

كلية الاقتصاد والعلوم السياسية  
قسم المحاسبة



جامعة بنغازي

## قياس الفجوة التمويلية والتعرف على آثارها على كل من الربحية والنمو في الشركات الصناعية الليبية

دراسة تطبيقية على الشركات الليبية العاملة في صناعة المواد الغذائية  
والواقعة إدارتها بمدينة بنغازي أو طرابلس

إعداد الطالب

علي محمد إبراهيم القرضاوي

بكالوريوس: محاسبة – جامعة بنغازي

إشراف

أ. د / مصطفى بكار محمود

بحث مقدم استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة

2012

كلية الاقتصاد والعلوم السياسية  
قسم المحاسبة



جامعة بنغازي

## قياس الفجوة التمويلية والتعرف على آثارها على كل من الربحية والنمو في الشركات الصناعية الليبية

دراسة تطبيقية على الشركات الليبية العاملة في صناعة المواد الغذائية  
والواقعة إدارتها بمدينة بنغازي أو طرابلس

### إعداد الطالب

علي محمد إبراهيم القرضاوي.

### لجنة الإشراف والمناقشة:

.....	مشرفاً	أ. د / مصطفى بكار محمود
.....	ممتحناً داخلياً	د / جمعة خليفة الحاسي
.....	ممتحناً خارجياً	د / نصر صالح محمد

يعتمد:

..... عميد الكلية

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

وَمَنْ يَتَّقِ اللَّهَ يَجْعَلْ لَهُ مَخْرَجًا وَيَرْزُقْهُ مِنْ حَيْثُ لَا يَحْتَسِبُ  
وَمَنْ يَتَّوَكَّلْ عَلَى اللَّهِ فَهُوَ حَسْبُهُ إِنَّ اللَّهَ بَالِغُ أَمْرِهِ قَدْ جَعَلَ اللَّهُ  
لِكُلِّ شَيْءٍ قَدْرًا

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

وَقُلْ اَعْمَلُوا فَسَيَرَى اللَّهُ عَمَلَكُمْ وَرَسُولُهُ وَالْمُؤْمِنُونَ وَسَتُرَدُّونَ  
إِلَىٰ عَالِمِ الْغَيْبِ وَالشَّهَادَةِ فَيُنَبِّئُكُم بِمَا كُنتُمْ تَعْمَلُونَ

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

## الإهداء

أهدي هذا الجهد العلمي المتواضع  
إلى روح والدي الطاهر  
الذي أرجو من الله أن يتقبله بواسع رحمته ويغفر له  
وإلى والدي الغالية  
أمد الله في عمرها ومتعها بالصحة والعافية  
الذات لم يخلا علي بالدعاء والنصيحة  
وإلى زوجتي وابنتي  
الذات هياتلي الجو المناسب للدراسة  
وإلى إخوتي  
الذين ما مجلوا علي بالمساعدة والدعم  
وإلى كل من قدم لي خدمة أو معلومة  
أهدي هذه الدراسة

الطالب

علي محمد إبراهيم القرضاوي

## شكر وتقدير

بسم الله الرحمن الرحيم والصلاة والسلام على اشرف الأنبياء والمرسلين نبينا محمد وعلى آله وصحبه أجمعين ومن تبعهم إلى يوم الدين، أما وبعد:

أحمد الله العلي القدير واشكره على توفيقه وامتنانه على أن سهل انجاز هذه الرسالة، ومن ثم أتقدم بالشكر الجزيل إلى الأستاذ الدكتور / مصطفى بكار محمود على قبوله الإشراف على هذه الرسالة ولتوجيهاته القيمة عند إعدادها. ولا يفوتني أن أتقدم بالشكر الجزيل لأعضاء لجنة المناقشة والتقييم، واشكر أيضاً جميع أعضاء هيئة التدريس في كلية الاقتصاد جامعة بنغازي ممن أتاحت لي الفرصة في التزود بعلمهم.

كما أتوجه بالشكر الجزيل لجميع من تفضل بتزويدي ببعض مراجع الدراسة من منسوبي المكتبات وخاصةً جميع العاملين من إداريين وموظفين بمركز البحوث الاقتصادية بنغازي، ولا يفوتني أن أتقدم بشكر خاص للأستاذ الفاضل / خالد عبد السلام الزائدي.

ختاماً أتقدم بوافر الشكر والعرفان إلى والدي الغاليين وجميع أفراد أسرتي واخص بالذكر زوجتي الغالية على تشجيعهم المستمر لي وتقديمهم المساعدة والمساندة وتهيئة الجو المناسب خلال فترة الدراسة وإعداد هذه الرسالة.

والله ولي التوفيق، والحمد لله رب العلمين

الطالب

علي محمد إبراهيم القرضاوي

## الفهرس

### الفصل الأول:

1.....	الإطار العام للدراسة
1.....	1.1 المقدمة
5.....	2.1 مشكلة الدراسة
7.....	3.1 أهداف الدراسة
8.....	4.1 أهمية الدراسة
9.....	5.1 منهجية الدراسة
10.....	6.1 مجتمع الدراسة
11.....	7.1 عينة الدراسة
11.....	8.1 طريقة تجميع البيانات والفترة التي تغطيها
11.....	9.1 طرق تحليل البيانات

### الفصل الثاني:

12.....	الفجوة التمويلية وعلاقتها بالربحية والنمو
12.....	1.2 الربحية والنمو
12.....	1.1.2 الربحية
13.....	1.1.1.2 مفهوم الربحية في المشاريع الصناعية
14.....	2.1.1.2 تحليل ربحية المشروع الصناعي
15.....	2.1.2 النمو

16	1.2.1.2 مفهوم النمو
16	2.2.1.2 تحليل نمو المشروع الصناعي
17	3.2.1.2 قياس معدلات النمو بالمشروع الصناعي
17	2.2 التمويل والفجوة التمويلية
18	1.2.2 التمويل
19	1.1.2.2 محددات الاختيار بين مصادر التمويل
20	2.1.2.2 المبادئ الأساسية في مجال التمويل
20	1.2.1.2.2 المبدأ الأول – السيولة والربحية
21	2.2.1.2.2 المبدأ الثاني – الملاءمة
25	2.2.2 الفجوة التمويلية
25	1.2.2.2 مفهوم الفجوة التمويلية
27	3.2.2 العلاقة بين الفجوة التمويلية وكل من الربحية والنمو
28	1.3.2.2 علاقة الفجوة التمويلية بالربحية
29	2.3.2.2 علاقة الفجوة التمويلية بالنمو
29	4.2.2 بيان اتجاه العلاقة بين الفجوة التمويلية والربحية والنمو
30	1.4.2.2 الاتجاه العام
30	2.4.2.2 اتجاه دراسات التنظير
31	3.4.2.2 اتجاه دراسات التطبيقية
33	3.2 الدراسات السابقة
50	4.2 الإطار النظري للدراسة



5.2 فرضيات الدراسة ..... 54

### الفصل الثالث:

الدراسة الميدانية واختبارات الفرضيات ..... 57

1.3 طرق جمع البيانات والفترة التي تغطيها ..... 57

1.3.1 طرق جمع البيانات ..... 57

2.3.1 الفترة التي تغطيها ..... 59

2.3 مجتمع وعينة الدراسة ..... 59

1.2.3 مجتمع الدراسة ..... 59

2.2.3 عينة الدراسة ..... 59

3.3 أدوات التحليل المستخدمة ..... 60

1.3.3 أدوات التحليل المالي ..... 60

1.1.3.3 قياس الفجوة التمويلية ..... 60

2.3.3 أدوات التحليل الإحصائي ..... 62

1.2.3.3 الإطار العام للدالة الرياضية ..... 63

2.2.3.3 الأسلوب القياسي المستخدم ..... 64

3.2.3.3 مفهوم الاستقرار ..... 65

4.2.3.3 اختبار استقرار المتغيرات ..... 65

5.2.3.3 اختبار الانحدار باستخدام طريقة المربعات الصغرى (OLS) ..... 67

4.3 اختبار الفرضيات وتحليل النتائج ..... 68

68.....	1.4.3 اختبار الفرضيات
68.....	1.1.4.3 اختبار الفرضية الرئيسية الأولى
68.....	2.1.4.3 اختبار الفرضية الرئيسية الثانية
68.....	2.4.3 تحليل النتائج
68.....	1.2.4.3 تحليل نتائج الفرضية الرئيسية الأولى
69.....	2.2.4.3 تحليل نتائج الفرضية الرئيسية الثانية
70.....	5.3 مقارنة النتائج العملية بالنظرية (الاستقراء)
70.....	6.3 النتائج والتوصيات
70.....	1.6.3 النتائج
71.....	2.6.3 التوصيات
72.....	3.6.3 التوصيات العامة

## **Abstract**

The purpose of the study is to measure financing gap and to know its effects on profitability and growth.

The sample of the study consisted of - under privatization - Libyan industrial food companies working in Benghazi and Tripoli during the (1987 – 2003) period.

Total assets profit based on net operating profit and net profit and sales profit were used as profit measures.

Further, total assets growth, fixed assets growth, and sales growth were used as growth measures.

Financing gap was defined and measured by shortage in long term finance and its percentage to long term financial needs.

To test financing gap effects on profitability and growth Test of Stationarity (Augmented Dickey – Fuller Test ) and Ordinary Least Squares Test were applied;

Deductive – inductive approach was used as a methodology The results of investigated companies (at 0.05 level of p- valve) showed that financing gap;

- has no effect on all profitability measures used and
- effects total assets growth and total fixed assets, whereas total sales growth was not effected.

## ملخص الدراسة

تهدف هذه الدراسة إلى قياس الفجوة التمويلية والتعرف على آثارها على كل من الربحية والنمو في الشركات الليبية، حيث تم تجميع البيانات اللازمة للجزء العملي للدراسة من عينتها المكونة من الشركات الليبية العاملة في صناعة المواد الغذائية والمراد خصصتها والواقعة إدارتها بمدينة بنغازي وطرابلس وذلك خلال (17) عاماً من 1987 إلى 2003، وتم استخدام ثلاثة مقاييس للربحية وهي ربحية إجمالي الأصول على أساس صافي أرباح التشغيل، وربحية إجمالي الأصول على أساس صافي الإرباح القابلة للتوزيع، وربحية المبيعات، وثلاثة مقاييس للنمو وهي نمو إجمالي الأصول، ونمو إجمالي الأصول الثابتة، ونمو المبيعات، واعتمدت هذه الدراسة للوصول إلى أهدافها على أدوات التحليل المالي لقياس الفجوة التمويلية، وذلك من خلال تحديد حجم القصور في التمويل طويل الأجل (كمبلغ)، ومن ثم تحديد نسبة هذا القصور إلى الاحتياجات التمويلية طويلة الأجل، وأدوات التحليل الإحصائي والقياسي، لاختبار أثر الفجوة التمويلية على الربحية والنمو، حيث قد تم استخدام طريقة قياس حديثة تعتمد على إجراء اختبارات سكون للسلاسل الزمنية، ومن ثم استخدام تحليل الانحدار الخطي البسيط بطريقة المربعات الصغرى العادية، واعتمدت الدراسة على المنهج العلمي الحديث في بحوث المحاسبة، المنهج الاستنباط الاستقرائي، وهو المنهج الذي يعتمد على ثلاث خطوات هي الاستنباط والاستقراء والتجريب.

وتوصلت الدراسة إلى أن الشركات الصناعية الليبية العامة والعاملة في صناعة المواد الغذائية والمراد خصصتها تواجه فجوة تمويلية متمثلة في الانحراف عن مبدأ الملاءمة أو التطابق في التمويل، وعند إجراء الاختبارات للتعرف على معنوية أثر هذه الفجوة في الربحية والنمو، فإنها لم تثبت معنوية أثر الفجوة التمويلية في مقاييس الربحية الثلاثة المستخدمة في هذه الدراسة، وثبت معنوية أثر الفجوة التمويلية في مقياسين فقط من مقاييس النمو المستخدمة في هذه الدراسة وهما نمو إجمالي الأصول، ونمو إجمالي الأصول الثابتة، وكان اتجاه هذا الأثر سالباً ولم تثبت معنوية أثر الفجوة التمويلية في المقياس الثالث للنمو وهو نمو إجمالي المبيعات.

## الفصل الأول

### الإطار العام للدراسة

يتناول هذا الفصل مقدمة الدراسة ويبين مشكلتها وأهدافها وأهميتها ومنهجيتها ومجتمع وعينة الدراسة ووسيلة جمع البيانات والمدة الزمنية للدراسة وطرق تحليل البيانات.

#### 1.1 المقدمة:

قد أصبح موضوع تنمية القطاعات الصناعية وتطور أدائها في مقدمة أولويات صانعي السياسات المالية و الاقتصادية في الدول المتقدمة والنامية على حد سواء (خربوش والعبادي، 2005)، ويعد موضوع تنمية القطاعات الصناعية بالنسبة للدول النامية إحدى المعارك الكبرى، التي تعلق عليها آمالاً كبيرة، لعلها تجد فيها حلاً لمشكلاتها من الفقر والتخلف وعدم الأمان من تزايد عدد السكان، وكذلك العمل على تضيق الفجوة بينها وبين العالم المتقدم صناعياً، وقد عبر (نهرو) عن هذا التوجه حين قال " إن التقدم الحقيقي لا بد أن يعتمد آخر الأمر على التصنيع " (جدو، 2001، ص 244).

إن مثل هذا التوجه كان نتيجة لأهمية هذا القطاع في عملية التطوير الشاملة للجوانب الاقتصادية والاجتماعية للمجتمعات، بالإضافة إلى أهميته في تعجيل عملية التنمية وتوسيع نطاق التجارة الخارجية وتحقيق التوازن وتخفيض العجز في ميزان المدفوعات للدولة (القريشي، 2005؛ الفيتوري، 2004).

كما زاد من أهمية الاهتمام بالقطاع الصناعي أهميته في توفير الاحتياطات من العملات الأجنبية اللازمة لأغراض تمويل المستوردات الرأسمالية والوسيلة والضرورية من أجل تنفيذ الخطط الاقتصادية التنموية وتقليل فجوة الاحتقانات، وتخفيض تأثير الظروف الاقتصادية المتراجعة والتي تواكب عادة فترة النمو المتراجع أو النمو غير المتوازن للاقتصاد بشكل عام (جدو، 2001)، ولا يقل أهمية في هذا المجال دور قطاع الصناعة فيما يتعلق بتشغيل الأيدي العاملة والاستغلال الأمثل لمجمل الموارد الاقتصادية المحلية كأساس لتدعيم الاقتصاد الوطني (القريشي، 2005).

إن كل ذلك يتطلب جهوداً مشتركة فيما بين القطاعين العام والخاص في سبيل المحافظة على هيكلية القطاعات الصناعية وتقليل الإختلالات فيها ودعمها في سبيل تحقيق

مزيداً من الربحية والنمو الاقتصادي، ويتطلب الأمر مزيداً من الجهد نحو الانفتاح على العالم المحيط والسير نحو مزيد من الإصلاحات الاقتصادية والمالية وتخفيض القيود على التجارة الخارجية وتطوير وسائل دعم الصادرات الوطنية (خربوش و العبادي، 2005).

أما محلياً فقد أوليت الصناعة في ليبيا اهتماماً خاصاً في استراتيجيات التنمية، بسبب الدور المهم الذي قد تلعبه الصناعة في عملية التحول، وإعادة بناء الاقتصاد و قيادته إلى عدم الاعتماد الكلي على قطاع النفط (بيت المال، 2003؛ الفيتوري، 2004؛ محمود، 2005)، وكذلك إيجاد فرص عمل جديدة، وتحقيق الاكتفاء الذاتي، وإشباع حاجات المجتمع واستغلال الموارد المتاحة، وتحقيق التنمية المكانية (ابوسنينة وآخرون، 1993).

تطورت الصناعة في ليبيا خلال العقود الأخيرة بشكل كبير، فخلال السبعينيات، تطور القطاع بشكل كبير بسبب اهتمام الدولة المتزايد، وتحويل ملكية القطاع إلى الملكية العامة (الملكية العامة للقطاع الصناعي)، (محمود، 2005) وتوزعت الشركات الصناعية في كافة المدن بعد أن كانت مركزة في كل من مدينتي بنغازي و طرابلس (بيت المال، 2003؛ فياض، 2007)، حيث تجسد هذا الاهتمام في حجم المبالغ التي تم تخصيصها من ميزانية التحول للإنفاق على قطاع الصناعة، حيث بلغ حجم الإنفاق الاستثماري على قطاع الصناعة خلال الفترة (1970- 2003) 5,628.3 مليون دينار بمتوسط استثمار سنوي حوالي 165.54 مليون دينار، وقد بلغ نصيب قطاع الصناعة خلال نفس الفترة من إجمالي الإنفاق التنموي ما نسبته 13.9%، (مجلس التخطيط العام، ديسمبر 2001، مصرف ليبيا المركزي، 2007) ورغم ضخامة حجم المبالغ المخصصة لقطاع الصناعة إلا أن مساهمة القطاع المذكور في الناتج المحلي الإجمالي ظلت ضعيفة، حيث لم تزد عن 4.9% في المتوسط خلال نفس الفترة، ولقد تبين أن الصناعات الغذائية تمثل المجتمع الصناعي الرئيسي في هيكل الإنتاج الصناعي في ليبيا، فقد بلغت 23.3% من إجمالي الإنتاج الصناعي خلال الفترة من (1971- 2003) (مركز البحوث والعلوم الاقتصادية، 2009) ويرجع السبب إلى أن قطاع الصناعات الغذائية يتضمن العديد من المصانع الكبيرة مثل مصانع الأعلاف، والدقيق والمكرونه والمشروبات.

مما سبق، يتبين أن السياسة الصناعية في ليبيا اعتمدت على غزارة الإنفاق الرأسمالي من الدولة خلال فترة السبعينيات وبداية الثمانينيات، ولكن بسبب انخفاض إيرادات النفط خلال

منتصف الثمانينيات، حدث نقص ومشاكل في التدفقات النقدية للقطاع، مما سبب في تغيير أسلوب تمويل المشروعات التنموية في قطاع الصناعة، حيث أصبحت الشركات الصناعية مسئولة عن الأنفاق على برامجها التنموية بدلا من الدولة (بيت المال، 2003).

حيث دفع عدم وجود سوق أوراق مالية بليبيا في تلك الفترة والذي يعتبر هو المصدر الرئيسي للتمويل طويل الأجل، وعدم قدرة مديري الشركات على إصدار الأسهم، إلى الاعتماد على الاقتراض من الدائنين لتمويل الفرص الاستثمارية لشركتهم، وإن الدائنين (المصارف) مدركون لهذه الحقيقة وبالتالي فهم يقومون باستخدام التمويل قصير الأجل لمنع المحاولات التي قد يقوم بها الملاك والمديرون لانتهاك حقوقهم (بوفرنه وآخرون، 2007)، ذلك أدى إلى ظهور ما يمكن أن نطلق عليه (الفجوة التمويلية) متمثلة في عدم كفاية التمويل طويل الأجل المتاح للشركات لتغطية الاحتياجات التمويلية طويلة الأجل، هذا بدوره أدى إلى الانحراف عن مبدأ الملاءمة أو التطابق في التمويل أي (التطابق بين أجل التمويل وأجل الأصل المستثمر فيه)، نتيجة الصعوبات التي تواجهها الشركات في الحصول على مصادر التمويل طويل الأجل وهذا ما يؤكد ارتفاع نسبة الديون بالشركات الليبية مقارنة بالدول الأخرى، والجدول رقم (3-1) يبين نسب الديون القصيرة والطويلة الأجل لعدد من الدول ذات الأسواق الناشئة.

## الجدول رقم (1-1)

## نسب الديون طويلة الأجل والديون قصيرة الأجل

## لبعض الدول النامية ذات الأسواق الناشئة

الدولة	نسبة الديون الكلية	نسبة الديون طويلة الأجل	نسبة الديون قصيرة الأجل
ليبيا	0.53	0.07	0.46
البرازيل	0.31	0.17	0.14
تشيلي	0.24	0.16	0.08
هونغ كونغ	0.23	0.12	0.11
الهند	0.32	0.20	0.12
ماليزيا	0.25	0.10	0.15
المكسيك	0.28	0.21	0.07
باكستان	0.28	0.11	0.17
سنغافورة	0.26	0.15	0.11
جنوب أفريقيا	0.13	0.08	0.05
كوريا الجنوبية	0.50	0.22	0.28
تايوان	0.27	0.14	0.13
تايلاند	0.46	0.16	0.30
تركيا	0.23	0.09	0.14
المتوسط	0.32	0.15	0.17

المصدر (Buferna et al., 2005a)

يظهر من الجدول أعلاه أن نسبة التمويل بالديون في الهياكل المالية للشركات الليبية هي الأعلى مقارنة بالدول الأخرى، وهذا قد يرجع إلى اعتماد الشركات الليبية على الديون في تمويل فرصها الاستثمارية، كما أن الجدول يوضح كذلك أن الغالبية العظمى من الديون للشركات الليبية تأتي من مصادر قصيرة الأجل.



