية تجنب فخ التعدد الخطي في معادلة الانحدار، وهذا يمكن تجاوزه من خلال ثلاثة تقديرات مختلفة للمعاملات وهي²:

- الطريقة الأولى (LSDV 1): نسقط من إنحدار المربعات الصغرى العادية متغيراً وهمياً؛
- الطريقة الثانية (LSDV 2): إدراج جميع المتغيرات الصورية في إنحدار المربعات الصغرى العادية ونسقط المقطع (الثابت)؛
- الطريقة الثالثة (LSDV 3): إدراج جميع المتغيرات الصورية والمقطع في إنحدار المربعات الصغرى العادية مع التقيد بأن جميع المتغيرات الصورية تأخذ قيمة الصفر.

3. نموذج الآثار العشوائية

يفترض نموذج الآثار العشوائية (REM) أن α_i هي عبارة عن تحقيقات تنتج من دالة توزيع إحصائية مع عدد ثابت من المعلمات الموزعة بشكل مستقل عن الانحدار³. بالتالي، يعتبر α_i متغيراً عشوائياً له مقدار ثابت μ الذي يعطي الصيغة التالية:

$$\alpha_i = \mu + v_i \quad i = 1, \dots, N$$

يأخذ حد الخطأ في نموذج الآثار الثابتة التوزيع الطبيعي بمتوسط مقداره صفر (0) وتباين يساوي σ_v^2 ولكي تكون معلمات نموذج الآثار الثابتة صحيحة وغير متحيزة لابد من ثبات تباين الخطأ لجميع المشاهدات المقطعية مع عدم وجود أي

¹ Abdulhadi H. Ramadan, Op. Cit., p. 124.

² Ibid., p. 125.

³ Hashem M. Pesaran, **Time Series and Panel Data Econometrics**, 1st Edition, Oxford University Press, Oxford, England, United Kingdom, 2015, p. 646.

ارتباط ذاتي بين كل مجموعة من المشاهدات المقطعية في فترة زمنية معينة، أما في حالة عدم توافر أي شرط من الشروط التي قمنا بذكرها سابقاً سوف يتم الاعتماد على نموذج الآثار العشوائية الذي يكون وفق الصيغة التالية:

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

يمثل v_i حد الخطأ في مجموعة البيانات المقطعية i ويمثل ε_{it} حد الخطأ العشوائي، وهذا يجعل من نموذج الآثار العشوائية يعرف أيضاً بنموذج مكونات الخطأ (*Error Components Model*) حيث يرمز w_{it} إلى الخطأ المركب وله الخصائص الرياضية التالية:

$$w_{it} = v_i + \varepsilon_{it}; \quad E(w_{it}) = 0; \quad \text{Var}(w_{it}) = \sigma_v^2 + \sigma_\varepsilon^2$$

لا يمكن تقدير معلمات نموذج الآثار العشوائية باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية كونها تقدم مقدرات غير كفؤة ولها أخطاء قياسية غير صحيحة مما يؤثر في اختبار المعلمات، أي أن التباين المشترك بين w_{is} و w_{it} لا يساوي الصفر: $\text{Cov}(w_{is}, w_{it}) = \sigma^2 \neq 0; t \neq s$. بالتالي، يتم استخدام طريقة أخرى من أجل تقدير معلمات النموذج وهي تعرف بطريقة المربعات الصغرى المعممة (*Generalized Least Squares*).

المطلب الثالث: الاختبارات الخاصة بحزم البيانات المقطعية الزمنية

تجمع حزم البيانات المقطعية الزمنية بين البيانات المقطعية والسلاسل الزمنية وهذا ما يجعل منها بيانات يجب إخضاعها لإختبارات خاصة تختلف عن الاختبارات المتعلقة بأنواع أخرى من البيانات. سوف نتعرف من خلال هذا المطلب على أهم الاختبارات الخاصة بحزم البيانات المقطعية الزمنية المتمثلة في: اختبار (*F-test*)، اختبار (*LM Test*)، اختبار (*Hausman Test*)، اختبار (*Wald Test*) واختبار (*Poolability Test*).

الفرع الأول: اختبار تأثيرات المجموعة (*F-test*): نموذج الانحدار التجميعي أو الآثار الثابتة

بغية إجراء هذا الاختبار نضع الفرضية الصفرية (H_0) هي أن جميع المعلمات الصورية باستثناء واحدة تأخذ قيمة الصفر؛ أما الفرضية البديلة (H_1) هي أن معلمة صورية واحدة على الأقل لا تأخذ قيمة الصفر، ويتم اختبار هذه الفرضيات عن طريق اختبار F الذي يعتمد على فقدان الملائمة¹.

$$H_0: \mu_1 = \dots = \mu_{n-1} = 0$$

يفاضل هذا الاختبار بين طريقة المربعات الصغرى للمتغيرات الوهمية "LSDV" (النموذج المعزز) وطريقة المربعات الصغرى العادية التجميعية "POLS" (النموذج الكفؤ) ويفحص مدى تغير مقاييس فقدان الملائمة (R^2). ومن ثم يتم الوصول إلى رفض الفرضية الصفرية إذا كانت قيمة F كبيرة ($p < .0000$) ويصبح النموذج الملائم للدراسة هو نموذج الآثار الثابتة.

$$F_{n-1, nT-k} = \frac{(e'e_{pooled} - e'e_{LSDV})/(n-1)}{(e'e_{LSDV})/(nT-n-k)} = \frac{(R^2_{LSDV} - R^2_{pooled})/(n-1)}{(1 - R^2_{LSDV})/(nT-n-k)}$$

حيث:

R^2_{LSDV} = معامل التحديد عند تقدير نموذج الآثار الثابتة

R^2_{pooled} = معامل التحديد عند تقدير نموذج الآثار التجميعية

H_0 = نموذج الانحدار التجميعي المناسب

H_1 = نموذج الآثار الثابتة المناسب

¹ Hun M. Park, Op. Cit., p. 12.

الفرع الثاني: اختبار الآثار العشوائية (LM Test): نموذج الانحدار التجميعي أو الآثار العشوائية

يفحص اختبار Breusch و Pagan (1980) لمضاعف لاغرانج (LM) ما إذا كانت مكونات التباين الفردية (أو الزمنية) صفيرية أي: $H_0: \sigma_u^2 = 0$. وتتبع إحصائية (LM) توزيع مربع كاي (*Chi-squared Distribution*) بدرجة واحدة من الحرية. وعليه تكون الصيغة الرياضية لهذا الاختبار كما يلي¹:

$$LM_u = \frac{nT}{2(T-1)} \left[\frac{T^2 \bar{e}' \bar{e}}{e'e} - 1 \right]^2 \sim \chi^2_{(1)}$$

حيث $\bar{e}$ هي $n \times 1$ شعاع متوسطات مجموعة بواقي الانحدار المجمع، و $e'e$ تمثل SSE لانحدار المربعات الصغرى العادية المجمع (الانحدار التجميعي). هناك صيغة أخرى لاختبار مضاعف لاغرانج (LM Test) قدمها Badi Baltagi سنة 2001 وهي كالآتي²:

$$LM_u = \frac{nT}{2(T-1)} \left[\frac{\sum (\sum e_{it})^2}{\sum \sum e_{it}^2} - 1 \right]^2 = \frac{nT}{2(T-1)} \left[\frac{\sum (T \bar{e}_{it})^2}{\sum \sum e_{it}^2} - 1 \right]^2 \sim \chi^2_{(1)}$$

إذا تم رفض الفرضية الصفيرية (H_0) يمكننا عند ذلك استنتاج أن نموذج الآثار العشوائية قادر على التعامل وبشكل أفضل مع عدم التجانس (*Heterogeneity*) من نموذج الآثار التجميعية. وبالتالي، وفق هذه النتيجة، نختار نموذج الآثار العشوائية بدلاً من نموذج الآثار التجميعية.

الفرع الثالث: اختبار هاوسمان، اختبار والد واختبار قابلية التجمع

بغية المفاضلة بين نماذج الانحدار التي توفرها حزم البيانات المقطعية الزمنية واختيار النموذج الأفضل للدراسة يلجئ الباحث إلى القيام ببعض الإختبارات الخاصة مثل: اختبار هاوسمان، اختبار والد، واختبار قابلية التجمع.

1. اختبار هاوسمان

هل نموذج الآثار الثابتة الأفضل أم نموذج الآثار العشوائية؟ يصعب الإجابة على هذا السؤال بشكل مباشر. يتفق خبراء الاقتصاد القياسي على أن نموذج الآثار العشوائية هو الأنسب بالنسبة للدراسة التي تضم الأفراد (المؤسسات) المصممة بشكل عشوائي وذات العينات الكبيرة الحجم. في المقابل، يكون نموذج الآثار الثابتة الأفضل في حالة التركيز على مجموعة محددة من الأفراد (المؤسسات)³.

يمكن اختبار هاوسمان (*Hausman Test*) الباحث من المفاضلة بين نموذج الآثار الثابتة ونموذج الآثار العشوائية، ووفق هذا الإختبار تُمثل الفرضية الصفيرية (H_0) نموذج الآثار العشوائية في حين أن الفرضية البديلة (H_1) تُمثل نموذج الآثار الثابتة. بالنسبة للفرضية الصفيرية نموذج الآثار العشوائية يعتبر النموذج المناسب للدراسة وهذا يجعل الفرضية البديلة التي تمثل نموذج الآثار الثابتة خياراً مستبعداً. علاوة على هذا، تفترض الفرضية الصفيرية أن عناصر (حدود) الخطأ ومتغيرات الانحدار الأخرى غير مرتبطة مع بعضها البعض وأن النموذج محدد بشكل صحيح، وبالتالي يجب أن تكون المعاملات المقدرة بواسطة النموذج العشوائي أو الثابت متساوية إحصائياً.

إذا تم رفض الفرضية الصفيرية (H_0) يمكن القول أن الآثار الخاصة بكل فرد مرتبطة مع بقية متغيرات الانحدار ويصبح نموذج الآثار الثابتة الأكثر ملاءمة للدراسة. بعبارة أخرى، تنص الفرضية الصفيرية على أن التأثيرات الفردية لا ترتبط بمتغيرات

¹ Trevor S. Breusch, Adrian R. Pagan, **The lagrange Multiplier Test and its Applications to Model Specification in Econometrics**, The Review of Economic Studies, Vol.47, No.1, 1980, p. 250.

² Hun M. Park, Op. Cit., p. 12.

³ Abdulhadi H. Ramadan, Op. Cit., p. 130.

الانحدار الأخرى (مثل: المتغيرات المستقلة). في حالة الارتباط (رفض H_0) ينتج نموذج الآثار العشوائية مقدرات متحيزة لذلك يتم تفضيل نموذج الآثار الثابتة.

H_0 : ليس هناك ارتباط بين x_{it} و u_i

H_1 : هناك ارتباط بين x_{it} و u_i

يختبر إختبار هوسمان الفرضية الصفرية (H_0) والفرضية البديلة (H_1) حيث يتم قبول أو رفض الفرضيات بناءً على نتائج القيمة الإحصائية لإختبار مربع كاي ($Chi-Stat$) والقيمة الاحتمالية ($P-value$). في حالة إرتفاع القيمة الإحصائية لإختبار مربع كاي عن القيمة الجدولية، وإنخفاض القيمة الإحصائية عن مستوى المعنوية 5% يتم رفض الفرضية الصفرية (نموذج الآثار العشوائية) ونقبل الفرضية البديلة (نموذج الآثار الثابتة).

2. اختبار والد

يهدف اختبار والد ($Wald Test$) إلى اختبار إمكانية وجود أو عدم وجود آثار ثابتة بين المتغيرات، حيث يوضح الاختبار إذا كان للمتغيرات المستقلة علاقة ذات دلالة إحصائية مع المتغير التابع أو لا¹. يعتبر اختبار والد وسيلة تمكن الباحث من معرفة ما إذا كانت المتغيرات التفسيرية ($Explanatory variables$) في النموذج مهمة أي أنها تضيف شيئاً إلى النموذج، وبالتالي يمكن حذف المتغيرات التي لا تضيف شيئاً دون التأثير على النموذج بأي طريقة ذات معنى.

إذا كان اختبار والد لمجموعة من المتغيرات ذو دلالة إحصائية فإننا نستنتج أن قيمة معاملات المتغيرات ليست صفرية، وهذا يعني أنه يجب تضمين هذه المتغيرات في النموذج (الفرضية الصفرية H_0). في المقابل، إذا وقع العكس، يمكن عند ذلك حذف المتغيرات من النموذج (الفرضية البديلة H_1).

3. اختبار قابلية التجمع

يبحث اختبار قابلية التجمع ($Poolability Test$) ما إذا كانت حزم البيانات المقطعية الزمنية قابلة للتجميع بحيث يكون ميل معاملات الانحدار هو نفسه عبر جميع الأفراد (المؤسسات) وجميع الفترات الزمنية. من أجل القيام بهذا الاختبار نحتاج إلى استخدام طريقة المربعات الصغرى العادية لكل مجموعة بشكل متوالي (مجموعة تلو الأخرى) و/ أو لكل فترة زمنية بشكل متوالي (فترة زمنية تلو الأخرى)².

يضع هذا الاختبار أن الفرضية الصفرية هي أن ميل متغير الانحدار هو نفسه بغض النظر عن الفرد (المؤسسة) حيث: $H_0: \beta_{ik} = \beta_k$ ³. ويتم القيام بهذا الاختبار باستخدام اختبار F .

$$F[(n-1)(k+1), n(T-k-1)] = \frac{(e'e - \sum e_i' e_i) / (n-1)(k+1)}{\sum e_i' e_i / n(T-k-1)}$$

حيث:

$e'e$ هو ESS لإنحدار نموذج الانحدار التجميعي

$e_i' e_i$ هو ESS لإنحدار المربعات الصغرى العادية لكل فرد i

هذا الاختبار يختبر قابلية تجمع البيانات اللوحية (المقطعية الزمنية) بواسطة اختبار F . بحيث إذا كانت القيمة المحسوبة لاختبار F أقل من القيمة الحرجة ($Critical Value$) يتم قبول الفرضية الصفرية (H_0). بالتالي، يكون منهج البيانات اللوحية المناسب للدراسة.

¹ Abdulhadi H. Ramadan, Op. Cit., p. 131.

² Hun M. Park, Op. Cit., p. 42.

³ Ibid., p. 13.

المبحث الثالث: اختبار أثر محددات الهيكل المالي على الأداء المالي لعينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

الهدف الأساسي لهذه الدراسة هو اختبار طبيعة العلاقة أو أثر محددات الهيكل المالي على الأداء المالي لعينة من المؤسسات الاقتصادية. من خلال هذا المبحث سوف نقوم باختبار العلاقة بين المتغيرات المختلفة في كل من القطاعين الخاص والعام وهذا باستخدام النماذج القياسية الساكنة والمتحركة.

المطلب الأول: اختبار العلاقة بين المتغيرات في القطاع الخاص

تحتوي مؤسسات القطاع الخاص الاقتصادية في الجزائر بأهمية متزايدة، لذلك سوف نقوم من خلال هذا المطلب باختبار العلاقة بين محددات الهيكل المالي والأداء المالي لهذه المؤسسات باستخدام النماذج القياسية الساكنة والمتحركة.

الفرع الأول: التحليل الوصفي للمتغيرات

سوف نحاول من خلال هذا الفرع تقديم تحليل وصفي مختصر لمتغيرات نموذج هامش الربح الصافي والعائد على إجمالي الأصول وهذا في سياق المؤسسات التي تعمل في القطاع الخاص.

1. نموذج هامش الربح الصافي

جدول رقم (27). مصفوفة الارتباط: نموذج هامش الربح الصافي - القطاع الخاص

المتغيرات	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
(1) Npm	1.000					
(2) Size	0.289	1.000				
(3) Age	0.049	0.031	1.000			
(4) Liqui	0.149	0.119	0.115	1.000		
(5) Growth	0.266	0.083	-0.065	-0.008	1.000	
(6) Tang	-0.074	-0.077	0.052	-0.156	-0.053	1.000

ملاحظة: هامش الربح الصافي (npm)؛ الحجم (size)؛ عمر المؤسسة (age)؛ السيولة (liqui)؛ النمو (growth)؛ الأصول الملموسة (tang).

المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج STATA 17

يوضح الجدول رقم (27) درجة الارتباط بين المتغيرات المستقلة وهامش الربح الصافي في القطاع الخاص. تشير نتائج الجدول إلى أن المتغير التابع (هامش الربح الصافي) يرتبط ارتباطاً سالباً مع متغير مستقل واحد وهو الأصول الملموسة بمقدار -0.074 درجة. في المقابل، نجد أن المتغير التابع يرتبط ارتباطاً موجباً مع بقية المتغيرات المستقلة المتمثلة في حجم المؤسسة، عمر المؤسسة، السيولة والنمو بمقدار 0.289، 0.049، 0.149 و 0.266 على التوالي.

جدول رقم (28). التوزيع الاحصائي لمتغيرات نموذج هامش الربح الصافي - القطاع الخاص

المتغيرات	عدد المشاهدات	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Npm	1883	0.029	0.74	-6.551	4.088
Size	1883	8.691	1.02	4.153	11.112
Age	1883	1.143	0.21	0	1.839
Liqui	1883	1.291	1.206	-2.707	9.733
Growth	1883	0.095	0.276	-2.874	1.63
Tang	1883	0.424	0.283	0	1.445

ملاحظة: هامش الربح الصافي (npm)؛ الحجم (size)؛ عمر المؤسسة (age)؛ السيولة (liqui)؛ النمو (growth)؛ الأصول الملموسة (tang).

المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج STATA 17

يوضح الجدول رقم (28) التوزيع الاحصائي لنموذج هامش الربح الصافي في القطاع الخاص، حيث نلاحظ أن القيمة القصوى التي تم تسجيلها كانت من قبل متغير الحجم وهي 11.112 نقطة، كما تم تسجيل أدنى قيمة من قبل متغير هامش الربح الصافي وهي -6.551 نقطة. نلاحظ من خلال نفس الجدول أنه تم تسجيل أدنى متوسط وأعلى إنحراف معياري من قبل متغير هامش الربح الصافي ومتغير السيولة بمقدار 0.029 و 1.206 على التوالي مقارنة مع باقي متغيرات النموذج الذي بلغت عدد مشاهداته 1883 مشاهدة.

2. نموذج العائد على اجمالي الأصول

جدول رقم (29). مصفوفة الارتباط: نموذج العائد على إجمالي الأصول - القطاع الخاص

المتغيرات	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
(1) Roa	1.000					
(2) Size	0.301	1.000				
(3) Age	0.015	0.031	1.000			
(4) Liqui	0.190	0.119	0.115	1.000		
(5) Growth	0.311	0.083	-0.065	-0.008	1.000	
(6) Tang	-0.044	-0.077	0.052	-0.156	-0.053	1.000

ملاحظة: العائد على اجمالي الأصول (roa)؛ الحجم (size)؛ عمر المؤسسة (age)؛ السيولة (liqui)؛ النمو (growth)؛ الأصول الملموسة (tang).

المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج STATA 17

يوضح الجدول رقم (29) درجة الارتباط بين المتغيرات المستقلة والعائد على اجمالي الأصول في القطاع الخاص. تشير نتائج الجدول إلى أن المتغير التابع (العائد على اجمالي الأصول) يرتبط ارتباطاً سالباً مع متغير مستقل واحد وهو الأصول الملموسة بمقدار -0.044 درجة. في المقابل، نجد أن المتغير التابع يرتبط ارتباطاً موجباً مع بقية المتغيرات المستقلة المتمثلة في حجم المؤسسة، عمر المؤسسة، السيولة والنمو بمقدار 0.301، 0.015، 0.190 و 0.311 على التوالي.

جدول رقم (30). التوزيع الاحصائي لمتغيرات نموذج العائد على إجمالي الأصول - القطاع الخاص

المتغيرات	عدد المشاهدات	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Roa	1883	0.027	0.155	-2.225	1.127
Size	1883	8.691	1.02	4.153	11.112
Age	1883	1.143	0.21	0	1.839
Liqui	1883	1.291	1.206	-2.707	9.733
Growth	1883	0.095	0.276	-2.874	1.63
Tang	1883	0.424	0.283	0	1.445

ملاحظة: العائد على اجمالي الأصول (roa)؛ الحجم (size)؛ عمر المؤسسة (age)؛ السيولة (liqui)؛ النمو (growth)؛ الأصول الملموسة (tang).

المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج STATA 17

يوضح الجدول رقم (30) التوزيع الاحصائي لنموذج العائد على اجمالي الأصول في القطاع الخاص، حيث نلاحظ أن القيمة القصوى التي تم تسجيلها كانت من قبل متغير الحجم وهي 11.112 نقطة، كما تم تسجيل أدنى قيمة من قبل متغير النمو وهي -2.874 نقطة. نلاحظ من خلال نفس الجدول أنه تم تسجيل أدنى متوسط وأعلى إنحراف معياري من قبل متغير العائد على اجمالي الأصول ومتغير السيولة بمقدار 0.027 و 1.206 على التوالي مقارنة مع باقي متغيرات النموذج الذي بلغت عدد مشاهداته 1883 مشاهدة.

الفرع الثاني: اختبار الدراسة في القطاع الخاص باستخدام نماذج حزم البيانات المقطعية الزمنية الساكنة

ان اختبار موضوع الدراسة المتمثل في أثر محددات الهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية يتطلب المرور بعدة مراحل قصد الوصول إلى اختيار النموذج المناسب الذي يوفر أفضل تفسير لفرضيات الدراسة. لذلك سوف نقوم من خلال هذا الفرع باختبار استقرارية المتغيرات وتقدير نماذج حزم البيانات المقطعية الزمنية الساكنة.

1. دراسة استقرارية متغيرات نماذج دراسة القطاع الخاص

بغية الكشف عن جذر الوحدة لحزم البيانات المقطعية الزمنية وتحديد درجة تكاملها توجد عدة اختبارات قياسية تستخدم لهذا الغرض. من بين أشهر هذه الاختبارات التي قمنا باستخدامها في هذه الدراسة: اختبار LLC^1 ، اختبار IPS^2 واختبار ADF ، حيث تتيح لنا هذه الاختبارات الكشف عن خصائص السلاسل المقطعية الزمنية لمتغيرات الدراسة.

جدول رقم (31). اختبار استقرارية متغيرات القطاع الخاص

عند المستوى (Level)			المتغيرات
ADF	IPS	LLC	
888.143 (0.0000)	-8.40613 (0.0000)	-58.5469 (0.0000)	Npm
864.539 (0.0000)	-12.1352 (0.0000)	-73.0123 (0.0000)	Roa
735.446 (0.0000)	-4.88575 (0.0000)	-367349 (0.0000)	Size
4706.06 (0.0000)	-421.147 (0.0000)	-91.3814 (0.0000)	Age
1041.67 (0.0000)	-8.88614 (0.0000)	-49.1118 (0.0000)	Liqui
-1010.88 (0.0000)	-10.3063 (0.0000)	-39.7661 (0.0000)	Growth
738.042 (0.0000)	-5.97513 (0.0000)	-40.9811 (0.0000)	Tang

ملاحظة: هامش الربح الصافي (npm)؛ العائد على إجمالي الأصول (roa)؛ الحجم (size)؛ عمر المؤسسة (age)؛ السيولة (liqui)؛ النمو (growth)؛ الأصول الملموسة (tang).

المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج EVIEWS 12

من خلال الجدول رقم (31)، الذي يوضح نتائج اختبار جذر الوحدة، نلاحظ أن كل الاختبارات المستخدمة دلت على غياب جذر الوحدة للمتغيرات المدروسة وبالتالي نقول عنها أنها متغيرات مستقرة عند المستوى ومتكاملة من الدرجة $I(0)$.

2. تقدير نماذج حزم البيانات المقطعية الزمنية لنماذج دراسة القطاع الخاص

بعد دراسة استقرارية المتغيرات المستقلة والتابعة للدراسة الخاصة بالقطاع الخاص، نقوم الآن بتقدير المتغيرين التابعين (هامش الربح الصافي والعائد على إجمالي الأصول) مع المتغيرات المستقلة (الحجم، العمر، السيولة، النمو والأصول الملموسة) عن طريق نموذج الآثار التجميعية، نموذج الآثار الثابتة ونموذج الآثار العشوائية. يوضح الجدول رقم (32) والجدول رقم (33) نتائج التقديرات المختلفة للنماذج السابقة الذكر والتي يمكن المفاضلة بينها عن طريق الاختبارات القياسية التي قمنا بشرحها سابقاً والمتمثلة في اختبار هاوسمان ($Hausman Test$) ومضاعف لاغرانج ($LM Test$).

¹ Andrew Levin et al., **Unit root tests in panel data: asymptotic and finite-sample properties**, Journal of Econometrics, Vol.108, No.1, 2002.

² Kyung S. Im et al., **Testing for unit roots in heterogeneous panels**, Journal of Econometrics, Vol.115, No.1, 2003.

