



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة باتنة 1 - الحاج لخضر

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية



أثر سياسات إدارة رأس المال العامل على الأداء المالي للمؤسسات  
دراسة حالة لعينة من المؤسسات الجزائرية

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية

تخصص: علوم مالية ومصرفية

تحت إشراف:

أ.د/ يحيوي نعيمة

إعداد الطالبة:

بوساحة فائزة

أعضاء لجنة المناقشة

الصفة	الجامعة الأصلية	الرتبة	الإسم واللقب
رئيسا	جامعة باتنة 1	أستاذ التعليم العالي	أ.د/ عامر عيساني
مقررا	جامعة باتنة 1	أستاذ التعليم العالي	أ.د/ يحيوي نعيمة
ممتحنا	جامعة باتنة 1	أستاذ محاضر - أ-	د. / زودة عمار
ممتحنا	جامعة عباس لغرور - خنشلة	أستاذ التعليم العالي	أ.د/ بن حركو غنية
ممتحنا	جامعة فرحات عباس - سطيف 1	أستاذ التعليم العالي	أ.د/ رجم خالد
ممتحنا	جامعة محمد خيضر - بسكرة	أستاذ التعليم العالي	أ.د/ بومجان عادل

السنة الجامعية: 2025/2024

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

لَا إِلَهَ إِلَّا أَنْتَ الْحَيُّ الْقَيُّومُ لَا تَأْخُذُهُ سِنَةٌ وَلَا نَوْمٌ لِمَا هُوَ بِشَهِيدٌ بِالسَّمَوَاتِ وَالْأَرْضِ إِنَّكَ

أَنْتَ الْغَفُورُ الرَّحِيمُ ﴿١﴾

# الشكر والحمد لله رب العالمين

أحمد الله سبحانه وتعالى حمدا كثيرا طيبا مباركا فيه

على توفيقه وتيسيره لإنجاز هذا العمل وتمامه، كما

أطلى واسلم على نبينا وسيدنا محمد أشرف خلق الله

صلوات الله وسلامه عليه. ومصادقا لقوله صلى الله عليه

وسلم " من لم يشكر الناس لم يشكر الله "

أتقدم بالشكر الوافي والجزيل للمشرفة الأستاذة

الدكتورة " يحيى نعيمة " على ما قدمته من دعم

وتوجيهات ونصائح قيمة طيلة اعداد هذه الرسالة.

# الإهداء

الى والدي العزيزين الذين لو لا دعواتهما ودعمهما

المتواصل لما وصلت الى هذه المرحلة، حفظهما الله ورعاهم

الى إخوتي الأحياء فاطمة، محمد، شيما

الى البراعم الصغيرة نور الهدى، منال، ابراهيم

الى كل الأصدقاء والزلاء

الى كل من ساندني ودعمني لأنجاز هذا العمل

## الملخص:

هدفت هذه الدراسة الى اختبار أثر سياسات إدارة رأس المال العامل على الأداء المالي لعينة مكونة من 60 مؤسسة صناعية جزائرية خلال الفترة 2017-2022. من أجل تحقيق أهداف الدراسة تم الإعتماد على نماذج انحدار بانل داتا الساكنة ( نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية)، تم قياس الأداء المالي من خلال ثلاثة مؤشرات هي العائد على الأصول ROA ، هامش الربح الصافي NPM، وهامش الربح التشغيلي NPM ، أما المتغيرات المستقلة فقد شملت سياسات الإستثمار IP سياسات التمويل FP لرأس المال العامل، كما تضمن النموذج أيضا مجموعة من المتغيرات الضابطة، من أجل تقدير نماذج الدراسة تم الإعتماد على البرمجية الإحصائية Stata 17.

توصلت الدراسة الى وجود أثر سلبي ذو دلالة إحصائية لسياسات التمويل لرأس المال العامل على الأداء المالي، في حين لم يكن هناك أي أثر ذو دلالة احصائية لسياسات الإستثمار على الأداء. كما كشفت الدراسة أيضا أن العلاقة بين سياسات التمويل لرأس المال العامل ومؤشرات الأداء المالي (العائد على الأصول ROA وهامش الربح الصافي NPM ) ليست في اتجاه واحد، حيث هناك تأثير ايجابي لسياسات التمويل على الأداء المالي الى غاية مستوى معين (المستوى الأمثل) بعد هذه النقطة يصبح التأثير سلبي الى غاية مستوى معين يعود بعده التأثير ايجابي. أخيرا بينت النتائج أنه هناك أثر سلبي لكل من الرفع المالي، العمر وكثافة رأس المال على الأداء المالي، وأثر ايجابي للسياسة الضريبية وفرص النمو على الأداء المالي. في الختام وبناء على ما تقدم من نتائج فقد تم تقديم مجموعة من الإقتراحات التي من شأنها تحسين الأداء المالي للمؤسسات الجزائرية.

**الكلمات المفتاحية:** رأس المال العامل، السيولة، الأداء المالي، سياسة محافظة، دورة التحويل النقدي، إدارة المخزون، بانل داتا.

**Abstract:**

This study aimed to test the impact of working capital management policies on the financial performance of a sample of 60 Algerian manufacturing companies during the period 2017-2022. In order to achieve the objectives of the study, static panel data regression models were adopted. Financial performance was proxied by Return On Assets (ROA), Net Profit Margin (NPM), and Operating Profit Margin (NPM). As for the independent variables, they included investment policies (IP) and financing policies (FP) of working capital, the model also included a set of control variables. The study adopts statistical software Stata 17 in order to estimate the models.

The key findings of the study report a statistically significant negative effect of working capital financing policies on financial performance, while there was no statistically significant effect of investment policies on performance. The study also revealed that the relationship between financing policies for working capital and financial performance indicators (Return On Assets (ROA) And Net Profit Margin (NPM)) is not in one direction, as there is a positive impact of financing policies on financial performance to a certain level (the optimum level) after this point, the effect becomes negative until a certain level after which the effect returns to positive. Finally, the results showed that there is a negative effect of financial leverage, age, and capital intensity on financial performance, and a positive effect of tax policy and growth opportunities on financial performance. In conclusion, based on the above results, a set of suggestions were presented that will improve the financial performance of Algerian companies.

**Keywords:** working capital, liquidity, financial performance, conservative policy, cash conversion cycle, inventory management, panel data.

# فهرس المحتويات

## فهرس المحتويات

الصفحة	المحتوى
	شكر وعرافان
	الإهداء
	الملخص بالعربية
	الملخص باللغة الاجنبية
	فهرس المحتويات
	فهرس الجداول
	فهرس الأشكال
	فهرس الملاحق
أ - ص	مقدمة
55-1	<b>الفصل الأول: الإطار النظري للأداء المالي</b>
2	تمهيد
3	<b>المبحث الأول: عموميات حول الأداء والأداء المالي</b>
3	المطلب الأول: ماهية الأداء
12	المطلب الثاني: مدخل للأداء المالي
21	المطلب الثالث: تقييم الأداء المالي
25	<b>المبحث الثاني: المؤشرات الكلاسيكية لتقييم الأداء المالي</b>
25	المطلب الأول: أساسيات حول استخدام النسب المالية
30	المطلب الثاني: تقييم الأداء المالي بإستخدام نسب الربحية والسيولة
35	المطلب الثالث: تقييم الأداء المالي بإستخدام نسب الرافعة المالية، نسب النشاط ونسب السوق
42	<b>المبحث الثالث: مؤشرات الأداء المالي الحديثة</b>
42	المطلب الأول: القيمة الإقتصادية المضافة EVA

49	المطلب الثاني: القيمة السوقية المضافة MVA
52	المطلب الثالث: عائد التدفق النقدي على الإستثمار CFROI والقيمة النقدية المضافة CVA
55	خلاصة الفصل
114-56	<b>الفصل الثاني: الإطار المفاهيمي لسياسات ادارة رأس المال العامل وأثرها على الأداء المالي</b>
57	تمهيد
58	<b>المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول رأس المال العامل</b>
58	المطلب الأول: ماهية رأس المال العامل
64	المطلب الثاني: أنواع ومحددات رأس المال العامل
71	المطلب الثالث: دورة رأس المال العامل
75	<b>المبحث الثاني: إدارة رأس المال العامل</b>
75	المطلب الأول: ماهية إدارة رأس المال العامل
79	المطلب الثاني: إدارة الحسابات المدينة والمخزون السلعي
91	المطلب الثالث: إدارة النقدية والتمويل قصير الأجل
98	<b>المبحث الثالث: سياسات إدارة رأس المال العامل والأداء المالي</b>
99	المطلب الأول: سياسات الإستثمار في رأس المال العامل والأداء المالي
105	المطلب الثاني: سياسات التمويل لرأس المال العامل والأداء المالي
114	خلاصة الفصل الثاني
170-115	<b>الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر سياسات إدارة رأس المال العامل على الأداء المالي لعينة من المؤسسات الجزائرية الصناعية خلال الفترة 2017-2022</b>
116	تمهيد
117	<b>المبحث الأول: الإطار المنهجي للدراسة</b>

117	المطلب الأول: مجتمع ،عينة الدراسة ومصادر جمع البيانات
122	المطلب الثاني: أداة وطرق تقدير نماذج الدراسة
127	المطلب الثالث: نماذج ومتغيرات الدراسة
133	<b>المبحث الثاني : الإحصاءات الوصفية</b>
133	المطلب الأول: الإحصاءات الوصفية لهيكل الإستثمار في رأس المال العامل
138	المطلب الثاني: الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة
141	<b>المبحث الثالث: نتائج التحليل الإحصائي واختبار الفرضيات</b>
141	المطلب الأول: اختبار أثر سياسات إدارة رأس المال العامل على مؤشرات الأداء المالي ( العلاقة الخطية)
158	المطلب الثاني: اختبار العلاقة غير الخطية بين سياسات ادارة رأس المال العامل والأداء المالي
170	خلاصة الفصل
172	الخاتمة
177	المراجع
194	الملاحق

## فهرس الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	الرقم
31	نسب الربحية	01
33	نسب السيولة	02
36	نسب الرافعة المالية	03
39	نسب النشاط	04
41	نسب السوق	05
101	المفاضلة بين سياسات الإستثمار المختلفة	06
110	المفاضلة بين سياسات التمويل لرأس المال العامل	07
118	توزيع مؤسسات عينة الدراسة حسب القطاعات الصناعية الفرعية	08
119	التوزيع الجغرافي لعينة الدراسة	09
120	توزيع عينة الدراسة حسب رقم الأعمال المحقق	10
132	متغيرات الدراسة وطريقة حسابها	11
133	متوسط نسبة الإستثمار في الحسابات المدينة	12
134	متوسط نسبة الإستثمار في المخزونات	13
135	متوسط نسبة الأرصدة النقدية المحتفظ بها	14
136	متوسط نسبة الحسابات الدائنة	15
138	الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة	16
142	اختبار أخطاء التوصيف للنموذج للنموذج الأول	17
142	الإختبارات التشخيصية للنموذج الأول	18
143	نموذج الإنحدار التجميعي	19
144	نموذج التأثيرات الثابتة	20
144	نموذج التأثيرات العشوائية	21
145	نتائج اختبار (LM) و Hausman	22
148	اختبار أخطاء التوصيف للنموذج الثاني	23
149	الإختبارات التشخيصية للنموذج الثاني	24
149	نموذج الإنحدار التجميعي	25

150	نموذج التأثيرات الثابتة	26
151	نموذج التأثيرات العشوائية	27
152	نتائج اختبار (LM) و Hausman	28
153	اختبار أخطاء التوصيف للنموذج الثالث	29
154	الإختبارات التشخيصية للنموذج الثالث	30
154	نموذج الإنحدار التجميعي	31
155	نموذج التأثيرات الثابتة	32
156	نموذج التأثيرات العشوائية	33
157	نتائج اختبار (LM) و Hausman	34
159	نموذج التأثيرات الثابتة	35
160	نموذج التأثيرات العشوائية	36
160	نتائج اختبار Cluster-Robust Hausman Test	37
163	جدول التأثيرات الثابتة	38
164	نموذج التأثيرات العشوائية	39
164	نتائج اختبار Cluster-Robust Hausman Test	40
166	نموذج التأثيرات الثابتة	41
167	نموذج التأثيرات العشوائية	42
168	نتائج اختبار Cluster-Robust Hausman Test	43

## فهرس الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	الرقم
30	تصنيف النسب المالية	01
63	مكونات رأس المال العامل	02
67	رأس المال العامل الدائم والمؤقت في المؤسسات المستقرة	03
67	رأس المال العامل الدائم والمؤقت في مرحلة النمو	04
73	الدورة التشغيلية، دورة التحويل النقدي	05
82	محاور السياسة الإئتمانية	06
83	معايير الإئتمان	07
90	الحجم الأمثل للمخزون	08
98	سياسات إدارة رأس المال العامل	09
101	السياسات البديلة للإستثمار في رأس المال العامل	10
103	السياسة المثلى للإستثمار في رأس المال العامل -سياسة محافظه-	11
104	السياسة المثلى للإستثمار في رأس المال العامل -سياسة مغامرة-	12
107	السياسة المعتدلة لتمويل رأس المال العامل	13
107	السياسة المغامرة لتمويل رأس المال العامل	14
108	السياسة المحافظة لتمويل رأس المال العامل	15
111	أسعار الفائدة لسندات مختلفة الإستحقاق	16
119	توزيع مؤسسات عينة الدراسة حسب القطاعات الصناعية الفرعية	17
120	التوزيع الجغرافي لعينة الدراسة	18
121	توزيع عينة الدراسة حسب الحجم ( رقم الأعمال)	19
123	البيانات الزمنية المقطعية Panel Data	20
134	تطور متوسط نسبة الإستثمار في الحسابات المدينة لعينة الدراسة خلال الفترة 2017-2022	21
135	تطور متوسط نسبة الإستثمار في المخزونات لعينة الدراسة خلال الفترة 2017-2022	22
136	تطور متوسط نسبة الإحتفاظ بالأرصدة النقدية لعينة الدراسة خلال الفترة 2017-2022	23

137	تطور متوسط نسبة الحسابات الدائنة لعينة الدراسة خلال الفترة 2022-2017	24
139	تطور مؤشرات الأداء المالي لعينة الدراسة للفترة 2022-2017	25
140	تطور سياسة الإستثمار والتمويل لرأس المال العامل خلال الفترة 2022-2017	26
162	العلاقة غير الخطية بين سياسة التمويل والعائد على الأصول	27
165	العلاقة غير الخطية بين سياسات التمويل وهامش الربح الصافي	28
168	اختبار العلاقة غير الخطية بين سياسات التمويل وهامش الربح التشغيلي	29

## الملاحق

الصفحة	عنوان الملحق	الرقم
194	قائمة المؤسسات عينة الدراسة	01
197	نتائج التحليل الإحصائي	02

# مقدمة

أصبحت إدارة رأس المال العامل إحدى أهم القضايا الحديثة والمحورية التي تحتل حيزا مهما في مجال الإدارة المالية الحديثة، وقد برزت هذه الأهمية عقب أعمال كل من Shin and Soenen (1998) والتي تلاها فيما بعد عدد كبير من الدراسات التي أثبتت الدور الحاسم الذي تلعبه إدارة رأس المال العامل في الإستدامة المالية للمؤسسات.

تختص إدارة رأس المال العامل بإدارة الأنشطة والعمليات قصيرة الأجل المرتبطة بمقدار الإستثمار في مكونات الأصول المتداولة ومصادر تمويلها، تتمحور هذه الأنشطة أساسا في المشتريات ودورة الإنتاج، المبيعات، تحصيل الحسابات المدينة والوفاء بالإلتزامات قصيرة الأجل.

ليس هناك شك اليوم في أن إدارة رأس المال العامل هي عامل مهم وجوهري في نجاح أي مؤسسة. تضمن الإدارة الجيدة لرأس المال العامل توفير تدفقات نقدية كافية لسيرورة العمليات التشغيلية اليومية وهو ما يؤدي الى تقليل الإعتماد على التمويل الخارجي خصوصا في ظل ارتفاع تكاليف التمويل وندرة الأموال، بالإضافة الى تجنب مخاطر العسر المالي، تعزيز نمو المؤسسة وتعظيم قيمتها. ولقد أوضح تقرير سنوي للشركة العالمية برايس ووترهاوس كوبرز PwC لسنة 2019 بأن تحسين كفاءة إدارة رأس المال العامل من شأنه أن يوفر ما قيمته 1.3 تريليون يورو وسيكون هذا كافيا للشركات العالمية لتعزيز استثماراتها الرأسمالية بنسبة 55% دون الحاجة إلى الوصول إلى تمويل إضافي.

من جهة أخرى فإن اتباع الممارسات الخاطئة في إدارة رأس المال العامل من شأنه أن يعرقل سير الأنشطة التشغيلية بسلاسة، فالإحتفاظ مثلا بمقادير غير كافية من رأس المال العامل يصاحبه ارتفاع في مخاطر السيولة وعدم قدرة المؤسسة على الإيفاء بالإلتزاماتها في المواعيد المحددة، مما يضر بسمعتها ومكانتها في السوق، وإن لم تتدارك هذا الوضع بسرعة قد يصل الأمر الى انهيارها بالكامل، وهذا ما أثبتته الكثير من الدراسات التي بينت بأن من بين العوامل المهمة في تعثر المؤسسات عدم الكفاءة في ادارة رأس المال العامل.

وتبرز أهمية إدارة رأس المال العامل في الوقت الراهن أكثر من أي وقت مضى، فحالة عدم الإستقرار التي يشهدها الإقتصاد العالمي بالإضافة الى التطور التكنولوجي السريع أدى الى ارتفاع درجة عدم اليقين، فأصبح التنبؤ الدقيق بالطلب، المبيعات وتوقيت التدفقات النقدية أمرا صعبا. ضف الى ذلك الأزمات غير المتوقعة، فمثلا الأحداث الأخيرة التي عرفها العالم كجائحة كورونا كان لها وقعها على

إدارة رأس المال العامل، حيث افرزت الكثير من الإضطرابات كندرة وصعوبة عمليات الإمداد بالمواد الأولية، انخفاض حجم المبيعات وصعوبة الحصول على التمويل. في ظل هكذا ظروف صعبة تصبح إدارة رأس المال العامل تحديا كبيرا بالنسبة للمديرين الماليين، واتخاذ أي قرارات خاطئة سيجعل الوضع أسوأ.

لقد كشف تقرير عالمي حديث لأكبر الشركات العالمية المدرجة في الأسواق المالية بأن انخفاض أداء إدارة رأس المال العامل هو أحد أهم أربعة تحديات تقف عائقا أمام تحسين الأداء المالي، حيث أن كل المؤسسات ذات المستويات المنخفضة من الأداء غالبا ما تشكو من صعوبات في إدارة رأس المال العامل، وعليه فإن توجيه الجهود نحو رفع كفاءة إدارة رأس المال العامل عن طريق اتباع السياسات المناسبة يعد من المداخل المهمة لتحسين الأداء ورفع القيمة.

وعلى الرغم من هذه الأهمية الكبيرة التي تتسم بها إدارة رأس المال العامل إلا أن هذا الموضوع يظل نوعا ما هامشيا في الدول الناشئة، حيث تشير الأبحاث والتقارير العالمية الى أن مؤشرات رأس المال العامل فيها لا تزال بعيدة عن المستوى المطلوب. تواجه المؤسسات في الدول الناشئة بيئة إقتصادية تتسم بعدم اليقين، مشكلة عدم تماثل المعلومات وارتفاع متواصل لتكاليف التمويل مما يجعل توفير التمويل اللازم لدعم النمو أمرا صعبا. في مثل هكذا وضع يفترض التركيز أكثر على إدارة رأس المال العامل ووضعها على رأس الأولويات، وذلك عن طريق تحسين وترشيد القرارات التشغيلية اليومية التي تؤدي الى تعظيم التدفقات النقدية الداخلة وبالتالي تخفيض الحاجة للإستدانة الخارجية قدر المستطاع.

إن العلاقة القوية والوطيدة بين إدارة رأس المال العامل والأداء المالي لم تشغل اهتمام الإدارة المالية فقط بل أيضا الباحثين الأكاديميين. ففي الآونة الأخيرة كان هناك عدد كبير من الدراسات التي تبحث في الموضوع والتي حاولت في مجملها التوصل لأفضل الممارسات في إدارة رأس المال العامل التي تدعم الأداء. لقد كان السبق في هذا المجال للدراسات الغربية خصوصا الولايات المتحدة الأمريكية، كندا، لكن مؤخرا هناك توجه ملحوظ للدراسات والأبحاث في الدول الناشئة نحو إدارة رأس المال العامل، إلا أن نصيب الجزائر من هذه الدراسات يبقى منخفضا وهذا ما دفعنا لإثارة هذا الموضوع ودراسته.

## 1- مشكلة الدراسة

تتطلب إدارة رأس المال العامل من المؤسسة صياغة سياسات واضحة سواء تعلق الأمر بقرارات الإستثمار أو التمويل. قد تنتهج المؤسسة سياسة محافظة في إدارة رأس المال العامل، كما يمكنها أيضا أن تتبع سياسة مغامرة. يؤدي اختيار سياسات رأس المال العامل المختلفة الى تحقيق مستويات مختلفة من الأداء المالي، حيث إعتقاد السياسات الصحيحة من شأنه أن سيعزز الأداء من خلال ضمان الأموال الكافية لسير العمليات اليومية والإستخدام الأمثل للأصول. لذلك فإن اختيار السياسات المناسبة في إدارة رأس المال العامل بعناية بما يتماشى ووضع المؤسسة الداخلي وبيئتها الخارجية يعد أمرا ضروريا، والإبتعاد عن القرارات العشوائية التي قد تؤدي الى نتائج غير مرغوبة. والمشكلة الرئيسية التي تبرز في إدارة رأس المال العامل هي غياب نهج أو سياسات موحدة تكون دائما صالحة، حيث سياسات رأس المال العامل المناسبة لمؤسسة، قطاع أو بلد ما ليست بالضرورة مناسبة لمؤسسة، قطاع أو بلد آخر، كما أن السياسات المناسبة اليوم ليست بالضرورة مناسبة مستقبلا. حتى الدراسات والأبحاث حول الموضوع بينت أن هناك تفاوتا كبيرا في النتائج المتوصل إليها، وعلى اعتبار أن البيئة الإقتصادية في الجزائر تختلف عن باقي الدول التي أجريت فيها هذه الدراسات يصبح هنا من المهم جدا معرفة أثر سياسات إدارة رأس المال العامل على الأداء المالي للمؤسسات الجزائرية وذلك من أجل معرفة السياسات المناسبة التي تدعم الأداء.

مما سبق يمكن صياغة الإشكالية الرئيسية لهذه الدراسة على النحو التالي:

ما هو أثر سياسات إدارة رأس المال العامل على الأداء المالي للمؤسسات الجزائرية عينة الدراسة؟

وتتطلب الإجابة عن هذه الإشكالية الإجابة عن مجموعة من الأسئلة الفرعية هي :

- السؤال الفرعي الأول: ما هو أثر سياسات الإستثمار في رأس المال العامل على الأداء المالي للمؤسسات الجزائرية عينة الدراسة
- السؤال الفرعي الثاني: ما هو أثر سياسات التمويل لرأس المال العامل على الأداء المالي للمؤسسات الجزائرية عينة الدراسة؟
- السؤال الفرعي الثالث: هل هناك علاقة غير خطية بين سياسات الإستثمار لرأس المال العامل والأداء المالي للمؤسسات الجزائرية عينة الدراسة؟

- السؤال الفرعي الرابع: هل هناك علاقة غير خطية بين سياسات التمويل لرأس المال العامل والأداء المالي للمؤسسات الجزائرية عينة الدراسة؟  
2- فرضيات الدراسة

من أجل الإجابة على إشكالية الدراسة تم صياغة الفرضيات التالية:

الفرضية الرئيسية الأولى: هناك أثر ذو دلالة إحصائية لسياسات الإستثمار لرأس المال العامل على الأداء المالي للمؤسسات الجزائرية عينة الدراسة.

الفرضية الرئيسية الثانية: هناك أثر ذو دلالة إحصائية لسياسات التمويل لرأس المال العامل على الأداء المالي للمؤسسات الجزائرية عينة الدراسة.

الفرضية الرئيسية الثالثة: هناك علاقة غير خطية ذات دلالة إحصائية بين سياسات الإستثمار لرأس المال العامل والأداء المالي للمؤسسات الجزائرية عينة الدراسة.

الفرضية الرئيسية الرابعة: هناك علاقة غير خطية ذات دلالة إحصائية بين سياسات التمويل لرأس المال العامل والأداء المالي للمؤسسات الجزائرية عينة الدراسة.

### 3- نموذج الدراسة

من أجل الإجابة على إشكالية الدراسة تم الإعتماد على نموذج يتكون من متغيرات مستقلة، متغيرات تابعة وأخرى ضابطة كما هو موضح في الشكل التالي:



## 4- أهمية الدراسة

تستمد هذه الدراسة أهميتها من خلال النقاط التالية:

- أهمية موضوع الدراسة المعالج، حيث شغلت إدارة رأس المال العامل في الوقت الراهن إهتمام فئة كبيرة من الباحثين في الدول المتقدمة والنامية على حد سواء خصوصا في ظل الأزمات الأخيرة.
- يتوقف أداء المؤسسة بشكل كبير على إدارة رأس المال العامل وهذا ما أثبتته العديد من الدراسات الحديثة.
- موضوع إدارة رأس المال العامل هو من المواضيع التي تتسم بالديناميكية الأمر الذي يجعل دراستها وتحليلها باستمرار أمرا مهما.
- تعد هذه الدراسة إضافة علمية للمستوى الأكاديمي ومنطلقاً لأبحاث ودراسات جديدة.

## 5- أهداف الدراسة

تسعى هذه الدراسة بشكل رئيسي لمعرفة أثر سياسات إدارة رأس المال العامل على الأداء المالي، ويتفرع هذا الهدف الى مجموعة من الأهداف الفرعية هي :

- تقديم اطار نظري مفاهيمي لكل من إدارة رأس المال العامل والأداء المالي.
- اختبار أثر سياسات الإستثمار في رأس المال العامل المعتمدة من المؤسسات الجزائرية على مؤشرات ادائها المالي.
- اختبار أثر سياسات التمويل لرأس المال العامل المعتمدة من طرف المؤسسات الجزائرية على مؤشرات ادائها المالي.
- اختبار العلاقة غير الخطية بين سياسات الإستثمار لرأس المال العامل ومؤشرات الأداء المالي.

- اختبار العلاقة غير الخطية بين سياسات التمويل لرأس المال العامل ومؤشرات الأداء المالي.

## 6- الدراسات السابقة

تعد الدراسات السابقة محورا مهما وركيزة أساسية لإستكمال أي بحث علمي، فهي تقدم لنا صورة شاملة عن الأبحاث السابقة المتعلقة بموضوع الدراسة، كما تظهر لنا الجوانب المعروفة عن موضوع ما والجوانب التي تستدعي البحث والدراسة. إن مراجعتنا للدراسات السابقة ذات الصلة بموضوع إدارة رأس

المال العامل وأثرها على الأداء المالي أتاحت لنا استكشاف الموضوع ووضع الإطار العام الذي تم من خلاله معالجة مشكلة الدراسة. من زاوية أخرى فإن الدراسات السابقة اعتبرت مصدرا مهما للمعلومات والأفكار سواء على المستوى النظري أو المستوى التطبيقي المتمثل في بناء نموذج الدراسة وطريقة التحليل الإحصائي، والأهم من ذلك فإن اطلاعنا على الدراسات السابقة سمح لنا من اجراء مقارنة بين نتائج الدراسة الحالية ونتائج الدراسات السابقة وتحديد ما إذا كانت نتائج الدراسة الحالية تدعم أو تخالف نتائج الدراسات السابقة .

فيمايلي سرد لمجموعة من الدراسات السابقة والتي لها علاقة مباشرة بموضوع دراستنا.

**The Relationship Between " بعنوان (charitou et al, 2016) البداية بدراسة**  
**Aggressive and Conservative Working Capital Management Policies and**  
**Profitability: An Empirical Investigation**

والتي اختبرت العلاقة بين سياسات إدارة رأس المال العامل المغامرة والمحافظة على الربحية. أجريت الدراسة على 21 شركة صناعية مدرجة في سوق قبرص المالي للفترة 2005-2007. استخدمت نسبة الأصول المتداولة الى اجمالي الأصول كمؤشر لسياسة الإستثمار، ونسبة الخصوم المتداولة الى اجمالي الأصول كمؤشر لسياسة التمويل، أما الربحية فتم قياسها باستخدام العائد على الأصول والعائد على رأس المال المستثمر. أظهرت نتائج الدراسة أن الشركات التي تتبع سياسة محافظة للإستثمار في رأس المال العامل أكثر ربحية وهذا معناه علاقة عكسية بين درجة المغامرة في الإستثمار في رأس المال العامل والربحية، أيضا بينت نتائج الدراسة أن الشركات التي تتبع الأسلوب المحافظ في تمويل رأس المال العامل هي الأخرى أكثر ربحية.

**The Quadratic Relationship " بعنوان (Sunday Simon et al. 2017) دراسة**  
**Between Working Capital Management and Firm Performance:**  
**Evidence from The Nigerian Economy,**

هدفت هذه الدراسة الى إختبار العلاقة غير الخطية بين ادارة رأس المال وأداء الشركات، كما تناولت الدراسة أيضا أثر الإنحراف على المستوى الأمثل لرأس المال العامل على الأداء. شملت عينة الدراسة 75 شركة غير مالية مدرجة في البورصة النيجيرية للفترة 2007 - 2015. استخدم الباحثون دورة التحويل النقدي كمقياس لإدارة رأس المال العامل، بالإضافة الى اسلوب بانل داتا لتقدير نموذج

الإندجار. خلصت الدراسة الى وجود علاقة غير خطية بين إدارة رأس المال العامل والأداء مما يعني وجود حجم أمثل لرأس المال العامل عنده يعظم الأداء. كما اشارت الدراسة الى أن الإنحراف عن المستوى الأمثل لرأس المال العامل يؤثر على أداء الشركات، لذا أوصت الدراسة بضرورة تعزيز أفضل الممارسات لإدارة رأس المال العامل للحفاظ على المستوى الأمثل لرأس المال العامل وتعظيم الأداء.

### دراسة (Rasyid et al, 2018) بعنوان " The Impact of Aggressive Working Capital Management Policy on Firm's Value: A Mediating Effect of Company's Profitability

اختبرت هذه الدراسة أثر سياسات إدارة رأس المال العامل على الربحية وقيمة الشركة. اشتملت عينة الدراسة على 158 شركة اندونيسية مدرجة في سوق اندونيسيا المالي للفترة 2012-2015. استخدمت الباحثة نسبة الأصول المتداولة الى إجمالي الأصول كمؤشر على سياسة الإستثمار، ونسبة الخصوم المتداولة الى اجمالي الأصول كمؤشر لسياسة التمويل. أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة موجبة دالة احصائيا بين مؤشر سياسات الاستثمار لرأس المال العامل وكل من الربحية، وعليه فإن الشركات التي ترغب في زيادة الربحية يتوجب عليها اتباع سياسة محافظة في الإستثمار في رأس المال العامل. كما بينت النتائج وجود علاقة عكسية بين مؤشر سياسات التمويل لرأس المال العامل وكل من الربحية وقيمة الشركة وعليه من أجل زيادة الربحية والرفع من قيمة الشركة ينبغي اتباع سياسة محافظة في تمويل رأس المال العامل وذلك بالاعتماد أكثر على مصادر التمويل طويلة الأجل.

### دراسة (Panda & Nanda,2018) بعنوان " Working Capital Financing and Corporate Profitability of Indian Manufacturing Firms

حاول الباحثان في هذه الدراسة تقديم دليل تجريبي على العلاقة بين سياسات تمويل رأس المال العامل والربحية، أيضا معرفة التغير في طريقة تمويل رأس المال العامل تحت سيناريوهات مختلفة من المرونة المالية. من أجل تحقيق أهداف الدراسة تم اختيار عينة مكونة من 1211 شركة من ست قطاعات صناعية رئيسية في الاقتصاد الهندي خلال الفترة 2000-2016. بينت نتائج الدراسة وجود علاقة غير خطية بين سياسة تمويل رأس المال العامل والربحية في قطاعات الكيماويات، البناء والسلع الاستهلاكية. الشركات في هذه القطاعات يمكنها تمويل جزء كبير من متطلبات رأس المال العامل

بالاعتماد على الديون قصيرة الأجل دون التأثير على الربحية. اما في شركات قطاع صناعة الآلات، المعادن والنسيج فقد وجد فيها أن زيادة التمويل لمتطلبات رأس المال العامل من شأنه أن يزيد ربحية الشركات التي قامت بتمويل حصة صغيرة من رأس المال العامل عن طريق التمويل قصير الأجل. لكن إذا كانت الحصة الأكبر من رأس المال العامل ممولة بديون قصيرة الأجل فإن زيادة أخرى في التمويل قد تؤثر سلبا على الربحية. أخيرا وجدت الدراسة أن الشركات التي تتمتع بمرونة مالية عالية (باستثناء قطاع النسيج) يمكنها زيادة الربحية من خلال تبني سياسة مغامرة لتمويل رأس المال العامل.

### دراسة (Daisuke Tsuruta, 2018) بعنوان " Do Working Capital Strategies Matter? Evidence from Small Business Data in Japan

حاول الباحث من خلال هذه الدراسة معرفة أثر استراتيجيات ادارة رأس المال العامل على الأداء ومخاطر عدم السداد. شملت عينة الدراسة على 100000 شركة صغيرة تنتمي لـ 25 صناعة مختلفة لمدة 7 سنوات. توصلت الدراسة لنتائج مهمة أولها أن الشركات التي تستثمر بنسبة مرتفعة في رأس المال العامل يكون احتمال التخلف عن السداد لديها مرتفع ، نتيجة لذلك فإن تبني سياسة محافظة في الإستثمار في رأس المال العامل ينتج عنه ارتفاع معدلات الفائدة على القروض. من جهة أخرى بينت النتائج أن المستويات الكبيرة من رأس المال العامل ( سياسة محافظة) يكون معها معدل نمو المبيعات أكبر. كما وجدت الدراسة أن العلاقة بين الإستثمار في رأس المال العامل والأداء هي علاقة غير خطية خلال السنة الأولى من فترة الدراسة فقط، في حين تختفي هذه العلاقة على مدى 3 الى 4 سنوات ، مما يعني أن وجود مستوى أمثل لرأس المال العامل ليس مهما على المدى البعيد. أخيرا بينت الدراسة أن المستوى الأمثل لرأس المال العامل يتعلق اساسا بخصائص كل الشركة.

### دراسة (Mohsin Siraj et al, 2019) بعنوان " Working Capital Management and Firm Performance: Evidence from Non-Financial Firms in Pakistan

هدفت هذه الدراسة الى تحليل أثر إدارة رأس المال العامل (إدارة المخزون، إدارة الحسابات المدينة، إدارة الحسابات الدائنة) على الأداء المالي للشركات. ضمت عينة الدراسة 280 شركة غير مالية مدرجة في بورصة باكستان خلال الفترة 2000-2016. استخدم العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية كمؤشر لأداء الشركات، بالنسبة لإدارة رأس المال العامل تم قياسها بمتوسط فترة تحصيل الذمم المدينة، متوسط فترة سداد الذمم الدائنة، متوسط فترة تحويل المخزون، كما تم استخدام متغيرات

ضابطة كحجم الشركة والرافعة المالية. توصلت الدراسة الى أن إدارة رأس المال العامل لها الأثر الكبير على الأداء المالي، وأنه يتوجب على المدراء الماليين تخفيض فترة تحصيل الذمم المدينة وفترة تحويل المخزون لتعزيز أداء المالي للشركات.

### دراسة (Goyal Sumita Shroff,2019) بعنوان " Working Capital Policy of Indian Service Industry

سعت هذه الدراسة الى فحص سياسات إدارة رأس المال العامل في قطاع الخدمات لمدة خمسة عشر سنة (1995-2010). استخدمت الدراسة 24 نسبة مالية مصنفة ضمن أربع مجموعات فرعية لغرض التحليل. خلصت الدراسة الى أن قطاع الخدمات يتبع سياسة مغامرة في تمويل رأس المال العامل، وأرجع الباحث السبب في ذلك الى السمعة الطيبة والجدارة الائتمانية التي تتمتع بها شركات قطاع الخدمات والتي تسمح لها بالحصول بسهولة على التمويل قصير الأجل لتمويل الأصول المتداولة. كما توصلت الدراسة الى أن نسبة الاستثمارات في الأصول المتداولة للقطاع في انخفاض مستمر مما يعني اعتماد تدريجي لسياسة مغامرة في الإستثمار في رأس المال العامل. أخيرا توصلت الدراسة الى أن حساسية الربحية (العائد على الأصول) تجاه التغير في الاستثمار في الأصول المتداولة في انخفاض وهذا طيلة فترة الدراسة.

### دراسة (Osama EL-Ansary and Heba Al-Gazzar,2020) بعنوان " Working Capital And Financial Performance in MENA Region

سعى الباحثان من خلال هذه الدراسة للتحقق من التأثير غير الخطي المحتمل لصافي رأس المال العامل على الربحية، كما تختبر الدراسة أيضا تأثير مستويات النقد على العلاقة بين صافي رأس المال العامل والربحية. شملت عينة الدراسة الشركات المدرجة في منطقة الشرق الأوسط وشمال افريقيا. تم استخدام عينة مكونة من 134 شركة مدرجة في 12 دولة في الشرق الأوسط وشمال افريقيا للفترة 2013-2019، كما استخدم الباحث طريقة الفروق العامة للجزومة GMM من أجل تقدير نموذج الدراسة. أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة غير خطية بين صافي رأس المال العامل والربحية مقاسة بالعائد على الأصول. كما بينت النتائج أن مستويات النقد ليس لها أي تأثير على العلاقة بين صافي رأس المال العامل والربحية.

## دراسة (Nufazil Ahangar, 2021) بعنوان "Is The Relationship Between Working Capital Management and Firm Profitability Non-Linear in Indian SMES?"

حاول الباحث من خلال ورقته البحثية اختبار العلاقة غير الخطية بين إدارة رأس المال العامل والربحية لعينة مكونة من 2122 شركة هندية صغيرة ومتوسطة الحجم خلال الفترة 2006-2017. تم قياس ادارة رأس المال العامل بدورة التحويل النقدي، أما الربحية فتم قياسها بالعائد على الأصول والهامش الإجمالي. من أجل تحقيق أهداف الدراسة استخدم الباحث طريقة الفروق العامة للغزوم من أجل تقدير نموذج الدراسة. بينت نتائج الدراسة وجود علاقة غير خطية بين رأس المال العامل والربحية، حيث تزداد ربحية الشركة عند المستويات الدنيا من دورة التحويل النقدي وتقل عند المستويات الأعلى. هذا وأوصت الدراسة بضرورة اتباع الممارسات الصحيحة في ادارة دورة التحويل النقدي لتعزيز الربحية، علاوة على ذلك يجب أن تسعى الشركات دائما للإقتراب من دورة التحويل النقدي المثلى وتجنب الإنحرافات المحتملة على كلا الجانبين.

## دراسة (Garikai Mandipa and Athenia Bongani Sibindi, 2022) بعنوان "Financial Performance and Working Capital Management Practices in the Retail Sector: Empirical Evidence from South Africa"

اختبرت هذه الدراسة العلاقة بين الأداء المالي وسياسات إدارة رأس المال العامل لشركات البيع بالتجزئة المدرجة في جنوب افريقيا. تكونت عينة الدراسة من 16 شركة بيع بالتجزئة خلال الفترة 2010-2019. استخدم الباحث نموذج الأثر الثابت من أجل تقدير نموذج الدراسة، كما تم استخدام كل من دورة التحويل النقدي ومكوناتها كمقاييس لسياسات ادارة رأس المال العامل، والعائد على حقوق الملكية والعائد على الأصول وصافي الربح التشغيلي كمقاييس للأداء المالي. خلصت الدراسة الى وجود علاقة سلبية بين دورة التحويل النقدي ومكوناتها مع الأداء المالي، وهذا معناه أن اتباع سياسة مغامرة في ادارة رأس المال العامل له الأثر الإيجابي على الأداء المالي.

## دراسة ( Juan Gallegos Mardones, 2022) بعنوان "Working Capital Management and Business Performance: Evidence from Latin American Companies"

هدف الباحثان في هذه الدراسة الى تقدير ومقارنة كيفية تأثير الإستثمار في رأس المال العامل على الأداء المالي للشركات المدرجة في بورصة الأوراق المالية لدول أمريكا اللاتينية تشيلي والمكسيك وبيرو والبرازيل للأعوام 2000 إلى 2018. من أجل تحقيق أهداف الدراسة استخدم الباحث منهجية بيانات بانل داتا. توصلت الدراسة الى وجود علاقة ايجابية مهمة احصائيا لكنها غير خطية بين الإستثمارات في رأس المال العامل واداء الشركة. كما بينت الدراسة أن هناك تباين في النتائج بين مختلف البلدان والصناعات يمكن أن يفسر من خلال متغيرات الإقتصاد الكلي. أخيرا أظهرت الدراسة بأن ادارة الإستثمارات في رأس المال العامل أفضل في المؤسسات الكبيرة مقارنة بالمؤسسات الصغيرة.

### دراسة (David Rodeiro-Pazos et al, 2023) بعنوان " Working Capital Management and Firm Sales Growth: Evidence from Fish Processing Industry

والتي هدفت الى تحليل مدى تأثير سياسات الإستثمار والتمويل لرأس المال العامل على نمو مبيعات الشركة. استخدم الباحثون عينة تزيد عن 1050 شركة اوروبية ( فرنسا، اسبانيا، النرويج، بولندا، ايطاليا والسويد) ضمن صناعة الأسماك خلال الفترة 2013-2020، كما تم تطبيق البانل داتا الديناميكي من أجل اختبار الفرضيات. كشفت نتائج الدراسة بأن الحسابات المدينة والحسابات الدائنة تعزز نمو المبيعات ، في حين تم العثور على العكس بالنسبة للمخزونات. وفيما يتعلق بسياسات تمويل رأس المال العامل أظهرت النتائج بأن القروض المصرفية قصيرة الأجل ليس لها أي تأثير على نمو المبيعات، لكن الديون طويلة الأجل لها تأثير كبير، مما يشير الى أن اتباع سياسة محافظة في تمويل رأس المال العامل يعزز من نمو المبيعات.

### مايميز هذه الدراسة عن باقي الدراسات

على خطى الدراسات السابقة قامت هذه الدراسة هي الأخرى بإختبار أثر سياسات إدارة رأس المال العامل على الأداء المالي. إن الدراسات حول هذا الموضوع كثيرة ومتنوعة سواء في الدول المتقدمة أو الناشئة، لكن رغم ذلك فهذه الدراسات لم تتوصل الى نتيجة واحدة، وقد عزى الباحثون ذلك الى أن موضوع إدارة رأس المال العامل من الموضوعات التي تتسم بالديناميكية، وكون بيئة الأعمال اليوم هي بيئة سريعة التغير والتطور فإن قرارات إدارة رأس المال العامل ستبقى بإستمرار محل نقاش وبحث وعليه فإن البحث في هذا الموضوع لا يعد من باب التكرار.

من جهة أخرى لقد بحثت هذه الدراسة في علاقة إدارة رأس المال العامل والأداء المالي في بيئة اقتصادية مختلفة عما تناولته الدراسات السابقة، كما أن معظم الدراسات السابقة ركزت على مؤسسات مدرجة في الأسواق المالية، في حين أن هذه الدراسة تناولت عينة مؤسسات غير مدرجة في السوق المالي.

## 7- منهج الدراسة

من أجل الإجابة على الإشكالية المطروحة، تم الإعتماد على المنهج الوصفي التحليلي، بحيث اعتمدنا على الكتب، المذكرات والمقالات العربية والأجنبية للإحاطة بالجانب النظري حول إدارة رأس المال العامل والأداء المالي. أما في الجانب التطبيقي فقمنا بتجميع البيانات المتعلقة بمتغيرات الدراسة من القوائم المالية، كما تم الإستعانة ببعض أساليب الإقتصاد القياسي لدراسة وتحليل العلاقة بين المتغيرين وإختبار الفرضيات من خلال بناء نماذج Panel Data ساكنة وذلك بالإعتماد على البرمجية الإحصائية Stata 17.

## 8- صعوبات الدراسة:

واجهت الطالبة صعوبات كثيرة أثناء اعداد الدراسة أهمها:

- صعوبة الحصول على بيانات الدراسة من طرف السجل التجاري؛
- عدم مقدرة الطالبة على استخدام بعض المقاييس الحديثة لمتغيرات الدراسة لعدم توفر البيانات الخاصة بها؛

## 9- حدود الدراسة

تتمثل حدود الدراسة فيما يلي:

- **الحدود الموضوعية:** حيث تناولت الدراسة الحالية أثر سياسات إدارة رأس المال العامل على الأداء المالي لعينة من المؤسسات الجزائرية .
- **الحدود المكانية:** تضم الدراسة مجموعة من المؤسسات الجزائرية والتي تتوزع على مختلف ربوع الوطن
- **الحدود الزمنية:** من أجل الإجابة على اشكالية الدراسة تم الإعتماد على القوائم المالية للمؤسسات خلال الفترة الزمنية 2017-2022.

## 10- هيكل الدراسة

للإحاطة بمختلف جوانب الدراسة والإجابة على الإشكالية الواردة، تم تقسيم الدراسة الى مقدمة عامة إضافة الى ثلاث فصول وأخيرا خاتمة.

تناولت المقدمة الإطار العام للدراسة الذي يتضمن الإشكالية العامة، الأهمية، الأهداف والدراسات السابقة، صعوبات، حدود وهيكل الدراسة.

في حين سيخصص الفصل الأول للإطار النظري للأداء المالي من خلال ثلاثة مباحث، سيتعرض المبحث الأول لعموميات حول الأداء والأداء المالي، أما المبحث الثاني فسيتناول المؤشرات الكلاسيكية في تقييم الأداء المالي، أخيرا جاء المبحث الثالث للتطرق للإتجاهات الحديثة في تقييم الأداء المالي.

أما في الفصل الثاني فسيتم فيه تسليط الضوء على الإطار المفاهيمي لسياسات ادارة رأس المال العامل وأثرها على الأداء المالي وذلك من خلال ثلاثة مباحث، سيعرض المبحث الأول المفاهيم الأساسية حول رأس المال العامل ، أما المبحث الثاني فسيختص في إدارة رأس المال العامل، في حين سيتم الحديث في المبحث الثالث عن سياسات إدارة رأس المال العامل وعلاقتها بأداء المؤسسة.

فيما يتعلق بالفصل الثالث فسوف يخصص للجانب التطبيقي للدراسة وسيتم تقسيمه الى ثلاثة مباحث، سيهتم المبحث الأول بمنهجية الدراسة التطبيقية، أما المبحث الثاني فسيعرض الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة، في حين سيتطرق المبحث الثالث الى اختبار الفرضيات ومناقشة النتائج. أخيرا خاتمة سنتناول من خلالها أهم نتائج الدراسة النظرية والتطبيقية، أهم المقترحات وأفاق الدراسة.

**الفصل الأول: الإطار النظري  
للأداء المالي**

### تمهيد:

لقد تزايد الإهتمام بموضوع الأداء المالي اداريا واكاديميا بإعتباره أحد أهم مؤشرات النجاح أو الفشل في المؤسسة، فقد أصبحت كل الجهود تتركز نحو تحقيق مستويات جيدة من الأداء المالي من أجل ضمان التميز والإستدامة في ظل المنافسة الشديدة والتغيرات السريعة التي تشهدها بيئة الأعمال. يعكس الأداء المالي درجة تحقيق الأهداف المالية للمؤسسة والمتمثلة أساسا في القدرة على توليد الأرباح وتعظيم القيمة على المدى البعيد وبهذا فهو يقدم رؤية واضحة عن السلامة المالية للمؤسسة ومدى قدرتها على النمو والإستدامة مستقبلا. في هذا المبحث سنحاول التعرض الى موضوع الأداء المالي وفي البداية سنلقي نظرة عن الأداء بصفة عامة بعدها نتطرق لماهية الأداء المالي، وأخيرا المؤشرات المستخدمة في عملية تقييم الأداء المالي الكلاسيكية والحديثة.

## المبحث الأول: عموميات حول الأداء والأداء المالي

سيلقى هذا المبحث الضوء على موضوع الأداء المالي وأهم الجوانب المتعلقة به انطلاقاً من ضبط المفاهيم الأساسية المتعلقة بالأداء بصفة عامة ثم الأداء المالي بعدها عملية تقييم الأداء المالي.

### المطلب الأول: ماهية الأداء

سنتعرض في هذه الجزئية إلى أهم المفاهيم التي وضعها رواد الإدارة لمصطلح الأداء، بالإضافة إلى معايير، خصائص وتصنيفات الأداء.

### أولاً: تعريف الأداء

لقي موضوع الأداء اهتماماً كبيراً ومناقشة مستفيضة في البحث النظري والأكاديمي على مدى العقدين الماضيين، لكن رغم ذلك فإن الوصول إلى مفهوم وتصور واضح لمصطلح الأداء أمر غاية في الصعوبة والتعقيد، حيث تكشف مراجعة أدبيات الإدارة الإستراتيجية عن وجود ثغرات في وضع تعريف دقيق وشامل لمصطلح الأداء.

بالنظر إلى الجانب اللغوي، نجد أن مصطلح الأداء هو مرادف لمفاهيم مختلفة مثل انجاز، تأدية، الخ.. وكلمة الأداء هي كلمة مشتقة من الكلمة الفرنسية القديمة (Performer) والتي تعني تنفيذ مهمة أو تأدية عمل.<sup>1</sup>

أما فيما يخص المفهوم الإصطلاحي، فقد درج الكثير من الباحثين على صياغة مفهوم للأداء نذكر منهم:

- عرف كل من Richard & Swanson الأداء على أنه " المخرجات ذات القيمة ينتجها النظام في شكل سلع وخدمات " <sup>2</sup>.

- بينما يرى كل من Robins & Wlersema بأن الأداء هو " إمكانية المنظمة في تحقيق ما تصبو إليه من أهداف بعيدة الأمد" <sup>3</sup>، إن هذا التعريف يحصر مفهوم الأداء في القدرة على تحقيق الأهداف بعيدة الأمد.

<sup>1</sup> مجيد الكرخي، مؤشرات الأداء الرئيسية، دار المناهج لنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2015، ص. 29.

<sup>2</sup> محمد طاهر الخلف وآخرون، الإدارة الإستراتيجية، ألفا للوثائق، قسنطينة، الجزائر، 2017، ص. 221.

<sup>3</sup> علاء فرحان طالب وإيمان شبحان المشهداني، الحوكمة المؤسسة والأداء المالي الاستراتيجي للمصارف، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011، ص. 64.

- أما **Stephen & Mary** فيرى بأن الأداء هو " النتائج النهائية المترجمة لجميع عمليات وأنشطة عمل المنظمة"<sup>1</sup>.
- من جهة أخرى ذهب فريق آخر من الباحثين في حصر مفهوم الأداء في الكفاءة والفاعلية أمثال **Miller et Bromily** وعرفاه بأنه " انعكاس لكيفية استخدام المؤسسة للموارد المالية والبشرية، واستغلالها بكفاءة وفعالية بصورة تجعلها قادرة على تحقيق أهدافها"<sup>2</sup>.
- أما **Zahra & Pearce** فقط ربط أداء المؤسسة بعوامل كل من البيئة الداخلية والخارجية حيث الأداء هو " النتائج المحققة نتيجة تفاعل العوامل الداخلية على اختلاف أنواعها والتأثيرات الخارجية واستغلالها من قبل المؤسسة في تحقيق أهدافها"<sup>3</sup>.
- وفقا لكل من **Wit & Meyer** فإن الأداء هو " مخرجات الأنشطة والأحداث التي تشكل داخل المنظمة"<sup>4</sup>.
- **Kotler & Armstrong** ركزا في تعريفهما للأداء على البعد التنافسي، حيث اعتبرا أن الأداء يمثل " مقابلة أداء المنظمة بأداء منافسيها للتعرف على نقاط القوة وتعزيزها ونقاط الضعف والحد منها"<sup>5</sup>.
- عرف الأداء أيضا من بعض المفكرين على أنه " العلاقة بين النتيجة والمجهود وهو أيضا معلومة كمية في أغلب الأحيان تبين حالة أو درجة بلوغ الغايات والأهداف والمعايير والخطط المتبعة من طرف المؤسسة"<sup>6</sup>.
- حسب **Colase** كلمة أداء تغطي مفاهيم كثيرة ومختلفة مثل "النمو والربحية والعائد والإنتاجية والكفاءة والقدرة التنافسية"<sup>7</sup>.

<sup>1</sup> Yaser Hasan Al-Mamary, **The Relationship between System Quality, Information Quality, and Organizational Performance**, International Journal of Knowledge and Research in Management & E-Commerce, Vol.4, Issue 3, 2014, P. 7

<sup>2</sup> مصطفى يوسف، إدارة الأداء، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2018، ص. 16.

<sup>3</sup> نفس المرجع، ص. 18.

<sup>4</sup> محي الدين يحيى القطب، مرجع سابق، ص. 44.

<sup>5</sup> علاء فرحان طالب وايمان شيحان المشهداني، مرجع سابق، ص. 64.

<sup>6</sup> محمد البشير بن عمر، **دور حوكمة المؤسسات في ترشيد القرارات المالية لتحسين الأداء المالي للمؤسسة - دراسة حالة المجمع الصناعي صيدال في الفترة الزمنية (2008-2013)**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة - الجزائر، 2017، ص. 152.

<sup>7</sup> Omar Taouab & Zineb Issor, **Firm Performance: Definition and Measurement Models**, European Scientific Journal, Vol.15, No.1, January 2019, P. 96

- أما تعريف الأداء حسب Bourguignon فهو بمثابة "انجاز للأهداف التنظيمية، هذا الإنجاز يمكن أن يفهم بالمعنى الضيق (النتيجة أو النهاية) أو بالمعنى الواسع أي الطريقة التي تؤدي إلى النتيجة (العمل أو النشاط)"<sup>1</sup>

- ويعرف الأداء حسب Seashore and Yuchtman بـ " قدرة المؤسسة على استغلال بيئتها في الحصول على الموارد النادرة والقيمة للحفاظ على بقائها"<sup>2</sup> هذا التعريف يرى بأن معيار الأداء هو قدرة المؤسسة على البقاء من خلال حياة ما يلزمها من موارد أساسية ويولي أهمية كبيرة للمدخلات مقارنة بالمخرجات.

في حين ربط رواد النموذج البيئي أمثال Boshcken, Connolly, Zammuto وأخرون مفهوم الأداء بعلاقة المؤسسة بمحيطها الخارجي، حيث الأداء هو " قدرة المؤسسة على إرضاء المكونات الإستراتيجية الرئيسية في بيئتها"<sup>3</sup>

لقد استخدمت التعاريف السابقة معاني كثيرة ومختلفة للدلالة على الأداء كالنتيجة، الكفاءة، الفاعلية، الإنتاجية، التنافسية، الربحية، العلاقات الخارجية... الخ، حيث يلاحظ غياب تعريف موحد للأداء. إن التعاريف السابقة يمكن ادراجها ضمن ثلاث توجهات رئيسية لعلماء الإدارة في وضعهم لمعايير الأداء هي<sup>4</sup>:

**التوجه الأول:** تركز بعض المدارس مثل النموذج العقلاني في تعريف معايير الأداء على العوامل الداخلية للمؤسسة، حيث الأداء مربوط بتحقيق أهداف المؤسسة وأيضاً بطريقة تحقيق هذه الأهداف.

**التوجه الثاني:** بعض الباحثين ركز على المكونات التنظيمية الداخلية كمعايير للأداء مثل السياسات والإجراءات المختلفة، أنظمة الإتصال القوية التي تساهم في تحقيق الرقابة التنظيمية، أيضاً العلاقات الإنسانية وتنمية الموارد البشرية... الخ.

**التوجه الثالث:** ذهب بعض الباحثين الى التركيز على عوامل البيئة الخارجية وعلاقة المؤسسة ببيئتها الخارجية ( كالموردين، الزبائن، المنافسين ) كمعايير أساسية للأداء.

<sup>1</sup> زغود تبر، تأثير هيكل الملكية والهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة - دراسة اختبارية على عينة من شركات المساهمة بالجزائر خلال الفترة 2010-2014، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه العلوم في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، قسم التسيير، جامعة قاصدي مرباح- ورقلة، الجزائر، 2018، ص. 119

<sup>2</sup> Sally Coleman Selden and Jessica E. Sowa, **Testing a Multi-Dimensional Model of Organizational Performance: Prospects and Problems**, Journal of Public Administration Research and Theory: J-PART, Vol. 14, No. 3, JSTOR, 2004, P. 397

<sup>3</sup> Ibid

<sup>4</sup> Ibid, P-P. 396-397

ويرجع هذا التباين في مفهوم الأداء كون هذا الأخير وحسب الكثير من الباحثين أمثال Cameron و Venkatraman & Ramanujam مفهوم يتسم بالتعقيد وتعدد الأبعاد<sup>1</sup>، أي أنه يتشكل من خلال أبعاد مختلفة Multidimensionality of Performance. فأغلب التصورات التي وضعها الباحثون حول الأداء ركزت على بعد معين دون الأبعاد الأخرى الأمر الذي خلق هذا التفاوت الكبير في مدلول الأداء.

ولقد أكد كل من Venkatraman and Ramanujam بضرورة التعرف على أبعاد الأداء وفحص كل بعد على حدا خصوصا عند عملية تقييم الأداء، من أجل الوصول الى تصور واضح وشامل للأداء.

إن المناقشات السابقة تؤدي الى طرح تساؤل رئيسي وهو لماذا الأداء مفهوم متعدد الأبعاد؟ ناقش كل من Pierre J. Richard et al. في دراستهما هذه النقطة وخلصا الى ثلاثة أسباب رئيسية تجعل من الأداء مفهوم متعدد الأبعاد وهي<sup>2</sup>:

- **تعدد أصحاب المصلحة:** يقصد بأصحاب المصلحة Stakeholder كل الأطراف التي تؤثر وتتأثر بتحقيق أهداف المؤسسة. تختلف وجهات النظر بين أصحاب المصلحة تجاه أداء المؤسسة تبعاً لدوافعهم وأهدافهم فيها، حيث يركز كل طرف على جوانب الأداء الأكثر ارتباطاً بأهدافهم ومصالحهم، وعليه ستختلف معايير الأداء بينهم كل حسب إهتمامه. فالمساهمون أو الملاك مثلاً معيار الأداء المهم بالنسبة لهم تعظيم الأرباح وعوائد المساهمين. أما العمال والموظفين فإن تركيزهم ينصب على ظروف العمل، في حين يهتم الزبائن بجودة المنتج ويهتم المجتمع والمنظمات البيئية بالإستدامة البيئية كمعيار للأداء.... الخ.

- **عدم تجانس الموارد، البيئة والإختيار الإستراتيجي:** تختلف المؤسسات في مواردها وقدراتها وفي كيفية استخدامها، هذا الاختلاف يجعل المؤسسات تتبنى استراتيجيات مختلفة لتحقيق أهدافها. وعليه فإن معايير الأداء سوف تختلف عند هذه المؤسسات. من جهة أخرى فإن الخيارات الإستراتيجية التي تتخذها المؤسسات ليست نفسها وهذا يؤدي الى اختلاف معايير الأداء، حيث ترتبط الإستراتيجيات المختلفة بأبعاد مختلفة من الأداء.

<sup>1</sup> Alexandre Veronese Bentes et al., **Multidimensional assessment of organizational performance: Integrating BSC and AHP**, Journal of Business Research, Vol.65, No.12, 2012, P. 1790

<sup>2</sup> Pierre J. Richard et al, **Measuring Organizational Performance: Towards Methodological Best Practice**, Journal of Management, Vol. 35, No. 3, June 2009, P-P. 723-727

- الإطار الزمني الذي تم فيه قياس الأداء: أكدت العديد من الدراسات أن الأداء في حد ذاته لا يستمر الى ما لا نهاية، وعليه فالإطار الزمني الذي يحدد فيه الأداء مهم للغاية.

#### ثانياً: معايير الأداء

وضح كل من Sink and Tuttle في نموذجهما أن مفهوم الأداء مرتبط بشكل مباشرة بستة معايير أساسية هي الفاعلية، الكفاءة، الجودة، الإنتاجية، الابتكار والربحية<sup>1</sup>.

#### • الفاعلية

يعد تحقيق الفاعلية الهدف النهائي لأي مؤسسة وهي تلعب دوراً أساسياً في التطوير التنظيمي، حيث يرى Drucker بأن الفاعلية التنظيمية هي الأداء الصحيح وهي مفتاح النجاح<sup>2</sup>. على الرغم من اختلاف التعاريف المقدمة للفاعلية لكن يبقى التعريف الأبرز والأكثر شيوعاً هو مستوى تحقيق الأهداف التنظيمية، وبعبارة أخرى "أين أنا" و "أين يجب أن أكون" هاتين الجملتين تحددان أهداف المؤسسة<sup>3</sup>.

#### • الكفاءة

تشير الكفاءة الى نسبة المدخلات المستهلكة الى المخرجات المتحققة، فكلما كانت المخرجات أكثر من المدخلات فإن الكفاءة تكون أعلى، كما أنه كلما تم تحقيق مخرجات معينة بمدخلات أقل فهذا يشير لمستوى كفاءة أعلى<sup>4</sup>. كما تعرف أيضاً "بقدرته المنظمة على تحقيق الأهداف بأقل التكاليف أو أن يؤدي الفرد عمله بأقل تكلفة من الوقت والجهد والمال"<sup>5</sup>. يعبر عن كفاءة المؤسسة بشكل عام بثلاث كفاءات هي<sup>6</sup>:

- **الكفاءة المعرفية:** وترتبط بالفرد ومدى المامه بالمعلومات والمعارف الضرورية المرتبطة بعمله.

<sup>1</sup> Job P. Antony and Sanghamitra Bhattacharyya, **measuring organizational performance and organizational excellence of SMEs – Part 1: a conceptual framework**, MEASURING BUSINESS EXCELLENCE, VOL. 14, No. 2, 2010, P. 4

<sup>2</sup> Najme Mehdibeigi et al, **Customer Knowledge Management and Organization's Effectiveness: explaining the mediator role of Organizational Agility**, Procedia - Social and Behavioral Sciences, Vol. 230, 2016, P. 96

<sup>3</sup> Ibid

<sup>4</sup> زاير وافية، الإدارة الاستراتيجية وأداء المؤسسات الاقتصادية، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2019، ص.88.  
<sup>5</sup> العربي عطية، أثر استخدام تكنولوجيا المعلومات على الأداء الوظيفي للعاملين في الأجهزة الحكومية المحلية-دراسة ميدانية في جامعة ورقلة (الجزائر)، مجلة الباحث، المجلد 10، العدد 10، 2012، ص. 323

<sup>6</sup> محمد على نسيم، التوأمان الكفاءة والفاعلية، دار جوانا للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2016، ص.ص. 34-35

- **الكفاءة الأدائية:** القدرة على استخدام الطرق المختلفة للقيام بالعمل، أيضا القدرات والإمكانات المتعلقة بالخلق والإبتكار.

- **الكفاءة الإنتاجية:** تقدر بالإنتاج الكلي مقسوما على قيمة مستلزمات الإنتاج أي المخرجات على المدخلات.

### • الجودة<sup>1</sup>

تعد المنافسة العالمية أحد أهم التحديات التي تعرفها المؤسسة اليوم، وحتى تتمكن المؤسسة من المنافسة بنجاح في السوق لا بد لها من تقديم منتجات وخدمات عالية الجودة مقارنة بمنافسيها، لهذا تتجه العديد من المؤسسات الى استثمار مبالغ ضخمة من أجل تكييف وتنفيذ ممارسات إدارة الجودة. إن الإهتمام بالجودة يؤدي الى احداث تأثير ايجابي على أداء الأعمال من خلال التأثير على تكاليف الإنتاج والأرباح.

### • الإنتاجية

ويقصد بالإنتاجية نسبة المخرجات الى المدخلات، كلما كانت المؤسسة أكثر أنتاجية كان ذلك أفضل

### • الإبتكار

عرف كل من J.R. Schermerhorn وزملاؤه الإبتكار بأنه " عملية انشاء الأفكار الجديدة ووضعها في الممارسة"<sup>2</sup>. تفرض البيئة المتغيرة التي تعيشها المؤسسات اليوم توفر عنصر الإبتكار لديها، فالإبتكار هو الآلية التي تمكنها من التكيف مع هذه البيئات المتغيرة<sup>3</sup>. يسمح الإبتكار للمؤسسة من تحقيق قيمة مضافة عالية، كما يعد بمثابة السلاح الذي تواجه به منافسيها في السوق، حيث يضمن لها التطوير المستمر للمنتجات والحفاظ على حصتها السوقية<sup>4</sup>، لذا يعد الإبتكار توجه استراتيجي مهم نحو تحسين أداء المؤسسة.

<sup>1</sup> Musran Munizu, **The Impact of Total Quality Management Practices towards Competitive Advantage and Organizational Performance: Case of Fishery Industry in South Sulawesi Province of Indonesia**, Pakistan Journal of Commerce and Social Sciences, Vol. 7, No. 1, 2013, P. 185

<sup>2</sup> نجم عبود نجم، إدارة الإبتكار : المفاهيم والخصائص والتجارب الحديثة، دار وائل للنشر والتوزيع، ط 2، 2007، ص. 20

<sup>3</sup> Rajenall Siriram, **Technological and non-technological innovation effects on firm performance**, Journal of High Technology Management Research, Vol. 33, No. 2, 2022, P. 1

<sup>4</sup> نجم عبود نجم، مرجع سابق، ص. 15

## • الربحية

تقيس الربحية قدرة المؤسسة على توليد الأرباح من نشاطها، وتعد الربحية الهدف الرئيسي الذي تسعى المؤسسة لتحقيقه لضمان استمراريتها في السوق.

وحسب **Sink and Tuttle** فإن التركيز في بادئ الأمر يتمحور حول الفاعلية أي ماهي الأشياء الصحيحة التي يجب القيام بها، بعدها تتجه المؤسسة الى تحقيق الكفاءة والجودة. إذا كانت هذه المفاهيم الثلاثة في مكانها الصحيح فإحتمال كبير أن تكون المؤسسة ذات إنتاجية كبيرة، أما الإبتكار فهو وسيط يمكن من خلاله تحسين الأداء أو تخفيفه. إن الحفاظ على أداء جيد في كل هذه المجالات يؤدي الى تعظيم الربحية وهو الهدف قصير الأجل الذي يدعم النمو والتميز والبقاء على المدى الطويل<sup>1</sup>.

## ثالثاً: خصائص الأداء

انطلاقاً من التعاريف السابقة يتضح أن أداء المؤسسة يتسم بعدة خصائص نوجزها في النقاط التالية:<sup>2</sup>

### • الأداء مفهوم واسع

يختلف مفهوم الأداء باختلاف الجهات التي تستخدمه، فالأداء من منظور أصحاب المؤسسة هو تحقيق الأرباح، أما بالنسبة للإدارة فقد يعني المردودية والقدرة التنافسية، في حين من وجهة نظر العاملين الأداء يعني أجور مرتفعة وجو عمل مناسب، أخيراً قد يرى الزبون الأداء من خلال جودة السلع والخدمات المقدمة من قبل المؤسسة.

### • الأداء مفهوم متطور عبر الزمن

إن المعايير التي يتحدد الأداء بناء عليها سواء كانت معايير داخلية في المؤسسة أو خارجية في البيئة الخارجية تكون متغيرة ومتطورة خلال دورة حياة المؤسسة، وبتغير الظروف التي تمر بها، مما يجعل الأداء هو الآخر مفهوم متغير ومتطور عبر الزمن.

<sup>1</sup> Asbjørn Rolstadås, **Enterprise performance measurement**, International Journal of Operations & Production Management, Vol. 18, No. 9/10,1998, P. 992

<sup>2</sup> محمد طاهر خلف وآخرون، مرجع سابق، ص-ص 225-226.