كما بين (Buferna et al.,2005a) إن:

- السياسة المتعلقة بتخفيض الدعم العام التي كانت تقدمه الدولة للمؤسسات العامة، من المحتمل أنها ساهمت في اعتماد الشركات المملوكة للدولة على التمويل عن طريق السحب على المكشوف والقروض من المصارف؛
  - الشركات الليبية لا تراعي مبدأ الملاءمة أو التطابق عند استخدامها للتمويل والذي يقضي بضرورة التطابق بين عمر الدين وعمر الأصول المستثمر فيها من قبل الشركة؛
  - مشكلة الديون المتعثرة في المصارف الليبية يمكن إرجاعها إلى استخدام الديون قصيرة الأجل التي تتحصل عليها الشركات الليبية من المصارف في شراء الأصول طويلة الأجل وما يترتب عنه من عدم قدرتها على سداد الديون أو أقساطها في الأجل المحدد والوقوع في مشكلة الإعسار المالي وأخيراً الإفلاس.
- مما تقدم يمكن القول أن ما دفع الشركات الليبية إلى الاعتماد على الديون وخاصةً قصيرة الأجل لا يرجع إلى إتباع الشركات الليبية لسياسة تمويلية جريئة بقدر ما يرجع إلى قصور في تخطيط الاحتياجات التمويلية أو إلى صعوبة الحصول على التمويل طويل الأجل وخاصة في صورة أموال مملوكة (كراس مال) أو قروض طويلة الأجل.

## 2.1 مشكلة الدراسة:

- ارتبط مفهوم الفجوة التمويلية في أدبيات التمويل بالصعوبات التي تواجهها المشروعات في الحصول على مصادر تمويلية طويلة الأجل، حيث تشير بعض الدراسات التي تمكنا من الحصول عليها في هذا المجال إلى أن المشروعات الصغيرة تواجهها صعوبات في الحصول على احتياجاتها من مصادر التمويل طويلة الأجل أكثر من المشروعات الكبيرة، (Lean and Tucker, 2001; OECD, 2006; Zhao et al, 2006) (حسن، 1999)؛ وذلك يرجع إلى الأسباب التالية (حسن، 1994؛ 1999)؛ (Sánchez and Martín, 2005; Zhao et al, 2006)
- سهولة حصول المشروعات الكبيرة على التمويل طويل الأجل، سواء في صورة أموال مملوكة، أو في صورة قروض طويلة الأجل، بالمقارنة بالمشروعات الصغيرة؛

- في حالة عدم كفاية التمويل طويل الأجل في المشروعات الكبيرة لتغطية الاحتياجات التمويلية طويلة الأجل، فإنه يسهل تبرير ذلك بأن الشركة تتبع سياسة تمويلية جريئة (أو تميل إلى المخاطرة) عن طريق تمويل احتياجاتها طويلة الأجل من مصادر تمويل قصيرة الأجل؛

- عدم تماثل المعلومات بالنسبة لشركات الصغيرة ومقدمي التمويل (المصارف أو الأسواق المالية) على سبيل المثال، بسبب صغر حجمها وتاريخها القصير، وارتفاع تكلفة المعلومات، يجعل من هذه الشركات أكثر مخاطر من نظيرها الأكبر حجماً؛
- نقص الضمانات بالنسبة للشركات الصغيرة، التي تخفض من مخاطر عدم تماثل المعلومات لمقدمي التمويل، وتضمن لهم حقهم.

أما بالنسبة لشركات قطاع الصناعة في ليبيا فإنها تمر بمرحلة تحول جوهرية تتمثل في إعادة هيكلة القطاع بعد صدور قرار أمانة اللجنة الشعبية العامة (رئاسة الوزراء حالياً) رقم (313) بشأن إعادة هيكلة القطاع العام، كواحدة من المراحل المتكاملة للإصلاح الاقتصادي الشامل (أمانة اللجنة الشعبية العامة، 2003)، وذلك في ظل حقيقة واضحة وهي معانات العديد من شركات القطاع العام، وخاصةً قطاع الصناعة، من مشكلات متعددة الجوانب والاتجاهات الإنتاجية والتسويقية والفنية و المالية والإدارية (الفيتوري، 2004)، الأمر الذي جعل القطاع المذكور مجالاً خصباً ومتسعاً للدراسات العلمية والميدانية، بالإضافة إلى الكثير من الجدل والنقاش على مختلف المستويات في محاولات مخلصه وجادة لإنقاذ الشركات الخاسرة أو المتعثرة، وتتمثل أهم المشكلات والصعوبات التي يواجهها قطاع الصناعة في ليبيا في الآتي:

- معانات الشركات الليبية من خلل واضح في هيكلها التمويلية، وهذه المشكلة من المشاكل التي تقف في طريق تلك الشركات وتحد من إمكانية نجاحها في تحقيق مستهدفاتها (الجهمي وآخرون، 1992؛ الحصادي، 2002؛ بوفرنه وآخرون، 2007)؛

- الافتقار إلى مصادر التمويل، ونقص الإمكانيات المالية (الجريدي، 2000)؛
- عدم القدرة على تحقيق عائد من ناحية وتباين معدلات العائد من ناحية أخرى (القرقوري، 2001)؛

- تدني الطاقة الإنتاجية عن المستهدف والناجثة عن سوء الإدارة، وضعف الهياكل المالية، ونقص السيولة (طلبة وافخيمة، 2004)؛
  - تضخم أرصدة الديون قصيرة الأجل في الهياكل التمويلية لهذه الشركات وبالأخص أرصدة السحب على المكشوف مما سبب عدم توازن هيكلها المالي (جهاز المراجعة المالية، ديوان المحاسبة حالياً، 2002؛ الحصادي، 2002؛ الفرجاني، 2004)؛ (Buferna et al., 2005a)
  - عدم مراعاة مبدأ الملاءمة أو التطابق عند استخدامها للتمويل والذي يقضي بضرورة التطابق بين عمر الدين وعمر الأصول المستثمر فيها من قبل الشركة (Buferna et al., 2005a).
- كما بين (بوفرنه، 2007) أن مشكلة الديون المتعثرة في المصارف الليبية بسبب عدم قدرة الشركات على سداد الديون أو أقساطها في الأجل المحدد، يمكن إرجاعها إلى استخدام الديون قصيرة الأجل التي تحصل عليها الشركات من المصارف في شراء الأصول طويلة الأجل.
- مما تقدم يمكن القول أن المشاكل التمويلية التي تواجهها الشركات الصناعية في ليبيا لا ترجع إلى إتباع الشركات الليبية لسياسة تمويلية جريئة بقدر ما ترجع إلى قصور في تخطيط الاحتياجات التمويلية أو إلى صعوبة الحصول على التمويل طويل الأجل وخاصة في صورة أموال مملوكة (كراس مال) أو قروض طويلة الأجل، هذا بدوره قد يكون له أثر على تدني معدلات العائد والنمو بهذه الشركات.
- عليه فإن مشكلة الدراسة تكمن في أن الشركات الصناعية الليبية تعاني من وجود فجوة تمويلية متمثلة في "عدم كفاية التمويل طويل الأجل المتاح للشركات لتغطية الاحتياجات التمويلية طويلة الأجل"، قد تؤثر تأثيراً بالغاً على أرباح ونمو هذه الشركات.

### 3.1 أهداف الدراسة:

- تهدف هذه الدراسة إلى ما يلي:
- قياس الفجوة التمويلية وبيان أثارها على كل من الربحية والنمو بصورة عامة، يتطلب ذلك مراجعة أدبيات الدراسة بصورة عامة وتكوين إطارها النظري؛

- الحصول على دليل عملي من واقع البيئة المحلية فيما يتعلق بالاستنتاجات النظرية للدراسة، يتطلب ذلك صياغة فرضيات الدراسة، وتجميع البيانات اللازمة لاختبار هذه الفرضيات من الشركات موضع الدراسة.

#### 4.1 أهمية الدراسة :

- تبرز أهمية الدراسة من الموضوع الذي تطرحه والأهداف التي تسعى إلى تحقيقها، والأسلوب الإحصائي المستخدم فيها، وبشكل عام، فإن النقاط التالية تبرز أهمية هذه الدراسة:
- أولاً: من حيث الموضوع:

- تكتسب هذه الدراسة أهميتها من خلال تناولها لموضوع حيوي وأساسي يتعلق بتنمية القطاع الصناعي وقضية التمويل بشكل عام والفجوة التمويلية بشكل خاص، كموضوع مهم في هذه التنمية وفي الحقل الاقتصادي عموماً، حيث يعتمد نجاح التنمية الصناعية بشكل أساسي على قدرة المشاريع على التطور والنمو، ويعتبر التمويل الصناعي من العناصر الهامة والرئيسية التي تساعد المشاريع الصناعية على النمو، وتزداد أهمية التمويل عندما يكون مبنياً على أساس علمي؛
- تعتبر هذه الدراسة من خلال ما تمكن الباحث الوصول إليه من أوائل الدراسات التي تناولت وبشكل علمي موضوع الفجوة التمويلية وإبعادها بالمؤسسات الصناعية العامة بليبيا، وبالتالي فإن ندرة الدراسات التي أجريت في ليبيا حول موضوع الفجوة التمويلية تزيد من أهمية هذه الدراسة؛
- تأتي هذه الدراسة في الوقت الذي تزداد فيه المطالب والتوجهات نحو الخصخصة في ليبيا، ومشاركة القطاع الخاص في عملية تنمية الاقتصاد الوطني، بعد أن أثبت القطاع العام في ليبيا فشله منفرداً بالنهوض بعملية التنمية الاقتصادية؛
- تعتبر هذه الدراسة إضافةً لإثراء الدراسات العلمية في مجال الإدارة والمحاسبة والاقتصاد، حيث قد تشكل حافزاً لباحثين آخرين، لإجراء المزيد من الدراسات حول موضوع الفجوة التمويلية وأثارها على أداء الشركات الصناعية، وبالتالي أثارها على التنمية الاقتصادية بليبيا، مما يجعل الصورة أكثر وضوحاً أمام متخذي القرارات.

### ثانياً: من حيث الأهداف التي تسعى إلى تحقيقها:

- تتبع أهمية هذه الدراسة من خلال الهدف الأول إلى التعرف على واقع التمويل الصناعي في ليبيا من خلال حساب الفجوة التمويلية بشكل كمي بوصفها إحدى المشاكل التي تواجهها الشركات الصناعية في ليبيا، والتي قد يكون لها دوراً رئيسياً في التأثير على أداء هذه الشركات من حيث ربحيتها ونموها؛
- وتتبع أهمية هذه الدراسة من خلال الهدف الثاني والتي تسعى من خلاله إلى اختبار مدى جوهرية تأثير الفجوة التمويلية على كل من الربحية والنمو بالشركات موضع الدراسة، حيث يفيد التعرف على هذا الأثر بالشركات الليبية إن وجد في اتخاذ القرارات، المتعلقة بتخطيط الربحية والنمو من خلال التنبؤ بالفجوة التمويلية، وكذلك تخطيط هيكل رأسمالها بما يعظم أرباحها ونموها ويذني خطرها لضمان استمرارها.

### ثالثاً: من حيث الأسلوب الإحصائي المستخدم:

تكتسب هذا الدراسة أهميتها أيضاً من خلال اعتمادها على استخدام الطريقة الحديثة والأكثر تطوراً لتحليل السلاسل الزمنية، حيث أن استخدام الطرق القياسية التقليدية أصبح محل شك من قبل المهتمين والباحثين، بسبب أن معظم المتغيرات في البحوث الاجتماعية غير مستقرة في مستوياتها، وأن استخدام هذه الطرق التقليدية في تحليل المتغيرات التي تعاني من خاصية عدم الاستقرار قد تؤدي إلى نتائج زائفة، مما يقلل من مصداقية هذه النتائج في التحليل الإحصائي، لذا فإنه من الأهمية بمكان تحديد أولاً ما إذا كانت المتغيرات موضع الدراسة مستقرة في مستوياتها أو عند حساب الفروق، ويمكن تحديد ذلك من خلال إجراء اختبار جذر الوحدة (اختبار استقرار المتغيرات) (فياض والمجبري، 2003: 44)، ثم بعد ذلك يتم استخدام طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية في إجراء انحدار المتغير المستقل على التابع.

### 5.1 منهجية الدراسة :

اعتمدت الدراسة على المنهج العلمي الحديث في المحاسبة، وهو المنهج الذي يتكون من ثلاثة عناصر رئيسية هي : الاستنباط والاستقراء والتجريب، وهو أيضاً المنهج الذي اعتمده مجلس معايير المحاسبة المالية في الولايات المتحدة الأمريكية منذ نشأته عام 1973م، وذلك من خلال إتباعه للخطوات التالية:

- مراجعة أدبيات الدراسة الخاصة بالفجوة التمويلية، وكيفية قياسها، وآثارها على كل من الربحية والنمو بصورة عامة؛
- تكوين الإطار النظري للدراسة، بالاعتماد على مراجعة أدبياتها، بمعنى آخر تحديد متغيرات الدراسات المختلفة وتسميتها وتحديد العلاقة بينها، وبيان كيفية قياسها وتأثيرها على المتغيرات التابعة (الربحية والنمو) بصورة عامة؛
- دراسة الإطار النظري في ضوء خصائص البيئة المحلية وخبرة الباحث الشخصية فيما يتعلق بالتعرف على أثر الفجوة التمويلية في الربحية والنمو بالشركات الصناعية اليبية، بمعنى آخر صياغة فرضيات الدراسة (أو الاستنتاجات النظرية)؛
- الاعتماد على القوائم المالية للشركات اليبية العاملة في صناعة المواد الغذائية والواقعة إدارتها بمدينة بنغازي وطرابلس لتجميع البيانات اللازمة لاختبار فرضيات الدراسة، ومن ثم تصنيف وتبويب وتحليل هذه البيانات باستخدام الطرق الإحصائية المناسبة، وصياغة النتائج (والاستنتاجات العملية)؛
- بعد صياغة الفرضيات واختبارها (الاستنباط)، يقوم الباحث بمقارنة نتائج التحليلات الإحصائية (النتائج العملية للدراسة)، باستنتاجاتها النظرية (فرضيات الدراسة)، فإذا كانت النتائج العملية للدراسة تؤيد استنتاجاتها النظرية فإن الباحث يكون قد أضاف دليلاً عملياً من واقع البيئة المحلية (الدراسة التطبيقية) تؤيد ما ورد في أدبياتها، وعند الاختلاف فإن الباحث يجب أن يبين الأسباب التي يحتمل أن تقف وراء ذلك من وجهة نظره.

### 6.1 مجتمع الدراسة:

يتكون مجتمع الدراسة من إجمالي الوحدات الإنتاجية العامة، والعاملة في إنتاج المواد الغذائية، والمراد خصصتها، والصادر بشأنها قرار اللجنة الشعبية العامة رقم (313)، سنة 2003، بخصوص اعتماد برنامج إعادة هيكلة هذه الشركات (توسيع قاعدة الملكية)، والتي يبلغ عددها (54) وحدة إنتاجية مقسمة إلى (8) شركات.

### 7.1 عينة الدراسة:

تضم عينة الدراسة جميع الوحدات الإنتاجية التي تقع إدارتها في مدينتي بنغازي أو طرابلس، وتطبق عليها شروط الدراسة والمدة، وذلك نظراً لإمكانيات الباحث، بالإضافة إلى أن مدينتي بنغازي وطرابلس، هما أكبر مدن ليبيا ويقع فيها معظم الإدارات العامة للوحدات الإنتاجية، حيث يبلغ عدد الشركات التي تقع إدارتها بمدينتي بنغازي أو طرابلس (7) شركات من أصل (8) شركات، وتضم (48) وحدة إنتاجية من أصل (54) وحدة.

### 8.1 طريقة تجميع البيانات والفترة التي تغطيها:

تم الاعتماد على القوائم المالية المنشورة لشركات عينة الدراسة خلال الفترة من (1986) إلى (2003) لتجميع البيانات اللازمة للجزء العملي للدراسة.

### 9.1 طريق تحليل البيانات:

لغرض تحقيق أهداف الدراسة واختبار الفرضيات تم بيان طرق التحليلات الإحصائية المستخدمة بالتفصيل في الفصل الثالث.

يستعرض الفصل الثاني أدبيات الدراسة ويكون إطارها النظري ويضع فرضياتها، كما تناول الفصل الثالث والأخير طريقة تجميع البيانات اللازمة للجزء العملي للدراسة وتحليلها إحصائياً وصياغة النتائج والتوصيات.

## الفصل الثاني

### الفجوة التمويلية وعلاقتها بالربحية والنمو

يتناول هذا الفصل مراجعة أدبيات الدراسة الخاصة بالفجوة التمويلية وعلاقتها بالربحية والنمو، كما يستعرض بعض الدراسات التطبيقية ذات العلاقة بالدراسة، ويكون إطارها النظري ويصيغ فرضياتها.

#### 1.2) الربحية والنمو:

يتناول هذا الجزء من الدراسة الربحية ومفهومها وتحليلها في المشاريع الصناعية، وكذلك النمو ومفهومه في المشروع الصناعي وتحليله وقياس معدلاته بالمشروع الصناعي.

#### 1.1.2) الربحية:

على الرغم من اختلاف محددات النشاط الاقتصادي باختلاف النظم الاقتصادية من مجتمع لآخر وعلى الرغم من اختلاف طبيعة الملكية خاصة وعامة، بالتالي اختلاف الأهداف وأهميتها النسبية، يظل للربحية دورٌ في قياس كفاءة المشروعات والمفاضلة بين البدائل المتاحة أمامها في مجالات النشاط المختلفة (الحاج وحسن، 2000؛ جمعة، 2000؛ الصميدعي ويوسف، 2006).

لذلك فإن الربحية تظل دائماً معياراً لقياس تأثير مختلف السياسات التي تحددها الإدارة وتتبعها تلك المشروعات، ومن بينها سياسات تحديد الهيكل المالي والإنتاجي والتسويقي.. الخ، فإن كانت كفاءة التشغيل تحدد مستوى الربحية في مرحلة من مراحل النشاط في المشروع، فإن كفاءة التمويل تحدد مستوى الربحية الذي سيؤثر بشكل مباشر على معدل عائد الملاك كأحد المعايير الرئيسية للحكم على مدى نجاح الإدارة (محمد، 1992؛ الحصادي، 2005).

لذلك وباعتبار الربح أهم الأهداف التي تسعى الوحدة الاقتصادية إلى تحقيقها، فإن عملية تخطيط الربحية في المشاريع الصناعية يعتبر أحد المواضيع المهمة التي تساهم في عملية زيادة الإنتاج وتحسين الجودة الصناعية، مادام الهدف الأساسي من زيادة الإنتاج وتحسين الجودة الصناعية هو تحقيق أعلى مردود اقتصادي (منسي، 2000؛ خريوش والعبادي، 2005).



### 1.1.1.2) مفهوم الربحية في المشاريع الصناعية:

يعرف الربح من جهة النظر الاقتصادية بأنه "مكافأة عنصر التنظيم لقاء قيامه بمزج عناصر الإنتاج الأخرى (العمل، رأس المال، الأرض، المواد الأولية) بهدف إنتاج السلع والخدمات" (عبدالله، 1999، ص 321؛ الحاج وحسن، 2000، ص 162؛ الحياي، 2004، ص 146).

وتختلف قدرات المنظمين في إمكانية ضمان الاستخدام الأمثل لتلك العناصر نتيجة لعدة اعتبارات، تتعلق بالعوامل الداخلية والخارجية للمشروع أو المنظمة، وتعد العوامل البيئية الخارجية المحيط بالمنظمة الأكثر تأثيراً (عبدالله، 1999؛ الحاج وحسن، 2000؛ الحياي، 2004).

ولو نظرنا إلى الحياة الواقعية في مجتمعنا لوجدنا أن الربح مازال هو المقياس الذي يستخدم على نطاق واسع للحكم على كفاءة المشروعات، يضاف إلى ذلك أن هذا المعيار يستخدم كأساس للاختيار بين البدائل من المشروعات الجديدة أو التوسع المزمع القيام به (الصميدعي ويوسف، 2006)، ولكن الربح الذي يستخدم حالياً للحكم على كفاءة المشروعات وإدارتها هو الربح المحاسبي، ويقصد بالربح المحاسبي ذلك الربح الذي يظهر في القوائم المالية الخاصة بالمشروع، وهذا الربح هو في الحقيقة محصلة لعدة مصادر هي، الربح الدفترى والربح الاحتكاري والربح الأبتكاري ؛ وربح عدم التأكد (الحاج وحسن، 2000؛ الحياي، 1991؛ 2004).