جدول رقم (32). تقدير نماذج حزم البيانات المقطعية الزمنية مع المتغير التابع "هامش الربح الصافي"-القطاع الخاص

نموذج الآثار العشوائية REM			نموذج الآثار الثابتة FEM			نموذج الانحدار التجميعي POLS			المتغيرات المستقلة
P-value	T-statistic	المعامل	P-value	T-statistic	المعامل	P-value	T-statistic	المعامل	
0.000	10.81	*0.251	0.000	10.62	*0.378	0.000	11.76	*0.183	Size
0.714	-0.37	-0.039	0.033	-2.14	** -0.316	0.033	2.14	**0.161	Age
0.000	6.25	*0.095	0.000	6.32	*0.111	0.000	5.13	*0.068	Liqui
0.000	7.40	*0.363	0.000	5.32	*0.264	0.000	11.60	*0.662	Growth
0.034	-2.12	** -0.169	0.011	-2.55	** -0.288	0.227	-1.21	-0.068	Tang
0.000	-9.26	* -2.191	0.000	-8.28	* -2.938	0.000	-11.69	* -1.865	C
1883			1883			1883			عدد المشاهدات
0.138			0.127			0.159			R ²
0.0000			0.0000			0.0000			Prob>F

ملاحظة: * دلالة عند 1%، ** دلالة عند 5%، *** دلالة عند 10%.

المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج STATA 17

جدول رقم (33). تقدير نماذج حزم البيانات المقطعية الزمنية مع المتغير التابع "العائد على إجمالي الأصول"-القطاع الخاص

نموذج الآثار العشوائية REM			نموذج الآثار الثابتة FEM			نموذج الانحدار التجميعي POLS			المتغيرات المستقلة
P-value	T-statistic	المعامل	P-value	T-statistic	المعامل	P-value	T-statistic	المعامل	
0.000	11.18	*0.053	0.000	10.98	*0.086	0.000	12.32	*0.039	Size
0.845	-0.20	-0.04	0.335	-0.97	-0.32	0.744	0.33	0.005	Age
0.000	6.03	*0.019	0.000	4.56	*0.018	0.000	7.22	*0.021	Liqui
0.000	13.23	*0.141	0.000	11.84	*0.13	0.000	14.06	*0.164	Growth
0.157	-1.41	-0.023	0.002	-3.07	*-0.077	0.441	0.77	0.009	Tang
0.000	-9.45	*-0.457	0.000	-8.80	*-0.689	0.000	-11.21	*-0.365	C
1883			1883			1883			عدد المشاهدات
0.189			0.179			0.199			R ²
0.0000			0.0000			0.0000			Prob>F

ملاحظة: * دلالة عند 1%، ** دلالة عند 5%، *** دلالة عند 10%.

المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج STATA 17

3. اختبار النموذج المناسب لدراسة القطاع الخاص

1.3. نموذج هامش الربح الصافي

بعد تقدير النماذج الثلاثة سوف نتقل الآن إلى إجراء الاختبارات المتعلقة بإختيار النموذج المناسب. أولاً، نختار بين نموذج الآثار العشوائية ونموذج الآثار الثابتة عن طريق اختبار هوسمان كما هو موضح في الجدول رقم (34). الذي تشير نتائجه إلى أن نموذج الآثار الثابتة هو الأفضل للدراسة حيث أن القيمة الاحتمالية (P-value) لهذا الاختبار (0.000) وهي أقل من 5%. بالتالي، نرفض الفرضية الصفرية (H_0) ونقبل الفرضية البديلة (H_1) التي تشير إلى أن نموذج الآثار الثابتة هو النموذج الأفضل.

جدول رقم (34). اختبار هوسمان لنموذج هامش الربح الصافي-القطاع الخاص

نوع الاختبار	Chi-Stat	P-value
اختبار هاوسمان	148.802	0.000

المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج STATA 17

بعد إجراء اختبار هوسمان والوصول إلى أن النموذج الأفضل هو نموذج الآثار الثابتة. نجري، ثانياً، اختبار مضاعف لاغرانج الذي يمكننا من أن نختار بين نموذج الآثار العشوائية و نموذج الانحدار التجميعي كما هو موضح في الجدول التالي:

جدول رقم (35). اختبار مضاعف لاغرانج (LM test) لنموذج هامش الربح الصافي-القطاع الخاص

نوع الاختبار	Chi-Stat	P-value
LM test	995.92	0.000

المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج STATA 17

من خلال الجدول رقم (35) نلاحظ أن القيمة الاحتمالية (P-value) لهذا الاختبار بلغت (0.000) وهي أقل من 5% وهذا يعني أن نموذج الآثار العشوائية أفضل من نموذج الآثار التجميعية. بعبارة أخرى، نتائج الجدول تقودنا إلى رفض الفرضية الصفرية (H_0) وقبول الفرضية البديلة (H_1) التي تفترض أن نموذج الآثار العشوائية هو النموذج الأفضل.

بناءً على نتائج مضاعف لاغرانج ونتائج اختبار هاوسمان (رفض نموذج الآثار العشوائية) نصل إلى أن النموذج الأمثل هو نموذج الآثار الثابتة، حيث يوفر هذا النموذج أفضل تقدير للعلاقة التي تجمع بين محددات الهيكل المالي والأداء المالي المعبر عنه بمتغير هامش الربح الصافي للمؤسسات الاقتصادية التي تعمل في القطاع الخاص. وتكون معادلة انحدار هذا النموذج وفق ما يلي:

$$NPM = -2.938 + 0.378SIZE - 0.316AGE + 0.111LIQUI + 0.264GROWTH - 0.288TANG$$

2.3. نموذج العائد على اجمالي الأصول

لمعرفة النموذج المناسب في حالة العائد على إجمالي الأصول نتبع نفس الخطوات السابقة. أولاً، نختار بين نموذج الآثار العشوائية ونموذج الآثار الثابتة عن طريق اختبار هوسمان كما هو موضح في الجدول رقم (36). الذي تشير نتائجه إلى أن نموذج الآثار الثابتة هو الأفضل للدراسة حيث أن القيمة الاحتمالية (P-value) لهذا الاختبار (0.000) وهي أقل من 5%. بالتالي، نرفض الفرضية الصفرية (H_0) ونقبل الفرضية البديلة (H_1) التي تشير إلى أن نموذج الآثار الثابتة هو النموذج الأفضل.

جدول رقم (36). اختبار هوسمان لنموذج العائد على إجمالي الأصول-القطاع الخاص

نوع الاختبار	Chi-Stat	P-value
اختبار هاوسمان	52.769	0.000

المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج STATA 17

بعد إجراء اختبار هوسمان والوصول إلى أن النموذج الأفضل هو نموذج الآثار الثابتة. نحري، ثانياً، اختبار مضاعف لاغرانج الذي يمكننا من أن نختار بين نموذج الآثار العشوائية و نموذج الانحدار التجميعي كما هو موضح في الجدول التالي:

جدول رقم (37). اختبار مضاعف لاغرانج (LM test) لنموذج العائد على إجمالي الأصول -القطاع الخاص

نوع الاختبار	Chi-Stat	P-value
LM test	659.10	0.000

المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج STATA 17

من خلال الجدول رقم (37) نلاحظ أن القيمة الاحتمالية (P-value) لهذا الإختبار بلغت (0.000) وهي أقل من 5% وهذا يعني أن نموذج الآثار العشوائية أفضل من نموذج الآثار التجميعية. بعبارة أخرى، نتائج الجدول تقودنا إلى رفض الفرضية الصفرية (H_0) وقبول الفرضية البديلة (H_1) التي تفترض أن نموذج الآثار العشوائية هو النموذج الأفضل. بناءً على نتائج مضاعف لاغرانج ونتائج إختبار هوسمان (رفض نموذج الآثار العشوائية) نصل إلى أن النموذج الأمثل هو نموذج الآثار الثابتة، حيث يوفر هذا النموذج أفضل تقدير للعلاقة التي تجمع بين محددات الهيكل المالي والأداء المالي المعبر عنه بمتغير العائد على إجمالي الأصول للمؤسسات الاقتصادية التي تعمل في القطاع الخاص.

$$ROA = -0.689 + 0.086 \text{ SIZE} - 0.32 \text{ AGE} + 0.018 \text{ LIQUI} + 0.13 \text{ GROWTH} - 0.077 \text{ TANG}$$

4. اختبار التوزيع الطبيعي واختلاف التباين للنموذج المناسب في القطاع الخاص

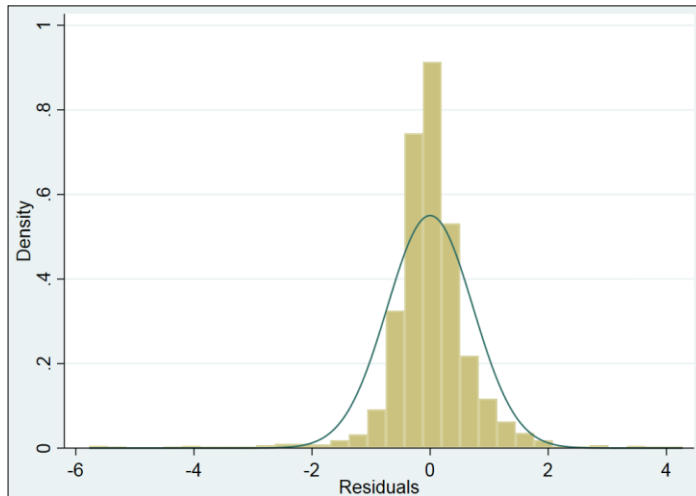
بعد إجراء الاختبارات القياسية الخاصة بإختيار النموذج المناسب للدراسة في القطاع الخاص لكل من نموذج هامش الربح الصافي والعائد على إجمالي الأصول، نصل الآن إلى اختبار المشاكل القياسية التي يمكن أن تظهر في النموذج الذي قمنا بإختياره والمتمثل في نموذج الآثار الثابتة.

1.4. نموذج هامش الربح الصافي

1.1.4. اختبار التوزيع الطبيعي

تعتبر مشكلة عدم وجود توزيع طبيعي لبواقي أحد المشاكل القياسية التي يجب حلها إن وجدت ضمن نموذج الدراسة قبل الانتقال إلى مرحلة تفسير مقدرات هذا النموذج. يمكن التعرف على هذه المشكلة عن طريق إنشاء توزيع تكراري لبواقي هذا النموذج كما هو موضح في الشكل رقم (25).

شكل رقم (25). التوزيع الطبيعي لبواقي نموذج هامش الربح الصافي -القطاع الخاص



المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج STATA 17

يوضح الشكل رقم (25) توزيع بواقي نموذج هامش الربح الصافي الذي تم تقديره عن طريق نموذج الآثار الثابتة. يشير توزيع هذا الشكل الى عدم وجود توزيع طبيعي للبواقي وبالتالي نقول أن هناك عدم توزيع طبيعي لأخطاء نموذج الدراسة وهذا يستدعي إيجاد حل لهذه المشكلة.

2.1.4. اختبار اختلاف التباين

يكون هناك اختلاف في التباين اذا كان هناك مجموعة فرعية واحدة على الأقل من افراد مجتمع الدراسة تختلف متغيراتها عن بقية المجموعات الفرعية الأخرى. يعتبر تحديد اختلاف التباين أحد التطبيقات الهامة أثناء تحليل الانحدار الخطي، حيث يؤدي الوقوع في مشكلة اختلاف التباين إلى عدم تجانس الأخطاء العشوائية الناتجة عن نموذج الانحدار. بعبارة أخرى، إنتهاك فرضية تجانس الأخطاء، أي عدم إرتباطها مع أي متغير آخر أو مع بعضها البعض.

جدول رقم (38). اختبار اختلاف التباين لنموذج هامش الربح الصافي-القطاع الخاص

نوع الاختبار	Chi-Stat	P-value
اختبار والد المعدل (Modified Wald Test)	1.3000	0.000

المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج STATA 17

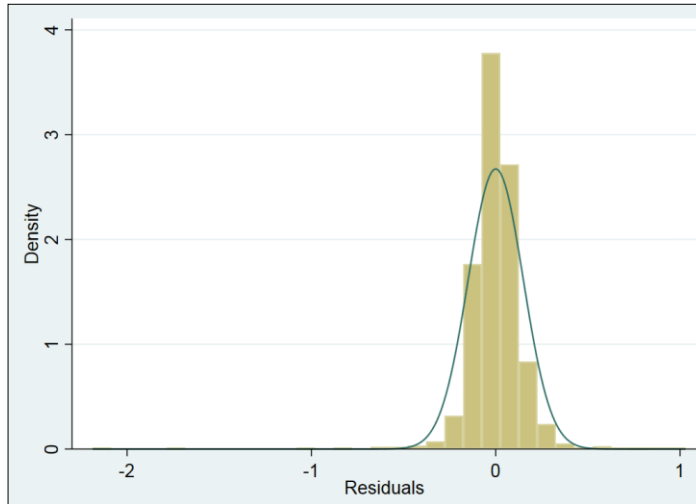
يوضح الجدول رقم (38) اختبار اختلاف التباين لنموذج هامش الربح الصافي الذي تم تقديره بواسطة نموذج الآثار الثابتة. تشير نتائج "اختبار والد المعدل للتغاير الجماعي في نموذج الآثار الثابتة" إلى وجود مشكلة اختلاف التباين أي عدم تجانس الأخطاء العشوائية حيث أن القيمة الاحتمالية (P-value) تساوي (0.000) وهي أقل من 5%.

2.4. نموذج العائد على إجمالي الأصول

1.2.4. اختبار التوزيع الطبيعي

إن قبول تقدير نموذج الآثار الثابتة الخاص بالعائد على إجمالي الأصول يتطلب التأكد من أن الأخطاء العشوائية لهذا النموذج تتبع التوزيع الطبيعي. ويمكن معرفة هذا من خلال الشكل رقم (26).

شكل رقم (26). التوزيع الطبيعي لبواقي نموذج العائد على إجمالي الأصول-القطاع الخاص



المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج STATA 17

يوضح الشكل رقم (26) توزيع بواقي نموذج العائد على إجمالي الأصول الذي تم تقديره عن طريق نموذج الآثار الثابتة. يشير توزيع هذا الشكل الى عدم وجود توزيع طبيعي للبواقي وبالتالي نقول أن هناك عدم توزيع طبيعي لأخطاء نموذج الدراسة وهذا يستدعي إيجاد حل لهذه المشكلة.

2.2.4. اختبار اختلاف التباين

لقد أشرنا سابقاً إلى أن مشكلة اختلاف التباين تعتبر من بين المشاكل الرئيسية التي تحدد صلاحية النموذج الذي قمنا باختياره والذي نرغب في تفسير مقدراته. يوضح الجدول رقم (39) نتائج اختبار والد المعدل للتغاير الجماعي في نموذج الآثار الثابتة الخاص بمعادلة العائد على إجمالي الأصول الذي من خلاله يمكن الكشف عن مشكلة اختلاف التباين.

جدول رقم (39). اختبار اختلاف التباين لنموذج العائد على إجمالي الأصول-القطاع الخاص

نوع الاختبار	Chi-Stat	P-value
اختبار والد المعدل (Modified Wald Test)	1.1000	0.000

المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج STATA 17

من خلال الجدول رقم (39) يمكن أن نلاحظ أن تقدير نموذج الآثار الثابتة الخاص بنموذج العائد على إجمالي الأصول يعاني من مشكلة إخلال التباين حيث أن القيمة الاحتمالية (P-value) لإختبار والد المعدل تساوي (0.000) وهي أقل من 5%. بالتالي، يجب إيجاد حل لهذه المشكلة.

الفرع الثالث: اختبار العلاقة بين المتغيرات باستخدام نماذج البيانات المقطعية الزمنية المتحركة في القطاع الخاص

تفترض نماذج حزم البيانات المقطعية الزمنية المتحركة أن مقدرات نموذج الآثار الثابتة غير متسقة عندما تكون الفترة الزمنية قصيرة، كما هو عليه الحال مع مقدرات المربعات الصغرى العادية (OLS). في مثل هذه الحالة، يتم الانتقال إلى استخدام المتغيرات الأداتية -التي يتم التأكد من صلاحيتها بواسطة اختبار Hansen- والتقدير بواسطة طريقة العزوم المعممة¹ التي تم تطويرها بواسطة Arellano و Bond (1991)²؛ Arellano و Bover (1995)³؛ Bond و Blundell (1998)⁴.

قمنا سابقاً بتقدير نماذج الدراسة الخاصة بالقطاع الخاص المتمثلة في هامش الربح الصافي والعائد على إجمالي الأصول عن طريق نماذج حزم البيانات المقطعية الزمنية الساكنة، لكن إتضح في الأخير أن تقديرات هذه النماذج تعاني من بعض المشاكل القياسية التي يجب التخلص منها. من أجل تفادي المشاكل القياسية الخاصة بتحليل الانحدار الخطي المتعدد الساكن نقوم بتقدير العلاقة بين المتغيرات التابعة المتمثلة في هامش الربح الصافي والعائد على إجمالي الأصول مع المتغيرات المستقلة عن طريق طريقة نظام العزوم المعممة (System GMM) الخاص بحزم البيانات المقطعية الزمنية المتحركة، الذي يتم إستخدامه في الحالات التالية⁵:

- عندما يكون عدد المقاطع (N) أكبر من السلسلة الزمنية (T)؛
- وجود علاقة دالية خطية؛
- عندما تكون المتغيرات المستقلة على إرتباط مع حد الخطأ (Endogeneity)؛
- عندما نواجه مشكلة اختلاف التباين (Heteroscedasticity) أي عدم تجانس الأخطاء العشوائية؛
- عندما تكون مقدرات نموذج الآثار الثابتة متحيزة؛
- عندما نواجه مشكلة الارتباط الذاتي (Autocorrelation) بين أفراد العينة.

¹ Chirok Han, Peter C.B. Phillips, **GMM estimation for dynamic panels with fixed effects and strong instruments at unity**, Econometric theory, Vol.26, No.1, 2010, p. 119.

² Manuel Arellano, Stephen Bond, **Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations**, The Review of Economic Studies, Vol.58, No.2, 1991.

³ Manuel Arellano, Olympia Bover, **Another look at the instrumental variable estimation of error-components models**, Journal of Econometrics, Vol.68, No.1, 1995.

⁴ Richard Blundell, Stephen Bond, **Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models**, Journal of Econometrics, Vol.87, No.1, 1998.

⁵ David Roodman, **How to do xtabond2: An introduction to difference and system GMM in Stata**, The Stata Journal, Vol.09, No.1, 2009, p. 86.

1. تقدير طريقة نظام العزوم المعممة لنموذج هامش الربح الصافي في القطاع الخاص

تمثل المعادلة التالية نموذج الانحدار الخطي المتعدد "الساكن" هامش الربح الصافي (الأداء المالي) مع المتغيرات المستقلة (محددات الهيكل المالي) المتمثلة في الحجم، العمر، السيولة، النمو والأصول الملموسة.

$$NPM_{it} = \alpha + \beta_1 SIZE_{it} + \beta_2 AGE_{it} + \beta_3 LIQUI_{it} + \beta_4 GROWTH_{it} + \beta_5 TANG_{it} + \varepsilon_{it}$$

عند تقدير النموذج السابق عن طريق طريقة نظام العزوم المعممة نقوم بتعديل معادلة الانحدار المتعدد الساكنة لتصبح متحركة عن طريق إضافة المتغيرات الأدواتية (*Instrumental Variables*) لتصبح من الشكل التالي:

$$NPM_{it} = \beta_0 NPM_{it-1} + \beta_1 SIZE_{it} + \beta_2 AGE_{it} + \beta_3 LIQUI_{it} + \beta_4 GROWTH_{it} + \beta_5 TANG_{it} + d_t + (\mu_i + \varepsilon_{it})$$

حيث:

المتغير التابع (المتغير الأدائي الداخلي) مع فترة إبطاء $t-1$ NPM_{it-1}

المتغير الصوري (المتغير الأدائي الخارجي) للفترة الزمنية d_t

آثار التحديد أو الآثار المتعلقة بعدم التجانس μ_i

حد الخطأ ε_{it}

جدول رقم (40). تقدير نموذج هامش الربح الصافي بواسطة طريقة نظام العزوم المعممة - القطاع الخاص

تقدير طريقة نظام العزوم المعممة System GMM			
متغير هامش الربح الصافي (Npm)			
المتغيرات	المعامل	T-statistic	P-value
Npm(-1)	*0.479	6.47	0.000
Size	*0.082	4.51	0.000
Age	0.09	1.26	0.207
Liqui	*0.042	4.72	0.000
Growth	*0.375	5.26	0.000
Tang	0.063	1.04	0.301
C	*-0.851	-4.84	0.000
عدد المشاهدات	1614		
Time Dummies	نعم		
AR(1)	-4.49 (0.000)		
AR(2)	-0.45 (0.652)		
Hansen test	20.9 (0.389)		

ملاحظة: * دلالة عند 1%، ** دلالة عند 5%، *** دلالة عند 10%.

المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج STATA 17

من خلال الجدول رقم (40) الذي يوضح نتائج تقدير المتغير التابع (هامش الربح الصافي) مع المتغيرات المستقلة الخاصة بنموذج دراسة القطاع الخاص بواسطة طريقة نظام العزوم المعممة (*System GMM*)، نلاحظ أن القيمة الاحتمالية (*P-value*) للإختبار التشخيصي *AR(2)* غير معنوية حيث تجاوزت 5% وبالتالي نقبل الفرضية الصفرية (H_0) القائلة بعدم وجود ارتباط

ذاتي تسلسلي بين الأخطاء من الدرجة الثانية، كما أن القيمة الاحتمالية (P-value) لإختبار هانسن (Hansen test) أيضاً غير معنوية حيث تجاوزت 5% وهي مرتفعة نوعاً ما، مما يسمح لنا بالقول أن هذا النموذج مقبول من الناحية الاحصائية والتأكيد على صلاحية المتغيرات الأدوات المستخدمة.

2. تقدير طريقة نظام العزوم المعممة لنموذج العائد على إجمالي الأصول في القطاع الخاص

تمثل المعادلة التالية نموذج الانحدار الخطي المتعدد "السكن" للعائد على إجمالي الأصول (الأداء المالي) مع المتغيرات المستقلة (محددات الهيكل المالي) المتمثلة في الحجم، العمر، السيولة، النمو والأصول الملموسة.

$$ROA_{it} = \alpha + \beta_1 SIZE_{it} + \beta_2 AGE_{it} + \beta_3 LIQUI_{it} + \beta_4 GROWTH_{it} + \beta_5 TANG_{it} + \varepsilon_{it}$$

عند تقدير النموذج السابق عن طريق طريقة نظام العزوم المعممة نقوم بتعديل معادلة الانحدار المتعدد الساكنة لتصبح متحركة عن طريق إضافة المتغيرات الأدواتية (Instrumental Variables) لتصبح من الشكل التالي:

$$ROA_{it} = \beta_0 ROA_{it-1} + \beta_1 SIZE_{it} + \beta_2 AGE_{it} + \beta_3 LIQUI_{it} + \beta_4 GROWTH_{it} + \beta_5 TANG_{it} + d_t + (\mu_i + \varepsilon_{it})$$

جدول رقم (41). تقدير نموذج العائد على إجمالي الأصول بواسطة طريقة نظام العزوم المعممة - القطاع الخاص

تقدير طريقة نظام العزوم المعممة System GMM			
العائد على إجمالي الأصول (Roa)			
المتغيرات	المعامل	T-statistic	P-value
Roa(-1)	*0.213	3.08	0.002
Size	*0.025	5.26	0.000
Age	-0.007	-0.37	0.709
Liqui	*0.016	4.86	0.000
Growth	*0.157	7.13	0.000
Tang	-0.005	-0.38	0.702
C	*-0.205	-4.55	0.000
عدد المشاهدات	1614		
Time Dummies	نعم		
AR(1)	-3.89 (0.000)		
AR(2)	1.37 (0.169)		
Hansen test	7.04 (0.218)		

ملاحظة: * دلالة عند 1%، ** دلالة عند 5%، *** دلالة عند 10%.

المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج STATA 17

من خلال الجدول رقم (41) الذي يوضح نتائج تقدير المتغير التابع (العائد على إجمالي الأصول) مع المتغيرات المستقلة الخاصة بنموذج دراسة القطاع الخاص بواسطة طريقة نظام العزوم المعممة (System GMM)، نلاحظ أن القيمة الاحتمالية (P-value) للإختبار التشخيصي AR(2) غير معنوية حيث تجاوزت 5% وبالتالي نقبل الفرضية الصفرية (H_0) القائلة بعدم وجود ارتباط ذاتي تسلسلي بين الأخطاء من الدرجة الثانية، كما أن القيمة الاحتمالية (P-value) لإختبار هانسن (Hansen test) أيضاً غير معنوية حيث تجاوزت 5% وهي مرتفعة نوعاً ما، مما يسمح لنا بالقول أن هذا النموذج مقبول من الناحية الاحصائية والتأكيد على صلاحية المتغيرات الأدوات المستخدمة.

المطلب الثاني: اختبار العلاقة بين المتغيرات في القطاع العام

سوف نقوم من خلال هذا المطلب باختبار العلاقة بين محددات الهيكل المالي والأداء المالي لعينة من المؤسسات الاقتصادية التي تعمل في القطاع العام وهذا بإستخدام النماذج القياسية الساكنة والمتحركة.

الفرع الأول: التحليل الوصفي للمتغيرات

سوف نحاول من خلال هذا الفرع تقديم تحليل وصفي مختصر لمتغيرات نموذج هامش الربح الصافي والعائد على اجمالي الأصول وهذا في القطاع العام.

1. نموذج هامش الربح الصافي

جدول رقم (42). مصفوفة الارتباط: نموذج هامش الربح الصافي - القطاع العام

المتغيرات	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
(1) Npm	1.000					
(2) Size	0.040	1.000				
(3) Age	0.005	0.133	1.000			
(4) Liqui	0.049	0.136	0.262	1.000		
(5) Growth	0.300	0.142	-0.080	-0.100	1.000	
(6) Tang	0.105	0.006	0.056	-0.112	-0.037	1.000

ملاحظة: هامش الربح الصافي (npm)؛ الحجم (size)؛ عمر المؤسسة (age)؛ السيولة (liqui)؛ النمو (growth)؛ الأصول الملموسة (tang).

المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج STATA 17

يوضح الجدول رقم (42) درجة الارتباط بين المتغيرات المستقلة وهامش الربح الصافي في القطاع العام. تشير نتائج الجدول إلى أن المتغير التابع (هامش الربح الصافي) لا يرتبط ارتباطاً سالباً مع أي متغير مستقل حيث أن جميع المتغيرات المستقلة المتمثلة في حجم المؤسسة، عمر المؤسسة، السيولة، النمو والأصول الملموسة ترتبط ارتباطاً موجباً مع المتغير التابع بمقدار 0.049، 0.300، 0.105 على التوالي.

جدول رقم (43). التوزيع الاحصائي لمتغيرات نموذج هامش الربح الصافي - القطاع العام

المتغيرات	عدد المشاهدات	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Npm	917	0.233	0.605	-2.25	4.336
Size	917	8.745	1.14	4.818	12.604
Age	917	1.263	0.217	0.301	1.884
Liqui	917	1.249	0.989	-0.782	4.972
Growth	917	0.118	0.266	-1.728	1.108
Tang	917	0.484	0.383	0	5.79

ملاحظة: هامش الربح الصافي (npm)؛ الحجم (size)؛ عمر المؤسسة (age)؛ السيولة (liqui)؛ النمو (growth)؛ الأصول الملموسة (tang).

المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج STATA 17

يوضح الجدول رقم (43) التوزيع الاحصائي لنموذج هامش الربح الصافي في القطاع العام، حيث نلاحظ أن القيمة القصوى التي تم تسجيلها كانت من قبل متغير الحجم وهي 12.604 نقطة، كما تم تسجيل أدنى قيمة من قبل متغير هامش الربح الصافي وهي -2.25 نقطة. نلاحظ من خلال نفس الجدول أنه تم تسجيل أدنى متوسط وأعلى إنحراف معياري من قبل

متغير النمو ومتغير الحجم بمقدار 0.118 و 1.14 على التوالي مقارنة مع باقي متغيرات النموذج الذي بلغت عدد مشاهداته 917 مشاهدة.

2. نموذج العائد على اجمالي الأصول

جدول رقم (44). مصفوفة الارتباط: نموذج العائد على اجمالي الأصول - القطاع العام

المتغيرات	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
(1) Roa	1.000					
(2) Size	0.269	1.000				
(3) Age	0.038	0.133	1.000			
(4) Liqui	0.247	0.136	0.262	1.000		
(5) Growth	0.223	0.142	-0.080	-0.100	1.000	
(6) Tang	0.093	0.006	0.056	-0.112	-0.037	1.000

ملاحظة: العائد على اجمالي الأصول (roa)؛ الحجم (size)؛ عمر المؤسسة (age)؛ السيولة (liqui)؛ النمو (growth)؛ الأصول الملموسة (tang).

المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج STATA 17

يوضح الجدول رقم (44) درجة الارتباط بين المتغيرات المستقلة والعائد على اجمالي الأصول في القطاع العام. تشير نتائج الجدول إلى أن المتغير التابع (العائد على اجمالي الأصول) لا يرتبط ارتباطاً سالباً مع أي متغير مستقل حيث أن جميع المتغيرات المستقلة المتمثلة في حجم المؤسسة، عمر المؤسسة، السيولة، النمو والأصول الملموسة ترتبط ارتباطاً موجباً مع المتغير التابع بمقدار 0.269، 0.038، 0.247، 0.223، 0.093 على التوالي.

جدول رقم (45). التوزيع الاحصائي لمتغيرات نموذج العائد على اجمالي الأصول - القطاع العام

المتغيرات	عدد المشاهدات	Mean	Std. Dev.	Min	Max
Roa	917	0.011	0.108	-0.944	0.349
Size	917	8.745	1.14	4.818	12.604
Age	917	1.263	0.217	0.301	1.884
Liqui	917	1.249	0.989	-0.782	4.972
Growth	917	0.118	0.266	-1.728	1.108
Tang	917	0.484	0.383	0	5.79

ملاحظة: العائد على اجمالي الأصول (roa)؛ الحجم (size)؛ عمر المؤسسة (age)؛ السيولة (liqui)؛ النمو (growth)؛ الأصول الملموسة (tang).

المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج STATA 17

يوضح الجدول رقم (45) التوزيع الاحصائي لنموذج العائد على اجمالي الأصول في القطاع العام، حيث نلاحظ أن القيمة القصوى التي تم تسجيلها كانت من قبل متغير الحجم وهي 12.604 نقطة، كما تم تسجيل أدنى قيمة من قبل متغير النمو وهي -1.728 نقطة. نلاحظ من خلال نفس الجدول أنه تم تسجيل أدنى متوسط وأعلى انحراف معياري من قبل متغير العائد على اجمالي الأصول ومتغير الحجم بمقدار 0.011 و 1.14 على التوالي مقارنة مع باقي متغيرات النموذج الذي بلغت عدد مشاهداته 917 مشاهدة.

الفرع الثاني: اختبار الدراسة في القطاع العام باستخدام نماذج حزم البيانات المقطعية الزمنية الساكنة

ان اختبار موضوع الدراسة المتمثل في دراسة أثر محددات الهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية يتطلب المرور بعدة مراحل قصد الوصول إلى اختبار النموذج المناسب الذي يوفر أفضل تفسير لفرضيات الدراسة. لذلك سوف نقوم من خلال هذا الفرع باختبار استقرارية المتغيرات وتقدير نماذج حزم البيانات المقطعية الزمنية الساكنة للقطاع العام.

4. دراسة استقرارية متغيرات نماذج دراسة القطاع العام

بغية الكشف عن جذر الوحدة لحزم البيانات المقطعية الزمنية وتحديد درجة تكاملها توجد عدة اختبارات قياسية تستخدم لهذا الغرض. من بين أشهر هذه الاختبارات التي قمنا باستخدامها في هذه الدراسة: اختبار LLC ، اختبار IPS واختبار ADF، حيث تتيح لنا هذه الاختبارات الكشف عن خصائص السلاسل المقطعية الزمنية لمتغيرات الدراسة.

جدول رقم (46). اختبار استقرارية متغيرات القطاع العام

عند المستوى (Level)			المتغيرات
ADF	IPS	LLC	
459.416 (0.0000)	-9.19965 (0.0000)	-76.0699 (0.0000)	Npm
407.716 (0.0000)	-6.98331 (0.0000)	-50.8862 (0.0000)	Roa
365.603 (0.0000)	-3.88142 (0.0001)	-24.3819 (0.0000)	Size
2401.24 (0.0000)	-412.021 (0.0000)	-89.4269 (0.0000)	Age
433.465 (0.0000)	-5.99873 (0.0000)	-32.2814 (0.0000)	Liqui
520.876 (0.0000)	-10.4144 (0.0000)	-53.6204 (0.0000)	Growth
407.298 (0.0000)	-6.13457 (0.0000)	-33.5468 (0.0000)	Tang

ملاحظة: هامش الربح الصافي (npm)؛ العائد على اجمالي الأصول (roa)؛ الحجم (size)؛ عمر المؤسسة (age)؛ السيولة (liqui)؛ النمو (growth)؛ الأصول الملموسة (tang).

المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج EVIEWS 12

من خلال الجدول رقم (46)، الذي يوضح نتائج اختبار جذر الوحدة، نلاحظ أن كل الاختبارات المستخدمة دلت على غياب جذر الوحدة للمتغيرات المدروسة وبالتالي نقول عنها أنها متغيرات مستقرة عند المستوى ومتكاملة من الدرجة (0).I.

2. تقدير نماذج حزم البيانات المقطعية الزمنية لنماذج دراسة القطاع العام

بعد دراسة استقرارية المتغيرات المستقلة والتابعة للدراسة الخاصة بالقطاع العام، نقوم الآن بتقدير المتغيرين التابعين (هامش الربح الصافي والعائد على إجمالي الأصول) مع المتغيرات المستقلة (الحجم، العمر، السيولة، النمو والأصول الملموسة) عن طريق نموذج الآثار التجميعية، نموذج الآثار الثابتة ونموذج الآثار العشوائية. يوضح الجدول رقم (47) والجدول رقم (48) نتائج التقديرات المختلفة للنماذج السابقة الذكر والتي يمكن المفاضلة بينها عن طريق الاختبارات القياسية التي قمنا بشرحها سابقاً والمتمثلة في اختبار هاوسمان (Hausman Test) ومضاعف لاغرانج (LM Test).

جدول رقم (47). تقدير نماذج حزم البيانات المقطعية الزمنية مع المتغير التابع "هامش الربح الصافي"-القطاع العام

نموذج الآثار العشوائية REM			نموذج الآثار الثابتة FEM			نموذج الانحدار التجميعي POLS			المتغيرات المستقلة
P-value	T-statistic	المعامل	P-value	T-statistic	المعامل	P-value	T-statistic	المعامل	
0.21	1.25	0.032	0.015	2.45	**0.092	0.552	-0.60	-0.01	Size
0.597	0.53	0.071	0.228	1.21	0.238	0.994	-0.01	-0.001	Age
0.000	3.89	*0.095	0.000	4.68	*0.135	0.003	2.97	*0.06	Liqui
0.000	7.82	*0.484	0.000	6.59	*0.415	0.000	9.93	*0.72	Growth
0.834	-0.21	-0.011	0.083	-1.74	***-0.1	0.000	4.06	*0.202	Tang
0.239	-1.18	-0.305	0.006	-2.78	*-1.043	0.709	0.37	0.065	C
917			917			917			عدد المشاهدات
0.090			0.101			0.112			R ²
0.0000			0.0000			0.0000			Prob>F

ملاحظة: * دلالة عند 1%، ** دلالة عند 5%، *** دلالة عند 10%.

المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج STATA 17

جدول رقم (48). تقدير نماذج حزم البيانات المقطعية الزمنية مع المتغير التابع "العائد على إجمالي الأصول"-القطاع العام

نموذج الآثار العشوائية REM			نموذج الآثار الثابتة FEM			نموذج الانحدار التجميعي POLS			المتغيرات المستقلة
P-value	T-statistic	المعامل	P-value	T-statistic	المعامل	P-value	T-statistic	المعامل	
0.000	6.23	*0.027	0.000	6.47	*0.046	0.000	6.70	*0.02	Size
0.433	-0.78	-0.018	0.703	-0.38	-0.014	0.115	-1.58	-0.025	Age
0.000	6.62	*0.029	0.000	5.30	*0.029	0.000	8.49	*0.029	Liqui
0.000	9.23	*0.106	0.000	9.41	*0.113	0.000	7.24	*0.09	Growth
0.000	3.98	*0.038	0.000	3.60	*0.04	0.000	4.40	*0.038	Tang
0.000	-6.06	*-0.271	0.000	-6.24	*-0.445	0.000	-6.52	*-0.195	C
917			917			917			عدد المشاهدات
0.179			0.185			0.182			R ²
0.0000			0.0000			0.0000			Prob>F

ملاحظة: * دلالة عند 1%، ** دلالة عند 5%، *** دلالة عند 10%.

المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج STATA 17

3. اختبار النموذج المناسب لدراسة القطاع العام

1.3. نموذج هامش الربح الصافي

بعد تقدير النماذج الثلاثة سوف نتقل الآن إلى إجراء الاختبارات المتعلقة بإختيار النموذج المناسب. أولاً، نختار بين نموذج الآثار العشوائية ونموذج الآثار الثابتة عن طريق اختبار هوسمان كما هو موضح في الجدول رقم (49). الذي تشير نتائجه إلى أن نموذج الآثار الثابتة هو الأفضل للدراسة حيث أن القيمة الاحتمالية (P-value) لهذا الاختبار (0.000) وهي أقل من 5%. بالتالي، نرفض الفرضية الصفرية (H_0) ونقبل الفرضية البديلة (H_1) التي تشير إلى أن نموذج الآثار الثابتة هو النموذج الأفضل.

جدول رقم (49). اختبار هوسمان لنموذج هامش الربح الصافي-القطاع العام

نوع الاختبار	Chi-Stat	P-value
اختبار هاوسمان	65.618	0.000

المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج STATA 17

بعد إجراء اختبار هوسمان والوصول إلى أن النموذج الأفضل هو نموذج الآثار الثابتة. نجري، ثانياً، اختبار مضاعف لاغرانج الذي يمكننا من أن نختار بين نموذج الآثار العشوائية و نموذج الانحدار التجميعي كما هو موضح في الجدول التالي:

جدول رقم (50). اختبار مضاعف لاغرانج (LM test) لنموذج هامش الربح الصافي-القطاع العام

نوع الاختبار	Chi-Stat	P-value
LM test	528.02	0.000

المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج STATA 17

من خلال الجدول رقم (50) نلاحظ أن القيمة الاحتمالية (P-value) لهذا الاختبار بلغت (0.000) وهي أقل من 5% وهذا يعني أن نموذج الآثار العشوائية أفضل من نموذج الآثار التجميعية. بعبارة أخرى، نتائج الجدول تقودنا إلى رفض الفرضية الصفرية (H_0) وقبول الفرضية البديلة (H_1) التي تفترض أن نموذج الآثار العشوائية هو النموذج الأفضل.

بناءً على نتائج مضاعف لاغرانج ونتائج اختبار هاوسمان (رفض نموذج الآثار العشوائية) نصل إلى أن النموذج الأمثل هو نموذج الآثار الثابتة، حيث يوفر هذا النموذج أفضل تقدير للعلاقة التي تجمع بين محددات الهيكل المالي والأداء المالي المعبر عنه بمتغير هامش الربح الصافي للمؤسسات الاقتصادية التي تعمل في القطاع العام. وتكون معادلة انحدار هذا النموذج وفق ما يلي:

$$NPM = -1.043 + 0.092SIZE + 0.238AGE + 0.135LIQUI + 0.415GROWTH - 0.1TANG$$

2.3. نموذج العائد على اجمالي الأصول

لمعرفة النموذج المناسب في حالة العائد على إجمالي الأصول نتبع نفس الخطوات السابقة. أولاً، نختار بين نموذج الآثار العشوائية ونموذج الآثار الثابتة عن طريق اختبار هوسمان كما هو موضح في الجدول رقم (51). الذي تشير نتائجه إلى أن نموذج الآثار الثابتة هو الأفضل للدراسة حيث أن القيمة الاحتمالية (P-value) لهذا الاختبار (0.000) وهي أقل من 5%. بالتالي، نرفض الفرضية الصفرية (H_0) ونقبل الفرضية البديلة (H_1) التي تشير إلى أن نموذج الآثار الثابتة هو النموذج الأفضل.

جدول رقم (51). اختبار هوسمان لنموذج العائد على إجمالي الأصول-القطاع العام

نوع الاختبار	Chi-Stat	P-value
اختبار هاوسمان	15.537	0.000

المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج STATA 17

بعد إجراء اختبار هوسمان والوصول إلى أن النموذج الأفضل هو نموذج الآثار الثابتة. نجري، ثانياً، اختبار مضاعف لاغرانج الذي يمكننا من أن نختار بين نموذج الآثار العشوائية و نموذج الانحدار التجميعي كما هو موضح في الجدول التالي:

جدول رقم (52). اختبار مضاعف لاغرانج (LM test) لنموذج العائد على إجمالي الأصول - القطاع العام

نوع الاختبار	Chi-Stat	P-value
LM test	339.66	0.000

المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج STATA 17

من خلال الجدول رقم (52) نلاحظ أن القيمة الاحتمالية (P-value) لهذا الإختبار بلغت (0.000) وهي أقل من 5% وهذا يعني أن نموذج الآثار العشوائية أفضل من نموذج الآثار التجميعية. بعبارة أخرى، نتائج الجدول تقودنا إلى رفض الفرضية الصفرية (H_0) وقبول الفرضية البديلة (H_1) التي تفترض أن نموذج الآثار العشوائية هو النموذج الأفضل. بناءً على نتائج مضاعف لاغرانج ونتائج إختبار هوسمان (رفض نموذج الآثار العشوائية) نصل إلى أن النموذج الأمثل هو نموذج الآثار الثابتة، حيث يوفر هذا النموذج أفضل تقدير للعلاقة التي تجمع بين محددات الهيكل المالي والأداء المالي المعبر عنه بمتغير العائد على إجمالي الأصول للمؤسسات الاقتصادية التي تعمل في القطاع العام.

$$ROA = -0.445 + 0.046 \text{ SIZE} - 0.014 \text{ AGE} + 0.029 \text{ LIQUI} + 0.113 \text{ GROWTH} + 0.04 \text{ TANG}$$

4. اختبار التوزيع الطبيعي واختلاف التباين للنموذج المناسب في القطاع العام

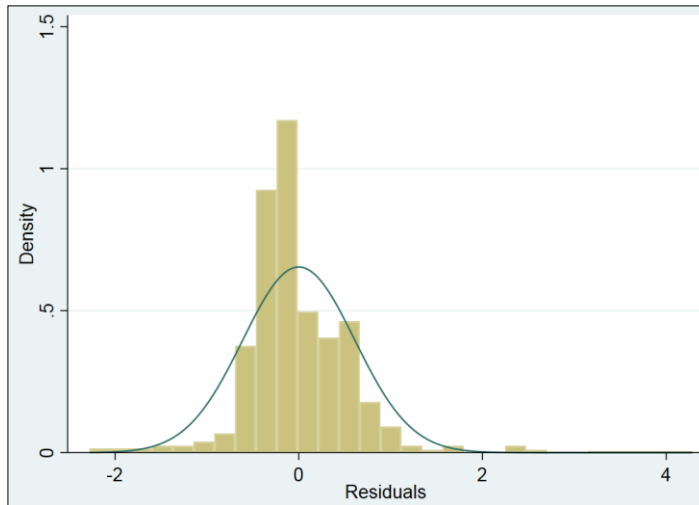
بعد إجراء الاختبارات القياسية الخاصة بإختيار النموذج المناسب للدراسة في القطاع العام لكل من نموذج هامش الربح الصافي والعائد على إجمالي الأصول، نصل الآن إلى اختبار المشاكل القياسية التي يمكن أن تظهر في النموذج الذي قمنا بإختياره والمتمثل في نموذج الآثار الثابتة.

1.4. نموذج هامش الربح الصافي

1.1.4. اختبار التوزيع الطبيعي

تعتبر مشكلة عدم وجود توزيع طبيعي للبواقي أحد المشاكل القياسية التي يجب حلها إن وجدت ضمن نموذج الدراسة قبل الانتقال إلى مرحلة تفسير مقدرات هذا النموذج. يمكن التعرف على هذه المشكلة عن طريق إنشاء توزيع تكراري لبواقي هذا النموذج كما هو موضح في الشكل رقم (27).

شكل رقم (27). التوزيع الطبيعي لبواقي نموذج هامش الربح الصافي - القطاع العام



المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج STATA 17

يوضح الشكل رقم (27) توزيع بواقي نموذج هامش الربح الصافي الذي تم تقديره عن طريق نموذج الآثار الثابتة. يشير توزيع هذا الشكل الى عدم وجود توزيع طبيعي للبواقي وبالتالي نقول أن هناك عدم توزيع طبيعي لأخطاء نموذج الدراسة وهذا يستدعي إيجاد حل لهذه المشكلة.

2.1.4. اختبار اختلاف التباين

يكون هناك اختلاف في التباين اذا كان هناك مجموعة فرعية واحدة على الأقل من افراد مجتمع الدراسة تختلف متغيراتها عن بقية المجموعات الفرعية الأخرى. يعتبر تحديد اختلاف التباين أحد التطبيقات الهامة أثناء تحليل الانحدار الخطي، حيث يؤدي الوقوع في مشكلة اختلاف التباين إلى عدم تجانس الأخطاء العشوائية الناتجة عن نموذج الانحدار. بعبارة أخرى، إنتهاك فرضية تجانس الأخطاء، أي عدم إرتباطها مع أي متغير آخر أو مع بعضها البعض.

جدول رقم (53). اختبار اختلاف التباين لنموذج هامش الربح الصافي-القطاع العام

نوع الاختبار	Chi-Stat	P-value
اختبار والد المعدل (Modified Wald Test)	9.9000	0.000

المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج STATA 17

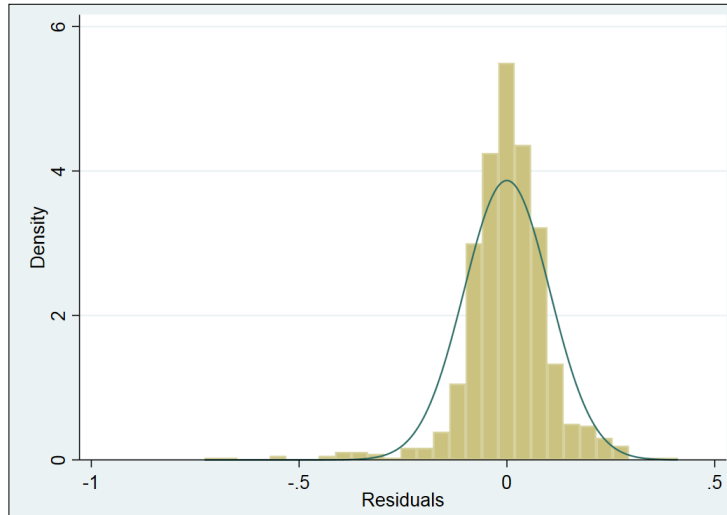
يوضح الجدول رقم (53) اختبار اختلاف التباين لنموذج هامش الربح الصافي الذي تم تقديره بواسطة نموذج الآثار الثابتة. تشير نتائج "اختبار والد المعدل للتغاير الجماعي في نموذج الآثار الثابتة" إلى وجود مشكلة اختلاف التباين أي عدم تجانس الأخطاء العشوائية حيث أن القيمة الاحتمالية (P-value) تساوي (0.000) وهي أقل من 5%.

2.4. نموذج العائد على إجمالي الأصول

1.2.4. اختبار التوزيع الطبيعي

إن قبول تقدير نموذج الآثار الثابتة الخاص بالعائد على إجمالي الأصول يتطلب التأكد من أن الأخطاء العشوائية لهذا النموذج تتبع التوزيع الطبيعي. ويمكن معرفة هذا من خلال الشكل رقم (28).

شكل رقم (28). التوزيع الطبيعي لبواقي نموذج العائد على إجمالي الأصول-القطاع العام



المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج STATA 17

يوضح الشكل رقم (28) توزيع بواقي نموذج العائد على إجمالي الأصول الذي تم تقديره عن طريق نموذج الآثار الثابتة. يشير توزيع هذا الشكل الى عدم وجود توزيع طبيعي للبواقي وبالتالي نقول أن هناك عدم توزيع طبيعي لأخطاء نموذج الدراسة وهذا يستدعي إيجاد حل لهذه المشكلة.

2.1.4. اختبار اختلاف التباين

لقد أشرنا سابقاً إلى أن مشكلة اختلاف التباين تعتبر من بين المشاكل الرئيسية التي تحدد صلاحية النموذج الذي قمنا باختياره والذي نرغب في تفسير مقدراته. يوضح الجدول رقم (54) نتائج اختبار والد المعدل للتغاير الجماعي في نموذج الآثار الثابتة الخاص بمعادلة العائد على إجمالي الأصول الذي من خلاله يمكن الكشف عن مشكلة اختلاف التباين.

جدول رقم (54). اختبار اختلاف التباين لنموذج العائد على إجمالي الأصول-القطاع العام

نوع الاختبار	Chi-Stat	P-value
اختبار والد المعدل (Modified Wald Test)	9.8000	0.000

المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج STATA 17

من خلال الجدول رقم (54) يمكن أن نلاحظ أن تقدير نموذج الآثار الثابتة الخاص بنموذج العائد على إجمالي الأصول يعاني من مشكلة إخلال التباين حيث أن القيمة الاحتمالية (P-value) لإختبار والد المعدل تساوي (0.000) وهي أقل من 5%. بالتالي، يجب إيجاد حل لهذه المشكلة.

الفرع الثالث: اختبار العلاقة بين المتغيرات باستخدام نماذج البيانات المقطعية الزمنية المتحركة في القطاع العام

بعد بتقدير نماذج الدراسة الخاصة بالقطاع العام المتمثلة في هامش الربح الصافي والعائد على إجمالي الأصول عن طريق نماذج حزم البيانات المقطعية الزمنية الساكنة، إتضح في الأخير أن تقديرات هذه النماذج تعاني من بعض المشاكل القياسية التي يجب التخلص منها. من أجل تفادي المشاكل القياسية الخاصة بتحليل الانحدار الخطي المتعدد الساكن نقوم بتقدير العلاقة بين المتغيرات التابعة المتمثلة في هامش الربح الصافي والعائد على إجمالي الأصول مع المتغيرات المستقلة عن طريق طريقة نظام العزوم المعممة (System GMM) الخاص بحزم البيانات المقطعية الزمنية المتحركة، الذي يتم استخدامه في الحالات التالية:

- عندما يكون عدد المقاطع (N) أكبر من السلسلة الزمنية (T)؛
- وجود علاقة وظيفية خطية؛
- عندما تكون المتغيرات المستقلة على إرتباط مع حد الخطأ (Endogeneity)؛
- عندما نواجه مشكلة اختلاف التباين (Heteroscedasticity) أي عدم تجانس الأخطاء العشوائية؛
- عندما تكون مقدرات نموذج الآثار الثابتة متحيزة؛
- عندما نواجه مشكلة الارتباط الذاتي (Autocorrelation) بين أفراد العينة.