• الأداء مفهوم شامل

بمعنى أن الأداء لا ينحصر في جانب واحد وهو الجانب الاقتصادي بل يتعداه الى جوانب أخرى تنظيمية، بشرية واجتماعية، إذ أن المعايير المالية وحدها غير كافية للتعبير عن أداء المؤسسة، لذلك يتوجب على الإدارة استخدام أيضا معايير غير مالية كالمعايير البشرية والاجتماعية لتكتملتها.

• الأداء ذو أثر رجعي على المؤسسة

حيث أن أداء المؤسسة يؤثر على سلوك الإداريين، فإذا كان الأداء سيئاً أو بعيد عما هو مخطط له، فإنه يتوجب عليهم إعادة النظر في البرامج والخطط والبحث عن أفضل المداخل لتصحيح هذا الانحراف.

رابعا: تصنيفات الأداء

يصنف الأداء الى أنواع كثيرة بناء على مجموعة من المعايير أهمها: معيار الشمولية، معيار المصدر، ومعيار الطبيعة

1- التصنيف حسب معيار الشمولية

يصنف الأداء وفقا الى هذا المعيار الى:<sup>1</sup>

• **الأداء الكلي:** يمثل الإنجازات والأهداف التي اشتركت كل الأنظمة الفرعية للمؤسسة في تحقيقها مجتمعة لا على انفراد. ينصب التركيز في هذا النوع من الأداء عن مدى وكيفيات وصول المؤسسة لأهدافها الشاملة كالاستمرارية، النمو، الربح..... الخ.

• **الأداء الجزئي:** يمثل الأهداف المحققة على مستوى الأنظمة الفرعية للمؤسسة، ويندرج ضمنه تصنيفات مختلفة باختلاف المعيار المعتمد لتقسيم وظائف المؤسسة، فنجد حسب المعيار الوظيفي أداء وظيفة الإنتاج، أداء الوظيفة المالية، أداء وظيفة التسويق... الخ.

2- التصنيف حسب معيار المصدر

يندرج ضمن هذا المعيار الأداء الذاتي أو الداخلي والأداء الخارجي<sup>2</sup>

<sup>1</sup> عبد الملوك مزهودة، الأداء بين الكفاءة والفاعلية مفهوم وتقييم، مجلة العلوم الإنسانية، المجلد 01، العدد 01، نوفمبر 2001، ص. 89  
<sup>2</sup> كمال بوشرش، الثقافة التنظيمية والأداء في العلوم السلوكية والإدارية، ط1، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2015، ص.ص 89-90.

• **الأداء الداخلي:** ينشأ الأداء الداخلي من الموارد الداخلية الأساسية التي تمتلكها المؤسسة وينتج من:

- **الأداء البشري:** يعكس الأداء البشري جهود الأفراد العاملين في المؤسسة .
  - **الأداء التقني:** ويتجسد في قدرة المؤسسة على الإستخدام الأمثل والفعال لإستثماراتها.
  - **الأداء المالي:** ويعكس أداء الوظيفة المالية في المؤسسة.
- **الأداء الخارجي:** يتشكل الأداء الخارجي من التغيرات التي تحدث في المحيط الخارجي للمؤسسة وتتعاكس ايجابا أو سلبا على أدائها، وهذا النوع من الأداء يحتم على المؤسسة تحليل نتائجها.

### 3- التصنيف حسب معيار الطبيعة

يمكن تصنيف الأداء وفق معيار الطبيعة الى: <sup>1</sup>

- **الأداء الاقتصادي:** يمثل الهدف الأساسي الذي تسعى المؤسسة لتحقيقه والذي يتجسد بالعوائد التي تحققها عن طريق تعظيم أرباحها وتدنية مستويات استخدام مواردها.
- **الأداء الاجتماعي:** حديثا لم يعد اهتمام المؤسسة منصب على الأهداف الإقتصادية فقط بل أصبح لزاما عليها ادراج الإهتمامات الإجتماعية ضمن قراراتها. يعكس الأداء الإجتماعي الأهداف الإجتماعية الداخلية والخارجية التي تسعى المؤسسة لتحقيقها، والحقيقة أن المؤسسة مقيدة بهذه الأهداف الإجتماعية من قبل مجتمعها الداخلي والخارجي، لذا فإن نجاحها مرهون بتحقيق الأهداف الإجتماعية جنبا الى جنب مع الأهداف الإقتصادية.

- **الأداء التقني:** كأن ترغب المؤسسة في دخول أو السيطرة على مجال تكنولوجي معين.
- **الأداء الثقافي:** كسعي المؤسسة الى تبني ثقافة خاصة بها أو التأثير على السلوك الثقافي لمحيطها عن طريق خلق أنماط استهلاكية جديدة.
- **الأداء السياسي:** عن طريق محاولة المؤسسة التأثير على النظام السياسي القائم لتحقيق منافع وامتيازات تخدم مصالحها وأحسن مثال على ذلك الشركات متعددة الجنسيات خاصة منها العاملة في بلدان العالم الثالث.

<sup>1</sup> عبد الملوك مزهودة، مرجع سابق، ص-ص. 89-90

### المطلب الثاني: مدخل للأداء المالي

الأداء المالي هو أحد أهم وأقدم محاور الأداء، حيث اقتصر في السابق عند تحليل أداء المؤسسة على الجوانب المالية بإعتبارها المؤشرات الرئيسية للنجاح. يعكس الأداء المالي قدرة المؤسسة على تحقيق الأرباح، ويعكس مدى الإستقرار المالي والمصداقية للمؤسسة، كما يبين قدرتها على سداد الديون، إضافة الى دوره المهم في اتخاذ القرارات المالية وجذب المستثمرين.

### أولاً: مفهوم الأداء المالي

نتعرض في هذه الفقرة جملة من التعاريف التي قدمها الأدب المالي للأداء المالي أهمها:

- عرف الأداء المالي حسب Gladstone بأنه " وصف لوضع المنظمة الحالي وتحديد دقيق للمجالات التي استخدمتها للوصول الى الأهداف من خلال دراسة المبيعات، الإيرادات، الموجودات، المطلوبات وصافي الثروة"<sup>1</sup>
- أما Miller & Dess فعرفا الأداء المالي على أنه " المعبر عن أداء الأعمال باستخدام مؤشرات مالية كالربحية مثلاً، ويمثل الركيزة الأساسية لما تقوم به المنظمات من أنشطة مختلفة"<sup>2</sup>
- كما يرى بعض المفكرين أنه "مدى قدرة المؤسسة في الإستغلال الأمثل للموارد من أجل تكوين الثروة وتحقيق الأهداف المحددة مسبقاً من طرف الإدارة، كما يفيد الأداء المالي في الكشف عن أماكن الخلل في نشاط المؤسسة الإقتصادية، وإجراء تحليل شامل لها، وبيان مسبباتها، لوضع الحلول المناسبة وتصحيحها"<sup>3</sup>
- أما Ph. Lorrino فيرى أن الأداء المالي هو " الفرق بين القيمة المقدمة للسوق ومجموع القيم المستهلكة وهي تكاليف مختلف الأنشطة".<sup>4</sup>

1 علاء فرحان طالب وايمان شيحان المشهاني، مرجع سابق، ص.67.

2 نفس المرجع، ص. 68

3 أحمد سلامي و زينب درويش، نحو بناء نموذج قياسي للتنبؤ بالأداء المالي للمؤسسات المسعرة في بورصة قطر - دراسة حالة عينة من الشركات خلال الفترة (2010-2015)، مجلة الدراسات الاقتصادية الكمية، المجلد 02، العدد 02، 2016، ص.193

4 امينة تليسة واخرون، تحليل الاختلاف في الأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة والعائلية وغير عائلية الجزائرية، مجلة مجاميع المعرفة، المجلد 03، العدد 05، 2017، ص. 203.

- كما عرف الأداء المالي أيضا بـ "نتائج المخرجات التي يتم الحصول عليها من العمليات والمنتجات، فهو يعبر عن المخرجات أو الأهداف التي يسعى النظام لتحقيقها، أي أنه يربط بين أوجه النشاط والأهداف التي تسعى المنظمة لتحقيقها"<sup>1</sup>

- ينظر أيضا للأداء المالي على أنه "تعظيم النتائج من خلال تحسين المردودية، ويتحقق ذلك بتدنيه التكاليف وتعظيم الإيرادات بصفة مستمرة تمتد إلى المدى المتوسط والطويل، بغية تحقيق كل من التراكم في الثروة والإستقرار في مستوى الأداء"<sup>2</sup>

وترى الباحثة أن الأداء المالي هو النتائج النهائية للقرارات المالية للمؤسسة خلال فترة زمنية معينة. إن التعاريف السابقة توضح لنا غياب مفهوم أو مدلول موحد للأداء المالي، فهناك من الباحثين من يرى بأن الأداء المالي ما هو إلا التعبير عن أداء المؤسسة باستخدام مجموعة من المؤشرات المالية. في حين يرى البعض الآخر أن الأداء المالي هو قدرة المؤسسة على الإستخدام الأمثل لمواردها المالية، أما آخرون فيرون بأن الأداء المالي هو تحقيق الأهداف المالية المتمثلة في تعظيم النتائج المالية. ويعود السبب في هذا التباين بين المفكرين في تحديد مفهوم الأداء المالي لأسباب عدة نذكر منها<sup>3</sup>:

#### • صعوبة تحديد مفهوم موحد للوظيفة المالية

تباينت وجهات نظر المفكرين الماليين في ضبط مفهوم واطار واضح للوظيفة المالية. فنجد مثلا وجهة النظر النقدية التي تدرج ضمن الوظيفة المالية كل عملية لها طابع نقدي سواء كانت خارجة أو داخلية، عاجلة أو آجلة. في حين أن وجهة النظر التشغيلية يحددها طرح التساؤلات التالية، هل دور الوظيفة المالية هو مواجهة المصاعب والمشاكل المالية كدعم التوازن المالي، الحد الأدنى للربحية، اليسر المالي؟ أم أنها تتمحور بالتدابير الخاصة بكيفية الحصول على الأموال وحسن استخدامها؟

#### • ظهور النظرية المالية المعاصرة

في السابق اعتبرت النظرية المالية الكلاسيكية بأن الوظيفة المالية في المؤسسة يقتصر دورها الأساسي في الحصول على الأموال وحسن استخدامها، وركزت على هدف أساسي هو تعظيم الربح في ظل عدم اليقين. لكن هذا المفهوم لم يدم طويلا خصوصا مع التطورات السريعة التي عرفتھا البيئة

<sup>1</sup> بورنيسة مريم وخفري خيضر، فعالية المؤشرات الحديثة للأداء المالي في تحديد الملاءة المالية للمؤسسات الصناعية " دراسة حالة المؤسسات الصناعية الأردنية"، مجلة المستقبل الاقتصادي، العدد 06، 2018، ص.101

<sup>2</sup> محمد البشير بن عمر، مرجع سابق، ص. 213

<sup>3</sup> دادن عبد الغاني، قراءة في الأداء المالي والقيمة في المؤسسات الاقتصادية، مجلة الباحث، المجلد 04، العدد 04، 2006، ص. 42

الإقتصادية من حدة المنافسة، سيادة حالة عدم التأكد ، زيادة تدخل الدولة، التقدم التكنولوجي، ندرة الأموال وارتفاع تكلفتها بالإضافة الى انفصال الملكية عن الإدارة. ظهر اتجاه جديد للنظرية المالية وهو تعظيم القيمة السوقية للسهم ومنه تعظيم قيمة المؤسسة في البورصة.

وخلال الفترة ما بين 1950 إلى 1960 ظهرت النظرية المالية الحديثة (المعاصرة)، ورغم اختلاف الأهداف وتعدد أبعاد التطبيق إلا أن في فحواها واقع اقتصادي ساهم بشكل واضح في نشوء علم التنظيمات... الخ. ووفقا لرؤية البروفيسور Conso ، تعد النظرية المالية المعاصرة نموذجا خارجيا للمؤسسة خاضعا لقوانين سوق الأصول، وذلك بالفصل بين رأس المال الاقتصادي ورأس المال المالي.

### • التوجه الحديث نحو المؤشرات الإقتصادية

عرفت المؤشرات تطورات ملحوظة شكلا ونوعا، فإلى غاية سنة 1985 سيطرت المؤشرات المحاسبية في عملية قياس العوائد والأرباح. ابتداء من سنة 1995 توجه الاهتمام نحو المؤشرات الإقتصادية، ذلك أن المؤشرات المحاسبية ذات صلة بالأرباح لا تعطي صورة واضحة حول إمكانات المؤسسة ومدى قدرتها في تحقيق عوائد بقدر يفوق قيمتها المحاسبية فضلا عن قصور هذه المؤشرات في فترات التضخم والوهم النقدي.

### ثانيا: أهمية الأداء المالي

تبرز أهمية الأداء المالي في المعلومات القيمة التي يوفرها عن الوضعية المالية الحالية والتاريخية للمؤسسة وكشفه عن نقاط الضعف ونقاط القوة للمركز المالي، بالإضافة الى تأثيره المباشر على عملية اتخاذ القرار.

بالنسبة للمؤسسة تتأتى أهمية الأداء المالي من تسليطه الضوء على جوانب مهمة هي<sup>1</sup>:

- تقييم أداء ربحية المؤسسة من أجل تحسينها وتعظيم ثروة الملاك؛
- تقييم أداء سيولة المؤسسة من أجل ضمان قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها؛
- تقييم نشاط المؤسسة لمعرفة كيفية توزيع المؤسسة لمصادر التمويل واستثمارها؛

<sup>1</sup> محمد محمود الخطيب، الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات المساهمة، ط1، دار الحامد للنشر والتوزيع، 2010، ص-ص 48-47.

- تقييم الهيكل المالي للمؤسسة لمعرفة المدى الذي ذهبت فيه المؤسسة في الإعتماد على مصادر التمويل الخارجية؛
  - تقييم سياسة توزيع الأرباح؛
  - تقييم مدى تطور حجم المؤسسة،
- من ناحية أخرى فالأداء المالي ليس محور اهتمام الإدارة المالية للمؤسسة فقط، بل أيضا المستثمرون في الأسواق المالية، فالأداء المالي يوفر المعلومات التالية للمستثمرين<sup>1</sup>:
- يسمح للمستثمرين بالإطلاع على نشاط المؤسسة والظروف الاقتصادية والمالية المحيطة بها، ومدى تأثير سعر سهم المؤسسة بالوضع المالية لها.
  - يزود المستثمرين بالمعلومات اللازمة للقيام بعملية التحليل وتفسير البيانات المالية، وإجراء المقارنات بين مختلف المؤسسات من أجل الوصول للقرار المناسب واختيار المؤسسات الأفضل للاستثمار بها.

### ثالثا: محددات الأداء المالي

يعد الأداء المالي المتفوق أحد أهم الأهداف التي تسعى الإدارة المالية جاهدة لبلوغها. فقط مع الأداء المالي المتفوق تضمن المؤسسة النجاح، النمو والإستدامة في بيئة اقتصادية يسودها التنافس وعدم الإستقرار، لهذا فإنه من الأولويات الأساسية لأي مؤسسة العمل على تحسين وتوجيه الأداء المالي بإستمرار نحو الأفضل تعزيزا لمركزها التنافسي في السوق، ولا يتم ذلك إلا من خلال صياغة وتطوير الخطط والإستراتيجيات المناسبة لذلك. وبغية تحقيق هذه الغاية لابد من تحديد وفهم طبيعة العوامل المحددة للأداء المالي، حيث يتم تعزيز دور العوامل التي تحسن الأداء واستبعاد الأخرى التي لها تأثير عكسي على الأداء.

بذلت الكثير من الجهود في علم الإدارة محاولة لفهم ما الذي يحدد الأداء المالي، والبحث في الأسباب والعوامل التي تؤدي الى تحقيق مستويات عالية من الأداء والأخرى التي تؤدي الى مستويات ضعيفة من الأداء.

<sup>1</sup> محمد محمود الخطيب ، مرجع سابق، ص. 47

من جهة أخرى فإن اطلاعنا على الأبحاث التجريبية حول الموضوع بين أن هناك تفاوتاً كبيراً فيما يخص العوامل المتحكمة في الأداء المالي. فهذه العوامل تختلف باختلاف المؤسسات أو القطاعات وحتى الدول، كما أن تأثيرها ليس بدرجة واحدة ولا في اتجاه واحد بالإضافة إلى تغييرها بمرور الوقت. لكن رغم هذا التباين الكبير في الآراء إلى أن معظم الأبحاث والأدبيات المالية اتفقت على تبويب هذه المحددات ضمن مجموعتين أساسيتين: محدّدات داخلية خاضعة لتحكم المؤسسة وأخرى خارجية تتعلق بالبيئة الخارجية التي تعمل فيها وهي خارج سيطرة المؤسسة.

### 1- المحددات الداخلية للأداء المالي

تفترض النظرية القائمة على الموارد (Resource based view (RBV بأن الموارد الداخلية للمؤسسة هي المحددات الرئيسية للأداء<sup>1</sup>. بعبارة أخرى تعنقد هذه النظرية بأن القوى المحركة للأداء المالي هي القدرات والموارد الداخلية التي تمتلكها المؤسسة وتتحكم فيها. ولقد وضع Barney في هذا السياق بأن المؤسسة التي تمتلك موارد قيمة، نادرة ويصعب تقليدها يمكنها أن تخلق ميزة تنافسية مستدامة تسمح لها بتحقيق أرباح مستمرة وأداء مالي جيد<sup>2</sup>.

ولا تقتصر الموارد هنا على الأصول الملموسة فقط بل كل الأصول غير الملموسة، القدرات، العمليات التنظيمية، خصائص المؤسسة، المعلومات والمعرفة وما إلى ذلك، والتي تسيطر عليها المؤسسة وتستخدمها في تنفيذ استراتيجيتها التي تحسن من أدائها المالي<sup>3</sup>. يمكن تلخيص أهم المحددات الداخلية للأداء المالي فيما يلي:

#### • حجم المؤسسة

تؤكد مراجعة الأدبيات السابقة بأن حجم المؤسسة **Size** هو أحد أهم محددات الأداء المالي، لكنها لم تتوصل إلى توافق في الآراء حول طبيعة العلاقة بينهما. فحسب كل من Pervan et al.2014, Cummins and Rubio Misas, 2001, Mazhar Hallak Kantakji et al, 2019 , توسع حجم المؤسسة له تأثير إيجابي على الأداء المالي، هذا الكلام معناه أن أداء المؤسسات الكبيرة

<sup>1</sup> Darush Yazdanfar, **Profitability determinants among micro firms: evidence from Swedish data**, International Journal of Managerial Finance, Vol. 9, No. 2, Emeraldinsight, 2013, P. 151

<sup>2</sup> Jay Barney, **Firm Resources and Sustained Competitive Advantage**, Journal of Management, Vol. 17, No. 1, 1991, P-P. 106-107

<sup>3</sup> Ibid, P. 101

أفضل من أداء المؤسسات الصغيرة. أحد أهم التفسيرات المقدمة لهذه العلاقة نجدها في نظرية اقتصاديات الحجم<sup>1</sup>، حيث المؤسسات كبيرة الحجم قادرة على خفض التكاليف بسبب مزايا الحجم الكبير ( وفترات الحجم )، حيث يتم تحميل التكاليف الثابتة على عدد كبير من المخرجات مما يؤدي الى انخفاض متوسط تكلفة الوحدة. إن قدرة المؤسسات الكبيرة على الاقتصاد في تكلفة الوحدة يعد ميزة تنافسية تسمح لها بزيادة المبيعات والأرباح. بالإضافة الى ذلك فإن نمو المؤسسة يعود عليها بمنافع كثيرة تمكنها من تحقيق أداء مالي جيد أهمها<sup>2</sup>:

✓ تمتلك المؤسسات الكبيرة منتجات وأسواق متنوعة مما يقلل من مخاطر فشلها وخروجها من السوق، حيث أن الظروف السيئة لسوق ما يمكن تعويضها من خلال الظروف الجيدة للأسواق الأخرى.  
✓ المؤسسات الكبيرة أكثر كفاءة من المؤسسات الصغيرة لإمتلاكها الخبرة والقدرات الإدارية وتكنولوجيا الإنتاج والتنظيم العالي.

✓ قدرة المؤسسات الكبيرة على الوصول الى أسواق رأس المال وتلبية احتياجاتها التمويلية، بالإضافة الى قدرتها على توظيف العمالة من ذوي الكفاءات العالية.

✓ قد تواجه المؤسسات الكبيرة سياسة ضريبية جيدة مقارنة بالمؤسسات الصغيرة.

من ناحية أخرى توصلت بعض الدراسات الى نتيجة عكسية مفادها أن الأداء المالي يرتبط عكسيا مع حجم المؤسسة، وهذا معناه أن أداء المؤسسات الصغيرة أفضل من المؤسسات الكبيرة. تفسير هذه العلاقة يكمن في السلوك المنحرف للإدارة والذي يصعب التحكم فيه بفعالية من طرف المالكين مع نمو المؤسسة وتوسعها<sup>3</sup>.

### • السيولة

تشير السيولة الى قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل. للسيولة دور حاسم في نجاح واستمرار المؤسسة لأن الفشل في الوفاء بالتزامات في الوقت المناسب يمكن أن يؤدي الى انخفاض التصنيف الائتماني للمؤسسة من قبل الدائنين، انخفاض قيمة النمو في السوق، وأخيرا

<sup>1</sup> Mazhar Hallak Kantakji, et al., **What drives the financial performance of general takaful companies?** Journal of Islamic Accounting and Business Research, Emerald Publishing Limited, Vol. 11, No. 6, 2020, P. 1305

<sup>2</sup> Silvano Esteve-Perez & Juan A. Manez-Castillejo, **The Resource-Based Theory of the Firm and Firm Survival**, Small Business Economics, Springer, Vol. 30, No. 3, 2008, P. 234

<sup>3</sup> Mazhar Hallak Kantakji, et al, Op. Cit, P. 1305

انخفاض القدرة على الحصول على المزيد من التمويل مستقبلاً<sup>1</sup>، لهذا تعد السيولة عامل أساسي في تحقيق أداء مالي جيد.

في حين أشارت دراسات أخرى بوجود تأثير سلبي للسيولة على الأداء المالي، وقد يكون السبب أن الزيادة في مستويات السيولة قد تؤدي إلى زيادة تكاليف الوكالة على المالكين، من خلال الإستخدام السيئ للنقدية من طرف للمديرين وذلك بالإستثمار في مشاريع غير مربحة والإنفاق على متطلبات غير ضرورية.<sup>2</sup>

### • الرفع المالي

أثبتت دراسات تجريبية كثيرة أن زيادة الرفع المالي لحد معين له تأثير ايجابي على الأداء المالي، وحسب Robb and Robinson فإن هذا الأثر الإيجابي للرافعة المالية محقق طالما العوائد المحققة من الدين أكبر من التكاليف المتكبدة<sup>3</sup>. إن المؤسسة ومن خلال استخدامها للدين تحقق مجموعة من المنافع وفي نفس الوقت تتحمل تكاليف، من بين أهم المنافع المحقق تعظيم الأرباح، أما التكاليف فتتمثل أساساً في فوائد التمويل والتي إن فشلت المؤسسة في سدادها فهي حتما ستواجه الإفلاس. لذا فإن اختيار المزيج التمويلي المناسب والذي يعظم المنافع يضمن تحقيق مستويات جيدة من الأداء، في حين إن اختيار أساليب التمويل غير المناسبة سوف يكون لها حتما نتائج سلبية على الأداء المالي.

### • الأصول غير الملموسة

دفع التوجه الأخير للاقتصاد العالمي نحو الرقمنة القائمة على المعرفة وتكنولوجيا المعلومات المؤسسات إلى التركيز والإهتمام أكثر بالأصول غير الملموسة. يقصد بالأصول غير الملموسة تلك العمليات

<sup>1</sup> Nhung Le Thi Kim et al. **Determinants of Financial Performance of Listed Firms Manufacturing Food Products in Vietnam: Regression Analysis and Blinder–Oaxaca Decomposition Analysis**, Journal of Economics and Development, Vol. 23, No. 3, 2021, P. 269

<sup>2</sup> M. Adams & M. Buckle, **The Determinants of Corporate Financial Performance in The Bermuda Insurance Market**, Applied Financial Economics, Vol. 13, No. 2, Taylor & Francis Lt, 2003, P. 136

<sup>3</sup> Petros Kalantonis et al. **Leverage and Firm Performance: New Evidence on The Role of Economic Sentiment Using Accounting Information**, Journal of Capital Markets Studies Vol. 5, No. 1, Emerald Publishing Limited, 2021, P. 97

الإنتاجية التي تدر عائدا في المستقبل من دون استخدام الموارد المادية<sup>1</sup> ومن أمثلتها الشهرة والملكية الفكرية، المعرفة الفنية، حقوق الملكية العلامة التجارية والموارد البشرية والهيكل التنظيمي والبحث والتطوير والعلاقة مع أصحاب المصلحة. وحسب العديد من المفكرين الإقتصاديين فإن الأصول غير الملموسة تعتبر في الوقت الراهن عناصر الإستراتيجية الرئيسية للحفاظ على نمو المؤسسات وربحيته وقدرتها التنافسية<sup>2</sup>. علاوة على ذلك يرى Lev بأن الأصول غير الملموسة هي المحرك الرئيسي لنمو المؤسسة وقيمتها في معظم القطاعات الاقتصادية<sup>3</sup>، فمثلا يلعب الابتكار دورا مهما في نجاح المؤسسة واستدامتها والحفاظ على قدراتها التنافسية<sup>4</sup>، وحتى تتمكن المؤسسة من الابتكار لابد لها من الإستثمار في البحث والتطوير ورأس المال الفكري، فالواضح إذا أن الأصول غير الملموسة تساهم في تحقيق أداء مالي متفوق.

### 2- العوامل الخارجية المحددة للأداء المالي

المؤسسة وكنظام مفتوح، لا يتأثر أداؤها وعملياتها التشغيلية بالعوامل الداخلية فحسب، إنما أيضا بمجموعة من العوامل الخارجية أو ما يعرف بالبيئة الخارجية External Environment. تقع هذه العوامل خارج تحكم الإدارة مما يجعل التعامل معها تحديا كبيرا بالنسبة للمؤسسة خاصة في ظل ارتفاع درجة عدم التأكد. ورغم ذلك فالمؤسسة مجبرة على الإحاطة بهذه العوامل الخارجية والتكيف معها وفهم طبيعتها، والإستجابة السريعة للتغيرات الحاصلة فيها ، فحسب Ibrahim and Harrison فإن نجاح المؤسسة يتوقف على اتخاذ القرارات الصحيحة، ولا يتم هذا إلا بالفهم والإدراك الجيد للعوامل الخارجية المؤثرة على استراتيجيتها<sup>5</sup>. وذهب بعض المفكرين الإقتصاديين أمثال Porters الى اعتبار أن العوامل

<sup>1</sup> Gianpaolo Iazzolino & Domenico Laise, **Value added intellectual coefficient (VAIC) A methodological and critical review**, Journal of Intellectual Capital Vol. 14, No. 4, Emerald Group Publishing Limited, 2013, P. 549

<sup>2</sup> José St-Pierre & José Audet, **Intangible assets and performance Analysis on manufacturing SMEs**, Journal of Intellectual Capital Vol. 12, No. 2, 2011, P. 202

<sup>3</sup> Zaroug Othman & Mawih Kareem, **The Effect of Intangible Assets, Financial Performance and Financial Policies on the Firm Value: Evidence from Omani Industrial Sector**, CONTEMPORARY ECONOMICS, Vol. 14, Issue 3, 2020, P. 397

<sup>4</sup> Antonio K.W. Lau et al. **The impact of technological innovation capabilities on innovation performance an empirical study in Hong Kong**, Journal of Science and Technology Policy in China, Vol. 1, No. 2, 2010, P. 163

<sup>5</sup> Hussein Jalil Mohsin et al., **Evaluating the Financial Performance by Considering the Effect of External Factors on Organization Cash Flow**, CONTEMPORARY ECONOMICS, Vol. 14, Issue 3, Proquest, 2020, P. 407

الخارجية هي المحرك الرئيسي للأداء، ذلك أن القرارات المتعلقة بالمحددات الداخلية مبنية على تحليل المحددات الخارجية<sup>1</sup>.

قدم باستل Pestel اطار عملي قام من خلاله بتحديد أهم المحددات الخارجية التي تؤثر على الأداء المالي للمؤسسة، وصنف هذه المحددات ضمن خمس مجموعات هي كالتالي<sup>2</sup>:

### • المحددات الإقتصادية

يلعب الوضع الاقتصادي المحيط بالمؤسسة دورا مهما في مستوى الأداء المحقق. يعبر عادة عن الوضع الاقتصادي بمجموعة من مؤشرات الاقتصاد الكلي والتي تعكس أداء الإقتصاد ككل مثل النمو في الناتج المحلي الإجمالي، التضخم، معدل البطالة، أسعار الفائدة، سعر الصرف... الخ. فمثلا أظهرت الكثير من الدراسات وجود أثر ايجابي لنمو الناتج المحلي على انتاجية وأرباح المؤسسات. كما بينت بعض الدراسات أن ارتفاع معدلات التضخم يؤدي الى ارتفاع تكاليف الإقتراض والمواد الأولية، كما يؤثر سلبا على القدرة الشرائية للعملاء ولاحقا سياسات الإئتمان، من جهة أخرى فإن ارتفاع أسعار الفائدة يؤثر على القرارات المالية للمؤسسة.

### • المحددات التكنولوجية

إن مواكبة التطورات والابتكارات التكنولوجية الحاصلة في بيئة الأعمال هو أمر ضروري لنجاح ونمو المؤسسة. إن تبني الأنظمة التكنولوجية الحديثة سواء في عمليات الإنتاج أو التسويق يزيد من كفاءة العمليات ويحسن من جودة المخرجات، الأمر الذي يتيح للمؤسسة المنافسة بقوة. الجدير بالذكر أن التكنولوجيا تتغير بسرعة الأمر الذي يحتم على المؤسسة بإستمرار التكيف ومواكبة التقنيات والابتكارات الجديدة.

---

<sup>1</sup> Carol Cheong & Huy Viet Hoang, **Macroeconomic factors or firm-specific factors? An examination of the impact on corporate profitability before, during and after the global financial crisis**, Cogent Economics & Finance, Vol. 9, 2021, P. 2

<sup>2</sup> بالإعتماد على:

\*Hussein Jalil Mohsin et al, OP. cit, P-P. 409-410

\* Carol Cheong & Huy Viet Hoang, OP. cit, P-P. 3-4

\* Iman Soukhakian & Mehdi Khodakarami, **Working capital management, firm performance and macroeconomic factors: Evidence from Iran**, Cogent Business & Management, Vol. 6, 2019, P. 3

### • المحددات السياسية والقانونية

يدعم الإستقرار السياسي للبلد نمو وتطور وازدهار المؤسسات الإقتصادية، في حين أن انعدام الاستقرار والأمن يؤثر سلبا على أدائها. من ناحية أخرى فإن القوانين واللوائح المفروضة من قبل الدولة قد تؤثر هي الأخرى على أداء المؤسسات، قد يكون التأثير ايجابيا في حالة كانت هذه القوانين والتشريعات ملائمة لنشاط المؤسسة، وقد يكون سلبيا إذا كانت هذه الأخيرة غير متوافقة مع نشاط المؤسسة.

### • المحددات الإجتماعية

ترتبط المحددات أو العوامل الإجتماعية بمعتقدات، قيم، آراء وأنماط الحياة لأفراد المجتمع. تؤثر هذه المحددات على أداء المؤسسة من خلال تأثيرها على رؤية وتصور العملاء حول نشاط ومنتجات المؤسسة.

### المطلب الثالث: تقييم الأداء المالي

يلقى موضوع تقييم الأداء المالي اهتماما متزايد في الآونة الأخيرة خصوصا في ظل التغيرات السريعة التي تشهدها الأسواق العالمية وضغوط المنافسة الكبيرة والإنتشار الواسع للأزمات المالية. هذه العوامل مجتمعة تفرض على المؤسسة بإستمرار وضع آليات من أجل تحسين أدائها المالي حتى تتمكن من المنافسة، ويعد تقييم الأداء المالي أحد أهم المداخل للتحسين، حيث يمكن المؤسسة من مقارنة النتائج المخططة مع النتائج المحققة في الميدان، وعليه تحديد الإنحرافات ومحاولة تداركها في الوقت المناسب.

### أولاً: ماهية تقييم الأداء المالي

#### 1- تعريف تقييم الأداء المالي

تعرف عملية تقييم الأداء المالي بـ "وصف لوضع المنظمة الحالي والتحديد الدقيق لمجالات استخدامها للوصول إلى أهدافها من خلال دراسة المبيعات، النواتج، الموجودات، المطلوبات وصافي الثروة"<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> بوضياف صفاء، دور المعلومة المالية في تقييم الأداء المالي والتنبؤ بالفشل المالي - دراسة تطبيقية في قطاع الحليب ومشتقاته - رسالة دكتوراه LMD في العلوم التجارية، تخصص محاسبة مالية وتدقيق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم التجارية، جامعة فرحات عباس 1، 2017، ص. 48

ويعرف تقييم الأداء المالي أيضا بأنه " تقديم حكم ذو قيمة حول إدارة الموارد البشرية والمالية والمادية"<sup>1</sup> في تعريف آخر لتقييم الأداء المالي هو " تشخيص الصحة المالية للمؤسسة لمعرفة مدى قدرتها على إنشاء القيمة المضافة ومجابهة المستقبل من خلال الإعتماد على الميزانية المالية و جدول حسابات النتائج وكذلك باقي القوائم المالية ولكن لا جدوى من ذلك إذا لم يؤخذ الظرف الاقتصادي والقطاع الصناعي الذي تنتمي إليه المؤسسة النشطة في الدراسة وعلى هذا الأساس فإن تشخيص الأداء يتم بمعينة المردودية الاقتصادية للمؤسسة ومعدل نمو الأرباح.<sup>2</sup>

### 2- مبادئ تقييم الأداء المالي

من أجل نجاح عملية تقييم الأداء المالي لابد من توفر ثلاثة مبادئ رئيسية هي<sup>3</sup>:

- **مبدأ الشمولية:** تسلط عملية تقييم الأداء المالي الضوء على المشاكل التشغيلية والمالية التي تعاني منها المؤسسة ومحاولة اتخاذ التدابير اللازمة لتحسين كفاءة التشغيل. وحتى تتجح هذه العملية يجب أن تكون عملية التقييم لوضع المؤسسة شاملة لكل جوانبها دون استثناء.
- **مبدأ الموضوعية:** يجب أن يعكس تقييم الأداء المالي كل من البيئة الداخلية والخارجية للمؤسسة، لذا يجب صياغة محتوى تقييمي موضوعي وفقا لخصائص المؤسسة الداخلية والخارجية.
- **مبدأ الأداء:** يعد تقييم الأداء المالي جزء من أنشطة المؤسسة الهدف منه تحسين قدرتها على خلق القيمة، ولتحقيق هذه الغاية لابد أن يركز تقييم الأداء المالي على المحتويات التي يمكن أن تعكس الأداء المالي بشكل مباشر.

### 3- أهمية تقييم الأداء المالي

تتجلى أهمية تقييم الأداء المالي في المعلومات القيمة التي يقدمها، حيث تقودنا نتائج التقييم الى الإجابة على أربعة أسئلة محورية هي<sup>4</sup>:

<sup>1</sup> لعراف زاهية و فرحات عباس، تقييم الأداء المالي للبنوك التجارية الجزائرية في ظل قيد السيولة، مجلة الحقوق والعلوم الانسانية- العدد الاقتصادي، المجلد 34، العدد 01، ص. 347

<sup>2</sup> عبد الغاني خلادي و انيس هزلة، مساهمة النظام المحاسبي المالي SCF في قياس وتقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية، مجلة الميادين الاقتصادية، المجلد 1، العدد 1، 2018، ص. 67.

<sup>3</sup> Ziyue Chen, Research on Accounting Intelligence System Modeling of Financial Performance Evaluation, Security and Communication Networks, Vol. 2021, 2021, P. 2

<sup>4</sup> R. David Mautz, Jr & Robert. Angll , Understanding the basics of Financial Statement Analysis, Commercial lending Review, October, 2006, P. 27

- هل تحقق المؤسسة مستويات أرباح كافية تضمن معدلات عائد مرضية للملاك ولجذب المزيد من رؤوس الأموال؟
  - هل تفي المؤسسة بالتزاماتها المالية في الوقت المحدد؟
  - هل تستخدم المؤسسة مواردها المالية بكفاءة؟
  - هل يدعم الهيكل المالي للمؤسسة الأرباح والنمو في الأجل الطويل؟
- إن الإجابة على هذه النقاط المهمة يحدد اتجاه سير المؤسسة وما إذا كان في الإتجاه الصحيح أو في الإتجاه الخاطئ وفي هذه الحالة توجب تدارك الأمر بإتخاذ القرارات المناسبة.

#### 4- أهداف تقييم الأداء المالي

تهدف عملية تقييم الأداء المالي الى تحقيق جملة من الأهداف نوجزها فيمايلي<sup>1</sup>:

- تكشف عن الخلل الذي قد يحصل في عملية التخطيط المالي للمؤسسة وتصدر اقتراح الحلول لذلك؛
- تقف على مدى كفاءة الوحدات والأقسام على القيام بوظائفها؛
- تبين مدى تحقيق المؤسسة لأهدافها المنشودة؛
- تساعد متخذي القرار في إشرافهم وتوجيههم في سير جميع العمليات داخل المؤسسة؛
- هي جزء من عملية الرقابة الداخلية للمؤسسة؛

#### ثانيا: الجهات المعنية بتقييم الأداء المالي

في الواقع ليست المؤسسة الجهة الوحيدة المهتم بتقييم الأداء المالي، حيث تهتم أطراف أخرى داخلية وخارجية تربطها بالمؤسسة مصالح مشتركة بعملية تقييم الأداء المالي، تتمثل هذه الأطراف أو الجهات في<sup>2</sup>:

- **الموردون:** يقوم الموردون بتزويد المؤسسة بالمواد الأولية الأساسية وعادة ما تتم هذه العملية على الحساب، لذا يركز الموردون على مدى قدرة المؤسسة على السداد في الوقت المناسب وذلك من خلال تحليل مركز السيولة قصير الأجل لها.

<sup>1</sup> عبد الباقي بضيف وآخرون، تحليل العوامل المؤثرة على الأداء المالي للبنوك التجارية -دراسة قياسية على البنوك التجارية الجزائرية للفترة (2009-2016)، مجلة الباحث، المجلد 18، العدد01، 2018، ص. 551.

<sup>2</sup> C Rama gopal, Accounting for Managers, New Age International Ltd, ProQuest Ebook Central, New Delhi, 2009, P. 179

• **موردو الديون طويلة الأجل:** وهم الجهات التي قامت بإقراض المؤسسة ديون طويلة الأجل. يهتم هؤلاء الموردون بقدرة المؤسسة على سداد اقساط وفوائد الديون على المدى الطويل من خلال دراسة وتحليل ربحيتها وقدرتها على توليد تدفقات نقدية مستقبلا، ويتركز اهتمامهم على التوقعات المستقبلية بدلا من الماضي لتحديد وضعية المؤسسة مستقبلا.

• **المساهمون والمستثمرون:** تستثمر هذه الفئة أموالها في أسهم المؤسسة لكسب الأرباح، وتركز هذه الفئة اهتمامها بتحليل الربحية الحالية والمستقبلية للمؤسسة، حيث تعتمد قدرة المؤسسة على دفع توزيعات أسهم على تحقيق الأرباح. تزداد ثقة المستثمرين أكثر بالمؤسسات التي لديها نمو طردي للأرباح.

• **الموظفون والإدارة:** بالنسبة للموظفين فإنهم يبحثون عن الإستقرار والمزيد من الرواتب ومزايا التقاعد والنمو الوظيفي مستقبلا، لذا يتجه اهتمامهم صوب نمو المؤسسة ومعدلات الربحية المحققة حاليا ومستقبلا. أما الإدارة فإن اهتمامها ينصب على كافة جوانب الأداء المالي من ربحية، سيولة، كفاءة استخدام الموارد... الخ

### ثالثا: خطوات تقييم الأداء المالي

تشمل عملية تقييم الأداء المالي مجموعة من المراحل والخطوات التي يمكن حصرها في النقاط التالية:<sup>1</sup>

- جمع المعلومات والبيانات اللازمة من أجل حساب المؤشرات المالية الضرورية في عملية التقييم، وعادة فإن مصدر هذه المعلومات والبيانات هو القوائم والتقارير المالية المختلفة؛
- فحص مصداقية وموثوقية البيانات للتأكد من مدى دقتها وصلاحياتها لحساب مختلف المؤشرات المالية؛
- القيام بعملية التقييم باستخدام مختلف المؤشرات والنسب المالية، على أن يمس التقييم كل جوانب المؤسسة حتى يتم الوصول الى حكم دقيق يمكن الإعتماد عليه في اتخاذ القرارات؛
- اتخاذ القرارات المناسبة لنتيجة التقييم، وذلك بعد تحديد الإنحرافات وأسبابها؛
- متابعة العمليات التصحيحية للإنحرافات من أجل توجيه المؤسسة نحو الأفضل مستقبلا؛

<sup>1</sup> عبد الحكيم سليمان وعبد الرزاق عريف، أهمية النسب المشتقة من قائمة التدفقات النقدية في تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية - دراسة حالة الإسمنت - عين التوتة - باتنة، مجلة الدراسات القانونية والاقتصادية، المجلد 02، العدد 02، ديسمبر 2019، ص. 93

## المبحث الثاني: المؤشرات الكلاسيكية لتقييم الأداء المالي

تعتبر النسب المالية من أقدم المؤشرات المالية وأوسعها استخداماً في مجال تقييم الأداء المالي. تزود النسب المالية المدير المالي بمعلومات مهمة تساعده في تشخيص المركز المالي للمؤسسة واتخاذ القرارات المالية المناسبة. سنحاول من خلال هذا المبحث تسليط الضوء على ماهية وأساسيات استخدام النسب المالية في عملية تقييم الأداء المالي، بعدها سنتعرض لأهم النسب المالية المستخدمة في عملية التقييم.

### المطلب الأول: أساسيات حول استخدام النسب المالية

#### أولاً: مفهوم وأهمية النسب المالية

بصفة عامة النسب المالية هي عبارة عن علاقة بين بندين من القوائم المالية، هذا معناه أن المدخلات الأساسية المستخدمة في حساب النسب هي المعلومات المحاسبية المستخرجة من التقارير المالية (الميزانية، قائمة الدخل وقائمة التدفقات النقدية)، لهذا تصنف النسب المالية عادة ضمن مؤشرات الأداء القائمة على أساس محاسبي (**Accounting - Based Performance Indicators**). تعرف النسب المالية على أنها " أداة من أدوات التحليل المالي توفر مقياس لعلاقة ما بين بندين من بنود القوائم المالية<sup>1</sup>. في تعريف آخر " هي عبارة عن العلاقة بين رقمين من أرقام القوائم المالية أحدهما في البسط والآخر في المقام وتشكل العلاقة بينهما مدلولاً معيناً"<sup>2</sup>. في سياق آخر تعرف النسب على أنها "علاقة بين كميتين متغيرتين توجد بينهما علاقة منطقية ذات طبيعة اقتصادية أو مالية، بدون هذا الارتباط المنطقي تكون النسبة رقمًا بسيطاً لا يمكن استخدامه في التشخيص المالي"<sup>3</sup>. إن طبيعة هذا الارتباط المنطقي بين بندي النسبة المالية (البسط والمقام) واسعة يمكن أن يأخذ إحدى الصيغ التالية:<sup>4</sup>

- علاقة مقارنة نسبية للعناصر أو البنود التي تنتمي الى نفس المجموعة. وهذا حال النسبة الهيكلية التي تقارن كنسبة مئوية قيمة بند من بنود الميزانية إلى إجمالي الأصول، بمعنى آخر تحديد الوزن النسبي لبند ما.

<sup>1</sup> مؤيد راضي خنفي وغان فلاح المطارنة، تحليل القوائم المالية: مدخل نظري وتطبيقي، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الاردن، 2011، ص. 127

<sup>2</sup> نفس المرجع

<sup>3</sup> Hubert de La Bruslerie, **Analyse financière Information financière, évaluation et diagnostic**, 5 édition, DUNOD, Paris, 2014, P. 198.

<sup>4</sup> Ibid, P-P. 198-199

- **علاقة السبب والنتيجة:** وهذا ما نجده في نسب الربحية التي تقوم بربط الربح المحقق بالوسائل التي استخدمت لتحقيق هذا الربح. أيضا فيما يخص نسب الإنتاجية حيث هناك علاقة سببية بين رأس المال أو القوى العاملة في المؤسسة والقيمة المضافة المنتجة.
  - **علاقة زمنية أو تدفق عبر الزمن:** والهدف من ذلك هو قياس الوقت الذي يستغرقه تشغيل عنصر أو بند محاسبي. وأحسن مثال على ذلك نسب الدوران ومعدلات فترة التحصيل.
- وهنا لا بد من بيان بأنه ولطبيعة البيانات المحاسبية التاريخية فإن النسب المالية تعكس الأداء المالي لما حدث ، وليس لما سيحدث في المستقبل، ولا يقلل هذا من أهمية النسب المالية إذ أن الأداء السابق عادة مايكون مؤشر جيد للأداء المستقبلي، والوضع الحالي هو الأرضية التي سيتم بناء الأداء المستقبلي عليها.<sup>1</sup>

### ثانيا: أهمية النسب المالية في تقييم الأداء المالي

تفيد النسب المالية المحللين الماليين في جوانب عدة أهمها:<sup>2</sup>

- استخدام نتائج النسب المالية في عملية إتخاذ القرار خصوصا قرارات الإستثمار والتمويل؛
- تحديد مجالات الأداء الضعيف وإبراز مجالات الأداء الجيد؛
- من خلال تسليط الضوء على مجالات الأداء الجيد والسيئ، يمكن للمؤسسة تحديد نقاط القوة والضعف فيها، وأين يجب توجيه المزيد من الجهود؛

كما تفيدنا أيضا النسب المالية في:<sup>3</sup>

- تقييم المخاطر الإجمالية للمؤسسة؛
- التنبؤ بالأداء المستقبلي للمؤسسة خصوصا عوائد الأسم والعائد على الأصول، فالنسب المالية لا تكفي بتزويدنا بمعلومات عن الوضعية الحالية للمؤسسة بل المكان الذي تتجه اليه في المستقبل؛

<sup>1</sup> Ra'ed Masa'deh & Mohammad Tayeh, **Accounting vs. Market-based Measures of Firm Performance Related to Information Technology Investments**, International Review of Social Sciences and Humanities, Vol. 9, No. 1, 2015, P-P. 133-134

<sup>2</sup> Rashed Al Karim & Tamima Alam, **An Evaluation of Financial Performance of Private Commercial Banks in Bangladesh: Ratio Analysis**, Journal of Business Studies Quarterly, Vol.5, No. 2, 2013, P. 67

<sup>3</sup> Joseph Faello, **Understanding The Limitations of Financial Ratios**, Academy of Accounting and Financial Studies Journal, Vol.19, No. 3, 2015, P-P. 75-76.

- من منظور أكاديمي، تلعب النسب المالية دوراً مهماً في النمذجة، فغالباً ما يتم استخدامها كمدخلات في النماذج المالية كنماذج التنبؤ بالافلاس؛

### ثالثاً: مداخل استخدام النسب المالية

لا يمكن فهم وتفسير نتائج النسب المالية والحكم عليها إلا من خلال مقارنتها بمعيار معين. يستخدم المحللون الماليون في العادة معيارين للمقارنة عند استخدام النسب المالية هما <sup>1</sup> :

#### 1- المعيار الصناعي أو القطاعي

ينص هذا المعيار على مقارنة النسب المالية للمؤسسة مع متوسط القطاع الذي تعمل فيه، حيث تسمح هذه المقارنة مبدئياً على الحكم على وضعية المؤسسة داخل القطاع.

لكن عند اتخاذ هذا المعيار كمرجع للمقارنة وتقييم الأداء يشير John Minter et al الى نقاط مهمة يجب الإنتباه لها حتى تكون عملية المقارنة سليمة وغير مضللة وهي: <sup>2</sup>

- لا ينبغي أن يكون القصد من عملية المقارنة هو خلق التجانس في القطاع، فكثير من المؤسسات تختلف عن مثيلاتها في القطاع لأسباب وجيهة وصحيحة بل قد يكون هذا الإختلاف مظهر من مظاهر قوتها؛
- بالنسبة لمتوسط القطاع فهو لا يمثل بالضرورة القيمة المرجعية المثلى؛
- قد يعاني القطاع الذي تعمل فيه المؤسسة من ضعف أو قد يحوز على نقاط قوة لا لزوم لها ولا رغبة للمؤسسة فيها؛

#### 2- معيار الإتجاه ( المعيار التاريخي ) :

يرتكز هذا المعيار على مقارنة النسب المالية للمؤسسة نفسها على مدار فترات زمنية متتالية وذلك لمتابعة مسارها عبر الزمن وتقديم تفسير للتغيرات الخاصة، ومحاولة أيضاً الكشف عن نقاط الضعف وتداركها ونقاط القوة والإستفادة منها.

من زاوية أخرى فإن إصدار أحكام بخصوص وضعية المؤسسة وأدائها المالي من خلال المقارنات السابقة فقط قد يؤدي إلى نتائج غير دقيقة وخاطئة في كثير من الأحيان، إذ ينبغي على المحللين

<sup>1</sup> محمد على ابراهيم العامري، الإدارة المالية الحديثة، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2012، ص. 76

<sup>2</sup> John Minter et al, **Using Ratio Analysis to Evaluate Financial Performance**, New Direction for Higher Education, No. 38, June, 1982, P. 27

الماليين الأخذ في الحسبان بعض الأمور والجوانب الأخرى للوصول إلى التفسير الصحيح للنتائج المالية وإتخاذ القرارات المناسبة مثل: <sup>1</sup>

- ضرورة اطلاع المحلل المالي على تفاصيل وجوانب أخرى مهمة ليس بإمكان القوائم المالية تبيانها، وهذا حتى يتوصل الى نتائج دقيقة بخصوص النسب المالية المحسوبة. من بين هذه التفاصيل طرق الإهلاك المعتمدة في المؤسسة، طرق تقييم المخزون، طريقة تعامل المؤسسة مع الديون المعدومة. أيضا الطرق المحاسبية المعتمدة في اعداد القوائم المالية، لأن أي اختلاف في ذلك يجعل عملية التحليل غير دقيقة.

- لا يجب الإعتماد على نسبة معينة في تقييم الأداء دون البقية لأن ذلك لا يقدم لنا صورة شاملة وحقيقية عن وضعية المؤسسة، فنسبة مالية معينة تلقي الضوء على جانب محدد وتهمل باقي الجوانب المهمة التي لا يجب اسقاطها من عملية التقييم.

- إذا كان نشاط المؤسسة يتأثر بالموسمية يجب أن يأخذ المحلل المالي هذه المسألة بعين الإعتبار. فخلال فترات التوسع يزداد الطلب والمبيعات والأرباح، عكس فترات الإنكماش التي تعرف انخفاضاً في مستويات النشاط والأرباح المحققة. من غير المنطقي اجراء مقارنات بين فترات التوسع والإنكماش لأن هذا الأمر راجع لطبيعة نشاط المؤسسة وليس لضعف ادائها المالي.

### رابعا: أسس ومرتكزات استخدام النسب المالية

إن استخدام النسب المالية في التحليل المالي تحكمه مجموعة من الضوابط أو الأسس التي يجب التقيد بها للوصول الى تقييم سليم للمركز المالي للمؤسسة، تشمل هذه الأسس<sup>2</sup>:

#### 1- وضوح أهداف التحليل المالي

إن النسب المالية كثيرة ومتنوعة ومتداخلة، لذا فإنه يتوجب على المحلل المالي إختيار التشكيلة المناسبة والملائمة من النسب التي تزوده بالمعلومات المطلوبة وتحقق الهدف المنشود من التحليل.

#### 2- الصياغة المنطقية والصحيحة للنسب

يجب أن تعبر النسب المالية عن علاقة منطقية وتطبيقية كنسبة الربح إلى اجمالي أموال الملكية أو نسبة ربح العمليات إلى صافي المبيعات حيث أن الربح يتولد أساسا من المبيعات. كما يجب

<sup>1</sup> فؤاد أبو اسماعيل، الإدارة المالية المعاصرة النظريات ونظم وأساليب التطبيق العملية، دار الفكر العربي، القاهرة، مصر، 2015، ص- 37-38

<sup>2</sup> عبد الحليم كراجه آخرون، الإدارة والتحليل المالي (أسس، مفاهيم، تطبيقات)، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 2013، ص- 188-189

استخدام النسب المالية جنبا الى جنب مع مؤشرات اقتصادية أخرى في تحليل العلاقات كنسبة معدل العائد على الأموال المستثمرة والتي يتم مقارنتها مع تكلفة الإقتراض لإتخاذ قرار الإقتراض من عدمه.

### 3- التفسير السليم للنسب المالية

إن هدف المحلل المالي ليس مجرد حساب النسب المالية بل تقديم تفسير سليم للنتائج المتحصل عليها للوصول الى القرار المناسب.

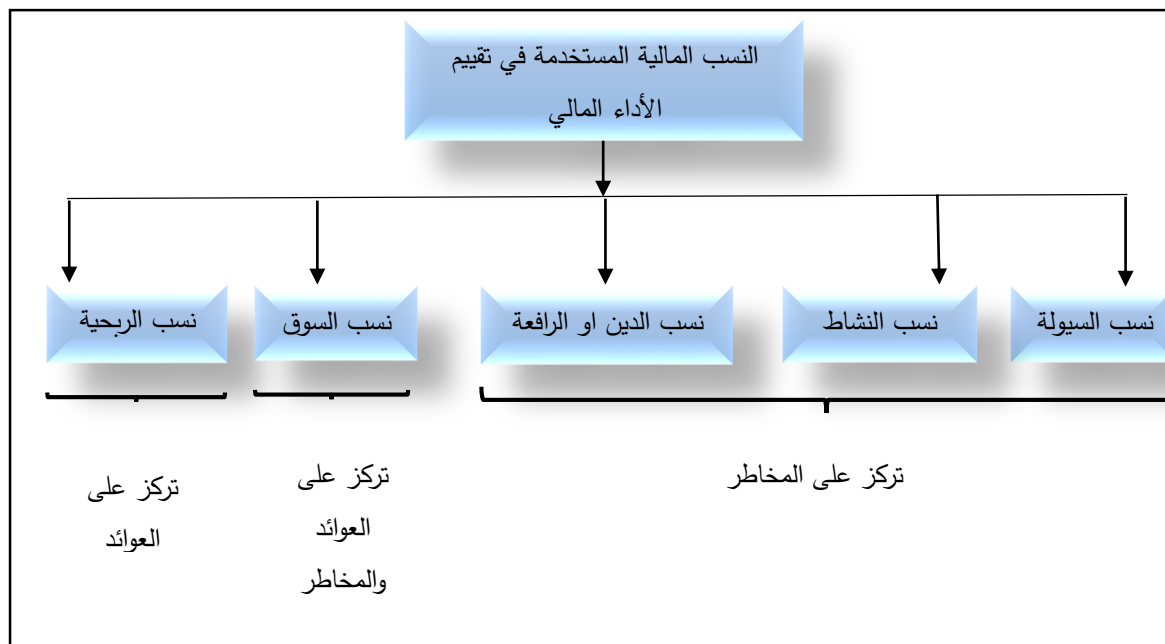
### خامسا: النسب المالية المستخدمة في تقييم الأداء المالي

لم تشر الأدبيات المالية الى عدد معين ومحدد من النسبة المالية في عملية التقييم ، فلطالما كان تحديد المزيج المناسب منها تحديا كبيرا للمحلل المالي. فإذا ما أخذت كل النسب بعين الإعتبار تظهر مشكلة التكرار وتداخل المعلومات، أما في حالة الإكتفاء بعدد معين من النسب المالية قد يؤدي هذا الى اغفال جزء مهم من المعلومات عن أداء المؤسسة.<sup>1</sup> تذهب معظم الأدبيات الى تصنيف أو تبويب هذه النسب الى خمس مجموعات أساسية هي : نسب السيولة، نسب النشاط، نسب الدين أو الرافعة ، نسب الربحية وأخيرا نسب السوق. بالنسبة لنسب السيولة والنشاط والرافعة فهي تقيس في المقام الأول المخاطر، أما نسب الربحية فهي تقيس العائد، أخيرا فإن نسب السوق تأخذ بعين الإعتبار كل من المخاطر والعوائد.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Neelu Nandan Vibahakar et al., **Identification of significant financial performance indicators for the Indian construction companies**, International Journal of Construction Management, Vol. 23, No. 1, Taylor & Francis Group, 2020, P. 2

<sup>2</sup> L. J. Gtman & C. J. Zutter, **Principles of Managerial Finance**, Pearson Education Limited, U.S.A, 2015, P. 118.

الشكل رقم (01): تصنيف النسب المالية



المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على L. J. Gtman & C. J. Zutter

المطلب الثاني: تقييم الأداء المالي باستخدام نسب الربحية والسيولة

أولاً: نسب الربحية

يشير بعض المفكرين الماليين أمثال Peterson-Drake و Fabozzi أن تقييم الأداء المالي للمؤسسة يعتمد أساساً على المعايير التي تعكس نتائج المؤسسة بشكل مباشر، وهذا ما يعرف بتقييم الأداء بالمعنى الضيق (Narrow Sense) الذي يعتمد على مؤشرات الربحية بإعتبارها الأكثر تمثيلاً للأداء المالي.<sup>1</sup> ويضيف Brigham & Gapensiki بأن تحليل الربحية ما هو إلا انعكاس ونتيجة لأداء السيولة والمديونية وإدارة الأصول على النتائج التشغيلية لإدارة المؤسسة.<sup>2</sup>

تستولي الربحية على اهتمام أطراف كثيرة داخل وخارج المؤسسة يأتي في مقدمتهم الملاك بصفقتهم أصحاب المصلحة الرئيسية فيها، فالبنسبة لهم كلما ارتفعت معدلات الربحية زادت العوائد التي سيتحصلون عليها من أموالهم المستثمرة.

يعتمد تحليل الربحية على مجموعة من النسب المالية والتي تصنف ضمن مجموعتين أساسيتين:<sup>3</sup>

<sup>1</sup> Jasmina Bogičević & Violeta Domanović, **The Role of Financial and Non-Financial Performance Indicators in Enterprise Sustainability Evaluation**, eKonomika, Vol. 62, No. 3, 2016, P-P. 3-4.

<sup>2</sup> حمزة محمود الزبيدي، **التحليل المالي: تقييم الأداء والتنبؤ بالفشل**، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2000، ص. 185

<sup>3</sup> Sandeep Goel, **Financial Ratios**, Business Expert Press, LLC, ebook, U.S.A, 2016, P. 9

- نسب الهوامش: وتقيس قدرة المؤسسة على توليد الأرباح من مبيعاتها.
- نسب العوائد: وتقيس قدرة وكفاءة المؤسسة في تحقيق عوائد لمساهميها.

في الجدول التالي أهم النسب المستخدمة في تقييم أداء الربحية للمؤسسة، والجدير بالذكر أن الحكم على هذه النسب يكون من خلال اجراء مقارنات مع متوسط القطاع الذي تعمل فيه المؤسسة وأيضا مع نتائج السنوات السابقة لمعرفة التطورات الحاصلة، كما قد يكون للمؤسسة مستويات مستهدفة من الربحية تسعى لتحقيقها.

### الجدول رقم (01): نسب الربحية

إسم النسبة او المؤشر	طريقة الحساب	تفسير النسبة
هامش الربح الإجمالي GPM	$\frac{\text{إجمالي الربح}}{\text{المبيعات}} = \frac{\text{المبيعات} - \text{تكلفة البضاعة المباعة}}{\text{المبيعات}}$	يقيس قدرة المؤسسة على توليد ربح إجمالي من مبيعاتها
هامش الربح التشغيلي OPM	$\frac{\text{الربح التشغيلي قبل الفوائد والضرائب}}{\text{المبيعات}}$	يقيس قدرة المؤسسة على توليد أرباح قبل الفوائد والضرائب على كل دينار مبيعات.
هامش الربح الصافي	$\frac{\text{الربح الصافي}}{\text{المبيعات}}$	يقيس قدرة المؤسسة على توليد أرباح صافية على كل دينار مبيعات
هامش التدفق النقدي التشغيلي	$\frac{\text{التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية}}{\text{المبيعات}}$	يقيس قدرة المؤسسة على توليد التدفقات النقدية التشغيلية من كل دينار مبيعات. وهو مقياس جيد كونه يعتمد على التدفقات النقدية بدلا من الأرباح المحاسبية.
العائد على رأس المال المستثمر	$\frac{\text{الربح التشغيلي قبل الفوائد والضرائب}}{\text{رأس المال المستثمر}}$	يقيس كفاءة المؤسسة في تحقيق أرباح من أموالها المستثمرة
العائد على الأصول ROA	$\frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة}}{\text{الأصول}}$	يقيس هذا المؤشر قدرة أصول المؤسسة على توليد ارباح صافية.

العائد على حقوق الملكية ROE	$\frac{\text{الربح الصافي بعد طرح توزيعات الأسهم الممتازة}}{\text{حقوق الملكية}}$	يقيس العوائد المحققة لحملة الاسهم عن أموالهم المستثمرة.
--------------------------------	---	---

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على:

Sandeep Goel, Op. Cit, P-P. 9-13

### ثانياً: نسب السيولة

من الجوانب المهمة في تقييم الأداء المالي تحليل سيولة المؤسسة. تهتم الإدارة المالية المعاصرة كثيراً بتحليل السيولة على قدر اهتمامها بالربحية، حتى إن بعض المدراء الماليين يعتبرون السيولة هدفاً استراتيجياً مهماً<sup>1</sup>. تعرف السيولة على أنها سرعة تحويل الأصول إلى نقدية دون الخسارة في قيمتها<sup>2</sup>. إن الهدف الرئيسي من تحليل السيولة هو معرفة مدى امتلاك المؤسسة للنقد الكافي للإيفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل عند استحقاقها وأي التزامات أخرى غير مخططة.

إن المشكلة الأساسية التي تواجه المؤسسات في إدارة السيولة هي صعوبة الحفاظ على المقادير المناسبة من السيولة، فإنخفاض مستويات السيولة عن الحاجة المطلوبة يؤثر سلباً على الجدارة الائتمانية للمؤسسة ويزيد من مخاطر العسر المالي، بل وقد تصل الأمور إلى توقف الخطوط الإنتاجية والمبيعات، من جهة أخرى زيادة السيولة عما هو مطلوب يعني أموالاً متراكمة لا تدر أي ربح أو عائد وهذا يؤثر سلباً على الربحية<sup>3</sup>. إن توفر السيولة في الوقت المناسب وبالكم المناسب يعزز من الأداء التشغيلي الفاعل الذي يسهم في تحقيق وتعظيم القيمة وهو الهدف الإستراتيجي الذي تسعى إلى تحقيقه أغلبية المؤسسات<sup>4</sup>.

يستخدم المحللون الماليون مجموعة من النسب المالية لتقييم أداء السيولة. تستخدم هذه النسب لمعرفة ما إذا كانت المؤسسة تشكو من ضائقة مالية، كما تقيم قدرتها على السداد إما للموردين أو المقرضين،

<sup>1</sup> Monika Bolek, **Dynamic and Static Liquidity Measures in Working Capital Strategies**, European Scientific Journal, vol.9, No.4, 2013, P. 3

<sup>2</sup> Eugene F. Brigham & Joel F. Houston, **Fundamentals of Financial Management**, 13 ed, Cengage Learning, Inc, USA, 2013, P. 99

<sup>3</sup> EHIEDU, Victor Chukwunweike, **The Impact of Liquidity on Profitability of Some Selected Companies: The Financial Statement Analysis (FSA) Approach**, Research Journal of Finance and Accounting, Vol.5, No.5, 2014, P. 82

<sup>4</sup> حمزة محمود الزبيدي، **التحليل المالي: تقييم الأداء والتنبؤ بالفشل**، مرجع سابق، ص. 93

كما يمكن الإستعانة بها أيضا في الحكم على قدرة المؤسسة على تحمل المزيد من الديون<sup>1</sup>. الجدول التالي يلخص أهم نسب السيولة وتفسيرها

الجدول رقم (02): نسب السيولة

اسم النسبة	صيغة الحساب	التفسير
نسبة التداول	الاصول المتداولة / الخصوم المتداولة	تقيس هذه النسبة درجة تغطية الاصول المتداولة للخصوم المتداولة. النسبة المعيارية 1:2، انخفاض نسبة المؤسسة هذه النسبة قد يشير الى انخفاض سيولتها وقدرتها على الوفا بالتزاماتها
نسبة السيولة السريعة	الاصول المتداولة بإستثناء المخزونات/ الخصوم المتداولة	تقيس هذه النسبة درجة تغطية الاصول المتداولة من دون المخزون للخصوم المتداولة. النسبة المعيارية 1:1، انخفاض نسبة المؤسسة عن هذه النسبة قد يشير الى انخفاض سيولتها وقدرتها على الوفاء بالتزاماتها
نسبة النقدية	النقدية الجاهزة/ الخصوم المتداولة	النسبة المعيارية مابين 0.2 و 0.3،

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على:

**Sandeep Goel, Op. Cit, P-P. 101-102**

من أجل تقييم سيولة المؤسسة ومدى قدرتها على الوفاء بالإلتزامات قصيرة الأجل يتم مقارنة النسب المحققة من قبلها مع نسب متوسط الصناعة، كما تتم المقارنة أيضا مع النسب المحققة في السنوات السابقة لمعرفة تطور مؤشرات السيولة عبر الزمن وإذا ما كان هذا التطور ايجابيا أو سلبيا. من جهة اخرى تضع بعض الأدبيات المالية نسب معيارية للسيولة لإتخاذها كمرجع للمقارنة مثل نسبة التداول والتي تمثل النسبة المعيارية لها 1:2 كما هو موضح في الجدول.

لكن في الواقع هناك جدل كبير حول هذه القيم المعيارية للسيولة الموضحة في الجدول، حيث يرى جميل توفيق أنه من الخطأ استخدام رقم محدد كقيمة مرجعية للحكم على السيولة، على سبيل المثال

<sup>1</sup> Michael Rist & Albert J. Pizzica, **Financial Ratios for Executives: How to Assess Company Strength, Fix Problems, and Make Better Decisions**, Apress, 2015, P. 3

تعتمد نسبة التداول على عوامل كثيرة تتغير باستمرار في المؤسسة ذاتها ومن قطاع الى آخر، وقد تواجه مؤسسة بهذه النسبة ولكنها تعاني من صعوبات مالية.<sup>1</sup>

ورغم الإستخدام الشائع لهذه النسب في قياس سيولة المؤسسة إلا أنها تخضع لبعض القيود والحدود التي يجب أخذها في الحسبان. إن نسب السيولة هي مقاييس ستاتيكية ( ثابتة) تقيس قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها الجارية عند نقطة زمنية محددة، وبالتالي فهي تتجاهل قياس وتوقع نمط التدفقات النقدية الداخلة والخارجة مستقبلا، ومدى كفاية التدفقات النقدية الداخلة مستقبلا لتغطية التدفقات النقدية الخارجة.<sup>2</sup>

من ناحية أخرى إذا أمعنا النظر في مفهوم السيولة نجد أنها هي الجاهزية والسرعة في تحويل الأصول الى نقد دون خسارة قيمتها، هذا التعريف يحدد بعدين أساسين للسيولة هما الوقت اللازم لتحويل الأصل إلى نقود ودرجة اليقين المرتبطة بنسبة التحويل أو السعر المحقق للأصول<sup>3</sup>، وهذا ما لا نجده مثلا في نسبة التداول فهي توضح فقط قدرة الأصول المتداولة على تغطية الخصوم المتداولة عند نقطة من الزمن.