إن الربح المحاسبي بشكله الحالي لا يمكن اعتباره مقياساً موضوعياً وسليماً للحكم على كفاءة المشروع، فرغم ظهور هذا الربح فإن المشروع موضع البحث قد يكون خالياً تماماً من الكفاءة، أي أن هذا الربح قد يكون أخذاً في الارتفاع من سنة لأخرى، رغم اتجاه كفاءة المشروع إلى التدهور، وبالعكس من ذلك فقد يفشل المشروع في تحقيق الربح المحاسبي رغم كفاءته، لذلك فإننا عندما نتعامل مع الربح الذي يحققه المشروع، فإننا نتعامل مع الربح الذي تظهره القوائم المالية. إلا أنه يهمننا من هذا الربح ذلك الجزء الذي يتحقق نتيجة تطبيق الابتكارات أو الاختراعات أو التجديدات المختلفة والتي تؤدي إلى تخفيض التكاليف الحقيقية للوحدة من السلع والخدمات المنتجة والمباعة. أي بمعنى آخر، يهمننا في ذلك الربح الإبتكاري (الحاج وحسن، 2000).

وبالتالي لابد من تحديد المصادر التي ينشأ عنها هذا النوع من الأرباح الذي يمكن اعتباره معياراً ومقياساً للكفاءة، يعكس السياسات السليمة التي تغطي كل ناحية من نواحي نشاط المشروع، التي من بينها السياسات التمويلية.

إن حجم الأرباح المطلق لا يتعلق فقط بنتيجة الأعمال التي يمارسها المشروع الصناعي، ولكن يتعلق أيضاً بحجم الأنشطة الاقتصادية الأخرى، أي عندما تزداد مبيعات المشروع مثلاً فإن ذلك يؤدي إلى زيادة حجم الأرباح المطلقة، مع افتراض ثبات العوامل الأخرى (الحصادي، 2005).

لهذا ولأجل تقييم الأنشطة المختلفة يستخدم المؤشر النسبي (الربحية) والذي يتحدد على أساس العلاقة بين الأرباح الصافية خلال فترة معينة وحجم المبيعات، أو إجمالي الاستثمار، أو إجمالي حقوق الملكية خلال نفس الفترة، معبرا عنها بنسبة مئوية (لطي، 2007).

ويعتبر مؤشر الربحية أحد أهم المؤشرات الاقتصادية لتحديد مستوى كفاءة المشروع وإدارته، ومن ثم يمكن استخدامه كأداة لتخطيط إنتاج المشروع مستقبلاً.

### 2.1.1.2 تحليل ربحية المشروع الصناعي:

إن برنامج تحليل ربحية المشروعات الصناعية يشتمل على العديد من المجالات، ولكن جرت العادة على تقسيمها حسب اهتمامات الأطراف الذين تعنيهم عملية تحليل هذه المؤشرات، فقد تكون أطرافاً من داخل المشروع كالملاك وإدارة المشروع والعاملين به، وقد تكون أطراف من خارج المشروع كالدائنين والمستثمرين المتوقعين وبعض مؤسسات الدولة الرسمية والمهنية، ولكل منها غاية تسعى إليها من معرفة اتجاه تطور مؤشرات الربحية، باعتبارها مقياساً لقياس نتائج الأداء النهائي.

يعد تحديد الهدف من التحليل أحد أهم برامج تحليل الربحية، وتبرز أهمية هذه التحديد من كونه يحدد اتجاه كل الخطوات الأخرى، ويقصد بتحديد الهدف تحديد كل من (الحيالي، 1991؛ 2004):

- موضوع التحليل: كأن يكون ذلك مثلاً هو تحليل ربحية الأصول أو تحليل العائد على الاستثمار أو غير ذلك؛

- أغراض التحليل: وترتبط أغراض التحليل وأهدافه بالإطراف المستفيدة من التحليل، ذلك أن تحليل كل جانب من جوانب مؤشرات الأداء، وما يتبعها من استخدام أدوات تحليلية ومعايير معينة للقياس، يختلف حسب الجهة التي تقوم بالتحليل. ولأغراض هذه الدراسة سيتم استخدام

- نسبة صافي الأرباح قبل الضرائب، إلى إجمالي الأصول؛
- نسبة صافي الأرباح بعد الضرائب، إلى إجمالي الأصول؛
- العائد على الاستثمار؛
- نسبة صافي الأرباح إلى إجمالي المبيعات؛
- نسبة صافي الأرباح إلى حقوق الملكية؛

يرجع سبب اختيار المؤشرات الأربعة الأولى إلى شيوع استخدامها كمؤشرات للربحية بين المحاسبين والمحللين الماليين وغيرهم من المهتمين بتقييم أداء المشروعات بصفة عامة، أما عن سبب اختيار المؤشر الخامس، فيرجع لأهمية هذا المقياس من وجهة نظر المستثمرين في تقييم كفاءة المشروع، حيث يهتم المستثمرون كثيراً بنسبة العائد على حقوق الملكية (سجيني، 1995؛ الميداني، 2004؛ المرسي واللح، 2006).

## 2.1.2 النمو:

يعتبر النمو من الأهداف الإستراتيجية على مستوى الاقتصاد القومي ومستوى المشروع الواحد، فالنمو (الحقيقي) على مستوى الاقتصاد القومي يعتبر هدفاً إستراتيجية لأنه يؤدي إلى خلق فرص جديدة للعمل، ويرفع من معدلات الإنتاج الوطني، ويزيد الدخل القومي، ويحسن مستوى المعيشة للأفراد في المجتمع (جمعة، 2000).

على مستوى المشروع، تهتم كافة الفئات ذات العلاقة بالمشروع بالنمو لأسباب مختلفة، نورد على سبيل المثال بعض أهم هذه الفئات ذات العلاقة بالمشروع وأسباب اهتمامها بالنمو (الميداني، 2004):

- الموظفون: يهتمون بالنمو لأنه يفتح لهم أفقاً جديدة للتدرج والزيادة في الرواتب، والتوسع في المشروع قد يؤدي إلى خلق وظائف جديدة، وأحياناً إلغاء وظائف قائمة، بتوسيع الهيكل التنظيمي أفقياً أو عمودياً؛
- المديرين: يهتمون بالنمو لما يعنيه ذلك من زيادة في الرواتب والتعويضات والمكافآت في نهاية السنة؛
- المساهمون: يهتمون بالنمو لأنه يعني في النهاية زيادة العائد على استثماراتهم في الأسهم، أي زيادة الأرباح الموزعة على المساهمين، وبالتالي تحسين سعر أسهمها في السوق.

### 1.2.1.2) مفهوم النمو:

يعرف النمو على أنه "مقدار التوسع والتقدم الذي يحققه المشروع على مر الزمن" (الميداني، 2004، ص 153)، ويعرف كذلك "بأنه هو معدل النمو في المبيعات والموجودات والدين وحقوق الملكية الذي يمكن الإبقاء عليه إلى مالا نهاية دون محاولة من الإدارة لتغيير العلاقة بين الدين وحقوق الملكية أو معدل الأرباح الموزعة" (جالنجر، 2001، ص 40) وفي تعريف آخر للنمو بأنه "وظيفة إستراتيجية، تشكلها السياسات المحددة لحجم استثمار الأرباح الغير موزعة وهيكل رأس المال" (بن ساسي، 2008، ص 34)، وتتحدد غايته في إنهاء الطاقات المتاحة الكلية للمنظمة، وبهذا الخصوص يمكن التعبير عن إستراتيجية التطوير والانتساع في شكل معدل النمو، مما يتيح الفرصة لإعادة تشكيل الهيكل المالي.

ويعرف البعض الآخر النمو على أنه "تحسين في قدرات النظام حتى يستجيب للبيئة في تحقيق أهداف محددة" (جمعة، 2000، ص 122)، ومن هنا يجب على رجل الإدارة المالية أن يعمل من أجل بسط الرقابة على سلوك وأداء المنظم.

### 2.2.1.2) تحليل نمو المشروع الصناعي :

مصطلح النمو من وجهة نظر تحليلية له عدة صفات، اقتصادية، وتجارية، وفنية، ومالية وإدارية، أيضاً في إطار أشكال النمو يمكن التمييز بين النمو الخارجي والمتمثل في الاندماج، والاحتواء، والمشاركة في رأس المال، وإنشاء الفروع، والاقتراض متوسط وطويل الأجل. والنمو الداخلي والمتمثل في زيادة الإنتاج، وحجم الأعمال، والاستثمارات، ورؤوس

الأموال الخاصة، والقيمة السوقية، وأرباح الأسهم والأرباح المحققة" (جمعة، 2000؛ الميداني، 2004؛ بن ساسي، 2008).

يترتب على ما سبق أن النمو يغطي حقائق مادية عديدة وهذا يكشف عن تعدد المعايير الممكنة لقياس النمو، ولكنة في جميع الأحوال نرى أن النمو نتيجةً لمنطقية للإدارة الجيدة والتي تمكن المنظمة من تطوير نفسها بفضل قواها المتاحة، لذلك فإن إمكانية النمو تمثل فرضاً ذا فائدة متنامية، وبهذا الخصوص يلزم عند تحليل النمو في المشروعات الصناعية أن نأخذ في الحسبان ضرورة تحديد النمو في قيم نقدية والتي قد لا تؤدي إجبارياً إلى النمو في صورته الحقيقية (جمعة، 2000).

ولدراسة نمو المشروعات نقوم بحساب معدلات النمو للمتغيرات ذات الأهمية التمويلية مثل المبيعات، والأرباح المحققة، والأرباح الموزعة على المساهمين، وسعر السهم في السوق (الميداني، 2004).

### 3.2.1.2 قياس معدلات النمو بالمشروع الصناعي:

تقاس معدلات النمو في دراسات الهيكل التمويلي بنسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية أو بالنسبة المئوية للتغير في إجمالي بنود الميزانية (بوفرنه، 2006). ونتيجة لعدم وجود سوق مالي ثانوي في ليبيا فإنه لا يمكن قياس النمو بالطريقة الأولى، ولهذا السبب سوف يتم قياس النمو في هذه الدراسة باستخدام الطريق الثانية وهي النسب المئوية للتغير في إجمالي بنود الميزانية، وقد استخدم هذا المقياس في عدة دراسات مشابهة (محروس، 1994؛ 1999؛ بوفرنه، 2006)؛ (Al-Sakran، 2001).

### 2.2 التمويل والفجوة التمويلية:

يعرف هذا المبحث التمويل وبيبين محددات الاختيار بين مصادره المختلفة، كما يبين مفهوم الفجوة التمويلية وعلاقتها بالربحية والنمو.

## 1.2.2) التمويل:

ابتداءً لابد من القول أن اختيار أسلوب تمويل الاستثمارات له علاقة وثيقة بقرار الاستثمار في المشروع الاقتصادي (الزبيدي، 2006)، ويعتمد أسلوب التمويل على مصادر التمويل المتاحة وكلفة هذه المصادر.

يمكن تعريف مصادر التمويل "بأنها مجموعة الوسائل والأساليب والأدوات التي تستخدمها إدارة المشروع للحصول على الأموال اللازمة لتغطية نشاطاتها الاستثمارية والجارية" (ال شبيب، 2007، ص 197)، وعلى هذا الأساس فإن تحديد مصادر تمويل المشروع يعتمد على المصادر المتاحة في الأسواق والبيئة المالية التي يقع فيها، وكلفة المصدر المقترح مقارنة بالمصادر البديلة، وكذلك مع العائد على الاستثمار ومدى ملاءمة مصادر التمويل للاستثمارات المقترحة، وفترة التسديد وعلاقتها بالتدفقات النقدية المتوقعة والقيود التي تفرض على عمليات التمويل وخاصة الخارجي منها (مطر، 2006).

الهدف من الحصول على مصادر التمويل هو لسد احتياجات المشروع من الأموال لتغطية تكلفة الاستثمارات الجديدة للمشروع، وقد تكون مصادر التمويل داخلية أو خارجية أو حسب فترة التمويل أي عن طريق التمويل طويل أو قصير الأجل، وذلك من خلال إعداد الخطة المالية التي تعد ترجمة لسياسة المشروع المالية خلال فتره مالية قادمة، ويعبر عنها بشكل جداول وبيانات تعتمد على التنبؤ والتقدير للتكاليف والإيرادات للفترة المالية القادمة وتهدف هذه الخطة إلى تحديد الموارد اللازمة لتمويل الاستثمارات والدورة التشغيلية للمشروع، وتحديد مصادر التمويل، والتنبؤ بالمتغيرات المالية قصيرة وطويلة الأجل (ال شبيب، 2007)، حتى يتم تحقيق التوازن المالي بين الربحية ودرجة السيولة أي العائد النقدي وبين درجة الخطر المالي وبعد تحديد الاحتياجات المالية للمشروع يقوم المدير المالي بالبحث عن مصادر التمويل، وجرى العادة على تقسيم مصادر التمويل إلى مصدرين أساسيين هما: مصادر التمويل قصيرة الأجل ومصادر طويلة الأجل، إن سبب هذا التصنيف يعود إلى اختلاف التكاليف، والهدف من المصدرين وارتباطهما بطبيعة الاستثمارات وفترة المشاريع المنفذة، ويفضل اختيار مصادر التمويل بشكل يتناسب مع طبيعة الاستثمارات المقترح تنفيذها، فمصادر التمويل قصيرة الأجل تستخدم في الاستثمارات قصيرة الأجل، وتستخدم مصادر التمويل طويلة الأجل لتمويل الاستثمارات طويلة الأجل والتي تزيد مدتها عن السنة

(الجزيري، 2003)، وبناءً على القاعدة المالية الفائلة بضرورة تحقيق التوازن بين مدة الاستثمار ومدة التمويل، فإنه لا بد من تمويل الاستثمارات قصيرة الأجل بأموال مؤقتة أي قصيرة الأجل وتمويل الاستثمارات طويلة الأجل أي الثابتة بأموال دائمة أو طويلة الأجل، آخذين بعين الاعتبار الاحتياجات الدائمة للمشروع من الأصول المتداولة، إن تطبيق هذه القاعدة تحقق للمشروع الاقتصادي الفوائد التالية (كراجه وآخرون، 2006؛ ال شبيب، 2006؛ 2007) :-

- تخفيض تكاليف رأس المال المستثمر إلى أدنى حد ممكن ؛
- توفير السيولة النقدية اللازمة والكافية لتسديد الالتزامات المالية المترتبة على تنفيذ هذه الاستثمارات ؛
- تحقيق الاستخدام الأمثل للموارد المالية من خلال عدم السماح بوجود أموال فائضة غير مستغلة في المشروع وذلك للمحافظة على معدل عائد مرتفع على رأس المال المستثمر، وعدم اللجوء إلى طلب التمويل بصورة متكررة وإرباك الحسابات بتسديدات قصيرة الأمد تعود إلى استثمارات طويلة الأجل خاصة إذا كانت الاستثمارات الطويلة ممولة بالتزامات قصيرة الأجل.

### 1.1.2.2 محددات الاختيار بين مصادر التمويل:

عندما تقرر المؤسسة نوعية الأصول التي ترغب باقتنائها فإنها تقيم مختلف مصادر التمويل المحتملة على ضوء الاعتبارات التالية (خريوش، 1999؛ مطر، 2006؛ ال شبيب، 2007)

- حجم الأموال التي تحتاجها المؤسسة والفترة الزمنية التي سيتم توظيف هذه الأموال خلالها؛
- توافق مصادر الأموال لأوجه استخدامات توظيف هذه الأموال ؛
- تكلفة التمويل مقارنة مع معدل التكلفة السائد ومع عائد الاستثمار المتوقع ؛
- تزامن أجل التسديد مع أجل التدفقات النقدية المتوقع تحقيقها من تشغيل الموجودات الممولة؛

- القيود التي يفرضها الممولون على المؤسسة المقترضة، كشرط عدم الاقتراض الإضافي، أو عدم توزيع الأرباح، أو المحافظة على معدلات محددة من النسب المالية طيلة فترة الاقتراض.

### 2.1.2.2) المبادئ الأساسية في مجال التمويل:

يعتبر قرار التمويل من أهم القرارات التي يتوجب على الإدارة اتخاذها كي تضمن للمنشأة الاستمرارية والنجاح، ومما لا شك فيه أن ترشيد هذا النوع من القرارات يتوقف على طبيعة ونوعية المعلومات المتوفرة للمدير المالي، ومدى كفاءته في الاستفادة من هذه المعلومات، وفقاً للأسس العلمية في اتخاذ هذا القرار (مطر، 2003)، فعلى المدير المالي قبل أخذ قرار التمويل مراعاة المبادئ العامة للتمويل، وهي بالإضافة إلى معدل الفائدة والقيمة الزمنية للنقود هناك أيضاً مبدئين آخرين يتعلق الأول بالسيولة والربحية والثاني بالملاءمة (ويستون وبرجام، 2003: 28).

#### 1.2.1.2.2) المبدأ الأول – السيولة والربحية:

يتمثل هذا المبدأ في هدفي السيولة والربحية، فالمأزق الذي يقع فيه المدير المالي لتحقيق هدف الإدارة المالية، وهو تعظيم قيمة المشروع الحالية، هو تأثير هدفي السيولة والربحية، حيث تتحقق ربحية المشروع من خلال تشغيل أصول المشروع بكفاءة، أما السيولة فتتحقق من خلال الكفاءة في إدارة عناصر رأس المال، وفي قدرة المشروع في الحصول على التمويل القصير الأجل والطويل الأجل (النعيمة والخرشه، 2007).

فالسيولة ضرورية لوفاء المشروع بالتزاماته وتقادي مشكلات خطر الإفلاس والتصفية إن لم تتوافر السيولة ولو لفترة قصيرة، وفي نفس الوقت، فإن زيادة السيولة عن الحاجة قد يؤدي إلى تخفيض الأرباح نتيجة توظيف المشروع لجزء من أمواله في استثمارات ذات عوائد منخفضة.

والربحية ضرورية لقدرة المشروع على البقاء والاستمرار، لأن الخسارة المستمرة ستؤدي إلى تلاشي حقوق الملاك وبدء التهديد لحقوق الدائنين، وهو أمر غير مقبول منهم، وستؤدي بهم إلى التوقف عن مد المشروع بأي تمويل جديد والعمل على تقليص التمويل القديم حيث أمكن، ولتحقيق الربحية يسعى المشروع لتوظيف أكبر قدر ممكن من أمواله في



استثمارات ذات عوائد مرتفعة الأمر الذي يتعارض بشكل عام مع هدف السيولة (الجزيري، 2003).

وعلى أية حال فإن تحقيق الهدف الأساسي للمشروع، وهو زيادة قيمته الحالية، يتطلب الملاءمة بين هدفي السيولة والربحية، الأمر الذي يضيف بعداً جديداً إلى وظيفة المدير المالي في المشروع، وهو التوفيق بين الهدفين المتناقضين، خاصةً أن أسباب التناقض بين السيولة والربحية تعود إلى أن تحقيق أحدهما سيكون على حساب التضحية بشيء من الآخر، فزيادة السيولة تعني زيادة الأصول التي لا تحقق عائداً عالياً، وهذا يتعارض مع هدف الربحية وهدف زيادة القيمة الحالية للمشروع، كما أن الزيادة في الربحية تتطلب مزيداً من الاستثمار في الأصول الأقل سيولة، وهذا نفسه يتعارض مع هدف السيولة، ويعرض المشروع لمخاطر أكبر (النعمي والخرشه، 2007).

مما تقدم نخلص إلى القول، بأن السيولة والربحية هدفان متلازمان لكنهما متعارضان، لذا يجب على المدير المالي إعطاء عناية خاصة للموازنة بين هذين الأمرين، وللأثر السلبية الكبيرة الممكن أن تنشأ عن عدم الموازنة بينهما، وذلك من خلال مراقبة دقيقة للتدفقات النقدية الداخلة والخارجة، حتى لا تكون هناك سيولة زائدة، وفي نفس الوقت عليه أن يوجه استثماراته إلى الغايات الأساسية التي قام المشروع من أجلها دون المبالغة في التوسع على حساب السيولة.

ومن المناسب الإشارة هنا إلى أنه ليس هناك تلازم دائم بين السيولة والربحية، إذ قد يتحقق كلاهما معاً فتكون ربحية المشروع مرتفعة وسيولته جيدة، أو تتحقق أحدهما دون الأخرى فتكون ربحية المشروع مرتفعة، ومع ذلك قد يعاني المشروع من أزمة سيولة، والعكس قد يكون صحيحاً (عقل، 2000).