1. تقدير طريقة نظام العزوم المعممة لنموذج هامش الربح الصافي في القطاع العام

تمثل المعادلة التالية نموذج الانحدار الخطي المتعدد "الساكن" لهامش الربح الصافي (الأداء المالي) مع المتغيرات المستقلة (محددات الهيكل المالي) المتمثلة في الحجم، العمر، السيولة، النمو والأصول الملموسة.

$$NPM_{it} = \alpha + \beta_1 SIZE_{it} + \beta_2 AGE_{it} + \beta_3 LIQUI_{it} + \beta_4 GROWTH_{it} + \beta_5 TANG_{it} + \varepsilon_{it}$$

عند تقدير النموذج السابق عن طريق طريقة نظام العزوم المعممة نقوم بتعديل معادلة الانحدار المتعدد الساكنة لتصبح متحركة عن طريق إضافة المتغيرات الأدواتية (Instrumental Variables) لتصبح من الشكل التالي:

$$NPM_{it} = \beta_0 NPM_{it-1} + \beta_1 SIZE_{it} + \beta_2 AGE_{it} + \beta_3 LIQUI_{it} + \beta_4 GROWTH_{it} + \beta_5 TANG_{it} + d_t + (\mu_i + \varepsilon_{it})$$

حيث:

المتغير التابع (المتغير الأدواتي الداخلي) مع فترة إبطاء t-1 = NPM_{it-1}

d_t = المتغير الصوري (المتغير الأداقي الخارجي) للفترة الزمنية

μ_i = آثار التحديد أو الآثار المتعلقة بعدم التجانس

ε_{it} = حد الخطأ

جدول رقم (55). تقدير نموذج هامش الربح الصافي بواسطة طريقة نظام العزوم المعممة - القطاع العام

تقدير طريقة نظام العزوم المعممة System GMM			
متغير هامش الربح الصافي (Npm)			
المتغيرات	المعامل	T-statistic	P-value
Npm(-1)	*0.42	3.17	0.002
Size	-0.021	-0.89	0.373
Age	-0.042	-0.42	0.676
Liqui	**0.056	2.36	0.020
Growth	*0.649	5.54	0.000
Tang	0.091	1.51	0.133
C	0.254	0.95	0.342
عدد المشاهدات	786		
Time Dummies	نعم		
AR(1)	-3.94 (0.000)		
AR(2)	-0.07 (0.945)		
Hansen test	4.71 (0.452)		

ملاحظة: * دلالة عند 1%، ** دلالة عند 5%، *** دلالة عند 10%.

المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج STATA 17

من خلال الجدول رقم (55) الذي يوضح نتائج تقدير المتغير التابع (هامش الربح الصافي) مع المتغيرات المستقلة الخاصة بنموذج دراسة القطاع العام بواسطة طريقة نظام العزوم المعممة (System GMM)، نلاحظ أن القيمة الاحتمالية (P-value) للإختبار التشخيصي AR(2) غير معنوية حيث تجاوزت 5% وبالتالي نقبل الفرضية الصفرية (H_0) القائلة بعدم وجود ارتباط ذاتي تسلسلي بين الأخطاء من الدرجة الثانية، كما أن القيمة الاحتمالية (P-value) لإختبار هانسن (Hansen test) أيضاً غير معنوية حيث تجاوزت 5% وهي مرتفعة نوعاً ما، مما يسمح لنا بالقول أن هذا النموذج مقبول من الناحية الاحصائية والتأكيد على صلاحية المتغيرات الأداة المستخدمة.

2. تقدير طريقة نظام العزوم المعممة لنموذج العائد على إجمالي الأصول في القطاع العام

تمثل المعادلة التالية نموذج الانحدار الخطي المتعدد "الساكن" للعائد على إجمالي الأصول (الأداء المالي) مع المتغيرات المستقلة (محددات الهيكل المالي) المتمثلة في الحجم، العمر، السيولة، النمو والأصول الملموسة.

$$ROA_{it} = \alpha + \beta_1 SIZE_{it} + \beta_2 AGE_{it} + \beta_3 LIQUI_{it} + \beta_4 GROWTH_{it} + \beta_5 TANG_{it} + \varepsilon_{it}$$

عند تقدير النموذج السابق عن طريق طريقة نظام العزوم المعممة نقوم بتعديل معادلة الانحدار المتعدد الساكنة لتصبح متحركة عن طريق إضافة المتغيرات الأداة (Instrumental Variables) لتصبح من الشكل التالي:

$$ROA_{it} = \beta_0 ROA_{it-1} + \beta_1 SIZE_{it} + \beta_2 AGE_{it} + \beta_3 LIQUI_{it} + \beta_4 GROWTH_{it} + \beta_5 TANG_{it} + d_t + (\mu_i + \varepsilon_{it})$$

جدول رقم (56). تقدير نموذج العائد على إجمالي الأصول بواسطة طريقة نظام العزوم المعممة - القطاع العام

تقدير طريقة نظام العزوم المعممة System GMM			
العائد على إجمالي الأصول (Roa)			
المتغيرات	المعامل	T-statistic	P-value
Roa(-1)	*0.377	3.72	0.000
Size	*0.011	2.71	0.008
Age	-0.023	-1.26	0.211
Liqui	*0.014	3.71	0.000
Growth	*0.057	2.63	0.010
Tang	0.013	1.27	0.205
C	** -0.079	-2.07	0.041
عدد المشاهدات	786		
Time Dummies	نعم		
AR(1)	-2.38 (0.017)		
AR(2)	-0.37 (0.712)		
Hansen test	22.21 (0.274)		

ملاحظة: * دلالة عند 1%، ** دلالة عند 5%، *** دلالة عند 10%.

المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات برنامج STATA 17

من خلال الجدول رقم (56) الذي يوضح نتائج تقدير المتغير التابع (العائد على إجمالي الأصول) مع المتغيرات المستقلة الخاصة بنموذج دراسة القطاع العام بواسطة طريقة نظام العزوم المعممة (System GMM)، نلاحظ أن القيمة الاحتمالية (P-value) للإختبار التشخيصي AR(2) غير معنوية حيث تجاوزت 5% وبالتالي نقبل الفرضية الصفرية (H_0) القائلة بعدم وجود ارتباط ذاتي تسلسلي بين الأخطاء من الدرجة الثانية، كما أن القيمة الاحتمالية (P-value) لإختبار هانسن (Hansen test) أيضاً غير معنوية حيث تجاوزت 5% وهي مرتفعة نوعاً ما، مما يسمح لنا بالقول أن هذا النموذج مقبول من الناحية الإحصائية والتأكيد على صلاحية المتغيرات الأداة المستخدمة.

المطلب الثالث: مناقشة وتحليل النتائج

يتمثل الهدف الرئيسي لهذه الدراسة في معرفة أثر محددات الهيكل المالي (حجم المؤسسة، عمر المؤسسة، السيولة، فرص النمو والأصول الملموسة) على الأداء المالي (هامش الربح الصافي والعائد على إجمالي الأصول) للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، وقد تم اختبار هذا الأثر من خلال عينة تتكون من 400 مؤسسة تنقسم إلى 269 مؤسسة في القطاع الخاص و 131 مؤسسة في القطاع العام ما بين (2013-2019). تعتبر هذه الدراسة -على حد علم الباحث- أول بحث علمي يجمع بين القطاع الخاص والعام في دراسة واحدة داخل الوطن.

الفرع الأول: مناقشة وتحليل نتائج الإنحدار الخطي المتعدد الساكن والمتحرك في القطاع الخاص

تعتبر هذه الدراسة إمتداد للدراسات السابقة التي ناقشت نفس الموضوع أو جزء منه ضمن بيانات إقتصادية وعينات مختلفة. لقد إعتمدنا أثناء دراسة أثر محددات الهيكل المالي على الأداء المالي، على أدوات القياس، الإختبار والتحليل الكمية التي تعتمد على البرامج الإحصائية الحديثة والمتقدمة.

لقد قمنا في البداية بتقدير العلاقة الخطية بين المتغيرات المستقلة والمتغيرات التابعة عن طريق نماذج الانحدار الخطي المتعدد لحزم البيانات المقطعية الزمنية الساكنة (*Static Panel Data*) المتمثلة في نموذج الانحدار التجميعي (*Pooled OLS Model*)، نموذج الآثار الثابتة (*Fixed Effects Model*) ونموذج الآثار العشوائية (*Random Effects Model*). بعد تقدير هذه النماذج (الجدول رقم "32" والجدول رقم "33") أجرينا الاختبارات القياسية - المتمثلة في اختبار هاوسمان واختبار مضاعف لاغرانج (الجدول رقم "34"؛ "35"؛ "36" و "37") - اللازمة التي تمكننا من إختيار النموذج المناسب للدراسة حيث توصلنا إلى الحكم بأن نتائج التقدير عن طريق نموذج الآثار الثابتة هي الأفضل في حالة القطاع الخاص، وهذا بالنسبة لكل من نموذج هامش الربح الصافي والعائد على إجمالي الأصول.

بعد إجراء الاختبارات اللازمة التي تتيح للباحث إختيار النموذج المناسب، قمنا بإجراء بعض الاختبارات التشخيصية للنماذج التي قمنا بإختيارها من أجل معرفة أي أخطاء قياسية يمكن أن تؤدي إلى تقديم تقدير متحيز لمعاملات الانحدار الخطي المتعدد لكل من متغيرات قياس الأداء المالي ومتغيرات قياس محددات الهيكل المالي في القطاع الخاص.

تتمثل هذه الاختبارات التشخيصية في اختبار اختلاف التباين (الجدول رقم "38" والجدول رقم "39") واختبار التوزيع الطبيعي للأخطاء (الشكل رقم "25" والشكل رقم "26"). لقد أفرزت نتائج هذه الاختبارات التشخيصية عن أن نماذج تقدير الآثار الثابتة لكل من هامش الربح الصافي والعائد على إجمالي الأصول مع المتغيرات المستقلة تعاني من مشكلة إختلاف التباين والتوزيع الطبيعي للأخطاء، أي أن حدود الخطأ ليس لها نفس التباين وبالتالي ترتبط مع بعضها البعض ومع المتغيرات المستقلة ضمن دالة الانحدار.

يفرض الوصول إلى هذه النتيجة ضرورة إيجاد حل للمشاكل القياسية السابقة الذكر من أجل إعتداد مقدرات نماذج الآثار الثابتة. إذن، من أجل تفادي مشكل إختلاف التباين والتوزيع الطبيعي يمكن اللجوء إلى تقدير نماذج الدراسة عن طريق نماذج حزم البيانات المقطعية الزمنية المتحركة (*Dynamic Panel Data*) في حال توفرت الشروط المناسبة لذلك، التي من أبرزها أن يكون عدد مقاطع (N) عينة الدراسة أكبر من الفترة الزمنية (T).

لقد قمنا بتقدير العلاقة بين المتغيرات التابعة المتمثلة في هامش الربح الصافي (NPM) والعائد على إجمالي الأصول (ROA) مع المتغيرات المستقلة بواسطة طريقة نظام العزوم المعممة (*system GMM*) وهو أحد نماذج تقدير حزم البيانات المقطعية الزمنية المتحركة التي تعتمد على إدخال فترة إبطاء على المتغير التابع في معادلة الانحدار المتعدد.

من أجل الاعتماد على نتائج تقدير معاملات معادلة الانحدار المتعدد باستخدام طريقة نظام العزوم المعممة يجب ملاحظة نتائج اختبار (AR (02 ونتائج اختبار هانسن (*Hansen test*). لقد أظهر نتائج تقدير نموذج هامش الربح الصافي والعائد على إجمالي الأصول نتائج إيجابية (الجدول رقم "40" والجدول رقم "41") حيث يمكننا الاعتماد على نتائج التقدير بواسطة طريقة نظام العزوم المعممة من أجل تفسير أثر محددات الهيكل المالي على الأداء المالي في القطاع الخاص.

في حالة هامش الربح الصافي، نلاحظ أن الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية في القطاع الخاص يتأثر بثلاثة محددات رئيسية هي: حجم المؤسسة، سيولة المؤسسة وفرص نمو المؤسسة - كما هو موضح في الجدول رقم (40). توضح نتائج تقدير طريقة نظام العزوم المعممة أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم المؤسسة وهامش الربح الصافي (H_2) حيث أن القيمة الاحتمالية لمتغير الحجم (*P-value*) تساوي (0.000) وهي أقل من 5%. علاوة على هذا، بلغت قيمة معامل الحجم 0.082 وهذا يعني أن هناك أثراً موجباً لحجم المؤسسة على هامش الربح الصافي حيث أنه إذا إرتفع حجم المؤسسة بوحدة واحدة (1) يرتفع هامش الربح الصافي للمؤسسة الاقتصادية بمقدار 0.082 وحدة.

توضح أيضًا نتائج التقدير أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين سيولة المؤسسة وهامش الربح الصافي (H_2) حيث أن القيمة الاحتمالية لمتغير السيولة ($P-value$) تساوي (0.000) وهي أقل من 5%. علاوة على هذا، بلغت قيمة معامل السيولة 0.042 وهذا يعني أن هناك أثرًا موجبًا لسيولة المؤسسة على هامش الربح الصافي حيث أنه إذا إرتفعت سيولة المؤسسة بوحدة واحدة (1) يرتفع هامش الربح الصافي للمؤسسة الاقتصادية بمقدار 0.042 وحدة.

هناك أيضًا علاقة ذات دلالة إحصائية بين نمو المؤسسة وهامش الربح الصافي (H_2) حيث أن القيمة الاحتمالية لمتغير النمو ($P-value$) تساوي (0.000) وهي أقل من 5%. علاوة على هذا، بلغت قيمة معامل النمو 0.375 وهذا يعني أن هناك أثرًا موجبًا لنمو المؤسسة على هامش الربح الصافي حيث أنه إذا إرتفعت فرص نمو المؤسسة بوحدة واحدة (1) يرتفع هامش الربح الصافي للمؤسسة الاقتصادية بمقدار 0.375 وحدة.

في حالة العائد على إجمالي الأصول، نلاحظ أن الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية في القطاع الخاص يتأثر بنفس المحددات النموذج السابق (هامش ربح الصافي) وهي: حجم المؤسسة، سيولة المؤسسة وفرص نمو المؤسسة، لكن هذه المرة بدرجة أقل كما هو موضح في الجدول رقم (41). توضح نتائج تقدير طريقة نظام العزوم المعممة أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم المؤسسة والعائد على إجمالي الأصول (H_2) حيث أن القيمة الاحتمالية لمتغير الحجم ($P-value$) تساوي (0.000) وهي أقل من 5%. علاوة على هذا، بلغت قيمة معامل الحجم 0.025 وهذا يعني أن هناك أثرًا موجبًا لحجم المؤسسة على العائد على إجمالي الأصول حيث أنه إذا إرتفع حجم المؤسسة بوحدة واحدة (1) يرتفع العائد على إجمالي أصول المؤسسة الاقتصادية بمقدار 0.025 وحدة.

توضح أيضًا نتائج التقدير أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين سيولة المؤسسة والعائد على إجمالي الأصول (H_2) حيث أن القيمة الاحتمالية لمتغير السيولة ($P-value$) تساوي (0.000) وهي أقل من 5%. علاوة على هذا، بلغت قيمة معامل السيولة 0.016 وهذا يعني أن هناك أثرًا موجبًا لسيولة المؤسسة على العائد على إجمالي الأصول حيث أنه إذا إرتفعت سيولة المؤسسة بوحدة واحدة (1) يرتفع العائد على إجمالي أصول المؤسسة الاقتصادية بمقدار 0.016 وحدة.

في الأخير، هناك أيضًا علاقة ذات دلالة إحصائية بين نمو المؤسسة والعائد على إجمالي الأصول (H_2) حيث أن القيمة الاحتمالية لمتغير النمو ($P-value$) تساوي (0.000) وهي أقل من 5%. علاوة على هذا، بلغت قيمة معامل النمو 0.157 وهذا يعني أن هناك أثرًا موجبًا لنمو المؤسسة على هامش الربح الصافي حيث أنه إذا إرتفعت فرص نمو المؤسسة بوحدة واحدة (1) يرتفع هامش الربح الصافي للمؤسسة الاقتصادية بمقدار 0.157 وحدة.

الفرع الثاني: مناقشة وتحليل نتائج الانحدار الخطي المتعدد الساكن والمتحرك في القطاع العام

لقد قمنا بدراسة أثر محددات الهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية في القطاع العام من خلال إتباع نفس الخطوات التي قمنا بذكرها سابقًا في القطاع الخاص.

في البداية، قمنا بتقدير العلاقة الخطية بين المتغيرات المستقلة والمتغيرات التابعة عن طريق نماذج الانحدار الخطي المتعدد لحزم البيانات المقطعية الزمنية الساكنة ($Static Panel Data$) المتمثلة في نموذج الانحدار التجميعي ($Pooled OLS Model$)، نموذج الآثار الثابتة ($Fixed Effects Model$) ونموذج الآثار العشوائية ($Random Effects Model$). بعد تقدير هذه النماذج (الجدول رقم 47 والجدول رقم 48) أجرينا الاختبارات القياسية -المتمثلة في اختبار هاوسمان واختبار مضاعف لاغرانج (الجدول رقم 49؛ "50"؛ "51" و"52") - اللازمة التي تمكننا من إختيار النموذج المناسب للدراسة حيث توصلنا إلى الحكم بأن نتائج التقدير عن طريق نموذج الآثار الثابتة هي الأفضل في حالة القطاع العام، وهذا بالنسبة لكل من نموذج هامش الربح الصافي والعائد على إجمالي الأصول.

بعد إجراء الإختبارات اللازمة التي تتيح للباحث إختيار النموذج المناسب، قمنا بإجراء بعض الإختبارات التشخيصية للنماذج التي قمنا بإختيارها من أجل معرفة أي أخطاء قياسية يمكن أن تؤدي إلى تقديم تقدير متحيز لمعلومات الانحدار الخطي المتعدد لكل من متغيرات قياس الأداء المالي ومتغيرات قياس محددات الهيكل المالي في القطاع العام.

تتمثل هذه الإختبارات التشخيصية في اختبار اختلاف التباين (الجدول رقم "53" والجدول رقم "54") وإختبار التوزيع الطبيعي للأخطاء (الشكل رقم "27" والشكل رقم "28"). لقد أفرزت نتائج هذه الإختبارات التشخيصية عن أن نماذج تقدير الآثار الثابتة لكل من هامش الربح الصافي والعائد على إجمالي الأصول مع المتغيرات المستقلة تعاني من مشكلة إختلاف التباين والتوزيع الطبيعي للأخطاء، أي أن حدود الخطأ ليس لها نفس التباين وبالتالي ترتبط مع بعضها البعض ومع المتغيرات المستقلة ضمن دالة الانحدار.

يفرض الوصول إلى هذه النتيجة ضرورة إيجاد حل للمشاكل القياسية السابقة الذكر من أجل إعتداد مقدرات نماذج الآثار الثابتة. إذن، من أجل تفادي مشكل إختلاف التباين والتوزيع الطبيعي يمكن اللجوء إلى تقدير نماذج الدراسة عن طريق نماذج حزم البيانات المقطعية الزمنية المتحركة (*Dynamic Panel Data*) في حال توفرت الشروط المناسبة لذلك، التي من أبرزها أن يكون عدد مقاطع (N) عينة الدراسة أكبر من الفترة الزمنية (T).

لقد قمنا بتقدير العلاقة بين المتغيرات التابعة المتمثلة في هامش الربح الصافي (NPM) والعائد على إجمالي الأصول (ROA) مع المتغيرات المستقلة بواسطة طريقة نظام العزوم المعممة (*system GMM*) وهو أحد نماذج تقدير حزم البيانات المقطعية الزمنية المتحركة التي تعتمد على إدخال فترة إبطاء على المتغير التابع في معادلة الانحدار المتعدد.

من أجل الاعتماد على نتائج تقدير معلومات معادلة الانحدار المتعدد باستخدام طريقة نظام العزوم المعممة يجب ملاحظة نتائج اختبار AR (02) ونتائج اختبار هانسن (*Hansen test*). لقد أظهر نتائج تقدير نموذج هامش الربح الصافي والعائد على إجمالي الأصول نتائج إيجابية (الجدول رقم "55" والجدول رقم "56") حيث يمكننا الاعتماد على نتائج التقدير بواسطة طريقة نظام العزوم المعممة من أجل تفسير أثر محددات الهيكل المالي على الأداء المالي في القطاع العام.

حالة هامش الربح الصافي، نلاحظ أن الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية في القطاع العام يتأثر بمحددتين رئيسيتين هما: سيولة المؤسسة وفرص نمو المؤسسة - كما هو موضح في الجدول رقم (55). توضح نتائج تقدير طريقة نظام العزوم المعممة أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين سيولة المؤسسة وهامش الربح الصافي (H_4) حيث أن القيمة الاحتمالية لمتغير الحجم (P -value) تساوي (0.020) وهي أقل من 5%. علاوة على هذا، بلغت قيمة معامل السيولة 0.056 وهذا يعني أن هناك أثراً موجباً لسيولة المؤسسة على هامش الربح الصافي حيث أنه إذا إرتفعت سيولة المؤسسة بوحدة واحدة (1) يرتفع هامش الربح الصافي للمؤسسة الاقتصادية بمقدار 0.056 وحدة.

من جهة أخرى، توضح أيضاً نتائج التقدير أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين نمو المؤسسة وهامش الربح الصافي (H_4) حيث أن القيمة الاحتمالية لمتغير النمو (P -value) تساوي (0.000) وهي أقل من 5%. علاوة على هذا، بلغت قيمة معامل النمو 0.649 وهذا يعني أن هناك أثراً موجباً لنمو المؤسسة على هامش الربح الصافي حيث أنه إذا إرتفعت فرص نمو المؤسسة بوحدة واحدة (1) يرتفع هامش الربح الصافي للمؤسسة الاقتصادية بمقدار 0.649 وحدة.

حالة العائد على إجمالي الأصول، نلاحظ أن الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية في القطاع العام يتأثر بثلاث محددات رئيسية هي: حجم المؤسسة، سيولة المؤسسة وفرص نمو المؤسسة - كما هو موضح في الجدول رقم (56). توضح نتائج تقدير طريقة نظام العزوم المعممة أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم المؤسسة والعائد على إجمالي الأصول (H_4) حيث أن القيمة الاحتمالية لمتغير الحجم (P -value) تساوي (0.008) وهي أقل من 5%. علاوة على هذا، بلغت قيمة معامل الحجم

0.011 وهذا يعني أن هناك أثراً موجباً لحجم المؤسسة على العائد على إجمالي الأصول حيث أنه إذا إرتفع حجم المؤسسة بوحدة واحدة (1) يرتفع العائد على إجمالي أصول المؤسسة الاقتصادية بمقدار 0.011 وحدة.

توضح أيضاً نتائج التقدير أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين سيولة المؤسسة والعائد على إجمالي الأصول (H_4) حيث أن القيمة الاحتمالية لمتغير السيولة (P -value) تساوي (0.000) وهي أقل من 5%. علاوة على هذا، بلغت قيمة معامل السيولة 0.014 وهذا يعني أن هناك أثراً موجباً لسيولة المؤسسة على العائد على إجمالي الأصول حيث أنه إذا إرتفعت سيولة المؤسسة بوحدة واحدة (1) يرتفع العائد على إجمالي أصول المؤسسة الاقتصادية بمقدار 0.014 وحدة.

في الأخير، هناك أيضاً علاقة ذات دلالة إحصائية بين نمو المؤسسة والعائد على إجمالي الأصول (H_4) حيث أن القيمة الاحتمالية لمتغير النمو (P -value) تساوي (0.010) وهي أقل من 5%. علاوة على هذا، بلغت قيمة معامل النمو 0.057 وهذا يعني أن هناك أثراً موجباً لنمو المؤسسة على هامش الربح الصافي حيث أنه إذا إرتفعت فرص نمو المؤسسة بوحدة واحدة (1) يرتفع هامش الربح الصافي للمؤسسة الاقتصادية بمقدار 0.057 وحدة.

الفرع الثالث: مناقشة وتحليل نتائج الدراسة مع نتائج الدراسات السابقة

تتميز الدراسة التي قمنا بها عن الدراسات السابقة في أنها دراسة تقدر قيمة علمية مضافة تختلف عن الدراسات السابقة من حيث تنوع طرق تقدير نماذج الدراسة وحجم وتنوع عينة الدراسة التي شملت 400 مؤسسة إقتصادية كبير - مؤسسات إقتصادية ذات أسهم. لقد قمنا بتقسيم عينة الدراسة إلى قسمين: (1) القسم الأول يضم 269 مؤسسة إقتصادية تعمل في القطاع الخاص؛ (2) والقسم الثاني يضم 131 مؤسسة إقتصادية تعمل في القطاع العام. الغرض الأساسي من تقسيم عينة الدراسة إلى قسمين هو معرفة الاختلاف الذي يمكن أن نلاحظه أثناء دراسة أثر محددات الهيكل المالي على الأداء المالي في القطاع الخاص والعام لعينة من المؤسسات الاقتصادية غير المدرجة بسوق رأس المال.

جميع الدراسات السابقة التي تم الإشارة إليها داخل أو خارج الوطن قامت بدراسة نفس موضوع الدراسة أو جزء منه باستخدام عينة من المؤسسات المالية وغير المالية التي تعمل إما في القطاع الخاص أو في القطاع العام وهذا ما يجعل من هذه الدراسة مميزة عن باقي الدراسات.