من هذا المنطلق ومن أجل الوصول الى نتائج دقيقة في تقييم السيولة لا بد من فحص وتحليل جودة مكونات الأصول المتداولة كل على حدا ونخص بالذكر هنا الحسابات المدينة والمخزون. فالمخزون والحسابات المدينة هي بنود بطيئة التحول الى نقد مقارنة بالبنود الأخرى ، فقد تكون نسبة التداول كبيرة فقط لتراكم المخزون لصعوبة بيعه أو لتراكم الحسابات المدينة لصعوبة تحصيلها وقد تفشل المؤسسة في تحصيلها. في هذه الحالة يتم الإستعانة ببعض المؤشرات المهمة مثل فترة تحصيل الحسابات المدينة وفترة تحويل المخزون لمعرفة سرعة تحولهما الى نقدية، كما أن قائمة التدفقات النقدية تعد وسيلة فعالة لتقييم سيولة المؤسسة بدقة<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> جميل أحمد توفيق، أساسيات الإدارة المالية، دار النهضة العربية للطباعة والنشر، بيروت، 1999، ص-ص. 111-112

<sup>2</sup> K.R. Subramanyan, **Financial Statement Analysis**, Eleventh edition, McGraw-Hill Education, USA, 2014, P. 547

<sup>3</sup> Adebayo, David, A. O., & Samuel, O. O., **Liquidity Management and Commercial Banks' Profitability in Nigeria**. Research Journal of Finance and Accounting, Vol 2, No 7/8, 2011, P.28

<sup>4</sup> K.R. Subramanyan, Op.Cit. P-P. 547-549

المطلب الثالث: تقييم الأداء المالي باستخدام نسب الرافعة المالية، نسب النشاط ونسب السوق  
أولاً: نسب الدين ( الرافعة المالية )

إن تقييم قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها لا يقتصر فقط على المدى القصير بل أيضاً على المدى البعيد ( الملاءة المالية ) وهذا ما توضحه لنا نسب المديونية أو ما يعرف بالرافعة المالية. يفيدنا تحليل هذا الجانب من الأداء المالي في الإجابة على جملة من التساؤلات المهمة هي<sup>1</sup>:

- هل بإمكان المؤسسة تسديد القروض الممنوحة على المدى الطويل؟
- هل بمقدور المؤسسة تسديد الفوائد المترتبة عن هذه القروض؟
- ما مدى اعتماد المؤسسة على الديون في هيكلها المالي؟
- ما مدى مساهمة كل من مصادر التمويل الداخلية والخارجية؟

يشير Hutchinson بأن الرافعة المالية بشكل عام لها الأثر الإيجابي على العائد على حقوق الملكية شريطة أن تتجاوز القوة الإيرادية لأصول المؤسسة ( نسبة الأرباح قبل الفوائد والضرائب الى مجموع الأصول) متوسط تكلفة الفوائد على الديون<sup>2</sup>، ويرجع ذلك الى تحقيق المزيد من الوفرات الضريبية على اعتبار أن الفوائد هي مصروفات تخصم قبل حساب الضريبة<sup>3</sup>. ومع ذلك فإن الإفراط في استخدام الدين في التمويل يعني زيادة أعباء الفوائد المدفوعة مما يؤدي الى زيادة مخاطر عدم السداد أو التعثر المالي المؤدي الى الافلاس<sup>4</sup>. كما يشير Chung et al بأن الزيادة في مستوى الدين مؤشر على ضعف الأداء، لأن المؤسسات تميل الى زيادة الإقتراض عندما تواجه تدهوراً في أدائها التشغيلي<sup>5</sup>. من هذا المنطلق فالمؤسسة تسعى الى الموازنة بين المنافع الحدية والتكاليف الحدية للدين عند تحديد نسبة الدين مقابل حقوق الملكية من أجل تعظيم قيمتها السوقية<sup>6</sup>.

<sup>1</sup> مؤيد راضي خنفي وغسان فلاح المطارنة، مرجع سابق، ص. 134

<sup>2</sup> Joshua Abor, **Debt Policy and Performance of SMEs Evidence from Ghanaian and South African firms**, The Journal of Risk Finance, Vol. 8, No. 4, 2007, P. 366

<sup>3</sup> منير ابراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، ط 9، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2014، ص. 76

<sup>4</sup> Ilhan Dalci, **Impact of financial leverage on profitability of listed manufacturing firms in China**, Pacific Accounting Review, Vol. 30, No. 4, 2018, P. 412

<sup>5</sup> ZALINA ZAINUDIN, **Debt and Financial Performance of REITs in Malaysia: An Optimal Debt Threshold Analysis**, Jurnal Ekonomi Malaysia, Vol. 51, No. 2, 2017, P. 75

<sup>6</sup> Ranjan D'Mello & Joseph Farhat, **A comparative analysis of proxies for an optimal leverage ratio**, Review of Financial Economics, Vol. 17, No. 3, 2008, P. 214

من أجل تحليل الرافعة المالية يتم استخدام نوعين من النسب المالية كما هو موضح في الجدول رقم (03) : النسب الهيكلية ونسب التغطية. تشير النسب الهيكلية الى مدى استخدام الدين مقابل حقوق الملكية في الهيكل المالي، أما نسب التغطية فتوضح قدرة المؤسسة على تغطية أعباء الدين.

**الجدول رقم (03) : نسب الرافعة المالية**

النسبة المالية	صيغة الحساب	تفسير النسبة
<b>النسب الهيكلية</b>		
نسبة الدين أو الاقتراض	اجمالي الديون / اجمالي الاصول	تقيس هذه النسبة المدى الذي ذهبت اليه المؤسسة في تمويل اصولها بإستخدام الدين.
نسبة الدين الى حقوق الملكية	اجمالي الديون/ حقوق الملكية	توضح هذه النسبة الحصة النسبية لإجمالي الدين وحقوق الملكية المستخدمة في تمويل اجمالي الاصول
نسبة الدين طويل الأجل الى حقوق الملكية	الدين طويل الأجل / حقوق الملكية	توضح هذه النسبة نسبة الديون طويلة الأجل الى حقوق الملكية
<b>نسب التغطية</b>		
معدل تغطية الفوائد	صافي الربح قبل الفوائد والضرائب/ الفوائد على الديون طويلة الأجل	تقيس هذه النسبة عدد المرات التي يمكن فيها تغطية الفوائد من صافي الربح المخصص لها
نسبة تغطية الاعباء الثابتة	التدفقات النقدية التشغيلية/ الفوائد والاقساط	تقيس هذه النسبة معدل تغطية الأعباء الثابتة من التدفقات النقدية التشغيلية

المصدر من إعداد الطالبة بالإعتماد على:

**Sandeep Goel, Op. Cit, P-P. 143-145**

عند تحليل ومناقشة نسب الرفع المالي يجب الإشارة الى النقاط التالية:

- أن الأدبيات المالية والنظريات المختلفة لهيكل رأس المال لم تحدد مستويات مثلى أو محددة للاقتراض. تتفاعل عوامل كثيرة في تحديد هذه النسبة منها ما هو تحت سيطرة وتحكم المؤسسة ( العوامل الداخلية)، ومنها ما هو خارج سيطرة المؤسسة ( عوامل خارجية)، يفترض بالمؤسسة أن تكون

على دراية بهذه العوامل واتجاهها وقوة تأثيرها حتى تتخذ القرارات التمويلية الصحيحة التي تدعم الإستقرار المالي والنمو المستدام<sup>1</sup>. من بين أهم العوامل المؤثرة على قرار التمويل نذكر<sup>2</sup>:

✓ **استقرار المبيعات:** يمكن للمؤسسة ذات المبيعات المستقرة نسبياً أن تتحمل بأمان المزيد من الديون والأعباء الثابتة مقارنة بالمؤسسة ذات المبيعات غير المستقرة والتي تجد صعوبة في تسديد التزاماتها.

✓ **الربحية:** يلاحظ بشكل عام أن المؤسسات ذات المستويات العالية من الربحية تستخدم نسب دين أقل نظراً لقدرتها على التمويل من مصادر داخلية.

✓ **نسبة النمو:** مع بقاء الأشياء الأخرى ثابتة، المؤسسات سريعة النمو تعتمد بشكل أكبر على الدين لتمويل الفرص الإستثمارية الجديدة خصوصاً وأن تكاليف إصدار الأسهم مرتفعة مقارنة بإصدار السندات.

✓ **اتجاهات المقرضين ووكالات التصنيف:** في العادة لا تكتفي إدارة المؤسسة برأيها فقط عند اتخاذ القرارات المتعلقة بالهيكل المالي بل تناقش هذه القرارات مع المقرضين ووكالات التصنيف وتولي أهمية خاصة لآرائهم ونصائحهم. فقد تخبر وكالات التصنيف المؤسسة بأن التوسع أكثر في الدين سيضر بتصنيفها الإئتماني مما يجعلها تتحول إلى التمويل بالأسهم.

✓ **اتجاهات الإدارة نحو المخاطر:** يميل بعض المدراء نسبياً إلى التحفظ نحو المخاطر فيحبذون مستويات منخفضة من الدين أقل حتى من متوسط الصناعة. بينما المدراء المغامرون فيستخدمون نسب مرتفعة نسبياً من الدين طمعا في تحقيق أرباح مرتفعة.

✓ **المخاطر التشغيلية:** تشير المخاطر التشغيلية إلى درجة النقلب في ربح العمليات والتي ترتبط بشكل أساسي بطبيعة أو ظروف الأنشطة التي تقوم بها المؤسسة. إذا كانت المؤسسة تتمتع بمخاطر تشغيلية مرتفعة فسيُدفعها هذا حتماً إلى تقليل المخاطر المالية عن طريق تخفيض الإقتراض والإعتماد على بدائل تمويل أخرى<sup>3</sup>.

- يهتم الملاك والدائنون إهتمام خاص بنسب المديونية، لكن الغالب أن هناك تضارب للمصالح بينهم فيما يخص قرارات التمويل وهذا ما يعرف بمشكلة تكلفة وكالة الديون. يحبذ الدائنون أن يكون للمؤسسة

<sup>1</sup> Natalia Mokhova & Marek Zinecker, **Macroeconomic factors and corporate capital structure**, Social and Behavioral Sciences, ScienceDirect, Vol. 110, 2014, P. 531

<sup>2</sup> Brigham Eugene F. & Houston Joel F., **Fundamentals of Financial Management**, 13 ed, Cengage Learning, Inc, USA, 2013, P-P. 487-489

<sup>3</sup> منير ابراهيم هندي، مرجع سابق، ص. 625

نسب اقتراض معتدلة، فكلما زادت حصة الملاك مقارنة بالدين زادت درجة الحماية التي يتمتع بها الدائنون ضد الخسارة في حالة التصفية، وبصفة عامة يفضلون أن لا تقل مساهمة الملاك في الهيكل المالي عن النصف<sup>1</sup>. هذا وقد يفرض الدائنون قيود تعاقدية على المؤسسة للحد من توسعها في الدين حماية لأنفسهم من المخاطر. من جهة أخرى قد يرغب المالكون في التوسع أكثر في الإستدانة بحيث يضمن لهم ذلك السيطرة على المؤسسة بأقل قدر ممكن من الإستثمار، وكذلك زيادة نصيبهم من الأرباح، هنا يأتي دور الإدارة في محاولة خلق نوع من التوازن بين هذا التعارض، حيث سيضمن هذا تعظيم قيمة المؤسسة وهو الهدف الإستراتيجي الذي تسعى لتحقيقه<sup>2</sup>.

ولقد أثبتت البحوث التجريبية الحديثة في هذا الصدد بأن هناك حجم أمثل لنسبة الدين في الهيكل المالي تسعى المؤسسة لبلوغه، كما أنها تقوم بإستمرار بتعديل نسبة الديون إلى حقوق الملكية الفعلية إلى النسبة المثلى أو المستهدفة من أجل تعظيم قيمتها السوقية، وتعتمد السرعة التي يتم بها الوصول إلى النسبة المثلى على تكلفة التعديل، لكن قد تفضل المؤسسة البقاء في وضعها الحالي إذا كانت تكلفة التعديل أكبر من المنافع المحققة لسد الفجوة الحاصلة بين الرافعة المالية الفعلية والمثلى<sup>3</sup>.

### ثانياً: تقييم إدارة الأصول (نسب النشاط أو الكفاءة التشغيلية)

تهتم هذه المجموعة من النسب المالية بتقييم كفاءة المؤسسة في إدارة أصولها ومدى قدرتها على توليد عوائد مرتفعة من استخدامها. إن إدارة أصول المؤسسة بكفاءة وفعالية أمر ضروري لبلوغ النجاح الشامل، من هذا المنطلق تعد وظيفة إدارة الأصول مدخل رئيسي للحفاظ على الربحية واستدامة المؤسسة على المدى البعيد<sup>4</sup>.

تكشف لنا نسب النشاط عن جوانب مهمة تتعلق بأداء المؤسسة في إدارة الأصول أهمها<sup>5</sup>:

- تظهر ما إذا كانت المؤسسة تمتلك ميزة تنافسية تشغيلية؛
- مدى كفاءة المؤسسة التشغيلية؛
- قياس مدى استخدام الأصول الثابتة بكامل طاقتها؛

<sup>1</sup> جميل توفيق، مرجع سابق، ص. 122

<sup>2</sup> حمزة محمود الزبيدي، التحليل المالي: تقييم الأداء والتنبؤ بالفشل، مرجع سابق ص. 169

<sup>3</sup> Cristina Aybar-Arias et al. **On the adjustment speed of SMEs to their optimal capital structure**, Small Business Economics, Springer, Vol. 39, No. 4, 2012, P. 978

<sup>4</sup> Telli van der Lei et al., **Asset Management: The State of the Art in Europe from a Life Cycle Perspective**, Springer Science+Business Media B.V, 2012, P. 101

<sup>5</sup> Marc Bertoneche and Rory Knight, **Financial Performance**, Reed Educational and Professional Publishing Ltd, Great Britain, 2001, P. 83

- هل مستويات المخزون مرتفعة عن المعدل المطلوب؛
- كيف هي حركة المخزون؛
- سرعة المؤسسة في تحصيل الحسابات المدينة؛

يبين لنا الجدول رقم (04) أهم نسب النشاط وطريقة حسابها، بالنظر للأدبيات المالية لا توجد قيم معيارية محددة لنسب النشاط، كما أن هذه النسب تختلف من قطاع الى آخر وترتبط كثيرا بنوع نشاط المؤسسة، فنجد على سبيل المثال أن معدلات دوران المخزون في المؤسسات الصناعية أقل من معدلات دوران المخزون في المؤسسات التجارية، من خلال فحص التطور التاريخي لنسب النشاط ومقارنتها مع متوسط الصناعة يمكننا وضع تصور عام عن مدى كفاءة المؤسسة في إدارة أصولها.

#### الجدول رقم (04): نسب النشاط

النسب المالية	طريقة الحساب	التفسير
معدل دوران الاصول	المبيعات الصافية/ اجمالي الاصول	تقيس هذه النسبة مساهمة كل دينار من الاصول في توليد المبيعات، عموما ارتفاع هذا المعدل بالمقارنة مع متوسط الصناعة أو السنوات السابقة مؤشر على كفاءة ادارة الاصول.
معدل دوران الاصول الثابتة	المبيعات/ صافي الاصول الثابتة	تقيس هذه النسبة مساهمة كل دينار من الاصول الثابتة في توليد المبيعات، عموما ارتفاع هذا المعدل بالمقارنة مع متوسط الصناعة أو السنوات السابقة مؤشر على كفاءة ادارة الاصول.
معدل دوران المخزون	المبيعات/ متوسط المخزون	يقيس هذا المعدل عدد مرات تحول المخزون الى مبيعات خلال السنة، كلما كان هذا المعدل مرتفع بالمقارنة مع متوسط الصناعة و السنوات السابقة دل ذلك على كفاءة ادارة المخزون، أما المعدل المنخفض فهو مؤشر على سوء ادارة المخزون وصعوبة تصريفه .
متوسط فترة التخزين	360/ معدل دوران المخزون	يفضل ان تكون فترة التخزين قصيرة بالمقارنة مع المعيار الصناعي أو السنوات السابقة

معدل دوران الحسابات المدينة	المبيعات/ متوسط الحسابات المدينة	يقيس هذا المعدل عدد مرات تحول الحسابات المدينة الى مبيعات. كلما كان هذا المعدل مرتفع بالمقارنة مع المعيار الصناعي والسنوات السابقة كان ذلك أفضل
فترة تحصيل الحسابات المدينة	360/ معدل دوران الحسابات المدينة	تقيس هذه النسبة المدة التي تستغرقها المؤسسة لتحصيل الحسابات المدينة، تقارن المؤسسة هذه النسبة مع المدة التي منحتها للعملاء لسداد مستحقاتهم لمعرفة ما إذا كان العملاء يسددون في الوقت المحدد لهم، أيضا كلما كانت هذه النسبة منخفضة بالمقارنة مع المعيار الصناعي والسنوات السابقة كان ذلك مؤشر على كفاءة السياسة الإئتمانية للمؤسسة.

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على :

Sandeep Goel, Op. Cit, P-P. 57-60

### ثالثا: نسب السوق

شرع في اعتماد مؤشرات الأداء السوقية انطلاقا من منتصف الثمانينات ، وجاء هذا الإعتماد في خضم مساندة تطور أهداف المؤسسة من تحقيق وتعظيم الربح الى تعظيم قيمة المساهمين. تعبر المؤشرات أو النسب السوقية عن الأداء الخارجي الذي يعكس تقويم السوق لأداء المؤسسة الداخلي<sup>1</sup>. بخلاف المؤشرات المالية المحاسبية السابقة والتي تعتبر انعكاس للأداء المالي السابق ( قصير الأجل) تعد المؤشرات السوقية انعكاس للأداء المالي المستقبلي ( طويل الأجل)<sup>2</sup>. ويجادل كل من Lubatkin and Shrieves بأن المؤشرات السوقية تتفوق على المؤشرات المحاسبية لأنها تتضمن جميع المعلومات ذات الصلة عكس المؤشرات المحاسبية التي تقتصر على جانب واحد فقط من الأداء<sup>3</sup>.

يولي المستثمرون في السوق المالي اهتماما خاصا بالمؤشرات السوقية، بحيث يتخذون قراراتهم الاستثمارية بناء على نتائج هذه المؤشرات.

<sup>1</sup> شهاب الدين حمد النعيمي، التنبؤ بأداء وربحية الشركات باستخدام معادلة Tobin sq دراسة تطبيقية على عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة دراسات محاسبية ومالية، المجلد 7، العدد 20، 2012، ص. 21

<sup>2</sup> Richard J. Gentry & Wei Shen, **The Relationship between Accounting and Market Measures of Firm Financial Performance: How Strong Is It?** Journal of Managerial Issues, Vol. 22, No.4, 2010, P. 514

<sup>3</sup> Ibid, P. 517

عموما كلما كانت هذه النسب مرتفعة خصوصا بالمقارنة مع النسب التاريخية والمتوسط الصناعي كان ذلك مؤشر جيد لأداء المؤسسة. يظهر لنا الجدول رقم (05) أهم المؤشرات السوقية ودلالاتها

**الجدول رقم (05): نسب السوق**

اسم النسبة	صيغة الحساب	التفسير
عائد السهم العادي EPS	( صافي الربح بعد الضريبة - توزيعات الاسهم الممتازة) / عدد الاسهم العادية	توضح نصيب السهم الواحد من الأرباح
سعر السهم الى عائدته P/E	القيمة السوقية للسهم/ العائد المحقق للسهم	تعكس هذه النسبة التوقعات المستقبلية للمؤسسة في السوق، كلما ارتفعت دل ذلك على نظرة ايجابية لوضع المؤسسة مستقبلا.
المدفوع من الأرباح	الأرباح الموزعة على حملة الاسهم العادية/ الأرباح المحققة بعد الضرائب و حملة الاسهم الممتازة	تعطينا هذه النسبة فكرة عن نسبة الارباح الموزعة لحملة الاسهم العادية من الربح القابل للتوزيع.
عائد التوزيع Dividend	حصة السهم من الأرباح الموزعة/ سعر السهم السوقي	تقيس هذه النسبة فرص الاستثمار للمؤسسة

المصدر: عبد الحليم كراجه وآخرون، مرجع سابق، ص-ص 201-204

### المبحث الثالث: مؤشرات الأداء المالي الحديثة

عرفت مؤشرات تقييم الأداء المالي تطورا ملحوظا ابتداء من نهاية الثمانينات، حيث برزت للوجود مؤشرات جديدة تركز على القيمة، ويرجع السبب في بروز هذه المؤشرات الى التغيرات التي شهدتها البيئة الاقتصادية آنذاك والتي فتحت نقاشا وجدلا واسعا حول مدى نجاعة المؤشرات الكلاسيكية في تقييم الأداء المالي في ظل الظروف الجديدة.

### المطلب الأول: القيمة الاقتصادية المضافة EVA

#### أولا: ظروف وأسباب ظهور المؤشرات الحديثة المبنية على القيمة

منذ مطلع تسعينيات القرن الماضي سارعت العديد من المؤسسات في التوجه نحو تبني هدف تعظيم القيمة **Value- Maximization** ( خلق القيمة للمساهمين ) كهدف طويل الأجل بدلا من هدف تعظيم الربح **Profit-Maximization**. هذا التوجه كان نتيجة حتمية للتغيرات الجذرية التي شهدتها البيئة الاقتصادية التي اصبحت تتسم بالتعقيد وعدم الإستقرار والمنافسة الشرسة. فهدف تعظيم الربح أصبح هدف غير كاف يكتفه الكثير من الغموض والقصور، ويرجع هذا القصور أساسا كونه هدف صمم في ظل ظروف اقتصادية لم تعد موجودة أو بعيدة عن الواقع الإقتصادي كحالة التأكد التام، لا وجود للفصل بين الملكية والإدارة بحيث صانع القرار هو نفسه مالك المؤسسة ، وتجاهل القيمة الزمنية للنقود<sup>1</sup>. لكن بتغير هذه الظروف وخصوصا الإنتشار الواسع لتطبيق مبدأ فصل الملكية عن الإدارة وزيادة الاهتمام بحملة الأسهم وتحقيق المنفعة القصوى لهم، بدأت الإدارة المالية الحديثة تدريجيا التخلي عن هدف الربح والتحول إلى هدف خلق وتعظيم القيمة.

هذا التغيير في الأهداف والبيئة المحيطة بالمؤسسة كان له أثره على مؤشرات تقييم الأداء المالي، ففي أواخر الثمانينات بدأ النقاش يتصاعد حول قدرة وفعالية مؤشرات الأداء التقليدية القائمة على أساس محاسبي في التعبير عن هدف تعظيم القيمة والقرارات الإستراتيجية للمؤسسة. ولقد أجمع الكثير من الباحثين أن هذه المقاييس المالية التقليدية اصبحت قاصرة لوحدها عن تشخيص وتقييم الوضعية المالية للمؤسسة في ظل الظروف والتوجهات الجديدة، وقد يؤدي الإعتماد عليها وحدها الى اتخاذ قرارات

<sup>1</sup> Geoffrey Poitras, **Shareholder wealth maximization, business ethics and social responsibility**, Journal of Business Ethics, Vol. 13, No. 2, 1994, P. 126

مالية غير صحيحة. هذا النقد الموجه لهذه المقاييس جاء كنتيجة حتمية لجملة من العوامل والأسباب تطرقت لها دراسات كثيرة ابرزها<sup>1</sup>:

- المشكل الأول الذي تواجهه المؤشرات التقليدية المحاسبية هو تجاهلها لجزء من تكاليف رأس المال المستثمر، ونخص بالذكر هنا تكلفة التمويل بالأسهم التي لا تؤخذ بعين الاعتبار عند حساب الأرباح المحاسبية، هذا الأمر جعل من هذه المؤشرات عاجزة عن قياس هدف تعظيم القيمة؛
- الطبيعة التاريخية لهذه المؤشرات، حيث تقدم معلومات وتقييم لقرارات سابقة، هذا الأمر يجعل اكتشاف أي مشكلة يكون في وقت متأخر وقد يصعب تداركها؛
- قد تشير هذه المؤشرات لوجود مشكلة ما، لكنها قد تعجز عن تحديد طبيعتها ومسبباتها
- لا تفيد الإدارة كثيرا في توقع الأداء المستقبلي للمؤسسة؛
- غالبية المؤشرات المحاسبية هي مؤشرات داخلية للأداء لا تقدم أي شيء عن الأداء الخارجي وأداء المنافسين في السوق؛
- لا تأخذ بعين الاعتبار القيمة الزمنية للنقود؛
- تفتقد الى التركيز الإستراتيجي وتهتم فقط بالأداء قصير الأجل؛
- تحدد الأداء من الناحية المالية فقط، في حين أن خلق القيمة للمؤسسة يتوقف ايضا على جوانب اخرى غير مالية مثل تحسين الجودة وخدمة العملاء وتنمية رأس المال البشري...الخ؛
- امكانية التلاعب بهذه المؤشرات ( التلاعب بالأرباح المحاسبية ) بما يخدم المصالح الشخصية وأهداف للمديرين؛

<sup>1</sup> بالإعتماد على :

- Salaga Jakub et al., **Economic Value Added as a measurement tool of financial performance**, 4<sup>th</sup> World Conference on Business, Economics and Management, Procedia Economics and Finance, Vol. 26, 2015, P. 485
- Stefan Tangen, Performance **measurement: from philosophy to practice**, International Journal of Productivity and Performance Management, Vol. 53, No. 8, 2004, P-P. 726-727.
- Andy Neely, **The performance measurement revolution: why now and what next?** International Journal of Operations & Production Management, Vol. 19, No. 2, 1999 P. 206
- Hanne Nørreklit, **The balance on the balanced scorecard— a critical analysis of some of its assumptions**, Management Accounting Research, Vol. 11, No. 1 ,2000, P. 65
- Eccles, Robert G; Pyburn, Philip J, **creating a Comprehensive System to Measure Performance**, Management Accounting, Vol. 74, No. 4, 1992, ProQuest One Academic, P. 41

بسبب هذا القصور الكبير الذي أصبحت تتسم به المؤشرات التقليدية ظهرت الحاجة الملحة لتطوير مؤشرات جديدة قادرة على أن تعكس المتطلبات والأولويات الجديدة. ولقد بدأت الكثير من مكاتب الإستشارة الأمريكية آنذاك في استحداث مؤشرات جديدة لتقييم الأداء المالي والتي سيتم التعرض لها في المحاور الموالية.

### ثانياً: القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)

#### 1- مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة EVA

يعد مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة **Economic Value Added** أو ما يصطلح عليه بالربح الاقتصادي من أحدث المؤشرات المستخدمة في مجال تقييم الأداء بناء على مبدأ ادارة القيمة. صمم هذا المؤشر من قبل شركة الإستشارة الامريكية **Stern Stewart & Co** في سنة 1989، لكن في وقتها لم يحظى المؤشر بأي اهتمام الى غاية سبتمبر 1993 ، عندما قامت مجلة Fortune بنشر مقال قدم وصفا تفصيليا لمفهوم EVA كأحدث ابتكار في قياس أداء الشركات<sup>1</sup>. هذا الإصدار كان بالتزامن مع قيام كبرى الشركات الأمريكية على رأسها شركة Stern Stewart & Co بعرض تجربتها الخاصة مع هذا المؤشر، ليكتسب بعدها شهرة واسعة داخل الولايات المتحدة الأمريكية وخارجها. يعرف مؤشر EVA على أنه " مقياس للأداء المالي قائم على القيمة، وأداة للقرار الإستثماري ومقياس أداء يعكس المقدار المطلق لقيمة حملة الأسهم التي تم إنشاؤها"<sup>2</sup>. أما حسب Stewart فإن مؤشر EVA " هو تقدير للربح الاقتصادي الحقيقي، أو المبلغ الذي تتجاوز به الأرباح أو تقل عن الحد الأدنى المطلوب لمعدل العائد الذي يمكن أن يحصل عليه المستثمرون من خلال الإستثمار في أوراق مالية أخرى ذات مخاطر مماثلة"<sup>3</sup>. ويضيف Stewart بأن " EVA هي المقياس الصحيح لإستخدامه في تحديد الأهداف، وتقييم الأداء، وتحديد المكافآت، والتواصل مع المستثمرين، ووضع ميزانية الإنفاق

<sup>1</sup> Shimin Chen & James L. Dodd, **Operating Income, Residual Income and EVA™: Which Metric Is More Value Relevant?** JOURNAL OF MANAGERIAL ISSUES, Vol. XIII , No. 1, JSTOR, 2001, P. 65

<sup>2</sup> كريمة بوكرومة، أثر قرارات الاستثمار وتوزيع الأرباح على الأداء المالي للشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية للفترة (2000-2018)، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة العربي بن مهيدي أم البواقي، 2018/2019، ص.200

<sup>3</sup> M Geysers & I E Liebenberg, **Creating A New Valuation Tool for South African Agricultural Co Operatives**, Agrekon: Agricultural Economics Research, Vol 42, No. 2, June 2003, P. 107

الرأسمالي وجميع أنواع التقييمات<sup>1</sup>. وبلغة أكثر بساطة فإن EVA تمثل الفرق بين الربح التشغيلي الصافي بعد الضرائب وتكلفة رأس المال أو الربح المتبقي بعد خصم تكلفة رأس المال. وفي واقع الأمر فإن المبدأ التي تقوم عليه EVA ليس بالجديد إنما هو امتداد لمفهوم الربح أو الدخل المتبقي Residual Income الذي وضعه Alfred Marshall سنة 1980 وعرفه بإجمالي المكاسب الصافية مطروح منها تكلفة رأس المال المستثمر<sup>2</sup>.

إن احتساب EVA لتكاليف رأس المال المستثمر يمثل نقطة تفوقها على المؤشرات المحاسبية التقليدية التي تأخذ في الحسابان فقط فوائد الديون وتتجاهل تكاليف التمويل بالأسهم، وهذا ما لا يؤهلها لتقييم قدرة المؤسسة على خلق وتكوين القيمة بنجاح<sup>3</sup>. فمؤشرات الأداء التقليدية قد تشير الى أن استثمار ما مقبول ومربح ولكن بالنظر الى تكلفة رأس المال نجد العكس تماما. إذا فالمسألة هنا وكما قال Peter Drucker ليست مجرد تحقيق أرباح محاسبية في قائمة الدخل إنما هل هذه الأرباح كافية لتغطية تكلفة رأس المال أم لا، ويضيف أن المؤسسة تعد في منطقة الخسارة ما دامت أرباحها لا تغطي تكلفة رأس المال<sup>4</sup>.

### 2- طريقة حساب مؤشر EVA

قبل التطرق لطريقة حساب EVA يجب الإشارة الى أن EVA لا تخضع لمبادئ المحاسبة العامة GAAP، حيث يخضع الربح التشغيلي الصافي ورأس المال لمجموعة من التعديلات والتصحيحات لجعلها أكثر تعبيراً وانسجاماً مع هدف تعظيم قيمة المؤسسة. حسب (Stewart, 1991) يمكن حساب مؤشر EVA انطلاقاً من العلاقة التالية<sup>5</sup>:

$$EVA = NOPAT + AcctAdj_{OP} - K * [Capital + AcctAdj_{c}]$$

حيث:

<sup>1</sup> Andrija Sabol & Filip Sverer, **A Review of the Economic Value Added Literature and Application**, UTMS Journal of Economics, Vol. 8, No. 1, 2017, P. 21

<sup>2</sup> ibid

<sup>3</sup> DAVID YOUNG, **Economic Value Added: A Primer for European Managers**, European Management Journal Vol. 15, No. 4, 1997, P. 335

<sup>4</sup> 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. 70

<sup>5</sup> Gary C. Biddle et al, **Does EVA beat earnings. Evidence on associations with stock returns and Firms values**, Journal of Accounting and Economics, USA, Vol. 24, No. 3, 1997, P. 306.

EVA : القيمة الاقتصادية المضافة

NOPAT : صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة المعدل

K: متوسط تكلفة رأس المال المرجح

Capital : رأس المال

AcctAdj<sub>OP</sub>: تعديلات Stern Stewart المتعلقة بالمبادئ المحاسبية العامة في حساب الربح التشغيلي.

AcctAdj<sub>C</sub>: تعديلات Stern Stewart المتعلقة بالمبادئ المحاسبية العامة في حساب رأس المال.

بالنسبة لـ NOPAT فهو يمثل الربح التشغيلي قبل الفوائد وبعد الضريبة، ويقاس الربح المحقق للمؤسسة في حالة لم يكن لديها ديون ولا تحتفظ بأصول مالية، وحسب Brigham and Ehrhardt فإن NOPAT أفضل من الربح الصافي لأنه يعكس الأداء التشغيلي الحقيقي للمؤسسة<sup>1</sup>. يمكن حساب NOPAT بالطريقة التالية<sup>2</sup>:

$$\text{NOPAT} = \text{operating profit} \times (1 - \text{tax rate})$$

بعد حساب الربح التشغيلي بعد الضريبة NOPAT يتم اخضاعه لسلسلة من التعديلات مثله مثل رأس المال المستثمر، قد تصل هذه التعديلات الى أكثر من 160 تعديل حسب Stern Stewart حتى الوصول لمؤشر EVA، وحسب اعتقاده فإن الهدف الأساسي من وراء هذه التعديلات هو إلغاء التشوهات المحاسبية والانتقال من الربح المحاسبي الى الربح الاقتصادي الحقيقي<sup>3</sup>.

والملاحظ أن التعديلات الكثيرة التي ادرجها Stern Stewart على الربح التشغيلي بعد الضريبة ورأس المال المستثمر يجعل من الصعب التقيد بصيغة واحدة لـ EVA لجميع المؤسسات. نتيجة لذلك فإنه سيكون لكل مؤسسة قيمة اقتصادية مضافة خاصة بها، وهذا ما أقره Shil بقوله " يجب على كل

<sup>1</sup> Habibollah Nakhaei, **Market Value Added and Traditional Accounting Criteria: Which Measure is a Best Predictor of Stock Return in Malaysian Companies**, Iranian Journal of Management Studies, Vol. 9, No. 2, Spring, 2016, P-P. 440-441

<sup>2</sup> ibid

<sup>3</sup> Andrija Sabol & Filip Sverer, Op. Cit, P. 22

شركة تطوير تعريف خاص بها لـ EVA ، والذي يتماشى مع هيكلها التنظيمي، مزيج الأعمال، والإستراتيجيات والسياسات المحاسبية المتبعة ، ويحافظ على التوازن بين البساطة والدقة<sup>1</sup>. يمكن القول بأن المؤسسة تقوم بخلق وتكوين القيمة إذا حققت قيمة اقتصادية مضافة موجبة ويتحقق هذا بإحدى الطرق الثلاثة<sup>2</sup>:

- ✓ زيادة العوائد التشغيلية من دون استثمار رأس مال اضافي
  - ✓ الإستثمار في مشاريع تدر عائدا أكبر من تكلفة رأس المال
  - ✓ تصفية أو تجنب الاستثمارات التي تدر عائد أقل من تكلفة رأس المال
- أما في حالة تحقيق قيمة اقتصادية مضافة سالبة ففي هذه الحالة فإن المؤسسة تقوم بهدم القيمة.

### 3- إيجابيات وحدود استخدام مؤشر EVA

إن تبني المؤسسة لمؤشر EVA يساعدها كثيرا في تحسين عملية تقييم الأداء المالي ويعود عليها بالكثير من المنافع التي يمكن ايجازها في النقاط التالية<sup>3</sup>:

- يعد مؤشر EVA مؤشر شامل للأداء ، حيث يسمح بتقييم الإستثمار الرأسمالي، تقييم الأداء الإداري وتعويضه ووسيلة تواصل مع المستثمرين وأسواق رأس المال. هذه الميزة لم تتحقق لأي مؤشر سابق ، فقد كانت المؤسسة سابقا تلجأ الى استخدام مؤشرات كثيرة من أجل تقييم هذه الجوانب.
- يساعد مؤشر EVA على حل مشكلة الوكالة، بحيث يسمح بالتوفيق بين مصالح المدراء والملاك. فعندما يتم تقييم ومكافأة أداء المدراء على أساس EVA، فإن هذا سيحثهم على التصرف بما يتماشى ومصصلحة الملاك.
- يحسن من عملية اتخاذ القرار
- يعد مؤشر جيد لجودة القرارات الإدارية

<sup>1</sup> Andrija Sabol & Filip Sverer, Op. Cit, P. 23

<sup>2</sup> Stephen R. Goldberg, **Economic Value Added: A Better Measure for Performance and Compensation?** The Journal of Corporate Accounting and Finance, Volume11, Issue1, 1999, P. 61

<sup>3</sup> بالإعتماد على:

- M Geys & I E Liebenberg, OP. Cit. P. 108
- DAVID YOUNG, OP. Cit. P. 337

وعلى الرغم من الإيجابيات الكثيرة لمؤشر EVA إلا أنه يشكو من بعض النقائص والمشكلات نذكر منها<sup>1</sup>:

- لا يأخذ مؤشر EVA في الحسبان مشكلة اختلاف حجم المؤسسة، فقد لوحظ بأن المؤسسات الكبيرة لها قيمة اقتصادية مضافة كبيرة مقارنة بالمؤسسات الصغيرة مما يوحي بأن المؤسسات الكبيرة أكثر كفاءة من الصغيرة، لكن الحقيقة أن تحقيق هذه المؤسسات لقيمة اقتصادية مضافة كبيرة راجع لكبر حجمها وليس لكفاءتها، ومن أجل تدارك هذا المشكل اقترح Stewart حساب EVA كنسبة مئوية لرأس المال المستحق في بداية فترة التقييم.
- يعتمد مؤشر EVA في حسابه على البيانات المحاسبية والمالية، هذه البيانات يمكن للمدراء التلاعب بها من أجل تحقيق مكاسب شخصية على حساب مصلحة المؤسسة.
- كون مؤشر EVA مؤشر قائم على البيانات المحاسبية فإنه يفشل في عملية تقييم الأداء واتخاذ القرارات المالية في أوقات التضخم. في هذا السياق اقترح Johann de Villiers صيغة معدلة لمؤشر EVA يمكنها تقدير الربح الاقتصادي الحقيقي وذلك بعد استبعاد التشوهات التي يحدثها التضخم على القيم المحاسبية.
- يركز مؤشر EVA على الأداء في المدى القصير ويتجاهل خلق القية على المدى البعيد. إن بعض القرارات التي تتخذها المؤسسة من شأنها زيادة القيمة الاقتصادية المضافة EVA على المدى القصير، لكن هذه الزيادة تكون على حساب الأداء في المدى الطويل، أحسن مثال على ذلك تخفيض مصاريف التدريب أو الصيانة يؤدي الى زيادة EVA على المدى القصير لكن قد يعرض مستقبل المؤسسة للخطر.
- قد يؤدي استخدام مؤشر EVA الى قبول مشاريع محفوفة بالمخاطر بالنسبة للمؤسسة، فإذا كانت تكلفة رأس المال مرتفعة فهذا سيدفعها لقبول مشاريع ذات عوائد مرتفعة وفي نفس الوقت مخاطر مرتفعة.

<sup>1</sup> بالإعتماد على:

- Peter C. Brewer et al, **Economic Value Added (EVA): Its Uses and Limitations**, S.A.M. Advanced Management Journal; spring 1999; Vol. 64, No. 2, P-P. 7-9.
- Johann de Villiers, **The Distortions in Economic Value Added (EVA) Caused by Inflation**, Journal of Economics and Business, Temple University, Vol. 49, No. 3, 1997, P-P. 285-300
- David E. Keys et al. **Economic Value Added: A Critical Analysis**, The Journal of Corporate Accounting & Finance, John Wiley & Sons, Inc, Vol. 12, No. 2, 2001, P-P. 69-70

## المطلب الثاني: القيمة السوقية المضافة (Market Value Added) MVA

### أولاً: مفهوم وأهمية وطريقة حساب MVA

إضافة لمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA، قامت شركة **Stern Stewart** بإستحداث مؤشر آخر لتقييم الأداء المالي والمتمثل في القيمة السوقية المضافة MVA أو ما يصطلح على تسميتها أيضاً بـ "القيمة الرأسمالية المكتسبة" <sup>1</sup> Capital Value Gained. تعكس القيمة السوقية المضافة MVA مدى قدرة الشركة على خلق الثروة للمساهمين من خلال الفرق بين القيمة السوقية لرأس مال الشركة ورأس المال المستثمر. تعرف القيمة السوقية المضافة على أنها " الفرق بين القيمة السوقية لأسهم الشركة ومبلغ رأس المال الذي تم توفيره من قبل المساهمين"<sup>2</sup>.

انطلاقاً مما سبق يمكن حساب القيمة السوقية المضافة انطلاقاً من العلاقة التالية:<sup>3</sup>

$$\text{القيمة السوقية المضافة MVA} = \text{اجمالي القيمة السوقية للشركة} - \text{القيمة الدفترية لرأس المال المستثمر}$$

تمثل القيمة السوقية للشركة القيمة السوقية للأسهم والسندات المكونة لرأس مالها المستثمر. بالنسبة للسندات والديون فيتم احتسابها بالقيمة الدفترية لأنه يصعب تحديد قيمتها السوقية، أما رأس المال المستثمر فيتم تعديله على نفس النحو عند حساب EVA لتقادي التشوهات المحاسبية.

يقدم مؤشر MVA تقييماً موجزاً مهماً لأداء الشركة يسلط الضوء على مدى نجاحها في تخصيص الموارد النادرة وإدارتها وإعادة توزيعها لتعظيم صافي القيمة الحالية ، وبالتالي ثروة مساهميها<sup>4</sup>. فإذا ما حققت الشركة قيمة سوقية مضافة موجبة (القيمة السوقية لرأس المال المستثمر أكبر من القيمة الدفترية له) تكون قد نجحت في تحقيق هدفها المتمثل في إنشاء القيمة وتعظيم ثروة المساهمين، هذا الهدف

<sup>1</sup> N Zafiris R Bayldon, **Economic value added and market value added: A simple version and application**, Journal of Applied Accounting Research, Vol. 5, No.2, 1999, P. 85

<sup>2</sup> Tomas Petravičius & Rima Tamošiūniene, **Corporate performance and the measures of value added**, Transport, Vol. 23, No. 3, 2008, P. 196

<sup>3</sup> سويبي الهواري و رمضاني حميدة، قياس أداء المؤسسة الاقتصادية الجزائرية من منظور خلق القيمة باستخدام مؤشرات الأداء الجديدة: دراسة مجمع صيدال للفترة 2010-2015، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، المجلد 10، العدد 2، 2017، ص. 805

<sup>4</sup> G. Bennett Stewart III, **EVA™: Fact and Fantasy**, Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 7, No. 2, SUMMER 1994, P. 72

لا يمكن تحقيقه إلا بتبني الاجراءات والاسراتيجيات التي يتوقع أن تزيد من صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية للشركة<sup>1</sup>. أما إذا كانت القيمة السوقية المضافة سالبة (القيمة السوقية لراس المال المستثمر أقل من القيمة الدفترية له) فهذا مؤشر على هدم ثروة المساهمين بسبب اتخاذ القرارات الخاطئة التي تؤثر سلبا على سعر سهم الشركة.

وحسب Stern Stewart فإن مؤشر القيمة السوقية المضافة MVA يعد مؤشرا فريدا من نوعه لأن لديه القدرة على التقاط جزئيتين مهمتين الأولى القيمة المضافة لثروة المساهمين والثانية أداء الشركة في إدارة رأس مالها<sup>2</sup>.

### ثانيا: القيمة السوقية المضافة MVA والقيمة الاقتصادية المضافة EVA

بالمقارنة مع مؤشر EVA يمكن ملاحظة النقاط التالية:

- ✓ تعتبر القيمة السوقية المضافة MVA مؤشر خارجي للأداء يتوقف على حكم المستثمرين في السوق المالية عكس القيمة الاقتصادية المضافة والتي تعد مقياس أو مؤشر داخلي للأداء<sup>3</sup>.
- ✓ من جهة أخرى تعكس القيمة السوقية المضافة MVA أداء المؤسسة طيلة حياتها ولا تقتصر على فترة محددة كما هو الأمر بالنسبة لـ EVA ، كما تأخذ في الاعتبار تصور السوق حول الأفاق المستقبلية للمؤسسة وأدائها على المدى البعيد<sup>4</sup>.
- ✓ يقتصر تطبيق مؤشر MVA على الشركات المدرجة في السوق المالي فقط ولا يمكن تطبيقها في الشركات غير المدرجة.
- ✓ تتميز القيمة السوقية المضافة MVA بسهولة حسابها وتخلو من التعقيدات التي يصادفها المديرون في حساب القيمة الاقتصادية المضافة EVA.

<sup>1</sup> G. Bennett Stewart III, **EVA™: Fact and Fantasy**, Op.Cit. P. 72

<sup>2</sup> A. J. Hillman and G. D. Keim, **SHAREHOLDER VALUE, STAKEHOLDER MANAGEMENT, AND SOCIAL ISSUES: WHAT IS THE BOTTOM LINE?** Strategic Management Journal, John Wiley & Sons, Ltd., Vol.22, Issue2, February 2001, P. 129

<sup>3</sup> Babak Panahi et al., **The Correlation of EVA and MVA with Stock Price of Companies in Tehran Stock Market**, Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business, Vol. 6, No. 2, 2014, P. 297

<sup>4</sup> Paiboon Sareewiwatthana & Phasin Wanidwaranan, **Alternative analyses of market value added: a case study of Thailand**, Investment Management and Financial Innovations, Vol. 16, Issue 1, 2019, P-P. 66-67

وبالرغم من نقاط الاختلاف هذه بين المؤشرين EVA و MVA يرى Stewart بأن هناك ارتباط وثيق بينهما، فيما أن القيمة السوقية للشركة تتضمن التوقعات المستقبلية حول الأرباح يمكن القول بأن القيمة السوقية المضافة MVA ما هي إلا القيمة الحالية لمجموع EVA المستقبلية مخصومة بالمتوسط المرجح لتكلفة التمويل<sup>1</sup>.

$$MVA = PV (\text{all future EVAs})$$

إن هذه العلاقة القائمة بين EVA و MVA توضح بأن المدخل الأساسي لتعظيم القيمة السوقية المضافة MVA وتكوين الثروة هو تعظيم القيم الاقتصادية المضافة المتوقع تحقيقها مستقبلاً، غير أن هذا لا يعني أن تتجاهل الشركة باقي العوامل التي يمكن أن تؤثر على القيمة السوقية المضافة MVA.

إن لتعظيم القيمة السوقية المضافة MVA ثلاثة ميزات رئيسية تعود على الشركة أولها زيادة ثروة الملاك، وثانيها زيادة صافي القيمة الحالية نتيجة تحسين أدائها التشغيلي وتوسيع فرصها الإستراتيجية، أما الثالثة فارتفاع إجمالي عوائد المساهمين<sup>2</sup> TSR.

#### ثالثاً: حدود القيمة السوقية المضافة

يشكو مؤشر MVA من بعض النقائص التي تحد من فعاليته في عملية تقييم الأداء الأمر الذي جعل Stern Stewart يحسم التفوق لصالح القيمة الاقتصادية المضافة EVA. ولقد ذكر Ehrbar<sup>3</sup> جملة هذه النقائص يأتي في مقدمتها الارتباط الوثيق للقيمة السوقية المضافة MVA بالتقلبات العشوائية في أسعار الاسهم والتي لا تعكس بالضرورة أداء ومجهودات الإدارة. ثانياً، ليس بالإمكان حساب MVA إلا إذا كانت الشركة مدرجة في السوق المالي، كما أن استخدامها محصور على تقييم الأداء الكلي للشركة فقط وليس بالإمكان استخدامها في تقييم أداء الوحدات الجزئية المكونة لها. ثالثاً، غياب طريقة واضحة لإدارة الزيادات الحاصلة في MVA وصعوبة تحديد وقياس أثر قرارات الشركة عليها.

<sup>1</sup> Khiari Zahia & Djaouahdou Reda, **New trends in measuring financial performance: Economic Value – Added (EVA)**, Journal of Algerian Enterprise Performance, Vol. 01, No. 1, 2012, P. 10

<sup>2</sup> Bennett Stewart, EVA Dimensions LLC, **What Determines TSR**, Journal of APPLIED CORPORATE FINANCE, Vol. 26, No. 1, Winter, 2014, P. 48

<sup>3</sup> Ehrbar, A., **Using EVA to measure performance and assess strategy**, Journal of Strategy & Leadership, Vol. 27, No. 3, 1999, P. 21

المطلب الثالث: عائد التدفق النقدي على الإستثمار والقيمة النقدية المضافة

أولاً: عائد التدفق النقدي على الإستثمار (CFROI)

استحدث مؤشر عائد التدفق النقدي على الإستثمار CFROI من قبل مجموعة بوسطن الإستشارية وهولت فاليو اسوسيتت (BCG) Holt Value & Boston Consulting Group Associates، ويقيس " التدفق النقدي لفترة واحدة للمؤسسة كنسبة مئوية من إجمالي الإستثمار"<sup>1</sup>. يشبه عائد التدفق النقدي على الإستثمار (CFROI) الى حد كبير معدل العائد الداخلي، حيث يعكس معدل الخصم الذي يجعل من قيمة إجمالي الإستثمارات تعادل صافي القيمة الحالية لإجمالي التدفقات النقدية وقيمة الخردة<sup>2</sup>، غير أن عائد التدفق النقدي على الإستثمار يعتمد التدفقات النقدية بدلا من الربح المحاسبي.

حسب Damodaran فإن حساب عائد التدفق النقدي على الإستثمار يتطلب تحديد أربعة متغيرات رئيسة هي<sup>3</sup>:

- ✓ الإستثمارات الإجمالية القائمة في المؤسسة مع استبعاد الأصول غير الملموسة، تقيم هذه الإستثمارات بالقيمة الجارية حتى تعكس آثار التضخم على أسعار الأصول؛
  - ✓ اجمالي التدفق النقدي المكتسب من الأصول، ويعرف عادة على أنه الدخل التشغيلي بعد الضريبة مع تعديل هذا الأخير بنفس الطريقة عند حساب القيمة الإقتصادية المضافة EVA؛
  - ✓ العمر المتوقع للأصول أو الإستثمارات؛
  - ✓ القيمة المتوقع للأصول عند نهاية عمرها ( قيمة الخردة) مقومة بالقيمة الجارية؛
- يحسب عائد التدفق النقدي على الإستثمار انطلاقا من العلاقة التالية:<sup>4</sup>

$$CFROI = \frac{CF - EN}{CI}$$

حيث:

<sup>1</sup> Harley E. Ryan, Jr. and Emery A. Trahan, Corporate Financial Control Mechanisms and Firm Performance: The Case of Value-Based Management Systems, Journal of Business Finance & Accounting, Vol. 34, No. 1-2, 2007, P. 113

<sup>2</sup> Daniela Venanzi, Financial Performance Measures and Value Creation: The State of the Art, SpringerBriefs in Business, 2012, P. 25

<sup>3</sup> ibid

<sup>4</sup> Tomas Petravičius & Rima Tamošiūniene, OP. Cit, P-P. 197-198

**CFROI** : عائد التدفق النقدي على الإستثمار

**CF** : إجمالي التدفق النقدي المكتسب للسنة الحالية

**CI** : الإستثمارات الإجمالية وتحسب بالعلاقة التالية :

الإستثمارات الإجمالية CI: الأصول الصافية + الإهلاك المتراكم على الأصول + التعديل الحالي للتضخم

**EN** : الإهلاك الإقتصادي وهو عبارة عن قسط سنوي لتغطية تكلفة الإستبدال المتوقعة للأصل عند نهاية عمره، يحسب بالطريقة التالية :

$$EN = \frac{RC * K}{(1+K)^n - 1}$$

يمثل RC الفرق بين الإستثمار الإجمالي وقيمة الخردة، أما K فيمثل تكلفة رأس المال، n تمثل مدة حياة الأصل.

من أجل تقييم الأداء المالي يتم مقارنة عائد التدفق النقدي على الإستثمار CFROI بتكلفة رأس المال، تحقيق عائد تدفق نقدي على الإستثمار أكبر من تكلفة رأس المال مؤشر على أن الإستثمارات الحالية تخلق قيمة للمؤسسة.

ويجادل David T. Larrabee et al بأن عائد التدفق النقدي على الإستثمار يعد مؤشر جيد لتقييم الأداء للمزايا العديدة التي يتسم بها أهمها<sup>1</sup>:

✓ يقدم تقييم للأداء في شكل عائد أو نسبة مئوية عكس المقاييس الأخرى التي تترجم الأداء في شكل قيمة مطلقة ( القيمة الإقتصادية المطلقة).

✓ يتفوق على عائد الإستثمار التقليدي لأنه يأخذ في الحسبان القيم الجارية بدل القيم التاريخية ( أثر التضخم)، مما يسهل استخدامه في المقارنات عبر الزمن.

✓ يعتمد في حسابه على التدفقات النقدية بدلا من الأرباح المحاسبية والتي لا تعكس الأداء بشكل جيد.

<sup>1</sup> David T. Larrabee et al, **Valuation Techniques: Discounted Cash Flow, Earnings Quality, Measures of Value Added, and Real Options**, John Wiley & Sons, Incorporated, available in SNDL, Proquest, 2012, P. 60

ثانياً: القيمة النقدية المضافة (CVA)

تم تطوير مقياس القيمة النقدية المضافة CVA من قبل مجموعة بوسطن الإستشارية Boston Consulting Group (BCG) كمقياس للربح الإقتصادي، وحسبها فإن هذا المقياس يتفوق على القيمة الإقتصادية المضافة لأنه يعتمد على التدفقات النقدية بدلا من الأرباح المحاسبية<sup>1</sup>. تمثل القيمة النقدية المضافة CVA حسب Young and O Byrne " الفرق بين التدفق النقدي التشغيلي للمؤسسة وتكاليف إجمالي رأس المال المستثمر".<sup>2</sup>

$$CVA = \text{Operating Cash-Flow} - \text{Gross Capital Charge}$$

يتم الوصول الى التدفقات النقدية التشغيلية بإضافة الإهلاك والمستحقات الى صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب NOPAT وفقا للعلاقة التالية:<sup>3</sup>

$$\text{Operating Cash-Flow} = \text{NOPAT} + \text{Accruals}$$

وحسب Martin and Petty فإن احتساب الإهلاك والمستحقات يعد الفرق الأساسي بين القيمة النقدية المضافة CVA والقيمة الإقتصادية المضافة EVA. ويضيف Young and O Byrne بأن اضافة الإهلاك عند حساب التدفقات النقدية التشغيلية يجعل القيمة النقدية المضافة CVA لا تتأثر بسياسة الإهلاك المتبعة من طرف المؤسسة عكس القيمة الإقتصادية المضافة EVA.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> Nese Yalcin et al. **Application of fuzzy multi-criteria decision-making methods for financial performance evaluation of Turkish manufacturing industries**, Expert Systems with Applications, Elsevier, Vol. 39, No. 01, 2012, P. 354

<sup>2</sup> Pierre Erasmus, **the relative and Incremental Information Content of the Value-Based Financial Performance Measure Cash Value Added**, Management Dynamics, Vol. 17, No. 1, 2008, P. 3

<sup>3</sup> Ibid

<sup>4</sup> Ibid

### خلاصة الفصل

حاولنا من خلال هذا الفصل الإلمام بموضوع الأداء المالي حيث تعرضنا في البداية لمختلف المفاهيم التي وضعها الباحثون في الإدارة لمصطلح الأداء والأداء المالي وتوصلنا الى أن هناك تفاوت كبير في مفاهيم الأداء، وتطرقنا أيضا لأسباب هذا التباين في المفاهيم. كما تعرضنا لأهم العوامل المؤثرة على الأداء المالي وخلصنا الى أن هذه العوامل تنقسم الى عوامل داخلية تحت تحكم المؤسسة وخارجية خارجة عن سيطرتها. تناولنا أيضا في هذا الفصل عملية تقييم الأداء المالي من خلال المفهوم، الأهمية، الأهداف والخطوات، كما استعرضنا أهم المؤشرات في تقييم الأداء المالي والتي شهدت تطورا تبعا لتطور الأهداف المالية للمؤسسة من تعظيم الربح الى تعظيم القيمة وهذا ما افرز ظهور مؤشرات حديثة قائمة على مبدأ تعظيم القيمة.

وبعد استعراضنا في هذا الفصل للأداء المالي سوف نحاول في الفصل القادم التطرق لسياسات ادارة رأس المال العامل وأثرها على الأداء المالي.

الفصل الثاني: الإطار المفاهيمي لسياسات  
إدارة رأس المال العامل وأثرها على الأداء  
المالي

### تمهيد:

تتناول إدارة رأس المال العامل إدارة الإستثمارات قصيرة الأجل المتمثلة أساسا في النقدية، المخزونات، والحسابات المدينة، بالإضافة الى التمويل قصير الأجل. يتوقف نجاح المؤسسة بشكل كبير على مدى قدرتها في الإدارة الفعالة لمكونات رأس المال العامل، لهذا يبذل المدراء الماليون جهود كبيرة ووقت أطول من أجل ترشيد ممارسات إدارة رأس المال العامل وهذا بوضع وصياغة السياسات والإستراتيجيات المناسبة لذلك والتي من شأنها تحسين أداء المؤسسة .

سنحاول من خلال هذا الفصل التطرق الى الركائز الأساسية لإدارة رأس المال العامل بداية من المفاهيم الأساسية ذات الصلة برأس المال العامل، بعدها إدارة مختلف مكونات رأس المال العامل وفي الأخير أهم السياسات المنتهجة في ادارة رأس المال العامل وأثرها على أداء المؤسسة.

### المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول رأس المال العامل

سنتناول في هذا المبحث مفهوم رأس المال العامل، أهمية وخصائص رأس المال العامل واخيرا أنواع رأس المال العامل

#### المطلب الأول: ماهية رأس المال العامل

##### أولاً: تعريف رأس المال العامل

قبل التطرق للمفاهيم والسياسات الأساسية لإدارة رأس المال العامل لا بد أولاً من توضيح ما المقصود بالضبط برأس المال العامل وماهي أهم المفاهيم والخصائص المتعلقة بهذا المفهوم. يستخدم مصطلح رأس المال العامل Working Capital بشكل شائع ومتكرر في الأدبيات المالية، وقد يشار اليه بمرادفات أخرى مثل رأس المال المتداول Circulating Capital، الأصول المتداولة والخصوم المتداولة.

تشير المصادر بأن ماركس قد يكون أول من تناول مفهوم رأس المال العامل، لكن بشكل مختلف نوعاً ما، حيث استخدم مصطلح " رأس المال المتغير " Variable Capital بدلاً من رأس المال العامل والذي قصد به " نفقات الرواتب المقدمة للعمال قبل اكتمال البضائع التي يعملون عليها".<sup>1</sup> فيما بعد أقدم الكثير من الباحثين في مجال الإدارة المالية على تقديم وبلورة تعريفات مختلفة لرأس المال العامل نستعرض أهمها في النقاط التالية:

- وفقاً للتعريف المقدم من قبل Weston & Brigham " يشير رأس المال العامل الى استثمارات الشركة في الأصول قصيرة الأجل مثل النقدية، الحسابات المدينة، المخزون.. الخ".<sup>2</sup>
- بالنسبة لـ J.S. Mill, Mead & other " فإن حجم الأصول المتداولة يمثل رأس المال العامل للشركة".<sup>3</sup>
- أما Shubin فاستخدم مصطلح رأس المال العامل للإشارة الى " مبلغ الأموال اللازمة لتغطية تكاليف تشغيل المنشأة".<sup>4</sup>

<sup>1</sup> Hrishikes Bhattacharya, working capital management: Strategies and Techniques, PHI Learning Private Limited, Delhi, 2021, P. 2

<sup>2</sup> M. Garg, Working Capital Management, Educreation Publishing, New Delhi, 2015, P. 5.

<sup>3</sup> C. Paramasivan & T. Subramanian, Financial management, New Age International Publishers, New Delhi, 2009, P. 150.

<sup>4</sup> Ibid

- من جهة أخرى تم تعريف رأس المال العامل بواسطة كل من **Gitman & Zutter** على أنه "الأصول المتداولة للمؤسسة والتي تمثل ذلك الجزء من الإستثمارات التي تتغير من شكل الى آخر في سياق العمل العادي".<sup>1</sup>
  - من وجهة نظر **Arnold** فإن رأس المال العامل يمثل " الفرق بين الأصول المتداولة والخصوم المتداولة".<sup>2</sup>
  - عرفه أيضا كل من **Leslie & Howard** على أنه " تلك الأصول المحتفظ بها للإستخدام الحالي داخل المؤسسة مطروحا منها المبالغ المستحقة على المدى القصير".<sup>3</sup>
  - أما **I. J. Guthmann** فعرف رأس المال العامل على أنه " ذلك الجزء من الأصول المتداولة والتي تم تمويلها بمصادر تمويل طويلة الأجل".<sup>4</sup>
- بالنظر للتعريف السابقة نجد أن رأس المال العامل أشير له بمعنيين مختلفين، فالبعض منها عرف رأس المال العامل على أنه مجموع الأصول المتداولة، أما البعض الآخر فإعتبره الزيادة في الأصول المتداولة على الخصوم المتداولة. يطلق على المفهوم الأول **إجمالي رأس المال العامل (Gross Working capital)** أما المفهوم الثاني فيعرف بصافي رأس المال العامل<sup>5</sup> **(Net Working Capital)**.
- المفهوم الأول ينص على أن رأس المال العامل ما هو إلا اجمالي الاستثمارات في بنود الأصول المتداولة التي تظهر في قائمة المركز المالي (المخزون، الذمم المدينة، النقدية والاستثمارات قصيرة الأجل)، والتي من المفترض أن تتحول الى نقدية خلال فترة زمنية لا تتعدى السنة، ويلاحظ أن أصحاب هذا المفهوم يركزون في تعريفهم لرأس المال العامل على الأصول المتداولة فقط دون الأخذ بعين الإعتبار الخصوم المتداولة<sup>6</sup>.

اجمالي رأس المال العامل = اجمالي الأصول المتداولة

<sup>1</sup> L. J. Gitman & C. J. Zutter, Op. Cit, P. 655.

<sup>2</sup> M. Garg, Op. Cit. P. 5.

<sup>3</sup> R. Leslie & F. C. Howard, **Working Capital its Management and Control**, Macdonalds and Evans Limited, UK, 1971, P. 3.

<sup>4</sup> M. Garg, Op. Cit. P. 5.

<sup>5</sup> J. C. Van Horne & J. M. Wachowicz, **Fundamentals of Financial Management**, 13<sup>th</sup>, Pearson Education Limited, England, 2008, P. 206.

<sup>6</sup> حمزة محمود الزبيدي، **الإدارة المالية المتقدمة**، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 2004، ص. 332.

أما أصحاب المفهوم الثاني فيرون أن رأس المال العامل يمثل فائض الأصول المتداولة على الخصوم المتداولة أو ذلك الجزء من الأصول المتداولة الذي تم تمويلها بمصادر تمويل طويلة الأجل<sup>1</sup> وهو مفهوم محاسبي أكثر منه مالي.

**صافي رأس المال العامل = الأصول المتداولة - الخصوم المتداولة**

والواقع أنه لا يوجد تعارض بين المفهومين، فهذا الاختلاف يمليه السياق الذي يستخدم فيه رأس المال العامل، فإجمالي رأس المال العامل هو المفهوم الأنسب في الحالات التالية:

- تحديد المستوى المناسب للأصول المتداولة المتوافق مع حجم الأصول الثابتة ومستوى عمليات المؤسسة، بالإضافة الى مصادر تمويلها<sup>2</sup>.

- كما أن هذا المفهوم مناسب في عملية توزيع المهام المتعلقة بإدارة رأس المال العامل، بحيث يكون هناك مسؤول عن كل مكون من مكونات رأس المال العامل كالمسؤول عن إدارة المخزون، والمسؤول عن إدارة النقدية..الخ<sup>3</sup>.

أما إذا كان المدير المالي بصدد تحليل الوضعية المالية للمؤسسة للتأكد من مدى متانة المركز المالي فصافي رأس المال العامل هو المفهوم الأنسب، حيث يوضح هذا الأخير هامش الأمان الذي تمتلكه المؤسسة لمواجهة التزاماتها في الأجل القصير.

**ثانياً: لماذا تحتاج المؤسسة لرأس المال العامل**

حسب Hrishikes Bhattacharya<sup>4</sup> فإن تكنولوجيا الإنتاج غير المثالية والأسواق غير التامة هي ضمن الأسباب الرئيسية التي تولد الحاجة لرأس المال العامل. فمثلاً لضمان سلاسة العمليات الإنتاجية يتطلب الأمر توريد المواد الأولية في الوقت المناسب وبالسعر المناسب، لكن حالة عدم التأكد قد تحول دون توفر المواد الأولية في الوقت وبالسعر المناسب، ضف الى ذلك أن عملية الشراء والإمداد قد تستغرق وقت أطول، هذا الأمر يحتم على المؤسسات الاحتفاظ بمخزون من المواد الأولية لمواجهة أي طارئ قد يحدث. من جهة أخرى فإن السلع المنتجة لا يتم بيعها مباشرة ونقداً، حيث أن المتعارف عليه أن عملية البيع تتم على الحساب الأمر الذي يؤدي الى ظهور الحسابات المدينة، وبما أن

<sup>1</sup> L.J. Gitman, **Principles of Managerial Finance**, 4th, Harper & Row Publishers, New York, U.S.A, 1985, P-P. 542-544.

<sup>2</sup> J. C. Van Horne & J. M. Wachowicz, Op. cit. P. 206

<sup>3</sup> فؤاد أبو إسماعيل، مرجع سابق، ص. 545.

<sup>4</sup> Hrishikes Bhattacharya, OP. Cit. P. 2

تحصيل ثمن المبيعات يستغرق وقت فالمؤسسة هنا بحاجة لنقدية من أجل مواجهة المصاريف التشغيلية اليومية الى غاية عملية التحصيل.

### ثالثا: أهمية رأس المال العامل

إن توفر قدر معين من رأس المال العامل يعد أمر ضروريا لإستمرار وسلاسة العمليات التشغيلية بغض النظر عن طبيعة نشاط المؤسسة. ولقد شبه الكثير من الباحثين رأس المال العامل بـ " شريان الحياة للمؤسسة" في اشارة الى أهميته الكبيرة للمؤسسة وعدم مقدرتها على الإستمرار من دونه. هذه الأهمية يمكن شرحها من خلال النقاط التالية:<sup>1</sup>

- توفير الإستثمار المستمر في الأصول المتداولة التي تحتاجها المؤسسة للعمل. مثال على ذلك حاجة المؤسسة لحد أدنى من النقدية لمواجهة النفقات التشغيلية اليومية وأيضا من أجل الاحتياط للنفقات غير المتوقعة، حاجة المؤسسة للمخزون لضمان سيرورة العملية الانتاجية وعدم انقطاعها.
- تلبية احتياجات التمويل الموسمية أو الدورية، بحيث يدعم تمويل رأس المال العامل تراكم الأصول قصيرة الأجل اللازمة لتوليد المبيعات.
- أيضا يستخدم رأس المال العامل للحفاظ على نمو المؤسسة، بحيث إن المعدات والآلات ليست هي فقط الأصول المطلوبة لتحقيق النمو، أثناء مرحلة النمو تحتاج المؤسسة استثمارات كبيرة في المخزون والحسابات المدينة والحسابات الأخرى لتحقيق الزيادة في المبيعات.
- كما يضمن رأس المال العامل القيام بالأنشطة المختلفة لتحسين العمليات التجارية والاستمرار في المنافسة مثل تطوير المنتجات، الإنتاج المستمر، تحسين العمليات وتنمية أسواق جديدة. في ظل المنافسة الشديدة هذه التحسينات تكون على أساس مستمر ويتم عادة تكبدها كتكاليف صغيرة متكررة.