#### 2.2.1.2.2 المبدأ الثاني – الملاءمة:

يتمثل هذا المبدأ في الملاءمة، حيث يركز عامل الملاءمة في ضرورة وأهمية الوصول إلى التوازن الأمثل بين كل من جانبي الميزانية الأصول والخصوم أو الاستخدامات والمصادر (محمد، 2001)، حيث أن لهذا التوازن أثر مباشر على تحقيق هدف السيولة والربحية للمشروع، وذلك على اعتبار أن كلاً من استخدام الأموال ومصادرهما تنقسم داخلياً

من حيث التوقيت الزمني إلى طويل الأجل وقصير الأجل، فاستخدامات الأموال تتمثل في الأصول الثابتة والمتداولة، ومن جهة أخرى فإن مصدر الأموال تنقسم إلى مصادر طويلة الأجل والتي تتمثل في مكونات هيكل رأس المال أي الأموال المملوكة والأسهم الممتازة والقروض طويلة الأجل، وأن المصادر قصيرة الأجل تتمثل في القروض قصيرة الأجل والموردين والدائنين... الخ (الميداني، 2004).

وهناك اتفاق على أن الاستخدامات قصيرة الأجل والتي تتمثل في الأصول المتداولة ليست كلها استخدامات قصيرة الأجل ولكن هناك جزء منها يمكن أن يطلق عليه رأس المال العامل الدائم، والذي يعني " ذلك القدر من الأموال اللازم لإنتاج السلع والخدمات الضرورية لإشباع الطلب في أدنى نقطة له " (الجزيري، 2003؛ الميداني، 2004؛ النعيمي وآخرون، 2007).

ويتميز رأس المال العامل الدائم بان قيمته تظل بصفة دائمة بالمشروع وبالتالي لا يتمكن الموردون أو الدائنون من استرداد الأموال المستثمرة فيه إلا عند تصفية المشروع، أي أن رأس المال العامل الدائم يمثل الحد الأدنى للأصول المتداولة التي يحتفظ بها المشروع بشكل مستمر، وعلى هذا الأساس ولتحقيق التناسق بين التدفق النقدي الداخل والتدفق النقدي الخارج ووفقاً لمبدأ الملاءمة فإن الاستخدامات الدائمة والمتمثلة في الأصول الثابتة والحد الأدنى من الأصول المتداولة يجب أن تمول من مصادر تمويل طويلة الأجل (محمد، 2001؛ الميداني، 2004)، وأن الاستخدامات المؤقتة والمتمثلة في الأصول المتداولة المؤقتة أو المتغيرة يجب أن يتم تمويلها من مصادر قصيرة الأجل، وهذا ما يمكن أن نطلق عليه منهج التغطية أو الملاءمة في التمويل، والذي يمكن أن يوضحه الشكل التالي :

## الشكل رقم (1-2)

## منهج التغطية في التمويل

الأصول (استخدامات الأموال)	الخصوم (مصادر الأموال)
استخدامات (مؤقتة)	مصادر (مؤقتة)
استخدامات (دائمة)	مصادر (دائمة)

Diagram illustrating the financing coverage approach. The table is divided into four quadrants. The top-left quadrant shows 'Temporary Uses' (استخدامات مؤقتة) and 'Temporary Sources' (مصادر مؤقتة). The top-right quadrant shows 'Temporary Uses' (استخدامات مؤقتة) and 'Permanent Sources' (مصادر دائمة). The bottom-left quadrant shows 'Permanent Uses' (استخدامات دائمة) and 'Temporary Sources' (مصادر مؤقتة). The bottom-right quadrant shows 'Permanent Uses' (استخدامات دائمة) and 'Permanent Sources' (مصادر دائمة). Arrows indicate the flow of funds: a horizontal arrow from 'Temporary Sources' to 'Temporary Uses', a horizontal arrow from 'Permanent Sources' to 'Permanent Uses', a diagonal arrow from 'Temporary Sources' to 'Permanent Uses' labeled (1), and a diagonal arrow from 'Permanent Sources' to 'Temporary Uses' labeled (2).

المصدر: (المركسي واللحج، 2006، ص 252)

إن أي انحراف في تطبيق مبدأ الملاءمة أو منهج التغطية سوف ينعكس بشكل مباشر على هدفي السيولة والربحية ويلاحظ من الشكل رقم (1-2) أن السهم رقم (1) يشير إلى نوع من الانحراف في تطبيق هذا المنهج وهو تمويل الاستخدامات المؤقتة بمصادر تمويل دائمة وهذا الانحراف سوف يؤثر على هدف الربحية في المشروع، وذلك لأن مصادر التمويل الدائمة تتميز بارتفاع التكلفة وأن الاستخدامات المؤقتة تتميز بانخفاض العائد وبالتالي فإن الفرق بين العائد والتكلفة هنا يمثل خسارة للمشروع، ومن جهة أخرى فإن استخدام مصادر دائمة في تمويل استخدامات مؤقتة سوف يجعل لدى المشروع فائضاً من الأموال غير المستغلة مما يقلل من ربحيتها، ويشير السهم رقم (2) إلى نوع آخر من الانحراف في تطبيق منهج التغطية وهو تمويل استخدامات دائمة من مصادر مؤقتة وهذا الخلل سوف يؤثر على السيولة أيضاً، وذلك باحتمال تعرض المشروع للعسر المالي، حيث يحين أجل سداد الالتزامات قصيرة الأجل في نفس الوقت الذي لا يكون الأصل المستخدم فيه هذا المبلغ قد حقق تدفق نقدي داخل يسمح للمشروع بسداد هذا المبلغ.

ويعاب على مبدأ الملاءمة أنه من غير الممكن أن ننظر إلى مصادر الأموال واستخداماتها نظرةً جامدة، بمعنى أنه بالإمكان تخصيص مصدر معين بذاته لتمويل استخدام معين بذاته، حيث أنه يجب النظر إلى الأموال كوحدة متكاملة وليست أجزاءً، ولكن هذا لا يغير من حقيقة أن الاستخدامات الدائمة يجب أن يتم تمويلها عن طريق مصادر الأموال الدائمة، ومن جهة أخرى فكلما زادت نسبة الاستخدامات المؤقتة كلما زادت حاجة المشروع إلى مصادر الأموال قصيرة الأجل، بمعنى ضرورة أن يكون هناك توازن في النسبة بين كلٍ من الاستخدامات الدائمة ومصادر الأموال الدائمة وبين الاستخدامات المؤقتة ومصادر الأموال المؤقتة، وذلك على اعتبار أن المجموع الحسابي لجانبي الميزانية متساوي والواقع أن منهج الملاءمة بالصورة التي سبق عرضها يمثل صورة تكاليف تحتاج عند تطبيقها إلى عددٍ من الافتراضات (الزبيدي، 2006؛ المرسي واللحج، 2006):

- إن الدقة في التوقيت الزمني للتدفقات النقدية الداخلة والخارجة في المستقبل لا يمكن أن تحدث إلا في ظروف التأكد، ولذلك فمن الواجب محاولة الإطالة في مدد الاستحقاق بصورة نسبية عن تواريخ التدفق النقدي الصافي المتوقع مع ملاحظة أن هذه الإطالة تعني زيادة نسبية في التكاليف، ويعني ذلك أن جزءاً من الأصول المتداولة المتغيرة (مطروحاً منها المستحقات وأوراق الدفع، وبافتراض أن المشروع يستفيد باستمرار من الخصم النقدي وتدفع في مدة الخصم) سيتم تمويلها من مصادر طويلة الأجل، وسيدفع المشروع فوائد على الأموال الإضافية في نهاية موسم النشاط، إن لم يكن هناك حاجة إليها.
- إن المشروعات ذات النشاط الموسمي تحتاج إلى الاحتفاظ بقدر أكبر من رأس المال العامل الدائم، بالإضافة إلى توافر فائض من الأموال المملوكة حتى تتمكن من اكتساب ثقة الموردين للحصول على قدر أكبر من الائتمان لفترات تزايد النشاط.
- تؤثر العلاقة بين رأس المال العامل ورأس المال الثابت في ربحية المشروع وفي درجة المخاطر المرتبطة بالقدرة على سداد التزامات (الديون) كما تحددها نسبة التداول.

حيث أنه في ظل الاحتفاظ بأصول متداولة كبيرة مع عدم الاستعانة بمصادر تمويل قصيرة الأجل، تقل درجة المخاطرة بصورة ملحوظة (حيث ترتفع نسبة التداول)، في حين

ينخفض معدل العائد على حقوق الملكية وفي الجانب الآخر، إذا احتفظ المشروع بأقل حد ممكن من الأصول المتداولة والاعتماد على التمويل بالمدىونية قصيرة الأجل، فستكون النتيجة تزايد المخاطرة (حيث تنخفض نسبة التداول) مع احتمال زيادة معدل العائد على حقوق الملكية وإن كان من المتوقع نتيجة ضعف السيولة احتمال انخفاض أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية، وهذا يؤكد على ضرورة رسم سياسة رشيدة لرأس المال العامل، من حيث كمية وطريقة تمويله بالطريقة التي تقلل من المخاطر وتزيد من معدلات العائد على الأصول (المرسى واللحج، 2006).

### 2.2.2 الفجوة التمويلية:

يحاول هذا الجزء من الدراسة من خلال مراجعة الأدب تعريف الفجوة التمويلية والتعرف على الاتجاه العام للعلاقة بين هذه الفجوة وكل من الربحية والنمو.

#### 1.2.2.2 مفهوم الفجوة التمويلية:

ارتبط مفهوم الفجوة التمويلية في أدبيات التمويل بالمشروعات الصغيرة أكثر منه بالمشروعات الكبيرة، وتشير معظم الدراسات التي تمكنا من الحصول عليها في هذا المجال إلى أن الفجوة التمويلية تتمثل في "صعوبة حصول المشروعات الصغيرة على احتياجاتها من التمويل طويل الأجل سواء في صورة رأس مال أو في صورة قروض طويلة الأجل"، والقيود التي تفرضها الفجوة على نمو هذه الشركات والأخطار التي تهدد استمرار هذه الشركات وبالتالي على الاقتصاد ككل (حسن، 1994؛ 1999)

(Lean and Tucker, 2001; OECD, 2006; Zhao et al, 2006)

لا تعتبر قضية الفجوة التمويلية من الموضوعات الحديثة، ولكنها تعود إلى أوائل القرن الماضي، ففي عام 1931 أشارت لجنة ماكميلان في إنجلترا، إلى أن هناك صعوبات تواجه المشروعات الصغيرة في الحصول على التمويل طويل الأجل، وهذا ما اصطلح على تسميته بـ(فجوة ماكميلان)، وجاءت لجنة بولتون (1971) ولجنة ويلسون (1979) لتشرحا بالتفصيل الصعوبات التي تواجه الشركات الصغيرة في الحصول على التمويل بصفة عامة والتمويل طويل الأجل بصفة خاصة

(Knill, 2005, p7; Bannier and Grote, 2008)، وتلت ذلك مجموعة من

الدراسات حولت توصيف الفجوة التمويلية ومن بين أهم هذه الدراسات ما يلي.

- دراسة (Baldwin et al., 2002) التي أشارت أن الفجوة التمويلية تتمثل في عدم كفاية رأس مال المخاطر والمتمثل في رأس المال والديون، وأشار كذلك أن صعوبة حصول الشركات على مصادر خارجية للتمويل طويل الأجل من أموال مملوكة أو قروض طويلة الأجل، له تأثير ضار على تطوير الشركة، ولم يثبت العكس.

• ودراسات كل من

(Schaede, 2005; knill, 2005; Dossani and Desai, 2006) والتي

أشارت إلى أن الفجوة التمويلية توجد بأحد شكلين هما:

- عدم استمرارية التمويل طويل الأجل؛
- عندما تكون تكلفة الحصول على الأموال للمشروعات الصغيرة أعلى منها بالمشروعات الكبيرة.

- دراسة (Bannier and Grote, 2008) لتؤكد على أن الفجوة التمويلية تتمثل في عدم كفاية التمويل متوسط وطويل الأجل.

- ودراسة (Sanchez and Martin, 2005) التي أشارت إلى أن الفجوة التمويلية تتكون بأحد شكلين:

- فجوة المعروض: وهذه الفجوة بسبب محدودية الأموال في السوق أو ارتفاع تكلفتها؛

- فجوة المعرفة: وهذه الفجوة بسبب محدودية المعلومات (عدم تماثل المعلومات) بين المقترض والمقرضين.

- دراسة (Berry et al., 2003) والتي أشارت أن توصيف الفجوة التمويلية للشركات أمراً معقداً لأنها تتعلق بعدة جوانب منها:

- ما يتعلق بافتقار الشركات للأموال المملوكة ويطلق عليها (فجوة ملكية)؛
- ما يتعلق بافتقار الشركات الديون ويطلق عليها (فجوة ديون)؛
- ما يتعلق بالملاءمة أو التطابق في التمويل ويطلق عليها (فجوة المساواة أو التطابق) أي التطابق بين أجل التمويل مع أجل استخدامه؛

○ ما يتعلق بالظروف التي تحكم المعروض من التمويل في السوق واحتياجات الشركات.

- دراسة (Norrman et al.,2008) والتي أشارت إلى أن الفجوة التمويلية تتمثل في عدم التوازن بين عرض وطلب الأموال في الأسواق المالية (فشل السوق).
- دراسات (حسن، 1994؛ 1999) التي أجريت في البيئة المصرية وأشارت أن الفجوة التمويلية تتمثل في "عدم كفاية التمويل طويل الأجل لتغطية الاحتياجات التمويلية طويلة الأجل" بالشركات المصرية، وتم حساب الفجوة التمويلية كرقم كمي في الدراستين بالفرق بين الاحتياجات التمويلية طويلة الأجل وحجم التمويل طويل الأجل المتاح للمشروع، وذلك للوقوف على حجم العجز في مصادر التمويل المتوسط والطويلة الأجل.

وفي هذه الدراسة سوف نحاول حساب الفجوة التمويلية بنفس الطريقة المستخدمة من قبل (حسن) وذلك لمعرفة حجم العجز في مصادر التمويل طويلة الأجل، في الشركات الليبية، التي بدورها تمثل حجم الانحراف عن مبدأ التطابق أو الملاءمة في التمويل والمقصود بهذا التطابق هو تطابق أجل الديون مع أجل الأصول، حيث يؤكد (Damodaran,1999) أن مخاطر السيولة تنخفض بتمويل الأصول طويلة الأجل بديون طويلة الأجل، (مبدأ الملاءمة). ويوضح (Stohs & Maurer,1996) ضرورة تطابق أجل الأصول مع أجل الديون، لأنه إذا كان أجل الدين أقصر من أجل الأصل الذي موله، فإنه لا يكون هناك تدفق نقدي كافٍ لدفع أساس الدين عند حلول ميعاده، ومن الناحية الأخرى إذا كان أجل الدين أطول من أجل الأصل، فسيتوقف التدفق النقدي من الأصل في حين مازال الدين لم يدفع بعد، وهذا يؤدي إلى وجود أموال عاطلة تكلف المشروع ولا تدر عائداً، لذلك فإن هذا التطابق يعتبر أسلوباً للحماية من المخاطر، التي تخفض من التكاليف المحتملة للالتزامات المالية.

### 3.2.2 العلاقة بين الفجوة التمويلية وكل من الربحية والنمو:

يحاول هذا الجزء من خلال مراجعة الأدب والدراسة ذات العلاقة بموضوع البحث بيان العلاقة بين الفجوة التمويلية وكل من الربحية والنمو وذلك.

### 1.3.2.2) علاقة الفجوة التمويلية بالربحية :

رغم اختلاف أشكال الأنظمة الاقتصادية إلى خاصة وعامة وبالتالي اختلاف الأهداف التي تقوم عليها الوحدات الاقتصادية إلا أن الربح مازال هو أحد أهم الأهداف التي تسعى الوحدات الاقتصادية إلى تحقيقها، لذلك فإن عملية تخطيط الأرباح في ظل التنبؤ بأهم المتغيرات الاقتصادية الكلية، والمفسرة لسلوك ربحيتها، لتخفيض احتمال حدوث العسر المالي بالمشروعات الصناعية، يعتبر أحد المواضيع المهمة التي تساهم في عملية زيادة الإنتاج وتحسين الجودة الصناعية (الحصادي، 2005).

علية فإن التعرف على هذه العلاقة في المشروعات الصناعية اليبية إن وجدت، تقيد في عملية تخطيط أرباحها وذلك في ظل التنبؤ بالفجوة التمويلية، كذلك تخطيط هيكل رأس مالها بما يعظم أرباحها ويدني خطرهما.

وأما فيما يتعلق بالفجوة التمويلية التي تقوم عليها هذه الدراسة فإنها تتمثل في "عدم كفاية التمويل طويل الأجل لتغطية الاحتياجات التمويلية طويلة الأجل" أي حجم العجز في مصادر التمويل طويلة الأجل بالشركات اليبية ويحسب "بالفرق بين الاحتياجات التمويلية طويلة الأجل ومصادر التمويل طويلة الأجل المتاحة للمشروع" (حسن، 1994؛ 1999، أحمد، 2003) هذا يعني في ظل اعتبار توازن طرفي الميزانية أن أي زيادة في الفجوة التمويلية (فوق الرقم صفر) تعبر عن وجود عجز في مصادر التمويل طويل الأجل وهذا العجز يدل على زيادة اعتماد المشروع على مصادر تمويل قصيرة الأجل الأقل تكلفة والأكثر مخاطرة في تمويل الاحتياجات التمويلية طويلة الأجل الأكثر عائداً، وبالتالي أكثر ربحية، وأما نقص الفجوة التمويلية (تحت الرقم صفر) يعبر عن وجود فائض في مصادر التمويل طويل الأجل وهذا يدل على زيادة اعتماد المشروع على مصادر تمويل طويلة الأجل الأكثر تكلفة والأقل مخاطرة في تمويل الاحتياجات التمويلية قصيرة الأجل الأقل عائداً، وبالتالي أقل ربحية، أما إذا كانت الفجوة التمويلية تساوي (صفر) هذا يدل على أن المشروع يتبع " منهج التغطية أو الملاءمة في التمويل " أي التوازن الأمثل بين كل من جانبي الميزانية الأصول والخصوم أو الاستخدامات والمصادر، حيث أن لذلك التوازن أثر مباشر على تحقيق هدف السيولة والربحية للمشروع (الميداني، 2004).



### 2.3.2.2) علاقة الفجوة التمويلية بالنمو:

فيما سبق عرفنا أن النمو يعتبر من الأهداف الإستراتيجية على مستوى الاقتصاد القومي ومستوى المشروع الواحد، وذلك لما له من فائدة على المستويين والفئات المستفيدة، وكذلك عرفنا أن النمو وظيفة إستراتيجية تشكلها السياسات المحددة لحجم استثمارات الأرباح الغير موزعة وهيكل رأس المال (جالنجير، 2001؛ بن ساسي، 2008) لذلك فإن عملية تخطيط النمو في ظل التنبؤ بأهم المتغيرات الاقتصادية الكلية، والمفسرة لسلوك النمو، لتخفيض احتمال عدم استمرارية المشروع وتدهور وضعه التنافسي، يعتبر أحد المواضيع المهمة التي تساهم في عملية زيادة الإنتاج وتحسين الجودة الصناعية.

أما فيما يتعلق بعلاقة النمو بالفجوة التمويلية، فإنها تتمثل في إستراتيجية النمو والتي تشكلها السياسات المحددة لحجم استثمارات الأرباح غير الموزعة وهيكل رأس المال، أي أنه كلما زاد هيكل رأس مال الشركة من مصادر تمويل داخلية أو خارجية زاد معه النمو، هذا يعني أنه كلما كان حجم الأرباح كبيراً أمكن احتجاز جزءاً من هذه الأرباح وإعادة استثمارها في المشروع وهذا بدوره يؤدي إلى الزيادة في نمو وهذا يسما نمواً داخلياً أما إذا زاد حجم استثمارات الشركة من مصادر تمويل خارجية وزاد معها النمو هذا يسما نمواً خارجياً (بن ساسي، 2008).

وكما ذكرنا سابقاً فإن الفجوة التمويلية تلعب دوراً في تحديد حجم الأرباح من خلال تأثيرها في تشكيلة الهيكل التمويلي للمشروع وتكلفته. هذا بالإضافة إلى أن عجز الشركات التي أمامها فرص استثمارية مربحة في الحصول على التمويل يكون عائقاً أمامها في النمو والاستمرار (Lean and Tucker, 2001; OECD, 2006; Zhao et al., 2006)؛ (حسن، 1994؛ 1999).