بشكل عام، لقد توصلت نتائج الدراسة التي قمنا بها إلى أن هناك ثلاثة محددات رئيسية للهيكل المالي تؤثر على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية في القطاعين معاً، تتمثل في حجم المؤسسة، سيولة المؤسسة وفرص نمو المؤسسة. أثبتت هذه الدراسة أن جميع المحددات الرئيسية الثلاثة تؤثر بشكل موجب على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية في القطاعين الخاص والعام وهذه النتيجة تؤكد النتائج المتوصلت لها من قبل بعض الدراسات السابقة الأجنبية والوطنية التي تناولت نفس الموضوع.

تتوافق نتائج هذه الدراسة عند تفسيرها لأثر حجم المؤسسة على الأداء المالي مع نتائج دراسة Diara Jadi (2015) ودراسة حمادة أمينة (2018) حيث توصلت نتائج الدراسة إلى أن أداء المؤسسة الاقتصادية يرتفع كلما إرتفع حجم المؤسسة وهذا يتعارض مع نتائج دراسة يمينة مسراتي (2020).

تتوافق نتائج هذه الدراسة عند تفسيرها لأثر سيولة المؤسسة على الأداء المالي مع نتائج دراسة Diara Jadi (2015)، دراسة Abdulhadi Ramadan (2009) ودراسة حمادة أمينة (2018) حيث توصلت نتائج الدراسة إلى أن أداء المؤسسة الاقتصادية يرتفع كلما إرتفعت سيولة المؤسسة وهذا ما لم تتوصل إليه دراسة يمينة مسراتي (2020).

في الأخير، تتوافق نتائج هذه الدراسة عند تفسيرها لأثر نمو المؤسسة على الأداء المالي مع نتائج دراسة Abdulhadi Ramadan (2009) ودراسة حمادة أمينة (2018) حيث توصلت نتائج الدراسة إلى أن أداء المؤسسة الاقتصادية يرتفع كلما إرتفعت فرص نمو المؤسسة وهذا ما لم تتوصل إليه دراسة يمينة مسراتي (2020).

خلاصة

لقد قمنا من خلال هذا الفصل بأخذ نظرة مفصلة حول المنهجية العلمية المتبعة من أجل الوصول إلى الإجابة على الإشكالية والفرضيات المتعلقة بموضوع الدراسة المتمثل في اختبار أثر محددات الهيكل المالي على الأداء المالي لعينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية.

قمنا من خلال المبحث الأول بعرض شامل لمنهجية الدراسة مع ذكر أبرز النماذج العلمية المستخدمة في الدراسات الادارية والمالية، وقد إعتمدنا على النموذج الوضعي (*Postivist Paradigm*) كونه النموذج الذي يخدم توجه العام للدراسة وقد قدمنا عدة أسباب تبرر إختيار هذا النموذج منها: (1) نتائج هذه الدراسة قابلة للتعميم وهذا أحد مبادئ النموذج الوضعي؛ (2) يعتمد النموذج الوضعي بشكل كبير على البيانات القابلة للقياس بشكل كمي حيث يتم اختبار العلاقة السببية بين المتغيرات المختلفة من أجل الوصول إلى بناء علاقات رياضية أشبه بالقوانين؛ (3) يسمح النموذج الوضعي ببناء فرضيات وإختبارها من أجل الوصول إلى تأكيد أو معارضة النظريات العلمية أو نتائج الدراسات السابقة؛ (4) النموذج الوضعي يفترض عدم وجود أي تأثير لقيم وأخلاق الباحث أثناء جمعه ومعالجته للبيانات المتعلقة بموضوع الدراسة، أي أن دور الباحث هو إستخدام البيانات المتحصل عليها في شكلها النهائي (مثل التقارير المالية للمؤسسات) دون أن يكون طرفاً مشكلاً لها كالبيانات المستخرجة من المقابلات التي تدار من قبل الباحث حيث يمكن للباحث توليد البيانات من خلال الأسئلة التي يقوم بطرحها.

بعد التطرق إلى منهجية الدراسة بشكل مفصل، قمنا من خلال المبحث الثاني بتقديم نظرة موجزة عن أسلوب أو طريقة رياضية تستخدم في دراسة العلاقة بين المتغيرات المختلفة والوصول إلى إختيار المتغيرات الأفضل. لقد تم إختيار موضوع الدراسة من خلال تحليل الانحدار الخطي المتعدد وهذا بإستخدام نوع من البيانات يعرف بحزم البيانات المقطعية الزمنية. هذه الأخيرة، يمكن تقدير معادلة الانحدار الخاصة بها من خلال نوعان من النماذج: (1) نماذج حزم البيانات المقطعية الزمنية الساكنة (*Static Panel Data*)؛ و(2) نماذج حزم البيانات المقطعية الزمنية المتحركة (*Dynamic Panel Data*).

من خلال المبحث الثالث، قمنا بإختيار موضوع الدراسة المتمثل في تحديد أثر محددات الهيكل المالي على الأداء المالي، بإستخدام عينة من المؤسسات تعمل في القطاع الخاص (269 مؤسسة) والقطاع العام (131 مؤسسة). لقد تم تقسيم العينة بهذا الشكل من أجل معرفة محددات الهيكل المالي الرئيسية المؤثر على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية في القطاع الخاص والعام وهذا ما لم تتناوله الدراسات السابقة التي تناولت نفس الموضوع أو جزء منه.

في الأخير، لقد توصلنا وبشكل عام في نهاية هذا الفصل إلى أن هناك ثلاثة محددات رئيسية للأداء المالي بالنسبة للمؤسسات الموضوعة قيد الدراسة وهي: (1) حجم المؤسسة؛ (2) سيولة المؤسسة؛ و(3) نمو المؤسسة. يرتفع الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية في القطاعين الخاص والعام كلما زاد حجم وسيولة هذه المؤسسات، وكلما ارتفعت فرص نموها على المدى القصير والمتوسط.

خاتمة

قمنا من خلال هذه الدراسة بأخذ نظرة عامة حول عدة مفاهيم نظرية تخص موضوع الدراسة، حيث تعرفنا في الفصل الأول على المؤسسة الاقتصادية الجزائرية والمراحل التي مرت بها بعد الاستقلال وهذا بهدف تقديم نظرة عامة حول العنصر الذي قمنا من خلاله بإختبار الظاهرة العلمية الموجودة قيد الدراسة، المتمثلة في تحري أثر محددات الهيكل المالي على الأداء المالي. بعد ذلك، قمنا من خلال الفصل الثاني، بالتعرف على الهيكل المالي، محدثاته وأبرز النظريات المتعلقة به كونه يشكل أحد متغيرات هذه الدراسة. وبعد الانتهاء من الفصل الثاني، قمنا من خلال الفصل الثالث، بتسليط الضوء على مفهوم آخر مرتبط بهذه الدراسة وهو الأداء المالي للمؤسسة الذي يعتبر أحد مقاييس أداء المؤسسة الكلي.

تمثل الهدف الأساسي لهذه الدراسة في اختبار أثر محددات الهيكل المالي-المتداولة ضمن الأدبيات العلمية- المتمثلة في حجم المؤسسة، عمر المؤسسة، سيولة المؤسسة، فرص نمو المؤسسة والأصول المملوكة على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية المعبر عنه بمهامش الربح الصافي والعائد على إجمالي الأصول. لقد تم مراعات إستخدام طرق قياس متغيرات الدراسة الفعالة- نظرًا لتعدد وإختلاف طرق قياس المتغيرات المستخدمة في الدراسات السابقة- التي يمكن لها أن تصف وبشكل دقيق الظاهرة العلمية المدروسة وتمكن الباحث من الوصول إلى نتائج واقعية تخدم الفرضيات النظرية المتعلقة بموضوع الدراسة.

قمنا من خلال هذه الدراسة بالتأكد من صحة الفرضيات التي قمنا بعرضها في "مقدمة الأطروحة" من خلال بناء نموذجين (2) قياسيين لكل من المؤسسات الاقتصادية المتواجدة بالقطاع الخاص والمؤسسات الاقتصادية المتواجدة بالقطاع العام على حدى، ومن ثم تقدير هذه النماذج القياسية باستخدام طرق أو نماذج تقدير حزم البيانات المقطعية الزمنية الساكنة (نموذج الانحدار التجميعي "Pooled OLS"، نموذج الآثار الثابتة "Fixed Effects Model"، نموذج الآثار العشوائية "Random Effects Models") وطرق أو نماذج تقدير حزم البيانات المقطعية الزمنية المتحركة (نظام العزوم المعممة "System GMM").

لقد أفرزت نتائج التقدير معادلة الانحدار باستخدام نماذج تقدير حزم البيانات المقطعية الزمنية الساكنة (Static Panel Data) والاختبارات القياسية الخاصة بهذه النماذج (LM Test و Hausman Test) التي تسمح بإختيار النموذج الأفضل إلى الوصول إلى أن النموذج الأفضل لهذه الدراسة بالنسبة للمؤسسات الاقتصادية المتواجدة في القطاعين الخاص والعام هو نموذج الآثار الثابتة (Fixed Effects Model). لكن قبل الاعتماد على نتائج تقدير هذا النموذج قمنا -كمرحلة أخيرة- بإجراء الاختبارات التشخيصية التي يمكن من خلالها معرفة مدى صلاحية مقدرات هذا النموذج، المتمثلة في اختبار إختلاف التباين (Heteroskedasticity Test) واختبار التوزيع الطبيعي للأخطاء (Normality Test) التي كشفت عن وجود مشكلة الارتباط الذاتي للأخطاء العشوائية مع بعضها البعض ومع بعض المتغيرات الأخرى ضمن معادلات الانحدار. إذن، في حالة وجود مثل هذه المشاكل القياسية توجب علينا الانتقال إلى تقدير النماذج القياسية الخاصة بهذه الدراسة (العلاقة بين متغيرات الدراسة) عن طريق نماذج تقدير حزم البيانات المقطعية الزمنية المتحركة (Dynamic Panel Data) التي تقدم حل للمشاكل القياسية السابقة الذكر بالإضافة إلى عدة مشاكل قياسية أخرى من خلال إدخال فترة إبطاء على متغيرات معادلات الانحدار الخاصة بالنماذج القياسية للدراسة (نماذج القطاع الخاص والقطاع العام).

لقد قمنا بتقدير نماذج الدراسة السابقة الذكر عن طريق طريقة نظام العزوم المعممة (System GMM) الذي يعتبر أحد نماذج تقدير حزم البيانات المقطعية الزمنية المتحركة المتحركة، وقد تم قبول نتائج تقدير هذا النموذج بناءً على اختبار AR(2) واختبار هانسن (Hansen Test)، بالتالي، يمكن القول أن هذه الدراسة توصلت إلى مجموعة من النتائج، كما يمكننا من خلالها تقديم عدة توصيات يمكن أخذها بعين الإعتبار في الدراسات القادمة.

النتائج

- لقد تم التوصل إلى أن هناك ثلاثة محددات رئيسية- من أصل خمسة محددات تم إختبارها في هذه الدراسة -تؤثر على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية غير المدرجة المتواجدة في القطاعين الخاص والعام؛
- يؤثر كل من حجم المؤسسة، سيولة المؤسسة ونمو المؤسسة بشكل طردي على الأداء المالي المعبر عنه بهامش الربح الصافي في حالة المؤسسات التي تعمل بالقطاع الخاص، حيث يرتفع الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية إذا ارتفع أحد هذه المحددات؛
- يؤثر حجم المؤسسة، سيولة المؤسسة ونمو المؤسسة بشكل طردي على الأداء المالي المعبر عنه بالعائد على إجمالي الأصول في حالة المؤسسات التي تعمل بالقطاع الخاص، حيث يرتفع الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية إذا ارتفع أحد هذه المحددات؛
- يتأثر الأداء المالي المعبر عنه بهامش الربح الصافي في حالة المؤسسات التي تعمل في القطاع العام بمحددتين فقط هما سيولة ونمو المؤسسة حيث يرتفع الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية في القطاع العام إذا ارتفعت سيولتها وزادت فرص نموها على المدى القصير والمتوسط؛
- يؤثر حجم المؤسسة، سيولة المؤسسة ونمو المؤسسة بشكل طردي على الأداء المالي المعبر عنه بالعائد على إجمالي الأصول في حالة المؤسسات التي تعمل بالقطاع العام، حيث يرتفع الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية إذا ارتفع أحد هذه المحددات؛
- يكشف معامل متغير حجم المؤسسة (لوغاريثم "ln" المبيعات) الموجب أن مستوى الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المتواجدة في القطاعين الخاص والعام يرتفع كلما ارتفع رقم الأعمال السنوي لهذه المؤسسات، حيث أن ارتفاع رقم الأعمال يمكن أن يكون مؤشر يدل على أن حصة المؤسسات السوقية ترتفع من خلال الوصول إلى عملاء جدد و/أو أن الطلب على منتجاتها أو خدماتها يزداد من قبل العملاء السابقين وهذا ما يجعلها تحقق المزيد من الإيرادات المالية التي تعزز من مستوى أدائها المالي؛
- يكشف معامل متغير سيولة المؤسسة الموجب أن مستوى الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المتواجدة في القطاعين الخاص والعام يرتفع كلما ارتفع معدل دوران الأصول الجارية وبالأخص معدل دوران الزبائن. يسمح معدل دوران الزبائن العالي بتحصيل المؤسسة للأموال من زبائنها في فترة زمنية قصيرة وهذا يرفع من مستوى السيولة لديها مما يساعدها على الوفاء بكافة إلتزاماتها المالية في الوقت المحدد ونتيجة لهذا يتحسن مستوى أدائها المالي؛
- يكشف معامل متغير نمو المؤسسة الموجب أن مستوى الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المتواجدة في القطاعين الخاص والعام يرتفع كلما ارتفع معدل نمو إجمالي الأصول، حيث أن ارتفاع إجمالي أصول المؤسسة يمكن أن يكون نتيجة لإقتناء المؤسسة للتبثبات غير الجارية (مادية، معنوية أو مالية) ذات مردودية العالية التي تساهم بشكل أو بآخر في تعزيز النتيجة الصافية مما يرفع من مستوى أدائها المالي؛
- رغم أنه لا يوجد إختلاف في طبيعة أثر محددات الهيكل المالي (الحجم، السيولة والنمو) على الأداء المالي (هامش الربح الصافي والعائد على إجمالي الأصول) في كل من القطاعين الخاص والعام إلا أن دجة هذا تأثير تخلف من قطاع إلى آخر، حيث نلاحظ أن أثر هذه المحددات على الأداء المالي المعبر عنه بهامش الربح الصافي مرتفع في القطاع العام مقارنة مع القطاع الخاص. في المقابل، نلاحظ أن أثر هذه المحددات على الأداء المالي المعبر عنه بالعائد على إجمالي الأصول مرتفع في القطاع الخاص مقارنة مع القطاع العام.

التوصيات

بعد ذكر النتائج التي توصلت لها هذه الدراسة يمكننا أن نقدم التوصيات التالية:

- إجراء المزيد من الأعمال العلمية حول هذا الموضوع في الجزائر وإستخدام متغيرات لم يتم إدراجها في هذه الدراسة أو بتغيير طرق قياس متغيرات الدراسة ومقارنتها مع هذه الدراسة، حيث يمكن أن يؤدي تغيير طريقة قياس المتغيرات إلى تقديم نتائج غير تلك التي تم التوصل إليها من خلال هذه الدراسة؛
- بالنظر إلى الحقيقة المتمثلة في أن حجم العينة الكبير يؤدي إلى تقديم نتائج تقدير جيدة، يمكن لهذه الدراسة أن تبحث على تغيير في حجم العينة واستخدام حجم عينة أكبر-ولو أن هذا يعتبر أمراً صعباً جداً في البيئة الاقتصادية الجزائرية- وملاحظة إن كان الاعتماد على حجم العينة أكبر وأوسع (من حيث العدد و/ أو الفترة الزمنية) أن يقدم أي تغيير في النتائج مقارنة مع نتائج هذه الدراسة؛
- يمكن أيضاً اختبار موضوع الدراسة باستخدام أنواع بيانات مختلفة مثل بيانات السلاسل الزمنية وإستخدام طرق تقدير مختلفة ومتنوعة في دراسة واحدة تضم عينة من المؤسسات الجزائرية، والنظر في النتائج المتوصل لها إن كانت مختلفة أم هي نفسها المتوصل لها في هذه الدراسة. تجدر الإشارة هنا إلى نتائج هذه التوصية قد تكون إيجابية (وجود إختلاف في النتائج) أو سلبية (عدم وجود إختلاف في النتائج)، حيث أن هناك دراسات سابقة أجنبية قامت باستخدام أنواع مختلفة من البيانات (السلاسل الزمنية، حزم البيانات المقطعية الزمنية) إلا أنها توصلت تقريباً إلى تقديم تفسير متماثل لطبيعة العلاقة بين متغيرات الظاهرة الموجودة قيد الدراسة؛
- إعتمدت هذه الدراسة على البيانات القابلة للقياس بشكل كمي لذلك يمكن الأخذ بعين الإعتبار هذه النقطة وإستخدام المتغيرات الكيفية في الدراسات التي تتناول دراسة موضوع مماثل.

آفاق الدراسة

- بعد تقديم النتائج والتوصيات الممكنة المتعلقة بهذه الدراسة يمكن الآن أن نصل إلى تقديم أفكار يمكن أن تكون موضوع دراسة جاد في المستقبل وهي كالآتي:
- دراسة مقارنة لأثر محددات الهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية في الشرق الأوسط وشمال أفريقيا؛
 - دراسة أثر محددات الهيكل المالي على حوكمة المؤسسة الاقتصادية؛
 - دراسة تأثير مجلس الإدارة والمدير التنفيذي على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية؛
 - دراسة العلاقة بين المسؤولية الاجتماعية والأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية؛
 - دراسة محددات الهيكل المالي للمؤسسات ذات التوجه التمويلي الاسلامي؛
 - دراسة العلاقة بين ثقافة وأداء المؤسسة الاقتصادية؛
 - دراسة أثر الخيار الاستثماري الاستراتيجي (البحث والتطوير) على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية؛
 - دراسة أثر الخيار الاستثماري الاستراتيجي (البحث والتطوير) على أداء المؤسسة الاقتصادية؛
 - دراسة مقارنة لأداء المؤسسات الاقتصادية المدرجة وغير المدرجة في سوق رأس المال؛
 - دراسة أثر محددات الهيكل المالي والعوامل الخارجية المؤثر فيه على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية.

المراجع

1. الكتب

- [001] على زغدود، المؤسسات الاشتراكية ذات الطابع الاقتصادي، الطبعة الثانية، المؤسسة الوطنية للكتاب، الجزائر، 1987.
- [002] حسام علي داود، خالد محمد السواعي، الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق باستخدام برنامج Eviews 7، الطبعة الثانية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2016.

2. المقالات العلمية

- [001] الطيب داودي، عبد الحق ماني، تقييم إعادة هيكلة المؤسسة الاقتصادية العمومية الجزائرية، مجلة المفكر، العدد 01، المجلد 03، 2018.
- [002] عبد الحميد بوطه، المؤسسة الجزائرية من التسيير الذاتي إلى الخصوصية : دراسة سوسيو-تنظيمية، مجلة الحقيقة، العدد 02، المجلد 13، 2014.
- [003] عبد الرحمن بن عنتر، مراحل تطور المؤسسة الاقتصادية الجزائرية وآفاقها المستقبلية، مجلة العلوم الانسانية، المجلد 02، العدد 02، 2002.
- [004] لعل بوكميش، المؤسسات العامة بالجزائر ظروف تطورها، وطرق تنظيمها وإدارتها : دراسة تتبعية 1962-2003، مجلة الحقيقة للعلوم الانسانية والاجتماعية، المجلد 04، العدد 02، 2005.
- [005] كمال آيت منصور، الإجراءات التحضيرية لخصوصية المؤسسة الاقتصادية، مجلة إدارة، المجلد 19، العدد 02، 2009.
- [006] عيسى بهدي، ملامح هيكلة المؤسسة الشبكية، مجلة الباحث، المجلد 03، العدد 03، 2005.
- [007] آسية براهيم، ثابت أول وسيلة، الإصلاحات الاقتصادية في المؤسسة العمومية الجزائرية، التكامل الاقتصادي، المجلد 05، العدد 03، 2017.
- [008] الطيب داودي، إيمان بوسته، المؤسسة الاقتصادية في مواجهة اقتصاد السوق، مجلة البحوث والدراسات، المجلد 06، العدد 02، 2009.
- [009] الشيخ الداوي، الإصلاحات الاقتصادية في الجزائر وإشكالية البحث عن كفاءة المؤسسات العامة، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 25، العدد 02، 2009.
- [010] عمار شلاي، تأهيل المؤسسات الاقتصادية من الحماية الى المنافسة، مجلة البحوث والدراسات الإنسانية، المجلد 02، العدد 02، 2008.
- [011] بن نذير نصر الدين، بن طيبة مهدي، تقييم البرنامج الوطني لتأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية: دراسة حالة مؤسسة فيتا جو، مجلة الإقتصاد والتنمية البشرية، المجلد 08، العدد 02، 2017.

3. أطروحات الدكتوراه

- [001] حمادة أمينة، أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي للمؤسسة: دراسة تطبيقية على المؤسسات الاقتصادية الجزائرية للفترة (2010-2016)، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية، كلية العلوم الاقتصادية، العلوم التجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر3، الجزائر، 2018.
- [002] مرسل نزيهة، أثر الهيكل المالي على الأداء المالي في البنوك التجارية بالجزائر: دراسة مقارنة بين مجموعة من البنوك العمومية والبنوك الخاصة للفترة (2006-2015)، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، تخصص دراسات مالية، كلية العلوم الاقتصادية، العلوم التجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، جامعة غرداية، غرداية، الجزائر، 2018.
- [003] يمينة مسراتي، أثر محددات الهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية: دراسة حالة عينة من كبريات المؤسسات الاقتصادية الجزائرية للفترة (2013-2017)، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه ل.م.د في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية مؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية، العلوم التجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم التجارية، جامعة المدية، المدية، الجزائر، 2020.
- [004] عبد الله بلوناس، الاقتصاد الجزائري: الانتقال من الخطة إلى السوق ومدى إنجاز أهداف السياسة الاقتصادية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، نقود ومالية، جامعة الجزائر، 2005.

4. القوانين، الأوامر والمراسيم القانونية

- [001] القانون رقم 88-01، مؤرخ في 22 جمادى الأولى عام 1408 الموافق 12 يناير سنة 1988، يتضمن القانون التوجيهي للمؤسسات العمومية الاقتصادية، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، عدد 2 صادر في 23 جمادى الأولى عام 1408 الموافق 13 يناير سنة 1988.
- [002] القانون رقم 88-02، مؤرخ في 22 جمادى الأولى عام 1408 الموافق 12 يناير سنة 1988، يتعلق بالتخطيط، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، عدد 2 صادر في 23 جمادى الأولى عام 1408 الموافق 13 يناير سنة 1988.

- [003] القانون رقم 88-03، مؤرخ في 22 جمادى الأولى عام 1408 الموافق 12 يناير سنة 1988، يتعلق بصناديق المساهمة، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، عدد 2 صادر في 23 جمادى الأولى عام 1408 الموافق 13 يناير سنة 1988.
- [004] القانون رقم 18/01، مؤرخ في 27 رمضان عام 1422 الموافق 12 ديسمبر سنة 2001، يتضمن القانون التوجيهي لترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، عدد 77 صادر في 30 رمضان عام 1422 الموافق 15 سبتمبر سنة 2001.
- [005] القانون رقم 02/17، مؤرخ في 11 ربيع الثاني عام 1438 الموافق 10 يناير سنة 2017، يتضمن القانون التوجيهي لتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، عدد 02 صادر في 12 ربيع الثاني عام 1438 الموافق 11 يناير سنة 2017.
- [006] الأمر رقم 74-71، مؤرخ في 28 رمضان عام 1391 الموافق 16 نوفمبر سنة 1971، يتضمن ميثاق التسيير الاشتراكي للمؤسسات، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، عدد 101 صادر في 25 شوال عام 1391 الموافق 13 ديسمبر سنة 1971.
- [007] الأمر رقم 75-76، مؤرخ في ذى القعدة عام 1395 الموافق 21 نوفمبر سنة 1975، يتضمن تحديد العلاقات الرئيسية بين المؤسسة الاشتراكية وسلطة الوصاية والإدارات الأخرى التابعة للدولة، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، عدد 100 صادر في 13 ذو الحجة عام 1395 الموافق 16 ديسمبر سنة 1975.
- [008] الأمر رقم 22/95، مؤرخ في 29 ربيع الأول عام 1416 الموافق 26 غشت سنة 1995، يتعلق بمحوصة المؤسسات العمومية، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، عدد 48 صادر في 8 ربيع الثاني عام 1416 الموافق 3 سبتمبر سنة 1995.
- [009] المرسوم رقم 73-177، مؤرخ في رمضان عام 1393 الموافق 25 أكتوبر سنة 1973، يتعلق بالوحدة الاقتصادية، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، عدد 87 صادر في 03 شوال عام 1393 الموافق 30 ديسمبر سنة 1973.
- [010] المرسوم رقم 80-242، مؤرخ في 24 ذى القعدة عام 1400 الموافق 4 أكتوبر سنة 1980، يتعلق بإعادة هيكلة المؤسسات، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، عدد 41 صادر في 27 ذو القعدة عام 1400 الموافق 7 أكتوبر سنة 1980.
- [011] المرسوم التنفيذي رقم 02-373، مؤرخ في 06 رمضان عام 1423 الموافق 11 نوفمبر سنة 2002، يتضمن إنشاء صندوق ضمان القروض للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، عدد 74 صادر في 08 رمضان عام 1423 الموافق 13 نوفمبر سنة 2002.
- [012] المرسوم التنفيذي رقم 05-165، مؤرخ في 24 ربيع الأول عام 1426 الموافق 3 مايو سنة 2005، يتضمن إنشاء الوكالة الوطنية لتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتنظيمها وسيورها، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، عدد 32 صادر في 25 ربيع الأول عام 1426 الموافق 4 ماي سنة 2005.