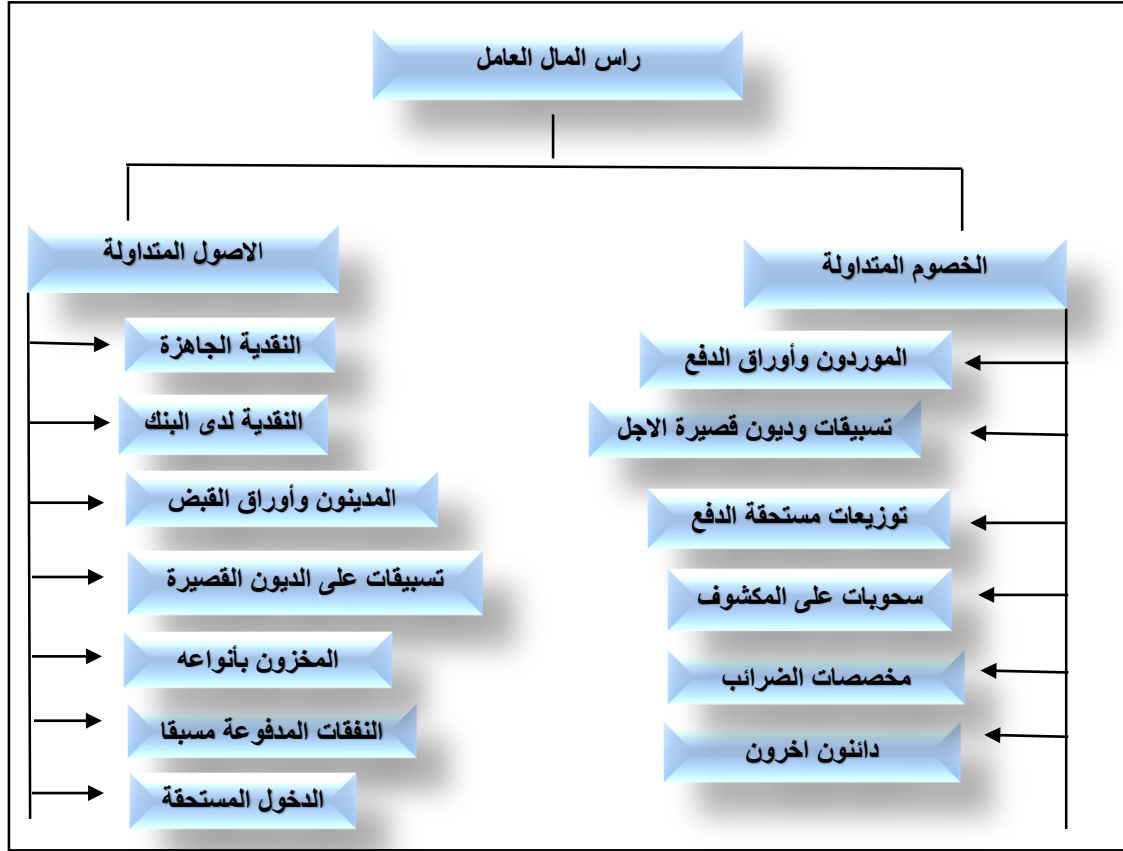
### رابعا: مكونات رأس المال العامل

- انطلاقا من قائمة المركز المالي فإن مكونات رأس المال العامل تتمثل في بنود الأصول المتداولة وبنود الخصوم المتداولة، تشمل بنود الأصول المتداولة كما هو موضح في الشكل رقم (02):
- **المخزون بأنواعه:** وهي المواد الأولية، المواد نصف المصنعة والمنتجات تامة الصنع.
  - **النقدية الجاهزة والنقدية لدى البنك والاستثمارات قصيرة الأجل:** النقد في الصندوق وفي البنك وأي استثمارات قصيرة الأجل من المتوقع أن تتحول إلى نقد في غضون عام واحد.

<sup>1</sup> Karl F Seidman, **Economic Development finance**, Sage Publications, California, U.S.A, 2005, P-P. 92-93.

- **المدينون وأوراق القبض:** تتضمن قيمة المبيعات للزبائن على الحساب والتي يتوقع أن تسدد في أجل لا يتعدى السنة.
- **الأصول المتداولة الأخرى:** مثل التسبيقات على الديون والنفقات المدفوعة مسبقاً ترتب بنود رأس المال العامل في قائمة المركز المالي بناء على معيار السيولة، حيث تظهر البنود الأقل سيولة أولاً ( المخزونات) تليها البنود الأكثر سيولة ( النقدية ).  
أما الخصوم المتداولة فأهم بنودها كما هو موضح في الشكل رقم (02) تشمل:
- **الموردون وأوراق الدفع:** يشمل هذا البند المبالغ المستحقة للموردين وعادة متعلقة بمشتريات المؤسسة من المواد الأولية.
- **تسبيقات وديون قصيرة الأجل:** يشمل هذا البند القروض القصيرة الأجل التي تحصلت عليها المؤسسة من البنوك والمؤسسات المالية.
- **المستحقات :** تتمثل في المبالغ المستحقة كالأجور، مخصصات الضرائب وتوزيعات الأسهم.  
ترتب الخصوم المتداولة على أساس الإستحقاق، كما أنها تستحق الدفع في أجل لا يتجاوز السنة.  
الشكل التالي يلخص مكونات كل من الأصول المتداولة والخصوم المتداولة

الشكل رقم (2) : مكونات رأس المال العامل



Source : C. Paramasivan & T. Subramanian, Op. Cit. P. 152.

خامسا: خصائص رأس المال العامل

يتصف رأس المال العامل بمجموعة من الخصائص التي تميزه عن الأصول الثابتة نوجزها فيما يلي:<sup>1</sup>

• فترة الحياة القصيرة

تعتبر الأصول المتداولة أصول قصيرة الأجل عادة لا تتجاوز فترة حياتها السنة، فمثلا الأرصدة النقدية يتم عادة الاحتفاظ بها لمدة أسبوع أو نحو ذلك، الحسابات المدينة يتم الاحتفاظ بها لمدة شهر الى ثلاثة أشهر، أما المخزونات فيتم الاحتفاظ بها في العادة لمدة ستة أشهر.

لكن تجب الإشارة الى أن معيار السنة كأساس للتفرقة بين الأصول المتداولة والأصول الثابتة قد تعرض للانتقاد بسبب بقاء بعض الأصول والخصوم المتداولة لأكثر من سنة في المؤسسة<sup>2</sup>. ولقد وضع كل من Park and Gladson أن ما هو أصل متداول أو ثابت يعتمد على طبيعة نشاطات

<sup>1</sup> Sharma Dhiraj, **Working capital Management: A conceptual Approach**, HIMALAYA PUBLISHING HOUSE, New Delhi, 2008, ProQuest Ebook Central, P-P. 27-28

<sup>2</sup> Hrishikes Bhattacharya, OP. Cit. P. 5

المؤسسة والمتطلبات التكنولوجية والممارسات التجارية<sup>1</sup>، ولقد اتجه البعض الى معيار الدورة التشغيلية للحكم على ماهو أصل متداول وماهو أصل ثابت، حيث الأصول التي تتحول الى نقدية خلال الدورة التشغيلية تعتبر أصول متداولة بغض النظر عن طول الدورة التشغيلية<sup>2</sup>.

#### • سرعة التحويل من شكل الى آخر

تتميز الأصول المتداولة بالتحويل السريع من شكل الى آخر ، فعلى سبيل المثال يتم استخدام النقدية لشراء المواد الأولية، هذه المواد الأولية يتم تحويلها الى مواد نصف مصنعة ومن ثم سلع نهائية، يتم بيع السلع النهائية وفي العادة على الحساب مما يؤدي الى ظهور الحسابات المدينة التي يتم تحويلها الى نقد بعد تحصيلها.

#### • التركيز على المدى القصير

الميزة الهامة الأخرى لرأس المال العامل هي اهتمامه بالمركز المالي قصير الأجل، حيث ينصب التركيز في إدارة رأس المال العامل على الأمد القصير عادة سنة واحدة وهذا معناه أن القيمة الحالية للنقود ليست مهمة في إدارة رأس المال العامل.

• التكرار: تتصف العمليات المتعلقة بنود رأس المال العامل بالتكرار الدائم والمستمر

• السيولة: تمتاز بنود رأس المال العامل بدرجة كبيرة من السيولة، حيث يتم تحويلها الى نقدية في مدة أقصر وبتكاليف أقل مقارنة بالأصول الثابتة.

#### • الترابط بين مكونات رأس المال العامل

إن أي تغيير يطرأ على أصل متداول معين يؤثر حتما على أصل متداول آخر، على سبيل المثال فإن التعامل بالبيع على الحساب يؤدي الى ظهور الحسابات المدينة، على هذا الأساس فالأصول المتداولة تتميز بالترابط الوثيق فيما بينها ولا يمكن النظر اليها بمعزل عن بعضها البعض.

#### المطلب الثاني: أنواع ومحددات رأس المال العامل

##### أولاً: أنواع رأس المال العامل

يصنف رأس المال العامل بناء على عدة معايير أهمها المفهوم، الزمن، الدورة التشغيلية.

<sup>1</sup>Hrishikes Bhattacharya, Op.Cit. P. 5

<sup>2</sup> Ibid, P. 28

## 1- معيار المفهوم Concept

وفقا لمعيار المفهوم يصنف رأس المال العامل الى إجمالي رأس المال العامل وصافي رأس المال العامل.

- إجمالي رأس المال العامل: ويمثل إجمالي الأصول المتداولة المبينة في قائمة المركز المالي.
- صافي رأس المال العامل: يمثل صافي رأس المال العامل الفرق بين الأصول المتداولة والخصوم المتداولة ويكون على ثلاث حالات:

• موجب أي أن الأصول المتداولة أكبر من الخصوم المتداولة وهذا معناه أن جزء من الأصول المتداولة يتم تمويله بالالتزامات طويلة الأجل. كلما كان صافي رأس المال العامل أكبر كلما كان ذلك أفضل حيث يمثل هذا الفارق هامش أمان للمؤسسة تجاه دائنيها ويعزز من ثقة الموردين والمقرضين تجاهها.

• بالمقابل هناك بعض المؤسسات تعمل بصافي رأس مال عامل سالب وهي الحالة التي تكون فيها الأصول المتداولة أقل من الخصوم المتداولة، ويحدث هذا عادة عند تحصيل الأموال قبل سداد المستحقات. تواجه المؤسسات هذه الوضعية في حالتين هما<sup>1</sup>:

✓ امتلاكها حسابات موردين أكبر بكثير من معدل دوران المخزون، في نفس الوقت يسدد زبائنها ثمن المبيعات بسرعة أو حتى نقدا.

✓ الدفع المسبق من العملاء، فمثلا المؤسسات التي تتبع سياسة البيع باستخدام بطاقة الإئتمان، تستلم ثمن المبيعات من الزبائن قبل تسليم المنتجات المبيعة وحتى قبل أن تدفع لمورديها.

لا يعد رأس المال العامل السالب دائما وضع سيئ، بل قد يكون فرصة جيدة للمؤسسات التي تتطلع للنمو دون اللجوء لرأس المال الخارجي<sup>2</sup>. الكثير من المؤسسات بصافي رأس مال عامل سالب استطاعت البقاء بسبب النمو القوي في مبيعاتها، لكن قد تتغير الصورة لو تباطأ نمو المبيعات هنا ستواجه المؤسسة صعوبة في سداد مستحقاتها وقد تجد صعوبة حتى في الاقتراض<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> Pascal Quiry et al, **Corporate finance: theory and practice**, fourth edition, John Wiley & Sons, Ltd, United Kingdom, 2014, P. 188

<sup>2</sup> Ibid

<sup>3</sup> Ibid, P.189

• صافي رأس مال عامل يساوي الصفر، وتكون هذه الحالة عند تساوي الأصول المتداولة مع الخصوم المتداولة، وهذه الحالة معناها أن أصول المؤسسة الثابتة ممولة بمصادر تمويل طويلة الأجل، بينما الأصول المتداولة ممولة بمصادر تمويل قصيرة الأجل.

## 2- معيار الزمن

يصنف رأس المال العامل وفقا الى هذا المعيار الى رأس مال عامل دائم ورأس مال عامل مؤقت. إن احتياجات المؤسسة من رأس المال العامل منها ماهو بصفة دائمة ومنها ماهو بصفة مؤقتة يظهر نتيجة التقلبات في نشاط المؤسسة.

### - رأس المال العامل الدائم:

يعرف رأس المال العامل الدائم (Permanent Working Capital) على أنه مقدار الأصول المتداولة المطلوب لتلبية الحد الأدنى من الاحتياجات على المدى الطويل<sup>1</sup>. أو هو ذلك الجزء من الأصول المتداولة الذي على المؤسسة الاحتفاظ به للقيام بالحد الأدنى من أنشطتها والإستمرار في مزاوله نشاطها.<sup>2</sup> وهنا يجب الإشارة الى نقطة غاية في الأهمية حيث إن رأس المال العامل الدائم هو بقاء مستوى دائم من الأصول المتداولة باستمرار في المؤسسة مع تجدد عناصره باستمرار وليس أصل متداول بحد ذاته لأن هذا ينطبق على الأصول الثابتة<sup>3</sup>.

بالنسبة للمؤسسات التي تكون في مرحلة نمو فإن مقدار رأس المال العامل الدائم يكون في تزايد وهذا ما يوضحه الشكل رقم (4) وهذا راجع للزيادة المستمرة في حجم الإنتاج والمبيعات، عكس المؤسسات التي تكون في مرحلة استقرار فهي تتصف برأس مال عامل دائم ثابت<sup>4</sup>.

### - رأس المال العامل الموسمي:

يشير رأس المال العامل الموسمي (Temporary or Fluctuating working capital) الى الزيادة الحاصلة في الأصول المتداولة نتيجة التقلبات الموسمية الحاصلة في المبيعات خلال الدورة التشغيلية<sup>5</sup>. المؤسسات التي يتسم نشاطها بالموسمية تحتاج الى الكثير من رأس المال العامل المؤقت في حالات

<sup>1</sup> J. C. Van Horne & J. M. Wachowicz, Op. cit. P. 210.

<sup>2</sup> مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، ط1، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006، ص. 177.

<sup>3</sup> J. C. Van Horne & J. M. Wachowicz, Op. cit. P. 210.

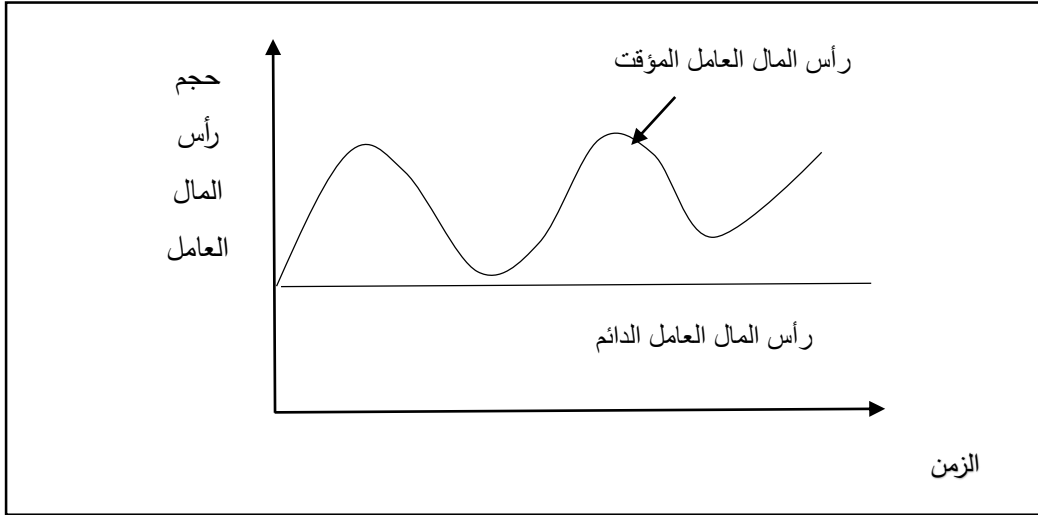
<sup>4</sup> C Rama gobal, **Financial Management**, New Age International Pvt. Ltd., Publishers, 2008, P-P. 351-352

<sup>5</sup> E. F. Brigham & M.C. EHRHARDT, **Financial Management: Theory & Practice**, 13<sup>th</sup> edition, South-Western, U.S.A, 2011, p. 645.

## الفصل الثاني: الإطار المفاهيمي لسياسات إدارة رأس المال العامل وأثرها على الأداء المالي

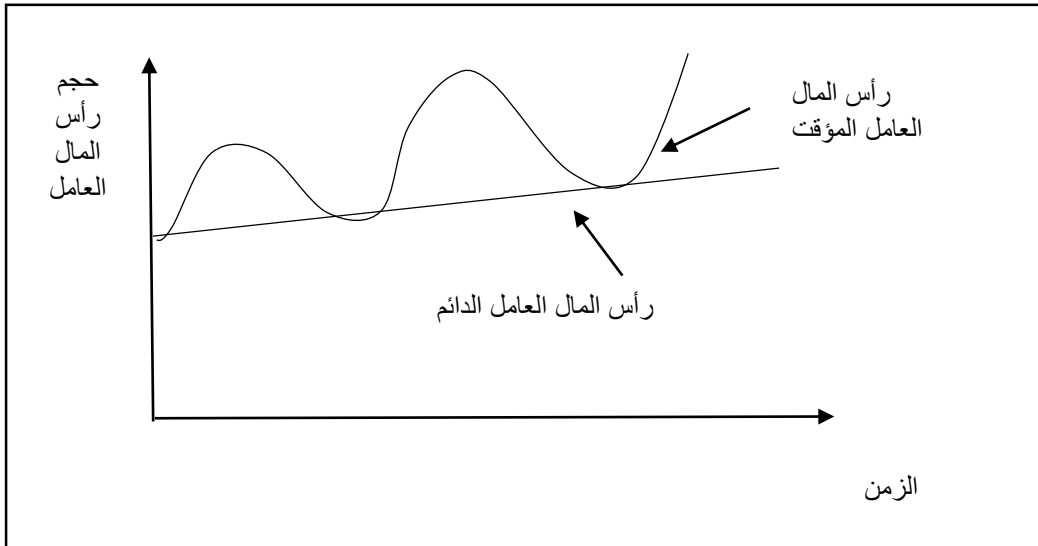
الذروة هذا بالإضافة الى رأس المال العامل الدائم<sup>1</sup> (الشكل رقم 3 و 4) بينما تتخفف هذه الإحتياجات في باقي الأوقات، وعليه فالحاجة لرأس المال العامل المؤقت تكون لفترة قصيرة.

الشكل رقم (3): رأس المال العامل الدائم والمؤقت في المؤسسات المستقرة



Source : C Rama gopal, **Financial Management**, OP. Cit., P. 351

الشكل رقم (04): رأس المال العامل الدائم والمؤقت في مرحلة النمو



Source :C Rama gopal, **Financial Management**, OP. Cit, P.352

<sup>1</sup> L. J. Gitman, **Managerial Finance**, 7th edition, Addison Wesley, San Diego, U.S.A, 2006, P-P. 632-633.

### 3- معيار الدورة التشغيلية

يمكن تقسيم رأس المال العامل وفقا الى هذا المعيار الى رأس المال العامل التشغيلي (Operating Working Capital) و رأس المال العامل غير تشغيلي<sup>1</sup> :

#### - رأس المال العامل التشغيلي:

هو الفرق بين استخدامات الأموال ومصادر الأموال المرتبطة بالعمليات التشغيلية اليومية للمؤسسة، أي العناصر من رأس المال العامل التي تحتفظ بها المؤسسة للقيام فقط بالعمليات التشغيلية العادية مثل المخزونات والذمم المدينة.

#### - رأس المال العامل غير التشغيلي:

يمثل رأس المال العامل غير التشغيلي العناصر أو البنود من رأس المال العامل التي لا يمكن تصنيفها ضمن أي مجموعة، وهي البنود التي استخدمتها المؤسسة لأغراض أخرى غير تشغيلية مثل الاستثمارات المالية قصيرة الأجل، المبالغ المستحقة على الأصول الثابتة، المخزون المحتفظ به لأغراض المضاربة والفائض النقدي. من الصعب التنبؤ وتحليل رأس المال العامل غير التشغيلي لأنه يعتمد على المعاملات الفردية على عكس رأس المال العامل التشغيلي الذي يتكرر باستمرار، وحدها المؤسسة قادرة على تمييز البنود من رأس المال العامل التشغيلية وغير التشغيلية وهذا التصنيف غير متاح في القوائم المالية.

#### ثانيا: محددات رأس المال العامل

يختلف حجم الاستثمار في رأس المال العامل من مؤسسة الى أخرى، بل يختلف في المؤسسة نفسها من فترة الى أخرى. يتوقف حجم رأس المال العامل في المؤسسة على عوامل كثيرة منها ما هو متعلق بخصائص وسياسات المؤسسة نفسها (عوامل داخلية)، ومنها ما هو متعلق بالبيئة التي تعمل المؤسسة في خضمها (عوامل خارجية). من المهم جدا للمدير المالي الإلمام بهذه العوامل حتى يتسنى له التحديد الدقيق لحجم رأس المال العامل المناسب لعمليات المؤسسة وتجنب حالات النقص والإفراط التي تؤدي الى نتائج غير مرغوبة.

<sup>1</sup> Pascal Quiry et al, Op. Cit, P-P.47-49.

## 1- المحددات الداخلية لرأس المال العامل

يمكن حصر أهم المحددات الداخلية لرأس المال العامل فيما يلي:

### • طبيعة نشاط المؤسسة

تؤثر طبيعة النشاط على حجم رأس المال العامل في المؤسسة، فمثلا مؤسسات الإستشارات لديها دورة تشغيلية قصيرة وتبيع في الغالب على أساس نقدي وعليه لديها حجم رأس مال عامل متواضع، من جهة أخرى نجد المؤسسات الصناعية والتي لديها دورة تشغيلية طويلة وتبيع منتجاتها في العادة على الحساب لديها متطلبات رأس مال عامل كبيرة<sup>1</sup>.

### • حجم المؤسسة

حجم المؤسسات هو الآخر يلعب دور مهم في تحديد حجم رأس المال العامل<sup>2</sup>، ففي العادة المؤسسات الكبيرة تحتاج حجم رأس مال عامل كبير بحكم كبر حجم نشاطها ومبيعاتها والعكس بالنسبة للمؤسسات صغيرة الحجم<sup>3</sup>. إلا أن هناك من يرى العكس تماما أي وجود علاقة عكسية بين حجم المؤسسات ورأس المال العامل لسببين رئيسيين هما:<sup>4</sup>

✓ أن المؤسسات ذات الحجم الكبير تتصف بخاصيتين مهمتين الأولى انخفاض مشكلة عدم تماثل المعلومات والثانية انخفاض قيود الإقتراض مما يتيح لها الحصول على مصادر تمويل خارجية بسهولة وبتكاليف أقل، نتيجة لذلك لا داعي للإحتفاظ بمستويات كبيرة من رأس المال العامل وخصوصا النقدية طالما يمكنها الحصول على الأموال بسهولة وبسرعة عند الضرورة.

✓ المؤسسات الكبيرة في العادة تربطها علاقات قوية ومنتينة مع الموردين مما يساعدها على الحصول على احتياجاتها من الموارد الإنتاجية وقت ما تريد وهذا لا يتطلب الإحتفاظ بكميات كبيرة من المخزون.

• **نمو المؤسسة:** إذا كانت المؤسسة في مرحلة نمو فإنها تحتاج الى مستويات أعلى من رأس المال العامل من أجل دعم الزيادة في المبيعات، فالزيادة في حجم المبيعات تتطلب زيادة الاستثمار في

<sup>1</sup> Prasanna Chandra, **Financial Management: Theory and Practice**, Eighth Edition, Tata McGraw Hill Education Private Limited, New Delhi, 2011, P-P. 565-567.

<sup>2</sup> Qurashi & Zahoor, **Working Capital Determinants for the UK Pharmaceutical Companies Listed on FTSE 350 Index**, International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences, Vol. 7, No. 1, 2017, p. 12.

<sup>3</sup> M. Garg, Op. Cit. P. 14.

<sup>4</sup> Ebrahim Mansoori & Datin Dr Jorah Muhammad, **Determinants of working capital management: Case of Singapore firms**, Research Journal of Finance and Accounting, Vol. 3, No. 11, 2012, p-p.17- 19

المخزونات كما تتطلب التوسع في منح الائتمان التجاري للزبائن مما ينجر عنه زيادة مستوى الحسابات المدينة.<sup>1</sup>

### • السياسة الائتمانية

تلعب السياسة الائتمانية المعتمدة من قبل المؤسسة دور كبير في التأثير على حجم رأس المال العامل. فإذا كانت المؤسسة تعتمد سياسة ائتمانية صارمة مع الزبائن فهذا سيؤدي الى انخفاض حجم الحسابات المدينة وبالتالي انخفاض حجم رأس المال العامل، أما إذا كانت المؤسسة تعتمد سياسة ائتمانية منفتحة فهذا سيؤدي الى زيادة حجم الحسابات المدينة وبالتالي زيادة رأس المال العامل.<sup>2</sup>

### • الرافعة المالية

تحدد نسبة الرفع المالي الى حد ما حجم الاستثمارات في رأس المال العامل، فالمؤسسات التي تمتلك نسبة رفع مالي مرتفعة (نسبة الديون طويلة الاجل مرتفعة في هيكل رأس المال) يتوقع أن تكون مستويات رأس المال العامل لديها منخفضة<sup>3</sup>، السبب في ذلك أن ارتفاع نسبة الدين معناها ارتفاع الفوائد وأقساط الديون التي يتوجب على المؤسسة الوفاء بها، إن سداد هذا القدر الكبير من الفوائد وأقساط الدين سوف يكون على حساب الأموال المتاحة للعمليات التشغيلية اليومية<sup>4</sup>. من جهة أخرى فإن تكلفة الديون طويلة الأجل تعد مرتفعة مقارنة بالديون قصيرة الأجل، في هذه الحالة الأفضل للمؤسسات عدم التوسع في الإستثمار في رأس المال العامل الذي يترتب عليه عوائد منخفضة لا تغطي تكاليف الدين المرتفعة والتوجه نحو فرص استثمارية تولد عوائد مرتفعة.

## 2- المحددات الخارجية لرأس المال العامل

يمكن حصر العوامل الخارجية المحددة لرأس المال العامل فيما يلي:<sup>5</sup>

### • الدورات الإقتصادية

في فترات الإنتعاش يرتفع مستوى المبيعات نتيجة زيادة الطلب، الأمر الذي يتطلب زيادة حجم الإستثمار في رأس المال العامل (مخزونات، نقدية وذمم مدينة) لمواجهة الزيادة في المبيعات. أما في فترات

<sup>1</sup>Ebrahim Mansoori & Datin Dr Jorah Muhammad, OP. Cit, p. 19.

<sup>2</sup> M. Garg, Op. Cit. P.15

<sup>3</sup>Suleiman M. Abbadi & Rasha T. Abbadi, **The Determinants of Working Capital Requirements in Palestinian Industrial Corporations**, International Journal of Economics and Finance; Vol. 5, No. 1, 2013, p. 71.

<sup>4</sup> Wasiuzzaman & Arumugam, **Determinants of Working Capital Investment: A Study of Malaysian PublicListed Firms**, Australasian Accounting, Business and Finance Journal, Vol. 7, NO. 2, 2013, p. 78.

<sup>5</sup> M. Garg, Op. Cit. P. 16-18

الإنكماش والركود أين ينخفض مستوى الطلب والمبيعات فإن حجم الإستثمار في رأس المال العامل ينخفض.

#### • التقدم التكنولوجي

يمكن أن يكون للتغيرات التكنولوجية والتطور في مجال الإنتاج أثر مباشر على الحاجة الى رأس المال العامل، فمثلا استخدام أنظمة انتاج حديثة ومتطورة يتيح للمؤسسات الإقتصاد في المواد الأولية وبالتالي تخفيض حجم المخزونات.

#### • التغير في الأسعار

تؤثر تغيرات الأسعار على مستويات رأس المال العامل، حيث الإرتفاع في أسعار المواد الأولية وإرتفاع الأجور يؤدي الى الحاجة الى أموال أكثر لتمويل رأس المال العامل.

#### المطلب الثالث: دورة رأس المال العامل

#### أولاً: الدورة التشغيلية The Operating Cycle

تمر العملية الإنتاجية في أي مؤسسة بثلاث مراحل أساسية هي شراء المواد الأولية، تحويل المواد الأولية الى منتجات نهائية ونصف مصنعة وأخيرا بيع هذه المنتجات. تشكل هذه المراحل مجتمعة ما يسمى بالدورة التشغيلية وهي "الفترة الزمنية بين اقتناء المخزون وتحصيل النقد من الحسابات المدينة"<sup>1</sup> أو هي "الفترة المطلوبة لتحويل المبيعات الى نقد بعد الحصول على الموارد مثل المواد الأولية."<sup>2</sup> وتصف لنا الدورة التشغيلية حركة المنتج من خلال حسابات الأصول المتداولة، حيث يبدأ المنتج حياته عبارة عن مواد أولية، بعدها يتم تحويله الى حسابات مدينة عند بيعه على الحساب، أخيرا يتم تحويله الى نقد عند تحصيل ثمنه<sup>3</sup>.

إن الأنشطة الرئيسية الثلاث المكونة للدورة التشغيلية (شراء الموارد- انتاج المنتج- بيع المنتج) تخلق مجموعة من التدفقات النقدية (تدفقات نقدية داخلية و تدفقات نقدية خارجية) تتصف بأنها غير متزامنة (عادة المدفوعات قبل المتحصلات) وغير مؤكدة لأن المبيعات المستقبلية والتكاليف التي يتولد عنها هذه التدفقات لا يمكن التنبؤ بها بدقة<sup>4</sup>.

يمكن احتساب الدورة التشغيلية من خلال العلاقة التالية<sup>5</sup>:

<sup>1</sup> Stephen A. Ross et al., **Essentials of Corporate Finance**, 9 editions, McGraw-Hill Education, USA, 2017, P. 521

<sup>2</sup> C. Rama Gopal, **Financial Management**, Op. Cit, p. 345.

<sup>3</sup> Stephen A. Ross et al, OP. Cit. p. 522

<sup>4</sup> Charles Moyer et al, **Contemporary Financial Management**, Twelfth Edition, South-Western, Cengage Learning, U.S.A, 2012, P. 592

<sup>5</sup>ibid

**الدورة التشغيلية = فترة تحويل المخزون + فترة تحصيل الحسابات المدينة**

حيث

- فترة تحويل المخزون: الفترة من شراء المواد الخام الى غاية بيع المنتجات تامة الصنع، تحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{فترة تحويل المخزون} = \text{متوسط المخزون} / (\text{تكلفة المبيعات} / 365)$$

- فترة تحويل الحسابات المدينة: فتمثل المدة بين بيع المنتجات وتحصيل ثمنها نقدا. تحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{فترة تحصيل الذمم المدينة} = \text{متوسط الحسابات المدينة} / (\text{المبيعات على الحساب} / 365)$$

**ثانيا: دورة التحويل النقدي Cash Conversion Cycle**

تجاهلت الدورة التشغيلية نقطة مهمة فهي ركزت على جانب الأصول المتداولة فقط ولم تأخذ في الحسبان المدة اللازمة لسداد الموردين نتيجة شراء المواد الأولية على الحساب (تدفقات نقدية خارجة). في هذا السياق اقترح كل من Richard & Laughlin (1980) دورة التحويل النقدي (Cash Conversion Cycle) لتغطية النقص الذي يكتنف الدورة التشغيلية. وحسب Richard & Laughlin فإن المقاييس التقليدية لرأس المال العامل هي مقاييس ستاتيكية لا تعبر بشكل صحيح عن وضعية ادارة رأس المال العامل لأنها لا تقدم أي معلومات عن توقيت وحجم التدفقات النقدية التشغيلية. عرف Richard & Laughlin دورة التحويل النقدي بـ " صافي الفترة الفاصلة بين المصروفات النقدية الفعلية المترتبة على شراء المؤسسة للموارد الإنتاجية والإسترداد النهائي للمقبوضات النقدية من بيع المنتجات"<sup>1</sup> بمعنى أن دورة التحويل النقدي تقيس الفترة الزمنية من لحظة دفع المؤسسة لمورديها الى غاية تحصيل المبيعات نقدا. كما عرفها Aljelly والذي أطلق عليها اسم الفجوة النقدية Cash

<sup>1</sup> Verlyn D. Richard & Eugene J. Laughlin, **A Cash Conversion Cycle Approach to Liquidity Analysis**, Financial Management, Vol. 9, No. 1, 1980, p. 34.

## الفصل الثاني: الإطار المفاهيمي لسياسات إدارة رأس المال العامل وأثرها على الأداء المالي

Gap بـ" المدة الزمنية بين النفقات النقدية على الموارد النقدية والايرادات النقدية من بيع المنتجات أو الخدمات"<sup>1</sup>، تحسب دورة التحويل النقدي انطلاقاً من العلاقة التالية:<sup>2</sup>

دورة التحويل النقدي = فترة تحويل المخزون + فترة تحويل الحسابات المدينة - فترة سداد الحسابات الدائنة

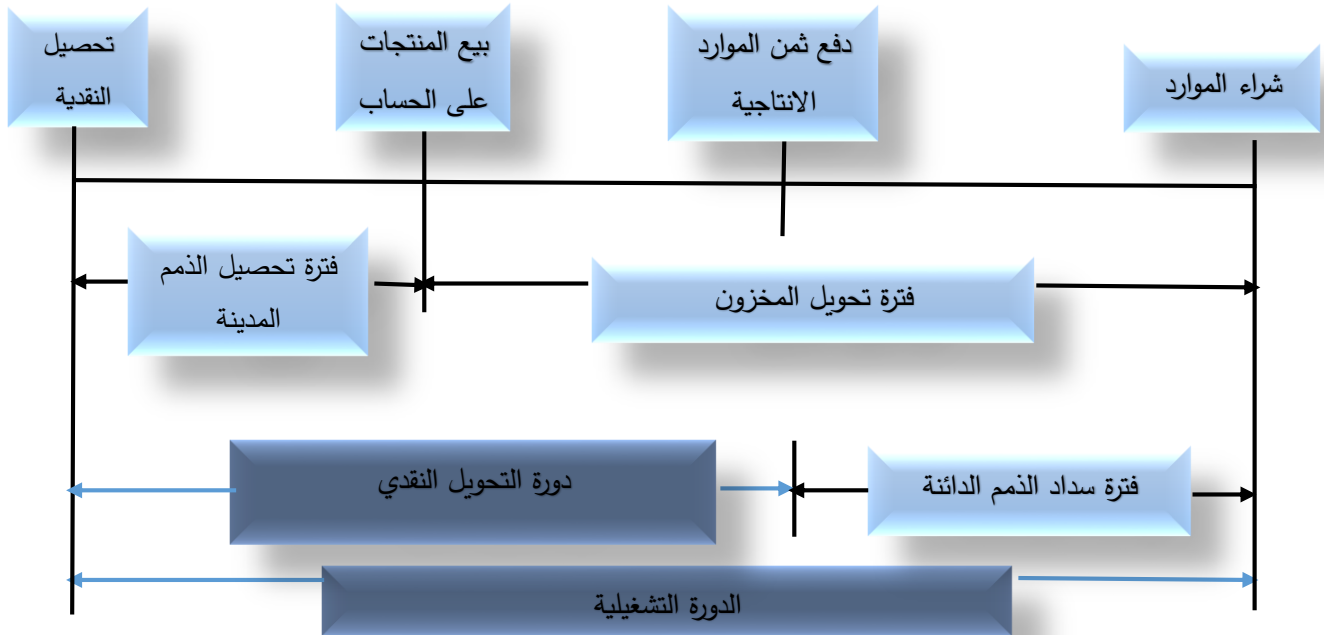
دورة التحويل النقدي = الدورة التشغيلية - فترة سداد الحسابات الدائنة

حيث فترة سداد الحسابات الدائنة تمثل الفترة التي تستغرقها المؤسسة في سداد الموردين وتحسب بالعلاقة التالية:<sup>3</sup>

فترة سداد الذمم الدائنة = متوسط الحسابات الدائنة / (تكلفة المبيعات / 365)

تختلف الدورة التشغيلية عن دورة التحويل النقدي كما هو موضح في الشكل أدناه، فالدورة التشغيلية تمثل الفترة من شراء الموارد الانتاجية الى غاية تحصيل ثمن المبيعات بينما دورة التحويل النقدي تمثل الفترة فقط بين السداد للموردين والتحصيل من عند الزبائن.

الشكل رقم (5): الدورة التشغيلية، دورة التحويل النقدي



<sup>1</sup> Abuzar M. A. Eljelly, **Liquidity-Profitability Trade-off: Empirical Investigation in an Emerging Market**, International Journal of Commerce and Management, Vol. 14, No. 2, 2004, p. 50.

<sup>2</sup> Charles Moyer et al, Op.cit., P. 593

<sup>3</sup> ibid

Source : Charles Moyer et al, Op. Cit, P. 593.

إذا كانت مدة الدورة التشغيلية أكبر من مدة سداد الحسابات الدائنة فهذا معناه أن دورة التحويل النقدي موجبة، بمعنى أن المؤسسة تدفع للموردين ثمن الموارد الإنتاجية قبل تحصيل ثمن مبيعاتها من الزبائن، هذا الوضع سوف يدفعها حتما لتوفير مصادر تمويل من أجل تمويل العمليات التشغيلية اليومية لغاية تحصيل ثمن المبيعات. كلما طالت دورة التحويل النقدي زاد اعتماد المؤسسة على مصادر التمويل الخارجية الأمر الذي قد يؤثر سلبا على الأداء بسبب ارتفاع تكاليف التمويل، لذا فالمحبذ هو الاحتفاظ بدورة تحويل نقدي أقصر ما يكون<sup>1</sup>. بإمكان المؤسسة تخفيض دورة التحويل النقدي عن طريق تسريع بيع المخزون وتحصيل الحسابات المدينة وابطاء سداد الحسابات الدائنة قدر المستطاع شريطة أن لا يؤدي ذلك الى الإضرار بسمعتها.

من جهة أخرى قد تكون دورة التحويل النقدي سالبة<sup>2</sup>، وهي تعد حالة مثالية، وهذا معناه أن المؤسسة تحصل ثمن المبيعات قبل أن تدفع للموردين ثمن الموارد الإنتاجية ويكون هذا غالبا في المؤسسات التي تعتمد على البيع النقدي.

<sup>1</sup> Rejaul Karim et al. **Cash Conversion Cycle and Financial Performance: Evidence from Manufacturing Firms of Bangladesh**, Asian Journal of Economics and Banking, Vol. 8, No. 1, 2024, P. 70

<sup>2</sup> Muneeb Ahmad Attari & Kashif Raza, The **Optimal Relationship of Cash Conversion Cycle with Firm Size and Profitability**, International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences, Vol. 2, No. 4, 2012, p. 191.

### المبحث الثاني: إدارة رأس المال العامل

سنتطرق في هذا المبحث الى ماهية ادارة رأس المال العامل بشكل عام بعدها نتطرق لإدارة العناصر الأساسية لرأس المال العامل.

#### المطلب الأول: ماهية إدارة رأس المال العامل

##### أولاً: مفهوم إدارة رأس المال العامل

منذ وقت ليس ببعيد كان اهتمام الإدارة المالية يتمحور حول قرارات الموازنة الرأس مالية وقرارات هيكل رأس المال، في حين لم يكن هناك أي حيز اهتمام لإدارة رأس المال العامل. وحسب كل من Palombini and Nakamura فإنه لا توجد حتى نظريات قوية ومقبولة على نطاق واسع في الإدارة المالية تشرح إدارة رأس المال العامل عكس المواضيع الأخرى<sup>1</sup>. لكن في الإدارة المالية الحديثة، أصبحت ادارة رأس المال العامل من القضايا المركزية التي تستدعي المزيد من الدراسة والتحليل، ويعود هذا الاهتمام المتزايد بسبب التحول من النظرة التقليدية لرأس المال العامل على أنه مجرد مؤشر في الميزانية المالية يوضح قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها الى النظرة الحديثة التي ترى بأن رأس المال العامل هو عبء على الأداء يجب تخفيض مستوياته قدر المستطاع<sup>2</sup>.

من جهة أخرى فإن النتائج المهمة التي اشارت اليها الدراسات الحديثة حول الدور الفعال الذي تلعبه ادارة رأس المال العامل في بقاء وقدرة المؤسسة على المنافسة عززت من مكانة وأهمية قرارات إدارة رأس المال العامل.

عرف منير ابراهيم هندي ادارة رأس المال العامل بـ " الإدارة التي تختص بإدارة الاستثمار في الأصول المتداولة، وإدارة استخدام الخصوم المتداولة"<sup>3</sup>. أما ابراهيم العامري فقد عرفها بـ " السياسات والقرارات المرتبطة بإدارة كل من الأصول المتداولة والخصوم المتداولة"<sup>4</sup>. وحسب Besley & Brigham فإن ادارة رأس المال العامل هي " إدارة الأصول (الإستثمارات) والخصوم (مصادر التمويل) قصيرة الأجل"<sup>5</sup>. توضح هذه التعاريف بأن ادارة رأس المال العامل تختص بالإدارة المالية قصيرة الأجل، بحيث تتناول القرارات المتعلقة بإدارة الدورة التشغيلية انطلاقاً من شراء المخزون الى غاية تحصيل ثمن المبيعات، إن ادارة رأس المال العامل في الأساس هي إدارة الأصول المتداولة ومكوناتها ( المخزونات، الحسابات

<sup>1</sup> Julia Koralun-Bereźnicka, **On the Relative Importance of Corporate Working Capital Determinants: Findings from the EU Countries**, CONTEMPORARY ECONOMICS, Vol. 8, Issue 4, 2014, P. 416

<sup>2</sup> Sagner, James. **Working Capital Management: Applications and Case Studies**, John Wiley & Sons, Incorporated, New Jersey, ProQuest Ebook Central, 2014, P.8

<sup>3</sup> منير ابراهيم هندي، مرجع سابق، ص.181.

<sup>4</sup> محمد علي ابراهيم العامري، مرجع سابق، ص. 172.

<sup>5</sup> S. Besley & E. F. Brigham, **Essential of Managerial Finance**, 13 th, South-Western, United States of America, 2005, p. 549.

المدينة، النقدية والاستثمارات قصيرة الأجل) والخصوم المتداولة ومكوناتها ( الإئتمان التجاري، المستحقات والاقتراض قصير الاجل) .

ينبثق عن إدارة رأس المال العامل اتخاذ أربع قرارات محورية تتمثل في<sup>1</sup>:

- تحديد نسبة الإستثمار الإجمالي في الأصول المتداولة بالمقارنة مع الاستثمار في الأصول الثابتة؛
- تحديد حجم الإستثمار المناسب في كل بند من بنود الأصول المتداولة، ويشمل هذا تحديد المستوى الأمثل للنقد، تحديد سياسة الإئتمان المثلى واخيرا تحديد حجم الإستثمار الأمثل للمخزون؛
- تحديد حجم التمويل قصير الأجل بالمقارنة مع حجم التمويل طويلة الأجل (مزيج التمويل الأمثل)؛
- تحديد مصادر التمويل قصيرة الأجل وحجم كل مصدر والمتمثلة أساسا في الإئتمان التجاري، المستحقات والاقتراض قصير الأجل؛

#### ثانيا: أهمية إدارة رأس المال العامل للمؤسسة

هناك أسباب عديدة تجعل ادارة رأس المال العامل عملية غاية في الأهمية بالنسب للمؤسسة لا يمكن الإستغناء عنها أبرزها<sup>2</sup>:

- نسبة الإستثمار المعتبرة في مكونات رأس المال العامل والتي قد تفوق نصف القيمة الإجمالية الكلية للأصول، بالإضافة الى سرعة دوران هذه الأصول، كل هذا يستدعي الإهتمام والمتابعة المستمرة من الإدارة المالية.
- تتميز مكونات رأس المال العامل بالتقلب وعدم الثبات والتغير من شكل الى آخر، وبالتالي فهي تتطلب اتخاذ قرارات بصفة مستمر ومتكرر.
- وجدت العديد من الدراسة أن إدارة رأس المال العامل تستحوذ على الجزء الأكبر من وقت المدير المالي، حيث يقضي معظم وقته في إدارة العمليات التشغيلية اليومية، هذه العمليات التشغيلية اليومية في معظمها لا تحتمل التأجيل مقارنة بالإستثمار في الأصول الثابتة، وأي تأخير قد يتسبب في اضرار جسيمة للمؤسسة، وعلى سبيل المثال فإن تأجيل الإستثمار في النقدية يؤدي الى نقص السيولة كما أن تأجيل الإستثمار في الحسابات المدينة والمخزون السلعي قد يؤدي الى خسارة المؤسسة لبعض عملائها الرئيسيين.

<sup>1</sup> حاكم محسن محمد الربيعي وزهراء جاره حمو الجرجري، سياسات الاستثمار في رأس المال العامل وأثرها في العائد والمخاطرة/ دراسة تطبيقية في شركات القطاع الصناعي للفترة من 2006 الى 2013، المجلة العراقية للعلوم الادارية، المجلد 12، العدد 48، 2016، ص. 143.

<sup>2</sup> حمزة الشمخي و ابراهيم الجزراوي، الإدارة المالية الحديثة: منهج علمي تحليلي في اتخاذ القرارات، ط1، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 1998، ص.ص. 149-151

• وتبرز أهمية إدارة رأس المال العامل أكثر في المؤسسات صغيرة الحجم، هذه المؤسسات التي تجد عادة صعوبة في الحصول على التمويل طويل الأجل فتجد تركيزها منصب على مصادر التمويل قصيرة الأجل وبخاصة المصادر التلقائية المتمثلة في الإئتمان التجاري والقروض المصرفية قصيرة الأجل.

• ومما يعزز أهمية إدارة رأس المال العامل العلاقة المباشرة والقوية بين النمو في المبيعات والحاجة لزيادة الإستثمار في رأس المال العامل، فزيادة المبيعات تستدعي زيادة مباشرة في النقدية والحسابات المدينة والمخزون السلعي، كما أن الزيادة في هذه البنود تتطلب في نفس الوقت تمويلا لذلك تأخذ اهتماما خاصا من الإدارة المالية.

### ثالثا: أهداف إدارة رأس المال العامل

إن الهدف الرئيسي لإدارة رأس المال العامل هو الحفاظ على مستوى استثمار أمثل في رأس المال العامل ومكوناته والذي يضمن للمؤسسة القيام بعملياتها التشغيلية بسلاسة ويحقق المبادلة بين هدفي الربحية والسيولة ويعظم من قيمة المؤسسة<sup>1</sup>.

إن تحديد حجم الإستثمار المناسب لعمليات المؤسسة أمر غاية في الأهمية، فعدم كفاية رأس المال العامل أو الإفراط في الإستثمار في رأس المال (Excessive Working Capital) العامل كليهما له عواقب وخيمة على المؤسسة، وهما نتاج الإدارة السيئة لرأس المال العامل. فإذا ما نظرنا الى المؤسسات التي تعاني من عدم كفاية رأس المال العامل نجدها تعاني من المشكلات أو الصعوبات التالية<sup>2</sup>:

✓ صعوبة تنفيذ الخطط التشغيلية وتحقيق الأرباح؛

✓ عرقلة نمو وتوسع المؤسسة؛

✓ عدم استخدام الأصول الثابتة بكفاءة لعدم كفاية رأس المال العامل، مما يؤدي الى تدهور العائد على الإستثمار؛

✓ تضييع المؤسسة لفرص الإئتمان الجذابة مثل عدم قدرتها على الإستفادة من الخصم النقدي بسبب ندرة الأموال؛

<sup>1</sup> L. J. Gitman & C. J. Zutter, op. Cit. P. 654.

<sup>2</sup> Reddy, P., Appannaiah, H., & Sathyaprasad, B, **Business management-ii: Marketing and finance**, Himalaya Publishing House, India, 2010, P. 438

✓ عدم قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها يفقدها سمعتها في السوق ويعرضها لشروط إئتمانية مشددة؛

✓ يؤثر بشكل مباشر على مركز السيولة للمؤسسة؛

من جهة أخرى المؤسسات التي تستثمر في رأس المال العامل بشكل يفوق احتياجاتها التشغيلية مهددة بالمخاطر التالية<sup>1</sup>:

✓ التراكم غير الضروري للمخزون السلعي، وبالتالي تزداد فرص سوء الإدارة، الهدر، السرقة والخسائر؛

✓ ارتفاع مستويات رأس المال العامل مؤشر على خلل في السياسة الإئتمانية وتباطؤ في فترة التحصيل، مما يؤدي الى ارتفاع نسبة الديون المعدومة الأمر الذي سيؤثر سلبا على الأرباح؛

✓ إن تراكم المخزون يؤدي الى تشجيع المضاربة التي تؤدي الى نمو الأرباح، هذا الوضع يؤدي الى انتهاج سياسة توزيع أرباح منفتحة يصعب تحقيقها مستقبلا عندما تعجز المؤسسة عن تحقيق أرباح المضاربة؛

✓ تخلق مستويات رأس المال العامل المفرطة نوع من الإرتياح لدى الإدارة مما يؤدي الى عدم الكفاءة الإدارية؛

✓ توافر النقد بشكل مفرط يؤدي بالإدارة الى الإنفاق العشوائي؛

إن عدم كفاية رأس المال العامل يؤدي الى ظهور مشاكل السيولة والعسر المالي، في حين المبالغة في الإستثمار في رأس المال العامل تؤدي الى ارتفاع تكاليف الإحتفاظ مما يؤثر سلبا على الربحية. هناك تعارض بين مبدأ السيولة والربحية، حيث إن الحصول على المزيد من أحدهما يعني التنازل عن البعض الآخر<sup>2</sup>. يتوجب على المدير المالي باستمرار أن يعمل على إيجاد توازن دقيق بين الربحية والسيولة عند اتخاذ قرارات الإستثمار في الأصول المتداولة<sup>3</sup>. إن الإدارة الفعالة لرأس المال العامل تتضمن تخطيط ومراقبة الأصول المتداولة والخصوم المتداولة بطريقة تقضي على مخاطر عدم القدرة على الوفاء بالإلتزامات قصيرة الأجل من ناحية وتجنب الإستثمار المفرط من ناحية أخرى<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> Reddy, P., Appannaiah, H., & Sathyaprasad, B, Op. Cit, P. 437

<sup>2</sup> Naim Salameh Al-Qadi & Ibrahim Marwan Khanji, Relationship Between Liquidity and Profitability: An Empirical Study of Trade Service Sector in Jordan, Vol.9, No.7, 2018, P. 153

<sup>3</sup> طارق عبد العال حمادة، إدارة السيولة في المصارف والشركات (قياس وضبط السيولة)، الدار الجامعية، مصر، 2012، ص 37.

<sup>4</sup> Eljelly Abuzar M. A, Op. Cit, P.48

### المطلب الثاني: إدارة الحسابات المدينة والمخزون السلعي

سنناقش في هذا المطلب إدارة جانب الأصول المتداولة بداية بإدارة الحسابات المدينة تليها إدارة المخزون السلعي.

#### أولاً: إدارة الحسابات المدينة ( الائتمان التجاري)

تشكل الحسابات المدينة في العادة نسبة معتبرة من اجمالي رأس المال العامل، وتنشأ هذه الحسابات عند قيام المؤسسة ببيع السلع والخدمات على الحساب، ونظراً لحجم الأموال المعتبرة المجمدة في الحسابات المدينة تولي الإدارة المالية أهمية بالغة في إدارة وتخطيط ومراقبة هذه الحسابات من أجل ضمان تحصيلها في أسرع وقت وخفض حجم الديون المعدومة قدر الإمكان.

#### 1- طبيعة الحسابات المدينة

تظهر الحسابات المدينة في ميزانية المؤسسة نتيجة اعتماد هذه الأخيرة على البيع بالأجل، يمكن تعريفها بـ "المبلغ الإجمالي الذي يدين به العملاء للمؤسسة نتيجة اقتنائهم لسلع وخدمات على الحساب"<sup>1</sup> تصنف الحسابات المدينة انطلاقاً من الميزانية المالية الى ثلاثة أصناف:<sup>2</sup>

- **الحسابات المدينة:** تظهر هذه الحسابات من عمليات بيع البضاعة والخدمات على الحساب، ويتم تحصيلها في العادة في فترة قصيرة مثل 30 الى 60 يوم.
  - **أوراق القبض:** هي المبالغ المستحقة من العملاء والتي تم تحويلها الى أوراق قبض وخصمها لدى المصارف بمعدل خصم منخفض نسبياً.
  - **الحسابات المدينة الأخرى:** تتضمن حسابات مدينة أخرى كفوائد الحسابات المدينة، القروض الممنوحة لموظفي المؤسسة. تصنف وتسجل هذه الحسابات في بنود منفصلة في الميزانية عن باقي الحسابات المدينة .
- يختلف حجم الإستثمار في الحسابات المدينة من مؤسسة الى أخرى تبعاً لعوامل كثير يأتي في مقدمتها<sup>3</sup>:
- السياسة الائتمانية المتبعة من قبل المؤسسة ( شروط الائتمان، طريقة التحصيل، الخصم النقدي، التحكم في مخاطر الائتمان... الخ)؛
  - عوامل أخرى خارج السياسة الائتمانية مثل سعر وجودة المنتج، الترويج ومستويات المخزون؛

<sup>1</sup> Hande Karadag, **Strategic Financial Management for Small and Medium Sized Companies**, Emeraled Group Puplicing Limited, Uk, 2015, p.108.

<sup>2</sup> محمد علي ابراهيم العامري، مرجع سابق، ص-ص. 207-208

<sup>3</sup> Glen Bullivant, **Credit Management**, Taylor & Francis Group, 6th ed., England, 2016, ebook, P. 54

- الظروف المحيطة بالمؤسسة والمناخ الاقتصادي العام؛

## 2- مزايا وتكاليف منح الائتمان التجاري

### 1.2 مزايا منح الائتمان التجاري

تتعرض المؤسسة لمخاطرة كبيرة جراء منح الائتمان التجاري، فقد لا يتمكن العملاء من سداد ما عليهم في الآجال المحددة، بل وقد يفشل البعض منهم في الدفع نهائياً مما سينجر عنه عرقلة سير العمليات التشغيلية للمؤسسة بسبب انقطاع التدفقات النقدية اللازمة لذلك.

إن المؤسسة على دراية تامة بهذه المخاطر وتببعاتها والتي كان بالإمكان تفاديها لو اعتمدت سياسة البيع النقدي، إذا لماذا تلجأ المؤسسة لإتباع سياسة البيع على الحساب على الرغم من خطورة ذلك على استقرارها المالي؟ تكمن الإجابة على هذا السؤال في المزايا المحصلة من البيع على الحساب والتي لا يمكن تحقيقها في حالة البيع النقدي والتي يمكن شرحها في النقاط التالية:

- تحفيز المبيعات وزيادة الأرباح، ففي ظل ضغوطات المنافسة الشديدة والرغبة في النمو والتوسع تستخدم المؤسسة مبيعات الائتمان كمدخل تسويقي مهم بغية الحفاظ على حصتها السوقية من المبيعات والأرباح وفي نفس الوقت جذب المزيد من العملاء<sup>1</sup>.

• من جهة أخرى يعد الائتمان التجاري وسيلة لضمان جودة المنتج، ويظهر ذلك جلياً في المؤسسات التي تعاني من مشكلة عدم تماثل المعلومات، حيث لا تتوفر أي معلومات عن سمعة المؤسسة، فتلجأ هذه الأخيرة لمنح الائتمان التجاري حتى تتيح للعملاء التأكد من جودة وخصائص المنتج قبل الدفع<sup>2</sup>.

• أيضاً من المنافع التي يمكن تحصيلها من منح الائتمان التجاري هو سهولة حصول المؤسسة على معلومات حول الجدارة الائتمانية للعملاء وبتكلفة أقل دون الحاجة للجوء للمؤسسات المالية<sup>3</sup>. فمثلاً حجم وتوقيت الطلبات يعطي صورة عن سير العمل، كما أن استفادة العميل من الخصم النقدي من عدمه مؤشر على مدى قدرته على السداد.

- على صعيد آخر يعد الائتمان التجاري آلية تساعد المؤسسة في وضع سياسة سعرية مناسبة لمختلف فئات العملاء، بمعنى آخر فإن منح الائتمان التجاري يمكن المؤسسة من ممارسة التمييز

<sup>1</sup> Frank J. Fabozzi et al. **The Complete CFO Handbook: From accounting to accountability**, John Wiley & Sons, Inc, New Jersey, 2008, ebook, P. 592

<sup>2</sup> Michael S. Long et al., **Trade Credit, Quality Guarantees, and Product Marketability**, journal of Financial Management, Vol. 22, No. 4 (Winter, 1993), P. 118

<sup>3</sup> Mitchell A. Petersen and Raghuram G. Rajan, **Trade Credit: Theories and Evidence**, The Review of Financial Studies, Vol. 10, No. 3 (Autumn, 1997), JSTOR, P. 663

السعري (**Price Discrimination**) ، فمنح الخصم النقدي مقابل الدفع المبكر أو اطالة فترة الإئتمان يعد ضمناً بمثابة تخفيض للسعر<sup>1</sup>.

## 2.2 تكاليف منح الإئتمان التجاري

رغم المنافع الكثيرة المحققة من وراء منح الإئتمان إلا أنه هناك أيضاً مجموعة من التكاليف تتحملها المؤسسة أهمها<sup>2</sup>:

### • تكاليف مسك الائتمان:

تمثل هذه التكلفة تكلفة الفرصة البديلة التي تتحملها المؤسسة نتيجة تجميدها للأموال في الحسابات المدينة بدل استثمارها في فرص استثمارية أخرى.

### • تكاليف إدارة وتحصيل الحسابات المدينة:

تشمل هذه التكاليف عمليات إدارة السجلات المتعلقة بالحسابات المدينة، كلف العاملين تكاليف المحاسب، تكاليف تحصيل الحسابات المدينة، تكاليف تحصيل الحسابات المتأخرة.

### • تكاليف الديون المعدومة:

يظهر هذا النوع من التكاليف عند فشل العملاء في سداد ما عليهم من التزامات، كلما زاد حجم الحسابات المدينة كلما زادت مخاطر عدم التسديد.

إن زيادة الائتمان التجاري يعظم المنافع لكن في نفس الوقت يزيد من التكاليف. إن الهدف الأساسي من ادارة الإئتمان التجاري هو تحقيق المبادلة بين تكاليف الحسابات المدينة ( تكلفة الفرصة البديلة، تكلفة ادارة الحسابات المدينة وتكلفة الديون المعدومة) والمنافع (زيادة الأرباح والعوائد)<sup>3</sup>، حيث تستمر المؤسسة في التوسع في منح الإئتمان طالما المنافع أكبر من التكاليف.

## 3- السياسة الائتمانية

إن المؤسسات التي تستثمر في الحسابات المدينة يتوجب عليها وضع سياسة عامة تنظم عملية منح الإئتمان. تحدد هذه السياسة لمن يمنح الإئتمان، شروط منح الإئتمان، الحد الأقصى للإئتمان وطريقة تحصيل الإئتمان، تعرف هذه الإجراءات بـ السياسة الائتمانية. إن الغرض الأساسي من وضع سياسة الإئتمان هو تعظيم الأرباح مع تحقيق مستويات منخفضة من الديون المعدومة.

<sup>1</sup> Richard Pike et al. **Trade Credit Terms: Asymmetric Information and Price Discrimination Evidence from Three Continents**, Journal of Business Finance & Accounting, Blackwell Publishing Ltd, Vol. 32, No. 5-6, 2005, P.1198

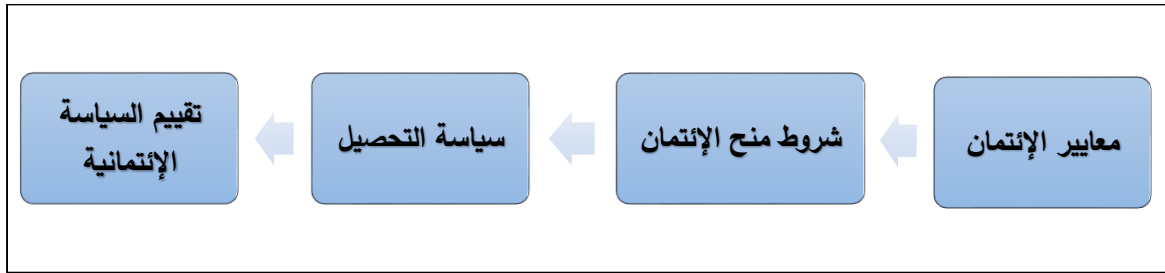
<sup>2</sup> عدنان تايه النعيمي وآخرون، **الإدارة المالية: النظرية والتطبيق**، ط1، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2007، ص-ص. 301-300

<sup>3</sup> Frank J. Fabozzi et al, Op.cit, P. 596

يشترط أن تكون سياسة الائتمان متماشية مع ظروف المؤسسة الداخلية والوضع الاقتصادي العام، كما يتوجب باستمرار مراجعتها حتى تتماشى والتغيرات الخاصة في السوق. إن وضع سياسة ائتمانية جيدة وفعالة يضمن للمؤسسة جملة من الإيجابيات أهمها<sup>1</sup>:

- ضمان تحقيق التدفقات النقدية الكافية لسير العمليات التشغيلية؛
  - الحفاظ على سمعة جيدة في السوق؛
  - تعزيز الإستقرار المالي في المؤسسة؛
  - تساعد السياسة الائتمانية الفعالة في استبعاد العملاء المعرضين لمخاطر عالية لعدم الدفع أو التأخير في السداد، واختيار العملاء الجيدين وبناء علاقات طويلة الأمد معهم؛
- تضم السياسة الائتمانية أربعة محاور رئيسية (الشكل رقم 06) هي معايير الائتمان، شروط منح الائتمان، سياسة التحصيل وأخيرا تقييم إدارة الحسابات المدينة. فيما يلي سيتم مناقشة كل محور من هذه المحاور بنوع من التفصيل.

### الشكل رقم (06): محاور السياسة الائتمانية



المصدر: من إعداد الطالبة

### 1.3 معايير الائتمان

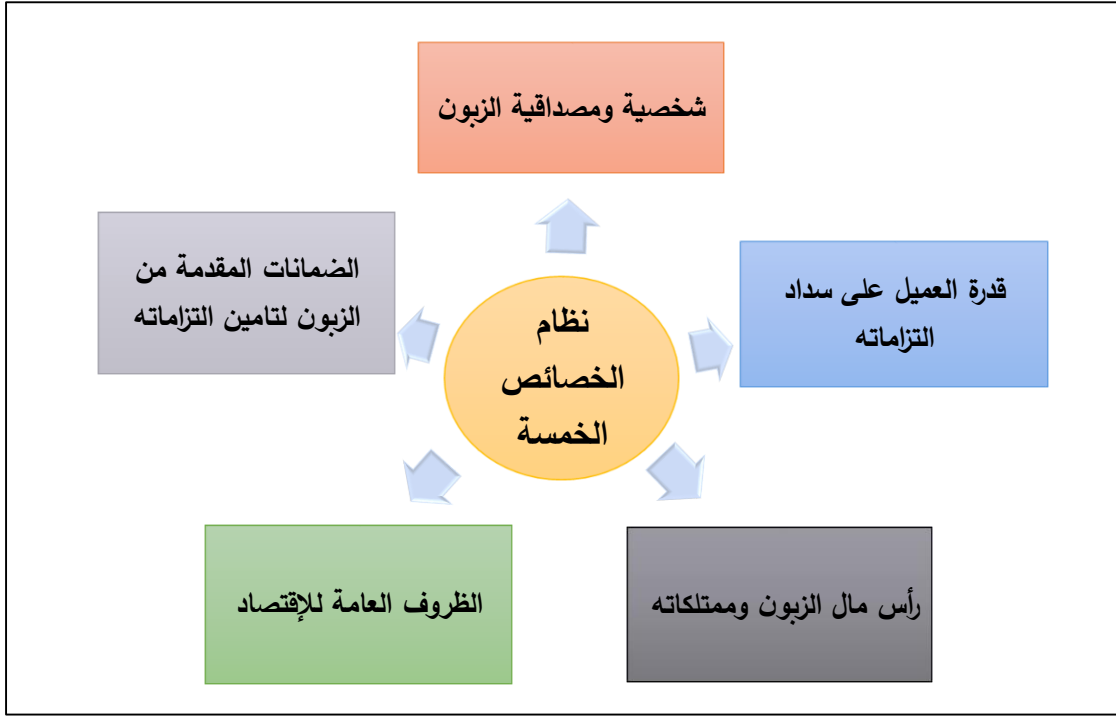
تمثل معايير الائتمان مجموعة من الشروط الواجب توفرها في الزبون لكي يحصل على الائتمان<sup>2</sup>، والهدف من وضع هذه المعايير هو تحديد فئة الزبائن التي سوف تستفيد من الائتمان التجاري. لا يوجد اتفاق عام حول المعايير الواجب توفرها في الزبائن لمنح الائتمان، لكن هناك ما يسمى بنظام الخصائص الخمسة (Five Cs of Credit) وهو عبارة عن خمس صفات الهدف منها تقديم تصنيف ائتماني للعميل يساعد المؤسسة في اتخاذ قرار منح الائتمان التجاري من عدمه. يشمل نظام الخصائص الخمسة فقرات أساسية تشمل شخصية الزبون وسمعته، مقدرة الزبون على الوفاء بالتزاماته، رأس مال الزبون أو ما يملكه من أصول، الضمانات التي سيقدمها الزبون في حالة عدم قدرته على

<sup>1</sup>Renuka Shyam Narain, **Good credit management's Impact: How does it contribute to material effectiveness and possibility in business**, Materials Today, Vol. 63, ScienceDirect,2022, P. 378

<sup>2</sup> عدنان تايه النعيمي وآخرون، مرجع سابق، ص. 295.

الوفاء بالتزاماته وفي الأخير مجموع العوامل الخارجية أو الظروف التي تؤثر على قدرة الزبون في الوفاء بالتزاماته كالظروف الإقتصادية والسياسية... الخ<sup>1</sup>.

الشكل رقم (07): معايير الإئتمان



Source : Renuka Shyam Narain, Op. Cit, P. 379

### 2.3 شروط الائتمان

إن منح الإئتمان التجاري يترتب عليه جملة من الشروط التي يتوجب على الزبون الإلتزام بها وذلك بغية ضمان تحصيل الأموال في أقرب وقت وبأقل التكاليف. تضم شروط الإئتمان الحد الأقصى لمبلغ الإئتمان ، طول الفترة المسموح بها للدفع ، معدل الخصم وفترة الخصم<sup>2</sup>. تختلف هذه الشروط من مؤسسة لأخرى ومن صناعة لأخرى وحتى من دولة لأخرى. قد تتشدد المؤسسة في شروط منح الإئتمان كما قد تتساهل في ذلك، حيث تخضع عملية اختيار شروط الإئتمان لجملة من الإعتبارات أهمها<sup>3</sup>:

- قوة ومركز البائع ( المؤسسة ) في السوق؛
- شروط الإئتمان التي يحصل عليها البائع ( المؤسسة ) من مورديه؛
- حجم المبيعات وهامش الربح المحقق من قبل المؤسسة؛
- شروط الإئتمان المقدمة من قبل المنافسين للمؤسسة في السوق؛

<sup>1</sup> Renuka Shyam Narain, Op sit. P. 379

<sup>2</sup> Frank J. Fabozzi et al, Op.cit, P. 596

<sup>3</sup> Glen Bullivant, Op. Cit, P-P. 88-89

- الوضعية المالية للزبون؛
- حجم المخاطر جراء منح الائتمان؛
- الضمانات المقدمة من قبل الزبون في حالة وجود أي طارئ؛

### 3.3 سياسة التحصيل

من أهم المراحل في السياسة الائتمانية هي تحديد الإجراءات اللازمة لتحصيل الديون. تعرف سياسة التحصيل بـ "مجموعة الإجراءات والقواعد التي تمارسها الإدارة بشأن متابعة تحصيل قيمة الائتمانات الممنوحة الى العملاء بأوقاتها المحددة بشروط الائتمان"<sup>1</sup>.

تعد عملية تحصيل الحسابات المدينة خطوة صعبة للإدارة لتأثيرها على العلاقة بين المؤسسة وعملائها، حيث يمكن توضيح ذلك من زاويتين:<sup>2</sup>

- فالسياسة المتشددة في تحصيل الحسابات المدينة قد تبعد العملاء عن المؤسسة وتدفعهم للتعامل مع مؤسسات منافسة أقل تشدداً، مما قد يتسبب في فقدان المؤسسة جزء من مبيعاتها وأرباحها.
- أما السياسة المتساهلة في التحصيل قد يكون لها دور ايجابي في تعزيز المبيعات والأرباح لكن قد تؤدي الى دخول عملاء أقل جودة وقد يتأخر البعض في التسديد، وبالتالي تزداد تكاليف الائتمان والتأخير.