### 4.2.2) بيان اتجاه العلاقة بين الفجوة التمويلية والربحية والنمو:

اختلف الأدب المالي والتمويلي في تحديد اتجاه العلاقة بين الفجوة التمويلية والربحية والنمو لهذا سيتم تناول هذا الموضوع من عدة اتجاهات، حيث يتناول الاتجاه الأول الاتجاه العام لهذه العلاقة ويتناول الاتجاه الثاني اتجاه دراسات التنظير والاتجاه الثالث اتجاه الدراسات التطبيقية وذلك على النحو التالي:

### 1.4.2.2) الاتجاه الأول – الاتجاه العام:

فيما يتعلق بعلاقة الفجوة التمويلية بالربحية فإنه لابد من تحليل مفهوم بالفجوة التمويلية التي تقوم عليها هذه الدراسة، حيث أنها تتمثل في حجم العجز في مصادر التمويل طويلة الأجل للشركات اللببية وتحسب "بالفرق بين الاحتياجات التمويلية طويلة الأجل ومصادر التمويل طويلة الأجل المتاحة للمشروع " (حسن، 1994، ص 2134؛ 1999، ص 508) هذا يعني في ظل اعتبار توازن طرفي الميزانية أن أي قيمة موجبة للفجوة التمويلية تعبر عن وجود عجز في مصادر التمويل طويلة الأجل وهذا العجز يدل على زيادة اعتماد المشروع على مصادر تمويل قصيرة الأجل الأقل تكلفة والأكثر مخاطرة في تمويل الاحتياجات التمويلية طويلة الأجل الأكثر عائداً، وبالتالي أكثر ربحية، وأما أي قيمة سالبة للفجوة التمويلية تعبر عن وجود فائض في مصادر التمويل طويلة الأجل وهذا يدل على زيادة اعتماد المشروع على مصادر تمويل طويلة الأجل الأكثر تكلفة والأقل مخاطرة في تمويل الاحتياجات التمويلية قصيرة الأجل الأقل عائداً، وبالتالي أقل ربحية، أما إذا كانت الفجوة التمويلية تساوي صفر هذا يدل على أن المشروع يتبع " منهج التغطية أو الملاءمة في التمويل " أي التوازن الأمثل بين كلا من جانبي الميزانية الأصول والخصوم أو الاستخدامات والمصادر، حيث أن لذلك التوازن أثر مباشر على تحقيق هدفي السيولة و الربحية للمشروع(الميداني، 2004)، ومما سبق نفهم أن الاتجاه العام للعلاقة بين الفجوة التمويلية وكل من الربحية والنمو هي علاقة موجبة؛

### 2.4.2.2) الاتجاه الثاني – اتجاه دراسات التنظير:

على صعيد التنظير لم تتفق نظريات التمويل حول اتجاه هذه العلاقة فهناك ثلاث فرضيات، وهي فرضية تقليص التكلفة، وفرضية الإشارة (عدم تماثل المعلومات)، وفرضية الضريبة (Barclay and Smith ,1995)، وفرضية تقليص التكلفة تعتبر الاستثمار الرأسمالي المستقبلي للشركة خيار فعلى أو حقيقي، ويذكر(Myers, 1977) بأن الشركات التي تستخدم دين ذو استحقاق قصير الأجل يكون لها على الأرجح خيارات نمو أكثر في فرص استثمارها، فالدين المستحق قبل تنفيذ خيارات الاستثمار لا يمكن أن يؤدي إلى قرارات استثمار أقرب إلى القرارات المثلى، كما يمكن أن يكون هناك تعارض في المصالح بين حملة

الأسهم وحملة السندات الذي يمكن أن يؤدي إلى مشكلة الاستثمار بأقل مما ينبغي إذا ما تم تزويدها بدين طويل الأجل، كما أن المديرين الذي يتصرفون نيابة عن حملة الأسهم قد يرفضون مشاريع ذات صافي قيم حالية موجبة لأن الدين المحفوف بالمخاطر يمتص جزء من فوائد حملة الأسهم، وإذا افترضنا بأن الاستثمار غير الكافي يجعل الأرباح تتدهور في المدى البعيد فإن سلوك كهذا ينطوي على علاقة سالبة بين أجل مصادر التمويل وأداء الشركة أي علاقة موجبة بين الفجوة التمويلية والربحية لأن الفجوة التمويلية تنقص كلما زاد أجل مصادر التمويل.

إن فرضية الإشارة ترى إصدار الدين قصير الأجل على أنه إشارة أو علامة جيدة عن مخاطر ائتمان قليلة للشركة، وقد وجد (Diamond, 1991) بأن الشركات ذات أعلى تصنيفات ائتمان تفضل إصدار الديون قصيرة الأجل بسبب المخاطر القليلة لإعادة التمويل، وهذا التخمين يحتوي ضمناً على علاقة سلبية بين أجل مصادر التمويل وأداء الشركة أيضاً، أن الشركات الأفضل أداء هي الأكثر احتمالاً بأن تنفادي "الأزمات عند الاستحقاق"، ومع ذلك فإن Diamond يبين أيضاً بأن الشركات الأقل تصنيفاً من حيث الائتمان تقصر نفسها على الدين قصير الأجل نظراً لأن المقرضين يبتعدون عن الالتزامات طويلة الأجل.

وأخيراً تحلل فرضية الضريبة مضامين الضريبة لخيار موعد استحقاق الدين، فمثلاً وجد كلٌّ من (Brick and Ravid, 1985) بأن الشركات التي تستخدم الدين طويل الأجل أكثر ربحية في فترات التضخم، لأن الدين طويل الأجل الأعلى سعراً يمكن الشركة من تفادي ضرائب أكثر (وفرات ضريبية)، وبالتالي أكثر ربحية، كذلك في فترات التضخم فإن أسعار الفائدة تكون في تصاعد والأسعار المرتفعة في الوقت الحاضر قد تكون منخفضة في المستقبل وهذا بدوره ينطوي على علاقة موجبة بين أجل مصادر التمويل وأداء الشركة أي علاقة سالبة بين الفجوة التمويلية والربحية لأن الفجوة التمويلية تنقص كلما زاد أجل مصادر التمويل.

### 3.4.2.2) الاتجاه الثالث – اتجاه الدراسات التطبيقية:

من خلال ما تمكن الباحث الوصول إليه من الدراسات التطبيقية يمكن القول أنه لم

يكن هنالك اتفاق حول اتجاه هذه العلاقة، ومن بين هذه الدراسات دراسة

(Sembenelli and Schiantarelli, 1999) التي درست تأثيرات تركيبة موعد استحقاق دين الشركات، متمثلة في نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الديون على الربحية وذلك في إيطاليا والمملكة المتحدة، ووجدوا علاقة إيجابية بين موعد استحقاق الدين وأداء الشركات، هذا يعني وجود علاقة سالبة بين الفجوة التمويلية والربحية، وحاول كل من (Jaramillo and Schiantarelli, 2002) دراسة تأثيرات تركيبة موعد استحقاق دين الشركات على أدائها، حيث استخدمت تراكم رأس المال والإنتاجية لقياس الأداء وذلك في الإكوادور، إلا أنها لم تتمكن من إثبات وجود هذه العلاقة، وقام (Baum et al., 2007) بدراسة أثر الخصوم قصيرة الأجل متمثلة في نسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالي الديون على الربحية وذلك في ألمانيا وأمريكا، وتوصلت الدراسة إلى أن الخصوم قصيرة الأجل تؤثر تأثيراً إيجابياً على الربحية في الشركات الألمانية، بينما لم يثبت أي تأثير للخصوم قصيرة الأجل على الربحية في الشركات الأمريكية، هذا يعني وجود علاقة موجبة بين الفجوة التمويلية والربحية في الشركات الألمانية فقط، وقام (حسن، 1996؛ 1999) بدراسة أثر الفجوة التمويلية على الربحية والنمو بالشركات المصرية وذلك على عيّنتين من الشركات المصرية، ففي عام (1996) كانت عينة الدراسة شركات قطاع الأعمال العامة للصناعات الهندسة ووجد إن الفجوة التمويلية تؤثر تأثيراً سلباً على ربحية الشركات موضع الدراسة متمثلة في ربحية الأصول على أساس صافي الأرباح قبل الضرائب، وكان هو المقياس الوحيد المستخدم لقياس الربحية في هذه الدراسة، ولم يثبت وجود تأثير للفجوة التمويلية على النمو متمثلة في نمو إجمالي الأصول ونمو المبيعات، وهما المقياسان المستخدمان لقياس النمو في هذه الدراسة وفي دراسته عام (1999) ضمت عينة الدراسة شركات القطاع الأعمال العامة للغزل والنسيج ووجد أن الفجوة التمويلية تؤثر تأثيراً سلباً على ربحية الشركات موضع الدراسة متمثلة في ربحية الأصول على أساس صافي الأرباح قبل الضرائب، ولم يثبت تأثير الفجوة التمويلية على المقياسين الآخرين للربحية وهما ربحية المبيعات وربحية حقوق الملكية، كذلك لم يثبت وجود تأثير للفجوة التمويلية على جميع مقاييس النمو المستخدمة في هذه الدراسة وهي نمو إجمالي الأصول ونمو إجمالي الأصول الثابتة ونمو المبيعات.

وهنا فإن العمليات المتعارضة أو المتباينة المحتملة هذه تثير سؤال كيف يمكن أن تكون اتجاه العلاقة بين الفجوة التمويلية وكل من الربحية والنمو بالشركات الليبية.

### 3.2 الدراسات السابقة:

#### 1) دراسة (Bruno et al., 1987)

أجريت هذه الدراسة على عينة من الشركات الأمريكية قوامها 250 شركة حديثة النشأة تعمل في مجال الصناعات التكنولوجية، بهدف تحديد الأسباب التي أدت إلى فشل هذه الشركات وتعرضها للإفلاس والتصفية أو إدماجها في شركات أخرى، وذلك خلال الفترة الزمنية الممتدة من 1969 إلى عام 1984 وقد انتهت الدراسة إلى تصنيف هذه الأسباب في ثلاث مجموعات رئيسية تشمل ما يلي:-

- أسباب مالية، مثل عدم كفاية رأس المال، الإفراط في الاقتراض وزيادة أعباء خدمة الدين، تضخم مصروفات التشغيل، اختلال التدفقات النقدية الداخلة؛
- أسباب تسويقية، مثل قصور الدراسات التسويقية في التعرف على رغبات واحتياجات المستهلكين، (سوء خطط التوزيع والبيع الاعتماد على فئة واحدة فقط من المستهلكين)؛
- أسباب إدارية، مثل ضعف كفاءة فريق الإدارة العليا، الثقة المفرطة في إمكانيات الشركة والمديرين، وعدم وضوح الرؤية المستقبلية للشركة.

#### 2) دراسة (Titman and Wessels, 1988)

اختبرت هذه الدراسة القدرة التفسيرية لبعض النظريات الحديثة للهيكل التمويلي، من خلال قياس تأثير الخصائص المرتبطة بالشركة التي تفترضها هذه النظريات والمحددة لمزايا وتكلفة التمويل، سواء بالديون أو الملكية على اختبار الهيكل التمويلي، لعينة من الشركات الصناعية الأمريكية يبلغ عددها (479) شركة خلال الفترة من عام (1974-1982). كما استخدمت في هذه الدراسة مقاييس متعددة للمديونية تشمل كل من نسبة الديون قصيرة الأجل ونسبة الديون طويلة الأجل ونسبة السندات القابلة للتحويل إلى حقوق ملكية، بدلاً من استخدام مقياس واحد وكذلك تناولت الدراسة عدداً من المتغيرات المستقلة متمثلة في العائد

والنمو وحجم الشركة والوفورات الضريبية البديلة وتكلفة الإفلاس ونوع الصناعة ومخاطر التشغيل وضمن الأصول، وتوصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

- أهمية تكاليف المعاملات كأحد محددات اختيار الهيكل التمويلي؛
- وجود علاقة عكسية بين نسبة الديون قصيرة الأجل وحجم الشركة، وهو ما يعكس الارتفاع النسبي في تكلفة المعاملات حينما تلجأ الشركات صغيرة الحجم إلى إصدار سندات، بمعنى أنها تعتمد على الديون قصيرة الأجل كمصدر للتمويل مقارنة بالشركات كبيرة الحجم؛
- وجود علاقة عكسية بين العائد الماضي للشركة ونسبة الديون الحالية في الهيكل التمويلي، إلا أن النتائج لم تؤيد وجود تأثيراً معنوياً لعدد من المتغيرات منها معدل النمو على اختيار الهيكل التمويلي.

### (3) دراسة (Makridakis, 1991)

أجريت هذه الدراسة عام 1991 على عينة من الشركات الأمريكية عددها 16 شركة عانت لفترة طويلة من تآكل نصيبها السوقي وتدهور مستوى الأرباح وكان هدف الدراسة بحث الأسباب التي أدت إلى تدهور مستوى أداء هذه الشركات ووقوع بعضها في دائرة الفشل المالي، مع تحديد ما إذا كانت هذه الأسباب داخلية أم خارجية وقد كشفت نتائج الدراسة عن أن معظم حالات الفشل بالعينة ترجع بصفة أساسية إلى أسباب داخلية أو نقاط ضعف كامنة في سلوك الإدارة العليا، وقد تمثلت هذه الأسباب فيما يلي:-

- اتخاذ قرارات مالية غير مدروسة ترتب عليها إرهاق الموارد المالية والإدارية للشركة مع ضالة حجم العائد المتولد منها مقارنة بالتكلفة المرتبطة بها؛
- إهمال دراسة فرص وتهديدات البيئة الخارجية للشركة والاعتماد على معلومات الماضي في صناعة القرارات؛
- غياب روح التعاون بين المستويات الإدارية بالشركة؛
- وجود فراغ قيادي نتيجة غياب القيادات الإدارية المتخصصة.

### (4) دراسة (العبد، 1992)

تناولت هذه الدراسة عاملاً هاماً من العوامل المؤثرة في نجاح أو فشل المنشآت، وهو مدى مراعاة الأسس العلمية للتمويل عند اتخاذ قرارات تشكيل الهياكل التمويلية للمنشآت، وفي سبيل التحقق من ذلك، قام الباحث باختبار العلاقة بين مجموعتين من العوامل، تتمثل

المجموعة الأولى في العوامل ذات التأثير على الهيكل التمويلي والتي تمثلت في حجم المنشأة ونوعية الصناعة ومخاطر التشغيل وهيكل الأصول ودرجة التقلب في ربح العمليات ودرجة التقلب في المبيعات ونسبة الأموال المقترضة في الصناعة وربحية المنشأة ومعدل نمو المنشأة ومعدل عائد المتاجرة بالملكية والسحب على المكشوف وتكلفة الاقتراض والمخصصات بخلاف الإهلاك والديون المشكوك في تحصيلها، وتتمثل المجموعة الثانية في الهيكل التمويلي (مقاساً بنسبة الاقتراض طويل وقصير الأجل ثم نسبة الاقتراض طويل الأجل ثم نسبة الاقتراض قصير الأجل) لشركات القطاع العام المصرية التابعة لوزارة الصناعة المصرية خلال الفترة من عام 1984 إلى عام 1989 باستخدام أسلوب تحليل الانحدار المتعدد وقد كشفت نتائج الدراسة عن:

- عدم مراعاة شركات مجتمع الدراسة عند تشكيل هياكلها التمويلية لجميع الأسس والعوامل التي تناولتها الدراسة، حيث أغفلت هذه الشركات بعض العوامل والتي تمثلت في ربحية المنشأة وحجم المنشأة ونوعية الصناعة ودرجة التقلب في العمليات ونسبة الأموال المقترضة في الصناعة؛
- أن قرارات تشكيل الهياكل التمويلية لشركات القطاع العام الصناعي تتخذ في ظل غياب كل من مؤشرات العائد ومؤشرات المخاطرة، وهو ما يدل على أن متخذي القرارات في هذه الشركات لا يدركون الهدف الحديث للإدارة المالية وهو تعظيم القيمة السوقية للمنشأة.

### **(5) دراسة (محمد، 1993)**

تهدف هذه الدراسة إلى تقييم الأداء المالي لوحدات الأعمال من خلال مجموعة من المؤشرات المالية التي تعبر عن هذا الأداء، وذلك من حيث زوايا السيولة والربحية والمديونية، لإظهار انعكاسات الاختلال في الهيكل التمويلي على الأداء المالي لاسيما في حالة استمراره لفترة طويلة.

وقد شملت عينة الدراسة عدد ثماني شركات مصرية يتمثل نشاطها الرئيسي في غزل ونسج القطن وغطت فترة الدراسة سلسلة زمنية قدرها خمس سنوات امتدت من 1985 إلى عام 1990.

وباستخدام أساليب تحليل الانحدار البسيط والانحدار المتعدد توصلت الدراسة إلى عدة نتائج أهمها ما يلي:-

- زيادة الاعتماد على مصارف القطاع العام في تمويل نشاط هذه الشركات سنة بعد أخرى، مما أدى إلى زيادة قيمة بند المصارف الدائنة بصفة مستمرة؛
- انخفاض مجمل الربح نتيجة زيادة تكاليف الإنتاج وانخفاض صافي الربح نتيجة ارتفاع عبء فوائد القروض؛
- تعاني شركات عينة الدراسة من صعوبة الحصول على مصادر التمويل طويلة الأجل نظراً لارتفاع تكلفتها من جهة، بالإضافة إلى ضعف الموقف التفاوضي لهذه الشركات في ظل الاختلال المستمر في هيكلها التمويلية من جهة أخرى؛
- يزداد تعرض شركات عينة الدراسة إلى ظاهرة الفشل المالي نتيجة الارتفاع المتوالي في بند فوائد الاقتراض.

#### (6) دراسة (Chung,1993)

اهتمت هذه الدراسة باختبار تنبؤات نماذج تكلفة الوكالة، من خلال اختبار العلاقة بين خصائص أصول الشركة ونسبة المديونية، لتفسير اختلافات الهياكل التمويلية لعينة من الشركات الصناعية الأمريكية، البالغ حجمها (1449) شركة، منها (1130) شركة تنتمي لصناعات غير منظمة (319) شركة تنتمي لصناعات منظمة خلال الفترة من (1980-1984) باستخدام تحليل الانحدار المتعدد، وتمثل المتغيرات التي تعكس محددات الهيكل التمويلي والمرتبطة بخصائص أصول الشركة في المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة ونوع الشركة وفرص النمو ونسبة الأصول الثابتة وحجم الشركة والقواعد التنظيمية، واستخدمت الدراسة ثلاثة مقاييس لنسبة الديون هي: متوسط قيمة نسبة الديون طويلة الأجل، والديون قصيرة الأجل وإجمالي الديون، وأسفرت الدراسة عن النتائج التالية:

- وجود علاقة عكسية بين مستوى الديون ومخاطر الأعمال، حيث أن الشركات ذات مخاطر الأعمال المرتفعة لديها طاقة اقتراضية منخفضة، والتي عندها تتساوى المزايا الحدية للوفورات الضريبية مع التكلفة الحدية للإفلاس؛
- وجود علاقة طردية بين درجة تنوع الأصول ونسبة الديون طويلة الأجل، وعلاقة عكسية بين المخاطر غير المنتظمة ونسبة الديون طويلة الأجل؛



- إن الشركات ذات الفرص الاستثمارية الكبيرة تتخضع بهيكلها التمويلية مستوى الديون طويلة الأجل، وهو ما يتفق مع فرض (Myers) لقصور الاستثمار؛
- تميل الشركات ذات نسبة الأصول الثابتة المرتفعة إلى مزيد من الديون طويلة الأجل، بينما تستخدم نسبة أقل من الديون قصيرة الأجل، وتشير هذه النتيجة إلى أن الشركات تتبع مبدأ التغطية أو الملاءمة بين أجل مصادر الأموال واستخداماتها ؛
- إن الشركات الكبيرة تتخضع فيها الديون طويلة الأجل، وترتفع فيها نسبة الديون قصيرة الأجل، لقدرتها على الاقتراض بمعدلات فائدة منخفضة نسبياً عن الشركات صغيرة الحجم.