بالإنجليزية

1. الكتب

- [001] Pauline Weetman, Financial & Management Accounting: An Introduction, 7th Edition, Pearson Education, New York, United States of America, 2016.
- [002] C. Paramasivan, T. Subramanian, Financial Management, 1st Edition, New Age International Limited, New Delhi, India, 2009.
- [003] James C. Van Horne, John M. Wachowicz, Fundamentals of Financial Management, 13th Edition, Pearson Education, New York, United States of America, 2008.
- [004] Eugene F. Brigham, Joel F. Houston, Fundamentals of Financial Management, 15th Edition, Cengage Learning, Boston, United States of America, 2019.
- [005] Stanley B. Block, Geoffrey A. Hirt, Bartley R. Danielsen, Foundations of Financial Management, 7th Edition, McGraw Hill, New York, United States of America, 2017.
- [006] David Whitehurst, Corporate Finance, 6th Edition, McGraw Hill, New York, United States of America, 2003.
- [007] Robert A. Hill, Strategic Financial Management, 1st Edition, BookBoon Publishing, United Kindom, 2008.
- [008] Baker K. H, Powell G. Gray, Understanding financial management: A practical guide, 1st Edition, Blackwell Publishing, Oxford, United Kingdom, 2005.
- [009] Javier Estrada, The financial times guide to understanding finance: A no-nonsense companion to financial tools and techniques, 2nd Edition, Pearson Education Limited, Harlow, United Kingdom, 2011.
- [010] Shannon P. Pratt, Roger J. Grabowski, Cost of Capital: Applications and Examples, 5th Edition, John Wiley & Sons, New Jersey, United States of America, 2014.
- [011] Glen Arnold, Corporate Financial Management, 5th Edition, Pearson Education Limited, Harlow, United Kingdom, 2013.
- [012] Shannon P. Pratt, Cost of Capital: Estimations and Applications, 2nd Edition, John Wiley & Sons, New Jersey, United States of America, 2002.

- [013] Prasanna Chandra, *Fundamentals of Financial Management*, 6th Edition, McGraw Hill Education, New Delhi, India, 2014.
- [014] Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, Alan J. Marcus, *Fundamentals of Corporate Finance*, 9th Edition, McGraw Hill Education, New York, United States of America, 2018.
- [015] Stephen A. Ross et al., *Fundamentals of Corporate Finance*, 10th Canadian Edition, McGraw Hill Education, Toronto, Canada, 2019.
- [016] Eugene F. Brigham, Michael C. Ehrhardt, *Financial Management: Theory and Practice*, 15th Edition, Cengage Learning, Boston, United States of America, 2017.
- [017] Jonathan Berk, Peter DeMarzo, *Corporate Finance: The Core*, 4th Edition, Pearson Education Limited, Boston, United States of America, 2017.
- [018] Eddie McLaney, *Business Finance: Theory and Practice*, 11th Edition, Pearson Education Limited, England, United Kingdom, 2017.
- [019] Stephen A. Ross et al., *Corporate Finance: Core Principles and Applications*, 5th Edition, McGraw Hill Education, New York, United States of America, 2018.
- [020] Denzil Watson, Antony Head, *Corporate Finance: Principles and Practice*, 7th Edition, Pearson Education Limited, Harlow, United Kingdom, 2016.
- [021] Jonathan Berk, Peter DeMarzo, Jarrad Harford, *Fundamentals of Corporate Finance*, 2nd Edition, Prentice Hall, Boston, United States of America, 2012.
- [022] Fred J. Weston, Thomas E. Copeland, *Financial Theory and Corporate Policy*, 1st Edition, Addison Wesley Publishing, Canada, 1988.
- [023] William L. Megginson, Scott B. Smart, *Introduction to Corporate Finance*, Abridged Edition, South-Western Cengage learning, Mason, Ohio, United States of America, 2009.
- [024] Julia-Koralun Bereźnicka, *Corporate Performance: A Ratio-Based approach to country and industry analyses*, 1st Edition, Springer, Cham, Switzerland, 2013.
- [025] Edward R. Freeman, *Strategic Management: A stakeholder approach*, 1st Edition, Pitman, Boston, United States of America, 1984.
- [026] Michel Lebas, Ken Euske, *A conceptual and operational delineation of performance*, Business Performance Measurement, Cambridge University Press, 2004.
- [027] Umit S. Bititci, *Managing Business Performance: The Science and the Art*, 1st Edition, John Wiley & Sons, Chichester, United Kingdom, 2015.
- [028] Manuele Gragnolati, Almut Suerbaum, *Aspects of the Performative in Medieval Culture*, 1st Edition, De Gruyter, New York, United States of America, 2010.
- [029] Erik Banks, *The Palgrave Macmillan Dictionary of Finance, Investment and Banking*, 1st Edition, Palgrave Macmillan, United Kingdom, 2010.
- [030] Gary Cokins, *Performance management: integrating strategy execution, methodologies, risk, and analytics*, 1st Edition, John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey, United States of America, 2009.
- [031] Belverd E. Needles, Marian Powers, *Principles of Accounting*, 12th Edition, Cengage Learning, Boston, United States of America, 2014.
- [032] Jerry J. Weygandt et al., *Accounting Principles*, 13th Edition, John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey, United States of America, 2018.
- [033] Belverd E. Needles et al., *Principles of Accounting*, 11th Edition, Cengage Learning, Boston, United States of America, 2011.
- [034] Christine Jonick, *Principles of Financial Accounting*, 1st Edition, University of North Georgia Press, Dahlonega, Georgia, United States of America, 2017.
- [035] Felix I. Lessambo, *Financial Statements: Analysis and Reporting*, Palgrave Macmillan, Cham, Switzerland, 2018.
- [036] Subramanyam K. R, John J. Wild, *Financial Statement Analysis*, 10th Edition, McGraw-Hill Irwin, New York, United States of America, 2009.
- [037] Lyn M. Fraser, Aileen Ormiston, *Understanding Financial Statements*, 11th Edition, Pearson Education Limited, London, United Kingdom, 2016.
- [038] William R. Lasher, *Practical Financial Management*, 5th Edition, South-Western Cengage Learning, Australia, 2008.
- [039] Robert C. Higgins et al., *Analysis for Financial Management*, 11th Edition, McGraw-Hill Irwin, New York, United States of America, 2016.
- [040] Charles R. Moyer et al., *Contemporary Financial Management*, 12th Edition, South-Western Cengage Learning, Australia, 2011.
- [041] Stephen A. Ross et al., *Corporate Finance*, 9th Edition, McGraw-Hill Irwin, New York, United States of America, 2010.
- [042] Lawrence J. Gitman, Chad J. Zutter, *Principles of Managerial Finance*, 13th Edition, Prentice Hall, Boston, United States of America, 2012.

- [043] Roman L. Weil et al., *Financial Accounting: An Introduction to Concepts, Methods, and Uses*, 14th Edition, South-Western Cengage Learning, Australia, 2014.
- [044] Barry Elliott, Jamie Elliott, *Financial Accounting and Reporting*, Pearson Education Limited, Edinburgh Gate, United Kingdom, 18th Edition, 2017.
- [045] Jim Kelleher, *Equity Valuation for Analysts & Investors: A Unique Stock Valuation Tool for Financial Statement Analysis and Model-Building*, 1st Edition, McGraw Hall, New York, United States of America, 2010.
- [046] Michael C. Ehrhardt, Eugene F. Brigham, *Corporate Finance: A Focused Approach*, 6th Edition, South-Western College Pub, 2010.
- [047] Stewart G. Bennett, *Best-Practice EVA: The Definitive Guide to Measuring and Maximizing Shareholder Value*, 1st Edition, John Wiley & Sons, New Jersey, United States of America, 2013.
- [048] Eugene F. Brigham, Michael C. Ehrhardt, *Financial Management: Theory and Practice*, 15th Edition, Gengage Learning, Boston, United States of America, 2017.
- [049] Vishwanath S.R, *Corporate Finance: Theory and Practice*, 2nd Edition, Response Books, London, England, United Kingdom, 2007.
- [050] Aswath Damodaran, *Applied Corporate Finance*, 4th Edition, John Wiley & Sons, New York, United States of America, 2015.
- [051] Alfred Rappapor, *Creating shareholder value: a guide for managers and investors*, 2nd Edition, Simon & Schuster Inc, New York, United States of America, 1998.
- [052] Daniela Venanzi, *Financial Performance Measures and Value Creation: The Sate of the Art*, 1st Edition, Springer, Milan, Italy, 2012.
- [053] Jan Viebing et al., *Equity Valuation: Models from Leading Investment Banks*, 1st Edition, John Wiley & Sons, Chichester, England, United Kingdom, 2008.
- [054] John Ogilvie, Christine Parkinson, *Management Accounting - Financial Strategy*, 1st Edition, CIMA Publishing, Elsevier Ltd, Oxford, United Kingdom, 2006.
- [055] Paul Glasserman, *Probability Models of Credit Risk*, Columbia University, Columbia Business School, New York, United States of America, 2000.
- [056] Matteo Pozzoli, Francesco Paolone, *Corporate financial distress: A study of the Italian manufacturing industry*, 1st Edition, Springer Briefs in Finance, Springer, Cham, Switzerland, 2017.
- [057] Mark N.K. Saunders et al., *Research Methods for Business Students*, 8th Edition, Pearson Education Limited, Harlow, United Kingdom, 2019.
- [058] Lawrence W. Neuman, *Basics of Social Research: Qualitative and Quantitative Approaches*, 3rd Edition, Pearson Education Limited, Harlow, United Kingdom, 2012.
- [059] John W. Creswell, David J. Creswell, *Research Design: Qualitative, Quantitative, and Mixed Methods Approaches*, 5th Edition, SAGE Publications, Thousand Oaks, California, United States of America, 2018.
- [060] Wolfgang Detel, *Social Constructivism*, International Encyclopedia of the Social & Behavioral Sciences, 2nd Edition, Elsevier Publications, Waltham, Massachusetts, United States of America, 2015.
- [061] Michael J. Crotty, *The Foundations of Social Research: Meaning and Perspective in the Research Process*, 1st Edition, Thousand Oaks, California, United States of America, 1988.
- [062] Frank Bechhofer, Lindsay Paterson, *Principles of Research Design in the Social Sciences*, 1st Edition, Routledge, New York, United States of America, 2000.
- [063] David A. deVaus, *Research Design in Social Research*, 1st Edition, SAGE Publications, Thousand Oaks, California, United States of America, 2001.
- [064] Donald R. Cooper, Pamela S. Schindler, *Business Research Methods*, 12th Edition, McGraw-Hill Irwin, New York, United States of America, 2014.
- [065] John Fox, *Applied Regression Analysis and Generalized Linear Models*, 3rd Edition, SAGE Publications, Thousand Oaks, California, United States of America, 2016.
- [066] Douglas C. Montgomery et al., *Introduction to Linear Regression Analysis*, 5th Edition, John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey, United States of America, 2012.
- [067] Jim Frost, *Regression Analysis: An Intuitive Guide for Using and Interpreting Linear Models*, 1st Edition, Jim Publishing, State College, Pennsylvania, United States of America, 2019.
- [068] Badi H. Baltagi, *Econometric Analysis of Panel Data*, 6th Edition, Springer, Cham, Switzerland, 2021.
- [069] Dominick Salvatore, Derrick Reagle, *Schaum's Outline of Theory and Problems of Statistics and Econometrics*, 1st Edition, McGraw-Hill, Irwin, New York, United States of America, 2002.
- [070] Sanford weisberg, *Applied Linear Regression*, 4th Edition, John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey, United States of America, 2014.
- [071] Damodar N. Gujarati, Dawn C. Porter, *Essentials of Econometrics*, 4th Edition, McGraw-Hill, Irwin, New York, United States of America, 2009.

- [072] Alfonso Novales, Panel Data Estimation, Department Quantitative Economics, Complutense University, Madrid, Spain, 2011.
- [073] Hun M. Park, Practical Guides To Panel Data Modeling: A Step by Step Analysis Using Stata, Public Management and Policy Analysis Program, Graduate School of International Relations, International University of Japan, Niigata, Japan, 2011.
- [074] William H. Greene, Econometric Analysis, 8th Edition, Pearson Education Limited, New York, United States of America, 2018.
- [075] Russell Davidson, James G. MacKinnon, Econometric Theory and Methods, Illustrated Edition, Oxford University Press, Oxford, England, United Kingdom, 2003.
- [076] Badi H. Baltagi, Econometric Analysis of Panel Data, 3rd Edition, John Wiley & Sons, New Jersey, United States of America, 2005.
- [077] Hashem M. Pesaran, Time Series and Panel Data Econometrics, 1st Edition, Oxford University Press, Oxford, England, United Kingdom, 2015.

2. المقالات العلمية

- [001] Yao Wang, What are the biggest obstacles to growth of SMEs in developing, Borsa Istanbul Review, Vol.16, No.3, 2016.
- [002] Hichem S. Salaouatchi et al., Barriers to the growth of SMEs: Empirical evidence from Algeria, International Journal of Economics and Business Administration, Vol.09, No.2, 2021.
- [003] Mukole Kongolo, Job Creation versus Job Shedding and the Role of SMEs , African Journal of Business Management, Vol.04, No.11, 2010.
- [004] Anwar A. Shah et al., Performance of SMEs in export growth and its impact on economy of Pakistan, International Journal of Business and Management, Vol.06, No.7, 2011.
- [005] Esra Memili et al., The impact of small- and medium-sized family firms on economic growth, Small Business Economics, Vol.45, No.4, 2015.
- [006] Joseph E. Stiglitz, Why Financial Structure Matters, Journal of Economic Perspectives, Vol. 04, No.2, 1988.
- [007] Kundakchyan R. M, Zulfakarova L. F, Current issues of optimal capital structure based on forecasting financial performance of the company, Life Science Journal, Vol.11, No.6, 2014.
- [008] Abd Halim Ahmad, Nur Adiana Hiau Abdullah, Investigation of optimal capital structure in Malaysia: a panel threshold estimation, Studies in Economics and Finance, Vol. 30, No.2, 2013.
- [009] Sheridan Titman, Roberto Wessels, The Determinants of Capital Structure Choice, The Journal of Finance, Vol. 43, No.1, 1988.
- [010] Raghuram G. Rajan, Luigi Zingales, What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data, The Journal of Finance, Vol.50, No.5, 1995.
- [011] Sri Mangesti Rahayu et al., The reciprocal relationship between profitability and capital structure and its impacts on the corporate values of manufacturing companies in Indonesia, International Journal of Productivity and Performance Management, Vol.69, No.2, 2020.
- [012] Jin Xu, Profitability and capital structure: Evidence from import penetration, Journal of Financial Economics, Vol.106, No.2, 2012.
- [013] Joshua Abor, The effect of capital structure on profitability: an empirical analysis of listed firms in Ghana, The Journal of Risk Finance, Vol.06, No.5, 2005.
- [014] Narinder Pal Singh, Mahima Bagga, The Effect of Capital Structure on Profitability: An Empirical Panel Data Study, Jindal Journal of Business Research, Vol.08, No.1, 2019.
- [015] Chongyu D. Dang, Zhichuan Li, Chen Yan, Measuring Firm Size in Empirical Corporate Finance, Journal of Banking and Finance, Vol.86, No.1, 2018.
- [016] Antonios Antoniou, Yilmaz Guney, Krishna Paudyal, The Determinants of Capital Structure: Capital Market-Oriented versus Bank-Oriented Institutions, Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol.43, No.1, 2008.
- [017] Segun T. Bolarinwa, Abiodun A. Adegboye, Re-examining the determinants of capital structure in Nigeria, Journal of Economic and Administrative Sciences, Vol.01, No.1, 2020.
- [018] Dilawar Ahmad Bhat, Udayan Chanda, Anil K. Bhat, Does Firm Size Influence Leverage? Evidence from India, Global Business Review, Vol.01, No.1, 2020.
- [019] Stewart C. Myers, Determinants of corporate borrowing, Journal of Financial Economics, Vol.05, No.2, 1977.
- [020] Sheridan Titman, Roberto Wessels, The Determinants of Capital Structure Choice, The Journal of Finance, Vol.43, No.1, 1988.
- [021] Matthew T. Billett, Tao-Hsien Dolly King, David C. Mauer, Growth Opportunities and the Choice of Leverage, Debt Maturity, and Covenants, The Journal of Finance, Vol.62, No.2, 2007.

- [022] Shane A. Johnson, Debt Maturity and the Effects of Growth Opportunities and Liquidity Risk on Leverage, *Review of Financial Studies*, Vol.16, No.1, 2003.
- [023] Long Chena, Xinlei Zhaob, On the relation between the market-to-book ratio, growth opportunity, and leverage ratio, *Finance Research Letters*, Vol.03, No.4, 2006.
- [024] Hayat M. Awan et al., How growth opportunities are related to corporate leverage decisions?, *Investment Management and Financial Innovations*, Vol.07, No.1, 2010.
- [025] Marc L. Lipson, Sandra Mortal, Liquidity and capital structure, *Journal of Financial Markets*, Vol. 12, No.4, 2009.
- [026] Natasa Sarlija, Martina Harc, The impact of liquidity on the capital structure: a case study of Croatian firms, *Business Systems Research*, Vol.03, No.1, 2012.
- [027] Valeriy Sibilkov, Asset Liquidity and Capital Structure, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.44, No.5, 2009.
- [028] Sarada Dakua, Effect of determinants on financial leverage in Indian steel industry: A study on capital structure, *International Journal of Finance & Economics*, Vol.24, No.1, 2019.
- [029] Jorge H. Mota, Antonio C. Moreira, Determinants of the capital structure of Portuguese firms with investments in Angola, *South African Journal of Economic and Management Sciences*, Vol.20, No.1, 2017
- [030] Harry DeAngelo, Ronald W. Masulis, Optimal Capital Structure Under Corporate and Personal Taxation, *Journal of Financial Economics*, Vol.08, No.1, 1980.
- [031] Michele Bernasconi, Anna Marenzi, Laura Pagani, Corporate Financing Decisions and Non-Debt Tax Shields: Evidence from Italian Experiences in the 1990s, *International Tax and Public Finance*, Vol.12, No.6, 2005.
- [032] Ruibing Gao, An Empirical Study on the Influence of Non-Debt Tax Shield on the Choice of Corporate Debt Levels: Based On the Tax Preference Policy, *International Journal of Business and Social Science*, Vol.07, No.1, 2016.
- [033] Michael Overesc, Dennis Voelle, The Impact of Personal and Corporate Taxation on Capital Structure Choices, *FinanzArchiv Public Finance Analysis*, Vol.66, No.3, 2010.
- [034] Mara Faccio, Jin Xu, Taxes and Capital Structure, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.50, No.3, 2015.
- [035] Bulent Koksall, Cuneyt Orman, Determinants of capital structure: evidence from a major developing economy, *Small Business Economics*, Vol.44, No.2, 2014.
- [036] Karin Jõeveer, Firm, country and macroeconomic determinants of capital structure: Evidence from transition economies, *Journal of Comparative Economic*, Vol.41, No.1, 2013.
- [037] Godfred A. Bokpin, Macroeconomic development and capital structure decisions of firms, *Studies in Economics and Finance*, Vol.26, No.2, 2009.
- [038] Jacinta C. Phooi M'ng, Mahfuzur Rahman, Selvam Sannacy, The determinants of capital structure: Evidence from public listed companies in Malaysia, Singapore and Thailand, *Cogent Economics & Finance*, Vol.05, No.1, 2017.
- [039] Tesfaye T. Lemma, Minga Negash, Institutional, macroeconomic and firm-specific determinants of capital structure: The African evidence, *Management Research Review*, Vol.36, No.11, 2013.
- [040] Murray Z. Frank, Vidhan K. Goyal, Capital Structure Decisions: Which Factors Are Reliably Important?, *Financial management*, Vol.38, No.1, 2009.
- [041] Mahdi Salehi, Nazanin B. Manesh, A Study of the Roles of Firm and Country on Specific Determinates in Capital Structure: Iranian Evidence, *International Management Review*, Vol.38, No.1, 2009.
- [042] Dinesh Gajurel, Macroeconomic Influences on Corporate Capital Structure, SSRN 899049, 2006.
- [043] Omar Camara, Capital Structure Adjustment Speed and Macroeconomic Conditions: U.S MNCs and DCs, *International Research Journal of Finance and Economics*, Vol.84, No.1, 2012.
- [044] Charles Muthama, Peter Mbaluka, Elizabeth Kalunda, An Empirical Analysis of Macro-Economic Influences on Corporate Capital Structure of Listed Companies in Kenya, *Journal of Finance and Investment Analysis*, Vol.02, No.2, 2013.
- [045] Sarfraz Hussain et al., The Moderating Role of Firm Size and Interest Rate in Capital Structure of the Firms: Selected Sample From Sugar Sector of Pakistan, *Investment Management and Financial Innovations*, Vol.17, No.4, 2020.
- [046] Xiaolong Li et al., Interest rate regulation, earnings transparency and capital structure: evidence from China, *International Journal of Emerging Markets*, Vol.15, No.5, 2020.
- [047] Abdullah C. Aydemir, Michael F. Gallmeyer, Burton Hollifield, Financial Leverage Does Not Cause the Leverage Effect, *AFA 2007 Chicago Meetings Paper*, 2006.
- [048] Abolhassan Jalilvand, Robert S. Harris, Corporate Behavior in Adjusting to Capital Structure and Dividend Targets: An Econometric Study, *The Journal of Finance*, Vol.39, No.1, 1984.

- [049] Charles W. L. Hill, Thomas M. Jones, Stakeholder-Agency Theory, *Journal of Management Studies*, Vol.29, No.2, 1992.
- [050] Michael C. Jensen, William H. Meckling, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, Vol.03, No.4, 1976.
- [051] Ntogwa N. Bundala, Do Tanzanian companies practice pecking order theory, agency cost theory or trade-off theory? An empirical study in Tanzania listed companies, *International Journal of Economics and Financial Issues*, Vol.02, No.4, 1976.
- [052] Michael C. Jensen, The agency costs of free cash flow: Corporate finance and takeovers, *The American Economic Review*, Vol.02, No.76, 1986.
- [053] Stewart C. Myers, Nicholas S. Majluf, Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, *Journal of Financial Economics*, Vol.13, No.2, 1984.
- [054] Stewart C. Myers, The capital Structure Puzzle, *Journal of Finance*, Vol.18, No.3, 1984.
- [055] Murray Z. Frank, Vidhan K. Goyal, Testing The Pecking Order Theory of Capital Structure, *Journal of Financial Economics*, Vol.67, No.2, 2003.
- [056] Eugene F. Fama, Kenneth R. French, Financing Decisions: Who issues stock?, *Journal of Financial Economics*, Vol.76, No.3, 2005.
- [057] Wolfgang Bessler, Wolfgang Drobetz, Matthias C. Grüninger, International Tests of the Pecking Order Theory, *Midwest Finance Association*, , Vol.01, No.1, 2010.
- [058] Mark T. Leary, Michael R. Roberts, The Pecking Order, Debt Capacity, and Information Asymmetry, *Journal of Financial Economics*, Vol.95, No.3, 2010.
- [059] Lakshmi Shyam-Sunder, Stewart C. Myers, Testing Static Tradeoff against Pecking Order Models of Capital Structure, *Journal of Financial Economics*, Vol.51, No.2, 1999.
- [060] Paolo Fulghieri, Diego Garcia, Dirk Hackbarth, Asymmetric Information and the Pecking (Dis) Order, *Review of Finance*, Vol.24, No.5, 2020.
- [061] Stewart C. Myers, Finance, Theoretical and Applied, *Annual Review of Financial Economics*, Vol. 07, No.1, 2015.
- [062] George A. Akerlof, The market for “lemons”: Quality uncertainty and the market mechanism, *Quarterly Journal of Economics*, Vol.84, No.3, 1970.
- [063] Michael Spence, Job market signaling, *Quarterly Journal of Economics*, Vol.87, No.3, 1973.
- [064] Michael Rothschild, Joseph Stiglitz, Equilibrium in Competitive Insurance Markets: An Essay on the Economics of Imperfect, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 90, No.4, 1976.
- [065] Brian L. Connelly et al., Signaling Theory: A Review and Assessment, *Journal of Management*, Vol.37, No.1, 2011.
- [066] Stephen A. Ross, The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach, *The Bell Journal of Economics*, Vol.08, No.1, 1977.
- [067] Tijs De Bie, Leo De Haan, Market Timing and Capital Structure: Evidence for Dutch Firms, *De Economist*, Vol. 155, No.2, 1977.
- [068] Malcolm Baker, Jeffrey Wurgler, Market Timing and Capital Structure, *The Journal of Finance*, Vol. 57, No.1, 2002.
- [069] William B. Elliott, Johanna Koëter-Kant, Johanna Koëter-Kant, Market timing and the debt–equity choice, *Journal of financial intermediation*, Vol.17, No.2, 2007.
- [070] Aydogan Altı, How Persistent Is the Impact of Market Timing on Capital Structure?, *The Journal of Finance*, Vol.61, No.4, 2006.
- [071] W. Allard Bruinshoofd, Leo de Haan, Market timing and corporate capital structure: a transatlantic comparison, *Applied Economics*, Vol.44, No.28, 2012.
- [072] Yang Zhao, Cheng-Few Lee, Min-Teh Yu, Does equity market timing have a persistent impact on capital structure? Evidence from China, *The British Accounting Review*, Vol.52, No.1, 2020.
- [073] Yongqiang Chu, Liying Wang, Capital Structure Along the Supply Chain: How Does Customer Leverage Affect Supplier Leverage Decisions?, *Quarterly Journal of Finance*, Vol.07, No.4, 2017.
- [074] Sudipto Dasgupta, Kunal Sengupta, Sunk Investment, Bargaining and Choice of Capital Structure, *International Economic Review*, Vol.34, No.1, 1993.
- [075] Christopher A. Hennessy, Dmitry Livdan, Debt, bargaining, and credibility in firm–supplier relationships, *Journal of Financial Economics*, Vol.93, No.3, 2007.
- [076] Jayant R. Kale, Husayn Shahrur, Corporate capital structure and the characteristics of suppliers and customers, *Journal of Financial Economics*, Vol.83, No.2, 2007.
- [077] David A. Masta, Capital Structure as a Strategic Variable: Evidence from Collective Bargaining, *The Journal of Finance*, Vol.65, No.3, 2010.
- [078] Corley T.A.B, Emergence of the theory of industrial, 1890-190, *Business & Economic History*, Vol.19, No.1, 1980.