تعتبر عملية تحصيل الديون مرحلة حاسمة في السياسة الائتمانية، يجب أن تتأكد المؤسسة بأن المنافع المحققة من عملية التحصيل أكبر من التكاليف المترتبة عن عملية التحصيل، وأن لا يترتب عن سياسة التحصيل أي أثر سلبي على العلاقة بين المؤسسة وعملائها.<sup>3</sup> هناك العديد من الطرق المستخدمة في تحصيل الديون نذكر منها:<sup>4</sup>

- ✓ **الرسائل:** هنا تقوم المؤسسة بإخطار العميل بأن موعد الدفع قد حان عن طريق إرسال رسالة بأسلوب لبق، إذا لم تكن هناك استجابة تقوم هذه الأخيرة بإرسال رسالة ثانية وثالثة إن لزم الأمر.
- ✓ **الاتصال الهاتفي:** تأتي هذه الخطوة في حالة عدم استجابة العميل للرسائل، حيث يتم الاتصال به هاتفياً ومطالبته بسداد التزاماته.

<sup>1</sup> حمزة الشمخي و ابراهيم الجرزاوي، مرجع سابق، ص. 190.

<sup>2</sup> عبد القادر محمد احمد عبد الله و خالد عبد العزيز السهلوي، الإدارة المالية، ط 5، السروات للطباعة والنشر، السعودية، 2017 ص.

531

<sup>3</sup> نفس المرجع

<sup>4</sup> فايز سليم حداد، الإدارة المالية، ط2، دار الحامد للنشر، عمان، الاردن، 2009، ص-ص 388-389

✓ الزيارات الشخصية: قد تقوم المؤسسة بتكليف شخص معين لزيارة العميل من أجل تحصيل المبلغ المستحق.

✓ وكالات التحصيل: إذا لم تتجح المؤسسة في تحصيل ديونها بالخطوات السابقة هنا قد تتجه الى وكالة متخصصة في عملية التحصيل أوحتى المحامي مع العلم أن هذه الإجراءات سوف تزيد من تكاليف التحصيل.

✓ الإجراءات القانونية: بعد أن تستنفذ المؤسسة كل محاولات التحصيل دون أي نتيجة تذكر تلجأ الى الطرق القانونية. إن فشل العميل في هذه المرحلة في سداد دينه قد يعرضه للإفلاس، إن عدم قدرة العميل على سداد التزاماته سيضر بسمعته في السوق وربما مستقبلا يتم التعامل معه بشروط ائتمانية صارمة إضافة الى ضرورة تقديمه ضمانات كافية لسداد دينه

### 4.3 تقييم إدارة الحسابات المدينة

إن الغرض من تقييم إدارة الحسابات المدينة هو التأكد من امتثال العملاء للمعايير والشروط المنصوص عليها في السياسة الائتمانية للمؤسسة ولتحديد أي انحرافات ومحاولة تداركها في الوقت المناسب. إن تباطؤ بعض العملاء أو فشلهم في تسديد التزاماتهم (ديون معدومة) سينجم عنه ارتفاع مخاطر عدم السداد ضف الى ذلك التكاليف المرتفعة التي ستنكبدها المؤسسة مما يؤدي الى الإضرار بالربحية. هناك طريقتان شائعتان لتقييم إدارة الحسابات المدينة الأولى تتمثل في متوسط فترة التحصيل (Days Sales Outstanding) والثانية جدول أعمار الحسابات المدينة (Aging Schedule).

#### • فترة تحصيل الحسابات المدينة

فترة تحصيل الحسابات المدينة هي الفترة التي يستغرقها العملاء لسداد التزاماتهم أو هي عدد الأيام التي على المؤسسة انتظارها لغاية تحويل الحسابات المدينة الى نقدية. تحسب هذه الفترة انطلاقا من العلاقة التالية<sup>1</sup>:

$$\text{فترة تحصيل الحسابات المدينة} = \frac{\text{متوسط الحسابات المدينة}}{\text{المبيعات/365}} \text{ (تكلفة)}$$

حيث:

<sup>1</sup> Charles Moyer et al., OP. Cit. P. 593

- إن هذا المؤشر مهم جدا بالنسب للمدير المالي فهو يوضح نقطتين مهمتين:<sup>1</sup>
- الأولى سرعة تحويل الحسابات المدينة الى نقدية، حيث كلما كانت هذه الفترة قصيرة زادت درجة سيولة الحسابات المدينة والعكس.
  - النقطة الثانية مدى التزام العملاء بفترة الإئتمان الممنوحة من قبل المؤسسة، وذلك من خلال مقارنة فترة تحصيل الحسابات المدينة مع فترة الائتمان، فإن وجد وكانت فترة تحصيل الحسابات المدينة أكبر من فترة الإئتمان الممنوحة فهذا معناه أن هناك فئة من العملاء تماطل في دفع ديونها، وقد يكون السبب اتباع المؤسسة لسياسة ائتمانية غير كفؤة.

#### • جدول أعمار الحسابات المدينة

جدول أعمار الحسابات المدينة، وهو عبارة عن جدول يصنف الحسابات المدينة للمؤسسة الى مجموعات وفقا لأعمارها<sup>2</sup>. ميزة هذا الأسلوب أنه يقدم معلومات مفيدة لا نجدها في مؤشر فترة تحصيل الحسابات المدينة، فهو يوضح حالة كل عميل عكس مؤشر فترة تحصيل الحسابات المدينة الذي يوضح المدة التي يستغرقها عملاء المؤسسة ككل في سداد التزاماتهم، كما أن مؤشر فترة التحصيل قد يبدو معقولا حتى عندما تتأخر نسبة كبيرة من العملاء عن الدفع<sup>3</sup>. تستطيع المؤسسة من خلال هذا الجدول تحديد نسبة العملاء الذين سددوا في الوقت ونسبة العملاء المتأخرين عن الدفع.

<sup>1</sup> مفلح محمد عقل، مرجع سابق، ص. 319.

<sup>2</sup> L. J. Gitman & C. J. zutter, Op. Cite, P. 676

<sup>3</sup> Jonathan Berk and Peter DeMarzo, Corporate Finance, 4th edition, Pearson Education Limited, England, 2017, P-P. 957-958

### ثانيا: إدارة المخزون السلعي

تعد إدارة المخزون السلعي ضمن الأنشطة الأساسية في المؤسسة وخاصة منها ذات الطابع الصناعي. فنشاط ادارة المخزون هو المسؤول عن تزويد المؤسسة بالمدخلات الأساسية للعملية الإنتاجية، كما يضمن أيضا سلاسة تدفق المنتجات النهائية لمواجهة الطلب السوقي. إن حدوث أي خلل في نظام امداد المؤسسة بالمدخلات اللازمة قد يترتب عليه خطر توقف العملية الإنتاجية وعدم القدرة على تلبية حاجة العملاء مما يؤثر سلبا على المبيعات والأرباح، وهنا تبرز أهمية إدارة المخزون في تفادي مثل هذه الأخطار.

في الواقع لا تقع إدارة المخزون السلعي تحت مسؤولية المدير المالي ( الإدارة المالية ) إنما تشترك كل من وظيفة الشراء، الإنتاج والتسويق في ذلك<sup>1</sup>، لكن تهتم الإدارة المالية بهذا المجال نظرا لحجم الأموال المعتمدة المستثمرة في المخزونات.

#### 1- أنواع المخزون السلعي

يصنف المخزون السلعي ضمن ثلاث أنواع هي:<sup>2</sup>

##### 1.1 المواد الخام

تشمل المدخلات أو العناصر التي يتم تحويلها لإنتاج المنتجات النهائية، وهي ضرورية لضمان استمرار العملية الانتاجية، لذا يتوجب على المؤسسة باستمرار ضمان التوريد والمنتظم وفي الوقت المناسب من المواد الاولية.

##### 2.1 المواد نصف المصنعة

تتمثل في المواد الوسيطة اللازمة خلال مراحل العملية الانتاجية. هذه المواد نصف مصنعة ليست جاهزة للبيع حتى يتم تحويلها الى منتجات نهائية

##### 3.1 المنتجات النهائية

تشمل المنتجات التامة الصنع والتي ينتظر بيعها. يتوقف حجم المنتجات النهائية على المبيعات المتوقعة.

#### 2- دوافع الإحتفاظ بالمخزون السلعي

تحتفظ المؤسسة بالمخزون لثلاثة دوافع رئيسية هي:<sup>3</sup>

<sup>1</sup> Stephen A. Ross et al, OP. Cit. p. 570

<sup>2</sup> محمد علي ابراهيم العامري، مرجع سابق، ص. 223.

<sup>3</sup> Clayman, M. R. et al, **Corporate Finance: A Practical Approach**, John Wiley & Sons, Incorporated, 2012, P. 330

## 1.2 دافع المعاملات

يمثل دافع المعاملات الإحتفاظ بالمخزون اللازم لدورة الإنتاج والمبيعات الروتينية، ويتحدد حجم المخزون بناء على حجم الإنتاج المخطط له.

## 2.2 دافع الاحتياط

تحتفظ أيضا المؤسسة بمخزون احتياطي كإجراء احترازي لتفادي أي خسائر نتيجة نفاذ المخزون، ويكون هذا عادة عندما لا تمتلك توقعات مستقبلية موثوقة.

## 3.2 دافع المضاربة

قد تحتفظ بعض المؤسسات بالمخزون لأغراض المضاربة، فإذا توقعت المؤسسة تغيرات في الأسعار لصالحها فإنها ستحتفظ بمخزون أكبر من أجل مضاعفة المبيعات والأرباح.

## 3- تكاليف المخزون السلعي

يترتب على عملية الإحتفاظ بالمخزون تحمل المؤسسة لثلاثة أصناف من التكاليف تتمثل في<sup>1</sup>:

### 1.3 تكاليف الإحتفاظ بالمخزون

يدخل ضمن هذه التكاليف تكلفة الأموال المستثمرة في المخزون، تكلفة المعدات واللوازم المستخدمة في التخزين، الصيانة، الأيجار، أجور العمال، التلف والسرقة... الخ

### 2.3 تكاليف الطلبية

ترتبط تكاليف الطلبية بتكاليف شراء المواد والسلع كتكاليف اعداد الطلبية، تكاليف استلام الشحنة ونقلها للمخازن، تكاليف الفحص والمعاينة... الخ

### 3.3 تكاليف نفاذ المخزون

تظهر هذه التكاليف عند فشل المؤسسة في تلبية طلبات العملاء نتيجة نفاذ المخزون لديها، كلما زاد حجم المخزون انخفضت تكاليف نفاذ المخزون.

بالنسبة لتكاليف التخزين فهي تزيد بزيادة حجم المخزون، أما تكاليف الطلبية والنفاذ فهي تتناقص بزيادة حجم المخزون<sup>2</sup>. إذا فالإحتفاظ بمستويات كبيرة من المخزون وإن كان يعود على المؤسسة بالكثير من المنافع إلا أنه يزيد من التكاليف وبالأخص تكلفة التخزين والطلبية، أما الإحتفاظ بمستويات منخفضة من المخزون فإنه يخفض من تكاليف التخزين لكنه يزيد من مخاطر نفاذ المخزون الذي يؤدي الى توقف العملية الانتاجية وضياع المبيعات. إن قرار الاستثمار في المخزون يتطلب عملية

<sup>1</sup> د. سعاد معالم ود. عادل بومجان، الإدارة المالية الحديثة، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 2018، ص-ص. 201-202

<sup>2</sup> نفس المرجع، ص. 203

مبادلة بين المنافع ( المعاملات، الاحتياطي..) والتكاليف ( تكاليف التخزين، الطلبية والنفاد) ،حيث مستوى الاستثمار في المخزون الذي يحقق المبادلة بين المنافع والتكاليف هو مستوى تعظيم الثروة<sup>1</sup>.

#### 4- النماذج الاقتصادية المستخدم في إدارة المخزون

هناك العديد من النماذج والتقنيات التي تستعمل من أجل الإدارة الفعالة للمخزون السلعي نذكر منها مايلي:

#### 1.4 نظام ABC: تتلخص فكرة هذا النظام في<sup>2</sup>:

تقسيم مخزون المؤسسة الى ثلاثة أقسام A، B، و C بناء على الأهمية النقدية والحصة. حيث القسم A يضم المخزونات ذات القيمة النقدية الأكبر لكن بأقل حصة، بينما القسم B يحتوي المخزونات ذات القيمة النقدية الأكبر بعد A، أما القسم C فيضم المخزونات ذات الحصة الأكبر لكن بقيمة نقدية منخفضة. إن القسم A من المخزون وبحكم ارتفاع قيمته النقدية فإنه سيحظى بمستوى عالي من الرقابة والاهتمام، أما القسم C من المخزون فإنه سيحظى برقابة عادية وبأساليب بسيطة بسبب انخفاض تكلفته.

#### 2.4 نظام الوقت المناسب (JIT) Just-in-Time System

يعد نظام الوقت المناسب من الأنظمة الحديثة لإدارة المخزون وقد تم اعتماد هذا النظام أول مرة باليابان من قبل شركة تويوتا. تتمحور فكرة هذا النظام بأن اقتناء المخزون يكون بالضبط في الوقت الذي تحتاجه المؤسسة للعملية الانتاجية.<sup>3</sup> إن الهدف الرئيسي من تطبيق هذا النظام هو تخفيض مستويات المخزون المحتفظ بها الى أدنى نقطة والذي سيجلب عليه انخفاض تكاليف التخزين. يؤدي اعتماد نظام JIT الى زيادة مرونة التصنيع، جودة منتج مرتفعة ومدة تصنيع أقل، هذه العوامل مجتمعة تزيد من تنافسية المؤسسة مما يؤثر بشكل ايجابي على الربح والعائد على الأصول<sup>4</sup>. وحتى تحصل المؤسسة هذه المنافع لابد من وجود تنسيق مكثف بين موظفي المؤسسة ومورديها ومؤسسات الشحن لضمان وصول مدخلات المواد في الوقت المحدد<sup>5</sup>، حيث إن ضعف التنسيق مع الموردين وعدم التنبؤ الدقيق بحجم الطلب يؤدي الى توقف عملية الانتاج والبيع لإنعدام المخزون.

<sup>1</sup> Frank J. Fabozzi et al, Op. Cit, P. 601

<sup>2</sup> L. J. Gitman, **Managerial Finance**, Op. Cit. p. 636.

<sup>3</sup> فايز سليم حداد، مرجع سابق، ص. 369.

<sup>4</sup> Ramji Balakrishnan et al. **Financial Benefits from JIT Adoption: Effects of Customer Concentration and Cost Structure**, The Accounting Review, Vol. 71, No. 2 (Apr., 1996), P. 185

<sup>5</sup> L. J. Gitman and C. J. Zutter, OP. Cit. P. 666

### 3.4 نموذج الحجم الاقتصادي الأمثل The Economic Order Quantity

يعد نموذج الحجم الاقتصادي الأمثل من أهم النماذج وأوسعها استعمالاً في إدارة المخزون، وهو عبارة عن نموذج يستخدم لتحديد حجم الطلب الأمثل على المخزون السلعي والذي يخفض التكاليف الكلية (تكاليف التخزين وتكاليف الطلبية) إلى أدنى نقطة.<sup>1</sup> يتم تحديد حجم المخزون الأمثل انطلاقاً من العلاقة الجبرية التالية:<sup>2</sup>

$$EOQ = \sqrt{\frac{2 \times O \times T}{C}}$$

حيث:

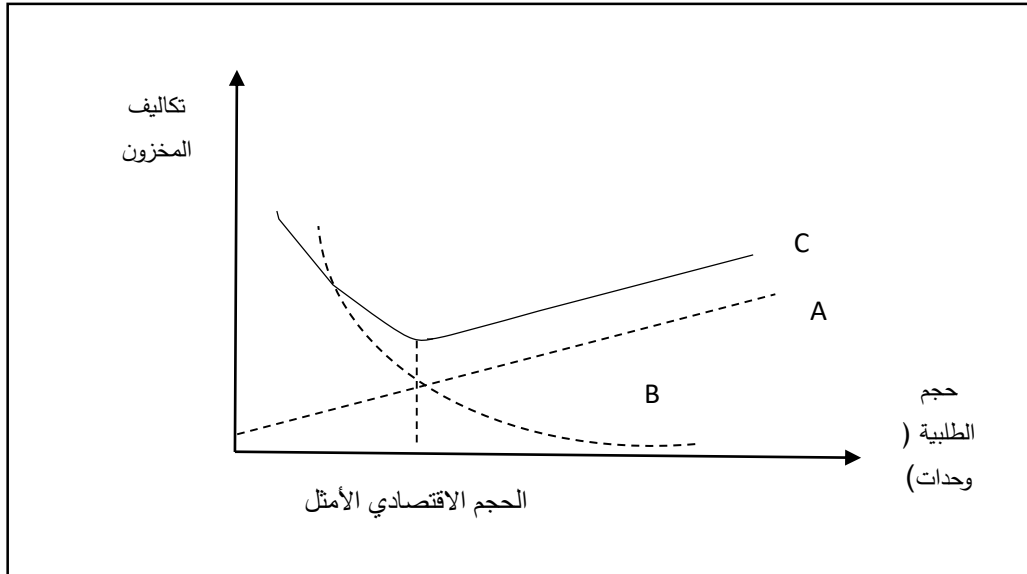
O: تكلفة إصدار الطلبية

T: الطلب الكلي من الوحدات

C: التكلفة السنوية للإحتفاظ بالمخزون للوحدة

وكما هو موضح في الشكل رقم (08) فإن المنحنى A يمثل تكاليف التخزين وترتبط طردياً مع حجم المخزون. أما المنحنى B فيمثل تكاليف الطلبية وترتبط عكسياً مع حجم المخزون، في حين يمثل المنحنى C التكاليف الإجمالية للمخزون. هناك نقطة تكون عندها التكاليف الكلية للمخزون عند أدنى مستوى وهي تمثل الحجم الاقتصادي الأمثل للمخزون.

الشكل رقم (08): الحجم الاقتصادي الأمثل للمخزون



Source: S. Besley & E. F. Brigham, Op. Cit. p. 601.

<sup>1</sup> S. Besley & E. F. Brigham, Op. Cit. p. 601.

<sup>2</sup> Ibid

### المطلب الثالث: إدارة النقدية والتمويل قصير الأجل

#### أولاً: إدارة النقدية

تحتل إدارة النقد أهمية خاصة في المؤسسة، فالنقد يعد المحرك الرئيسي لنشاطها. يعرف النقد على أنه أموال المؤسسة المودعة في كل من الصندوق والبنك، أما إدارة النقدية فتعرف على أنها " عملية التنبؤ، تحصيل، صرف، استثمار وتخطيط النقد الذي تحتاجه المؤسسة لسير نشاطها بسلاسة".<sup>1</sup>

#### 1- دوافع الاحتفاظ بالأرصدة النقدية

تحتفظ المؤسسة بالنقد من أجل الدوافع التالية<sup>2</sup>:

##### 1.1 دافع العمليات

يتوجب على المؤسسة الاحتفاظ بأرصدة نقدية كافية لتسيير مختلف الدفعات والمقبوضات المتعلقة بالأنشطة التشغيلية.

##### 2.1 دافع الإحتياط

يرتبط هذا الدافع بمدى دقة التنبؤات بالتدفقات النقدية الداخلة والخارجة، حيث كلما انخفضت دقة التوقعات بالتدفقات النقدية كلما زادت حاجة المؤسسة للإحتفاظ بأرصدة نقدية أكبر.

##### 3.1 دافع المضاربات

يقصد بدافع المضاربة ما تحتفظ به المؤسسة من رصيد نقدي من أجل الاستفادة من أي فرص تصادفها مثل اقتناء مواد أولية بكميات كبيرة عند انخفاض أسعارها مما يؤدي الى تخفيض اجمالي التكاليف وزيادة الإيرادات.

##### 4.1 دافع التعويض أو الرصيد المعوض

تحتفظ المؤسسة برصيد نقدي لدى البنك مقابل الخدمات التي يحصل عليها كالمعلومات المالية وتحصيل الشيكات. بإمكان البنك استثمار هذا الرصيد وتحقيق عوائد من وراء ذلك.

#### 2- أهداف إدارة النقدية

تهدف إدارة النقدية الى تحقيق غايتين هما:<sup>3</sup>

- تلبية الاحتياجات النقدية للمؤسسة:

<sup>1</sup>Hande Karadag, Op. Cit. p. 105.

<sup>2</sup> محمد صالح الحناوي و آخرون، أساسيات الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2001، ص-ص. 178-179

<sup>3</sup> M.Y. Khan & P.K. Jain, Cost Accounting and Financial Management: For CA Professional Competence Examination, Tata McGraw-Hill, India, 2008, P-P. 12.3-12.4.

في سياق العمل العادي ، يتعين على المؤسسات دفع مبالغ نقدية بشكل مستمر ومنتظم لموردي السلع والموظفين وما إلى ذلك. في نفس الوقت هناك تدفق مستمر للنقد إلى المؤسسة من خلال التحصيل من العملاء. إن الهدف الأساسي من إدارة النقدية هو تمكين المؤسسة من دفع مستحقاتها في الوقت المناسب وذلك من خلال توفير النقد الكافي لذلك. إن احتفاظ المؤسسة بنقد كافي يسمح بتحقيق المنافع التالية:

- يمنع العسر المالي أو الإفلاس الناشئ عن عدم قدرة المؤسسة من الوفاء بالتزاماتها؛
  - الحفاظ على علاقة جيدة مع البنوك؛
  - يساعد في تعزيز العلاقات الجيدة مع الدائنين التجاريين و موردي المواد الخام ، كما قد تستفيد المؤسسة من الخصم النقدي في حالة الدفع المبكر؛
  - الاستفادة من الفرص التجارية المتاحة؛
  - يمكن للمؤسسة مواجهة النفقات النقدية غير المتوقعة كالأضرار أو الحرائق... الخ؛
- **تقليل حجم الأموال المحتفظ بها في الأرصدة النقدية:**

الهدف الثاني لإدارة النقد هو تقليل الأرصدة النقدية المحتفظ بها. الملاحظ هنا أن هذا الهدف متعارض مع الهدف الأول، فتحقيق الهدف الأول يتطلب الاحتفاظ بأرصدة نقدية مرتفعة. لكن كما هو معروف فالنقد هو أصل لا يدر ربحاً وبالتالي فالاحتفاظ بأرصدة نقدية كبيرة عاطلة ليس بالقرار الرشيد. في هذا الصدد فإن إدارة النقدية تهدف إلى التوفيق بين هذه الأهداف المتضاربة من خلال الاحتفاظ بمستوى أمثل من النقد يضمن الموازنة بين هذه الأهداف. وفي هذا الصدد فإنه يتم الإستعانة ببعض النماذج الرياضية التي تساعد في تحديد الحجم الأمثل من النقدية مثل نموذج بامول Model Baumol ونموذج ميلر Miller model .

### 3 - تقنيات الإدارة الفعالة للنقدية:

من أجل ضمان إدارة فعالة للنقدية لا بد من إتباع جملة من التقنيات الأساسية التي تسمح للمؤسسة بتحقيق الأهداف المسطرة في إدارة النقدية تتمثل هذه التقنيات فيما يلي<sup>1</sup>:

- **تحقيق التوافق والمواءمة بين التدفقات النقدية الداخلة والخارجة:**

يقصد بتزامن التدفقات النقدية مواءمة توقيت التدفقات النقدية الداخلة مع توقيت التدفقات النقدية الخارجة مما يسمح للمؤسسة بتخفيض الرصيد النقدي المحتفظ به لدافع المعاملات. فإذا ما استطاعت المؤسسة

<sup>1</sup> منير ابراهيم هندي، مرجع سابق، ص-ص. 216-212.

أن تجعل تاريخ تحصيل أموالها من العملاء هو بالضبط تاريخ السداد للموردين فإنها لن تحتاج لا للإحتفاظ بأرصدة نقدية كبيرة ولا للإقتراض من البنوك، وتوفر عليها تكاليف الإحتفاظ بالنقد وتكاليف الاقتراض.

### • إعداد ميزانية تقديرية نقدية:

تعد الميزانية التقديرية اداة مهمة في إدارة النقدية، فمثلا تكشف الميزانية التقديرية عن الفائض المتوقع في النقدية وتوقيت حدوثه، وهذا يسمح المؤسسة بتحديد البدائل المتاحة لإستثمار هذا الفائض النقدي مسبقا. في غياب الميزانية التقديرية ما كانت المؤسسة قادرة على اكتشاف هذا الفائض النقدي إلا عند حدوثه، ولن تتمكن من اتخاذ قرار إلا بعد مرور فترة من الزمن وهذا مايعني زيادة الرصيد النقدي عن الحاجة المطلوبة.

### • الإسراع في تحصيل الحسابات المدينة:

يتوجب على المدير المالي تسريع عملية تحصيل الحسابات المدينة قدر الإمكان وذلك من حث العملاء على سرعة السداد، ويتحقق هذا بعدة اساليب أهمها منح الخصم النقدي واتباع سياسة إئتمانية متشددة في التحصيل. أيضا يمكن تسريع عملية التحصيل من خلال الاسراع في تحويل الشيكات المستلمة الى نقدية، واستخدام أيضا طرق أخرى غير الشيكات لتسريع عملية السداد.

### • ابطاء سداد المدفوعات:

وذلك بأن تقوم المؤسسة بتأخير سداد الحسابات الدائنة الى أطول مدة ممكنة دون. يمكن للمؤسسة ابطاء سداد مستحقاتها عن طريق تغيير نمط سداد بعض المستحقات من خلال الضغط على الموردين لتمديد فترة الإئتمان، أيضا يمكن اطالة الفترة الزمنية التي تمضي بين تحرير الشيك وبين سحب قيمته من حساب المؤسسة.

### ثانيا: التمويل قصيرة الأجل

سبق وأن اشرنا الى أنه من بين النقاط الرئيسية التي تعنى بها إدارة رأس المال العامل التمويل القصير الأجل والذي يستخدم في العادة لمواجهة النفقات التشغيلية في الأمد القصير. يجب الاشارة هنا أن قرار تمويل رأس المال العامل يحدد نقطتين الأولى تحديد مصادر التمويل قصيرة الأجل والنقطة الثانية تحديد نسبة التمويل قصير الأجل مقابل التمويل طويل الأجل. في هذه الفقرة سيتم التعرض للنقطة الأولى وهي مصادر التمويل قصيرة الأجل بينما سيتم التعرض للنقطة الثانية في المبحث الثالث.

بالنسبة للتمويل قصير الأجل يمكن تعريفه على أنه ذلك الالتزام الذي يتوجب سداه خلال فترة زمنية لا تزيد عن السنة الواحدة.<sup>1</sup>

عند تطرق المدير المالي لموضوع التمويل قصير الأجل فإنه يركز اهتمامه على نقطتين غاية في الأهمية هما:<sup>2</sup>

✓ تتعلق النقطة الأولى بدرجة اعتماد المؤسسة على هذا التمويل، ويتحدد هذا الأمر بناء على هيكل أصول المؤسسة ودرجة المخاطرة التي ترغب في تحملها.

✓ أما النقطة الثانية فتتعلق بالمفاضلة بين البدائل المختلفة المتاحة من هذا التمويل (مزيح التمويل قصير الأجل). عند عملية المفاضلة بين البدائل المتاحة للتمويل قصير الأجل تأخذ الإدارة في الحسبان تكلفة المصدر ودرجة توافر المصدر بالكم المناسب في الوقت المناسب.

تتعدد مصادر التمويل قصير الأجل إلا أنه يمكن حصرها في نوعين رئيسيين مصادر تمويل تلقائية تتمثل أساسا في الائتمان التجاري والمستحقات ومصادر تمويل غير تلقائية تتمثل في الائتمان المصرفي أو القروض قصيرة الأجل.

## 1- مصادر التمويل التلقائية

### 1.1 الإئتمان التجاري

#### 1.1.1 مفهوم الإئتمان التجاري ومبررات استخدامه

يعد الإئتمان التجاري من المصادر الرئيسية للتمويل قصير الأجل وقد يكون المصدر الوحيد خصوصا للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة والتي تجد صعوبة في الحصول على التمويل الخارجي بسبب ارتفاع درجة المخاطر فيها، نظرا لارتفاع معدل الفشل بها في ظل عدم التأكد من تدفقاتها النقدية المستقبلية، مما يجعل تمويلها يتطلب من أصحاب رؤوس الأموال تحمل مخاطر كبيرة.<sup>3</sup>

يمكن تعريف الائتمان التجاري على أنه " عبارة عن تمويل قصير الأجل يمنحه المورد إلى المشتري عند شراء بضاعة بقصد إعادة البيع أو استخدامها كمادة أولية لإنتاج بضاعة مصنعة"<sup>4</sup> كما يمكن

1 عدنان تايه النعيمي وأرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص. 351.

2 أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر و التوزيع، عنابة، الجزائر، 2008، ص. 36

3 معيزة مسعود امير، نظرية الإشارة كمدخل لتفسير محددات التمويل بالقروض الاستثمارية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في ظل ظروف عدم تماثل المعلومات دراسة حالة عينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير،

المجلد 16 ، العدد 16، 2016، ص. 107

4 سعود جايد مشكور العامري وآخرون، أساسيات الإدارة المالية الحديثة، ط1، دار غيداء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2019، ص.

تعريفه على أنه "تسهيلات قصيرة الأجل يحصل عليها المورد مقابل شراء بضاعة لغرض المتاجرة بها"<sup>1</sup>.

وتلجأ المؤسسة للتعامل بالإئتمان التجاري لأسباب كثيرة أهمها<sup>2</sup>:

- **التكلفة:**

تلجأ الكثير من المؤسسات للإئتمان التجاري لإنخفاض تكلفته مقارنة بالمصادر الأخرى وقد يكون بدون تكاليف إذا حصل المشتري على جميع الخصومات التي يمنحها البائع.

- **صعوبة الحصول على ائتمان مصرفي**

يحدث هذا خصوصا مع المؤسسات الصغيرة والحديثة التي تجد صعوبة في الحصول على ائتمان مصرفي، كذلك المؤسسات التي لا تستطيع تقديم ضمانات فخيرها الوحيد هو الإئتمان التجاري.

- **اليسر والسهولة**

عكس الإئتمان المصرفي فالحصول على الإئتمان التجاري لا يتطلب اجراءات تقديم الطلب ومفاوضات، تحليل المركز المالي للعميل وتقديم الضمانات وغيرها من الاجراءات التي تفرضها البنوك التجارية للحصول على قروض.

- **المرونة**

بحيث يمكن الحصول على الإئتمان التجاري في أي وقت احتاجت المؤسسة اليه.

**2.1.1 تكلفة الإئتمان التجاري**

على خلاف الإئتمان المصرفي والذي يتضمن تكاليف صريحة ( الفوائد)، فإن تكلفة الإئتمان التجاري غير واضحة، بل وقد يبدو أنه بدون تكلفة بسبب عدم وجود فوائد، لكن لا يجب أخذ الأمور دائما بهذا المنطق<sup>3</sup>. فالإئتمان التجاري قد يكون مجاني بدون تكلفة وقد يكون غير مجاني وذلك حسب الحالات التالية<sup>4</sup>:

- في حالة عدم وجود الخصم النقدي يعد الإئتمان التجاري تمويلا مجانيا، إلا أنه قد يصبح مكلف إذا أساءت المؤسسة استخدامه. فإذا تأخرت المؤسسة عن سداد مستحققاتها في الوقت المحدد فإن هذا سيضر بسمعتها في السوق ويصعب عليها مستقبلا الحصول على احتياجاتها بشروط ميسرة بل وقد تخسر مركزها التنافسي إذا طال هذا الأمر.

<sup>1</sup>سعود جايد مشكور العامري وآخرون ، مرجع سابق، ص. 253.

<sup>2</sup> طارق الحاج، **مبادئ التمويل**، ط2، دار صفاء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 2016، ص.ص. 36-37.

<sup>3</sup> Charles Moyer et al, Op.cit. P.606

<sup>4</sup> أحمد بوراس، مرجع سابق، ص.ص. 37-38

- أما في حالة وجود الخصم النقدي فالإئتمان التجاري يكون مجاني فقط إذا سددت المؤسسة التزاماتها خلال فترة الخصم، أما في حالة فشلت في ذلك فهنا يصبح الإئتمان التجاري غير مجاني، كما أن عدم قدرتها على الاستفادة من الخصم النقدي قد يترك انطبعا غير جيد لدى الموردين لأنه مؤشر على ضعف السيولة لديها.

## 2.1 المستحقات

تعتبر الاستحقاقات مصدر تمويل قصير الأجل للمؤسسة، ينشأ هذا التمويل عندما تحصل المؤسسات على بعض الخدمات قبل سداد قيمتها<sup>1</sup>. كما يمكن تعريفها على أنها هي بعض الإلتزامات المترتبة على المؤسسة والتي يتوجب تسديدها بعد حين وخلال مدة لا تزيد عن سنة<sup>2</sup>. ومن أمثلة هذه المستحقات الأجور والرواتب، الضرائب المستحقة، الفوائد المستحقة والإيرادات المستحقة وغيرها، والتي تمد المؤسسة بمصادر تمويل قصيرة الأجل مجانية حيث لا تدفع المؤسسة فوائد على هذا التأخير..

## 2- الإئتمان المصرفي قصير الأجل

### 1.2 طبيعة الإئتمان المصرفي وأشكاله

تعتمد المؤسسة على الإئتمان المصرفي أو التمويل المصرفي القصير لتمويل الإحتياجات قصيرة الأجل والتي لا يمكن تغطيتها عن طريق الإئتمان التجاري والمستحقات. يتميز هذا النوع من التمويل بأنه ليس مجاني ويتطلب اجراءات وترتيبات للحصول عليه، وتعد البنوك التجارية المصدر الرئيسي لهذا النوع من التمويل الخارجي. يمكن تعريف التمويل البنكي قصير الأجل بأنه " هو ذلك التمويل الذي لا يتعدى السنة ويكون موجه لتمويل نشاطات المؤسسة التي تقوم بها خلال دورة الاستغلال".<sup>3</sup> أو هو " القروض قصيرة الأجل التي تحصل عليها المؤسسة من البنوك بغرض تمويل التكاليف العادية والمتجددة للإنتاج ومتطلبات الصندوق والتي تستحق عادة عندما تحصل المؤسسة على عوائد مبيعاتها".<sup>4</sup>

يأخذ التمويل المصرفي القصير أشكال عدة أهمها<sup>5</sup>:

<sup>1</sup> عبد الرحمن توفيق، إستراتيجيات التمويل، مركز الخبرات المهنية-بيمك-، الجيزة، مصر، 2014، ص. 21

<sup>2</sup> عدنان تايه النعيمي وأرشد فواد التميمي، مرجع سابق، ص. 351

<sup>3</sup> سميرة مناصر، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بين التمويل التقليدي والتمويل المستحدث دراسة حالة - ولاية أم البواقي، رسالة دكتوراه الطور الثالث LMD، تخصص مالية وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية، العلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة العربي بن مهيدي - أم البواقي، 2016، ص. 111.

<sup>4</sup> أحمد بوراس، مرجع سابق، ص. 38.

<sup>5</sup> ملكاوي مولود، إستراتيجيات التمويل في المؤسسات الاقتصادية، دار هوما للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2019، ص-ص. 85-

- السحب على المكشوف: طريقة تمويل يمنحها البنك للمؤسسة وذلك بالسماح لها بإستخدام أموال تفوق ما هو موجود في رصيدها البنكي لمدة زمنية متفق عليها تتراوح عادة بين 15 يوم الى سنة.
- تسهيلات الصندوق: عبارة عن قروض يمنحها البنك للمؤسسات التي تعاني من عسر مالي مؤقت قد يكون سببه تأخر تحصيل الإيرادات. عادة ما يلجأ الى هذه التسهيلات في نهاية الشهر أين تزداد مستحقات المؤسسة كالأجور، الفواتير والمصاريف المختلفة.
- قروض موسمية: هي قروض تتحصل عليها المؤسسة من البنك خلال مواسم معينة تزيد فيها احتياجاتها للتمويل المؤقت بسبب ارتفاع الطلب على منتجاتها.
- الإعتمادات المستندية: تستخدم في تمويل شراء المواد الأولية الضرورية من الخارج على المدى القصير.

## 2.2 تكاليف الإئتمان المصرفي:

إن تكلفة الإئتمان المصرفي تتمثل في الفوائد التي تدفعها المؤسسة، وغالبا ما تكون نسبة مئوية من أصل القرض وتسمى بالفائدة الإسمية. أما سعر الفائدة الفعلي فيختلف تماما عن الإسمي، فهو يتوقف على البنود المتفق عليها بين المؤسسة والبنك بالإضافة الى معدل الضريبة المطبق على أرباح المؤسسة. وتختلف معدلات الفائدة بمرور الوقت حسب الوضع الاقتصادي السائد، ففي فترات الركود أين يقل الطلب على القروض تكون معدلات الفائدة منخفضة، أما في فترات التوسع والإزدهار يزداد الطلب على القروض المصرفية مما يؤدي الى ارتفاع معدلات الفائدة<sup>1</sup>.

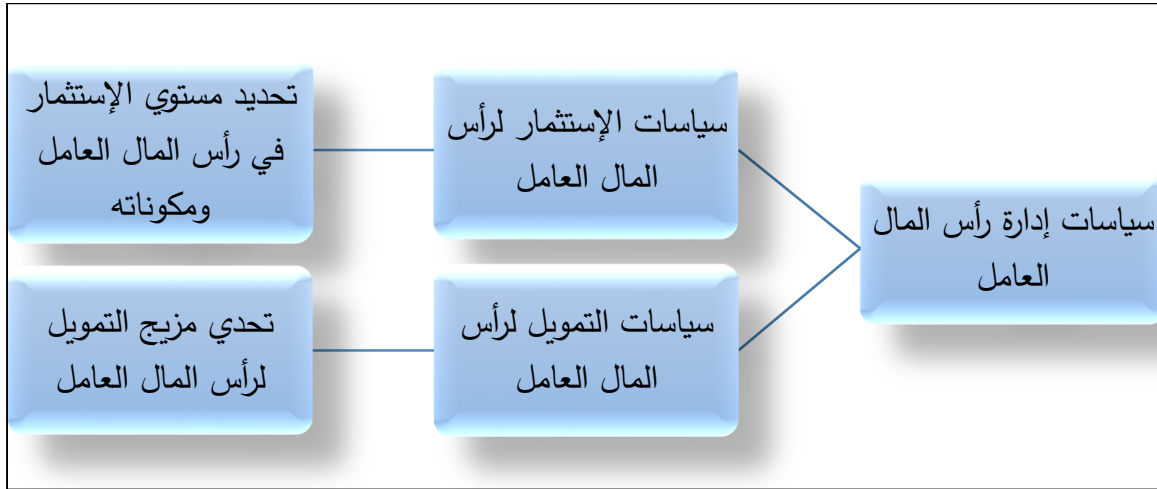
<sup>1</sup> محمد على ابراهيم العامري، مرجع سابق، ص. 247

### المبحث الثالث: سياسات إدارة رأس المال العامل والأداء المالي

نظرًا لأن إدارة رأس المال العامل مهمة جدًا ، ستحتاج المؤسسة إلى صياغة سياسات واضحة بشأن المكونات المختلفة لرأس المال العامل، تتعلق مجالات هذه السياسات بمستوى الإستثمار في رأس المال العامل لمستوى معين من العمليات ومدى تمويل رأس المال العامل من الأموال قصيرة الأجل.<sup>1</sup> يفهم من هذا الكلام أن سياسات إدارة رأس المال العامل تهدف لإتخاذ قراراتين رئيسيين: الأول يتعلق بكم ستستثمر المؤسسة في رأس المال العامل ككل وفي كل مكون من مكوناته، أما القرار الثاني فيحدد مزيج التمويل أو نسبة التمويل قصير الأجل الى التمويل طويل الأجل المستخدمة لتمويل رأس المال العامل.

يطلق على السياسات المتعلقة بحجم الإستثمار في رأس المال العامل بـ "سياسات الإستثمار في رأس المال العامل"، أما السياسات المتعلقة بتمويل رأس المال العامل فيطلق عليها "سياسات التمويل لرأس المال العامل".

#### الشكل رقم (9): سياسات إدارة رأس المال العامل



في الفقرة الموالية سيتم التعرض لسياسات الإستثمار في رأس المال العامل بالتفصيل، بعدها سيتم تناول سياسات التمويل لرأس المال العامل.

<sup>1</sup>Denzil Watson & Antony Head, **Corporate Finance Principles and Practice** ,Seventh edition, PEARSON EDUCATION LIMITED, United Kingdom, 2016, P. 82.

### المطلب الأول: سياسات الإستثمار في رأس المال العامل

لا توجد في الواقع طريقة عملية لتحديد حجم الإستثمار في رأس المال العامل بدقة. إلا أن الأدبيات المالية تشير الى ثلاث سياسات أو استراتيجيات للإستثمار في رأس المال العامل، الإختلاف الأساسي بينها حجم الإستثمار في الأصول المتداولة والذي يستخدم لدعم أي قدر معين من المبيعات<sup>1</sup>، تعرف هذه السياسات بـ السياسة المحافظة، السياسة المغامرة والسياسة المعتدلة.

#### 1- السياسة المحافظة ( المرنة ) للإستثمار في رأس المال العامل

تركز السياسة المحافظة في الإستثمار في رأس المال العامل على أن يكون مستوى الإستثمار في الأصول المتداولة كبيراً، أي أن نسبة الأصول المتداولة الى الأصول الثابتة مرتفعة، وهي سياسة تقلل من المخاطر (سياسة آمنة) ولكنها تقلل أيضاً من الربحية.<sup>2</sup> يعود إنخفاض مستوى المخاطر في هذه السياسة للأسباب التالية:<sup>3</sup>

- ✓ سهولة تلبية طلبات العملاء مع انخفاض احتمالية نفاذ المخزون.
- ✓ شروط الإئتمان الجيدة والمواتية والتي تسمح بإقامة علاقات جيدة مع العملاء والمحافظة عليهم.
- ✓ القدرة على الوفاء بالالتزامات الحالية والدفع للموردين وبالتالي تجنب انقطاع الإمداد بالمواد أوالخدمات.
- لكن من جهة أخرى فإن اعتماد هذه السياسة يخفض من الربحية بسبب:<sup>4</sup>
- ✓ ارتفاع تكاليف الاحتفاظ بالمخزون.
- ✓ شروط الائتمان المنفتحة وهذا معناه أن فترة الإئتمان الممنوحة للعملاء لمداد ما عليهم طويلة نسبياً، هذا الأمر يؤدي الى زيادة احتياجات المؤسسة التمويلية وزيادة تكاليف الفوائد.
- ✓ تكلفة الفرصة البديلة للاحتفاظ بالنقد، وهو العائد الذي كان من الممكن تحقيقه بإستثمار الأموال في مشاريع وفرص مربحة بدل الاحتفاظ بها مجمدة في الصندوق.

وعلى الرغم من أن السياسة المحافظة هي سياسة منخفضة العائد في المتوسط إلا أنها يمكن أن تحقق مكاسب كبيرة في ظل ظروف معينة، فعلى سبيل المثال لو حدثت أزمة إئتمان حادة فالمؤسسة

<sup>1</sup> S. Besley & E. F. Brigham, Op. Cit. p. 561

<sup>2</sup> محمد أيمن عزت الميداني، الإدارة التمويلية في الشركات، مكتبة العبيكان، الطبعة السابعة، الرياض، السعودية، 2015، ص.207

<sup>3</sup> Tony Davies & Ian Crawford, **Corporate Finance and Financial Strategy: Optimizing Corporate and Shareholder Value**, Pearson Education Limited, United Kingdom, 2014, P. 495.

<sup>4</sup> Ibid

ستجد نقدية كافية لمواجهةها، هذا الأمر قد لا يتحقق لمنافسيها الرئيسيين وقد يؤدي الى خروجهم من السوق مما يتيح للمؤسسة تحقيق عوائد كبيرة على المدى الطويل، وبالمثل فإن وجود النقدية الكافية يمكن المؤسسة من الإستفادة من فرص استحواذ غير متوقعة يمكن أن تكون ذات قيمة كبيرة.<sup>1</sup>

## 2- السياسة المغامرة ( المجازفة ) للإستثمار في رأس المال العامل

قد تتبنى المؤسسة المدخل المغامر (الجريء) للإستثمار في رأس المال العامل، والصورة هنا معاكسة لما هو في السياسة المحافظة، حيث تعمل المؤسسة بمستويات منخفضة من المخزون، الحسابات المدينة والنقد لمستوى معين من النشاط أو المبيعات.<sup>2</sup> تؤدي السياسة المغامرة الى زيادة الأرباح لإنخفاض نسبة الأصول المتداولة والتي يتولد عنها عوائد منخفضة، لكن في نفس الوقت الإنخفاض في مستويات الإستثمار في الأصول المتداولة يزيد من حجم المخاطر التي تتعرض لها المؤسسة والتي تتلخص أساسا في<sup>3</sup>:

✓ احتمال فقدان السيولة نتيجة انخفاض الأرصدة النقدية المحتفظ بها وعدم قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها المالية عند استحقاقها.

✓ إن انخفاض الحسابات المدينة مرده انتهاج المؤسسة لسياسة ائتمانية مشددة قد تؤدي الى فقدان بعض الزبائن وكساد المبيعات.

✓ احتمال نفاذ المخزون وتوقف العملية الإنتاجية بسبب الإحتفاظ بحد أدنى من المخزونات.

## 3- السياسة المعتدلة للإستثمار في رأس المال العامل

السياسة المعتدلة هي سياسة وسط تقع بين السياسة المحافظة والسياسة المغامرة، حيث تحتفظ المؤسسة في هذه الحالة بمستوى استثمار معتدل في مكونات رأس المال العامل، وتحقق مستويات معتدلة من العائد والمخاطرة.<sup>4</sup>

يمكن عرض هذه السياسات بيانيا كما هو موضح في الشكل رقم (10). يمثل المحور الأفقي المبيعات بالدينار بينما المحور العمودي مستوى الأصول المتداولة بالدينار. يوضح الشكل أنه توجد علاقة غير خطية بين المبيعات ورأس المال العامل أي كلما زاد مستوى المبيعات زاد مستوى الإستثمار في الأصول المتداولة لكن بنسبة أقل. يظهر الشكل أن المؤسسة يمكنها تحقيق أي مستوى من المبيعات بثلاث مستويات مختلفة من رأس المال العامل. بالنسبة للمنحنى A فهو يمثل سياسة محافظة حيث

<sup>1</sup> Robert Parrino et al. **Fundamentals of Corporate Finance**, Second Edition, John Wiley & Sons, Inc., USA, 2012, P. 450.

<sup>2</sup> Denzil Watson & Antony Head, Op. Cit, P. 83

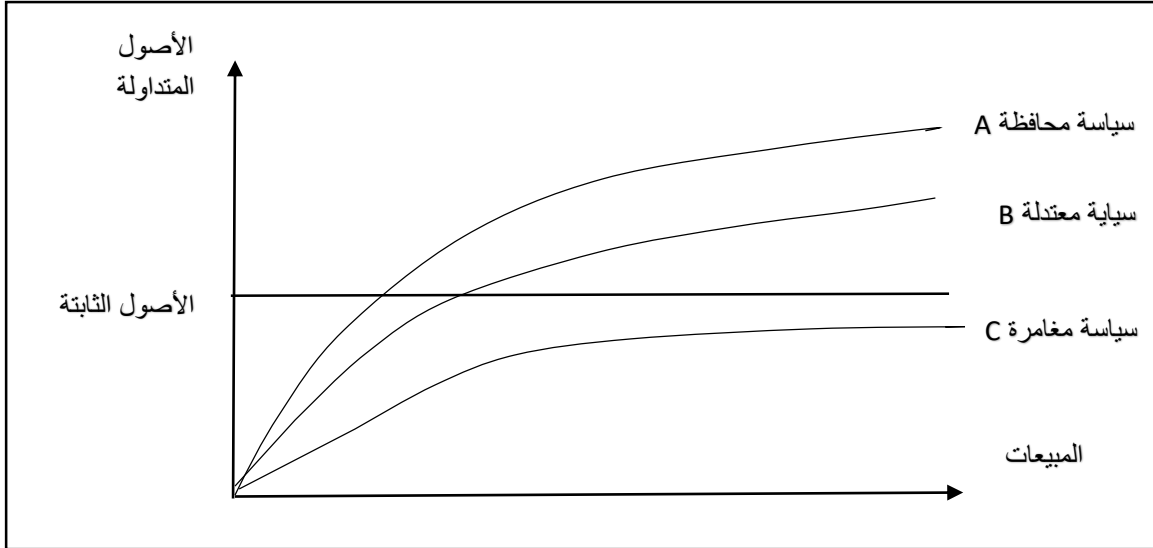
<sup>3</sup> J.C. Van Horne & J.M. Wachowicz, OP. Cit. P. 209

<sup>4</sup> حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سابق، ص ص: 344، 347

## الفصل الثاني: الإطار المفاهيمي لسياسات إدارة رأس المال العامل وأثرها على الأداء المالي

مستوى الاستثمار في رأس المال العامل مرتفع، أما المنحنى C فيمثل سياسة مغامرة حيث مستوى الإستثمار في رأس المال العامل منخفض، أخيرا المنحنى B يمثل سياسة معتدلة للإستثمار في رأس المال العامل.

الشكل رقم (10) : السياسات البديلة للإستثمار في رأس المال العامل



المصدر: د محمد أيمن عزت الميداني، مرجع سابق، ص. 209.

إذن وانطلاقاً من المناقشات السابقة فإن السياسة المغامرة تؤدي الى زيادة الأرباح وانخفاض مستويات السيولة وفي نفس الوقت زيادة حجم المخاطر، أما السياسة المحافظة فتؤدي الى انخفاض الأرباح والمخاطر في نفس الوقت ارتفاع مستويات السيولة. ويمكن تلخيص ذلك كما هو موضح في الجدول الموالي.

الجدول رقم (06) : المفاضلة بين سياسات الإستثمار المختلفة

مستوى مرتفع	← →		مستوى منخفض
السيولة	السياسة A	السياسة B	السياسة C
الربحية	السياسة C	السياسة B	السياسة A
الخطر	السياسة C	السياسة B	السياسة A

Source: J. C. Van Horne & J. M. Wachowicz, P. 209

حيث: A سياسة محافظة، B سياسة معتدلة، C سياسة مغامرة. تكون مستويات السيولة مرتفعة في السياسة المحافظة A وتأخذ بالإنخفاض إذا تحركنا تجاه السياسة المغامرة C والعكس صحيح. أما فيما يخص مستويات الربحية والخطر فتكون مرتفعة في السياسة

المغامرة C وتنخفض إذا تحركنا تجاه السياسة المحافظة A والعكس صحيح. وبناء على ذلك نخلص الى أن قرار تحديد حجم الإستثمار في رأس المال العامل يتوقف على عملية المبادلة بين الربحية والمخاطر.

#### 4- اختيار السياسة المناسبة للإستثمار في رأس المال العامل

بعد عرضنا للسياسات البديلة للإستثمار في رأس المال العامل وخصائص كل سياسة يبقى السؤال المطروح ماهي السياسة المناسب من بين هذه السياسات. لا توجد إجابة دقيقة على هذا السؤال، فالسياسة المناسبة لمؤسسة ما قد لا تكون مناسبة لأخرى، فكل مؤسسة لها خصائصها وظروفها الخاصة بها، ليس هذا فقط بل إن المؤسسة الواحدة قد تغير سياساتها في الإستثمار في رأس المال العامل من وقت الى آخر بما يتماشى وظروفها.

إن إدارة الأصول المتداولة تنطوي على عملية المبادلة بين التكاليف التي ترتفع والتكاليف التي تنخفض مع مستوى الاستثمار، حيث هناك تكاليف ترتفع مع ارتفاع مستوى الإستثمار في الأصول المتداولة تسمى بتكاليف الاحتفاظ **Carrying Costs**، في حين هناك تكاليف ترتفع بإنخفاض مستوى الإستثمار في الأصول المتداولة تسمى بتكاليف النفاذ **Shortage Costs**<sup>1</sup>.

بالنسبة لتكاليف النفاذ فهي التكاليف المتكبدة بسبب فقد الإنتاج والمبيعات أو نقص السيولة<sup>2</sup>، تنقسم هذه التكاليف الى نوعين<sup>3</sup>:

-**تكاليف نفاذ مالية** : تنشأ هذه التكاليف أساسا من انعدام السيولة، تصبح المؤسسات غير سائلة عندما تتسبب ظروف غير متوقعة في نفاذ النقد والأوراق المالية القابلة للتداول، ومع استحقاق الفواتير تصبح المؤسسة مجبرة على استخدام التمويل الخارجي المكلف. في حالات أسوأ قد يتعذر على المؤسسة الحصول على التمويل الخارجي بسبب التأمين مما يؤدي بها الى التأخر في سداد مستحققاتها وتعرضها لخطر الافلاس.

-**تكاليف نفاذ تشغيلية**: تنتج هذه التكاليف عن خسارة الإنتاج والمبيعات، إذا كانت المؤسسة لا تحتفظ بما يكفي من المواد الخام في المخزون قد يتوقف الإنتاج، أيضا إذا نفذت البضائع النهائية قد تفقد المؤسسة المبيعات ويتضرر معها رضى العملاء.

من أجل تحديد الاستراتيجية المثلى للأصول المتداولة يتوجب على المدير المالي الموازنة بين تكاليف الاحتفاظ وتكاليف النفاذ. يمكن توضيح ذلك من خلال الشكلين رقم (11) و(12)، حيث يمثل المحور

<sup>1</sup> Stephen A. Ross et al, Op. Cit, P. 528

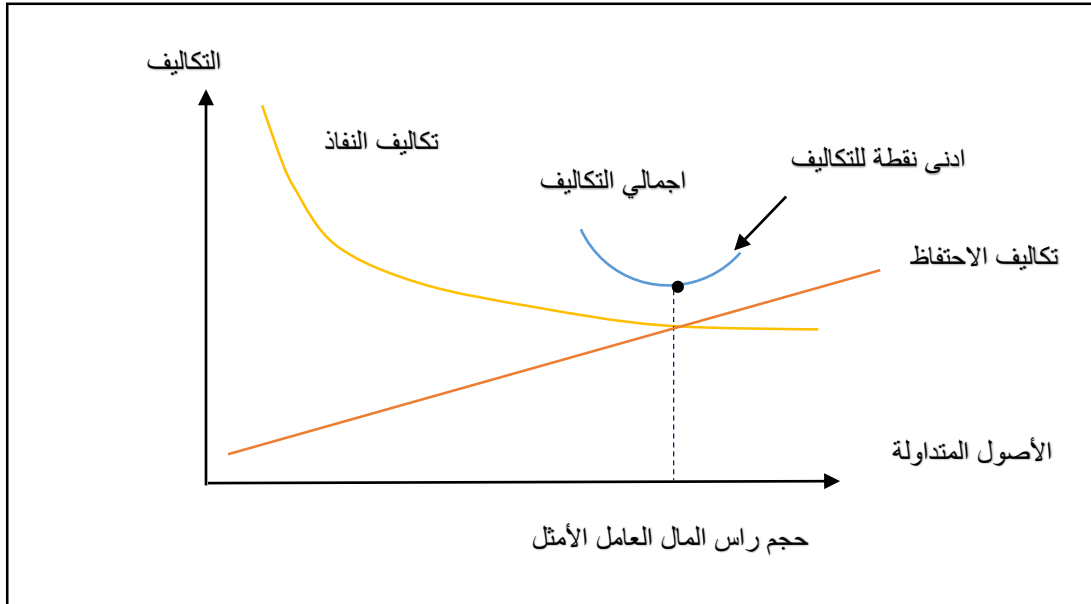
<sup>2</sup> Robert Parrino et al, Op. Cit, P. 450

<sup>3</sup> ibid

## الفصل الثاني: الإطار المفاهيمي لسياسات إدارة رأس المال العامل وأثرها على الأداء المالي

العمودي التكاليف (تكاليف الإحتفاظ وتكاليف النفاذ) في حين يمثل المحور الأفقي مستوى الإستثمار في الأصول المتداولة. نلاحظ من الشكل أن تكاليف الإحتفاظ تزداد بإزدياد مستوى الإستثمار في الأصول المتداولة في حين تنخفض تكاليف النفاذ بزيادة مستوى الإستثمار في الأصول المتداولة. يوضح Stephen A. Ross et al أن السياسة المحافظة هي الأنسب إذا كانت تكاليف الإحتفاظ منخفضة مقارنة بتكاليف النفاذ وهذا موضح في الشكل رقم (11)، بحيث تكون التكاليف الإجمالية عند أدنى نقط لها عند مستوى مرتفع من الأصول المتداولة، أما إذا كانت تكاليف الإحتفاظ مرتفعة مقارنة بتكاليف النفاذ فالسياسة المغامرة هي الأنسب وهذا موضح في الشكل رقم (12)، حيث تصل التكاليف الإجمالية الى أدنى نقطة لها عند مستوى منخفض من الأصول المتداولة<sup>1</sup>.

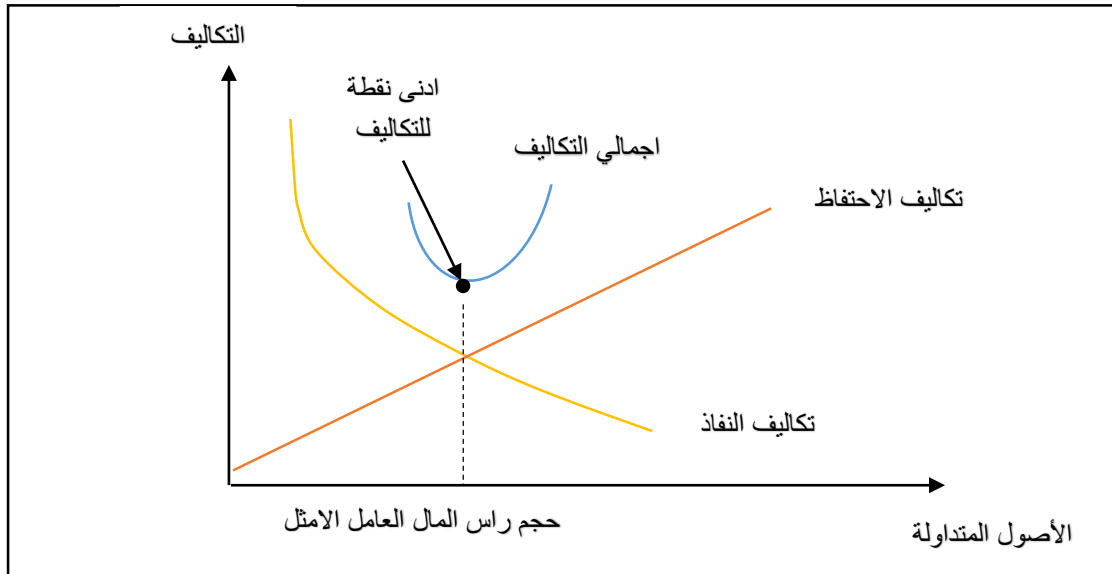
الشكل رقم (11): السياسة المثلى للإستثمار في رأس المال العامل -سياسة محافظة-



Source: Stephen A. Ross et al, Op. Cit, P.529

<sup>1</sup> Stephen A. Ross et al, Op. Cit, P.529

الشكل رقم (12): السياسة المثلى للإستثمار في رأس المال العامل -سياسة مغامرة-



Source : Stephen A. Ross et al, Op. Cit, P.529

بالإضافة الى التحليل السابق هناك عوامل أخرى تؤثر على اختيار السياسة المناسبة للإستثمار في رأس المال العامل تتمثل في:

- **درجة عدم اليقين:**

تؤثر درجة عدم اليقين التي تواجه المؤسسة على خياراتها ما بين سياسة مغامرة أو محافظة، حيث كلما ازدادت درجة عدم اليقين اتجهت المؤسسة للإحتفاظ بمستويات مرتفعة من الأصول المتداولة من أجل مواجهة أي أحداث غير متوقعة كتأخر طلبية المخزون، تأخر السداد.. الخ. أما إذا كانت درجة عدم اليقين منخفضة فهنا لا يوجد مبرر للإحتفاظ بمستويات مرتفعة من الأصول المتداولة، حيث سيؤدي ذلك زيادة متطلبات التمويل الخارجي دون أن أي زيادة في العوائد<sup>1</sup>.

- **تفضيلات وميول المدراء الماليين تجاه المخاطر:**

يلعب هذا العامل دورا رئيسيا في تحديد سياسة الإستثمار في رأس المال العامل فالمدراء الماليين المحبذون للمخاطر أكثر استعدادا لتحمل المخاطر، ويتجهون لتبني سياسة مغامرة للإستثمار في رأس المال العامل قناعة منهم أن المخاطر المحتمل وقوعها تقل تكلفتها عن العائد المتوقع تحصيله من الإستثمار في مجالات أخرى، وأيضا لاعتقادهم بإمكانية التعامل مع هذه المخاطر إن ظهرت. أما إذا كان المدراء الماليون من النوع المتحفظ فإنهم سيتجهون للأسلوب المحافظ للإستثمار في رأس

<sup>1</sup> S. Besley & E. F. Brigham, Op. Cit. p. 561

المال العامل خوفا من عدم مقدرتهم على التعامل مع المخاطر التي قد تنجم فيما لو أنهم اتبعوا الأسلوب المغامر<sup>1</sup>.

### المطلب الثاني: سياسات التمويل لرأس المال العامل

بعد الإنتهاء من تحديد حجم الإستثمار في رأس المال العامل ككل ومكوناته، تأتي الخطوة الموالية وهي تحديد مصادر تمويله. مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة متعددة ومتنوعة تشمل مصادر التمويل طويلة ومتوسطة الأجل ومصادر التمويل قصيرة الأجل. إن تحديد المزيج المناسب من هذه المصادر ليس بالأمر السهل وهو أحد التحديات التي تواجه المدير المالي. تختلف مصادر التمويل من حيث تكلفتها ومخاطرها وعليه يتوقف اختيار المزيج التمويلي المناسب لرأس المال العامل على عملية المبادلة بين العائد والخطر<sup>2</sup>.

يوضح James Van Horne بأنه في حالة وجود أسواق مالية تامة Perfect Market فإن قضية موعد الإستحقاق والشروط الأخرى للدين غير مهمة، بحيث لا يمكن للمؤسسة أن تأمل في تحقيق ربح من خلال اصدار أدوات دين بأجال استحقاق مختلفة وشروط أخرى، وعليه فإستخدام الدين طويل أو قصير الأجل في هذه الحالة ليس بمشكلة<sup>3</sup>.

لكن وحسبه فإن الصورة تختلف في حالة Imperfect Market الأسواق المالية غير التامة وهي الحالة السائدة، وذلك بوجود بعض العيوب للسوق والمتمثلة أساسا في تكلفة الإصدار، تكلفة الوكالة، تكلفة الإفلاس وتكلفة المعلومات، في هذه الحالة تكون المؤسسة قادرة على التأثير على قيمتها من خلال تغيير هيكل استحقاق ديونها وشروط الدين الأخرى. فمثلا تخلق تكاليف الإصدار تحيزا نحو تمويل أقل تواتر، عروض اصدار بحجم كبير وأجال استحقاق طويلة<sup>4</sup>.

يوجد ثلاث سياسات أو مداخل تحدد المزيج التمويلي لرأس المال العامل هي كالاتي<sup>5</sup>:

#### 1- السياسة المعتدلة

وتعرف هذه الطريقة أيضا بإسم Maturity Matching Approach ، أو self-liquidating Approach، تدعو هذه الطريقة الى مطابقة آجال استحقاق الأصول والخصوم كما هو موضح في الشكل رقم (13) ، بحيث كل الأصول الثابتة ورأس المال العامل الدائم يتم تمويلهم بمصادر تمويل

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص: 187-188

<sup>2</sup> Rasyid Rosyeni et al, **The Impact of Aggressive Working Capital Management Policy on Firm's Value: A Mediating Effect of Company's Profitability**, Journal of Business and Management Sciences, Vol. 6, No. 1, 2018, PP: 16-21.

<sup>3</sup> James C. Van Horne, **Financial Management and Policy**, 12th ed, Prentice-Hall, Inc, USA, 2002, P. 483

<sup>4</sup> Ibid, P.483

<sup>5</sup> Eugene F. Brigham & Joel F. Houston, Op. Cit, P-P. 538-540

طويلة الأجل في حين رأس المال العامل المؤقت يتم تمويله بالدين قصير الأجل، فمثلا المخزون المتوقع بيعه في غضون 30 يوم يتم تمويله بقرض مصرفي مدته 30 يوم.

يصعب تطبيق هذه السياسة في الواقع لسببين هما:

- **عدم التأكد:** بحيث لا يمكن الجزم بأن مدة حياة الأصل ستتطابق مع مصدر تمويله، فقد تمول المؤسسة المخزونات بقرض مدته شهر وتتوقع بيعه في غضون الشهر، لكن إذا تباطأت المبيعات لأي سبب فإن عمر المخزون سيتجاوز التقدير الأصلي البالغ 30 يوم ويسبب مشكلة في سداد القرض.
- **التمويل بحقوق الملكية:** قد تستخدم المؤسسة حقوق الملكية في التمويل وكما هو معروف فإن هذه الأخيرة ليس لها تاريخ استحقاق.

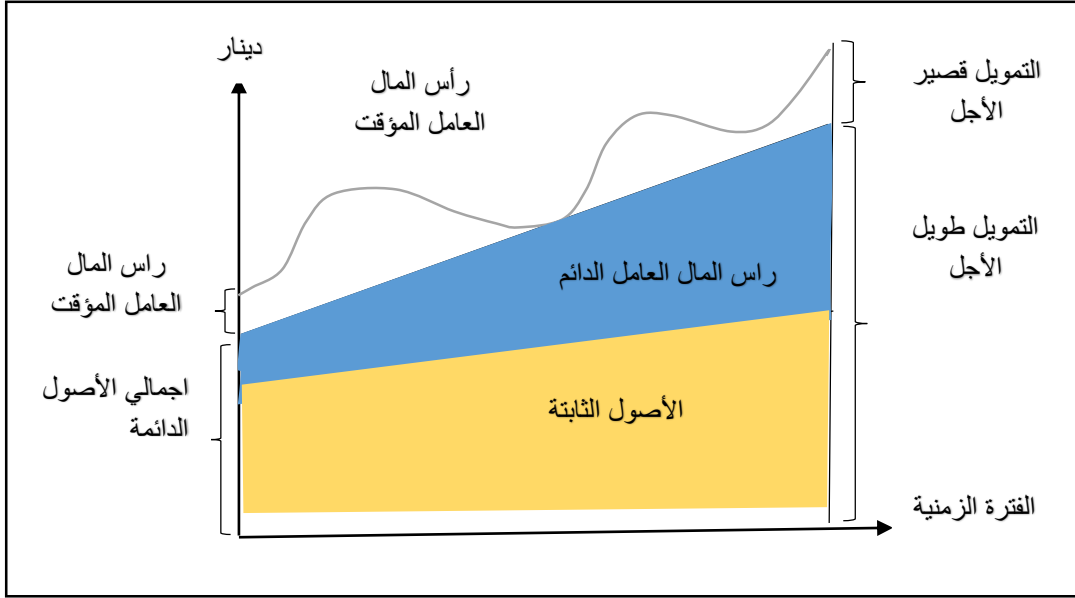
## 2- السياسة المغامرة

يوضح الشكل رقم (14) السياسة المغامرة لتمويل رأس المال العامل، والتي تقوم فيها المؤسسة بتمويل جزء من رأس المال العامل الدائم ورأس المال العامل المؤقت بالدين قصير الأجل، في حين تمول الجزء المتبقي من رأس المال العامل الدائم والأصول الثابتة بمصادر تمويل طويلة الأجل. وقد تختلف درجة المغامرة من مؤسسة الى أخرى ، فالخط المتقطع في الشكل رقم (14) كان بالامكان رسمه تحت الخط المحدد للأصول الثابتة ، وفي هذه الحالة فإن جميع رأس المال العامل ( الدائم والمؤقت) بالإضافة الى جزء من الأصول الثابتة تم تمويلهم بدين قصير الأجل، هذه السياسة غاية في المغامرة أو العدوانية بحيث تكون المؤسسة عرضة لمخاطر كبيرة.