### (7 دراسة (حسن، 1994)

اهتمت هذه الدراسة بقياس الفجوة التمويلية بشكل كمي من خلال الفرق بين الاحتياجات التمويلية طويلة الأجل وحجم التمويل طويل الأجل المتاح للشركة، لعينة من الشركات المصرية العاملة في صناعات الهندسية، والبالغ عددها (14) شركة بنسبة 63.64% من مجتمع الدراسة، ومن ثم تحديد نسبة هذه الفجوة أو نسبة القصور في التمويل طويل، بالإضافة إلى تحديد نوع الفجوة هل هي فجوة قروض طويلة الأجل أو فجوة حقوق ملكية، وكذلك اختبار أثر هذه الفجوة على كل من الربحية والنمو، وقد أظهرت الدراسة النتائج التالية:

- جميع الشركات موضع الدراسة تواجه فجوة تمويلية؛
- الفجوة التمويلية في الشركات موضع الدراسة هي فجوة ملكية أكثر منها فجوة قروض متوسطة وطويلة الأجل؛
- للفجوة التمويلية تأثير سلبي على ربحية الشركات موضع الدراسة متمثلة في معدل العائد على الأصول؛
- لم يثبت وجود تأثير سلبي معنوي للفجوة التمويلية على كل من معدل نمو المبيعات ومعدل نمو الأصول.

### (8) دراسة (William et al., 1995)

أجريت هذه الدراسة على عينة من الشركات الصناعية الأمريكية والبالغ عددها 2442 شركة خلال الفترة من عام 1971 ف حتى 1988 وتهدف الدراسة إلى التعرف على العلاقة بين التمويل الخارجي والسيولة والمصروفات الرأسمالية، وقد خلصت الدراسة إلى النتائج التالية:

- وجود علاقة طردية بين التمويل الخارجي طويل الأجل والمصروفات الرأسمالية خلال فترة الدراسة و انعكاس ذلك على فرص النمو؛
- وجود علاقة موجبة بين التمويل الخارجي في الأجل طويل والسيولة؛
- وجود تناسق بين التمويل طويل الأجل والاستخدامات طويلة الأجل؛
- تفضل الشركات التمويل الداخلي على التمويل الخارجي ولا يوجد ما يوحي بأن الشركات تفضل تمويل المصروفات الرأسمالية عن طريق القروض قصيرة الأجل سواء بطريقة مؤقتة أو دائمة.

### (9) دراسة (Leland and Toft, 1996)

تهدف هذه الدراسة إلى البحث في موضوع هيكل رأس المال الأمثل لأي مؤسسة والتي تستطيع أن تختار ما بين قيمة ديونها وتواريخ استحقاقها حيث أوضحت الدراسة أن الشركات التي لديها أسباب تعوق التدفق النقدي أكثر عرضة للإصابة بالتعثر المالي ومن ثم الإفلاس وقد قدمت هذه الدراسة نموذج - للنتبؤ بحجم الرافعة المالية و الفترات التمويلية ومعدلات الإفلاس (التعثر) وقد أعتمد النموذج على المتوسطات التاريخية وقد توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

- تعتمد الرافع المالية المتلى على تواريخ استحقاق الدين ويقل استخدام الرافع المالية كلما قلت مدة الديون؛
- أن المديونية قصيرة الأجل تقلل من تكلفة الوكالة وتقلل من عملية استبدال الأصل (إحلال الأصل) حيث وجد أن ملاك الشركات التي تقوم بإصدار مديونيات قصيرة الأجل لن يكون لديهم الحافز لزيادة درجة المخاطرة بالمؤسسة لذلك فإن حاملي المديونيات قصيرة الأجل عادة لا يطلبون معدل عائد مرتفع وبذلك فإن الفائدة تعود على مالكي الشركات؛

- إن فترة استحقاق الديون تقل كلما زادت درجة المخاطرة؛
- إن عملية اختيار الشركة لاستحقاقات الديون يمثل التوازن بين المزايا الضريبية وتكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة.

### 10) دراسة (حسن، 1998)

تهدف هذه الدراسة إلى تحليل العلاقة التبادلية بين نسبة الديون، والعائد والنمو في الشركات الصناعية المصرية العاملة في مجال صناعة الغزل والنسيج، والبالغ عددها (24) شركة خلال الفترة من (1986 - 1997).

كما تهدف الدراسة إلى تحديد اتجاه هذه العلاقة ومدى قوتها، والتي أي مدى تتفق أو تختلف مع ما توصلت إليه الدراسات السابقة، بالإضافة إلى توضيح مدى إمكانية الاعتماد على هذه العلاقة، في تفسير الاختلاف في نسبة الديون بالشركات المصرية، وكذلك تفسير الاختلافات التي قد تظهر بين ما توصلت إليه هذه الدراسة، وما توصلت إليه الدراسات السابقة واعتمدت الدراسة على أسلوبين للتحليل الإحصائي هما:

**الأسلوب الأول:** تحليل الارتباط البسيط: يهدف هذا الأسلوب إلى إظهار علاقة الارتباط بين كل من مؤشرات قياس المتغيرات التابعة (نسب الديون) مقاسه بمقياسين، نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول L1، ونسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول L2، والمتغيرات المستقلة للدراسة كل على حدة، حيث تم قياس العائد بثلاثة مؤشرات، هي: العائد على الأصول و العائد على المبيعات والعائد على حقوق الملكية، أما النمو فتم قياسها أيضاً بثلاثة مؤشرات تتمثل في: معدلات نمو كل من إجمالي الأصول، الأصول الثابتة و المبيعات؛

**الأسلوب الثاني:** تحليل الانحدار المتعدد المتدرج: يهدف هذا الأسلوب إلى تحديد العلاقة بين المتغيرات التابعة (L1، L2) وباقي متغيرات الدراسة، وذلك لتحديد أهم المتغيرات المفسرة للتغير في كل من (L1، L2) على حدة، ومن أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة:

- وجود علاقة ارتباط عكسية معنوية بين نسبة الديون بالهيكل التمويلي، والعائد متمثلاً في معدل العائد على الأصول، وتظهر هذه العلاقة بوضوح بنسبة الديون مقاسه على أساس إجمالي الديون، L1 عنها للمقاس على أساس الديون طويلة الأجل L2؛

- عدم وضوح العلاقة بين نسبة الديون والعائد متمثلة في معدل العائد على المبيعات، وضعف هذه العلاقة بالنسبة للعائد متمثلاً في العائد على حقوق الملكية، مما ترتب على ذلك اعتبار العائد على الأصول أهم المتغيرات المفسرة للتغير في نسبة الديون بالهيكل التمويلي؛
- ضعف علاقة الارتباط بين الديون والنمو خاصةً نمو الأصول الثابتة، سواء تم قياس المتغير التابع بإجمالي الديون أو الديون طويلة الأجل، وأكثر العلاقات وضوحاً كانت بين نسبة الديون مقاسه بإجمالي الديون، ونمو إجمالي الأصول، الأمر الذي قد يشير إلى أن الاحتياجات التمويلية لهذه الشركات هي احتياجات قصيرة الأجل؛
- ضعف قدرة متغيرات النمو على تفسير التغير في نسبة الديون، سواء تم قياسها بالديون طويلة الأجل أو إجمالي الديون، وذلك ينطبق على متغيرات النمو المتمثلة في نمو إجمالي الأصول و نمو الأصول الثابتة ونمو المبيعات.

### (11) دراسة (حسن، 1999)

استهدفت هذه الدراسة التعرف على ما إذا كانت الفجوة التمويلية لشركات الغزل والنسيج المصرية فجوة ملكية أم فجوة قروض طويلة الأجل، كما اختبرت هذه الدراسة اثر الفجوة التمويلية على الربحية والنمو، حيث تمثلت مقاييس الربحية المستخدمة في ثلاثة مقاييس وهي ربحية إجمالي الأصول و ربحية المبيعات و ربحية حقوق الملكية، ومقاييس النمو في ثلاثة مقاييس أيضاً نمو إجمالي الأصول ونمو الأصول الثابتة ونمو المبيعات، وتمثلت العينة في (26) شركة من شركات قطاع الأعمال العامة للغزل والنسيج بمصر، ومن أهم النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة هي:

- الفجوة التمويلية في الشركات موضع الدراسة هي فجوة ملكية أكثر منها فجوة قروض طويلة الأجل، بالتالي اتفقت مع الدراسة السابقة التي قام بها الباحث على الشركات العامة العاملة في الصناعات الهندسية.
- للفجوة التمويلية تأثير سلبي على الربحية فيما يتعلق بربحية إجمالي الأصول فقط، وبالتالي اتفقت كذلك مع نتائج الدراسة السابقة للباحث؛
- لم يثبت وجود تأثير سلبي للفجوة التمويلية فيما يتعلق بمعدلات النمو المستخدمة، وهي كذلك تتفق مع نتيجة الدراسة السابقة للباحث.

### (12) دراسة (Damodain,1999)

تهدف هذه الدراسة إلى التعرف على طبيعة العلاقة بين التدفق الناتج من الأصول، والتدفق النقدي لمصدر تمويل هذه الأصول، وأن المخاطر المالية وكذلك خطر عدم السداد ينتج من عدم وجود علاقة بين هذين التدفقين، وتقتصر الاختيار بين الفوائد الثابتة والمعومة لخدمة الدين، بالأخذ في الاعتبار عدم التأكد للتدفق النقدي المستقبلي المستهدف والتضخم، وخطر العملة، وخطر الأعمال وكذلك معدلات النمو، وقد أخذت الدراسة شركة ديزني كدراسة حالة، وطورت أربعة مقاييس لحساسية قيمة الشركة للتغير في العناصر الاقتصادية الكلية وتعطى الدراسة حدوداً للتطبيق، وهو استخدام ما توصلت إليه الدراسة في الشركات من نفس الصناعة ولا تطبق على نوع آخر من الصناعات.

### (13) دراسة (حسين، 2000)

استهدفت هذه الدراسة تقييم مدى ملائمة بعض نماذج الانحدار في تحديد أفضل مزيج من الهيكل التمويل بالتطبيق على شركة الجبل الأخضر للأثاث ومعدات البناء بليبيا خلال الفترة من (1981 - 1995).

توصلت الدراسة إلى أن النموذج الخطي من الدرجة الأولى هو الأفضل لتمثيل العلاقة بين عناصر هيكل التمويل باعتبارها مصادر للتمويل والإيراد من المبيعات بالشركة موضع الدراسة من نماذج التقاطع (نموذج الانحدار من الدرجة الثانية ونموذج الانحدار من الدرجة الثانية التام)، وتميزت هذه الدراسة باستخدام التحليل الديناميكي ممثلاً بأسلوب الانحدار، وكذلك تحديد علاقة تربط بين مصادر الأموال والإيراد المتحقق من المبيعات تستخدم في تحليل الحاضر والمستقبل على أساس بيانات تاريخية.

### (14) دراسة (منسى، 2000)

أجريت هذه الدراسة على مجموعة من الشركات الصناعية المصرية والبالغ عددها (23) شركة خلال الفترة من 1991 إلى 1999.

تمثلت أهداف الدراسة في أربعة أهداف:

الهدف الأول: التعرف على طبيعة العلاقة بين هيكل رأس المال في الشركات وأهم المتغيرات المؤثرة فيه ومنها سعر الفائدة أو المتأثرة به ومنها الربحية، بما يعطى معلومات تفيد في اتخاذ القرار المالي؛

الهدف الثاني: دراسة العلاقة بين ربحية الشركات وسعر الفائدة على الجنية المصري؛  
الهدف الثالث: دراسة العلاقة بين ربحية الشركات وهيكل رأسمالها، بما يعطى نتائج تفيد في  
إتباع إستراتيجية ديناميكية في هيكل رأس المال، سواء من حيث الحجم أو من حيث تواريخ  
استحقاق الدين؛  
الهدف الرابع: بلورة أهم المتغيرات المالية، والنقدية المفسرة لربحية هذه الشركات بما يمكن  
من التنبؤ بالربحية في المستقبل على ضوء ذلك.

توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

- أمكن تفسير الربحية متمثلة في معدل العائد على حقوق الملكية، ومن ثم العسر المالي الحقيقي وخطر عدم السداد، في غالبية شركات الدراسة، سواء من خلال هيكل التمويل أو سعر الفائدة أو معدل التضخم، بما يعنى أنه يجب التوقف عند اتخاذ القرار المالي المصاحب لعملية التوسع في المبيعات حتى لا يزيد احتمال العسر المالي المتمثل في خطر عدم السداد في الشركات؛
- وجود علاقة معنوية بين ربحية جزء من شركات الدراسة وهيكل رأسمالها، وهى في أغلبها علاقة عكسية، أي أنه كلما ارتفعت نسبة المديونية كلما أدى لزيادة خطر عدم السداد في هذه الشركات؛
- وجود علاقة عكسية معنوية بين ربحية جزء من شركات الدراسة وسعر الفائدة، أي أنه كلما ارتفعت أسعار الفائدة في السوق كلما انخفضت الربحية، كلما أدى لزيادة خطر عدم السداد في هذه الشركات؛
- وجود علاقة معنوية بين ربحية نسبة ضئيلة من شركات الدراسة ومعدل التضخم، أي أنه كلما ارتفعت معدلات التضخم كلما أدى لزيادة خطر عدم السداد في هذه الشركات؛
- يفسر الزمن ربحية نسبة ضئيلة من شركات الدراسة (الخبرة).

### (15) دراسة (الخلايلة، 2001)

تهدف هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة بين عدد من مؤشرات الأداء المحاسبية، ومؤشرات الأداء السوقية (عوائد الأسهم)، باستخدام فترات عوائد للسهم، تتراوح بين 4 سنوات إلى 12 سنة، بالتطبيق على الشركات المدرجة في سوق عمان المالي خلال الفترة من (1984-1999)، ومن أهم النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة أن درجة الارتباط بين

مؤشرات الأداء المحاسبية وعوائد الأسهم تتحسن بشكل عام كلما طالت الفترة التي على أساسها يتم قياس عوائد الأسهم ومؤشرات الأداء المحاسبي.

### (16) دراسة (شعلان، 2002)

تهدف هذه الدراسة إلى اختبار درجة تأثير نسبة الديون في الهيكل التمويلي (الرافعة المالية) على العائد ومن ثم على قيمة الشركة، مقاسه بمدخل التدفقات النقدية المخصومة بمعدلي خصم الملكية والديون، وكذلك درجة تأثيرها على السيولة قصيرة الأجل، مقاسه بدرجة كفاية رأس المال العامل، واعتمدت الدراسة على عينة من الشركات الصناعية اليمنية العاملة في صناعة المواد الغذائية، والبالغ عددها (10) شركات خلال الفترة من (1987 - 1998).

كما اعتمدت الدراسة على أسلوب الانحدار في اختبار العلاقة بين الرافعة المالية كمتغير مستقل، وقيمة الشركة، والسيولة قصيرة الأجل كمتغيرات تابعة، على مستوى جميع الشركات، و على مستوى كل شركة على حدة، وتوصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

- وجود علاقة طردية موجبة بين نسبة الديون في الهيكل التمويلي (الرافعة المالية)، وقيمة الشركة، الأمر الذي يعني فاعلية استخدام الديون في زيادة قيمة الشركة، للشركات موضع الدراسة؛
- وجود علاقة عكسية سالبة بين الديون في الهيكل التمويلي، والسيولة قصيرة الأجل مقاسه بدرجة كفاية رأس المال العامل.

### (17) دراسة (عبد الله والصدیق، 2002)

استهدف الباحثان في دراستهما التعرف على العوامل المحددة للهيكل التمويلي، ومدى تأثير كل عامل منها في مقدرة الشركة على الحصول على التمويل، ويرى الباحثان أن التعرف على تلك العوامل من شأنه تحديد الطاقة الاستيعابية للديون في الشركة، ومعرفة مدى قدرتها على اقتراض الأموال من الجهات المقرضة، واعتمدت الدراسة على نموذج الانحدار في تحديد أهم العوامل المؤثرة في الهيكل التمويلي، وعلاقتها بنسبة المديونية، وتتضمن هذه العوامل حجم الشركة ومعدل العائد والسيولة وحجم الضامات ومعدل النمو والنسبة السابقة للمديونية مقاسه بإجمالي الديون إلى إجمالي الأصول كمتغيرات مستقلة، وذلك لعينة من الشركات المساهمة السعودية التي تتداول أسهمها بالسوق المالي، والبالغ عددها (29) شركة

تمثل 38% من مجتمع الدراسة خلال الفترة من (1994 - 2000) وأسفرت الدراسة عن النتائج التالية:

- وجود علاقة طردية موجبة بين نسبة الديون إلى إجمالي الأصول كمتغير تابع وكل من نسبة الديون إلى إجمالي الأصول السابقة وحجم الشركة؛
- وجود علاقة عكسية معنوية بين نسبة الديون، وكل من معدل العائد والنمو، وعكسية غير معنوية بين نسبة الديون وكل من السيولة وحجم الضمانات؛
- إن نسبة الديون طويلة الأجل تتأثر إيجابياً في المقام الأول بحجم الأصول ونسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول ونسبة الديون السابقة للشركة، أما العوامل الأخرى مثل العائد ونسبة السيولة فلم يظهر لها تأثير معنوي.

### (18) دراسة (Jaramillo and Schiantarelli, 2002)

أجريت هذه الدراسة على عدة مئات من الشركات الصناعية الإكوادورية والتي توفرت لها بيانات مالية منشورة، حيث قسمت العينة إلى مجموعتين، تضم المجموعة الأولى: (731) شركة خلال الفترة من 1984 - 1988 وتضم المجموعة الثانية: (850) شركة خلال الفترة من 1984 - 1992؛ وقسمت أهداف الدراسة إلى ثلاثة أهداف رئيسية:

**الهدف الأول:** التعرف على طبيعة التمويل طويل الأجل في الشركات الإكوادورية خلال فترة الثمانينات والتسعينات من القرن الماضي؛

**الهدف الثاني:** التعرف على محددات هيكل أجل الديون للشركات بالعينة؛

**الهدف الثالث:** أثر استحقاق الديون على أداء الشركات موضع الدراسة متمثلةً في الإنتاجية وتراكم رأس المال.

واستخدمت الدراسة مقياسين لقياس هيكل أجل الديون طويلة الأجل، حيث استخدمت للعينة في المجموعة الأولى (نسبة الديون طويلة الأجل إلى مجموع الديون) واستخدمت للعينة في المجموعة الثانية (نسبة الديون طويلة الأجل إلى مجموع الخصوم) وذلك لعدم توفر بيانات كاملة على التمويل قصير الأجل في هذه الشركات.

ومن أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة:

- بالنسبة للهدف الأول للدراسة: لوحظ التوزيع غير المتكافئ لاستحقاق أجل الديون بالشركات موضع الدراسة، حيث أن 30% من إجمالي شركات العينة لم يتمكنوا من



الحصول على التمويل طويل الأجل (القروض طويلة الأجل) خلال الفترة التي تغطيها الدراسة، و30% توجد ديون طويلة الأجل (قروض طويلة الأجل) بشكل دائم بين خصومها بالميزانية، أما 40% المتبقي فتظهر الديون طويلة الأجل بميزانياتها في بعض سنوات الدراسة.

- بالنسبة للهدف الثاني للدراسة: تتمثل أهم محددات التمويل طويل الأجل (قروض طويلة الأجل) في:

- حجم الشركة: مقاساً على أساس (القيمة الحقيقية للأصول الثابتة)، وهذا يتماشى مع التفسير القائل أن توفر الضمان هو شرط أساسي للحصول على القروض طويلة الأجل، وعلاوةً على أن الشركات كبيرة الحجم تميل إلى أن تكون أكثر ربحية، ويمكن أن تكون هذه النتيجة، تعبر أيضاً عن علاقة حجم الشركة، بالحصول على مصادر التمويل طويلة الأجل؛

- النفوذ السياسي: حيث يلعب النفوذ السياسي في الإكوادور دوراً أساسياً في الحصول على مصادر التمويل طويلة الأجل، وأشارت الدراسة إلى أن هذه النتيجة مثيرة للقلق، نظراً لتأثيرها على التوزيع الأمثل لمصادر التمويل، والموارد، وما لذلك من الآثار السلبية على الإنتاجية؛

- التأثير السلبي للربحية على الائتمان طويل الأجل، قبل تحرير القطاع المالي، (أي زيادة اعتماد الشركات الرابحة بالعينة على التمويل قصير الأجل)، حيث أشارت الدراسة إلى أن هذه النتيجة، من المفروض أن تكون لها الأولوية بالنسبة لوضعي السياسات الاقتصادية والمالية في الإكوادور، بعد تحرير القطاع المالي، غير أنه لم تظهر أي إشارة حول إيجابية هذه العلاقة بعد تحرير القطاع المالي.