- [079] John Ramsay, The resource based perspective, rents, and purchasing's contribution to sustainable competitive advantage, *Journal of Supply Chain Management*, Vol.37, No.2, 2001.
- [080] Leonard Weiss, The Structure-Conduct-Performance Paradigm and Antitrust, *University of Pennsylvania Law Review*, Vol.127, No.4, 2001.
- [081] Harrison S. Jeffrey, C. Andrew Wicks, Stakeholder Theory, Value, and Firm Performance, *Business Ethics Quarterly*, Vol.23, No.1, 2013.
- [082] Robert Drazin, H. Van de Ven Andrew, Alternative Forms of Fit in Contingency Theory, *Administrative Science Quarterly*, Vol.30, No.4, 1985.
- [083] Zbynek Halir, Different Perspectives on Business Performance and Impact on Performance System Design, *European Financial and Accounting Journal*, Vol.17, No.2, 2012.
- [084] Venkatraman N. & Vasudevan Ramanujam, Measurement of Business Performance in Strategy Research: A Comparison of Approaches, *The Academy of Management Review*, Vol.11, No.4, 1986.
- [085] Robert S. Kaplan, David P. Norton, The Balanced Scorecard: Measures That Drive Performance, *Harvard Business Review*, Vol.70, No.1, 1992.
- [086] Stavros Kourtzidis, Nickolaos G. Tzeremes, Investigating the determinants of firm performance: A Qualitative Comparative Analysis of insurance companies, *European Journal of Management and Business Economics*, 2019.
- [087] Gary L. Frazier, Roy D. Howell, Business Definition and Performance, *Journal of Marketing*, Vol.47, No.2, 1983.
- [088] Ephraim, Yuchtman, E. Stanley Seashore, A System Resource Approach to Organizational Effectiveness, *American Sociological Review*, Vol.32, No.6, 1967.
- [089] Henri Inkinen, Review of empirical research on intellectual capital and firm performance, *Journal of Intellectual Capital*, Vol.16, No.3, 2015.
- [090] Sorana Vătavu, The Impact of Capital Structure on Financial Performance in Romanian Listed Companies, *Procedia Economics and Finance*, Vol.32, 2015.
- [091] A. Rebel Cole, Hamid Mehran, The effect of changes in ownership structure on performance: Evidence from the thrift industry, *Journal of Financial Economics*, Vol.50, No.3, 1998.
- [092] Andy Neely et al., Performance measurement system design: A literature review and research agenda, *International Journal of Operations & Production Management*, Vol.15, No.4, 1995.
- [093] Dale L. Flesher, John Gary Previts, Donaldson Brown (1885-1965): The power of an individual and his ideas over time, *Accounting Historians Journal*, Vol.40, No.1, 2013.
- [094] Andy Neely, Performance measurement system design: Developing and testing a process-based approach, *International Journal of Operations & Production Management*, Vol.20, No.10, 2000.
- [095] T.J. Brignall et al., Performance Measurement in Service Businesses, *Management Accounting*, Vol.69, No.10, 1991.
- [096] Kelvin F. Cross, Richard L. Lynch, The "SMART" way to define and sustain success, *National Productivity Review*, Vol.8, No.1, 1989.
- [097] Alan Butler et al., Linking the Balanced Scorecard to Strategy: Long Range Planning, Vol.30, No.2, 1997.
- [098] Robert S. Kaplan, David P. Norton, Having Trouble with Your Strategy? Then Map It, *Harvard Business Review*, Vol.78, No.5, 2000.
- [099] Mike Perkins et al., What do we really mean by "Balanced Scorecard"?, *International Journal of Productivity and Performance Management*, Vol.63, No.2, 2014.
- [100] Gavin Lawrie, Ian Cobbold, Third-generation balanced scorecard: evolution of an effective strategic control tool, *International Journal of Productivity and Performance Management*, Vol.53, No.7, 2004.
- [101] Flamholtz Eric, Managing organizational transitions: Implications for corporate and human resource management, *European Management Journal*, Vol.13, No.1, 1995.
- [102] Terence Tse, Shareholder and stakeholder theory: after the financial crisis, *Qualitative Research in Financial Markets*, Vol.3, No.1, 2011.
- [103] Morris G. Danielson, Jean L. Heck, David R. Shaffer, Shareholder theory – How opponents and proponents both get it wrong, *Journal of Applied Finance*, Vol.18, No.2, 2008.
- [104] Mary O'Sullivan, The Innovative Enterprise and Corporate Governance, *Cambridge Journal of Economics*, Vol.24, No.4, 2000.
- [105] Richard J. Zeckhauser, John Pound, Are Large Shareholders Effective Monitors? An Investigation of Share Ownership and Corporate Performance, *Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment*, University of Chicago Press, 2009.
- [106] Edward R. Freeman, The Politics of Stakeholder Theory: Some Future Directions, *Business Ethics Quarterly*, Vol.4, No.4, 1994.
- [107] Bernadette M. Ruf et al., An Empirical Investigation of the Relationship Between Change in Corporate Social Performance and Financial Performance: A Stakeholder Theory Perspective, *Journal of Business Ethics*, Vol.32, No.2, 2001.

- [108] Jeff H. Smith, The Shareholders vs. Stakeholders Debate, MIT Sloan Management Review, Vol.44, No.4, 2003.
- [109] Jeffrey S. Harrison, Andrew C. Wicks, Stakeholder Theory, Value, and Firm Performance, Business Ethics Quarterly, Vol.23, No.1, 2013.
- [110] Thomas M. Zellweger, Robert S. Nason, A stakeholder perspective on family firm performance, Family Business Review, Vol.21, No.3, 2008.
- [111] Pascual Berrone et al., Corporate ethical identity as a determinant of firm performance: A test of the mediating role of stakeholder satisfaction, Journal of Business Ethics, Vol.76, No.1, 2007.
- [112] Jane Ontita, Godfrey M. Kinyua, Role of stakeholder management on firm performance: An empirical analysis of commercial banks in Nairobi city county, Kenya, Journal of Business and Economic Development, Vol.5, No.1, 2020.
- [113] Katharine V. Jackson, Towards a Stakeholder-Shareholder theory of corporate governance: A comparative analysis, Hastings Business Law Journal, Vol.7, No.2, 2011.
- [114] Eugene Schlossberger, A new model of business: Dual-Investor theory, Business Ethics Quarterly, Vol.4, No.4, 1994.
- [115] Jasmina Bogićević et al., The role of financial and non-financial performance indicators in enterprise sustainability evaluation, Ekonomika, Vol. 62, No.3, 2016.
- [116] Chiarello T. Cristina, Financial performance, intangible assets and value creation in Brazilian and Chilean information technology companies, Economic Review of Galicia, Vol. 23, No.4, 2014.
- [117] Farah Naz et al., Financial Performance of Firms: Evidence from Pakistan Cement Industry, Journal of Teaching and Education, Vol. 5, No.1, 2016.
- [118] Muhammad Kamran Khan et al., Determinants of financial performance of financial sectors (An assessment through economic value added), MPRA Paper, University Library of Munich, Germany, No. 81281, 2015.
- [119] Peter Omondi-Ochieng, Financial performance trends of United States Hockey Inc: a resource dependency approach, Journal of Economics, Finance and Administrative Science, Vol. 24, No.48, 2019.
- [120] Petr Hajek et al., Forecasting corporate financial performance using sentiment in annual reports for stakeholders' decision-making, Technological and Economic Development of Economy, Vol. 20, No.4, 2014.
- [121] Leonie Jooste, Cash flow ratios as a yardstick for evaluating financial performance in African businesses, Managerial Finance, Vol. 32, No.7, 2006.
- [122] Yu-Jie Wang, Hsuan-Shih Lee, Evaluating financial performance of Taiwan container shipping companies by strength and weakness indices, International Journal of Computer Mathematics, Vol. 87, No.1, 2010.
- [123] Roozbeh Kangari et al., Financial Performance Analysis for Construction Industry, Journal of Construction Engineering and Management, Vol.118, No.2, 1992.
- [124] Abdul Rehman et al., Financial Performance, Ratio Analysis and Evaluation of Agricultural Bank of China, International Journal of Economic Behavior and Organization, Vol. 3, No.5, 2015.
- [125] Bernadeth Tongli et al., Financial Performance Analysis in Manufacturing Companies of The Cement Sectors Listing On Indonesia Stock Exchange (IDX) Period 2013-2017, SSRN papers, No. 3306516, 2018.
- [126] Bayldon R, Woods A. Zafiris, A note on the 'pyramid' technique of financial ratio analysis of firms' performance, Journal of Business Finance & Accounting, Vol.11, No.1, 1984.
- [127] Sabol Andrija, Sverer Filip, A review of the economic value added literature and application, UTMS Journal of Economics, Vol. 8, No.1, 2017.
- [128] Barbera Maria, Coyte Rodney, Shareholder Value Demystified: an explanation of methodologies and use, UNSW Press, Sydney, Australia, 1999.
- [129] Andrew C. Worthington, Tracey West, Economic Value-Added: A Review of the Theoretical and Empirical Literature, Asian Review of Accounting, Vol. 9, No.1, 2001.
- [130] Laura Vasilescu, Ana Popa, Economic Value Added: Pros and Cons, Finance-Challenges of the Future, Vol. 13, No.1, 2011.
- [131] Igor Pustylnick, EVA Pros and Cons, Monarch Management Review, Vol. 1, No.1, 2010.
- [132] Rebecca S. Demse et al., Banks with something to lose: The disciplinary role of franchise value, Economic Policy Review, Vol.02, No.2, 1996.
- [133] De Wet J.H, Hall J.H, The Relationship Between EVA, MVA and Leverage, Meditari Accounting Research, Vol.12, No.1, 2004.
- [134] De Wet J.H, Executive Compensation and The EVA and MVA Performance of South African Listed Companies, Southern African Business Review, Vol.16, No.3, 2013.
- [135] Bartley J. Madden, The CFROI Valuation Model, The Journal of Investing, Vol.07, No.1, 1998.

- [136] Mahmoud S. Largani et al, A review of the application of the concept of Shareholder Value Added (SVA) in financial decisions, *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, Vol. 40, 2012.
- [137] Amanda M. Grossman, Steven D. Grossman, Capitalizing Lease Payments: Potential Effects of the FASB/IASB Plan, *The CPA Journal*, May, 2010.
- [138] Tomas Petravicius, Rima Tamosiunien, Corporate Performance and The Measures of Value Added, *Transport*, Vol.23, No.3, 2008.
- [139] John R. Graham, Campbell R. Harvey, The theory and practice of corporate finance: evidence from the field, *Journal of Financial Economics*, Vol.60, No.2-3, 2001.
- [140] Manisha Singal, Firm Credit Rating as a Measure of Organizational and Financial Performance, *Journal of Business & Financial Affairs*, Vol.2, No.3, 2013.
- [141] Rubina Shaheen, Attiya Y. Javid, Effect of Credit Rating on Firm Performance and Stock Return: Evidence form KSE Listed Firms, *PIDE Working Papers*, No.104, 2014.
- [142] Mali Dafydd, Lim Hyoungjoo, Does Financial Performance Influence Credit Ratings? An analysis of Korean KRX Firms, *Korean Journal of Business Administration*, Vol.28, No.11, 2015.
- [143] Bora Aktan et al., The impact of credit ratings on capital structure, *International Journal of Islamic Finance*, Vol.11, No.2, 2019.
- [144] Cynthia McNulty, Ron Levin, Modeling Credit Migration, *J.P.Morgan Risk Management Research*, Vol.13, No.2, 2000.
- [145] Yusuf Jafry, Til Schuermann, Measurement, estimation and comparison of credit migration matrices, *Journal of Banking & Finance*, Vol.28, No.11, 2004.
- [146] Abhijit Sharma et al., Evaluating financial performance of insurance companies using rating transition matrices, *The Journal of Economic Asymmetries*, Vol.18, No.1, 2018.
- [147] Muliaman D. Hadad et al., Rating migration matrices: empirical evidence in Indonesia, *IFC Bulletin*, No.31, 2009.
- [148] U. Grzybowska et al., Examples of migration matrices models and their performance in credit risk analysis, *Acta Physica Polonica*, Vol.121, No.2, 2012.
- [149] Fred N. Monari, Comparing the efficiency of cohort, time homogeneous and non-homogeneous techniques of estimation in credit migration matrices, *IOSR Journal of Mathematics*, Vol.12, No.4, 2016.
- [150] Brian Barnard, Rating migration and bond valuation: Decomposing rating migration matrices from market data via default probability term structures, *Expert Journal of Finance*, Vol.5, 2017.
- [151] Kevin Keasey, Robert Watson, Financial distress prediction models: a review of their usefulness, *British Journal of Management*, Vol.2, No.2 1991.
- [152] Sumaira Ashraf et al., Do traditional financial distress prediction models predict the early warning signs of financial distress?, *Journal of Risk and Financial Management*, Vol. 12, No.2, 2019.
- [153] Jie Sun et al., Predicting financial distress and corporate failure: A review from the state-of-the-art definitions, modeling, sampling, and featuring approaches, *Knowledge-Based Systems*, Vol. 57, No.1, 2019.
- [154] Hamid Wasqas, Rohani Md-Rus, Predicting Financial Distress: Importance of Accounting and Firm-specific Market Variables for Pakistan's Listed Firms, *Cogent Economics & Finance*, Vol. 06, No.1, 2018.
- [155] William H. Beaver, Financial ratios as predictors of failure, *Journal of accounting research*, Vol. 04, 1966.
- [156] Jodi L. Bellovary et al., A review of bankruptcy prediction studies: 1930 to present, *Journal of Financial education*, Vol. 33, 2007.
- [157] Edward I. Altman, Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy, *The Journal of Finance*, Vol. 23, No.4, 1968.
- [158] James A. Ohlson, Financial Ratios and the Probabilistic Prediction of Bankruptcy, *Journal of Accounting Research*, Vol.18, No.1, 1980.
- [159] John S. Grice Jr, Michael T. Dugan, Re-estimations of the Zmijewski and Ohlson bankruptcy prediction models, *Advances in Accounting*, Vol. 20, 2003.
- [160] Mark E. Zmijewski, Methodological Issues Related to the Estimation of Financial Distress Prediction Models, *Journal of Accounting Research*, Vol. 22, 1984.
- [161] Tyler Shumway, Forecasting Bankruptcy More Accurately: A Simple Hazard Model, *The Journal of Business*, Vol. 74, No.1, 2001.
- [162] Sumaira Ashraf et al, Do Traditional Financial Distress Prediction Models Predict the Early Warning Signs of Financial Distress?, *Journal of Risk and Financial Management*, Vol. 12, No.2, 2019.
- [163] Ann C. Lin, Bridging Positivist and Interpretist Approaches to Qualitative Methods, *Policy Studies Journal*, Vol.26, No.1, 1988.
- [164] Husam H. Alharahsheh, Abraham Pius, A Review of key paradigms: positivism VS interpretivism, *Global Academic Journal of Humanities and Social Sciences*, Vol.02, No.3, 2020.

- [165] Venkat Pulla, Employing Interpretivism in Social Work Research, International Journal of Social Work and Human Services Practice, Vol.06, No.1, 2018.
- [166] Abbas Tashakkori, Charles Teddlie, Putting the Human Back in "Human Research Methodology": The Researcher in Mixed Methods Research, Journal of Mixed Methods Research, Vol.04, No.4, 2010.
- [167] Barnes J. Trevor, A History of Regression: Actors, Networks, Machines, and Numbers, Environment and Planning A: Economy and Space, Vol.30, No.2, 1998.
- [168] Trevor S. Breusch, Adrian R. Pagan, The lagrange Multiplier Test and its Applications to Model Specification in Econometrics, The Review of Economic Studies, Vol.47, No.1, 1980.
- [169] Andrew Levin et al., Unit root tests in panel data: asymptotic and finite-sample properties, Journal of Econometrics, Vol.108, No.1, 2002.
- [170] Kyung S. Im et al., Testing for unit roots in heterogeneous panels, Journal of Econometrics, Vol.115, No.1, 2003.
- [171] Chirok Han, Peter C.B. Phillips, GMM estimation for dynamic panels with fixed effects and strong instruments at unity, Econometric theory, Vol.26, No.1, 2010.
- [172] Manuel Arellano, Stephen Bond, Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations, The Review of Economic Studies, Vol.58, No.2, 1991.
- [173] Manuel Arellano, Olympia Bover, Another look at the instrumental variable estimation of error-components models, Journal of Econometrics, Vol.68, No.1, 1995.
- [174] Richard Blundell, Stephen Bond, Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models, Journal of Econometrics, Vol.87, No.1, 1998.
- [175] David Roodman, How to do xtabond2: An introduction to difference and system GMM in Stata, The Stata Journal, Vol.09, No.1, 2009.

3. أطروحات الدكتوراه

- [001] Abdulhadi H. Ramadan, Determinants of Capital Structure and the Firm's Financial Performance: An Application on the UK Capital Market, Doctor of Philosophy, School of Management, University of Surrey, Guildford, United Kingdom, 2009.
- [002] Hasan A. Al-tally, An Investigatio of The Effect of Fiancial Leverage on Firm Financial Performance in Saudi Arabia's Public Listed Companies, Doctor of Business Administration, Victoria Graduate School of Business, Victoria University, Melbourne, Australia, 2014.
- [003] Diara M. Jadi, An Empirical Analysis of Determinants of Financial Performance of Insurance Companies in the United Kingdom, Doctor of Philosophy, Faculty of Management and Law, University of Bradford, Bradford, United Kingdom, 2015.
- [004] Mansour S. Albarrak, Determinants of Capital Structure: the case of MENA countries, Doctor of Philosophy, School of Management, University of Plymouth, Plymouth, United Kingdom, 2015.
- [005] Feria Marimuthu, Capital Structure and Financial Performance of South Africa State-Owned Entities, Doctor of Philosophy, School of Law and Management Studies, University of Kwazulu-Natal, Durban, South Africa, 2019.
- [006] Esa Makelainen, Economic Value Added as a Management Tool, DBA, Department of Accounting and Finance, Helsinki School of Economics and Business Administration, Helsinki, Finland, 1998.
- [007] Amgad Badewi, Investigating Benefits Realisation Process for Enterprise Resource Planning Systems, Doctor of Philosophy, School of Aerospace, Transport and Manufacturing, Cranfield University, Cranfield, United Kingdom, 2016.

بالفرنسية

1. الكتب

- [001] Nacer-Eddine Sadi, La privatisation des entreprises publiques en Algérie : Objectifs, modalités et enjeux, 2^{ème} Édition, Office des Publications Universitaires, Alger, Algérie, 2006.
- [002] Mohamed E. Benissad, Économie du développement de l'Algérie (1962-78) : Sous-développement et socialisme, 1^{er} Édition, Economica, Paris, France, 1979
- [003] Nacim Redjem, L'entreprise publique algérienne, 1^{er} Édition, Office des Publications Universitaires, Alger, 1987.
- [004] Rabah N. Saadi, Ahmed Mahiou, La gestion socialiste des entreprises en Algérie, 1^{er} Édition, Office des Publications Universitaires, Alger, 1984, p. 48.
- [005] Tayeb S. Amer, Le développement industriel de l'Algérie : Bilan de l'industrialisation, 1^{er} Édition, Éditions Anthropos, Paris, France, 1981, p. 30.

- [006] Fenixx Réédition, Les 500 premières entreprises publiques algériennes, 1^{er} Edition, Ediafric-Ic Publications, Paris, France, 1986.

2. المقالات العلمية

- [001] Damien Helie, L'autogestion industrielle en Algérie, Revue de l'Occident musulman et de la Méditerranée, No. 06, 1969.
- [002] Yves Sartan, Perspectives de l'autogestion en Algérie, Autogestion : études, débats, documents, No. 01, 1966.
- [003] Michel Rapits, Le dossier de l'autogestion en Algérie, Autogestion : études, débats, documents, No. 03, 1967.
- [004] Robert Jaulin et al., Les problèmes de l'autogestion dans les grandes fermes algériennes en 1963, Autogestion : études, débats, documents, No. 02, 1967.
- [005] Djurdjevac Veselin, Étude comparative de trois expériences de gestion des entreprises publiques : algérienne, française et yougoslave, Revue d'études comparatives Est-Ouest, Vol. 15, No. 02, 1984.
- [006] Mohamed Bouhezza, La privatisation de l'entreprise publique algérienne et le rôle de l'état dans ce processus, Revue des Sciences Économiques et de Gestion, Vol. 03, No. 03, 2004.
- [007] Rabah Tadjer, La planification du développement en Algérie : Structures, méthodes et problèmes, Africa Spectrum, Vol. 16, No. 01, 1981.
- [008] Lyazid Kichou, Les privatisations en Algérie sont-elles toujours d'actualité ? Éclairages institutionnalistes d'un échec, Confluences Méditerranée, No. 71, 2009.
- [009] Ahmed Belghenou, La gestion socialiste des entreprises en Algérie : participation et conflit, Relations industrielles, Vol. 47, No. 02, 1992.
- [010] Julien Rocherieux, L'évolution de l'Algérie depuis l'indépendance, Revue Sun/ Nord, No. 14, 2001.
- [011] Mohamed Boussoumah, Le plan d'entreprise, Revue Algérienne des Sciences Juridiques et Politiques, Vol. 55, No. 04, 2018.
- [012] Christian Palloix, Industrialisation et financement lors des deux plans quadriennaux (1970-1977), Revue Tiers Monde, Vol. 21, No. 83, 1980.
- [013] Wladimir Andreff, Abderrahman Hayab, Les priorités industrielles de la planification algérienne sont-elles vraiment « Industrialisantes » ?, Revue Tiers Monde, Vol.19, No.76, 1978.
- [014] Mustapha Mekideche, Le secteur des hydrocarbures : Quelle contribution au développement économique social de l'Algérie?, Revue Tiers Monde, Vol. 21, No. 83, 1980.
- [015] Jeanne Brogini, L'agriculture Algérienne dans le plan quadriennal (1970-1973), Cahiers de la Méditerranée, No. 3, 1971.
- [016] Abdelkader Sid Ahmed, Le développement et l'agriculture en Algérie depuis l'indépendance, Afrique et Développement, Vol. 06, No. 03, 1981.
- [017] René V. Malder, La révolution agraire en Algérie : Tournant politique ou infléchissement technique?, Civilisations, Vol. 25, No. 3/4, 1975.
- [018] Mustapha Menouer, L'autonomie de l'entreprise publique en Algérie : La fin de l'hégémonie étatique, Annuaire de l'Afrique du Nord, 1991.
- [019] Hamamda M. Tahar, Privatisation des entreprises publiques en Algérie, Géoeconomie, No. 56, 2011.
- [020] Samir Marouf, Le redéploiement industriel en Algérie : Entre reconquête et adaptation, Vol. 25, No. 90, 2009.
- [021] Kouider Boutaleb, La problématique de la gouvernance d'entreprise, Revue d'Économie et de Management, Vol. 07, No. 01, 2008.
- [022] Nacira Boukhezer-Hammiche, Les politiques d'ouverture et désintégration du secteur industriel public en Algérie, Al-Bashaer Economic Journal, Vol. 02, No. 04, 2016.
- [023] Ahmed Bouyacoub, La crise de la gestion dans les entreprises industrielles publiques, Les Cahiers du CREAD, Vol. 03, No. 16, 1988.
- [024] M. Sadoudi, Comprendre les réformes économiques en Algérie quelques repères, Revue Algérienne des Sciences Juridiques et Politiques, Vol.38, No.3, 2001.
- [025] Matouk Belattaf, Modalités et difficultés de mise en oeuvre de la privatisation des entreprises publiques économiques en Algérie, Les cahiers du CREAD, Vol.11, No.39, 1997.
- [026] Matouk Belattaf, Modalités et difficultés de mise en oeuvre de la privatisation des entreprises publiques économiques en Algérie, Les cahiers du CREAD, Vol.11, No.39, 1997.
- [027] Kamel Behidji, Le secteur public industriel à l'épreuve de l'ajustement structurel non autonome : l'organisation Estelle l'essentiel ? Les cahiers du CREAD, Vol.12, No.41, 1997.
- [028] Aidoud Mamoun, La privatisation des entreprises publiques en Algérie, Revue internationale de droit comparé, Vol.48, No.1, 1996.