## 3- السياسة المحافظة

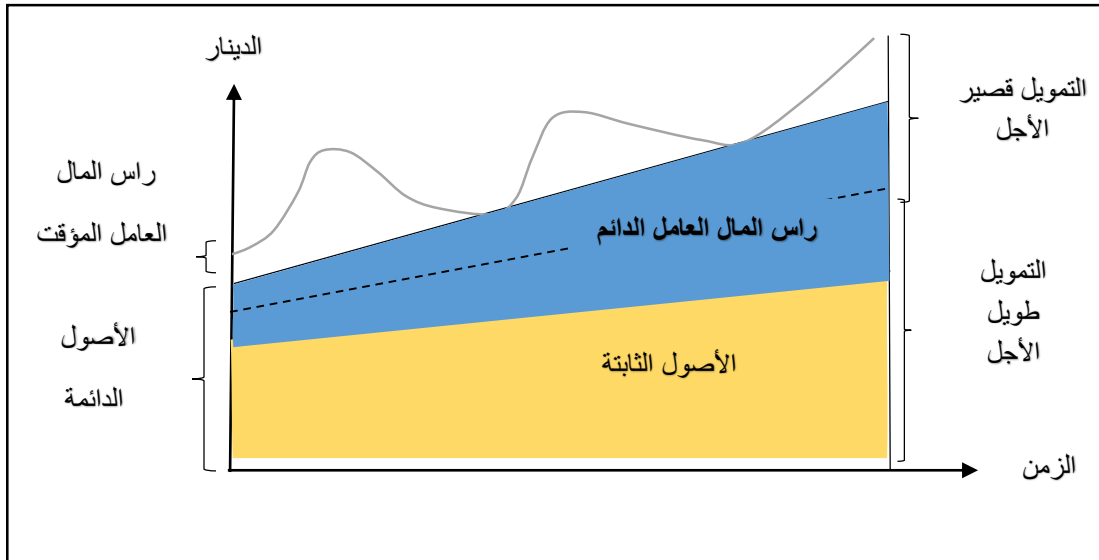
وفقا لهذه السياسة الموضح في الشكل (15) رقم فإنه يتم استخدام رأس المال طويل الأجل لتمويل كل الأصول الدائمة بالإضافة الى جزء من رأس المال العامل المؤقت، وتستخدم المؤسسة جزء صغير من الإئتمان قصير الأجل لتمويل متطلبات الذروة، وقد تمول هذه المتطلبات أيضا من السيولة المخزنة في أوراق مالية قابلة للتسويق.

الشكل رقم (13) : السياسة المعتدلة لتمويل رأس المال العامل



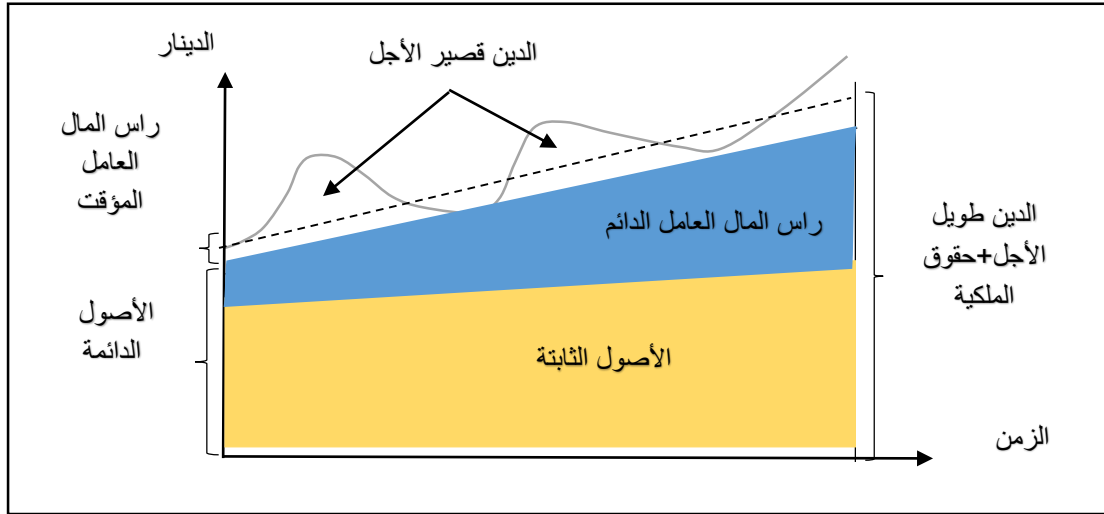
Source: Eugene F. Brigham & Joel F. Houston, Op. Cit, P. 539.

الشكل رقم (14) : السياسة المغامرة لتمويل رأس المال العامل



Source: Eugene F. Brigham & Joel F. Houston, Op. Cit, P. 539.

الشكل رقم (15): السياسة المحافظة لتمويل رأس المال العامل



Source: Eugene F. Brigham & Joel F. Houston, Op. Cit, P. 539.

من أجل الفهم الدقيق لأثر هذه السياسات الثلاثة على العائد والمخاطرة لا بد من إجراء مقارنة بين خصائص التمويل طويل الأجل وقصير الأجل، ونقصد هنا بالخصائص كل من التكلفة، المرونة والخطر كما يلي:

- **بالنسبة للتكلفة:** كلما طالت مدة استحقاق ديون المؤسسة زادت تكلفة التمويل، فالقروض طويلة الأجل تنطوي على تكاليف مرتفعة مقارنة بالقروض قصيرة الأجل<sup>1</sup>.
- **بالنسبة للمرونة:** تقدم مصادر الدين قصيرة الأجل مرونة أكثر مقارنة بمصادر الدين طويلة الأجل. فمثلاً لو كانت احتياجات المؤسسة موسمية يكفي استخدام ديون قصيرة الأجل بدلاً من استخدام ديون طويلة الأجل التي ينطوي استخدامها على الاقتراض لفترة طويلة (أكثر من سنة) تفوق الفترة التي تكون فيها المؤسسة بحاجة إلى أموال<sup>2</sup>.
- **بالنسبة للمخاطر:** تعتبر الديون قصيرة الأجل أكثر خطورة مقارنة بالديون طويلة الأجل لسببين: الأول هو تقلب أسعار الفائدة في الأمد القصير وقد ترتفع لمستويات مرتفعة تضر بالربحية عكس الديون طويلة الأجل التي تكون فيها أسعار الفائدة مستقرة. الثاني هو أن الإعتماد الكبير على الديون قصيرة الأجل قد يؤثر سلباً على الوضعية المالية للمؤسسة وقد يؤدي إلى فشل المؤسسة في

<sup>1</sup> James C. Van Horne, OP. Cit. P. 486

<sup>2</sup> Eugene F. Brigham & Joel F. Houston, Op. Cit, P. 540

سدادها خصوصا في فترات الركود، وبسبب هذا الوضع قد يرفض المقرضون تجديد الدين مما قد يؤدي بالمؤسسة للإفلاس<sup>1</sup>.

إذا قمنا الآن بإسقاط التحليل السابق على السياسات الثلاث نجد ما يلي:

- بالنسبة للسياسة المحافظة فإنها تعتمد بدرجة كبيرة على التمويل طويل الأجل مقارنة بالتمويل قصير الأجل، وعليه فهذه السياسة ترتبط بمستويات منخفضة من الربحية لارتفاع تكاليف التمويل ومستويات منخفضة من المخاطرة (سياسة آمنة).

- أما فيما يخص السياسة المغامرة فهي تعتمد بشكل كبير على التمويل قصير الأجل مقارنة بالتمويل طويل الأجل مما يجعلها أكثر ربحية لإنخفاض تكاليف التمويل ولكن أكثر مخاطرة (مخاطر تقلب أسعار الفائدة، مخاطر إعادة التمويل).

- أخيرا السياسة المعتدلة، تعتمد هذه السياسة مبدأ التغطية، ينص هذا المبدأ على تمويل الأصل بأداة تمويل لها نفس تاريخ استحقاقه، تقلل هذه السياسة من مخاطر عدم قدرة المؤسسة على سداد التزاماتها المستحقة إذا كان من الممكن التحكم في تصفية الأصول في تاريخ استحقاق الإلتزامات أو قبله<sup>2</sup>. بتبني هذه السياسة تتفادى المؤسسة تمويل احتياجات طويلة الأجل باستخدام ديون قصيرة الأجل، ويحدث هذا في سياسة التمويل المغامرة، وينطوي على مخاطر عالية إذ يتطلب باستمرار إعادة تمويل الدين عند استحقاقه. كما تتفادى من جهة أخرى تمويل احتياجات قصيرة الأجل باستخدام ديون طويلة الأجل، ويحدث هذا عند تبني سياسة تمويل محافظة، وهنا تضطر المؤسسة تحت هذا الوضع الى دفع فوائد في فترات زمنية لم تعد فيها بحاجة للأصل مما يجعل اتباع هذا الأسلوب في التمويل مكلفا وأقل ربحية.

الجدول رقم (07) يلخص المناقشات السابقة حول حالات تمويل الاحتياجات سواء طويلة أو قصيرة الأجل باستخدام ديون قصيرة أو طويلة الأجل.

<sup>1</sup> Eugene F. Brigham & Joel F. Houston, Op. Cit, P. 540

<sup>2</sup> S. Besley & E. F. Brigham, Op. Cit. p. 563

جدول رقم (07): المفاضلة بين سياسات التمويل لرأس المال العامل

استحقاق التمويل		استحقاق الأصول
طويل الأجل	قصير الأجل	
مخاطر-أرباح منخفضة (الأسلوب المحافظ)	مخاطر-أرباح معتدلة	أصول قصيرة الأجل
مخاطر-أرباح معتدلة	مخاطر-أرباح عالية (الأسلوب المغامر)	أصول طويلة الأجل

Source: J. C. Van Horne & J. M. Wachowicz, Op. Cit. P :214

لكن هناك بعض الأمور الضرورية التي يجب توضيحها فيما يخص التحليل السابق، يشير كل من Brigham & Houston الى نقطة غاية في الأهمية وهي أن المزايا النسبية للديون قصيرة الأجل والديون طويلة الأجل قد تتغير بمرور الوقت، فمثلا قبل أزمة الإئتمان سنة 2007، كانت تكلفة ومخاطر القروض قصيرة الأجل منخفضة مقارنة بالقروض طويلة الأجل وعليه فإتباع سياسة محافظة لم يكن مناسباً في ذلك الوقت، لكن هذا الوضع تغير تماماً بعد الأزمة حيث لم تستطع الكثير من الشركات تجديد القروض قصيرة الأجل مما جعلها في وضع صعب عكس الشركات التي كانت تتبع سياسة محافظة والتي وجدت نفسها في وضع آمن<sup>1</sup>.

أن الجزم بأن أسعار الفائدة على الديون قصيرة الأجل أقل من أسعار الفائدة على الديون الطويلة ليس أمراً قطعياً. ومن أجل تحليل هذه النقطة أكثر لا بد من معرفة ما يسمى بهيكل مدى أسعار الفائدة The Term structure of Interest Rates. يوضح هيكل مدى أسعار الفائدة العلاقة بين أسعار الفائدة قصيرة المدى وطويلة المدى، ويعد مهماً فهو يوضح هل الإقتراض عن طريق الديون القصيرة أفضل أم العكس، أما التمثيل البياني لهذه العلاقة فيسمى بمنحنى العائد Yield Curve<sup>2</sup>.

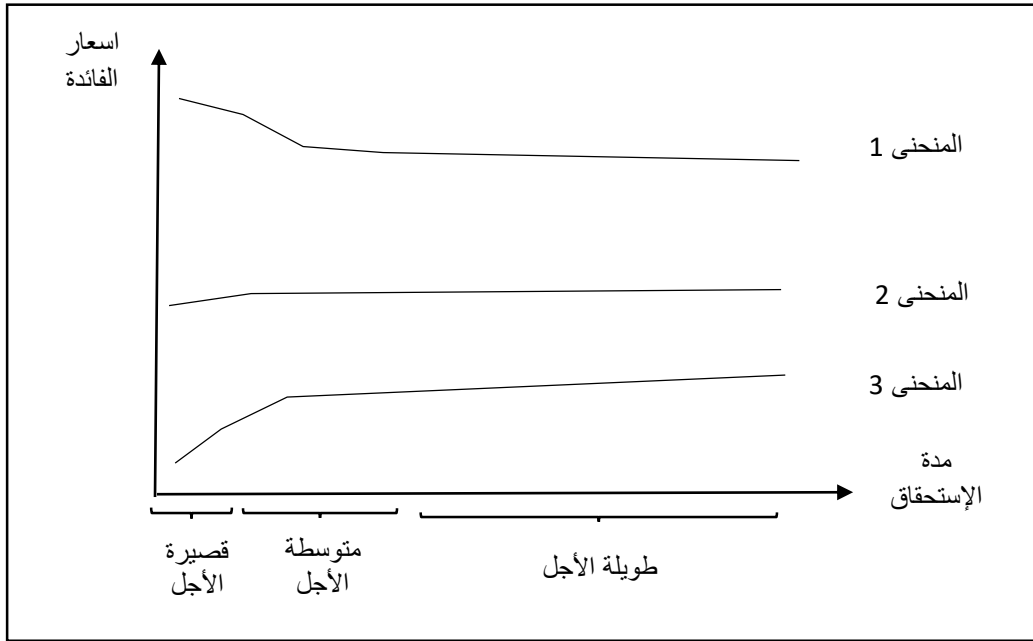
بإلقاء نظرة على هذا المنحنى يمكن معرفة كيف تتغير أسعار الفائدة بين السندات القصيرة، المتوسطة وطويلة الأجل، كما يمكنه تقديم معلومات عن اتجاهات أسعار الفائدة والإقتصاد مستقبلاً<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> Eugene F. Brigham & Joel F. Houston, Op. Cit, P. 541

<sup>2</sup> E. F. Brigham & M. C. Ehrhardt, Op. Cit. P. 204

<sup>3</sup> L. J. Gitman and C. J. Zutter, OP. Cit. P. 278

الشكل رقم (16): أسعار الفائدة لسندات مختلفة الإستحقاق



Source: L. J. Gitman and C. J. Zutter, OP. Cit. P. 279

من الشكل أعلاه يمكن ملاحظة النقاط التالية<sup>1</sup>:

- المنحنى رقم 3 هو منحنى ينحدر للأعلى Upward Sloping وهذا معناه أن أسعار الفائدة تتزايد بزيادة مدة استحقاق الدين، بعبارة أخرى فإن أسعار الفائدة على الديون قصيرة الأجل أقل منها على الديون طويلة الأجل وهي تمثل الحالة الطبيعية
  - المنحنى رقم 1 هو منحنى ينحدر للأسفل Downward Sloping وهذا معناه أن أسعار الفائدة تتناقص بزيادة مدة استحقاق الدين، بعبارة أخرى فإن أسعار الفائدة على الديون قصيرة الأجل أعلى منها على الديون طويلة الأجل، وهذه الحالة نادرة الحدوث وفي الغالب تشير أن الإقتصاد يعاني من ضعف وفي مرحلة تسبق حدوث أزمة.
  - المنحنى رقم 2 هو منحنى مسطح Flat Yield Curve بمعنى أن أسعار الفائدة لا تتغير كثيرا بتغير مدة استحقاق الديون، وأن أسعار الفائدة على الديون قصيرة وطويلة الأجل متقاربة.
- يتوجب على المدير المالي عند تحديد للمزيج التمويلي المناسب أن يأخذ بعين الاعتبار طبيعة هيكل مدى أسعار الفائدة السائدة والذي يحدد ما إذا كان التمويل قصير أو طويل الأجل أقل تكلفة، فمثلا

<sup>1</sup> L. J. Gitman and C. J. Zutter, OP. Cit. P-P. 278-279

في حالة منحى هيكل أسعار الفائدة رقم 3 فإن أسعار الفائدة على الديون قصيرة الأجل أقل منها على الديون طويلة الأجل وهذا معناه أن المدير المالي قد يتجه اعتماده أكثر نحو التمويل قصير الأجل.

#### 4- اعتبارات أخرى عند المفاضلة بين التمويل قصير الأجل والتمويل طويل الأجل

في الحقيقة إن اختيار أسلوب التمويل المناسب يختلف من مؤسسة الى أخرى حسب ظروف وخصائص كل منها، كما أن اتخاذ قرار تحديد المزيج التمويلي المناسب لا ( تمويل قصير مقابل تمويل طويل الأجل) يتوقف فقط على التكلفة والمخاطر بل يتطلب أيضا تحليل جوانب عديدة داخل وخارج المؤسسة مثل الحجم، الرافعة المالية، مخاطر السيولة والتصنيف الائتماني، استحقاق الأصول، المرونة المالية، مشاكل الوكالة، مشكلة عدم تماثل المعلومات، والظرف الإقتصادي العام... الخ. وفيما يلي شرح لأهم هذه النقاط:

##### • تكاليف الوكالة<sup>1</sup>

حسب نظرية الوكالة قد يكون لتكاليف وكالة الديون تأثير على استحقاق ديون المؤسسة. فعندما يكون للمؤسسة خيارات مستقبلية للنمو من خلال استثمارات مربحة، وفي ظل وجود ديون في هيكل رأس المال فإن المنافع الناجمة عن تنفيذ المشاريع الإستثمارية لن تذهب كليا للمساهمين بل ستتناسم مع أصحاب الديون ( الفوائد المدفوعة )، ولهذا السبب يكون هناك حافز للمساهمين لرفض مشاريع استثمارية مربحة مما يؤدي الى ظهور مشكلة نقص الإستثمار Underinvestment. ويرى مايرز Myers بأن المؤسسة تتجاوز هذه المشكلة عن طريق تخفيض فترة استحقاق ديونها بحيث تستحق الديون قبل ممارسة خيارات النمو.

وتزداد صراعات الوكالة بين المساهمين وأصحاب الديون بشكل ملحوظ في المؤسسات الصغيرة، وللد منها تعتمد هذه المؤسسات بشكل كبير على التمويل قصير الأجل، وهذا يقودنا الى نتيجة أخرى هي أن استحقاق الديون يرتبط طرديا مع حجم المؤسسة.

##### • عدم تماثل المعلومات<sup>2</sup>

حسب نماذج عدم تماثل المعلومات التي وضعها فلانيري (1986) Flannery فإن اختيار تاريخ استحقاق الدين هو عملية مبادلة بين تأثير المعلومات المتمثل في توقع أن تكون الأخبار المستقبلية مواتية ومخاطر إعادة التمويل. وعليه فإن المقترضون الذين يتوقعون تحسنا في جودة تصنيفهم الائتماني

<sup>1</sup> Víctor M. González Méndez, **Deteminants Of Debt Maturity Structure Across Firm Size**, Revista Española de Financiación y Contabilidad, Vol. 42, No. 158, Taylor & Francis, Ltd, 2013, P. 190

<sup>2</sup> Vidhan K. Goyal and Wei Wang, **Debt Maturity and Asymmetric Information: Evidence from Default Risk Changes**, The Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 48, No. 3, 2013, JSTOR, P-P. 789-790

سوف يتوجهون نحو التمويل قصير الأجل من أجل الإستفادة من إعادة التمويل بشروط مواتية عند تحقق توقعاتهم لاحقاً. أما المقترضين الذين لديهم معلومات خاصة غير مواتية حول مخاطر التخلف عن السداد مستقبلاً فيفضلون الديون طويلة الأجل تجنباً لمخاطر السيولة. وعليه فإن المعلومات الخاصة عن مخاطر التخلف تؤثر على قرار المؤسسة في اختيار آجال استحقاق ديونها، حيث المؤسسات التي تعتمد ديون قصيرة الأجل عادة تتمتع بإنخفاض في مخاطر التخلف عن السداد والعكس صحيح.

### • الرافعة المالية

بالنسبة للرافعة المالية يرى موريس (1992) Morris بأن المؤسسات التي لها نسبة رفع كبيرة تميل الى استخدام الديون طويلة الأجل وذلك من أجل تأخير مخاطر الإفلاس<sup>1</sup>.

### • الضرائب

وفقاً (1985) Brick and Ravid فإن الضرائب لها تأثير على قرار اختيار المؤسسة بين الديون الطويلة والقصيرة الأجل خصوصاً إذا كان منحى أسعار الفائدة تصاعدي، حيث تختار المؤسسة ديون ذات فترات استحقاق أطول للإستفادة من الوفورات الضريبية<sup>2</sup>.

### • استحقاق الأصول

هناك مبدأ قديم في التمويل ينص على أنه يجب على المؤسسة أن توافق بين بين آجال استحقاق الأصول والإلتزامات. وكما أوضح موريس (1976) Morris إذا كان أجل الدين قصير للغاية، فقد لا يولد الأصل التدفقات النقدية الكافية بحلول تاريخ الإستحقاق لخدمة الدين، من جهة أخرى فإن استخدام الدين الذي يمتد لفترة أطول من عمر الأصل محفوف بالمخاطر بسبب عدم اليقين بشأن مصدر وحجم التدفقات النقدية لخدمة الدين بعد انقضاء عمر الأصل<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> Kim Quoc Trung Nguyen, **Determinants of Debt Maturity Structure: Evidence in Vietnam**, Cogent Business & Management, Vol. 9, Issue 1, 2022, P. 6

<sup>2</sup> José López-Gracia & Reyes Mestre-Barberá, **Tax Effect On Spanish SME Optimum Debt Maturity Structure**, Journal of Business Research, Vol. 64, No. 6, 2011, P. 650

<sup>3</sup> Cüneyt Orman & Bülent Köksal, **Debt Maturity Across Firm Types: Evidence from A Major Developing Economy**, Emerging Markets Review, Vol. 30, 2017, P. 174

### خلاصة الفصل:

لقد حاولنا في هذا الفصل تبيان أهمية إدارة رأس المال العامل للمؤسسة، فعلى الرغم من أن إدارة رأس المال العامل هي من الموضوعات الحديثة في الإدارة المالية مقارنة بالقرارات المالية طويلة الأجل، إلا أنه لا يمكن انكار الدور الحاسم الذي تلعبه في نجاح واستمرار المؤسسة. إن الإدارة الجيدة لمكونات رأس المال العامل المختلفة ضرورية لسلامة المركز المالي وتحقيق التوازن بين التكاليف والأرباح. يمكن للمؤسسة انتهاز سياسات مختلفة في إدارة رأس المال العامل ولكل سياسة من هذه السياسات منافع وتكاليف، وعليه فإختيار السياسة المناسبة يتوقف على عملية المبادلة بين المنافع والتكاليف (الأخطار)، كما لا ننسى بأن الظروف أو البيئة التي تعمل فيها المؤسسة تؤثر على خيارات المؤسسة في إدارة رأس المال العامل، وفي الأخير فإن اختيار السياسة المناسبة لإدارة رأس المال العامل دائماً مرهون بتعزيز الأداء المالي على المدى القصير والبعيد.

**الفصل الثالث: دراسة قياسية لأثر سياسات  
إدارة رأس المال العامل على الأداء المالي  
لعينة من المؤسسات الجزائرية خلال الفترة  
2022-2017**

## تمهيد

بعد احاطتنا في الفصلين السابقين بالجوانب النظرية المهمة المتعلقة بإدارة رأس المال العامل والأداء المالي، سيتم في هذا الفصل الإجابة على اشكالية الدراسة المتمثلة في معرفة أثر سياسات ادارة رأس المال العامل على الأداء المالي وذلك بالتطبيق على عينة من المؤسسات الجزائرية خلال الفترة 2022-2017.

لتحقيق هذه الغاية قسم هذا الفصل الى ثلاثة مباحث، حيث تناول المبحث الأول منهجية اعداد الدراسة التطبيقية، أما المبحث الثاني فتناول الإحصاءات الوصفية في حين ناقش المبحث الثالث نتائج التحليل المتوصل اليها واختبار فرضيات الدراسة.

## المبحث الأول: الإطار المنهجي للدراسة

يتعرض هذا المبحث الى المنهجية المتبعة في تحقيق أهداف الدراسة بداية بالتعريف بمجتمع وعينة الدراسة، تحديد مصادر جمع المعلومات، أداة ونموذج الدراسة والأساليب الإحصائية المتبعة في التحليل الإحصائي.

### المطلب الأول: مجتمع، عينة الدراسة ومصادر جمع البيانات

#### أولاً: مجتمع وعينة الدراسة

بالنسبة لمجتمع الدراسة فهو يضم كل المؤسسات الصناعية الجزائرية الخاصة ( تم استثناء المؤسسات المالية لطبيعتها الخاصة)، كما تم استبعاد المؤسسات الخدمية لأن إدارة رأس المال العامل في مثل هذه المؤسسات تختلف عن المؤسسات الصناعية.

من أجل اختبار فرضيات الدراسة تم اختيار عينة عشوائية بسيطة مكونة من 60 مؤسسة صناعية من مختلف مناطق الوطن وفقاً للشروط التالية:

✓ أن تكون المؤسسة ناشطة خلال فترة الدراسة الممتدة من 2022-2017 ولم يتم شطبها عن العمل خلال هذه الفترة.

✓ أن تتوفر القوائم المالية للمؤسسة كاملة خلال فترة الدراسة الممتدة من 2022-2017

#### 1- توزيع عينة الدراسة حسب القطاعات الصناعية الفرعية

تتوزع المؤسسات الصناعية محل الدراسة على قطاعات صناعية فرعية مختلفة تتمثل في: الصناعات الغذائية، صناعات مواد البناء، صناعات الصيدلانية وشبه الصيدلانية، الصناعات المعدنية، صناعات النسيج والألبسة والبياضة، صناعات البلاستيك، مواد التغليف، المطاط والورق، الصناعات الكيماوية ومواد التنظيف، صناعة الخزف واخرى مختلفة، كما هو موضح في الجدول رقم (08)

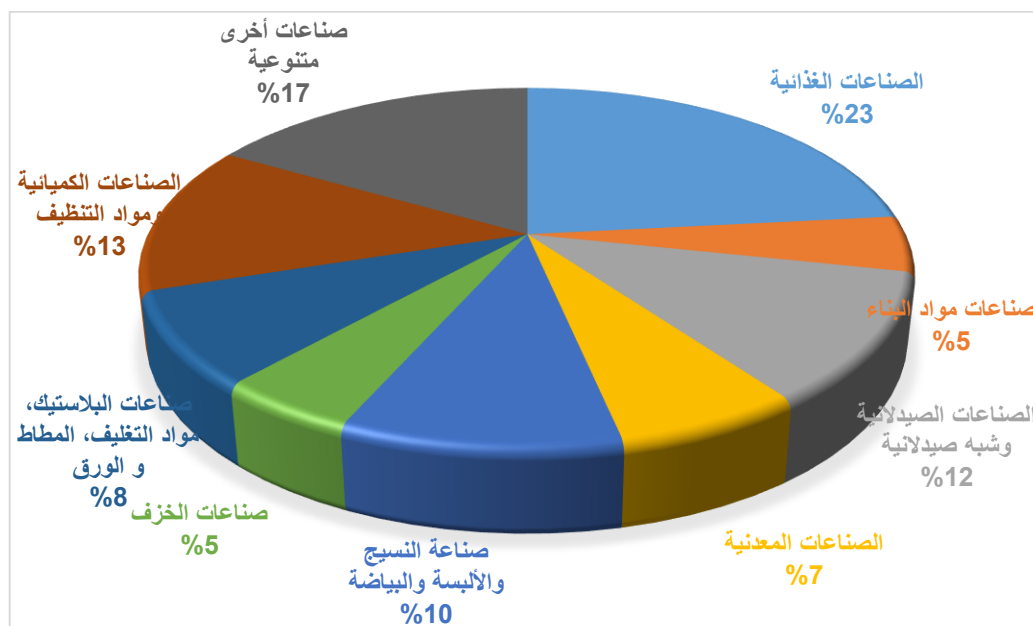
## الجدول رقم (08): توزيع مؤسسات عينة الدراسة حسب القطاعات الصناعية الفرعية

النسبة المئوية	عدد المؤسسات	القطاعات الصناعية الفرعية
23.33%	14	الصناعات الغذائية
5%	03	صناعات مواد البناء
11.66%	07	الصناعات الصيدلانية وشبه صيدلانية
6.66%	04	الصناعات المعدنية
10%	06	صناعة النسيج والألبسة والبياضة
5%	03	صناعات الخزف
8.33%	05	صناعات البلاستيك، مواد التغليف، المطاط و الورق
13.33%	08	الصناعات الكيماوية ومواد التنظيف
16.66%	10	صناعات أخرى متنوعة
100%	60	المجموع

المصدر: من إعداد الطالبة

نلاحظ من الجدول رقم (08) بأن ما نسبته 23.33% من المؤسسات الصناعية عينة الدراسة تنتمي للصناعات الغذائية، يليها الصناعات الكيماوية ومواد التنظيف بـ 13.33%، الصناعات الصيدلانية وشبه الصيدلانية بـ 11.66%، صناعة النسيج والألبسة والبياضة بـ 10%، يأتي بعدها صناعات البلاستيك، مواد التغليف، المطاط والورق بنسبة تقدر بـ 8.33%، الصناعات المعدنية بـ 6.66%. صناعات مواد البناء وصناعة الخزف بـ 5%. كما أن ما نسبته 16.66% من مؤسسات عينة الدراسة تمارس صناعات متنوعة في نفس الوقت.

الشكل رقم (17) : توزيع مؤسسات عينة الدراسة حسب القطاعات الصناعية الفرعية



المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على برنامج اكسيل

## 2- التوزيع الجغرافي لعينة الدراسة

تتوزع مؤسسات عينة الدراسة على مختلف مناطق الوطن ( شمال، هضاب عليا والجنوب) كما هو موضح في الجدول رقم (09) التالي:

الجدول رقم (09) : التوزيع الجغرافي لعينة الدراسة

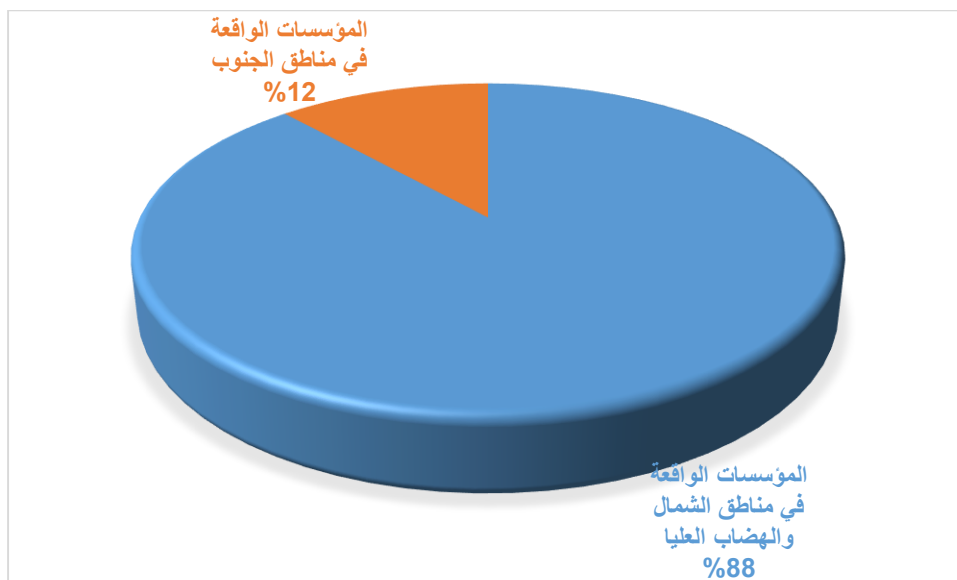
النسبة %	عدد المؤسسات	المناطق
88%	53	مناطق الشمال والهضاب العليا
12%	07	مناطق الجنوب
100%	60	الإجمالي

المصدر: من إعداد الطالبة

نلاحظ من الجدول بأن مؤسسات عينة الدراسة تتركز في المناطق الشمالية والهضاب العليا بنسبة 88% وهذا راجع لكون معظم المناطق الصناعية تتركز في الشمال والهضاب العليا، في حين بلغت

نسبة المؤسسات الواقعة في المناطق الجنوبية 12%، أما من حيث الولايات فتتوزع عينة الدراسة على 25 ولاية.

الشكل رقم (18): التوزيع الجغرافي لعينة الدراسة



المصدر: من إعداد الطالبة

### 3- توزيع مؤسسات عينة الدراسة حسب الحجم

يوضح الجدول التالي تصنيف مؤسسات عينة الدراسة حسب رقم الأعمال المحقق

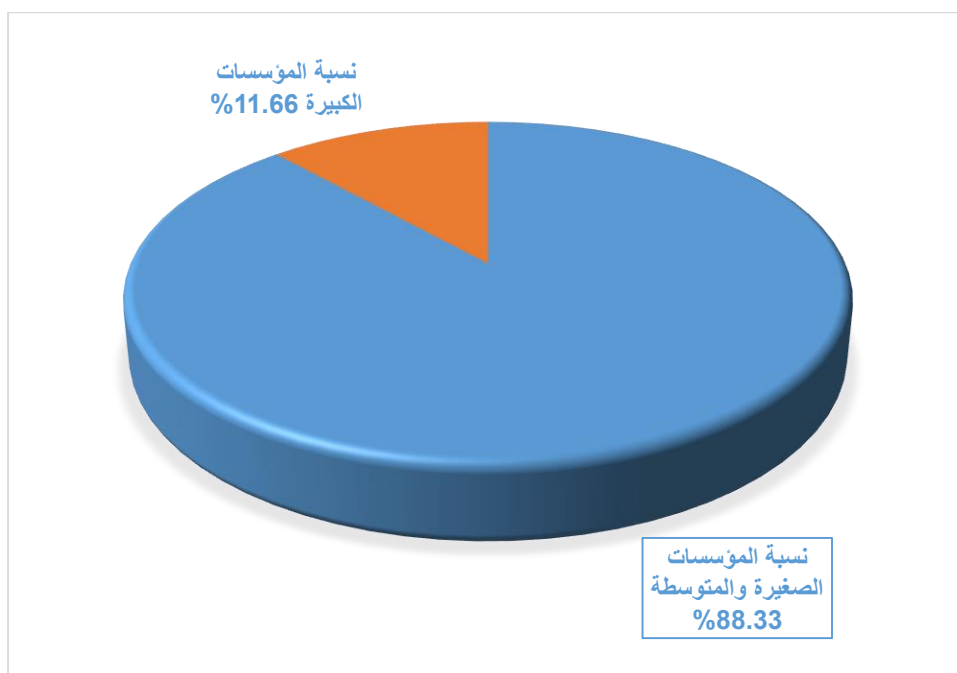
الجدول رقم (10): توزيع عينة الدراسة حسب رقم الأعمال المحقق

النسبة	عدد المؤسسات	مجال رقم الأعمال
88.33%	53	لا يتجاوز 4 ملايين دينار جزائري (مؤسسات صغيرة ومتوسطة)
11.66%	07	يفوق 4 ملايين دينار جزائري (مؤسسات كبيرة)
100%	60	المجموع

المصدر: من إعداد الطالبة

نلاحظ من الجدول رقم (10) بأن مانسبته 88.33 % من المؤسسات عينة الدراسة لا يتجاوز رقم أعمالها أربعة ملايين دينار جزائري وهي مؤسسات صغيرة ومتوسطة وهذا حسب ما جاء به المشرع الجزائري<sup>1</sup>، في حين أن ما نسبته 11.66% من المؤسسات عينة الدراسة هي مؤسسات كبيرة.

الشكل رقم (19) : توزيع عينة الدراسة حسب الحجم ( رقم الأعمال)



المصدر: من إعداد الطالبة

ثانيا: مصادر جمع البيانات

في إطار اعدادنا للجانب النظري للدراسة تم الإعتماد على الكتب، الرسائل والمقالات العلمية المختلفة سواء المتواجدة في المكتبات أو عن طريق تحميلها من المنصات الإلكترونية. أما فيما يخص الجانب التطبيقي فقد تم الحصول على البيانات المستخدمة في التحليل الإحصائي من القوائم المالية السنوية للمؤسسات محل الدراسة، تتكون هذه القوائم من:

<sup>1</sup> الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، العدد 02، المؤرخ في الأحد 12 ربيع الثاني عام 1438 الموافق لـ 11 يناير 2017، ص. 5

✓ الميزانية المالية للمؤسسات ( جانب الأصول، جانب الخصوم) عينة الدراسة خلال الفترة  
2022-2017

✓ حساب النتائج للمؤسسات عينة الدراسة خلال الفترة 2022-2017

ولقد تم الحصول على هذه القوائم المالية عن طريق شرائها من المركز الوطني للسجل التجاري.

المطلب الثاني: أداة وطرق تقدير نماذج الدراسة

أولاً: أداة الدراسة

من أجل تحقيق أهداف الدراسة، اعتمدت الباحثة على أسلوب السلاسل الزمنية المقطعية Panel Data والذي يقصد به تجميع البيانات أو المشاهدات على وحدات مقطعية كالبلدان، المؤسسات وما الى ذلك على مدى عدة فترات زمنية<sup>1</sup>. يجمع هذا الأسلوب بين البيانات المقطعية والسلاسل الزمنية. بالنسبة للبيانات المقطعية Cross-Sectional Data فهي توضح التغيرات في أي متغير في فترة زمنية محددة وفقاً للوحدات المختلفة، أما السلاسل الزمنية Time-Series Data فهي سلاسل تظهر التغيرات في قيم المتغيرات التي تم جمعها وفقاً لقيم التردد الخاصة بها على مدار سلسلة من الفترات الزمنية<sup>2</sup>. تحتوي بيانات Panel Data على خصائص كل من البيانات المقطعية والسلاسل الزمنية لذا تعتبر ذات أبعاد مكانية وأبعاد زمنية<sup>3</sup>، حيث توفر مشاهدات متعددة لكل وحدة (المؤسسة مثلاً) في العينة على مدار فترات من الزمن. الشكل التالي يوضح نموذج للبيانات الزمنية المقطعية Panel Data.

<sup>1</sup> Badi H. Baltagi, **Econometric Analysis of Panel Data**, Sixth Edition, Springer Texts in Business and Economics, Springer Nature Switzerland AG, 2021, P. 1

<sup>2</sup> Burcu Adıgüzel Mercangöz, **Handbook of Research on Emerging Theories, Models, and Applications of Financial Econometrics**, Springer Nature Switzerland AG, 2021, P. 375

<sup>3</sup> Ibid

## الشكل رقم (20): البيانات الزمنية المقطعية Panel Data

Firm	Year	X <sub>1</sub>	X <sub>2</sub>
A	2018	....	.....
A	2019	.....	.....
A	2020	.....	.....
B	2018	....	.....
B	2019	.....	.....
B	2020	.....	.....
C	2018	.....	.....
C	2019	.....	.....
C	2020	.....	.....

## 1- اجابيات استخدام بيانات Panel Data

تعتبر السلاسل الزمنية المقطعية أفضل بكثير من السلاسل الزمنية أو البيانات المقطعية، فهي تزيد من جودة التحليل لأسباب عديدة لخصها Baltagi في النقاط التالية<sup>1</sup>:

- بإمكان تقنيات تقدير Panel Data الأخذ في الحسبان مشكلة عدم التجانس التي قد تظهر في الوحدات أو المقاطع محل الدراسة، إذ تفترض بيانات Panel Data أن الوحدات كالأفراد، الدول والمؤسسات غير متجانسة، وهذا ما لا تأخذه في الحسبان البيانات المقطعية والسلاسل الزمنية مما يؤدي الى خطر الحصول على نتائج متحيزة.
- إن الجمع بين السلاسل الزمنية والبيانات المقطعية يقدم عدد كبير من المعلومات مما يرفع من كفاءة التقديرات، التباين، درجات الحرية، كما يقلل من مشاكل العلاقات الخطية المتداخلة بين المتغيرات.

<sup>1</sup> Damodar Gujarati, **Econometrics by Example**, PALGRAVE MACMILLAN Publishers' Limited, Great Britain, 2011, P-P. 279-280

- بما أن السلوك الإقتصادي بطبيعته ديناميكي، فالأحسن استخدام تقديرات تأخذ بعين الاعتبار هذه الديناميكية وهذا ما توفره بيانات Panel Data ، حيث توضح لنا ديناميكية التغيير الحاصل في الوحدات أو المقاطع المتكررة بمرور الوقت.
- يمكن لبيانات Panel Data اكتشاف وقياس التأثيرات التي لا يمكن ملاحظتها في البيانات المقطعية أو السلاسل الزمنية ، وعليه يمكن للباحث تحليل عدد من الأسئلة الإقتصادية المهمة التي لا يمكن معالجتها بإستخدام البيانات الأخرى.

## 2- قيود أو حدود استخدام Panel Data

على الرغم من المزايا الكثيرة التي يقدمها أسلوب البيانات الزمنية المقطعية إلا أنه يشكو من بعض القيود والمشاكل التي يجب أخذها بعين الاعتبار، من بين هذه القيود نجد<sup>1</sup>:

- **مشاكل التصميم وجمع البيانات:** تنشأ العديد من المشاكل عند تصميم وجمع البيانات الزمنية المقطعية أهمها:

- ✓ مشاكل التغطية: عدم التمكن من تغطية كل العينة المستهدفة
- ✓ عدم الإستجابة: بسبب عدم تعاون المبحوثين ، صعوبة الحصول على المعلومات،
- ✓ الفترة المرجعية، التحيز في اختيار العينة والفترة
- **أخطاء القياس:** تنشأ أخطاء القياس بسبب الإستجابة الخاطئة والتي مردها الأسئلة غير الواضحة، العينة الخاطئة.. الخ
- **مشاكل الإنتقائية:** وهي الخطأ في انتقاء العينة الأمر الذي قد يؤدي الى نتائج غير دقيقة
- **قصر الفترة الزمنية:** إن قصر الفترة الزمنية في Panel data يعني أن نتائج التحليل ستوقف بشكل حاسم على عدد الوحدات ( الأفراد، المؤسسات، الدول)
- غالبا ما يكون جمع بيانات Panel Data مكلفا للغاية خصوصا إذا كانت الفترات طويلة

## 3- أنواع البيانات المقطعية Panel Data

### 1.3 السلاسل الزمنية المقطعية القصيرة والسلاسل الزمنية المقطعية الطويلة

يمكن تصنيف السلاسل الزمنية المقطعية وفقا للفترة الزمنية الى<sup>2</sup> :

<sup>1</sup> Badi H. Baltagi, OP. Cit. P-P. 7-8

<sup>2</sup> Badi H. Baltagi, Op. Cit, P. 1

### ✓ السلاسل الزمنية المقطعية القصيرة **Micro or Short-panels**

وهي السلاسل الزمنية المقطعية التي يتم تجميعها لعدد كبير من الوحدات  $N$  (الأفراد، الدول، المؤسسات.. الخ) خلال فترة زمنية قصيرة  $T$  ( تتراوح من سنتين كحد أدنى إلى حد أقصى نادراً ما يتجاوز 10 أو 20).

### ✓ السلاسل الزمنية المقطعية الطويلة **Macro or long Panels**

وهي السلاسل الزمنية المقطعية التي يتم تجميعها لعدد معتدل من الوحدات  $N$ ، خلال فترة زمنية  $T$  طويلة من 20 الى 60 سنة.

### 2.3 السلاسل الزمنية المقطعية المتوازنة وغير المتوازنة

يمكن تصنيف السلاسل الزمنية المقطعية أيضا الى <sup>1</sup>:

### ✓ السلاسل الزمنية المقطعية المتوازنة **Balanced Panels**

هنا يتم ملاحظة الوحدات المختلفة ( الأفراد، المؤسسات، الدول.. الخ) خلال فترة العينة بأكملها.

### ✓ السلاسل الزمنية المقطعية غير المتوازنة **Unbalanced Panel Data**

في هذا النوع من **Panels Data** تكون بيانات بعض الوحدات في فترات زمنية معينة مفقودة. يرى Baltagi بأن السلاسل الزمنية المقطعية غير المتوازنة هي الأساس في البيئات الاقتصادية التجريبية النموذجية، فعند جمع البيانات بمرور الوقت على مجموعة من المؤسسات قد يحدث ويصادف الباحث في فترات معينة خروج بعض المؤسسات من السوق، في حين دخول مؤسسات اخرى جديدة للسوق، الأمر الذي يؤدي الى فقدان بعض البيانات في فترات معينة<sup>2</sup>.

### ثانياً: طرق تقدير نماذج الدراسة

هناك أسلوبان شائعان في تقدير نماذج البيانات الزمنية المقطعية الساكنة هما : نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية .

<sup>1</sup> Burcu Adıgüzel Mercangöz, OP. Cit. P. 375

<sup>2</sup> Badi H. Baltagi, Op. Cit, P. 299



يتم تقدير نموذج التأثيرات العشوائية باستخدام طريقة المربعات الصغرى المعممة.

### المطلب الثالث: نماذج ومتغيرات الدراسة

#### أولاً: توصيف نماذج الدراسة

من أجل اختبار فرضيات الدراسة تم تصميم نماذج الإنحدار المتعدد وهذا بناء على ما ورد في الدراسات السابقة.

#### 1- نماذج اختبار أثر سياسات إدارة رأس المال العامل على الأداء المالي ( العلاقة الخطية)

النموذج رقم (1)

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 IP_{it} + \beta_2 FP_{it} + \beta_3 Lev_{it} + \beta_4 Tax_{it} + \beta_5 Age_{it} + \beta_6 CIR_{it} + \beta_7 GO_{it} + \epsilon_{it}$$

النموذج رقم (2)

$$NPM_{it} = \beta_0 + \beta_1 IP_{it} + \beta_2 FP_{it} + \beta_3 Lev_{it} + \beta_4 Tax_{it} + \beta_5 Age_{it} + \beta_6 CIR_{it} + \beta_7 GO_{it} + \epsilon_{it}$$

النموذج رقم (3)

$$OPM_{it} = \beta_0 + \beta_1 IP_{it} + \beta_2 FP_{it} + \beta_3 sLev_{it} + \beta_4 Tax_{it} + \beta_5 Age_{it} + \beta_6 CIR_{it} + \beta_7 GO_{it} + \epsilon_{it}$$

#### 2- نماذج اختبار أثر سياسات إدارة رأس المال العامل على الأداء المالي ( العلاقة غير

الخطية)

النموذج رقم (1)

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 IP_{it} + \beta_2 FP_{it} + \beta_3 IP^2 + \beta_4 FP^2 + \beta_5 IP^3 + \beta_6 FP^3 + \beta_7 Lev_{it} + \beta_8 Tax_{it} + \beta_9 Age_{it} + \beta_{10} CIR_{it} + \beta_{11} GO_{it} + \epsilon_{it}$$

النموذج رقم (2)

$$NPM_{it} = \beta_0 + \beta_1 IP_{it} + \beta_2 FP_{it} + \beta_3 IP^2 + \beta_4 FP^2 + \beta_5 IP^3 + \beta_6 FP^3 + \beta_7 Lev_{it} + \beta_8 Tax_{it} + \beta_9 Age_{it} + \beta_{10} CIR_{it} + \beta_{11} GO_{it} + \epsilon_{it}$$

النموذج رقم (3)

$$OPM_{it} = \beta_0 + \beta_1 IP_{it} + \beta_2 FP_{it} + \beta_3 IP^2 + \beta_4 FP^2 + \beta_5 IP^3 + \beta_6 FP^3 + \beta_7 Lev_{it} + \beta_8 Tax_{it} + \beta_9 Age_{it} + \beta_{10} CIR_{it} + \beta_{11} GO_{it} + \epsilon_{it}$$

حيث:

ROA: يمثل العائد على الأصول

NPM: هامش الربح الصافي

OPM: هامش الربح التشغيلي

IP: سياسة الإستثمار في رأس المال العامل

FP: سياسة التمويل لرأس المال العامل

GO: فرص النمو

Age: عمر المؤسسة

LEV: الرفع المالي

Tax: ضرائب الدخل

CIR: كثافة رأس المال

$B_0, \beta_1, \beta_3$ : تمثل معاملات نموذج الإنحدار

$\epsilon$ : معامل الخطأ

i: تمثل عدد المؤسسات  
t: الفترات الزمنية

### ثانيا: متغيرات الدراسة وطرق قياسها

تشمل نماذج الدراسة على ثلاث أنواع من المتغيرات هي : المتغيرات المستقلة، المتغيرات التابعة وأخرى ضابطة، فيمايلي شرح مفصل لهذه المتغيرات مع طرق القياس.

#### 1- المتغيرات التابعة

المتغير التابع في هذه الدراسة يتمثل في الأداء المالي وكما درج في العديد من الدراسة سيتم قياسه من خلال ثلاث مؤشرات هي :

#### • العائد على الأصول ROA

من خلال اطلعنا على الأدبيات السابقة يعد العائد على الأصول ROA من المقاييس الأساسية والشائعة في قياس الأداء المالي، توضح هذه النسبة مدى كفاءة المؤسسة في تحقيق أرباح من مجمل استثماراتها، كلما كانت هذه النسبة مرتفعة كان ذلك أفضل إذ يدل على كفاءة ونجاعة المؤسسة في إدارة أصولها.

يحسب معدل العائد على الأصول بطرق مختلفة، في هذه الدراسة سيتم حسابه بناء على العلاقة التالية<sup>1</sup>:

$$\text{معدل العائد على الأصول ROA} = \frac{\text{الربح الصافي}}{\text{مجموع الأصول}}$$

#### • هامش الربح الصافي NPM

هامش الربح الصافي هو الآخر من المقاييس الشائعة في قياس الأداء المالي، حيث يقيس هذا المعدل قدرة مبيعات المؤسسة على توليد أرباح صافية. تحسب هذه النسبة انطلاقا من العلاقة التالية<sup>2</sup>:

$$\text{هامش الربح الصافي} = \frac{\text{الربح الصافي}}{\text{المبيعات}}$$

<sup>1</sup> محمد على ابراهيم العامري، مرجع سابق، ص. 88  
<sup>2</sup> المرجع نفسه

### • هامش الربح التشغيلي OPM

يعد هذا المقياس شبيه بهامش الربح الصافي إلا أنه يحتسب انطلاقاً من الربح التشغيلي قبل الفوائد والضرائب وفقاً للعلاقة التالية:

$$\text{هامش الربح التشغيلي} = \text{الربح التشغيلي قبل الفوائد والضرائب} / \text{المبيعات}$$

### 2- المتغيرات المستقلة

يتمثل المتغير المستقل في هذه الدراسة في سياسات إدارة رأس المال العامل، وحسب ما سبق التعرض له في الفصل الثاني فإن سياسات إدارة رأس المال العامل تنقسم إلى سياسات الإستثمار وسياسات التمويل سيتم قياس كل سياسة كما يلي:

#### • سياسة الإستثمار في رأس المال العامل IP :

تم قياس سياسة الإستثمار في رأس المال العامل كما ورد في الدراسات السابقة وفقاً للعلاقة التالية<sup>1</sup>:

$$\text{سياسة الإستثمار لرأس المال العامل IP} = \text{مجموع الأصول المتداولة} / \text{مجموع الأصول}$$

حيث زيادة هذه النسبة تدل على التوجه نحو سياسة محافظة في الإستثمار رأس المال العامل، في حين انخفاض هذه النسبة يدل على الإتجاه نحو سياسة مغامرة في الإستثمار في رأس المال العامل.

#### • سياسة التمويل لرأس المال العامل FP:

تم قياس سياسة التمويل لرأس المال العامل كما ورد في معظم الدراسات السابقة بالنسبة التالية<sup>2</sup>:

$$\text{سياسة التمويل لرأس المال العامل FP} = \text{مجموع الخصوم المتداولة} / \text{مجموع الأصول}$$

حيث زيادة هذه النسبة معناها أن المؤسسة تتجه نحو سياسة مغامرة في التمويل، في حين انخفاض هذه النسبة يدل على سياسة محافظة في تمويل رأس المال العامل.

### 3- المتغيرات الضابطة

فيما يخص المتغيرات الضابطة Control Variables فهي تختلف من دراسة إلى أخرى، إلا أنه هناك اتفاق بشكل عام على بعض المتغيرات في معظم الدراسات السابقة كما يلي:

<sup>1</sup> Harrison Obeng et al., **Working Capital Management, Working Capital Policy, and Firm Performance in Ghana : Empirical Evidence Using a Dynamic System GMM**, African Journal of Business and Economic Research (AJBER), Vol. 16, (Issue 1), March, 2021, P. 257

<sup>2</sup> Harrison Obeng et al., OP. Cit, P. 257

### • فرص النمو GO

تعكس فرص النمو آفاق نمو المؤسسة مستقبلا، حيث كلما زادت فرص النمو زادت التوقعات بتحقيق عوائد أعلى في المستقبل. يشكل التغيير في إجمالي أصول المؤسسة فرصة للنمو، لهذا فإنه سيتم قياس فرص النمو انطلاقا من معدل نمو الأصول وفقا للصيغة التالية:<sup>1</sup>

$$\text{فرص النمو} = \left( \text{اجمالي الأصول للسنة } t - \text{اجمالي الأصول للسنة } t-1 \right) / \left( \text{اجمالي الأصول للسنة } t-1 \right)$$

### • عمر المؤسسة Age

يمثل عمر المؤسسة عدد سنوات عمل المؤسسة منذ تأسيسها الى غاية العام محل القياس.

### • الرافعة المالية LEV

تشير الرافعة المالية الى نسبة الدين الخارجي في الهيكل المالي للمؤسسة، هناك صيغ كثير لقياس الرفع المالي سيتم في هذه الدراسة اعتماد نسبة الديون طويلة الأجل الى إجمالي الأصول.

$$\text{الرافعة المالية} = \text{مجموع الديون طويلة الأجل} / \text{مجموع الأصول}$$

### • ضرائب الدخل Tax

تم قياس الضرائب بالنسبة التالية:

$$\text{الضرائب} = \text{مبلغ ضريبة الدخل} / \text{اجمالي الأصول}$$

### • كثافة رأس المال CIR

تعكس هذه النسبة رأس المال اللازم من أجل توليد واحد دينار من المبيعات، كلما كانت هذه النسبة أقل كان ذلك أفضل لذا يتوقع أن تكون هناك علاقة عكسية بين كثافة رأس المال والأداء المالي. تحسب كثافة رأس المال انطلاقا من العلاقة التالية:<sup>2</sup>

$$\text{كثافة رأس المال CIR} = \text{مجموع الأصول} / \text{المبيعات}$$

<sup>1</sup> Kusumawati et al., **The Effect of Growth Opportunity, Profitability, Csr Firm Size, And Leverage On Earning Response Coefficient**, Riset Akuntansi Dan Keuangan Indonesia, Vol.7 No.3 December, 2022, P. 314

<sup>2</sup> P.H Grinyer and P. Mckiernan, **The Determinants of Corporate Profitability in the UK Electrical Engineering Industry**, British Journal of Management, Vol. 2, 1991, P. 21.

وفيما يلي الجدول رقم (11) يلخص متغيرات الدراسة وطريقة حسابها

الجدول رقم (11): متغيرات الدراسة وطريقة حسابها

الرمز	اسم المتغير	طريقة الحساب
ROA	العائد على الأصول	الربح الصافي / مجموع الأصول
NPM	هامش الربح الصافي	الربح الصافي / المبيعات
OPM	هامش الربح التشغيلي	الربح قبل الفوائد والضرائب / المبيعات
IP	سياسة الإستثمار في رأس المال العامل	الأصول المتداولة / مجموع الأصول
FP	سياسة التمويل في رأس المال العامل	الخصوم المتداولة / مجموع الأصول
OG	فرص النمو	( اجمالي الأصول للسنة t - اجمالي الأصول للسنة t-1 ) / ( اجمالي الأصول للسنة t-1 )
Age	عمر المؤسسة	عدد السنوات منذ تأسيس المؤسسة الى السنة محل الدراسة
Tax	ضرائب الدخل	قيمة ضرائب الدخل / مجموع الأصول
LEV	الرافعة المالية	مجموع الديون طويلة الأجل / مجموع الأصول
CIR	كثافة رأس المال	مجموع الأصول / المبيعات

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على الدراسات السابقة

### المبحث الثاني: الإحصاءات الوصفية

بعد تحديد متغيرات ونماذج الدراسة سيتم في هذا المبحث عرض الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة.

#### المطلب الأول: الإحصاءات الوصفية ليهكل الإستثمار في رأس المال العامل

سيتم في هذه الجزئية عرض متوسط نسب الأستثمار لعينة الدراسة في المكونات الرئيسية لرأس المال العامل وهي: الحسابات المدينة، المخزونات، النقدية والحسابات الدائنة.

#### أولاً: الإستثمار في الحسابات المدينة

يوضح الجدول رقم (12) متوسط نسبة الإستثمار في الحسابات المدينة لعينة الدراسة خلال الفترة  
2022-2017

الجدول رقم (12): متوسط نسبة الإستثمار في الحسابات المدينة

Variable	Mean	Std. Dev	Min	Max
AR/CA	0.2260847	0.2010762	0	0.8530966

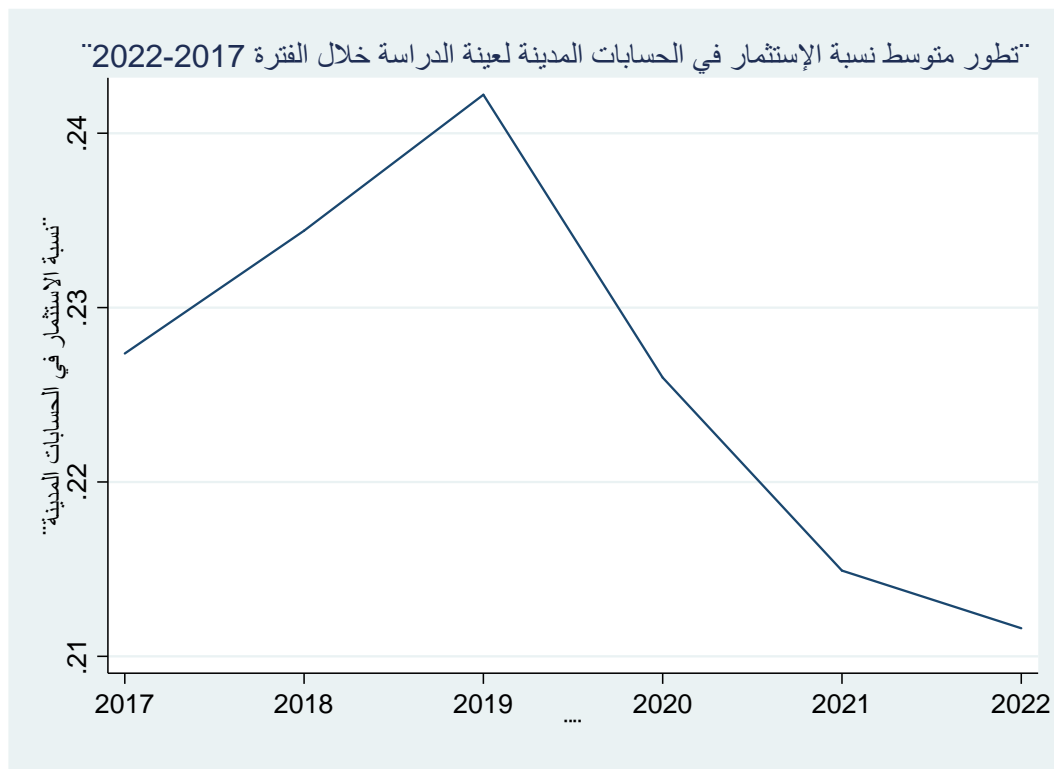
المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على مخرجات Stata 17

تمثل نسبة الحسابات المدينة قيمة الحسابات المدينة الى اجمالي الأصول المتداولة.

يبين الجدول رقم (12) بأن متوسط نسبة الإستثمار في الحسابات المدينة يبلغ 0.2260847 بإنحراف معياري قدره 0.2010762 ، بمعنى أن 22.60847 % من الأصول المتداولة في المتوسط هي استثمارات في الحسابات المدينة، ولقد تفاوتت هذه النسبة بين 0 كأدنى قيمة و 85.30966 % كأقصى قيمة.

كما يوضح الشكل رقم (21) تطور متوسط نسبة الإستثمار في الحسابات المدينة لعينة الدراسة خلال الفترة 2022-2017، حيث شهدت هذه النسبة ارتفاعا خلال السنوات 2018-2019، لتبدأ بعدها في الإنخفاض لتصل أدنى نقطة سنة 2022. قد يرجع سبب انخفاض الحسابات المدينة انطلاقا من سنة 2020 الى جائحة كورونا والتي تسببت بشكل عام بإنخفاض في مستويات المبيعات.

الشكل رقم (21): تطور متوسط نسبة الإستثمار في الحسابات المدينة لعينة الدراسة خلال الفترة  
2022-2017



المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Stata 17

ثانيا: الإستثمار في المخزونات

الجدول رقم (13) : متوسط نسبة الإستثمار في المخزونات

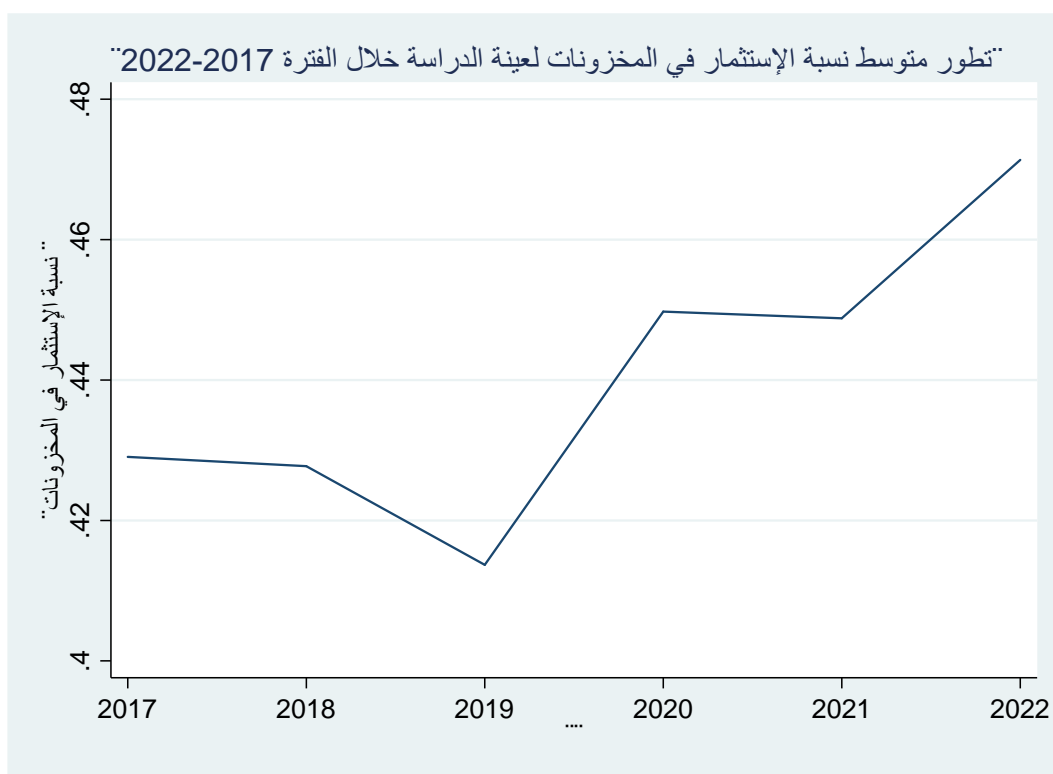
Variable	Mean	Std. Dev	Min	Max
Inv/CA	0.4400655	0.2702058	0	0.997598

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على Stata 17

يبين الجدول رقم (13) بأن متوسط نسبة الإستثمار في المخزونات يبلغ 0.4400655 بإنحراف معياري قدره 0.2702058 ، بمعنى أن 44.00655 % من الأصول المتداولة في المتوسط هي استثمارات في المخزونات، ولقد تفاوتت هذه النسبة بين 0 كأدنى قيمة و99.7598 % كأقصى قيمة. يوضح الشكل رقم (22) تطور متوسط نسبة الإستثمار في المخزونات لعينة الدراسة خلال الفترة 2022-2017، حيث عرفت هذه النسبة انخفاضا خلال السنوات 2018-2019، لترتفع خلال

السنوات 2020-2021-2022. إن ارتفاع مستويات المخزون قد يدل على النمو والتوسع، إلا أنه قد يكون أيضا مؤشرا على تراكم المخزون وصعوبة بيعه خصوصا وأن هذا الإرتفاع تزامن مع جائحة كورونا.

الشكل رقم (22): تطور متوسط نسبة الإستثمار في المخزونات لعينة الدراسة خلال الفترة  
2022-2017



المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Stata17

ثالثا: الأرصدة النقدية

الجدول رقم (14): متوسط نسبة الأرصدة النقدية المحتفظ بها

Variable	Mean	Std. Dev	Min	Max
Cash/CA	0.2032156	0.228272	0	0.9964326

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على Stata 17

يبين الجدول رقم (14) بأن متوسط نسبة الأرصدة النقدية المحتفظ بها يبلغ 0.2032156 بإنحراف معياري قدره 0.228272، بمعنى أن 20.32156 % من الأصول المتداولة في المتوسط هي ارصدة نقدية عاطلة، ولقد تفاوتت هذه النسبة بين 0 كأدنى قيمة و99.64326 % كأقصى قيمة.

يوضح الشكل رقم (23) تطور متوسط نسبة الأرصدة النقدية المحتفظ بها لعينة الدراسة خلال الفترة 2022-2017، حيث شهدت هذه النسبة تذبذبا بين الإنخفاض والإرتفاع خلال فترة الدراسة. تتحكم عوامل كثيرة في حجم الأرصدة النقدية المحتفظ بها أهمها درجة عدم اليقين، الظرف الإقتصادي العام، حجم التدفقات النقدية وسهولة الحصول على الإئتمان، والنقطة المهمة هنا هي ضرورة الإحتفاظ بالحجم المناسب من النقدية دون تفريط أو إفراط.

الشكل رقم (23): تطور متوسط نسبة الإحتفاظ بالأرصدة النقدية لعينة الدراسة خلال الفترة  
2022-2017



المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Stata17

رابعاً: الحسابات الدائنة ( الموردون )

الجدول رقم (15): متوسط نسبة الحسابات الدائنة

Variable	Mean	Std. Dev	Min	Max
AP/CL	0.342932	0.2693411	0	0.9860692

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Stata 17

يبين الجدول رقم (15) بأن متوسط نسبة الحسابات الدائنة يبلغ 0.342932 بإنحراف معياري قدره 0.2693411، بمعنى أن 34.2932 % من الخصوم المتداولة في المتوسط هي حسابات دائنة، ولقد تفاوتت هذه النسبة بين 0 كأدنى قيمة و 98.60692 % كأقصى قيمة.

الشكل رقم (24) يوضح تطور متوسط نسبة الحسابات الدائنة لعينة الدراسة خلال الفترة 2017-2022، حيث شهدت هذه النسبة تذبذبا خلال السنوات 2017-2018-2019 لتبدأ بعدها في الإرتفاع خلال السنوات 2020-2021-2022.