- بالنسبة للهدف الثالث للدراسة: حول تأثير التمويل طويل الأجل على أداء الشركة، متمثلةً في الإنتاجية وتراكم رأس المال فالنتائج كانت كالتالي:

- لم يثبت وجود أي تأثير لاستحقاق الديون على الإنتاجية في الشركات موضع الدراسة، رغم وجود تأكيد في الأدب المالي على أن الديون طويلة الأجل يمكن أن تؤدي بالفعل إلى الزيادة في الإنتاجية، من خلال تأثيره في الحصول على

التكنولوجية الإنتاجية المتقدمة الأكثر إنتاجية، وعدم الخوف من التصفية المرتبطة بالتمويل قصير الأجل؛

○ لم يظهر تأثير كبير للتمويل طويل الأجل على حجم الاستثمارات الثابتة.

### (19) دراسة (احمد، 2003)

أجريت هذه الدراسة على 13 شركة من الشركات القابضة للصناعات المعدنية المصرية، وذلك خلال الفترة من 1991/1990 إلى 1998، واستهدفت الدراسة التعرف على العوامل والمؤشرات طويلة الأجل ذات التأثير على مؤشرات الربحية في الشركات موضع الدراسة، وذلك باختلاف أحجام وطبيعة نشاط الشركة، حيث تعبر المؤشرات طويلة الأجل عن المتغيرات المستقلة للدراسة، وتمثلت في:

- المؤشرات المعبرة عن قرارات التمويل طويلة الأجل وهي: معدل التمويل بالملكية، ومعدل التمويل بالقروض طويلة الأجل، ومعدل التمويل بالديون المصرفية، ونسبة التمويل طويل الأجل للاستخدامات طويلة الأجل، ونسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول، ومعدل تغطية الفوائد (المخاطر المالية).
  - المؤشرات المعبرة عن معدلات الدوران وكفاءة الإدارة في استخدام الموارد وهي: معدل دوران إجمالي الأصول، ومعدل دوران رأس المال المستثمر، ومعدل دوران الأصول الثابتة، ومخاطر الأعمال (الرافعة المالية). وتعبر الربحية عن المتغيرات التابعة، المتمثلة في: ربحية الأصول (على أساس صافي الربح القابل للتوزيع)، ومؤشر القدرة الإيرادية للأصول، وربحية حقوق الملكية، وربحية المبيعات.
- وتوصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

- وجود علاقة جوهرية بين قرارات التمويل طويلة الأجل والربحية في معظم الشركات موضع الدراسة؛
- وجود تأثير إيجابي جوهري لكفاءة استخدام الأموال على الربحية في معظم الشركات موضع الدراسة؛
- وجود تأثير لطبيعة وحجم النشاط على العلاقة بين كلاً من قرارات التمويل طويلة الأجل، والربحية؛ وكذلك كفاءة الإدارة في استخدام الموارد، والربحية.

## (20) دراسة (الخليلة، 2004)

تهدف هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة بين مؤشرات الأداء المبنية على الأرباح ومؤشرات الأداء النقدية، ومدى قدرة كل منها على تفسير التغيرات في عوائد الأسهم، واعتمدت نتائج الدراسة على عينة من الشركات الأردنية العاملة في سوق عمان المالي، وعددها 32 شركة خلال الفترة (1984 - 1999)، وتوصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

- وجود علاقة موجبة وذات دلالة إحصائية بين مؤشرات الأداء المبنية على الأرباح ومؤشرات الأداء النقدية؛
- كما أن مؤشرات الأداء المبنية على الأرباح أكثر ارتباطاً بعوائد الأسهم من مؤشرات الأداء النقدية؛
- نسبة ما تفسره مؤشرات الأداء المبنية على الأرباح من التغيرات في عوائد الأسهم يفوق، وبشكل ملحوظ، ما تفسره مؤشرات الأداء النقدية؛
- مؤشرات الأداء المبنية على الأرباح تحتوي معلومات إضافية، فيما يتعلق بعوائد الأسهم، تزيد عن تلك التي تتضمنها مؤشرات النقدية.

## (21) دراسة (الفرجاني، 2004)

تناولت هذه الدراسة العلاقة بين تركيبة الهيكل التمويلي ومعدلات العائد والنمو بالشركات الصناعية الليبية، وشملت هذه الدراسة (7) شركات من القطاع العام والتي تعمل في نشاط صناعة المواد الغذائية خلال الفترة من (1990 - 2001) ومن أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة:

- وجود خلل في الهياكل التمويلية للشركات موضع الدراسة؛
- إن هناك حاجة للعناية بالهياكل التمويلية لهذه الشركات لإيجاد الهيكل الملائم لظروف كل شركة؛
- وجود تضخم في الديون قصيرة الأجل في الشركات موضع الدراسة، وأوصت بتحويل جزء من هذه الديون إلى ديون طويلة الأجل أو حقوق ملكية بما يحقق التوازن بين هيكل التمويل وهيكل الأصول.

## (22) دراسة (إسماعيل، 2004)

أجريت هذه الدراسة للتعرف على محددات هيكل أجل الديون في الشركات المساهمة السعودية البالغ عددها (57) شركة، في ظل فرض الزكاة وعدم وجود الضرائب التي أصبحت مثار جدل بين الباحثين في تأثيرها على هيكل أصل الديون، حيث تناولت الدراسة عدداً من المتغيرات لاختبار تأثيرها على هيكل أجل الديون وهي الزكاة وتكلفة الوكالة للديون متمثلة في الفرص الاستثمارية، والحجم، ومبدأ التطابق، بالإضافة إلى عدم تماثل المعلومات ومخاطر والرافع المالي.

وتوصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

- أن هناك دور أكبر للرفع المالي ومبدأ التطابق بوضعها محددات لهيكل أجل الديون؛
- أن هناك دور أقل لكل من الزكاة والفرص الاستثمارية والحجم وعدم تماثل المعلومات والمخاطر.

وبررت الدراسة السبب في ذلك إلى اختلاف مجتمع الدراسة ذي الخاصية المميزة، وهي فرض الزكاة بدلاً من الضريبة التي تناولتها كل الدراسات السابقة بوصفها محدداً لهيكل أجل الديون وأوصت الدراسة بضرورة تفعيل أساليب التمويل الإسلامية، فيكون المحدد الأساسي للرفع المالي وكذلك لاختيار هيكل أجل الديون.

## (23) دراسة (خريوش والعبادي، 2005)

هدفت هذه الدراسة التعرف على العوامل المؤثرة على ربحية الشركات الصناعية المساهمة في الأردن، وشملت الدراسة على (23) شركة خلال الفترة (1997-2001) وتمثلت متغيرات الدراسة (بالإضافة إلى متغير الربحية كمتغير تابع) في حجم الشركة ونسبة المديونية ونسبة السيولة ومصاريف الدعاية والإعلان والقيمة السوقية للسهم وحقوق الملكية وعمر الشركة كمتغيرات مستقلة، ومن أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة:

- العلاقة الطردية بين الربحية وحجم الشركة، وهذا ما يؤكد أن الشركات الكبيرة لديها قدراً أكثر من الشركات الصغيرة على تحمل المخاطر مما ينعكس على تكلفة التمويل بالديون أو الملكية وبالتالي يؤثر على أداء الشركة؛
- العلاقة العكسية بين المديونية ومتغير الربحية وهذه النتيجة متماشية مع المدخل التقليدي الذي يفترض وجود هيكل رأسمالي مثالي، وبناءً على ذلك فإن تكلفة الأموال

تتخضع تدريجياً مع ازدياد نسبة المديونية إلى أن تصل هذه النسبة إلى حد نسبة الاقتراض المثالية والتي بعدها تبدأ تكلفة الأموال بالارتفاع، مما يؤدي إلى انخفاض مستويات الربحية بالشركة؛

- العلاقة الطردية بين نسبة السيولة والربحية، أي أن المستويات المنخفضة من السيولة من شأنها تحقيق عوائد مرتفعة نسبياً مع زيادة احتمال حدوث مخاطر مالية متمثلة في العسر الفني أي عدم القدرة على الوفاء بالالتزامات قصيرة الأجل.

#### (24) دراسة (Lopez and Puente, 2006)

ركزت هذه الدراسة على قرار تركيبة الهيكل التمويلي كواحد من القرارات المالية التي تحدد نتائجها مدى قدرة المنشأة على الاستمرار أو بمعنى أكثر تحديداً مدى كونها ناجحة أو فاشلة، وشملت عينة الدراسة 90,000 شركة من الشركات الأوروبية تعمل في قطاعات مختلفة، وخلصت الدراسة إلى أن أسباب عدم قدرة المنشأة على الاستمرار يتمثل في مجموعتين من المشاكل أو الأسباب وهي:

المجموعة الأولى: ترتبط بالصعوبات التي تواجه الشركات في الحصول على التمويل للاستثمار المطروحة أمامها (الفجوة التمويلية)؛

المجموعة الثانية: ترتبط بزيادة نسبة المديونية (أي زيادة نسبة الديون في هيكلها المالي) وخاصةً الديون قصيرة الأجل.

#### (25) دراسة (Baum et al., 2006)

استهدفت الدراسة المقارنة بين أثر الخصوم قصيرة الأجل متمثلة في نسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالي الديون على الربحية متمثلة في العائد على الاستثمار، في الشركات الألمانية، واستخدمت الدراسة المنهج التجريبي، للتعرف على هذه العلاقة لمجموعة من الشركات الصناعية الألمانية والبالغ عددها 18000 شركة خلال الفترة من 1988 إلى 2000.

وتوصلت الدراسة إلى أن الخصوم قصيرة الأجل تؤثر تأثيراً إيجابياً على الربحية في الشركات الألمانية، أي كلما زاد التمويل قصير الأجل في الهيكل التمويلي للمنشأة كلما أدى ذلك إلى الزيادة في الربحية.

## (26) دراسة (Baum et al., 2007)

تهدف الدراسة إلى التعرف على أثر الخصوم قصيرة الأجل متمثلة في نسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالي الديون على الربحية متمثلة في العائد على الاستثمار، في الشركات الألمانية والأمريكية، واستخدمت الدراسة المنهج التجريبي، للتعرف على هذه العلاقة لمجموعة من الشركات الصناعية الألمانية والبالغ عددها 18000 شركة خلال الفترة من 1988 إلى 2000، ومجموعة من الشركات الصناعية الأمريكية والبالغ عددها 15000 شركة خلال الفترة من 1984 إلى 2004.

وتوصلت الدراسة إلى أن الخصوم قصيرة الأجل تؤثر تأثيراً إيجابياً على الربحية في الشركات الألمانية، بينما لم يثبت أي تأثير للخصوم قصيرة الأجل على الربحية في الشركات الأمريكية.

### 4.2 الإطار النظري للدراسة:

بعد مراجعة أدبيات الدراسة فيما يتعلق بقياس الفجوة التمويلية وآثارها على كل من الربحية والنمو يمكن صياغة متغيرات الدراسة على النحو التالي:

#### أولاً: المتغيرات التابعة:

يمكن توضيح مكونات كل من المتغيرات التابعة على النحو التالي:

#### • المتغيرات المعبرة عن الربحية:

##### ○ ربحية الأصول على أساس صافي ربح التشغيل:

يحسب هذا المتغير بقسمة صافي الربح قبل الفوائد، والضرائب على صافي الأصول (إجمالي الأصول - مجمع استهلاك الأصول)، واستخدام هذا المؤشر من قبل كل من (الأنصاري، 1997؛ عبد الله، 2002؛ أحمد، 2003).

##### ○ ربحية الأصول على أساس صافي الربح القابل للتوزيع:

يحسب هذا المتغير بقسمة صافي الربح بعد الفوائد، والضرائب على صافي الأصول (إجمالي الأصول - مجمع استهلاك الأصول)، واستخدام هذا المؤشر من قبل كل من.

(حسن، 1994؛ 1998؛ 1999؛ الأنصاري، 1997؛ أحمد، 2003؛ الميداني، 2004؛ عقل،؛ الجزيري، 2004؛ الفرجاني، 2004).

#### ○ ربحية حقوق الملكية:

يحسب هذا المتغير بقسمة صافي الربح بعد الفوائد، والضرائب على حقوق الملكية، والتي تشمل رأس المال، والاحتياطيات والأرباح المحتجزة، واستخدام هذا المؤشر من قبل كل من.

(عبيد، 1987؛ حسن، 1994؛ 1998؛ 1999؛ الأنصاري، 1997؛ الجزيري، 2004؛ عقل، 2000؛ أحمد، 2003؛ الميداني، 2004؛ المنسي، 2000؛ الفرجاني، 2004).

#### ○ ربحية المبيعات:

يحسب هذا المتغير بقسمة صافي الربح بعد الفوائد، والضرائب على صافي المبيعات، واستخدام هذا المؤشر من قبل كل من.

(عبيد، 1987؛ حسن، 1994؛ 1998؛ 1999؛ الأنصاري، 1997؛ عقل، 2000؛ أحمد، 2003؛ الميداني، 2004؛ الجزيري، 2004؛ الفرجاني، 2004).

#### ○ العائد على الاستثمار :

يحسب هذا المتغير بقسمة صافي الربح من النشاط العادي قبل الفوائد، والضرائب (أي قبل إضافة الإيرادات الأخرى، وخصم المصروفات الأخرى) على صافي الأصول (إجمالي الأصول - مجمع استهلاك الأصول)، واستخدام هذا المؤشر من قبل كل من.

(عقل، 2000؛ الميداني، 2004)؛ (Baum et al., 2006, 2007).

#### ● المتغيرات المعبرة عن النمو:

#### ○ معدل نمو الأصول الثابتة:

يعبر هذا المعدل عن مقدار التغير أو النمو الذي حدث في الأصول الثابتة، خلال مدة معينة تقدر بسنة، ويبين هذا المعدل حجم التغير في الاستثمار بالأصول الثابتة (التغير في حجم الإنفاق الرأس مالي).

○ **معدل نمو إجمالي المبيعات:**

يعبر هذا المعدل عن مقدار التغير أو النمو الذي حدث في إجمالي المبيعات، خلال مدة معينة تقدر بسنة، ويبين هذا المعدل مدى استجابة نظام المبيعات للبيئة لتحقيق أهداف المنظمة.

○ **معدل نمو إجمالي الأصول:**

يعبر هذا المعدل عن مقدار التغير أو النمو الذي حدث في إجمالي الأصول، خلال مدة معينة تقدر بسنة.

استخدمت هذه المتغيرات بكثرة، في الدراسات التطبيقية، ومن بين هذه الدراسات دراسة كل من:

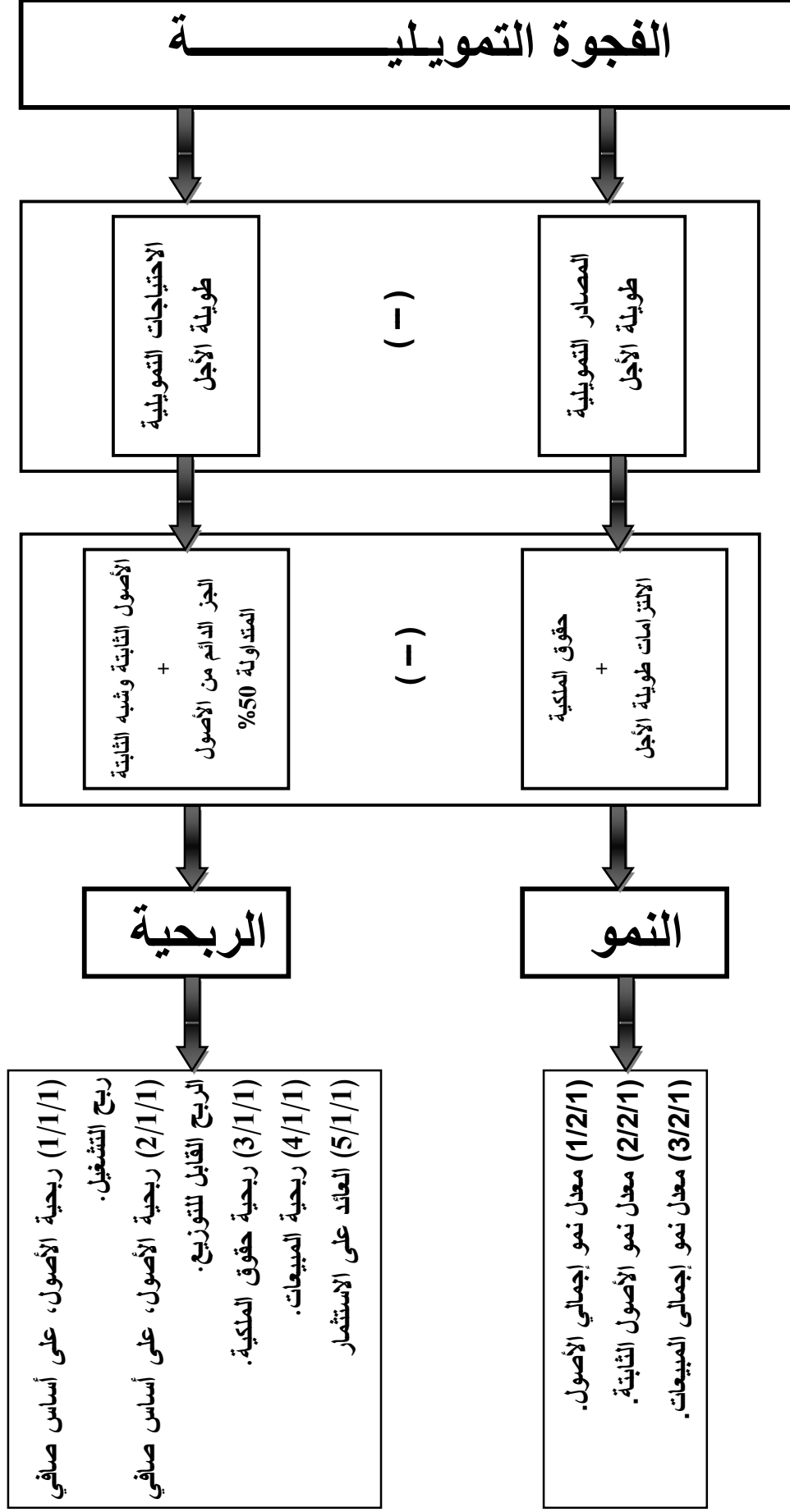
(حسن، 1994؛ 1998؛ 1999؛ الفرجاني، 2004).

**ثانياً: المتغير المستقل (الفجوة التمويلية):**

يحسب هذا المتغير بطرح مصادر التمويل طويلة الأجل من الاحتياجات التمويلية طويلة الأجل، حيث تتمثل الاحتياجات التمويلية طويلة الأجل في حجم الأموال المطلوبة لتمويل الأصول الثابتة وشبه الثابتة بالإضافة إلى الجزء الدائم من الأصول المتداولة، أما التمويل طويل الأجل فيتمثل في صافي حقوق الملكية بالإضافة إلى القروض طويلة الأجل (حسن، 1994، 1999؛ أحمد، 2003).