- [029] Lyazid Kichou, Les privatisations en Algérie sont-elles toujours d'actualité ? Éclairages institutionnalistes d'un échec, *Revue Confluences Méditerranée*, No.71, 2009.
- [030] Nour-Eddine Terki, Les aspects juridiques de la privatisation des entreprises publiques économiques, *Revue de l'École nationale d'administration*, Vol. 17, N.2. 2007.
- [031] Nicolas Thirion, Privatisations d'entreprises publiques, économie de marché et transformation des systèmes juridiques étatiques : un processus inéluctable ? *Revue du Centre d'études et de recherches en administration publique*, No.2, 2009.
- [032] Rachid Boudjema, la privatisation des entreprises d'état en Algérie ou la complexité d'un processus, *Revue d'économie et de statistique appliquée*, Vol.2, No.1, 2005.
- [033] Wladimir Andreff, Réformes, libéralisation, privatisation en Algérie : Point de vue d'un outsider en 1988-1994, *Revue Confluences Méditerranée*, No.71, 2009.
- [034] Hamamda M. Tahar, Privatisation des entreprises publiques en Algérie, *Géoéconomie*, No. 56, 2011.
- [035] Nassima Bouri, Ahmed Bouyacoub, La mise à niveau des PME : Quels résultats?, *Les Cahiers du Cread*, Vol.35, No.2, 2019.
- [036] Belouard A. Nabil, Seder Salim, Structure du capital et de la performance des PME Algériennes, *Revue d'économie et de Management*, Vol.08, N.01, 2009.
- [037] CNES, Pour une politique de développement de la PME en Algérie, 20ème Session plénière, Publication du Conseil National Économique et Social, Alger, Algérie, 2002.
- [038] Kennouche Samia, Chabi Tayeb, La création d'entreprises en Algérie par le biais des dispositifs (ANSEJ, CNAC, ANGEM) : Cas de la wilaya de Bejaia, *Revue Algérienne de la Mondialisation et des Politiques Économiques*, Vol.08, No.1, 2017.
- [039] Merzouk Farida, PME et compétitivité en Algérie, *Revue d'économie et de Management*, Vol.08, N.01, 2009.
- [040] Dounya Kerzabi et al., Le rôle des PME dans la croissance économique en Algérie, *Journal de l'intégration économique*, Vol.07, No.2, 2019.
- [041] Jan D. Kok et al., Is small still beautiful? Literature review of recent empirical evidence on the contribution of SMEs to employment creation, *International Labour Organisation*, 2013.
- [042] Berber Wafaa, Ghomari Souhila, L'impact de la création de la petite et moyenne entreprise sur le développement local (création d'emploi), *Revue d'études sur Les Institutions et le Développement*, Vol.02, No.1, 2015.
- [043] Hassaine Yasser, Badri Abdelmadjid, The impact of SMEs on the unemployed in Algeria from 2003 to 2017, *Review MECAS*, Vol.17, No.2, 2021.
- [044] Radia A. Si Said, Chabha Bouzar, Les dispositifs de mise à niveau de la PME Maghrébine Tunisie, Maroc et L'algérie : Bilan et Perspectives, *Revue Dirassat Numéro Économique*, Vol.07, No.1, 2016.
- [045] Amine Mokhefi, La mise à niveau des PME algériennes : Un levier de compétitivité des entreprises, *Revue des Performances des Entreprises Algériennes*, Vol.03, No.1, 2014.
- [046] Lamia Azouaou, La compétitivité et la mise à niveau des PME maghrébines analyse à partir d'une approche multidimensionnelle, *Revue d'Economie et de Management*, Vol.08, No.1, 2009.
- [047] Lamia Azouaou, Impact du programme national de mise à niveau sur la compétitivité des entreprises Algériennes, *Revue des Sciences Commerciales et de Gestion*, Vol.11, No.1, 2015.
- [048] Lamia Azouaou, La mise à niveau : Outil et condition de la compétitivité des PME Algérienne, *Revue des Sciences Commerciales et de Gestion*, Vol.06, No.1, 2010.
- [049] Karim S. Lekhal, La difficulté de financer les PME dans un contexte de forte asymétrie d'information : Cas des PME algériennes, *Revue des Performances des Entreprises Algériennes*, Vol.02, Vol.1, 2013.
- [050] Leïla Loukil, Les difficultés et les entraves des PME/PMI en Algérie, *Revue Afak Ilmia*, Vol.13, No.2, 2021.

3. الملتقيات الدولية

- [001] Khalil Assala, PME en Algérie : de la création à la mondialisation, 8ème Congrès International Francophone en Entrepreneuriat et PME, Haute école de gestion, 25-27 octobre 2006, Association Internationale de Recherche en Entrepreneuriat et PME, Fribourg, Suisse, 2006, p. 11.

الملاحق

ملحق رقم (01). عينة من المراسلات الادارية المتعلقة بجمع البيانات المالية

*Ministère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche Scientifique
Université de Bouira
Faculté des sciences économiques, commerciales et de gestion
Département des finances et de la comptabilité*

Zakaria BELLOULOU
Doctorant L.M.D

Tél : - - - - -

Ministère des Finances
Direction Générale des Impôts
Direction des Grandes Entreprises

Objet : *Demande de Données.*

Dans le cadre de la préparation de notre thèse doctorat L.M.D a l'université de Bouira, J'ai l'honneur de venir très respectueusement vous demander de bien vouloir nous aider pour la finalisation de nos recherches, qui est sous le titre "***Déterminants de la structure financière et leur impact sur la performance financière d'entreprise : étude d'un échantillon d'entreprises économiques Algériennes.***"

Cette aide consiste à faciliter l'accès aux renseignements financiers des entreprises algériennes (----, ----, ----, ----, ----, ----, etc.) pour mener à bien les recherches liées à la thèse de doctorat, sachant que ses recherches comprendront un échantillon des entreprises entre (----/----). Nous vous assurons, que les informations financières requises seront traitées avec une grande confidentialité.

Je vous prie d'accepter mes sincères remerciements pour votre aide à cet égard.

Alger en : / / 2021

Signature du Doctorant

Vice-doyen

*Ministère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche Scientifique
Université de Bouira
Faculté des sciences économiques, commerciales et de gestion
Département des finances et de la comptabilité*

Zakaria BELLOULOU
Doctorant L.M.D

Tél : - - - - -

Ministère du Commerce
Direction Générale du Centre
National du Registre du
Commerce

Objet : *Demande de Données.*

Dans le cadre de la préparation de notre thèse doctorat LMD à l'université de Bouira, j'ai l'honneur de venir très respectueusement vous demander de bien vouloir nous aider pour la finalisation de nos recherches, qui est sous le titre "***Déterminants de la structure financière et leur impact sur la performance financière d'entreprise : étude d'un échantillon d'entreprises économiques algériennes.***"

Cette aide consiste à faciliter l'accès aux renseignements financiers des entreprises algériennes (---, ----, **etc.**) pour mener à bien les recherches liées à la thèse de doctorat, sachant que ses recherches comprendront un échantillon des entreprises entre (----/----). Nous vous assurons, que les informations financières requises seront traitées avec une grande confidentialité.

Je vous prie d'accepter mes sincères remerciements pour votre aide à cet égard.

Alger en : / / 2021

Signature du Doctorant

ملحق رقم (02). تقدير محددات الهيكل المالي مع هامش الربح الصافي باستخدام نماذج حزم البيانات المقطعية الزمنية
الساكنة والمتحركة-القطاع الخاص

نموذج الآثار الثابتة

Fixed-effects (within) regression
Group variable: c_id

Number of obs = 1,883
Number of groups = 269

R-squared:
Within = 0.1269
Between = 0.1288
Overall = 0.1144

Obs per group:
min = 7
avg = 7.0
max = 7

F(5,1609) = 46.76
Prob > F = 0.0000

corr(u_i, Xb) = -0.3652

npm	Coefficient	Std. err.	t	P> t	[95% conf. interval]	
size	.3777603	.0355729	10.62	0.000	.3079862	.4475344
age	-.3163565	.1479899	-2.14	0.033	-.6066298	-.0260832
liqui	.1107878	.0175267	6.32	0.000	.0764103	.1451653
growth	.2644368	.0497527	5.32	0.000	.1668498	.3620238
tang	-.2880848	.1129791	-2.55	0.011	-.5096866	-.0664831
_cons	-2.938353	.3547072	-8.28	0.000	-3.634089	-2.242616
sigma_u	.55915655					
sigma_e	.50072315					
rho	.55496504	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(268, 1609) = 6.88

Prob > F = 0.0000

اختبار هاوسمان

	Coefficients		(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) Std. err.
	(b) FIXED	(B) RANDOM		
size	.3777603	.2507253	.127035	.0269789
age	-.3163565	-.0389039	-.2774526	.1032874
liqui	.1107878	.0953588	.015429	.0086294
growth	.2644368	.3628775	-.0984407	.0083762
tang	-.2880848	-.1693774	-.1187074	.0797671

b = Consistent under H0 and Ha; obtained from xtreg.

B = Inconsistent under Ha, efficient under H0; obtained from xtreg.

Test of H0: Difference in coefficients not systematic

$$\chi^2(5) = (b-B)'[(V_b-V_B)^{-1}](b-B)$$

= 148.80

Prob > chi2 = 0.0000

اختبار مضاعف لاغرانج

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

$$\text{npm}[c_id,t] = Xb + u[c_id] + e[c_id,t]$$

Estimated results:

	Var	SD = sqrt(Var)
npm	.5470418	.7396228
e	.2507237	.5007232
u	.1801287	.4244157

Test: Var(u) = 0

$$\begin{aligned} \text{chibar2}(01) &= 995.92 \\ \text{Prob} > \text{chibar2} &= 0.0000 \end{aligned}$$

اختبار اختلاف التباين

Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity
in fixed effect regression modelH0: $\sigma(i)^2 = \sigma^2$ for all i

$$\begin{aligned} \text{chi2}(269) &= 1.3e+07 \\ \text{Prob} > \text{chi2} &= 0.0000 \end{aligned}$$

نظام العزوز المعممة

Dynamic panel-data estimation, two-step system GMM

Group variable: c_id	Number of obs	=	1614
Time variable : year	Number of groups	=	269
Number of instruments = 31	Obs per group: min	=	6
F(11, 268) = 24.46	avg	=	6.00
Prob > F = 0.000	max	=	6

npm	Coefficient	Corrected std. err.	t	P> t	[95% conf. interval]	
npm						
L1.	.4689068	.0724817	6.47	0.000	.3262008	.6116129
size	.082381	.0182586	4.51	0.000	.0464325	.1183295
age	.0903163	.0714611	1.26	0.207	-.0503802	.2310127
liqui	.0415128	.0087996	4.72	0.000	.0241877	.0588379
growth	.3754053	.0713108	5.26	0.000	.2350047	.5158058
tang	.0628322	.0605734	1.04	0.301	-.0564282	.1820925
y2	-.06666	.027986	-2.38	0.018	-.1217604	-.0115596
y4	-.0640445	.0330735	-1.94	0.054	-.1291614	.0010725
y5	-.0727999	.0270706	-2.69	0.008	-.126098	-.0195017
y6	-.0624441	.0260693	-2.40	0.017	-.1137707	-.0111174
y7	-.1126968	.0353181	-3.19	0.002	-.1822329	-.0431606
_cons	-.850881	.1757966	-4.84	0.000	-1.196999	-.5047629

Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: $z = -4.49$ $Pr > z = 0.000$
 Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: $z = -0.45$ $Pr > z = 0.652$

Sargan test of overid. restrictions: $\chi^2(19) = 168.88$ $Prob > \chi^2 = 0.000$
 (Not robust, but not weakened by many instruments.)

Hansen test of overid. restrictions: $\chi^2(19) = 20.09$ $Prob > \chi^2 = 0.389$
 (Robust, but weakened by many instruments.)

ملحق رقم (03). تقدير محددات الهيكل المالي مع العائد على إجمالي الأصول باستخدام نماذج حزم البيانات

المقطعية الزمنية الساكنة والمتحركة-القطاع الخاص

نموذج الآثار الثابتة

Fixed-effects (within) regression
 Group variable: c_id
 Number of obs = 1,883
 Number of groups = 269
 R-squared:
 Within = 0.1785
 Between = 0.1801
 Overall = 0.1579
 Obs per group:
 min = 7
 avg = 7.0
 max = 7
 F(5,1609) = 69.93
 Prob > F = 0.0000
 corr(u_i, Xb) = -0.4185

roa	Coefficient	Std. err.	t	P> t	[95% conf. interval]	
size	.0862281	.0078514	10.98	0.000	.070828	.1016282
age	-.031521	.0326634	-0.97	0.335	-.0955882	.0325463
liqui	.017629	.0038684	4.56	0.000	.0100414	.0252165
growth	.1300114	.0109811	11.84	0.000	.1084726	.1515501
tang	-.0766293	.024936	-3.07	0.002	-.1255398	-.0277188
_cons	-.6892001	.0782887	-8.80	0.000	-.8427586	-.5356416
sigma_u	.10888826					
sigma_e	.11051639					
rho	.49257974	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(268, 1609) = 5.04 Prob > F = 0.0000

اختبار هاوسمان

	Coefficients		(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) Std. err.
	(b) FIXED	(B) RANDOM		
size	.0862281	.0529258	.0333022	.006264
age	-.031521	-.0042828	-.0272382	.0242812
liqui	.017629	.0194956	-.0018666	.0021242
growth	.1300114	.1410336	-.0110222	.0026497
tang	-.0766293	-.0232928	-.0533365	.0187214

b = Consistent under H_0 and H_a ; obtained from xtreg.

B = Inconsistent under H_a , efficient under H_0 ; obtained from xtreg.

Test of H_0 : Difference in coefficients not systematic

$$\begin{aligned}\chi^2(5) &= (b-B)'[(V_b-V_B)^{-1}](b-B) \\ &= 52.77\end{aligned}$$

Prob > $\chi^2 = 0.0000$

اختبار مضاعف لاغرانج

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

$$roa[c_id,t] = Xb + u[c_id] + e[c_id,t]$$

Estimated results:

	Var	SD = sqrt(Var)
roa	.023977	.1548452
e	.0122139	.1105164
u	.0066285	.0814155

Test: $\text{Var}(u) = 0$

$$\begin{aligned}\text{chibar2}(01) &= 659.10 \\ \text{Prob} > \text{chibar2} &= 0.0000\end{aligned}$$

اختبار اختلاف التباين

Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity
in fixed effect regression model

$H_0: \sigma(i)^2 = \sigma^2$ for all i

$$\begin{aligned}\chi^2(269) &= 1.1e+06 \\ \text{Prob} > \chi^2 &= 0.0000\end{aligned}$$

نظام العزوز المعممة

Dynamic panel-data estimation, two-step system GMM

Group variable: c_id	Number of obs	=	1614
Time variable : year	Number of groups	=	269
Number of instruments = 17	Obs per group: min	=	6
F(11, 268) = 20.01	avg	=	6.00
Prob > F = 0.000	max	=	6

roa	Coefficient	Corrected std. err.	t	P> t	[95% conf. interval]	
roa						
L1.	.2128223	.0690524	3.08	0.002	.0768681	.3487764
size	.0247719	.0047068	5.26	0.000	.015505	.0340388
age	-.0071061	.0190519	-0.37	0.709	-.0446165	.0304043
liqui	.0160752	.0033099	4.86	0.000	.0095585	.0225919
growth	.1572915	.0220534	7.13	0.000	.1138715	.2007114
tang	-.0054227	.0141723	-0.38	0.702	-.0333259	.0224805
y2	-.0081497	.0081386	-1.00	0.318	-.0241734	.0078739
y4	-.0045458	.00795	-0.57	0.568	-.0201982	.0111066
y5	-.0225172	.0070265	-3.20	0.002	-.0363512	-.0086831
y6	-.0108368	.0082799	-1.31	0.192	-.0271387	.0054652
y7	-.0243693	.0101203	-2.41	0.017	-.0442946	-.0044439
_cons	-.2052918	.0450731	-4.55	0.000	-.2940342	-.1165495

Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -3.89 Pr > z = 0.000
 Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = 1.37 Pr > z = 0.169

Sargan test of overid. restrictions: chi2(5) = 93.28 Prob > chi2 = 0.000
 (Not robust, but not weakened by many instruments.)
 Hansen test of overid. restrictions: chi2(5) = 7.04 Prob > chi2 = 0.218
 (Robust, but weakened by many instruments.)

ملحق رقم (04). تقدير محددات الهيكل المالي مع هامش الربح الصافي باستخدام نماذج حزم البيانات المقطعية الزمنية الساكنة والمتحركة-القطاع العام

نموذج الآثار الثابتة

```
Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =      917
Group variable: c_id                  Number of groups =      131

R-squared:                            Obs per group:
    Within = 0.1012                      min =          7
    Between = 0.0082                     avg =         7.0
    Overall = 0.0294                      max =          7

corr(u_i, Xb) = -0.2730                F(5,781)         =      17.59
                                      Prob > F           =      0.0000
```

npm	Coefficient	Std. err.	t	P> t	[95% conf. interval]	
size	.0921437	.0376405	2.45	0.015	.0182551	.1660323
age	.2381489	.1972703	1.21	0.228	-.1490938	.6253917
liqui	.1353396	.0289486	4.68	0.000	.0785134	.1921658
growth	.4153336	.0630235	6.59	0.000	.291618	.5390491
tang	-.100332	.0578237	-1.74	0.083	-.2138403	.0131764
_cons	-1.042867	.3748702	-2.78	0.006	-1.778739	-.3069943
sigma_u	.47953335					
sigma_e	.41068257					
rho	.57688179	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(130, 781) = 7.56 Prob > F = 0.0000

اختبار هاوسمان

	Coefficients		(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) Std. err.
	(b) FIXED	(B) RANDOM		
size	.0921437	.0317882	.0603555	.0278114
age	.2381489	.0712776	.1668714	.1439008
liqui	.1353396	.0948561	.0404835	.0155538
growth	.4153336	.4843296	-.0689961	.0117852
tang	-.100332	-.0111192	-.0892128	.0231913

b = Consistent under H0 and Ha; obtained from xtreg.

B = Inconsistent under Ha, efficient under H0; obtained from xtreg.

Test of H0: Difference in coefficients not systematic

$$\text{chi2}(5) = (b-B)'[(V_b-V_B)^{-1}](b-B) = 65.62$$

Prob > chi2 = 0.0000

اختبار مضاعف لاغرانج

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

$$\text{npm}[c_id,t] = Xb + u[c_id] + e[c_id,t]$$

Estimated results:

	Var	SD = sqrt(Var)
npm	.365974	.6049578
e	.1686602	.4106826
u	.1392818	.3732048

Test: $\text{Var}(u) = 0$

$$\begin{aligned} \text{chibar2}(01) &= 528.02 \\ \text{Prob} > \text{chibar2} &= 0.0000 \end{aligned}$$

اختبار اختلاف التباين

Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity
in fixed effect regression modelH0: $\sigma(i)^2 = \sigma^2$ for all i

$$\begin{aligned} \text{chi2}(131) &= 9.9e+05 \\ \text{Prob} > \text{chi2} &= 0.0000 \end{aligned}$$

نظام العزوز المعممة

Dynamic panel-data estimation, two-step system GMM

Group variable: c_id	Number of obs	=	786
Time variable : year	Number of groups	=	131
Number of instruments = 17	Obs per group: min	=	6
F(11, 130) = 43.54	avg	=	6.00
Prob > F = 0.000	max	=	6

npm	Coefficient	Corrected std. err.	t	P> t	[95% conf. interval]	
npm						
L1.	.4201829	.1324986	3.17	0.002	.1580503	.6823155
size	-.0206859	.0231514	-0.89	0.373	-.0664881	.0251163
age	-.0418901	.1000494	-0.42	0.676	-.2398258	.1560456
liqui	.0562623	.0238196	2.36	0.020	.0091382	.1033865
growth	.6494557	.1172091	5.54	0.000	.4175716	.8813399
tang	.0907083	.0599527	1.51	0.133	-.027901	.2093175
y2	-.0882937	.04541	-1.94	0.054	-.178132	.0015446
y3	-.0945229	.0443043	-2.13	0.035	-.1821736	-.0068722
y4	-.1068241	.0582016	-1.84	0.069	-.2219689	.0083208
y6	-.0313597	.047717	-0.66	0.512	-.125762	.0630427
y7	-.1066993	.0480107	-2.22	0.028	-.2016827	-.0117159
_cons	.2544436	.2669375	0.95	0.342	-.2736603	.7825475

Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: $z = -3.94$ $Pr > z = 0.000$
 Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: $z = -0.07$ $Pr > z = 0.945$

Sargan test of overid. restrictions: $\chi^2(5) = 14.08$ $Prob > \chi^2 = 0.015$
 (Not robust, but not weakened by many instruments.)

Hansen test of overid. restrictions: $\chi^2(5) = 4.71$ $Prob > \chi^2 = 0.452$
 (Robust, but weakened by many instruments.)

ملحق رقم (05). تقدير محددات الهيكل المالي مع العائد على إجمالي الأصول باستخدام نماذج حزم البيانات المقطعية الزمنية الساكنة والمتحركة-القطاع العام

نموذج الآثار الثابتة

Fixed-effects (within) regression
 Group variable: c_id

Number of obs = 917
 Number of groups = 131

R-squared:
 Within = 0.1849
 Between = 0.1831
 Overall = 0.1637

Obs per group:
 min = 7
 avg = 7.0
 max = 7

corr(u_i, Xb) = -0.3898

F(5,781) = 35.42
 Prob > F = 0.0000

roa	Coefficient	Std. err.	t	P> t	[95% conf. interval]	
size	.0463638	.0071628	6.47	0.000	.0323032	.0604244
age	-.0143266	.0375395	-0.38	0.703	-.0880168	.0593636
liqui	.0291999	.0055088	5.30	0.000	.0183861	.0400136
growth	.1128636	.011993	9.41	0.000	.0893211	.136406
tang	.0396249	.0110035	3.60	0.000	.0180248	.0612249
_cons	-.4454724	.0713358	-6.24	0.000	-.585505	-.3054398
sigma_u	.07389449					
sigma_e	.0781507					
rho	.47202882	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(130, 781) = 5.06 Prob > F = 0.0000

اختبار هاوسمان

	Coefficients		(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) Std. err.
	(b) FIXED	(B) RENDOM		
size	.0463638	.0271534	.0192105	.0056819
age	-.0143266	-.0182527	.0039261	.0294681
liqui	.0291999	.028846	.0003539	.0033702
growth	.1128636	.1061039	.0067596	.0034356
tang	.0396249	.0383322	.0012926	.0053231

b = Consistent under H_0 and H_a ; obtained from xtreg.

B = Inconsistent under H_a , efficient under H_0 ; obtained from xtreg.

Test of H_0 : Difference in coefficients not systematic

$$\begin{aligned}\chi^2(5) &= (b-B)'[(V_b-V_B)^{-1}](b-B) \\ &= 15.54\end{aligned}$$

Prob > $\chi^2 = 0.0083$

اختبار مضاعف لاغرانج

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

$$roa[c_id,t] = Xb + u[c_id] + e[c_id,t]$$

Estimated results:

	Var	SD = sqrt(Var)
roa	.023977	.1548452
e	.0122139	.1105164
u	.0066285	.0814155

Test: $\text{Var}(u) = 0$

$$\begin{aligned}\text{chibar2}(01) &= 659.10 \\ \text{Prob} > \text{chibar2} &= 0.0000\end{aligned}$$

اختبار اختلاف التباين

Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity
in fixed effect regression model

$H_0: \sigma(i)^2 = \sigma^2$ for all i

$$\begin{aligned}\chi^2(131) &= 9.8e+05 \\ \text{Prob} > \chi^2 &= 0.0000\end{aligned}$$

نظام العزوز المعممة

Dynamic panel-data estimation, two-step system GMM

Group variable: c_id	Number of obs	=	786
Time variable : year	Number of groups	=	131
Number of instruments = 31	Obs per group: min	=	6
F(11, 130) = 14.09	avg	=	6.00
Prob > F = 0.000	max	=	6

roa	Coefficient	Corrected std. err.	t	P> t	[95% conf. interval]	
roa						
L1.	.3773658	.1014032	3.72	0.000	.1767517	.5779799
size	.0105764	.0038982	2.71	0.008	.0028644	.0182885
age	-.0231611	.0184169	-1.26	0.211	-.0595968	.0132746
liqui	.0140768	.003799	3.71	0.000	.006561	.0215926
growth	.0568973	.0216668	2.63	0.010	.0140321	.0997625
tang	.0125381	.009847	1.27	0.205	-.0069429	.0320192
y2	-.0001841	.0061631	-0.03	0.976	-.0123771	.012009
y3	-.004725	.0068204	-0.69	0.490	-.0182183	.0087684
y4	-.0028843	.0065577	-0.44	0.661	-.015858	.0100893
y6	-.0022429	.0047707	-0.47	0.639	-.0116812	.0071954
y7	.0003082	.0050623	0.06	0.952	-.009707	.0103234
_cons	-.0788285	.0381682	-2.07	0.041	-.1543396	-.0033173

Arellano-Bond test for AR(1) in first differences: z = -2.38 Pr > z = 0.017
 Arellano-Bond test for AR(2) in first differences: z = -0.37 Pr > z = 0.712

Sargan test of overid. restrictions: chi2(19) = 61.34 Prob > chi2 = 0.000
 (Not robust, but not weakened by many instruments.)
 Hansen test of overid. restrictions: chi2(19) = 22.21 Prob > chi2 = 0.274
 (Robust, but weakened by many instruments.)