الشكل رقم (24): تطور متوسط نسبة الحسابات الدائنة لعينة الدراسة خلال الفترة 2017-

2022



المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Stata17

### المطلب الثاني: الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة

يمثل الجدول رقم (16) الإحصاءات الوصفية المتوسطة والانحراف المعياري، أعلى وأدنى قيمة لمتغيرات الدراسة

الجدول رقم (16): الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة

Variables	obs	Mean	Std. Dev	Min	Max
ROA	360	0.0511398	0.0952912	-0.8206572	0.6281787
NPM	360	0.0203435	0.5079904	-6.949372	4.129373
OPM	360	0.0483293	0.4971312	-6.360073	4.517743
IP	360	0.608579	0.2390523	0.1040636	0.9874289
FP	360	0.3926025	0.2247694	0.0002182	0.8820606
GO	360	0.1052139	0.3112247	-0.8447962	2.466444
LEV	360	0.1299624	0.183402	0	0.9275753
Age	360	18.33333	9.740934	3	53
Tax	360	0.012395	0.0140233	0	0.0798019
CIR	360	3.614168	11.57874	0.3685241	159.4402

المصدر: من اعداد الطالبة بالإعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Stata 17

نلاحظ من خلال الجدول رقم :

أولا : بالنسبة لمؤشرات الأداء المالي

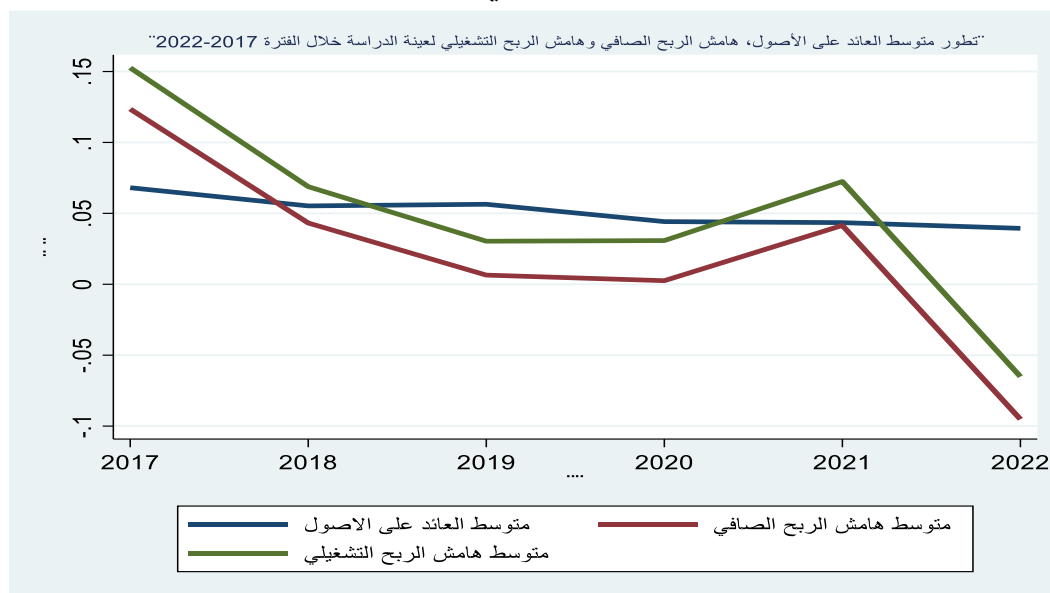
- متوسط العائد على الأصول ROA لعينة الدراسة بلغ حوالي 5.11398 % بإنحراف معياري قدره 9.52912 % وهو منخفض نسبيا، في حين بلغ الحد الأدنى للعائد -82.06572 % والحد الأقصى 62.81787 % .

- متوسط هامش الربح الصافي NPM لعينة الدراسة بلغ حوالي 2.03435 % بإنحراف معياري قدره 50.79904 % وهو الآخر منخفض نسبيا، في حين بلغ الحد الأدنى لهامش الربح الصافي -694.9372 % والحد الأقصى 412.9373 %، ونلاحظ بأن هناك تفاوت كبير في هامش الربح الصافي المحقق بين المؤسسات محل الدراسة.

- متوسط هامش الربح التشغيلي OPM لعينة الدراسة بلغ حوالي 4.83293 % بإنحراف معياري قدره 49.71312 % وهو منخفض نسبيا، في حين بلغ الحد الأدنى لهامش الربح التشغيلي -636.0073 % والحد الأقصى 451.7743 % وهذا يشير الى وجود تفاوت كبير في هامش الربح

التشغيلي المحقق من قبل المؤسسات محل الدراسة. يوضح الشكل رقم (25) التطور الحاصل في مؤشرات الأداء المالي لعينة الدراسة خلال الفترة 2022-2017

### الشكل رقم (25): تطور مؤشرات الأداء المالي لعينة الدراسة للفترة 2022-2017



المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Stata17

بالنسبة لمتوسط العائد على الأصول ROA فقد شهد انخفاضا طفيف خلال فترة الدراسة 2017-2022، أما متوسط هامش الربح الصافي NPM وهامش الربح التشغيلي OPM فقد شهدا تذبذبا خلال فترة الدراسة، حيث عرفت هذه المؤشرات انخفاض سنتي 2018-2019 ثم ارتفاع سنة 2020-2021 لتعاود الإنخفاض سنة 2022 .

### ثانيا: مؤشرات سياسة الإستثمار والتمويل لرأس المال العامل

- متوسط نسبة الأصول المتداولة الى إجمالي الأصول IP ( مؤشر سياسة الإستثمار في رأس المال العامل) بلغ حوالي 60.8579% بإنحراف معياري قدره 23.90523% في حين بلغ الحد الأدنى لهذه النسبة 10.40636% والحد الأقصى 98.74289% ، وتشير هذه النتائج بأن مؤسسات عينة الدراسة في المتوسط تستثمر في الأصول المتداولة بنسبة أكبر من الأصول الثابتة.
- متوسط نسبة الخصوم المتداولة الى إجمالي الأصول FP ( مؤشر سياسة التمويل لرأس المال العامل) بلغ حوالي 39.26025% بإنحراف معياري قدره 22.47694% في حين بلغ الحد الأدنى لهذه النسبة 0.02182% والحد الأقصى 88.20606% ، وتشير هذه النتائج بأن مؤسسات

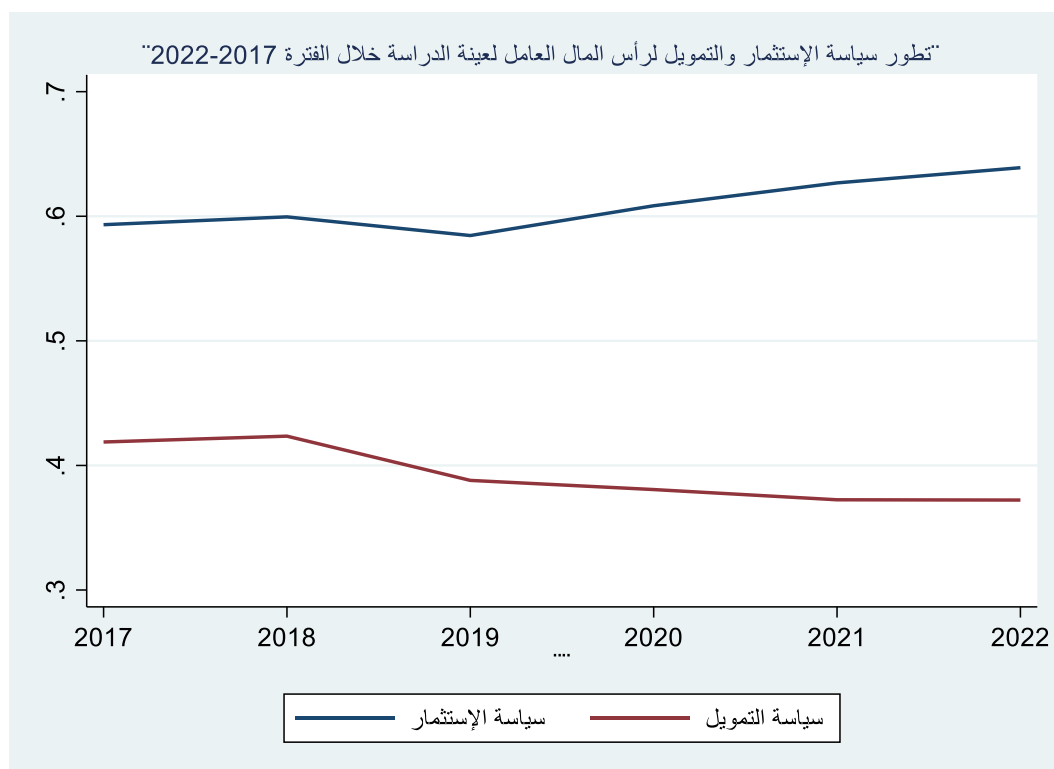
عينة الدراسة في المتوسط تمول أصولها بنسبة 39.26025% بمصادر تمويل قصيرة الأجل والباقي بمصادر تمويل طويلة الأجل ( أموال خاصة وديون طويلة الأجل )  
يوضح الشكل رقم (26) التطور الحاصل في كل من سياسة الإستثمار وسياسة التمويل لعينة الدراسة خلال الفترة 2022-2017

- بالنسبة لمتوسط حجم الإستثمار في الأصول المتداولة فقد شهد استقرارا سنني 2017-2018، بعدها عرف انخفاضا طفيفا في سنة 2019، ليعرف بعدها منحنى متزايدا خلال سنوات جائحة كورونا 2020-2021-2022.

- أما بالنسبة لحجم الخصوم المتداولة ( سياسة التمويل ) فقد عرفت استقرارا خلال سنتي 2017-2018، لتشهد بعد ذلك انخفاضا متواصل خلال السنوات 2019-2020-2021-2022.

الشكل رقم (26): تطور سياسة الإستثمار والتمويل لرأس المال العامل خلال الفترة 2017-

2022



المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Stata 17

### ثالثا: المتغيرات الضابطة

- متوسط نسبة فرص النمو GO بلغ حوالي 10.52139% بإنحراف معياري قدره 31.12247% ، في حين بلغ الحد الأدنى -84.47962% والحد الأقصى 200.466444% .
- متوسط نسبة الديون طويلة الأجل بلغ حوالي 12.99624% بإنحراف معياري قدره 18.3402% في حين بلغ الحد الأدنى لهذه النسبة 0% والحد الأقصى 92.75753% .
- متوسط أعمار مؤسسات عينة الدراسة Age خلال فترة الدراسة بلغ حوالي 18 سنة بإنحراف معياري قدره 9.740934، في حين بلغ الحد الأدنى للأعمار 3 سنوات و الحد الاقصى 53 سنة.
- متوسط ضرائب الدخل بلغ حوالي 1.2395% بإنحراف معياري قدره 1.40233% ، في حين بلغ الحد الأدنى لهذه النسبة 0 والحد الأقصى 7.98019%.
- متوسط كثافة رأس المال CIR بلغ حوالي 3.614168 بإنحراف معياري قدره 11.57874 بمعنى أنه في المتوسط تنفق مؤسسات عينة الدراسة حوالي 3.614168 دينار من أجل توليد 1 دينار من المبيعات، وكانت أدنى قيمة لكثافة رأس المال 0.3685241 أما أقصى قيمة فبلغت 159.4402، وتشير هذه النتائج الى انخفاض كفاءة إدارة الأصول لدى مؤسسات عينة الدراسة.

### المبحث الثالث: نتائج التحليل الإحصائي واختبار الفرضيات

سيتم في هذا المبحث تقدير نماذج الإنحدار الخطية والغير الخطية بإستخدام النموذج التجميعي، نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية، بعدها سيتم اختيار النموذج الأفضل من بين النماذج الثلاثة والذي سيتم الإعتماد عليه في اختبار فرضيات الدراسة وذلك بإستخدام بعض الإختبارات الإحصائية.

**المطلب الأول: اختبار أثر سياسات إدارة رأس المال العامل على مؤشرات الأداء المالي ( العلاقة الخطية)**

**أولا: نتائج التحليل الإحصائي لأثر سياسات إدارة رأس المال العامل على العائد على الأصول ROA**  
قمنا في هذا الجزء بإختبار أثر سياسات إدارة رأس المال العامل على العائد على الأصول ROA (المتغير التابع)، وذلك بإستخدام النموذج التجميعي، نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية.

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 IP_{it} + \beta_2 FP_{it} + \beta_3 Lev_{it} + \beta_4 Tax_{it} + \beta_5 Age_{it} + \beta_6 CIR_{it} + \beta_7 GO_{it} + \epsilon_{it}$$

في البداية قمنا ببعض الإختبارات التشخيصية لبيانات ونموذج الدراسة، وأول هذه الإختبارات اختبار Ramsey RESET، يوضح هذا الاختبار أخطاء التوصيف في النموذج وما إذا كان النموذج يحوي المتغيرات التفسيرية الصحيحة أم لا، يوضح الجدول رقم (17) نتائج هذا الإختبار.

الجدول رقم (17): اختبار أخطاء التوصيف للنموذج

الإحتمالية Prob	القيمة	اسم الإختبار
0.1051	2.06	Ramsey RESET test for omitted variables

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Stata 17

تشير فرضية عدم الى عدم احتواء النموذج على متغيرات محذوفة، وبما أن قيمة الإحتمالية Prob أكبر من 0.05 فسيتم قبول هذه الفرضية، وعليه فالنموذج صالح ويحتوي على المتغيرات التفسيرية المناسبة .

قمنا أيضا بإجراء مجموعة من الإختبارات التشخيصية مثل اختبار عدم ثبات تباين الخطأ **Heteroscedasticity**، اختبار الارتباط الذاتي لحدود الخطأ **Autocorrelation** ، اختبار الارتباط الذاتي للمقاطع **Cross Sectional Dependence** ، الارتباط المتعدد VIF، ووجدنا بأن النموذج يشكو من مشكلة عدم ثبات تباين الخطأ والارتباط الذاتي لحدود الخطأ. الجدول رقم (18) يوضح نتائج هذه الإختبارات.

الجدول رقم(18): الإختبارات التشخيصية للنموذج الأول

الإحتمالية Prob	القيمة	اسم الإختبار
0.0000	1.4e+05	Modified Wald test for groupwise heteroscedasticity ( ثبات تباين الخطأ )
0.0052	7.79	Breusch–Pagan/Cook–Weisberg test for heteroskedasticity ( ثبات تباين الخطأ )
أقل من 10	2.51	Varince inflation factors for independent variables (VIF, uncentered) الارتباط المتعدد
0.3616	0.912-	Pesaran's test of cross sectional independence الارتباط الذاتي بين المقاطع
0.0088	7.339	Wooldridge test for autocorrelation in panel data الارتباط الذاتي

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Stata17

بناء على ذلك فإنه سيتم تقدير نماذج التأثيرات العشوائية والثابتة باستخدام طريقة الأخطاء المعيارية المصححة Cluster-robust standard errors المقترحة من قبل White للتحكم في مشكلتي عدم ثبات التجانس والإرتباط الذاتي<sup>1</sup>.

### 1- نموذج الإنحدار التجميعي

يوضح الجدول رقم (19) نتائج نموذج الإنحدار التجميعي لأثر سياسات ادارة رأس المال العامل على العائد على الأصول ROA.

الجدول رقم (19): نموذج الإنحدار التجميعي

Pooled Regression Model					
ROA	Coef.	St.Err.	t-value	p-value	Sig
IP	-.00134	.013589	-0.10	0.921	
FP	-.03773	.014115	-2.67	0.008	***
Lev	-.04699	.018471	-2.54	0.011	**
Tax	3.4822	.217954	15.98	0.000	***
Age	-.00075	.00030	-2.45	0.015	**
CIR	-.00072	.00025	-2.82	0.005	***
GO	.02266	.00970	2.33	0.020	**
Constant	.05223	.014230	3.67	0.000	***
F-test 52.50 Prob > F 0.0000	R-squared 0.5108	Adj R-squared 0.5010	Number of obs 360		

\*\*\* p<.01, \*\* p<.05, \* p<.1

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Stata 17

### 2- نموذج التأثيرات الثابتة (Fixed effects Model)

يوضح الجدول رقم (20) نتائج نموذج التأثيرات الثابتة لأثر سياسات إدارة رأس المال العامل على العائد على الأصول ROA.

<sup>1</sup> A. Colin Cameron & Douglas L. Miller, **A Practitioner s Guide to Cluster-Robust Inference**, The Journal of Human Resources, Vol.20, N. 2, 2015, P.318

الجدول رقم (20): نموذج التأثيرات الثابتة

Fixed-effects (within) regression					
ROA	Coef.	Robust St.Err.	t-value	p-value	Sig
IP	.01842	.033195	0.55	0.581	
FP	-.10541	.03252	-3.24	0.002	***
Lev	-.12735	.06167	-2.06	0.043	**
Tax	3.3915	.52617	6.45	0.000	***
Age	-.00486	.00164	-2.96	0.004	***
CIR	-.00020	.00026	-0.78	0.440	
GO	.02247	.01073	2.09	0.041	**
Constant	.15163	.03450	4.39	0.000	***
F-test 10.45 Prob > F 0.0000	R-squared Overall = 0.3733	Number of groups = 60	Number of obs 360		

\*\*\* p&lt;.01, \*\* p&lt;.05, \* p&lt;.1

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Stata17

## 3- نموذج التأثيرات العشوائية (Random effects Model)

يمثل الجدول رقم (21) نتائج نموذج التأثيرات العشوائية لأثر سياسات إدارة رأس المال العامل على

العائد على الأصول ROA

الجدول رقم (21): نموذج التأثيرات العشوائية

Random-effects GLS regression					
ROA	Coef.	Robust St.Err.	z-value	p-value	Sig
IP	-.00684	.0185907	-0.37	0.713	
FP	-.06237	.0204217	-3.05	0.002	***
Lev	-.08284	.0347155	-2.39	0.017	**

<b>Tax</b>	3.3952	.4527738	7.5	0.000	***
<b>Age</b>	-.00129	.0004765	-2.71	0.007	***
<b>CIR</b>	-.00037	.0002276	-1.65	0.098	*
<b>GO</b>	.02225	.0107605	2.07	0.039	**
<b>Constant</b>	.07948	.0236152	3.37	0.001	***
Wald chi2= 120.44 Prob > chi2 0.0000	R-squared Overall = 0.4984	Number of groups = 60	Number of obs 360		

\*\*\* p<.01, \*\* p<.05, \* p<.1

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Stata17

بعد تقدير النماذج الثلاثة قمنا بعملية المفاضلة فيما بينها من أجل اختيار النموذج المناسب وفقا للخطوات التالية:

- اجراء اختبار Breusch and Pagan Lagrange Multiplier (LM) test من أجل المفاضلة بين النموذج التجميعي ونموذج التأثيرات العشوائية،
  - اختبار F test للمفاضلة بين النموذج التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة.
- إذا أظهرت نتائج اختبار LM و F test أن النموذج التجميعي هو الأفضل نتوقف عند هذه المرحلة ونكتفي بنتائج النموذج التجميعي. أما إذا أظهرت نتائج LM و F test بأن نموذج التأثيرات الثابتة والعشوائية أفضل من النموذج التجميعي، نقوم بإجراء اختبار آخر وهو Hausman Test للمفاضلة بين النموذجين.

الجدول رقم (22): نتائج اختبار (LM) و Hausman

الإحتمال Prob	القيمة	اسم الإختبار
0.0000	166.97	<b>Breusch and Pagan Lagrange Multiplier (LM) Test</b>
0.0000	6.25	<b>F Test</b>
0.6037	5.46	<b>Robust Hausman Test</b>

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Stata 17

تشير نتائج إختبار (LM) الى أن قيمة الإحتمالية Prob أقل من 0.05 وعليه سيتم رفض فرضية العدم التي تنص على أن النموذج التجميعي هو الملائم وقبول الفرضية البديلة بأن نموذج التأثيرات العشوائية هو الملائم. أما بالنسبة لإختبار F test بلغت قيمة الإحتمالية 0.0000 وهي أقل من 0.05 وهذا معناه أن نموذج التأثيرات الثابتة أفضل من النموذج التجميعي، وعليه سيتم المفاضلة بين نموذج التأثيرات الثابتة والعشوائية بناء على اختبار Hausman Test. وتجدر الإشارة هنا أنه قد تم استخدام Cluster-robust version of the Hausman Test المقترح من قبل Wooldridge حيث اختبار Hausman Test العادي غير صالح لعملية المفاضلة في حالة وجود مشكلة عدم تجانس التباين Heteroscedasticity والإرتباط الذاتي لحدود الخطأ<sup>1</sup>. بما أن قيمة الإحتمالية Prob كانت أكبر من 0.05 فنموذج التأثيرات العشوائية REM هو الملائم للتحليل.

تشير نتائج نموذج التأثيرات العشوائية الجدول رقم (21) الى مايلي:

- بلغت قيمة Wald chi2= 120.44 عند مستوى الدلالة Pro=0.000 ، وهذا معناه أن النموذج صالح لعملية التقدير
- بلغت قيمة R-squared 0.4984 وهذا معناه أن 49.84 % من التغيرات في العائد على الأصول ROA تعزى للمتغيرات التفسيرية محل الدراسة في حين أن النسبة المتبقية تعود لعوامل أخرى لم يتضمنها النموذج.
- يوجد أثر سلبي غير دال إحصائيا لسياسة الإستثمار على العائد على الأصول حيث بلغت قيمة الإحتمالية Prob=0.713
- يوجد أثر سلبي ذو دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة 1% لسياسة التمويل لرأس المال العامل FP على العائد الأصول ROA ، هذه النتيجة معناها أن التغير في نسبة التمويل قصير الأجل ترتبط عكسيا مع العائد على الأصول ROA ، حيث أن انخفاض هذه النسبة بـ 1% يؤدي الى زيادة العائد على الأصول ROA بمقدار 0.06237%. إن انخفاض نسبة التمويل قصير الأجل معناه الإتجاه نحو سياسة محافظة لتمويل رأس المال العامل، وعليه فإن تحسين الأداء المالي لعينة الدراسة يتطلب التوجه نحو الأسلوب المحافظ في تمويل رأس المال العامل. وتفسير هذه العلاقة أن التمويل قصير الأجل وعلى الرغم من انخفاض تكاليفه الى أنه ينطوي على مخاطر عالية نتيجة تقلبات أسعار الفائدة

<sup>1</sup> A. Colin Cameron & Douglas L. Miller, Op.Cit. P-P. 331-332

على المدى القصير والأهم من ذلك أن المؤسسات قد لا تستطيع تجديد الدين عند استحقاقه مما قد يؤدي بها الى الأفلاس. توافقت هذه النتيجة مع دراسة كل من (Chosita, Javid & Zita (2014)،

(2019) Sareeya &، في حين تعارضت مع نتائج دراسة (Panda & Nanda (2017)

- هناك أثر سلبي ذو دلالة إحصائية للرفع المالي Lev على العائد على الأصول ROA أي أن أداء مؤسسات عينة الدراسة يتأثر بشكل سلبي بالرفع المالي، حيث كلما زادت نسبة الدين طويل الأجل بـ 1% انخفض العائد على الأصول ROA بـ 0.08284%. السبب وراء هذه العلاقة هو أن ارتفاع مستويات الدين طويل الأجل ينجر عنه ارتفاع تكاليف خدمة الدين والمخاطر مما يؤثر سلبا على الأداء المالي.

- هناك أثر موجب ذو دلالة إحصائية لضرائب الدخل على العائد على الأصول، ويعود هذا لكون أن معدل ضريبة الدخل الفعلي ثابت ومنخفض وعليه فإن مقدار ضريبة الدخل يزداد فقط لزيادة حجم الأرباح قبل الضرائب وليس لارتفاع معدل الضريبة. تشير هذه النتيجة الى أن السياسة الضريبية المطبقة على المؤسسات هي سياسة تحفيزية هدفها تشجيع ودعم الإستثمار.

- هناك أثر سلبي ذو دلالة إحصائية لعمر المؤسسة Age على معدل العائد على الأصول ROA ، بمعنى أن المؤسسات الحديثة لعينة الدراسة أكثر كفاءة من المؤسسات القديمة، وقد يعود السبب وراء هذه النتيجة أن المؤسسات القديمة أصبحت أقل مرونة وغير قادرة على التكيف مع بيئة الأعمال سريعة التغير التي تعمل ضمنها، بالإضافة الى ذلك فإن المؤسسات الحديثة في العادة تحقق معدلات نمو مرتفعة<sup>1</sup>.

- هناك أثر سلبي غير دال إحصائيا عند 0.05 لكثافة رأس المال CIR على العائد على الأصول ROA .

- هناك أثر موجب ذو دلالة إحصائية لفرص النمو GO على العائد على الأصول ROA وتفسير هذه النتيجة أن زيادة فرص النمو لمؤسسات عينة الدراسة خصوصا المربحة تؤدي الى زيادة معدلات النمو والأرباح معا.

<sup>1</sup> ELIF AKBEN-SELÇUK, **DOES FIRM AGE AFFECT PROFITABILITY? EVIDENCE FROM TURKEY**, International Journal of Economic Sciences, Vol. V, No. 3, 2016, P-P. 2-3

ثانيا: نتائج التحليل الإحصائي لأثر سياسات إدارة رأس المال العامل على هامش الربح الصافي  
NPM

قمنا في هذا الجزء باختبار أثر سياسات إدارة رأس المال العامل على هامش الربح الصافي NPM (المتغير التابع)، وذلك بإستخدام النموذج التجميعي، نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية.

$$NPM_{it} = \beta_0 + \beta_1 IP_{it} + \beta_2 FP_{it} + \beta_3 Lev_{it} + \beta_4 Tax_{it} + \beta_5 Age_{it} + \beta_6 CIR_{it} + \beta_7 GO_{it} + \epsilon_{it}$$

بإتباع نفس المنهجية السابقة في البداية قمنا ببعض الإختبارات التشخيصية لبيانات ونموذج الدراسة، مثل اختبار Ramsey RESET، يوضح هذا الاختبار أخطاء التوصيف في النموذج وما إذا كان النموذج يحوي المتغيرات التفسيرية الصحيحة أم لا.

الجدول رقم (23): اختبار أخطاء التوصيف للنموذج الثاني

اسم الإختبار	القيمة	الإحتمالية Prob
Ramsey RESET test for omitted variables	0.42	0.7375

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Stata 17

تشير فرضية عدم الى عدم احتواء النموذج على متغيرات محذوفة Omitted Variables، وبما أن قيمة الإحتمالية Prob اكبر من 0.05 فسيتم قبول هذه الفرضية، وعليه فالنموذج صالح ويحتوي على المتغيرات التفسيرية المناسبة.

قمنا أيضا بإجراء مجموعة من الإختبارات التشخيصية مثل اختبار عدم ثبات تباين الخطأ Heteroscedasticity، اختبار الارتباط الذاتي لحدود الخطأ Autocorrelation، اختبار الارتباط الذاتي للمقاطع Cross Sectional Dependence، الارتباط المتعدد VIF، ووجدنا بأن النموذج يشكو من مشكلة عدم ثبات تباين الخطأ والارتباط الذاتي لحدود الخطأ. الجدول رقم (24) يوضح نتائج هذه الإختبارات

الجدول رقم(24): الإختبارات التشخيصية للنموذج الثاني

اسم الإختبار	القيمة	الإحتمالية Prob
Modified Wald test for groupwise heteroscedasticity ( ثبات تباين الخطأ )	1.2e+05	0.0000
Varince inflation factors for independent variables (VIF, uncentered) الإرتباط المتعدد	2.51	أقل من 10
Pesaran's test of cross sectional independence الإرتباط الذاتي بين المقاطع	0.903-	0.3664
Wooldridge test for autocorrelation in panel data الإرتباط الذاتي	7.937	0.0066

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Stata17

بناء على ذلك فإنه سيتم تقدير نماذج التأثيرات العشوائية والثابتة باستخدام طريقة الأخطأ المعيارية المصححة Cluster-robust standard errors المقترحة من قبل White للتحكم في مشكلتي عدم ثبات التجانس والإرتباط الذاتي<sup>1</sup>.

### 1- نموذج الإنحدار التجميعي

يوضح الجدول رقم (25) نتائج نموذج الإنحدار التجميعي لأثر سياسات ادارة رأس المال العامل على هامش الربح الصافي NPM

الجدول رقم(25): نموذج الإنحدار التجميعي

Pooled Regression Model					
NPM	Coef.	St.Err.	t-value	p-value	Sig
IP	-.0062637	.0125546	-0.50	0.618	
FP	-.0672676	.0130405	-5.16	0.000	***
Lev	-.0928456	.0170654	-5.44	0.000	**
Tax	2.0242	.2013612	10.05	0.000	***
Age	-.0010219	.0002828	-3.61	0.000	***

<sup>1</sup> A. Colin Cameron & Douglas L. Miller, OP. cit, P.318

<b>CIR</b>	-.0006727	.0002395	-2.81	0.005	***
<b>GO</b>	.0188337	.0089681	2.10	0.036	**
<b>Constant</b>	.1014212	.0131471	7.71	0.000	***
F-test 33.70 Prob > F 0.0000	<b>R-squared</b> 0.4013	<b>Adj R-squared</b> 0.3894	<b>Number of obs</b> 360		

\*\*\* p<.01, \*\* p<.05, \* p<.1

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Stata 17

## 2- نموذج التأثيرات الثابتة (Fixed effects Model)

يوضح الجدول رقم (26) نتائج نموذج التأثيرات الثابتة لأثر سياسات إدارة رأس المال العامل على هامش الربح الصافي.

### الجدول رقم (26): نموذج التأثيرات الثابتة

Fixed-effects (within) regression					
<b>NPM</b>	<b>Coef.</b>	<b>Robust St.Err.</b>	<b>t-value</b>	<b>p-value</b>	<b>Sig</b>
<b>IP</b>	.0389512	.0327731	1.19	0.239	
<b>FP</b>	-.0638795	.0204352	-3.13	0.003	***
<b>Lev</b>	-.0989727	.0444516	-2.23	0.030	**
<b>Tax</b>	1.820767	.3600744	5.06	0.000	***
<b>Age</b>	-.0034306	.0017386	-1.97	0.053	*
<b>CIR</b>	-.0001733	.0001605	-1.08	0.285	
<b>GO</b>	.0100507	.0076416	1.32	0.194	
<b>Constant</b>	.1187322	.0319153	3.72	0.000	***
F-test 10.76 Prob > F 0.0000	<b>R-squared Overall =</b> 0.2973	<b>Number of groups =</b> 60	<b>Number of obs</b> 360		

\*\*\* p<.01, \*\* p<.05, \* p<.1

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Stata17

### 3- نموذج التأثيرات العشوائية (Random effects Model)

يمثل الجدول رقم (27) نتائج نموذج التأثيرات العشوائية لأثر سياسات إدارة رأس المال العامل على هامش الربح الصافي NPM

الجدول رقم (27): نموذج التأثيرات العشوائية

Random-effects GLS regression					
NPM	Coef.	Robust St.Err.	z-value	p-value	Sig
IP	.0065219	.0205229	0.32	0.751	
FP	-.0607967	.0166193	-3.66	0.000	***
Lev	-.0907596	.0246752	-3.68	0.000	**
Tax	1.932005	.2814994	6.68	0.000	***
Age	-.0012394	.0004519	-2.74	0.006	***
CIR	-.0003472	.0001145	-3.03	0.002	***
GO	.0118803	.0083351	1.43	0.154	
Constant	.0953162	.0193917	4.92	0.000	***
Wald chi2= 190.84 Prob > chi2 0.0000	R-squared Overall = 0.3939	Number of groups = 60	Number of obs 360		

\*\*\* p<.01, \*\* p<.05, \* p<.1

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Stata17

بعد تقدير النماذج الثلاثة قمنا بعملية المفاضلة فيما بينها من أجل اختيار النموذج المناسب وفقا للخطوات التالية:

- اجراء اختبار Breusch and Pagan Lagrange Multiplier (LM) test من أجل المفاضلة بين النموذج التجميعي ونموذج التأثيرات العشوائية،
  - اختبار F test للمفاضلة بين النموذج التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة.
- إذا أظهرت نتائج اختبار LM و F test أن النموذج التجميعي هو الأفضل نتوقف عند هذه المرحلة ونكتفي بنتائج النموذج التجميعي، أما إذا أظهرت نتائج LM و F test بأن نموذج التأثيرات الثابتة

والعشوائية أفضل من النموذج التجميعي، نقوم بإجراء اختبار آخر وهو Hausman Test للمفاضلة بين النموذجين.

الجدول رقم (28): نتائج اختبار (LM) و Hausman

اسم الإختبار	القيمة	الإحتمال Prob
<b>Breusch and Pagan Lagrange Multiplier (LM) Test</b>	153.75	0.0000
<b>F Test</b>	5.57	0.0000
<b>Robust Hausman Test</b>	3.32	0.8538

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Stata 17

تشير نتائج إختبار (LM) الى أن قيمة الإحتمالية Prob أقل من 0.05 وعليه سيتم رفض فرضية العدم التي تنص على أن النموذج التجميعي هو الملائم وقبول الفرضية البديلة بأن نموذج التأثيرات العشوائية هو الملائم. أما بالنسبة لإختبار F test بلغت قيمة الإحتمالية 0.0000 وهي أقل من 0.05 وهذا معناه أن نموذج التأثيرات الثابتة أفضل من النموذج التجميعي، وعليه ستم المفاضلة بين نموذج التأثيرات الثابتة والعشوائية بناء على اختبار Cluster-robust version of the Hausman المقترح من قبل Wooldridge .

بما أن قيمة الإحتمالية Prob كانت أكبر من 0.05 فنموذج التأثيرات العشوائية REM هو الملائم للتحليل.

تشير نتائج نموذج التأثيرات العشوائية الجدول رقم(27) الى:

- بلغ R-squared 0.3939 بمعنى أن 39.39% من التغيرات في هامش الربح الصافي تعزى للمتغيرات التفسيرية محل الدراسة، في حين تعود باقي النسبة لمتغيرات اخرى لم يشملها النموذج.
- كما هو في النموذج السابق العلاقة بين سياسة الإستثمار IP وهامش الربح الصافي NPM غير دالة إحصائياً، في حين هناك أثر سلبي ذو دلالة إحصائية لسياسة التمويل IP على هامش الربح الصافي NPM وهذا يعني أن اتباع سياسة محافظة في تمويل رأس المال العامل لمؤسسات عينة الدراسة سيحسن من الأداء المالي.

- هناك أثر ايجابي لضرائب الدخل Tax على هامش الربح الصافي NPM

- هناك أثر سلبي لعمر Age المؤسسة على هامش الربح الصافي NPM

- عكس ما هو في النموذج الأول هناك أثر سلبي ذو دلالة احصائية لكثافة رأس المال CIR على هامش الربح الصافي NPM ، بمعنى أن ارتفاع كثافة رأس المال بـ 1% يخفض هامش الربح الصافي بمقدار 0.00034% وهذا راجع لأن ارتفاع كثافة رأس المال قد يكون مؤشر لعدم كفاءة استخدام أصول المؤسسة كما قد يدل على الإستخدام المفرط للأصول دون الحاجة إليها.

- هناك أثر موجب غير دال إحصائياً لفرص النمو GO على هامش الربح الصافي NPM  
ثالثاً: نتائج التحليل الإحصائي لأثر سياسات إدارة رأس المال العامل على هامش الربح التشغيلي

### OPM

قمنا في هذا الجزء بإختبار أثر سياسات إدارة رأس المال العامل على هامش الربح التشغيلي OPM (المتغير التابع)، وذلك بإستخدام النموذج التجميعي، نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية.

$$OPM_{it} = \beta_0 + \beta_1 IP_{it} + \beta_2 FP_{it} + \beta_3 Lev_{it} + \beta_4 Tax_{it} + \beta_5 Age_{it} + \beta_6 CIR_{it} + \beta_7 GO_{it} + \epsilon_{it}$$

بإتباع نفس المنهجية السابقة في البداية قمنا ببعض الإختبارات التشخيصية لبيانات ونموذج الدراسة، مثل اختبار Ramsey RESET، يوضح هذا الاختبار خطأ التوصيف في النموذج وما إذا كان النموذج يحوي المتغيرات التفسيرية الصحيحة أم لا، يوضح الجدول رقم (29) نتائج هذا الإختبار

الجدول رقم (29): اختبار خطأ التوصيف للنموذج الثالث

اسم الإختبار	القيمة	الإحتمالية Prob
Ramsey RESET test for omitted variables	1.70	0.1661

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Stata 17

تشير فرضية عدم الوجود الى عدم احتواء النموذج على متغيرات محذوفة، وبما أن قيمة الإحتمالية Prob أكبر من 0.05 فسيتم قبول هذه الفرضية، وعليه فالنموذج صالح ويحتوي على المتغيرات التفسيرية المناسبة.

قمنا أيضاً بإجراء مجموعة من الإختبارات التشخيصية مثل اختبار عدم ثبات تباين الخطأ Heteroscedasticity، اختبار الارتباط الذاتي لحدود الخطأ Autocorrelation ، اختبار الارتباط الذاتي للمقاطع Cross Sectional Dependence ، الارتباط المتعدد VIF، ووجدنا بأن النموذج يشكو

من مشكلة عدم ثبات تباين الخطأ والإرتباط الذاتي لحدود الخطأ. الجدول رقم (30) يوضح نتائج هذه الإختبارات

الجدول رقم(30): الإختبارات التشخيصية للنموذج الثالث

الإحتمالية Prob	القيمة	اسم الإختبار
0.0000	95043.89	<b>Modified Wald test for groupwise heteroscedasticity</b> ( ثبات تباين الخطأ )
أقل من 10	2.51	<b>Varince inflation factors for independent variables (Vif, Uncentered)</b> الإرتباط المتعدد
0.3720	0.893-	<b>Pesaran's test of cross sectional independence</b> الإرتباط الذاتي بين المقاطع
0.0062	8.056	<b>Wooldridge test for autocorrelation in panel data</b> الإرتباط الذاتي

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Stata17

بناء على ذلك فإنه سيتم تقدير نماذج التأثيرات العشوائية والثابتة باستخدام طريقة الأخطأ المعيارية المصححة Cluster-robust standard errors المقترحة من قبل White للتحكم في مشكلتي عدم ثبات التجانس والإرتباط الذاتي<sup>1</sup>.

### 1- نموذج الإنحدار التجميعي

يوضح الجدول رقم (31) نتائج نموذج الإنحدار التجميعي لأثر سياسات ادارة رأس المال العامل على هامش الربح التشغيلي OPM

الجدول رقم(31): نموذج الإنحدار التجميعي

Pooled Regression Model					
OPM	Coef.	St.Err.	t-value	p-value	Sig
<b>IP</b>	-0.0043057	.0148516	-0.29	0.772	
<b>FP</b>	-0.0605458	.0154264	-3.92	0.000	***
<b>Lev</b>	-0.0588767	.0201876	-2.92	0.004	***

<sup>1</sup> A. Colin Cameron & Douglas L. Miller, OP. Cit, P.318

<b>Tax</b>	2.288552	.2382016	9.61	0.000	***
<b>Age</b>	-.0009076	.0003345	-2.71	0.007	***
<b>CIR</b>	-.0009915	.0002833	-3.50	0.001	***
<b>GO</b>	.0299463	.0106088	2.82	0.005	***
<b>Constant</b>	.1082096	.0155524	6.96	0.000	***
F-test 26.15 Prob > F 0.0000	<b>R-squared</b> 0.3422	<b>Adj R-squared</b> 0.3291	<b>Number of obs</b> 360		

\*\*\* p<.01, \*\* p<.05, \* p<.1

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Stata 17

## 2- نموذج التأثيرات الثابتة (Fixed effects Model)

يوضح الجدول رقم (32) نتائج نموذج التأثيرات الثابتة لأثر سياسات إدارة رأس المال العامل على هامش الربح التشغيلي OPM.

### الجدول رقم (32): نموذج التأثيرات الثابتة

Fixed-effects (within) regression					
OPM	Coef.	Robust St.Err.	t-value	p-value	Sig
<b>IP</b>	.0392991	.0380139	1.03	0.305	
<b>FP</b>	-.1040076	.0276739	-3.76	0.000	***
<b>Lev</b>	-.0657649	.0583509	-1.13	0.264	
<b>Tax</b>	2.27191	.4612034	4.93	0.000	***
<b>Age</b>	-.0025543	.0021057	-1.21	0.230	
<b>CIR</b>	-.0007567	.0002756	-2.75	0.008	***
<b>GO</b>	.0222138	.0120469	1.84	0.070	*
<b>Constant</b>	.129956	.0376802	3.45	0.001	***
F-test 14.01 Prob > F 0.0000	<b>R-squared</b> Overall = 0.2974	<b>Number of groups</b> = 60	<b>Number of obs</b> 360		

\*\*\* p<.01, \*\* p<.05, \* p<.1

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Stata17

### 3- نموذج التأثيرات العشوائية (Random effects Model)

يمثل الجدول رقم (33) نتائج نموذج التأثيرات العشوائية لأثر سياسات إدارة رأس المال العامل على

هامش الربح التشغيلي OPM

الجدول رقم (33): نموذج التأثيرات العشوائية

Random-effects GLS regression					
OPM	Coef.	Robust St.Err.	z-value	p-value	Sig
IP	.0082188	.022455	0.37	0.714	
FP	-.0746385	.0194004	-3.85	0.000	***
Lev	-.0571308	.0361212	-1.58	0.114	
Tax	2.255865	.304059	7.42	0.000	***
Age	-.0010803	.0005535	-1.95	0.051	**
CIR	-.00085	.0002254	-3.77	0.000	***
GO	.0231149	.0107068	2.16	0.031	**
Constant	.1096009	.0222306	4.93	0.000	***
Wald chi2= 203.59 Prob > chi2 0.0000	R-squared Overall = 0.3377	Number of groups = 60	Number of obs 360		

\*\*\* p<.01, \*\* p<.05, \* p<.1

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Stata17

بعد تقدير النماذج الثلاثة قمنا بعملية المفاضلة فيما بينها من أجل اختيار النموذج المناسب وفقا

للخطوات التالية:

- اجراء اختبار Breusch and Pagan Lagrange Multiplier (LM) test من أجل

المفاضلة بين النموذج التجميعي ونموذج التأثيرات العشوائية،

- اختبار F test للمفاضلة بين النموذج التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة.

إذا أظهرت نتائج اختبار LM و F test ان النموذج التجميعي هو الأفضل نتوقف عند هذه المرحلة ونكتفي بنتائج النموذج التجميعي، أما إذا أظهرت نتائج LM و F test بأن نموذج التأثيرات الثابتة والعشوائية أفضل من النموذج التجميعي، نقوم بإجراء اختبار آخر وهو Hausman Test للمفاضلة بين النموذجين.

#### الجدول رقم (34): نتائج اختبار (LM) و Hausman

اسم الإختبار	القيمة	الإحتمال Prob
<b>Breusch and Pagan Lagrange Multiplier (LM) Test</b>	151.51	0.0000
<b>F Test</b>	5.32	0.0000
<b>Robust Hausman Test</b>	1.96	0.9622

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Stata 17

تشير نتائج إختبار (LM) الى أن قيمة الإحتمالية Prob أقل من 0.05 وعليه سيتم رفض فرضية العدم التي تنص على أن النموذج التجميعي هو الملائم وقبول الفرضية البديلة بأن نموذج التأثيرات العشوائية هو الملائم. أما بالنسبة لإختبار F test بلغت قيمة الإحتمالية 0.0000 وهي أقل من 0.05 وهذا معناه أن نموذج التأثيرات الثابتة أفضل من النموذج التجميعي، وعليه ستم المفاضلة بين نموذج التأثيرات الثابتة والعشوائية بناء على اختبار Cluster-robust version of the Hausman ، بما أن قيمة الإحتمالية Prob كانت أكبر من 0.05 فنموذج التأثيرات العشوائية REM هو الملائم للتحليل.

تشير نتائج نموذج التأثيرات العشوائية الى:

- هناك علاقة غير دالة إحصائيا بين سياسة الإستثمار IP وهامش الربح التشغيلي
- هناك أثر سلبي ذو دلالة إحصائية بين سياسة التمويل IP وهامش الربح التشغيلي OPM ، وهذا معناه أن اتباع الأسلوب المحافظ في تمويل رأس المال العامل هو الأفضل.
- هناك أثر سلبي للرفع المالي Lev على هامش الربح التشغيلي OPM الصافي لكنه غير دال

إحصائيا

- هناك أثر موجب ذو دلالة إحصائية لضرائب الدخل Tax على هامش الربح التشغيلي OPM
- هناك أثر سلبي لعمر المؤسسة Age على هامش الربح التشغيلي OPM
- هناك أثر سلبي ذو دلالة إحصائية لكثافة رأس المال CIR على هامش الربح التشغيلي OPM

- هناك أثر موجب ذو دلالة إحصائية لفرص النمو OG على هامش الربح التشغيلي OPM

**المطلب الثاني: اختبار العلاقة غير الخطية بين سياسات إدارة رأس المال العامل والأداء المالي**

سنقوم في هذا المطلب بإختبار امكانية وجود علاقة غير خطية بين سياسات إدارة رأس المال العامل والأداء المالي، أي التأكد ما إذا كانت العلاقة دائما في اتجاه واحد أم أنها تتغير. لقد أثبتت العديد من الدراسات الحديثة وجود هذه العلاقة مثل دراسة (Nufazil Ahangar(2021 ودراسة Panda & Nanda (2018).

ومن أجل اختبار هذه العلاقة سيتم تعديل النماذج السابقة وذلك بإضافة تربيع وتكعيب كل من متغير سياسة الإستثمار  $IP^2$   $IP^3$  وسياسة التمويل  $FP^2$   $FP^3$ .

**أولا: اختبار العلاقة غير الخطية بين سياسات إدارة رأس المال العامل والعائد على الأصول ROA**  
من أجل اختبار هذه العلاقة سيتم اعتماد النموذج التالي:

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 IP_{it} + \beta_2 FP_{it} + \beta_3 IP^2 + \beta_4 FP^2 + \beta_5 IP^3 + \beta_6 FP^3 + \beta_7 Lev_{it} + \beta_8 Tax_{it} + \beta_9 Age_{it} + \beta_{10} CIR_{it} + \beta_{11} GO_{it} + \epsilon_{it}$$

وكما في اختبار النماذج السابقة فإن النموذج يشكو من مشكلة عدم تجانس تباين الأخطاء و الإرتباط الذاتي لحدود الخطأ وعليه سيتم تقدير النموذج باستخدام طريقة الأخطاء المعيارية المصححة Cluster-robust standard errors للتحكم في مشكلتي عدم ثبات التجانس والإرتباط الذاتي. أيضا بينت نتائج اختبارات المفاضلة بأن النموذج التجميعي غير ملائم للتحليل وعليه سيتم عرض نتائج تقدير نموذج التأثيرات الثابتة والعشوائية ومن ثم المفاضلة فيما بينها.

### 1- نموذج التأثيرات الثابتة

يوضح الجدول رقم (35) نتائج اختبار العلاقة غير الخطية بين سياسات إدارة رأس المال العامل والعائد على الأصول ROA وفقا لنموذج التأثيرات الثابتة.

الجدول رقم(35): نموذج التأثيرات الثابتة

Fixed-effects (within) regression					
ROA	Coef.	Robust St.Err.	t-value	p-value	Sig
IP	.7459877	.4766034	1.57	0.123	
FP	.3872348	.1612247	2.40	0.019	**
IP <sup>2</sup>	-1.397398	.8326661	1.68-	0.099	*
FP <sup>2</sup>	-1.118904	.4249181	-2.63	0.011	**
IP <sup>3</sup>	.7820638	.4489212	1.74	0.087	*
FP <sup>3</sup>	.7218088	.3082848	2.34	0.023	**
Lev	-.124847	.0461229	-2.71	0.009	***
Tax	3.269037	.5019555	6.51	0.000	***
Age	-.004291	.0017118	-2.51	0.015	**
CIR	-.0000403	.0001921	-0.21	0.835	
GO	.0243464	.0097312	2.50	0.015	**
Constant	-.0137236	.0925066	-0.15	0.883	
F-test 11.12 Prob > F 0.0000	R-squared Overall = 0.4205	Number of groups = 60	Number of obs 360		

\*\*\* p&lt;.01, \*\* p&lt;.05, \* p&lt;.1

المصدر: مخرجات المصدر الإحصائي Stata17

## 2- نموذج التأثيرات العشوائية

يوضح الجدول رقم (36) نتائج اختبار العلاقة غير الخطية بين سياسات إدارة رأس المال العامل والعائد على الأصول ROA وفقا لنموذج التأثيرات العشوائية.

الجدول رقم (36): نموذج التأثيرات العشوائية

Random-effects GLS regression					
ROA	Coef.	Robust St.Err.	z-value	p-value	Sig
IP	.6792424	.4271663	1.59	0.112	
FP	.4223371	.1317748	3.20	0.001	***
IP <sup>2</sup>	-1.235371	.7624406	-1.62	0.105	
FP <sup>2</sup>	-1.173532	.3608371	-3.25	0.001	***
IP <sup>3</sup>	.6701867	.4162815	1.61	0.107	
FP <sup>3</sup>	.7894581	.2595782	3.04	0.002	***
Lev	-.0876375	.0268068	-3.27	0.001	***
Tax	3.281333	.4411292	7.44	0.000	***
Age	-.0013849	.0005183	-2.67	0.008	***
CIR	-.0001169	.0001685	-0.69	0.488	
GO	.0245906	.0097317	2.53	0.012	**
Constant	-.0747297	.0731803	-1.02	0.307	
Wald chi2= 131.93 Prob > chi2 0.0000	R-squared Overall = 0.5186	Number of groups = 60	Number of obs 360		

\*\*\* p&lt;.01, \*\* p&lt;.05, \* p&lt;.1

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Stata17

بعد تقدير النموذجين تمت المفاضلة بينهما باستخدام اختبار Cluster-Robust Hausman

Test ، كما هو موضح في الجدول رقم (37)

الجدول رقم (37): نتائج اختبار Cluster-Robust Hausman Test

الإحتمالية Prob	قيمة الإختبار	اسم الإختبار
0.8279	6.63	Cluster-Robust Hausman Test

المصدر: البرنامج الإحصائي Stata 17

بما أن قيمة الإحتمالية Prob أكبر من 0.05 فإن النموذج العشوائي هو الملائم.

تشير نتائج نموذج التأثيرات العشوائية الى وجود علاقة غير خطية دالة إحصائيا بين سياسة التمويل والعاقد على الأصول ROA ، حيث كان معامل FP موجب ودال إحصائيا، معامل FP<sup>2</sup> سالب ودال إحصائيا، معامل FP<sup>3</sup> موجب ودال إحصائيا ، وهذا معناه أن العلاقة بين سياسات التمويل والعاقد على الأصول تأخذ شكل S مقلوب كما هو موضح في الشكل رقم (27)، تكون العلاقة في البداية موجبة بين المتغيرين الى غاية وصول نسبة التمويل قصير الأجل حوالي 25% ، بعد هذه النقطة تصبح العلاقة بين المتغيرين عكسية الى غاية بلوغ نسبة التمويل قصير الأجل نسبة 75.47% لتعود العلاقة الموجب بين المتغيرين بعد هذه النسبة.

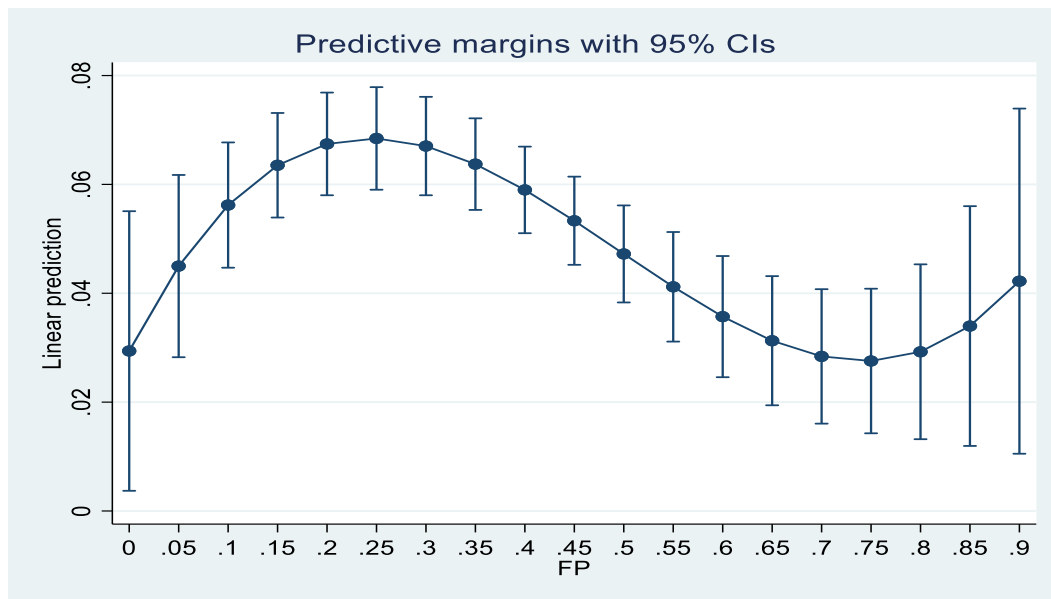
لقد اظهرت نتائج الإحصاءات الوصفية بأن عينة الدراسة تستخدم التمويل قصير الأجل في هيكلها المالي بمتوسط 39.26025% ، من الشكل رقم (27) هذه النسبة تقع في المجال الذي يكون فيه تأثير التمويل قصير الأجل عكسي على الأداء المالي وهذا السبب وراء ظهور العلاقة العكسية في النموذج الخطي. كما نلاحظ من الشكل بأن هناك حجم أمثل للتمويل قصير الأجل وهو 25% ، حيث عند هذا المستوى تحقق المؤسسات أقصى عائد على الأصول.

وعليه نتوصل لنفس نتيجة النموذج الخطي وهي أن الأسلوب المحافظ هو الأنسب في تمويل رأس المال العامل.

إن أثر التمويل قصير الأجل FP ( سياسة التمويل) على العائد على الأصول ROA يتوقف على عملية المبادلة بين المنافع والمخاطر، حيث يكون هناك أثر ايجابي إذا تجاوزت المنافع المحصلة من التمويل قصير الأجل المخاطر، وتتمثل أهم المنافع في انخفاض تكاليف التمويل، المرونة، انخفاض تكاليف مشكلة الوكالة، أما المخاطر فتتمثل أساسا في تقلبات أسعار الفائدة وعدم القدرة على تجديد الدين عند استحقاقه.

أما في حالة كانت مخاطر التمويل قصير الأجل أكبر من المنافع المحصلة في هذه الحالة فإن أي زيادة في التمويل قصير الأجل سيكون لها أثر سلبي على الأداء المالي.

الشكل رقم(27): العلاقة غير الخطية بين سياسة التمويل والعائد على الأصول



المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Stata 17

ثانيا: اختبار العلاقة غير الخطية بين سياسات إدارة رأس المال العامل وهامش الربح الصافي

**OPM**

من أجل اختبار هذه العلاقة سيتم اعتماد النموذج التالي:

$$OPM_{it} = \beta_0 + \beta_1 IP_{it} + \beta_2 FP_{it} + \beta_3 IP_{it}^2 + \beta_4 FP_{it}^2 + \beta_5 IP_{it}^3 + \beta_6 FP_{it}^3 + \beta_7 Lev_{it} + \beta_8 Tax_{it} + \beta_9 Age_{it} + \beta_{10} CIR_{it} + \beta_{11} GO_{it} + \epsilon_{it}$$

من خلال الإختبارات التشخيصية يشكو النموذج من مشكلة عدم تجانس تباين الأخطاء والإرتباط الذاتي لحدود الخطأ وعليه سيتم تقدير النموذج باستخدام طريقة الأخطاء المعيارية المصححة Cluster-robust standard errors للتحكم في هذه المشاكل. أيضا بينت نتائج اختبارات المفاضلة بأن النموذج التجميعي غير ملائم للتحليل وعليه سيتم عرض نتائج تقدير نموذج التأثيرات الثابتة والعشوائية ومن ثم المفاضلة فيما بينها.

### 1- نموذج التأثيرات الثابتة

يوضح الجدول رقم(38) نتائج اختبار العلاقة غير الخطية بين سياسات إدارة رأس المال العامل وهامش الربح الصافي وفقا لنموذج التأثيرات الثابتة.

الجدول رقم(38): جدول التأثيرات الثابتة

Fixed-effects (within) regression					
NPM	Coef.	Robust St.Err.	t-value	p-value	Sig
IP	.5262084	.339282	1.55	0.126	
FP	.2399415	.1267084	1.89	0.063	*
IP <sup>2</sup>	-1.034055	.6122325	-1.69	0.097	*
FP <sup>2</sup>	-.6606751	.3209023	-2.06	0.044	**
IP <sup>3</sup>	.6326952	.3451989	1.83	0.072	*
FP <sup>3</sup>	.4107297	.2351917	1.75	0.086	*
Lev	-.0961443	.0379455	-2.53	0.014	**
Tax	1.801163	.390581	4.61	0.000	***
Age	-.0031914	.0017847	-1.79	0.079	*
CIR	-.0000977	.0001441	-0.68	0.501	
GO	.0095731	.0072427	1.32	0.191	
Constant	.0175839	.0711921	0.25	0.806	
F-test 12.18 Prob > F 0.0000	R-squared Overall = 0.3113	Number of groups = 60	Number of obs 360		

\*\*\* p&lt;.01, \*\* p&lt;.05, \* p&lt;.1

المصدر: مخرجات المصدر الإحصائي Stata17

## 2- نموذج التأثيرات العشوائية

يوضح الجدول رقم (39) نتائج اختبار العلاقة غير الخطية بين سياسات إدارة رأس المال العامل وهامش الربح الصافي OPM وفقا لنموذج التأثيرات العشوائية.

الجدول رقم (39): نموذج التأثيرات العشوائية

Random-effects GLS regression					
NPM	Coef.	Robust St.Err.	z-value	p-value	Sig
IP	.4723747	.2882049	1.64	0.101	
FP	.231635	.1184606	1.96	0.051	**
IP <sup>2</sup>	-.8865534	.5354256	-1.66	0.098	*
FP <sup>2</sup>	-.7054127	.3015261	-2.34	0.019	**
IP <sup>3</sup>	.5064811	.305719	1.66	0.098	*
FP <sup>3</sup>	.4783612	.2236804	2.14	0.032	**
Lev	-.090185	.0222518	-4.05	0.000	***
Tax	1.883938	.2855947	6.60	0.000	***
Age	-.0012543	.0004539	-2.76	0.006	***
CIR	-.0001981	.0001311	-1.51	0.131	
GO	.0124421	.0076677	1.62	0.105	
Constant	-.0044494	.0524228	-0.08	0.932	
Wald chi2= 172.87 Prob > chi2 0.0000	R-squared Overall = 0.4013	Number of groups = 60	Number of obs 360		

\*\*\* p<.01, \*\* p<.05, \* p<.1

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Stata17

بعد تقدير النموذجين تمت المفاضلة بينهما باستخدام اختبار Cluster-Robust Hausman Test ، كما هو موضح في الجدول رقم(40)

الجدول رقم (40): نتائج اختبار Cluster-Robust Hausman Test

الإحتمالية Prob	قيمة الإختبار	اسم الإختبار
0.9900	3.06	Cluster-Robust Hausman Test

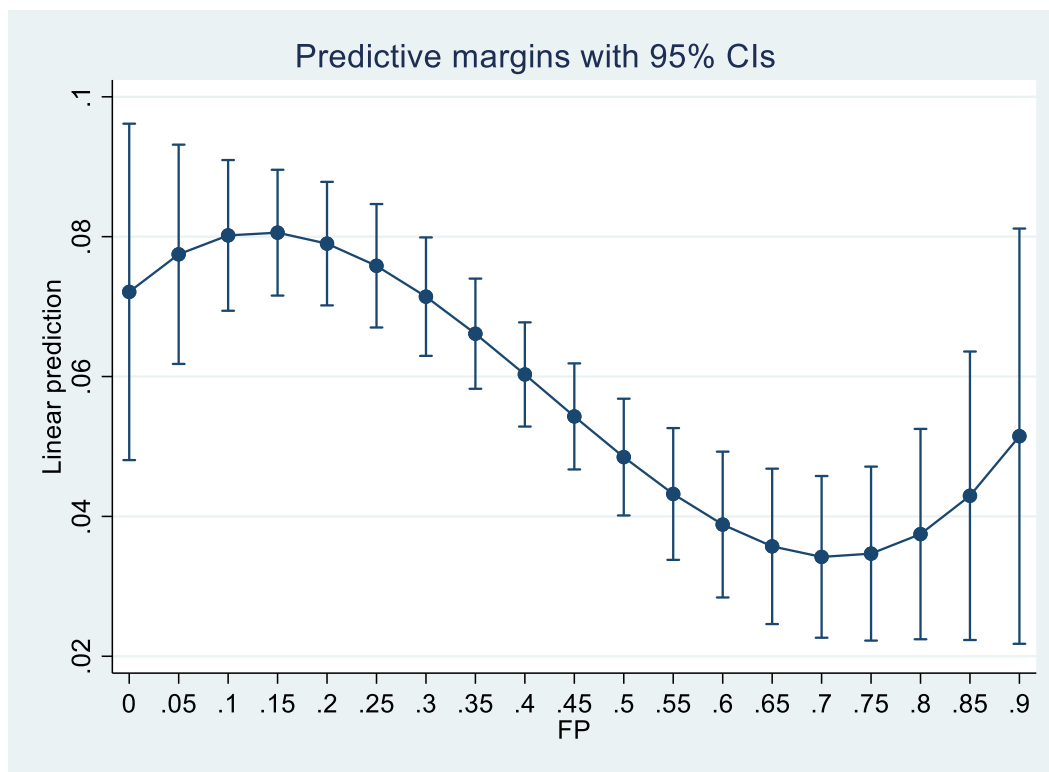
المصدر: البرنامج الإحصائي Stata 17

بما أن قيمة الإحتمالية Prob أكبر من 0.05 فإن النموذج العشوائي هو الملائم.

تشير النتائج الى وجود علاقة غير خطية دالة إحصائيا بين سياسة التمويل وهامش الربح الصافي، حيث كان معامل FP موجب ودال إحصائيا، معامل  $FP^2$  سالب ودال إحصائيا، معامل  $FP^3$  موجب ودال إحصائيا ، وتكون العلاقة بين سياسات التمويل وهامش الربح الصافي كما هو موضح في الشكل رقم (28)، تكون العلاقة في البداية موجبة بين المتغيرين الى غاية وصول نسبة التمويل قصير الأجل حوالي 15%، بعد هذه النقطة تصبح العلاقة بين المتغيرين عكسية الى غاية بلوغ نسبة التمويل قصير الأجل حوالي 72% لتعود العلاقة الموجب بين المتغيرين بعد هذه النسبة. هذا ويبين الشكل رقم (28) أن المؤسسات تحقق أقصى معدل هامش ربح صافي عندما تبلغ نسبة التمويل قصير الأجل حوالي 15%.

وكما هو الحال في النموذج السابق تشير نتائج هذا النموذج بأن الأسلوب المحافظ في تمويل رأس المال العامل هو الأنسب، حيث كانت نسبة التمويل قصير الأجل والتي يتحقق عندها أقصى هامش ربح صافي منخفضة.

الشكل رقم (28): العلاقة غير الخطية بين سياسات التمويل وهامش الربح الصافي



المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Stata17

ثالثا: اختبار العلاقة غير الخطية بين سياسات إدارة رأس المال العامل وهامش الربح التشغيلي  
OPM

من أجل اختبار هذه العلاقة سيتم اعتماد النموذج التالي:

$$OPM_{it} = \beta_0 + \beta_1 IP_{it} + \beta_2 FP_{it} + \beta_3 IP^2 + \beta_4 FP^2 + \beta_5 IP^3 + \beta_6 FP^3 + \beta_7 Lev_{it} + \beta_8 Tax_{it} + \beta_9 Age_{it} + \beta_{10} CIR_{it} + \beta_{11} GO_{it} + \epsilon_{it}$$

كما النماذج السابقة فإن النموذج يشكو من مشكلة عدم تجانس تباين الأخطاء والإرتباط الذاتي لحدود الخطأ وعليه سيتم تقدير النموذج باستخدام طريقة الأخطاء المعيارية المصححة Cluster-robust standard errors. أيضا بينت نتائج اختبارات المفاضلة بأن النموذج التجميعي غير ملائم للتحليل وعليه سيتم عرض نتائج تقدير نموذج التأثيرات الثابتة والعشوائية ومن ثم المفاضلة فيما بينها.

### 1- نموذج التأثيرات الثابتة

يوضح الجدول رقم (41) نتائج اختبار العلاقة غير الخطية بين سياسات إدارة رأس المال العامل وهامش الربح التشغيلي وفقا لنموذج التأثيرات الثابتة

الجدول رقم(41): نموذج التأثيرات الثابتة

Fixed-effects (within) regression					
OPM	Coef.	Robust St.Err.	t-value	p-value	Sig
IP	.542452	.4353804	1.25	0.218	
FP	.1999572	.149556	1.34	0.186	
IP <sup>2</sup>	-1.02834	.7615295	-1.34	0.182	
FP <sup>2</sup>	-.5884624	.3769492	-1.56	0.124	
IP <sup>3</sup>	.6058691	.4193919	1.44	0.154	
FP <sup>3</sup>	.3049041	.2764818	1.10	0.275	
Lev	-.0669701	.052676	-1.27	0.209	

<b>Tax</b>	2.208325	.5146551	4.29	0.000	***
<b>Age</b>	-.0023201	.0021107	-1.10	0.276	
<b>CIR</b>	-.000675	.0002441	-2.76	0.008	**
<b>GO</b>	.0234356	.0134889	1.74	0.088	*
<b>Constant</b>	.0245775	.0884403	0.28	0.782	
F-test 10.08 Prob > F 0.0000	R-squared Overall = 0.3054	Number of groups = 60	Number of obs 360		

\*\*\* p<.01, \*\* p<.05, \* p<.1

المصدر: مخرجات المصدر الإحصائي Stata17

## 2- نموذج التأثيرات العشوائية

يوضح الجدول رقم (42) نتائج اختبار العلاقة غير الخطية بين سياسات إدارة رأس المال العامل وهامش الربح التشغيلي OPM وفقا لنموذج التأثيرات العشوائية.

الجدول رقم (42): نموذج التأثيرات العشوائية

Random-effects GLS regression					
OPM	Coef.	Robust St.Err.	z-value	p-value	Sig
<b>IP</b>	.4917146	.3713636	1.32	0.185	
<b>FP</b>	.1639509	.1397267	1.17	0.241	
<b>IP<sup>2</sup></b>	-.8688581	.6717733	-1.29	0.196	
<b>FP<sup>2</sup></b>	-.5100244	.342661	-1.49	0.137	
<b>IP<sup>3</sup></b>	.4707243	.3750791	1.25	0.209	
<b>FP<sup>3</sup></b>	.2987428	.2450481	1.22	0.223	
<b>Lev</b>	-.0579298	.0351535	-1.65	0.099	*
<b>Tax</b>	2.174805	.3257718	6.68	0.000	***
<b>Age</b>	-.0011279	.0005558	-2.03	0.042	**
<b>CIR</b>	-.0006824	.0001929	-3.54	0.000	***

<b>GO</b>	.025228	.0121468	2.08	0.038	**
<b>Constant</b>	.0074843	.0674043	0.11	0.912	
Wald chi2=321.26 Prob > chi2 0.0000	<b>R-squared</b> Overall = 0.3404	<b>Number of groups = 60</b>	<b>Number of obs 360</b>		

\*\*\* p<.01, \*\* p<.05, \* p<.1

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Stata17

بعد تقدير النموذجين تمت المفاضلة بينهما بإستخدام اختبار **Cluster-Robust Hausman Test** ، كما هو موضح في الجدول رقم(43)

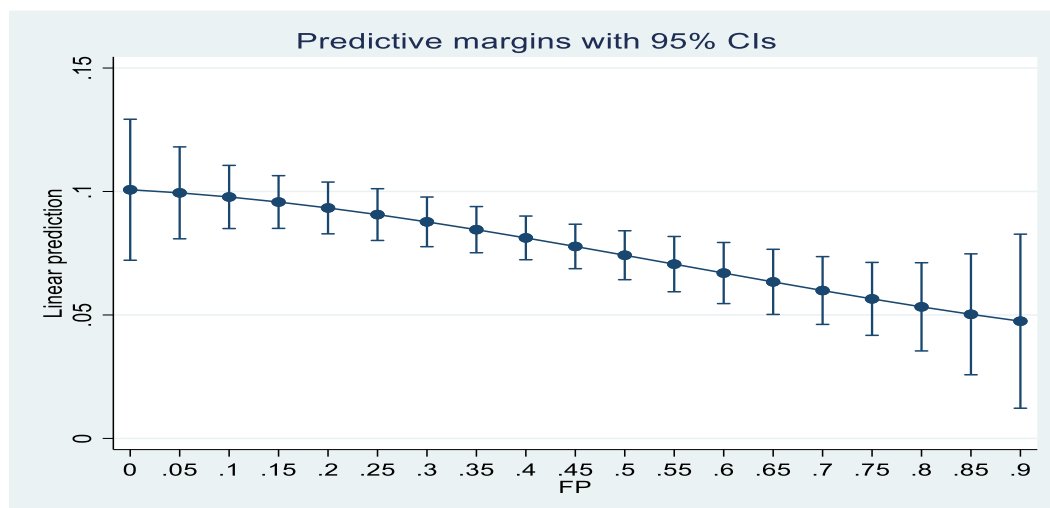
**الجدول رقم (43): نتائج اختبار Cluster-Robust Hausman Test**

الإحتمالية Prob	قيمة الإختبار	اسم الإختبار
0.9965	2.40	<b>Cluster-Robust Hausman Test</b>

المصدر: البرنامج الإحصائي Stata 17

بما أن قيمة الإحتمالية Prob أكبر من 0.05 فإن النموذج العشوائي هو الملائم. تشير نتائج نموذج التأثيرات العشوائية الى عدم وجود علاقة غير الخطية بين سياسة الإستثمار وسياسة التمويل وهامش الربح التشغيلي. ويوضح الشكل رقم (29) النتيجة التي توصلنا اليها سابقا بوجود علاقة عكسية خطية بين سياسات التمويل وهامش الربح التشغيلي، حيث كلما زادت نسبة التمويل قصير الأجل انخفض هامش الربح التشغيلي.

**الشكل رقم (29): اختبار العلاقة غير الخطية بين سياسات التمويل وهامش الربح التشغيلي**



المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي Stata17

إذا بناء على ما سبق يمكن الإجابة على فرضيات الدراسة كما يلي:

- **الفرضية الرئيسية الأولى:** هناك أثر ذو دلالة إحصائية لسياسات الإستثمار لرأس المال على العامل على الأداء المالي.  
بالنسبة لهذه الفرضية فقد أثبتت النتائج عدم صحتها، حيث توصلنا لوجود أثر غير دال إحصائيا لسياسات الإستثمار IP على مؤشرات الأداء المالي الثلاثة العائد على الأصول ROA، هامش الربح الصافي NPM وهامش الربح التشغيلي OPM.
- **الفرضية الرئيسية الثانية:** هناك أثر ذو دلالة إحصائية لسياسات التمويل لرأس المال العامل على الأداء المالي.  
بالنسبة للفرضية الرئيسية الثانية فقد اثبتت النتائج صحتها، حيث كان هناك أثر عكسي ذو دلالة إحصائية لسياسات التمويل لرأس المال العامل على مؤشرات الأداء المالي الثلاثة العائد على الأصول ROA، هامش الربح الصافي NPM، هامش الربح التشغيلي OPM.
- **الفرضية الرئيسية الثالثة:** هناك علاقة غير خطية ذات دلالة إحصائية بين سياسات الإستثمار لرأس المال العامل والأداء المالي.  
بينت نتائج النماذج الثلاثة عدم صحة هذه الفرضية ، حيث لم تشر النتائج الى أي علاقة غير خطية ذات دلالة إحصائية بين سياسات الإستثمار لرأس المال العامل ومؤشرات الأداء المالي.
- **الفرضية الرئيسية الرابعة:** هناك علاقة غير خطية ذات دلالة إحصائية بين سياسات التمويل لرأس المال العامل والأداء المالي.  
بالنسبة لهذه الفرضية أظهرت النتائج أنه توجد علاقة غير خطية ذات دلالة إحصائية بين سياسات التمويل لرأس المال العامل وكل من العائد على الأصول ROA وهامش الربح الصافي NPM ، في حين لم تشر نتائج الدراسة لوجود علاقة غير خطية بين سياسات التمويل وهامش الربح التشغيلي.

### خلاصة الفصل الثالث:

حاولنا من خلال هذا الفصل اختبار أثر سياسات إدارة رأس المال العامل على الأداء المالي لعينة من المؤسسات الجزائرية للفترة 2017-2022. من أجل تحقيق هذا الهدف تم الإعتماد على نماذج بانل داتا الساكنة، كما تم استخدام برمجية **Stata17** من أجل تقدير نماذج الإنحدار المتعدد.

توصلنا من خلال هذه الدراسة الى وجود أثر سلبي ذو دلالة احصائية لسياسة التمويل لرأس المال العامل على مؤشرات الأداء المالي، في حين لم تبين النتائج أي أثر ذو دلالة احصائية لسياسة الإستثمار على مؤشرات الأداء المالي.

كما خلصت الدراسة الى وجود علاقة غير خطية بين سياسة التمويل لرأس المال العامل والعائد على الأصول وهامش الربح الصافي، في حين كانت هذه العلاقة غير دالة إحصائيا مع هامش الربح التشغيلي.

الخاتمة

**خاتمة:**

تعد إدارة رأس المال العامل من القرارات المالية المهمة للمؤسسة والتي لها تأثير مباشرة على مستويات الأداء المحققة، ولقد تزايدت هذه الأهمية مؤخرا نتيجة التغيرات السريعة التي تشهدها بيئة الأعمال والتي أثرت بشكل كبير على كفاءة إدارة رأس المال العامل. سعت هذه الدراسة في البحث في تأثير سياسات إدارة رأس المال العامل على الأداء المالي لعينة من المؤسسات الجزائرية مكونة من 60 مؤسسة صناعية خلال الفترة 2017-2022. من أجل تحقيق هذا الهدف تم استخدام تقنيات تحليل بيانات بانل داتا Panel Data الساكن والإعتماد على برمجية Stata17 في تقدير نماذج الإنحدار المتعدد.

**أولا: نتائج الدراسة النظرية**

يمكن تلخيص هذه النتائج في النقاط التالية:

- إن القرارات المتعلقة بإدارة رأس المال العامل هي من القرارات المحورية في الإدارة المالية ولا تقل أهمية عن قرارات التمويل والموازنة الرأسمالية.
- تؤثر السياسات المتبعة في إدارة رأس المال العامل بشكل مباشر على مستويات الربحية والسيولة.
- تختلف السياسات المتبعة في إدارة رأس المال العامل من مؤسسة الى أخرى ، إلا أن تحديد السياسة المناسبة والتي تعزز من الأداء يتطلب الأخذ بعين الاعتبار الظروف الداخلية وخصائص المؤسسة بالإضافة الى ظروف البيئة الخارجية.

**ثانيا: نتائج الدراسة القياسية**

من خلال نتائج الدراسة القياسية تم الوصول الى مايلي:

- بدت المؤسسات الجزائرية عينة الدراسة أكثر تحفظا في إدارة رأس المال العامل، حيث كانت معدلات الإستثمار في الأصول المتداولة لديها في المتوسط مرتفعة مقارنة بالأصول الثابتة. هذا وعرفت معدلات الإستثمار في الأصول المتداولة لعينة الدراسة ارتفاعا مستمرا أثناء جائحة كورونا.

- تعتمد المؤسسات الجزائرية عينة الدراسة على التمويل قصير الأجل في هيكلها المالي بنسب منخفضة نسبيا الى معتدلة مقارنة بمصادر التمويل طويلة الأجل ( أموال خاصة وديون طويلة الأجل)، وهذا يدل على توجهها نحو الأسلوب المحافظ في تمويل رأس المال العامل.
- لا يوجد أي تأثير لسياسات الإستثمار في رأس المال العامل للمؤسسات الجزائرية عينة الدراسة على مؤشرات الأداء المالي ( العائد على الأصول ROA، هامش الربح الصافي NPM، هامش الربح التشغيلي OPM) .
- فيما يخص سياسات التمويل لرأس المال العامل، فإن زيادة الإعتماد على التمويل قصير الأجل من طرف المؤسسات الجزائرية عينة الدراسة يؤثر سلبا على مؤشرات الأداء المالي. هذه النتيجة مفادها أن الإتجاه نحو الأسلوب المحافظ في تمويل رأس المال العامل هو الأفضل مقارنة بالأسلوب المغامر.
- إن تأثير التمويل قصير الأجل على الأداء المالي للمؤسسات الجزائرية عينة الدراسة ليس في نفس الإتجاه ( علاقة غير خطية). فعند مستويات منخفضة من التمويل قصير الأجل يكون الأثر ايجابي على الأداء المالي لغاية بلوغ حد معين ( الحجم الأمثل من التمويل قصير الأجل). بعد هذا الحد أي زيادة في التمويل قصير الأجل تؤثر سلبا على الأداء المالي الى غاية حد معين يعود بعدها الأثر الايجابي للتمويل قصير الأجل. وتفيد هذه النتائج بوجود حجم أمثل للتمويل قصير الأجل والذي يتم عنده تحقيق أقصى عائد.
- زيادة اعتماد المؤسسات الجزائرية عينة الدراسة على الرفع المالي ( ديون طويلة الأجل) يؤثر سلبا على أدائها المالي، وهذا راجع لزيادة تكاليف خدمة الدين ومخاطر عدم السداد.
- المؤسسات الجزائرية عينة الدراسة الحديثة أداؤها أفضل من المؤسسات القديمة، وقد يعود السبب في كون أن المؤسسات القديمة اصبحت غير قادرة على التكيف مع التغيرات السريعة في البيئة التي تعمل فيها، فهي مازالت تعتمد على طرق تقليدية في الإنتاج، التسويق البيع، عدم قدرتها على تقديم منتجات جديدة غير نمطية، عدم استخدامها للتكنولوجيا الحديثة... الخ.
- كلما زادت كثافة رأس المال للمؤسسات الجزائرية عينة الدراسة أثر ذلك سلبا على الأداء، حيث ارتفاع كثافة رأس المال مؤشر على عدم كفاءة استخدام رأس المال وزيادة التكاليف.
- كلما زادت فرص النمو للمؤسسات الجزائرية عينة الدراسة زادت التطلعات حول تحقيق معدلات أرباح عالية مما ينعكس ايجابا على الأداء المالي.

## ثانيا: المقترحات

بناء على النتائج المتوصل اليها يمكن الخروج بالمقترحات التالية:

- الحرص والإهتمام أكثر بكفاءة إدارة الأصول المتداولة خصوصا وأن نسبة معتبرة من أصول المؤسسات هي استثمارات في هذه الأصول لكن رغم ذلك لم يكن لها أي أثر مهم على الأداء
- ادخال الأنظم والتقنيات الحديثة في إدارة المخزونات من أجل تخفيض التكاليف قدر الإمكان.
- الإدارة الجيدة للحسابات المدينة عن طريق تخفيض الديون المدومة قدر الإمكان والتي تؤثر سلبا على الأداء، بالإضافة الى استخدام الطرق الحديثة للتحصيل ( طرق تحصيل الكترونية) من أجل ربح الوقت وتخفيض التكاليف.
- تجنب الإحتفاظ المفرط للأرصدة النقدية العاطلة والتي لا يتولد عنها أي ربح، والأفضل توجيهها نحو الفرص الإستثمارية المناسبة.
- امتلاك المورد البشري للمهارات والمعرفة اللازمة في إدارة رأس المال العامل.
- حتى تتمكن المؤسسات الجزائرية عينة الدراسة من تحسين الأداء لا بد لها من اختيار السياسات المناسبة والسليمة في إدارة رأس المال العامل، وهنا لا بد من توضيح نقطة مهمة جدا وهي أن موضوع إدارة رأس المال العامل هو من المواضيع الديناميكية، فالقرارات المناسبة اليوم قد لا تكون مناسبة في وقت آخر، وفي ظل بيئة سريعة التغيير والتطور لا بد بإستمرار من تحيين هذه السياسات بما يتمشى والظروف الجديدة حتى نضمن تحقيق أداء أفضل.
- ينبغي دائما على المؤسسات الجزائرية البحث عن فرص النمو الجديدة لأنها السبيل للتوسع وتحقيق عوائد أكبر.
- ضرورة مواكبة المؤسسات القديمة للتغيرات السريعة في بيئة الأعمال وخاصة منها التكنولوجية، ومحاولة تقديم منتجات أو خدمات جديدة تتوافق وتطلعات الأسواق الحديثة.
- ضرورة توفر المهارات اللازمة لإدارة الأصول بكفاءة عالية.

ثالثاً: آفاق الدراسة

على ضوء الدراسة الحالية فإنه يمكن تقديم مقترحات للدراسات المستقبلية حول إدارة رأس المال العامل:

- التكنولوجيا المالية وأثرها على إدارة رأس المال العامل؛
- سلاسل التوريد وإدارة رأس المال العامل؛
- أزمة كوفيد 19 وأثرها على إدارة رأس المال العامل؛
- الحوكمة وإدارة رأس المال العامل؛

المراجع

## أولاً: المراجع باللغة العربية

## I: الكتب

1. أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر والتوزيع، عنابة، الجزائر، 2008.
2. جميل أحمد توفيق، أساسيات الإدارة المالية، دار النهضة العربية للطباعة والنشر، بيروت، 1999.
3. حمزة الشمخي و ابراهيم الجزراوي، الإدارة المالية الحديثة: منهج علمي تحليلي في اتخاذ القرارات، ط1، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 1998
4. حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 2004.
5. حمزة محمود الزبيدي، التحليل المالي: تقييم الأداء والتنبؤ بالفشل، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2000.
6. سعاد معاليم وعادل بومجان، الإدارة المالية الحديثة، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 2018.
7. سعود جايد مشكور العامرين وآخرون، أساسيات الإدارة المالية الحديثة، ط1، دار غيداء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2019.
8. طارق الحاج، مبادئ التمويل، ط2، دار صفاء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 2016.
9. طارق عبد العال حمادة، إدارة السيولة في المصارف والشركات (قياس وضبط السيولة)، الدار الجامعية، مصر، 2012.
10. عبد الحليم كراجة آخرون، الإدارة والتحليل المالي (أسس، مفاهيم، تطبيقات)، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 2013.
11. عبد الرحمن توفيق، استراتيجيات التمويل، مركز الخبرات المهنية-بيمك-، الجيزة، مصر، 2014.
12. عبد القادر محمد احمد عبد الله و خالد عبد العزيز السهلاوي، الإدارة المالية، ط5، السروات للطباعة والنشر، السعودية، 2017.
13. عدنان تايه النعيمي وآخرون، الإدارة المالية: النظرية والتطبيق، ط1، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2007.

14. عدنان تايه النعيمي وأرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
15. علاء فرحان طالب وايمان شيحان المشهداني، الحوكمة المؤسسة والأداء المالي الاستراتيجي للمصارف، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011.
16. فايز سليم حداد، الإدارة المالية، ط2، دار الحامد للنشر، عمان، الاردن، 2009.
17. فؤاد أبو اسماعيل، الإدارة المالية المعاصرة النظريات ونظم وأساليب التطبيق العملية، دار الفكر العربي، القاهرة، مصر، 2015.
18. كمال بوالشرش ، الثقافة التنظيمية والأداء في العلوم السلوكية والإدارية، ط1، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2015.
19. مجيد الكرخي، مؤشرات الأداء الرئيسية، دار المناهج لنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2015.
20. محمد أيمن عزت الميداني، الإدارة التمويلية في الشركات، مكتبة العبيكان، الطبعة السابعة، الرياض، السعودية، 2015.
21. محمد صالح الحناوي و آخرون، اساسيات الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2001.
22. محمد طاهر الخلف وآخرون، الإدارة الاستراتيجية، ألفا للوثائق، قسنطينة، الجزائر، 2017.
23. محمد على ابراهيم العامري، الإدارة المالية الحديثة، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2012.
24. محمد على نسيم، التوأمان الكفاءة والفاعلية، دار جوانا للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2016.
25. محمد محمود الخطيب، الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات المساهمة، ط1، دار الحامد للنشر والتوزيع، 2010.
26. مصطفى يوسف، إدارة الأداء، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2018.
27. مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، ط1، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006.
28. ملكاوي مولود، إستراتيجيات التمويل في المؤسسات الإقتصادية، دار هوما للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2019.
29. منير ابراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، ط 9، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2014.

30. مؤيد راضي خنفي وغسان فلاح المطارنة، تحليل القوائم المالية: مدخل نظري وتطبيقي، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الاردن، 2011.
31. نجم عبود نجم، إدارة الابتكار : المفاهيم والخصائص والتجارب الحديثة، دار وائل للنشر والتوزيع، ط 2، 2007.
32. وافية زاير ، الإدارة الاستراتيجية وأداء المؤسسات الاقتصادية، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2019.

## II: أطروحات الدكتوراه

1. بوضياف صفاء، دور المعلومة المالية في تقييم الأداء المالي والتنبيؤ بالفشل المالي - دراسة تطبيقية في قطاع الحليب ومشتقاته -، رسالة دكتوراه LMD تخصص محاسبة مالية وتدقيق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، 2017.
2. زغود تبر، تأثير هيكل الملكية والهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة - دراسة اختبارية على عينة من شركات المساهمة بالجزائر خلال الفترة 2010-2014، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه العلوم في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، قسم التسيير، جامعة قاصدي مرباح - ورقلة، الجزائر، 2018.
3. سميرة مناصر، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بين التمويل التقليدي والتمويل المستحدث دراسة حالة - ولاية أم البواقي -، رسالة دكتوراه الطور الثالث LMD ، تخصص مالية وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية ، العلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة العربي بن مهيدي - أم البواقي -، 2016.
4. كريمة بوكرومة، أثر قرارات الاستثمار وتوزيع الأرباح على الأداء المالي للشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية للفترة (2000-2018)، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة العربي بن مهيدي أم البواقي، 2018/2019.
5. محمد البشير بن عمر، دور حوكمة المؤسسات في ترشيد القرارات المالية لتحسين الأداء المالي للمؤسسة - دراسة حالة المجمع الصناعي صيدال في الفترة الزمنية (2008-2013) ، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة - الجزائر، 2017.

## III: المقالات

1. أحمد سلامي، زينب درويش، نحو بناء نموذج قياسي للتنبؤ بالأداء المالي للمؤسسات المسعرة في بورصة قطر - دراسة حالة عينة من الشركات خلال الفترة (2010-2015)، مجلة الدراسات الاقتصادية الكمية، العدد2، 2016.
2. امينة تليسة وآخرون، تحليل الاختلاف في الأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة والعائلية وغير عائلية الجزائرية، مجلة مجاميع المعرفة، العدد5، 2017.
3. حاكم محسن محمد الربيعي وزهراء جارالله حمو الجرجري، سياسات الاستثمار في رأس المال العامل وأثرها في العائد والمخاطرة/ دراسة تطبيقية في شركات القطاع الصناعي للفترة من 2006 الى 2013، المجلة العراقية للعلوم الادارية، المجلد 12، العدد 48، 2016.
4. دادن عبد الغاني، قراءة في الأداء المالي والقيمة في المؤسسات الاقتصادية، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 4، 2006.
5. زاهية لعراف وفرحات عباس، تقييم الأداء المالي للبنوك التجارية الجزائرية في ظل قيد السيولة، مجلة الحقوق والعلوم الانسانية- العدد الاقتصادي-، المجلد 1، العدد 34، 2007.
6. سليمان عبد الحكيم وعريف عبد الرزاق، أهمية النسب المشتقة من قائمة التدفقات النقدية في تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية - دراسة حالة الإسمنت - عين التوتة - باتنة، مجلة الدراسات القانونية والإقتصادية، العدد 4، ديسمبر 2019.
7. سويبي الهواري ورمضاني حميدة، قياس أداء المؤسسة الاقتصادية الجزائرية من منظور خلق القيمة باستخدام مؤشرات الأداء الحديثة : دراسة مجمع صيدال للفترة 2010-2015، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، المجلد 10، العدد 2، 2017.
8. شهاب الدين حمد النعيمي، التنبؤ بأداء وربحية الشركات باستخدام معادلة Tobin sq دراسة تطبيقية على عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة دراسات محاسبية ومالية، المجلد 7، العدد 20، 2012.
9. عبد الباقي بضياف وآخرون، تحليل العوامل المؤثرة على الأداء المالي للبنوك التجارية -دراسة قياسية على البنوك التجارية الجزائرية للفترة ( 2009-2016)، مجلة الباحث، المجلد 18، العدد1، 2018.
10. عبد الغاني خلادي و انيس هزلة، مساهمة النظام المحاسبي المالي SCF في قياس وتقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية، مجلة الميادين الاقتصادية ، المجلد 1، العدد1، 2018.

11. عبد المليك مزهودة، الأداء بين الكفاءة والفاعلية مفهوم وتقييم، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 1، جامعة محمد خيضر بسكرة، نوفمبر 2001.
12. عطية العربي ، أثر استخدام تكنولوجيا المعلومات على الأداء الوظيفي للعاملين في الأجهزة الحكومية المحلية-دراسة ميدانية في جامعة ورقلة (الجزائر)، مجلة الباحث، العدد 10، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2012.
13. مريم بورنسيم وخنفري خيضر، فعالية المؤشرات الحديثة للأداء المالي في تحديد الملاءة المالية للمؤسسات الصناعية " دراسة حالة المؤسسات الصناعية الأردنية"، مجلة المستقبل الاقتصادي، مخبر مستقبل الاقتصاد الجزائري خارج المحروقات، العدد 6، 2018.
14. معيزة مسعود امير، نظرية الإشارة كمدخل لتفسير محددات التمويل بالقروض الاستثمارية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في ظل ظروف عدم تماثل المعلومات دراسة حالة عينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المجلد 16، العدد 16، 2016.

#### IV. المراسيم

1. الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، العدد 02، المؤرخ في الأحد 12 ربيع الثاني عام 1438 الموافق لـ 11 يناير 2017.

ثانيا: المراجع باللغة الأجنبية

#### I: الكتب

1. Badi H. Baltagi, Econometric Analysis of Panel Data, Sixth Edition, Springer Texts in Business and Economics, Springer Nature Switzerland AG, 2021
2. Burcu Adigüzel Mercangöz, Handbook of Research on Emerging Theories, Models, and Applications of Financial Econometrics, Springer Nature Switzerland AG, 2021
3. C. Paramasivan & T. Subramanian, Financial management, New Age International Publishers, New Delhi, 2009
4. Charles Moyer et al, Contemporary Financial Management, Twelfth Edition, South-Western, Cengage Learning, U.S.A, 2012
5. Damodar Gujarati, Econometrics by Example, Palgrave Macmillan Publishers' Limited, Great Britain, 2011,

6. Daniela Venanzi, **Financial Performance Measures and Value Creation: The State of the Art**, SpringerBriefs in Business, 2012
7. David T. Larrabee et al, **Valuation Techniques: Discounted Cash Flow, Earnings Quality, Measures of Value Added, and Real Options**, John Wiley & Sons, Incorporated, available in SNDL, Proquest, 2012
8. Denzil Watson & Antony Head, **Corporate Finance Principles and Practice**, Seventh Edition, Pearson Education Limited, United Kingdom, 2016
9. Eugene F. Brigham & Joel F. Houston, **Fundamentals of Financial Management**, 13 ed, Cengage Learning, Inc, USA, 2013
10. Frank J. Fabozzi et al. **The Complete CFO Handbook: From accounting to accountability**, John Wiley & Sons, Inc, New Jersey, ebook, 2008.
11. Glen Bullivant, **Credit Management**, Taylor & Francis Group, 6th ed., England, ebook, 2016
12. Hande Karadag, **Strategic Financial Management for Small and Medium Sized Companies**, Emeraled Group PUBLISHING Limited, UK, 2015
13. Hrishikes Bhattacharya, **Working Capital Management: Strategies and Techniques**, PHI Learning Private Limited, Delhi, 2021
14. Hubert de La Bruslerie, **Analyse financière Information financière, évaluation et diagnostic**, 5 édition, DUNOD, Paris, 2014
15. J. C. Van Horne & J. M. Wachowicz, **Fundamentals of Financial Management**, 13th, Pearson Education Limited, England, 2008
16. James C. Van Horne, **Financial Management and Policy**, 12th ed, Prentice-Hall, Inc, USA, 2002
17. K.R. Subramanyan, **Financial Statement Analysis**, Eleventh edition, McGraw-Hill Education, USA, 2014
18. Karl F Seidman, **Economic Development finance**, Sage Publications, ebook, California, U.S.A, 2005.
19. L. J. Gitman & C. J. Zutter, **Principles of Managerial Finance**, Pearson Education Limited, U.S.A, 2015
20. L.J. Gitman, **Principles of Managerial Finance**, 4th, Harper & Row Publishers, New York, U.S.A, 1985
21. M. Garg, **Working Capital Management**, Educreation Publishing, New Delhi, 2015

22. M.Y. Khan & P.K. Jain, **Cost Accounting and Financial Management: For CA Professional Competence Examination**, Tata McGraw-Hill, India, 2008
23. Marc Bertoneche and Rory Knight, **Financial Performance**, Reed Educational and Professional Publishing Ltd, Great Britain, ebook, 2001
24. Michael Rist & Albert J. Pizzica, **Financial Ratios for Executives: How to Assess Company Strength, Fix Problems, and Make Better Decisions**, Apress, ebook, 2015
25. Pascal Quiry et al, **Corporate Finance: Theory and Practice**, fourth edition, John Wiley & Sons, Ltd, United Kingdom, 2014
26. Prasanna Chandra, **Financial Management: Theory and Practice**, Eighth Edition, Tata McGraw Hill Education Private Limited, New Delhi, 2011
27. R. Leslie & F. C. Howard, **Working Capital its Management and Control**, Macdonalds and Evans Limited, UK, 1971
28. Rama gobal. C, **Financial Management**, New Age International Pvt. Ltd., Publishers, 2008
29. Ramagopal, C, **Accounting for Managers**, New Age International Ltd, ProQuest Ebook Central, New Delhi, 2009,
30. Reddy, P., Appannaiah, H., & Sathyaprasad, B, **Business management-ii: Marketing and finance**, HIMALAYA PUBLISHING HOUSE, India, 2010
31. Robert Parrino et al. **Fundamentals of Corporate Finance**, Second Edition, John Wiley & Sons, Inc., USA, 2012
32. S. Besley & E. F. Brigham, **Essential of Managerial Finance**, 13 th, South-Western, United States of America, 2005,
33. Sagner, James. **Working Capital Management: Applications and Case Studies**, John Wiley & Sons, Incorporated, New Jersey, ProQuest Ebook Central, 2014
34. Sandeep Goel, **Financial Ratios**, Business Expert Press, LLC, ebook, U.S.A, 2016
35. Sharma Dhiraj, **Working capital Management: A conceptual Approach**, HIMALAYA PUBLISHING HOUSE, New Delhi, 2008.
36. Stephen A. Ross et al., **Essentials of Corporate Finance**, 9 editions, McGraw-Hill Education, USA, 2017
37. Telli van der Lei et al., **Asset Management: The State of the Art in Europe from a Life Cycle Perspective**, Springer Science+Business Media B.V, ebook, 2012

38. Tony Davies & Ian Crawford, **Corporate finance and financial strategy: optimizing corporate and shareholder value**, Pearson Education Limited, United Kingdom, 2014

## II: المقالات

1. A. Colin Cameron & Douglas L. Miller, **A Practitioner s Guide to Cluster-Robust Inference**, The Journal of Human Resources, Vol.20, N. 2, 2015
2. A. J. Hillman and G. D. Keim, **Shareholder Value, Stakeholder Management, And Social Issues: What Is the Bottom Line?** Strategic Management Journal, John Wiley & Sons, Ltd., Volume22, Issue2, February 2001
3. Abuzar M. A. Eljelly, **Liquidity-Profitability Trade-off: Empirical Investigation in an Emerging Market**, Interational Journal of Commerce and Management, Vol. 14, No. 2, 2004
4. Adebayo, David, A. O., & Samuel, O. O., **Liquidity Management and Commercial Banks' Profitability in Nigeria**. Research Journal of Finance and Accounting, Vol 2, No 7/8, 2011
5. Ajaya Kumar Panda & Swagatika Nanda, **Working Capital Financing and Corporate Profitability of Indian Manufacturing Firms**, Management Decision, Vol. 56, No. 2, 2018.
6. Alexandre Veronese Bentes et al., **Multidimensional assessment of organizational performance: Integrating BSC and AHP**, Journal of Business Research, Vol.65, 2012
7. Andrew C Worthington Tracey West, **Economic Value-Added: A Review of the Theoretical and Empirical Literature**, Asian Review of Accounting, Vol. 9 Iss 1, 2001
8. Andrija Sabol & Filip Sverer, **A Review of the Economic Value Added Literature and Application**, Utms Journal of Economics, Vol. 8, Iss. 1, 2017
9. Andy Neely, **The Performance Measurement Revolution: Why Now and What Next?** International Journal of Operations & Production Management, Vol. 19, N. 2, 1999
10. Antonio K.W. Lau et al. **The Impact of Technological Innovation Capabilities On Innovation Performance An Empirical Study In Hong**

- Kong**, Journal of Science and Technology Policy in China, Vol. 1 No. 2, 2010
11. Asbjørn Rolstadås, **Enterprise performance measurement**, International Journal of Operations & Production Management, Vol. 18 N. 9/10,1998
  12. Bennett Stewart, EVA Dimensions LLC, **What Determines TSR**, Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 26, No. 1, Winter, 2014
  13. Cristina Aybar-Arias et al. **On The Adjustment Speed of Smes To Their Optimal Capital Structure**, Small Business Economics, Springer, Vol. 39(4), 2012
  14. Cüneyt Orman & Bülent Köksal, **Debt maturity across firm types: Evidence from a major developing economy**, Emerging Markets Review, 30, 2017,
  15. Daisuke Tsuruta, **Do Working Capital Strategies Matter? Evidence from Small Business Data in Japan**, Asia-Pacific Journal of Financial Studies, Vol. 47, 2018
  16. Darush Yazdanfar, **Profitability Determinants Among Micro Firms: Evidence from Swedish Data**, International Journal of Managerial Finance, Vol. 9 No. 2, Emeraldinsight, 2013
  17. David E. Keys et al. **Economic Value Added: A Critical Analysis**, The Journal of Corporate Accounting & Finance, Inc, Volume12, N.2, 2001
  18. David Rodeiro-Pazos et al., **Working Capital Management and Firm Sales Growth: Evidence from Fish Processing Industry**, Agribusiness, Vol. 39, Issue 4, 2023
  19. David Young, **Economic Value Added: A Primer for European Managers**, European Management Journal Vol. 15, No. 4, 1997
  20. Ebrahim Mansoori & Datin Dr Jorih Muhammad, **Determinants of Working Capital Management: Case of Singapore Firms**, Research Journal of Finance and Accounting, Vol. 3, No. 11,2012
  21. Eccles, Robert G; Pyburn, Philip J, **creating a Comprehensive System to Measure Performance**, Management Accounting, Vol. 74, No. 4, 1992
  22. EHIEDU, Victor Chukwunweike, **The Impact of Liquidity on Profitability of Some Selected Companies: The Financial Statement Analysis (FSA) Approach**, Research Journal of Finance and Accounting, Vol.5, No.5, 2014,
  23. Ehrbar, A., **Using EVA to Measure Performance and Assess Strategy**, Journal of Strategy & Leadership, Vol. 27 No. 3, 1999
  24. Elif Akben-Selcuk, **Does Firm Age Affect Profitability? Evidence from Turkey**, International Journal of Economic Sciences, Vol. V, No. 3, 2016

25. Garikai Mandipa & Athenia Bongani Sibindi, **Financial Performance and Working Capital Management Practices in the Retail Sector: Empirical Evidence from South Africa**, Risks, Vol. 10, No. 63, 2022.
26. Gary C. Biddle et al, **Does EVA beat earnings. Evidence on associations with stock returns and Firms values**, Journal of Accounting and Economics, USA, Vol. 24, 1997
27. Geoffrey Poitras, **Shareholder Wealth Maximization, Business Ethics and Social Responsibility**, Journal of Business Ethics, Vol. 13, 1994
28. Gianpaolo Iazzolino & Domenico Laise, **Value Added Intellectual Coefficient (VAIC) A Methodological and Critical Review**, Journal of Intellectual Capital Vol. 14, No. 4, Emerald Group Publishing Limited, 2013
29. Habibollah Nakhaei, **Market value added and traditional accounting criteria: Which measure is a best predictor of stock return in Malaysian companies**, Iranian Journal of Management Studies, Vol. 9, No. 2, Spring, 2016
30. Hanne Nørreklit, **The Balance On the Balanced Scorecard— A Critical Analysis of Some of Its Assumptions**, Management Accounting Research, Vol. 11, N. 1, 2000
31. Harley E. Ryan, Jr. and Emery A. Trahan, **Corporate Financial Control Mechanisms and Firm Performance: The Case of Value-Based Management Systems**, Journal of Business Finance & Accounting, Vol. 34, No. 1-2, 2007,
32. Harrison Obeng et al., **Working Capital Management, Working Capital Policy, and Firm Performance in Ghana: Empirical Evidence Using a Dynamic System GMM**, African Journal of Business and Economic Research (AJBER), Vol. 16, (Issue 1), March, 2021
33. Hussein Jalil Mohsin et al., **Evaluating the Financial Performance by Considering the Effect of External Factors on Organization Cash Flow**, Contemporary Economics, Vol. 14, Issue 3, Proquest, 2020
34. Ilhan Dalci, **Impact of financial leverage on profitability of listed manufacturing firms in China**, Pacific Accounting Review, Vol. 30 No. 4, 2018
35. Jasmina Bogičević & Violeta Domanović, **The Role of Financial and Non-Financial Performance Indicators in Enterprise Sustainability Evaluation**, eKonomika, Vol. 62, N. 3, 2016
36. Jay Barney, **Firm Resources and Sustained Competitive Advantage**, Journal of Management, Vol. 17, No. 1, 1991,

37. Job P. Antony and Sanghamitra Bhattacharyya, **Measuring Organizational Performance and Organizational Excellence of Smes – Part1: A Conceptual Framework**, Measuring Business Excellence, Vol. 14 No. 2 2010,
38. Johann de Villiers, **The Distortions in Economic Value Added (EVA) Caused by Inflation**, Journal of Economics and Business, Temple University, Vol. 49, 1997
39. John Minter et al, **Using Ratio Analysis to Evaluate Financial Performance**, New Direction for Higher Education, No. 38, June, 1982
40. José López-Gracia & Reyes Mestre-Barberá, **Tax effect on Spanish SME optimum debt maturity structure**, Journal of Business Research, 64, 2011.
41. José St-Pierre & José Audet, **Intangible Assets and Performance Analysis On Manufacturing SMES**, Journal of Intellectual Capital Vol. 12 No. 2, 2011
42. Joseph Faello, **Understanding The Limitations of Financial Ratios**, Academy of Accounting and Financial Studies Journal, Vol.19, N. 3, 2015
43. Joshua Abor, **Debt Policy and Performance of SMEs Evidence from Ghanaian and South African firms**, The Journal of Risk Finance, Vol. 8 No. 4, 2007
44. Juan Gallegos Mardones, **Working Capital Management and Business Performance: Evidence from Latin American Companies**, Economic Research-Ekonomska Istraživanja, Vol. 35, Issue 1, 2022.
45. Julia Koralun-Berežnicka, **On the Relative Importance of Corporate Working Capital Determinants: Findings from the EU Countries**, Contemporary Economics, Vol. 8, Issue 4, 2014
46. Khiari Zahia & Djaouahdou Reda, **New Trends in Measuring Financial Performance: Economic Value – Added (EVA)**, Journal of Algerian Enterprise Performance, No. 1, 2012
47. Kim Quoc Trung Nguyen, **Determinants of debt maturity structure: Evidence in Vietnam**, Cogent Business & Management, Volume 9, Issue 1, 2022
48. Kusumawati Et Al, **The Effect of Growth Opportunity, Profitability, Csr Firm Size, And Leverage On Earning Response Coefficient**, Riset Akuntansi Dan Keuangan Indonesia, Vol.7 No.3 December, 2022
49. M Geyser & I E Liebenberg, **Cearing a New Valuation Tool for South African Agriculture co-operatives**, **Agrekon**: Agricultural Economics Research, Vol 42, No. 2, June 2003

- 50.M. Adams & M. Buckle, the **Determinants of Corporate Financial Performance in The Bermuda Insurance Market**, Applied Financial Economics, Vol. 13, No. 2, Taylor & Francis Lt, 2003
- 51.Mazhar Hallak Kantakji, et al., **What drives the financial performance of general takaful companies?** Journal of Islamic Accounting and Business Research, Emerald Publishing Limited, Vol. 11, N° 6, 2020.
- 52.Mehdibeigi et al, **Customer Knowledge Management and Organization's Effectiveness: explaining the mediator role of Organizational Agility**, Procedia - Social and Behavioral Sciences, Vol. 230, 2016
- 53.Michael S. Long et al., **Trade Credit, Quality Guarantees, and Product Marketability**, journal of Financial Management, Vol. 22, No. 4 (Winter, 1993),
- 54.Mitchell A. Petersen and Raghuram G. Rajan, **Trade Credit: Theories and Evidence**, The Review of Financial Studies, Vol. 10, No. 3 (Autumn, 1997)
55. Mohsin Siraj et al., **Working Capital Management and Firm Performance: Evidence from Non-Financial Firms in Pakistan**, Asian Journal of Empirical Research Vol. 9, Issue 2, 2019.
- 56.Monika Bolek, **Dynamic and Static Liquidity Measures in Working Capital Strategies**, European Scientific Journal, Vol. 9, N.4, 2013
- 57.Muneeb Ahmad Attari & Kashif Raza, **The Optimal Relationship of Cash Conversion Cycle with Firm Size and Profitability**, International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences, Vol. 2, No. 4,2012
- 58.Musran Munizu, **The Impact of Total Quality Management Practices towards Competitive Advantage and Organizational Performance: Case of Fishery Industry in South Sulawesi Province of Indonesia**, Pakistan Journal of Commerce and Social Sciences, Vol. 7, N. 1, 2013
- 59.N Zafiris R Bayldon, **Economic Value Added and Market Value Added: A Simple Version and Application**, Journal of Applied Accounting Research, Vol. 5, No.2, 1999
- 60.Natalia Mokhova & Marek Zinecker, **Macroeconomic Factors and Corporate Capital Structure**, Social and Behavioral Sciences, ScienceDirect, Vol. 110, 2014
- 61.Neelu Nandan Vibahakar et al., **Identification of Significant Financial Performance Indicators for The Indian Construction Companies**, International Journal of Construction Management, Vol. 23, No. 1, Taylor & Francis Group, 2020

62. Nese Yalcin et al. **Application of Fuzzy Multi-Criteria Decision-Making Methods for Financial Performance Evaluation Of Turkish Manufacturing Industries**, Expert Systems with Applications, Elsevier, Vol. 39, 2012
63. Nhung Le Thi Kim et al. **Determinants of financial performance of listed firms manufacturing food products in Vietnam: regression analysis and Blinder–Oaxaca decomposition analysis**, Journal of Economics and Development, Vol. 23 No. 3, 2021
64. Nufazil Ahangar, **Is The Relationship Between Working Capital Management and Firm Profitability Non-Linear in Indian SMES?** Small Enterprise Research, Vol. 28, No. 1, 2021
65. Omar Taouab & Zineb Issor, **Firm Performance: Definition and Measurement Models**, European Scientific Journal, Vol.15, No.1, January 2019
66. Osama EL-Ansary & Heba Al-Gazzar, **working capital and financial performance in MENA region**, Journal of Humanities and Applied Social Sciences, Vol.3 No.4 ,2021
67. P.H Grinyer and P. Mckiernan, **The Determinants of Corporate Profitability in the UK Electrical Engineering Industry**, British Journal of Management, Vol. 2, 1991
68. Paiboon Sareewiwatthana & Phasin Wanidwaranan, **Alternative Analyses of Market Value Added: A Case Study of Thailand**, Investment Management and Financial Innovations, Volume 16, Issue 1, 2019
69. Peter C. Brewer et al, **Economic Value Added (EVA): Its Uses and Limitations, S.A.M.** Advanced Management Journal; spring 1999
70. Petros Kalantonis et al. **Leverage and Firm Performance: New Evidence On the Role of Economic Sentiment Using Accounting Information**, Journal of Capital Markets Studies Vol. 5 No. 1, Emerald Publishing Limited, 2021
71. Pierre Erasmus, **The Relative and Incremental Information Content of the Value-Based Financial Performance Measure Cash Value Added**, Management Dynamics, Vol. 17, No. 1, 2008
72. Pierre J. Richard et al, **Measuring Organizational Performance: Towards Methodological Best Practice**, Journal of Management, Vol. 35, No. 3, June 2009
73. Pwc's Annual Global Working Capital Study, 2019
74. Qurashi & Zahoor, **Working Capital Determinants for the UK Pharmaceutical Companies Listed on FTSE 350 Index**, International

- Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences, Vol. 7, No. 1, 2017
- 75.R. David Mautz, Jr & Robert. Angell, **Understanding The Basics of Financial Statement Analysis**, Commercial lending Review, October, 2006
- 76.Ra'ed Masa'deh & Mohammad Tayeh, **Accounting vs. Market-based Measures of Firm Performance Related to Information Technology Investments**, International Review of Social Sciences and Humanities, Vol. 9, No. 1, 2015
- 77.Rajenlall Siriram, **Technological and non-technological innovation effects on firm performance**, Journal of High Technology Management Research, Vol. 33, 2022
- 78.Ramji Balakrishnan et al. **Financial Benefits from JIT Adoption: Effects of Customer Concentration and Cost Structure**, The Accounting Review, Vol. 71, No. 2 (Apr., 1996)
- 79.Ranjan D'Mello & Joseph Farhat, **A Comparative Analysis of Proxies for an Optimal Leverage Ratio**, Review of Financial Economics, Vol. 17, 2008
- 80.Rashed Al Karim & Tamima Alam, **An Evaluation of Financial Performance of Private Commercial Banks in Bangladesh: Ratio Analysis**, Journal of Business Studies Quarterly, Vol.5, N. 2, 2013
- 81.Rasyid Rosyeni et al, **The Impact of Aggressive Working Capital Management Policy on Firm's Value: A Mediating Effect of Company's Profitability**, Journal of Business and Management Sciences, Vol. 6, No. 1, 2018
- 82.Renuka Shyam Narain, **Good Credit Management's Impact: How Does It Contribute to Material Effectiveness and Possibility in Business**, Materials Today, Vol. 63, ScienceDirect,2022
- 83.Richard J. Gentry & Wei Shen, **The Relationship between Accounting and Market Measures of Firm Financial Performance: How Strong Is It?** Journal of Managerial Issues, Vol. 22 No.4, 2010
- 84.Richard Pike Et Al. **Trade Credit Terms: Asymmetric Information and Price Discrimination Evidence from Three Continents**, Journal of Business Finance & Accounting, Blackwell Publishing Ltd, Vol. 32, No. 5-6, 2005
85. Rosyeni Rasyid et al., **The Impact of Aggressive Working Capital Management Policy on Firm's Value: A Mediating Effect of Company's Profitability**, Journal of Business and Management Sciences, Vol. 6, No. 1, 2018.

86. Sabol, Andrija; Sverer, Filip, **a review of the economic value added literature and application**, UTMS Journal of Economics, Vol. 8, No. 1, 2017
87. Salaga Jakub et al., **Economic Value Added as A Measurement Tool Of Financial Performance**, 4th World Conference on Business, Economics and Management, Procedia Economics and Finance, Vol. 26, 2015
88. Sally Coleman Selden and Jessica E. Sowa, **Testing a Multi-Dimensional Model of Organizational Performance: Prospects and Problems**, Journal of Public Administration Research and Theory: J-PART, Vol. 14, No. 3, JSTOR, 2004
89. Shimin Chen & James L. Dodd, **Operating Income, Residual Income and EVA™: Which Metric Is More Value Relevant?** JOURNAL OF MANAGERIAL ISSUES, Vol. XIII Number1, JSTOR, 2001
90. Silviano Esteve-Perez & Juan A. Manez-Castillejo, **The Resource-Based Theory of the Firm and Firm Survival**, Small Business Economics, Springer, Vol. 30, N° 3, 2008.
91. Stefan Tangen, **Performance Measurement: From Philosophy to Practice**, International Journal of Productivity and Performance Management, Vol. 53, N. 8, 2004
92. Stephen R. Goldberg, **Economic Value Added: A Better Measure for Performance and Compensation?** The Journal of Corporate Accounting and Finance, Volume11, N.1, 1999
93. Suleiman M. Abbadi & Rasha T. Abbadi, **The Determinants of Working Capital Requirements in Palestinian Industrial Corporations**, International Journal of Economics and Finance; Vol. 5, No. 1, 2013
94. Sunday Simon et al., **The Quadratic Relationship Between Working Capital Management and Firm Performance: Evidence from The Nigerian Economy**, Journal of Business and Retail Management Research, Vol. 12, Issue 1, 2017.
95. Tomas Petravičius & Rima Tamošiūniene, **Corporate Performance and The Measures of Value Added**, Transport, Vol. 23, No. 3, 2008
96. Verlyn D. Richard & Eugene J. Laughlin, **A Cash Conversion Cycle Approach to Liquidity Analysis**, Financial Management, Vol. 9, N0. 1, 1980
97. Víctor M. González Méndez, **Deteminants of Debt Maturity Structure Across Firm Size**, Revista Española de Financiación y Contabilidad, Vol. 42, No. 158, Taylor & Francis, Ltd, 2013.

- 
98. Vidhan K. Goyal and Wei Wang, **Debt Maturity and Asymmetric Information: Evidence from Default Risk Changes**, The Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 48, No. 3, 2013
  99. Wasiuzzaman & Arumugam, **Determinants of Working Capital Investment: A Study of Malaysian Public Listed Firms**, Australasian Accounting, Business and Finance Journal, Vol. 7, No. 2, 2013
  100. Zalina Zainudin, **Debt and Financial Performance of REITs in Malaysia: An Optimal Debt Threshold Analysis**, Jurnal Ekonomi Malaysia, Vol. 51, No. 2, 2017
  101. Zaroug Othman & Mawih Kareem, **The Effect of Intangible Assets, Financial Performance and Financial Policies on the Firm Value: Evidence from Omani Industrial Sector**, Contemporary Economics, Vol. 14, Issue 3, 2020,
  102. Ziyue Chen, **Research on Accounting Intelligence System Modeling of Financial Performance Evaluation**, Security and Communication Networks, Vol. 2021

الملاحق

## الملحق رقم 1: قائمة المؤسسات عينة الدراسة

الولاية	اسم المؤسسة	الرقم
عنابة	صاني ليكس بليس	01
الوادي	سليمانى اسى اى نت	02
سطيف	جنيس للمواد الصيدلانية و الشبه الصيدلانية	03
تيزازة	الإحسان لصناعة الآلات الإلكترونية	04
قسنطينة	تركيب وصناعة الآلات الإلكترونية والكهرومنزلية اكسلانس	05
تيزازة	الشركة الصناعية لطحن الحبوب	06
تلمسان	المروج سبدو	07
الطارف	مصبرات الأوراس	08
وهران	ش.د.أ بلاست بابر	09
غرداية	ش ذ م م بلاست افريك	10
جيجل	شركة تضامن قاردين كلين مسطر و شركائه	11
قسنطينة	ش.أ شركة الجرارات أوطراق	12
بومرداس	ش.ذ.أ سوكوتيد	13
بليدة	صناعة التغليف الورق المموج	14
قسنطينة	شركة ذات المسؤولية المحدودة ناتورا برو	15
برج بعيريج	بورنان للإنتاج الصناعي للمنتجات الخرسانة	16
غرداية	أجمل صبي	17
غرداية	صبي زين	18
غرداية	شركة تحويل وتكييف الأنسجة	19
وهران	ش.ذ.أ أونيليفر الجزائر	20
وهران	ماد سوليسيون	21
بليدة	ش.ذ.م.م: ترافيس	22
سيدي بلعباس	الشركة المحدودة قروفارم	23
عنابة	مخبر م م	24
تبسة	ش. ذ.أ م. ع. إ صوميفر	25

بليدة	ش.ذ.م.م.قهوة بوكاري	26
أم بواقي	ش.ذ.م.م.صراطة لتحويل المعادن	27
سطيف	ش ذ م م البركة	28
سطيف	نايس بلوس لصناعة مواد التنظيف	29
المدية	م ش و ذ م م مخبر صافي شيميكال	30
الجزائر	مصبرات اللحوم عمور	31
سكيكدة	ش ذ م م ملبنة ساحلي	32
تيزي وزو	ش ذ م م تفصيل الملابس الاصطناعية للملابس نيس	33
وهران	ش.ذ.أ.عافية العالمية الجزائر	34
قسنطينة	شركة ذات المسؤولية المحدودة الأحذية العالمية	35
تلمسان	ش.ذ.م.م.فاست تصنيع الخيوط و الأكياس و الشرائط ومقتنيات القبة	36
وهران	ش ذ م م شركة النحاسة للغرب الجزائري صكوا	37
بليدة	م ش و ذ م م بيو فيتفارما	38
بومرداس	ش ذ أ أومنيوم الكمياء والتغليف	39
الوادي	الوليد للتغليف	40
الجزائر	ميسترال سيستام	41
بسكرة	ش.ذ.أ.شركة قديلة للمياه المعدنية	42
البليدة	الجزائرية للمطهرات	43
سيدي بلعباس	م.ذ.ش.و.ذ.م.م.صونتي ليو برودرما	44
تلمسان	ش.ذ.م.م.مؤسسة أعمال النسيج و التلبيس م.ن.ت	45
بليدة	ش.ذ.م.م.حياة دي.أش.سي.الجزائر	46
الجزائر	خزفية الجزائر	47
سكيكدة	ش.ذ.م.م " ألجيريا بيوتاك	48
الطارف	ش.ذ.م.م "السلسبيل للمياه المعدنية عين بوقلاز"	49
باتنة	ش ذ م م: تيرصام	50
باتنة	ش ذ م م: طونبون بلاست	51
البويرة	م.ش.و.ذ.م.م: مرطبات الخلد	52

البويرة	ش.ذ.م.م: سيست ميपाल	53
ميلة	ش.ذ.م.م / سيرتا ستيل	54
تيزي وزو	ش ذ م م مصنع الاسمنت سباعو	55
قسنطينة	خزف سيرتا	56
بجاية	ش.ذات.م.م. 'ملبنة الصومام'	57
ميلة	شركة تضامن الإخوة بجاوي لصناعة البلاط	58
بلية	ش.ذ.م.م أش.جي.جي ترادينغ	59
بومرداس	طول ميपाल	60

## الملحق رقم 2: نتائج التحليل الإحصائي

```
. summarize roa npm opm ip fp go lev age tax cir
```

Variable	Obs	Mean	Std. dev.	Min	Max
roa	360	.0511398	.0952912	-.8206572	.6281787
npm	360	.0203435	.5079904	-6.949372	4.129373
opm	360	.0483293	.4971312	-6.360073	4.517743
ip	360	.608579	.2390523	.1040636	.9874289
fp	360	.3926025	.2247694	.0002182	.8820606
go	360	.1052139	.3112247	-.8447962	2.466444
lev	360	.1299624	.183402	0	.9275753
age	360	18.33333	9.740934	3	53
tax	360	.0102395	.0140233	0	.0798019
cir	360	3.614168	11.57874	.3685241	159.4402

```
. regress roa ip fp lev tax age cir go
```

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	360
Model	1.09852261	7	.156931802	F(7, 352)	=	52.50
Residual	1.05221342	352	.002989243	Prob > F	=	0.0000
Total	2.15073603	359	.005990908	R-squared	=	0.5108
				Adj R-squared	=	0.5010
				Root MSE	=	.05467

roa	Coefficient	Std. err.	t	P> t	[95% conf. interval]
ip	-.0013495	.0135892	-0.10	0.921	-.0280758 .0253768
fp	-.0377354	.0141152	-2.67	0.008	-.065496 -.0099747
lev	-.0469959	.0184717	-2.54	0.011	-.0833247 -.0106672
tax	3.482229	.2179549	15.98	0.000	3.053571 3.910886
age	-.0007512	.0003061	-2.45	0.015	-.0013532 -.0001492
cir	-.0007299	.0002592	-2.82	0.005	-.0012396 -.0002201
go	.0226606	.0097071	2.33	0.020	.0035695 .0417518
_cons	.0522399	.0142305	3.67	0.000	.0242524 .0802275

Ramsey RESET test for omitted variables

Omitted: Powers of fitted values of roa

H0: Model has no omitted variables

F(3, 349) = 2.06

Prob > F = 0.1051

```
. xtreg roa ip fp lev tax age cir go, fe vce(cluster firm)
```

```
Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =      360
Group variable: firm                  Number of groups =       60
```

```
R-squared:                            Obs per group:
  Within = 0.3506                       min =          6
  Between = 0.4168                      avg =         6.0
  Overall = 0.3733                       max =          6
```

```
corr(u_i, Xb) = -0.5421                F(7,59)         =      10.45
                                          Prob > F         =      0.0000
```

(Std. err. adjusted for 60 clusters in firm)

roa	Coefficient	Robust std. err.	t	P> t	[95% conf. interval]	
ip	.0184228	.0331955	0.55	0.581	-.0480012	.0848467
fp	-.1054133	.0325249	-3.24	0.002	-.1704955	-.0403311
lev	-.1273513	.0616752	-2.06	0.043	-.2507631	-.0039395
tax	3.39158	.5261785	6.45	0.000	2.338699	4.44446
age	-.0048612	.001642	-2.96	0.004	-.0081469	-.0015755
cir	-.0002086	.0002681	-0.78	0.440	-.0007451	.000328
go	.0224711	.0107361	2.09	0.041	.0009882	.043954
_cons	.1516345	.0345075	4.39	0.000	.0825851	.2206839
sigma_u	.05940098					
sigma_e	.03987476					
rho	.68936122	(fraction of variance due to u_i)				

```
. xtreg roa ip fp lev tax age cir go, re vce(cluster firm)
```

```
Random-effects GLS regression           Number of obs   =       360
Group variable: firm                   Number of groups =        60
```

```
R-squared:                               Obs per group:
  Within = 0.3309                          min =          6
  Between = 0.5838                         avg =         6.0
  Overall = 0.4984                          max =          6
```

```
corr(u_i, X) = 0 (assumed)                Wald chi2(7)    =     120.44
                                           Prob > chi2     =     0.0000
```

(Std. err. adjusted for 60 clusters in firm)

roa	Robust		z	P> z	[95% conf. interval]	
	Coefficient	std. err.				
ip	-.0068472	.0185907	-0.37	0.713	-.0432843	.02959
fp	-.0623775	.0204217	-3.05	0.002	-.1024032	-.0223517
lev	-.0828453	.0347155	-2.39	0.017	-.1508863	-.0148043
tax	3.395207	.4527738	7.50	0.000	2.507786	4.282627
age	-.0012916	.0004765	-2.71	0.007	-.0022255	-.0003578
cir	-.0003763	.0002276	-1.65	0.098	-.0008224	.0000697
go	.0222516	.0107605	2.07	0.039	.0011614	.0433418
_cons	.0794828	.0236152	3.37	0.001	.033198	.1257677
sigma_u	.03777054					
sigma_e	.03987476					
rho	.47291954 (fraction of variance due to u_i)					

```
. rhausman fe re,cluster
bootstrap in progress
—|— 1 —|— 2 —|— 3 —|— 4 —|— 5
..... 50
..... 100
```

---

Cluster-Robust Hausman Test  
(based on 100 bootstrap repetitions)

b1: obtained from xtreg roa ip fp lev tax age cir go, fe vce(cluster firm)  
b2: obtained from xtreg roa ip fp lev tax age cir go, re vce(cluster firm)

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

```
chi2(7) = (b1-b2)' * [V_bootstrapped(b1-b2)]^(-1) * (b1-b2)
        = 5.46
Prob>chi2 = 0.6037
```

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

$$\text{roa}[\text{firm},t] = Xb + u[\text{firm}] + e[\text{firm},t]$$

Estimated results:

	Var	SD = sqrt(Var)
roa	.0059909	.077401
e	.00159	.0398748
u	.0014266	.0377705

Test:  $\text{Var}(u) = 0$

```
chibar2(01) = 166.97
Prob > chibar2 = 0.0000
```

```
. regress npm ip fp lev tax age cir go
```

Source	SS	df	MS	Number of obs	=	360
Model	.60195703	7	.085993861	F(7, 352)	=	33.70
Residual	.89809509	352	.002551407	Prob > F	=	0.0000
				R-squared	=	0.4013
				Adj R-squared	=	0.3894
Total	1.50005212	359	.004178418	Root MSE	=	.05051

npm	Coefficient	Std. err.	t	P> t	[95% conf. interval]	
ip	-.0062637	.0125546	-0.50	0.618	-.0309553	.0184278
fp	-.0672676	.0130405	-5.16	0.000	-.0929147	-.0416205
lev	-.0928456	.0170654	-5.44	0.000	-.1264085	-.0592826
tax	2.0242	.2013612	10.05	0.000	1.628178	2.420223
age	-.0010219	.0002828	-3.61	0.000	-.0015781	-.0004657
cir	-.0006727	.0002395	-2.81	0.005	-.0011437	-.0002018
go	.0188337	.0089681	2.10	0.036	.0011959	.0364714
_cons	.1014212	.0131471	7.71	0.000	.0755645	.1272779

Ramsey RESET test for omitted variables  
Omitted: Powers of fitted values of npm

H0: Model has no omitted variables

F(3, 349) = 0.42  
Prob > F = 0.7375

```
. xtreg npm ip fp lev tax age cir go, fe vce(cluster firm)
```

```
Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =       360
Group variable: firm                  Number of groups =        60
```

```
R-squared:                            Obs per group:
  Within = 0.1708                      min =          6
  Between = 0.3733                     avg =         6.0
  Overall = 0.2973                      max =          6
```

```
corr(u_i, Xb) = -0.3869                F(7,59)         =       10.76
                                          Prob > F         =       0.0000
```

(Std. err. adjusted for 60 clusters in firm)

npm	Robust					
	Coefficient	std. err.	t	P> t	[95% conf. interval]	
ip	.0389512	.0327731	1.19	0.239	-.0266277	.1045301
fp	-.0638795	.0204352	-3.13	0.003	-.1047702	-.0229889
lev	-.0989727	.0444516	-2.23	0.030	-.1879201	-.0100253
tax	1.820767	.3600744	5.06	0.000	1.10026	2.541274
age	-.0034306	.0017386	-1.97	0.053	-.0069096	.0000484
cir	-.0001733	.0001605	-1.08	0.285	-.0004946	.0001479
go	.0100507	.0076416	1.32	0.194	-.0052401	.0253414
_cons	.1187322	.0319153	3.72	0.000	.0548698	.1825946
sigma_u	.04578097					
sigma_e	.03800525					
rho	.59201187 (fraction of variance due to u_i)					

```
. xtreg npm ip fp lev tax age cir go, re vce(cluster firm)
```

```
Random-effects GLS regression           Number of obs   =       360
Group variable: firm                   Number of groups =        60

R-squared:                               Obs per group:
    Within = 0.1587                       min =           6
    Between = 0.5154                      avg =          6.0
    Overall = 0.3939                      max =           6

corr(u_i, X) = 0 (assumed)                Wald chi2(7)    =       190.84
                                           Prob > chi2     =        0.0000
```

(Std. err. adjusted for 60 clusters in firm)

npm	Robust					
	Coefficient	std. err.	z	P> z	[95% conf. interval]	
ip	.0065219	.0205229	0.32	0.751	-.0337023	.046746
fp	-.0607967	.0166193	-3.66	0.000	-.0933699	-.0282236
lev	-.0907596	.0246752	-3.68	0.000	-.1391221	-.0423971
tax	1.932005	.2814994	6.86	0.000	1.380277	2.483734
age	-.0012394	.0004519	-2.74	0.006	-.0021251	-.0003538
cir	-.0003472	.0001145	-3.03	0.002	-.0005717	-.0001227
go	.0118803	.0083351	1.43	0.154	-.0044562	.0282167
_cons	.0953162	.0193917	4.92	0.000	.0573091	.1333233
sigma_u	.03342909					
sigma_e	.03800525					
rho	.43620077	(fraction of variance due to u_i)				

```
. rhausman fe re,cluster
```

```
bootstrap in progress
```

```
—|— 1 —|— 2 —|— 3 —|— 4 —|— 5
..... 50
..... 100
```

Cluster-Robust Hausman Test  
(based on 100 bootstrap repetitions)

```
b1: obtained from xtreg npm ip fp lev tax age cir go, fe vce(cluster firm)
b2: obtained from xtreg npm ip fp lev tax age cir go, re vce(cluster firm)
```

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

```
chi2(7) = (b1-b2)' * [V_bootstrapped(b1-b2)]^(-1) * (b1-b2)
        = 3.32
Prob>chi2 = 0.8538
```



```
. xtreg opm ip fp lev tax age cir go, re vce(cluster firm)
```

```
Random-effects GLS regression           Number of obs   =       360
Group variable: firm                   Number of groups =        60
```

```
R-squared:                               Obs per group:
  Within = 0.1884                          min =          6
  Between = 0.4349                         avg =         6.0
  Overall = 0.3377                         max =          6
```

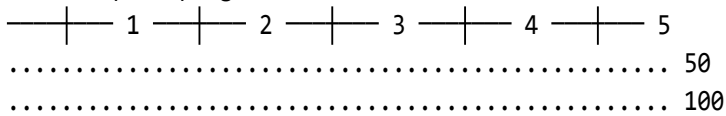
```
corr(u_i, X) = 0 (assumed)                Wald chi2(7)    =    203.59
                                           Prob > chi2     =    0.0000
```

(Std. err. adjusted for 60 clusters in firm)

opm	Coefficient	Robust std. err.	z	P> z	[95% conf. interval]	
ip	.0082188	.022455	0.37	0.714	-.0357922	.0522297
fp	-.0746385	.0194004	-3.85	0.000	-.1126627	-.0366144
lev	-.0571308	.0361212	-1.58	0.114	-.1279271	.0136655
tax	2.255865	.304059	7.42	0.000	1.65992	2.851809
age	-.0010803	.0005535	-1.95	0.051	-.0021651	4.56e-06
cir	-.00085	.0002254	-3.77	0.000	-.0012918	-.0004081
go	.0231149	.0107068	2.16	0.031	.00213	.0440999
_cons	.1096009	.0222306	4.93	0.000	.0660297	.153172
sigma_u	.04037719					
sigma_e	.04551308					
rho	.44041709	(fraction of variance due to u_i)				

```
. rhausman fe re ,cluster
```

```
bootstrap in progress
```



```
Cluster-Robust Hausman Test
(based on 100 bootstrap repetitions)
```

```
b1: obtained from xtreg opm ip fp lev tax age cir go, fe vce(cluster firm)
b2: obtained from xtreg opm ip fp lev tax age cir go, re vce(cluster firm)
```

```
Test: Ho: difference in coefficients not systematic
```

$$\begin{aligned} \text{chi2}(7) &= (b1-b2)' * [V\_bootstrapped(b1-b2)]^{(-1)} * (b1-b2) \\ &= 1.96 \\ \text{Prob}>\text{chi2} &= 0.9622 \end{aligned}$$

```
. xttest0
```

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

```
opm[firm,t] = Xb + u[firm] + e[firm,t]
```

Estimated results:

	Var	SD = sqrt(Var)
opm	.0053216	.0729491
e	.0020714	.0455131
u	.0016303	.0403772

Test:  $\text{Var}(u) = 0$

```
chibar2(01) = 151.51  
Prob > chibar2 = 0.0000
```

```
. xtreg roa ip fp ip2 fp2 ip3 fp3 lev tax age cir go, re vce(cluster firm)
```

```
Random-effects GLS regression           Number of obs   =       360
Group variable: firm                   Number of groups =        60

R-squared:                             Obs per group:
  Within = 0.3876                       min =           6
  Between = 0.5864                      avg =          6.0
  Overall = 0.5186                      max =           6

corr(u_i, X) = 0 (assumed)              Wald chi2(11)   =      131.93
                                         Prob > chi2     =       0.0000
```

(Std. err. adjusted for 60 clusters in firm)

roa	Coefficient	Robust std. err.	z	P> z	[95% conf. interval]	
ip	.6792424	.4271663	1.59	0.112	-.1579882	1.516473
fp	.4223371	.1317748	3.20	0.001	.1640632	.680611
ip2	-1.235371	.7624406	-1.62	0.105	-2.729728	.2589848
fp2	-1.173532	.3608371	-3.25	0.001	-1.88076	-.4663043
ip3	.6701867	.4162815	1.61	0.107	-.14571	1.486083
fp3	.7894581	.2595782	3.04	0.002	.2806942	1.298222
lev	-.0876375	.0268068	-3.27	0.001	-.1401779	-.0350971
tax	3.281333	.4411292	7.44	0.000	2.416736	4.14593
age	-.0013849	.0005183	-2.67	0.008	-.0024007	-.000369
cir	-.0001169	.0001685	-0.69	0.488	-.0004471	.0002132
go	.0245906	.0097317	2.53	0.012	.0055169	.0436643
_cons	-.0747297	.0731803	-1.02	0.307	-.2181604	.0687011
sigma_u	.03900897					
sigma_e	.03855319					
rho	.50587605	(fraction of variance due to u_i)				

```
. xtreg npm ip fp ip2 fp2 ip3 fp3 lev tax age cir go, re vce(cluster firm)
```

```
Random-effects GLS regression      Number of obs   =      360
Group variable: firm              Number of groups =       60
```

```
R-squared:                        Obs per group:
  Within = 0.1911                  min =          6
  Between = 0.5098                 avg =         6.0
  Overall = 0.4013                 max =          6
```

```
corr(u_i, X) = 0 (assumed)        Wald chi2(11)   =    172.87
                                   Prob > chi2      =     0.0000
```

(Std. err. adjusted for 60 clusters in firm)

npm	Robust		z	P> z	[95% conf. interval]	
	Coefficient	std. err.				
ip	.4723747	.2882049	1.64	0.101	-.0924966	1.037246
fp	.231635	.1184606	1.96	0.051	-.0005436	.4638136
ip2	-.8865534	.5354256	-1.66	0.098	-1.935968	.1628616
fp2	-.7054127	.3015261	-2.34	0.019	-1.296393	-.1144324
ip3	.5064811	.305719	1.66	0.098	-.092717	1.105679
fp3	.4783612	.2236804	2.14	0.032	.0399556	.9167667
lev	-.090185	.0222518	-4.05	0.000	-.1337978	-.0465722
tax	1.883938	.2855947	6.60	0.000	1.324182	2.443693
age	-.0012543	.0004539	-2.76	0.006	-.002144	-.0003646
cir	-.0001981	.0001311	-1.51	0.131	-.000455	.0000588
go	.0124421	.0076677	1.62	0.105	-.0025863	.0274704
_cons	-.0044494	.0524228	-0.08	0.932	-.1071962	.0982973
sigma_u	.03401946					
sigma_e	.03752226					
rho	.45115556	(fraction of variance due to u_i)				

```
. xtreg opm ip fp ip2 fp2 ip3 fp3 lev tax age cir go, re vce(cluster firm)

Random-effects GLS regression           Number of obs   =       360
Group variable: firm                   Number of groups =        60

R-squared:                             Obs per group:
  Within = 0.2140                       min =           6
  Between = 0.4236                       avg =          6.0
  Overall = 0.3404                       max =           6

corr(u_i, X) = 0 (assumed)              Wald chi2(11)   =       321.26
                                         Prob > chi2     =        0.0000
```

(Std. err. adjusted for 60 clusters in firm)

opm	Coefficient	Robust std. err.	z	P> z	[95% conf. interval]	
ip	.4917146	.3713636	1.32	0.185	-.2361446	1.219574
fp	.1639509	.1397267	1.17	0.241	-.1099084	.4378103
ip2	-.8688581	.6717733	-1.29	0.196	-2.18551	.4477933
fp2	-.5100244	.342661	-1.49	0.137	-1.181628	.1615788
ip3	.4707243	.3750791	1.25	0.209	-.2644173	1.205866
fp3	.2987428	.2450481	1.22	0.223	-.1815427	.7790282
lev	-.0579298	.0351535	-1.65	0.099	-.1268294	.0109698
tax	2.174805	.3257718	6.68	0.000	1.536304	2.813306
age	-.0011279	.0005558	-2.03	0.042	-.0022173	-.0000384
cir	-.0006824	.0001929	-3.54	0.000	-.0010605	-.0003043
go	.025228	.0121468	2.08	0.038	.0014208	.0490352
_cons	.0074843	.0674043	0.11	0.912	-.1246257	.1395943
sigma_u	.04131406					
sigma_e	.04507302					
rho	.45656925	(fraction of variance due to u_i)				