## الشكل رقم (2 - 2) شبكة العلاقة للمتغيرات الكلية المستقلة والتابعة



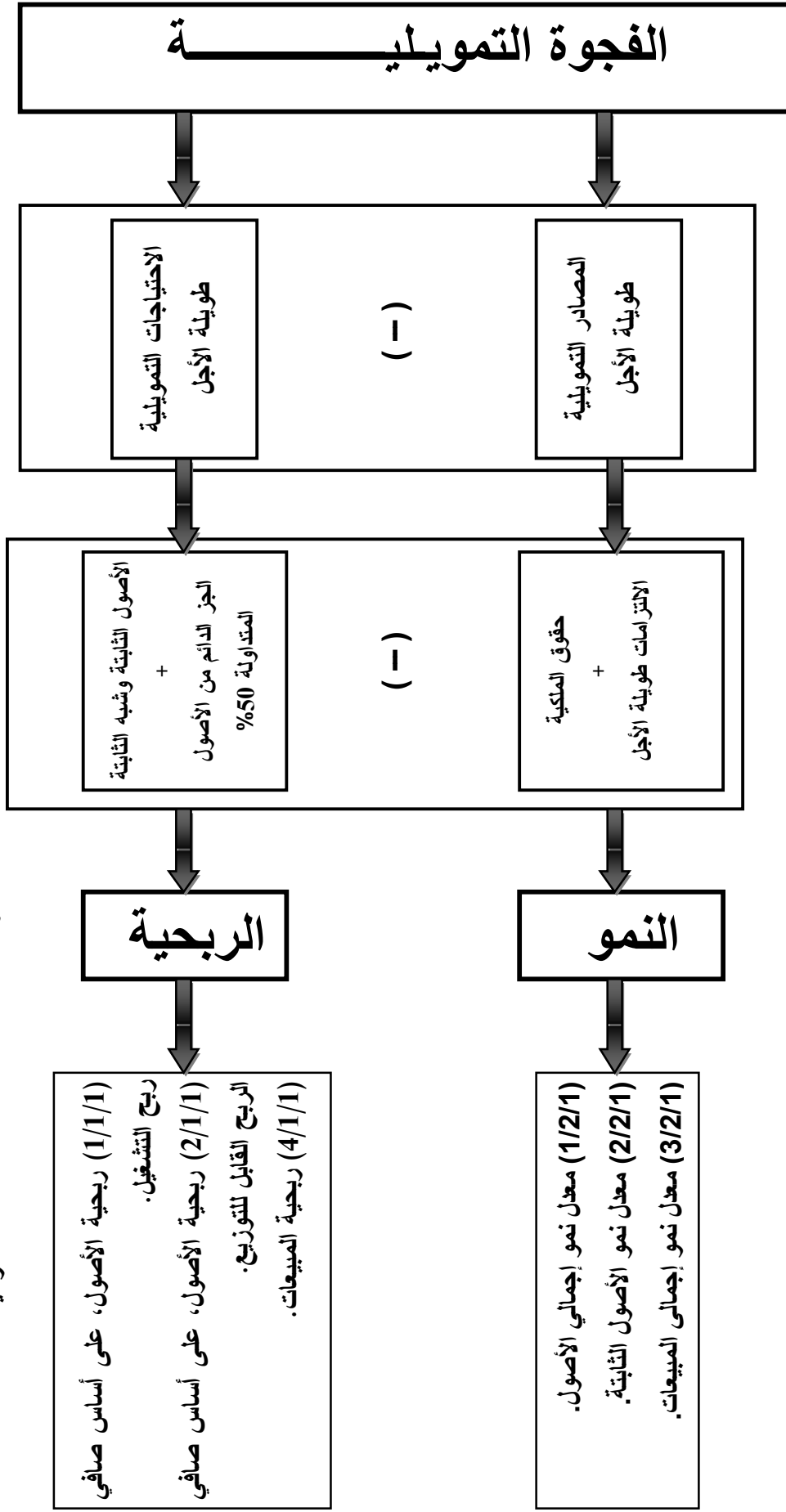
## 5.2 فرضيات الدراسة:

بدراسة الإطار النظري للدراسة دراسة انتقادية، في ضوء العوامل البيئية التي تخدم في ظلها الشركات الصناعية الليبية، وباستخدام مؤشرات مالية ذات طبيعة خاصة بالشركات الصناعية في البيئة الليبية، ويمكن قياسها من البيانات المنشورة للشركات موضع الدراسة، وذلك باستخدام جميع المتغيرات باستثناء المتغير التالية :

- العائد على الاستثمار، وذلك لصعوبة حسابه من البيانات المنشورة للشركات موضع الدراسة، حيث أن بعض الشركات لا تقوم بالإفصاح الكافي بالميزانيات (أي عدم إعداد القوائم بالشكل التحليلي والتفصيلي الكافي) لذلك يصعب الفصل بين المصروفات من النشاط العادي والمصروفات من النشاط غير العادي، وهذا المؤشر يتطلب حساب صافي الدخل من النشاط العادي قبل الضرائب، والفوائد (أي قبل إضافة الإيرادات الأخرى، وخصم المصروفات الأخرى) على صافي الأصول (إجمالي الأصول- مجمع استهلاك الأصول)؛
- ربحية حقوق الملكية، لأنه عند القيام بحساب هذه المتغير من البيانات المنشورة لشركات العينة، ظهر صافي حقوق كرقم سالب في بعض الشركات، ونتيجة أعمال الشركة خسائر في نفس السنة، وبقسمة صافي حقوق الملكية السالب على صافي الدخل السالب، يظهر رقم موجب وهذا غير منطقي، ويكون له تأثير على نتائج الاختبارات، بالنسبة للشركات التي حدثت بها الإشكالية، وكذلك لنتائج الاختبارات بالنسبة للقطاع.

وبهذا يمكن رسم شبكة العلاقة لمتغيرات الدراسة المستقلة والتابعة على النحو التالي:

الشكل رقم (2 - 3)  
شبكة العلاقة لمتغيرات الدراسة المستقلة والتابعة



• الفرضية الرئيسية الأولى:

(توجد علاقة ارتباط طردية بين الفجوة التمويلية والربحية بالشركات موضع الدراسة)

هذا وقد تم اختبار الفرضية الرئيسية الأولى من خلال الفرضيات الفرعية التالية:

- توجد علاقة ارتباط طردية بين الفجوة التمويلية وربحية إجمالي الأصول على أساس صافي ربح التشغيل بالشركات موضع الدراسة.
- توجد علاقة ارتباط طردية بين الفجوة التمويلية وربحية إجمالي الأصول على أساس صافي الربح القابل للتوزيع بالشركات موضع الدراسة.
- توجد علاقة ارتباط طردية بين الفجوة التمويلية وربحية إجمالي المبيعات بالشركات موضع الدراسة.

• الفرضية الرئيسية الثانية:

(توجد علاقة ارتباط طردية بين الفجوة التمويلية والنمو بالشركات موضع الدراسة)

هذا وقد تم اختبار الفرضية الرئيسية الثانية من خلال الفرضيات الفرعية التالية:

- توجد علاقة ارتباط طردية بين الفجوة التمويلية ونمو إجمالي الأصول في الشركات موضع الدراسة.
- توجد علاقة ارتباط طردية بين الفجوة التمويلية ونمو إجمالي الأصول الثابتة في الشركات موضع الدراسة.
- توجد علاقة ارتباط طردية بين الفجوة التمويلية ونمو إجمالي المبيعات في الشركات موضع الدراسة.

### الفصل الثالث

#### الدراسة الميدانية واختبارات الفرضيات

يتناول هذا الجزء من الدراسة طريقة جمع البيانات والفترة التي تغطيها، ومجتمع وعينة الدراسة وأدوات التحليل المستخدمة، وتحليل النتائج واختبار الفرضيات، وتقديم التوصيات.

#### 1.3 طرق جمع البيانات للدراسة والفترة التي تغطيها:

##### 1.1.3 طرق جمع البيانات للدراسة:

تم جمع البيانات لهذه الدراسة بالاعتماد على البيانات الثانوية المتمثلة في القوائم المالية المنشورة للشركات قيد الدراسة، ومن خلال مراجعة البيانات المنشورة من قبل الشركات تبين أن هذه الشركات لم تتبع مبدأ الثبات في إعداد القوائم المالية في تاريخ محدد، حيث تبين أن الشركات في سنة 1989، قد غيرت تاريخ إصدار قوائمها المالية من 1989/12/31 إلى 1990/3/31، واستمرت على ذلك لمدة (6) سنوات حتى سنة 1994، مما نتج عنها خلل في مبدأ الدورية، الأمر الذي ترتب عنه:

- إن القوائم المالية المنشورة لسنة 1989، بينت نتائج الأعمال عن فترة (15) شهراً بدايةً من 1989/1/1 إلى 1990/3/31؛
- إن القوائم المالية المنشورة لسنة 1994، بينت نتائج الأعمال عن فترة (9) شهور من 1994/4/1 إلى 1984/12/31.

هذا بدوره يكون له تأثير على عملية المقارنة، ونتائج الاختبارات، لذلك تم تعديل

البيانات الداخلة في الاختبارات، على النحو التالي:

#### • الفجوة التمويلية:

نظراً لأن هذا المؤشر تم حسابه من البيانات المتحصل عليها من الميزانيات العمومية للشركات موضع الدراسة، فإنها تمثل الفجوة التمويلية في تاريخ محدد، وللتخفيف من حدة هذه المشكلة فإنه سيتم إتباع الخطوات التالية:

- قسمة التغير الذي حدث في قيم الفجوة التمويلية المتحصل عليها من الميزانيات بتاريخ 1988/12/31 إلى 1990/3/31، على رقم (15)، وذلك لتقسيم التغير الذي حدث على الأشهر التي أعدت عنها الميزانيات، وضربه في الرقم (12)، وذلك لحساب نتيجة الأعمال خلال السنة المالية 1989؛
- إضافة قيمة الثلاث أشهر الباقية بالفقرة السابقة إلى البيانات المأخوذة من الميزانيات المعدة في 9991/3/31، ليصبح التغير يضم (15) شهراً، وبنفس الطريقة في الخطوة السابقة، يتم قسمة التغيرات المتحصل عليها على (15)، وضربها في (12)، لحساب نتيجة الأعمال خلال السنة المالية 1990، ونستمر بنفس الطريقة حتى الميزانيات المعدة في 1994/12/31، التي تضم نتائج الأعمال عن (9) أشهر، حيث نضيف إليها قيمة الثلاث أشهر الباقية من ميزانيات السنة المالية 1993، لحساب نتيجة الأعمال خلال السنة المالية 1994.

#### ● الربحية والنمو:

- نظراً لأن هذين المؤشرين (ربحية ونمو)، يمثلان ربحية ونمو فترة، فإنه للتخفيف من حدة مشكلة الخلل في مبدأ الدورية سيتم إتباع الخطوات التالية:
- قسمة جميع بيانات الربحية والنمو المتحصل عليها من القوائم المالية (قائمة الدخل والميزانية) في 1990/3/31 على رقم (15)، وذلك لتقسيم التغير الذي حدث على الأشهر التي أعدت عنها الميزانيات، وضربه في الرقم (12)، وذلك لحساب نتيجة الأعمال خلال السنة المالية 1989؛
- إضافة قيمة الثلاث أشهر الباقية من الربحية والنمو، بالفقرة السابقة إلى القيم المتحصل عليها من ميزانيات 9991/3/31، ليصبح التغير يضم (15) شهراً، وبنفس الطريقة في الخطوة السابقة، يتم قسمة التغيرات المتحصل عليها على (15)، وضربها في (12)، لحساب نتيجة الأعمال خلال السنة المالية 1990، ونستمر بنفس الطريقة حتى ميزانيات 1994/12/31، التي تضم نتائج الأعمال عن (9) أشهر، حيث نضيف إليها قيمة الثلاث أشهر الباقية من قيم الربحية والنمو من ميزانيات السنة المالية 1993، لحساب نتيجة الأعمال خلال السنة المالية 1994، وبهذه الطريقة قد يخفف من حدة عدم التماثل في مدة إعداد القوائم المالية على نتائج الاختبارات.

### 2.1.3) الفترة التي تغطيها:

تم الاعتماد على القوائم المالية المنشورة لشركات عينة الدراسة خلال الفترة من (1986) إلى (2003) لتجميع البيانات اللازمة للجزء العملي للدراسة، وذلك لأن بعض الشركات موضع الدراسة تم تصفيتها وتقسيمها إلى مجموعة شركات وبيع بعض وحداتها ومن بين هذه الشركات الشركة العربية للمشروبات وشركة المطاحن الوطنية بنغازي، لذلك لم نتمكن من الحصول على ميزانياتها بعد هذا التاريخ.

### 2.3) مجتمع وعينة الدراسة:

#### 1.2.3) مجتمع الدراسة:

يتكون مجتمع الدراسة من إجمالي الوحدات الإنتاجية العامة، العاملة في إنتاج المواد الغذائية، والمراد خصصتها، والصادر بشأنها القرار رقم (313)، سنة 2003، بخصوص اعتماد برنامج إعادة هيكلة هذه الشركات (توسيع قاعدة الملكية)، والذي يبلغ عددها (54) وحدة إنتاجية مقسمة إلى (8) شركات وهي على النحو التالي:

- شركة المطاحن الوطنية بنغازي؛
- الشركة الوطنية العامة للمطاحن والأعلاف طرابلس؛
- الشركة العربية للمشروبات؛
- الشركة العامة للتبغ؛
- الشركة الوطنية العامة للمشروبات؛
- الشركة الوطنية للصناعات الغذائية؛
- مجمع المعمورة للمواد الغذائية؛
- الشركة العامة للألبان.

#### 2.2.3) عينة الدراسة:

تكون عينة الدراسة من الوحدات الإنتاجية العامة، العاملة في صناعة المواد الغذائية والتي تقع إدارتها في مدينتي بنغازي أو طرابلس (الشركات موضع الدراسة)، وتطبق عليها شروط الدراسة والمدة، وذلك نظراً لإمكانيات الباحث، بالإضافة إلى أن مدينتي بنغازي

وطرابلس، هما أكبر مدن ليبيا ويقع فيها معظم الإدارات العامة للوحدات الإنتاجية، حيث يبلغ عدد الشركات التي تقع إدارتها بمدينتي بنغازي وطرابلس (7) شركات من أصل (8) شركات، وتضم (48) وحدة إنتاجية من أصل (54) وحدة، ولكن نظراً لعدم التمكن من الحصول على كافة الميزانيات التي تغطي مدة الدراسة لشركة العامة للألبان\*، وذلك بسبب أن الشركة المذكور قد تم تقسيمها إلى عدة فروع في سنة 2001، ولا توجد لها بيانات مجمعة بعد هذه المدة، بالإضافة إلى أن البيانات القديمة قبل سنة 2001، تم الحصول عليها ناقصة من أماكن متفرقة، وذلك لعدم وجود مقر لإدارة الشركة بعد هذه السنة، وبهذا تكون عينة الدراسة هي (6) شركات، وتضم (41) وحدة إنتاجية من أصل (54)، بنسبة (75%) من الشركات، ونسبة (76%) من الوحدات الإنتاجية، والشركات على النحو التالي:

- شركة المطاحن الوطنية بنغازي؛
- الشركة الوطنية العامة للمطاحن و الأعلاف طرابلس؛
- الشركة العربية للمشروبات؛
- الشركة العامة للتبغ؛
- الشركة الوطنية العامة للمشروبات بوطني؛
- الشركة الوطنية للصناعات الغذائية.

### 3.3 أدوات التحليل المستخدمة

تناول هذا الجزء من الدراسة، التعرف على أدوات التحليل التي تم استخدامها، للوصول إلى أهداف الدراسة، واختبار فرضياتها.

#### 1.3.3 أدوات التحليل المالي:

اعتمد هذه الجزء من الدراسة على استخدام أدوات التحليل المالي لقياس الفجوة التمويلية:

#### 1.1.3.3 قياس الفجوة التمويلية:

لقد تم في هذه الجزء من الدراسة قياس الفجوة التمويلية بكل شركة على حدة، وعلى مستوى القطاع ككل، بالإضافة إلى حساب متوسط هذه الفجوة خلال مدة الدراسة لكل شركة

\* شركة الألبان إدارتها تقع في مدينة طرابلس، لذلك فإنها تعتبر من ضمن عينة الدراسة.



منفردة وعلى مستوى القطاع، كما هو مبين بالجدول رقم (3-1)، فضلاً عن عرض أهم الملاحظات حول النتائج المتحصل عليها.

### الجدول رقم (3-1)

حجم الفجوة التمويلية بكل شركة من شركات الدراسة وبالقطاع مع متوسط الفجوة خلال مدة الدراسة

السنة	الفجوة التمويلية %	الفجوة التمويلية %	الفجوة التمويلية %	الفجوة التمويلية %	الفجوة التمويلية %	الفجوة التمويلية %	الفجوة التمويلية بالقطاع %
	1	2	3	4	5	6	
87/1986	13.071	-10.958	66.036	6.158	17.336	-38.565	8.846
198788/	1.653	1.488	62.675	-10.108	10.349	1.874	11.322
198889/	3.596	-13.657	63.889	12.913	87.289	29.661	30.615
198990/	14.030	-17.399	64.348	10.129	66.364	27.044	27.419
199091/	29.446	-22.669	63.477	11.879	50.354	38.735	28.537
199192/	35.150	-21.694	64.737	18.160	38.281	47.974	30.434
199293/	39.273	-15.249	65.527	29.364	31.444	58.006	34.727
199394/	48.706	-20.924	65.307	47.493	6.979	45.178	32.123
199495/	54.818	5.763	61.200	35.388	-2.887	42.114	32.733
199596/	58.807	1.030	55.877	36.914	-26.329	46.194	28.749
199697/	70.230	18.914	58.551	7.551	-20.136	14.503	24.935
199798/	70.745	15.940	57.220	-20.339	-13.512	14.167	20.703
199899/	67.893	29.980	61.161	-29.109	-2.756	8.284	22.576
199900/	77.543	28.149	65.099	-19.525	-8.351	-7.061	22.642
200001/	77.453	38.481	62.504	6.193	-1.964	-16.677	27.665
200102/	77.352	39.161	61.861	-2.707	6.440	6.625	31.455
200203/	67.016	37.776	68.719	0.000	7.579	38.814	36.651
متوسط الفجوة خلال مدة الدراسة	47.458	5.537	62.835	8.256	14.499	20.992	26.596

ملاحظات على الجدول السابق:

- إن كل الشركات لا تراعي منهج التغطية (الملاءمة) في تمويل استخداماتها، والذي يقضي بضرورة التجانس بين عمر الدين، وعمر الأصل المستثمر فيها من قبل الشركة؛
- إن معظم الشركات موضع الدراسة تعاني من فجوة تمويلية في معظمها موجبة بنسبة 77% من إجمالي المشاهدات، أي عدم كفاية مصادر التمويل طويلة الأجل لتغطية الاحتياجات التمويلية طويلة الأجل، ونسبة 23% من إجمالي المشاهدات سالبة أي زيادة الاعتماد على مصادر التمويل طويلة الأجل على الاحتياجات التمويلية طويلة الأجل؛

- إن كل الشركات تعاني من عدم كفاية مصادر التمويل طويل الأجل لتغطية احتياجاتها طويلة الأجل، على الأقل في تسع سنوات، وذلك في الشركة الثانية؛
- تحققت أعلى نسبة للفجوة التمويلية في سنة (1989/1988) بالشركة رقم (5) وهي (87.289%)؛
- تجاوزت نسبة الفجوة التمويلية الموجبة 50% في 30% من إجمالي المشاهدات؛
- على مستوى القطاع ككل، جميع مشاهدات الفجوة التمويلية موجبة، "أي عدم كفاية مصادر التمويل طويلة الأجل بالقطاع المذكور لتغطية الاحتياجات التمويلية طويلة الأجل بالقطاع"؛
- إن متوسط الفجوة التمويلية خلال مدة الدراسة في كل الشركات موجبة، وتتراوح بين (5.5%) كما هو مبين بالشركة الثانية، وهي أقل الشركات عزراً في مصادر التمويل طويلة الأجل، و(62.8%) بالنسبة للشركة الثالثة، وهي أكثرها عزراً في مصادر التمويل طويلة الأجل.

### 2.3.3 أدوات التحليل الإحصائي:

يقوم هذه الجزء من الدراسة على وضع الإطار العام للدالة الرياضية، والتعريف بالأسلوب القياسي المستخدم للدراسة، ومن ثم إجراء الاختبارات، وتحليل نتائج هذه الاختبارات، وذلك من أجل التمكن من اختبار الفرضيتان الرئيسيتان الأولى والثانية والفرضيات الفرعية لهما:

- الفرضية الرئيسية الأولى:

(توجد علاقة ارتباط طردية بين الفجوة التمويلية والربحية بالشركات موضع

الدراسة)

تتقسم هذه الفرضية إلى ثلاث فرضيات فرعية كالتالية:

- توجد علاقة ارتباط طردية بين الفجوة التمويلية وربحية إجمالي الأصول على أساس صافي ربح التشغيل بالشركات موضع الدراسة.

- توجد علاقة ارتباط طردية بين الفجوة التمويلية وربحية إجمالي الأصول على أساس صافي الربح القابل للتوزيع بالشركات موضع الدراسة.
- توجد علاقة ارتباط طردية بين الفجوة التمويلية وربحية إجمالي المبيعات بالشركات موضع الدراسة.

### ● الفرضية الرئيسية الثالثة:

(توجد علاقة ارتباط طردية بين الفجوة التمويلية والنمو بالشركات موضع الدراسة)

تنقسم هذه الفرضية إلى ثلاث فرضيات فرعية كالتالية:

- توجد علاقة ارتباط طردية بين الفجوة التمويلية ونمو إجمالي الأصول في الشركات موضع الدراسة.
- توجد علاقة ارتباط طردية بين الفجوة التمويلية ونمو إجمالي الأصول الثابتة في الشركات موضع الدراسة.
- توجد علاقة ارتباط طردية بين الفجوة التمويلية ونمو إجمالي المبيعات في الشركات موضع الدراسة.

### 1.2.3.3 الإطار العام للدالة الرياضية:

من خلال ما سبق ذكره في هذه الدراسة يمكن صياغة الدالة المراد تقديرها بشكل عام، في الفرضيتان الرئيسيتان الثانية والثالثة، وكذلك الفرضيات الفرعية لهما، على الصورة الرياضية التالية:

$$Y_j = F(X)$$

حيث أن:

$X$  = المتغير المستقل (الفجوة التمويلية).

$Y$  = المتغير التابع.

$j$  = نوع الربحية، أو النمو.

وتقوم الدالة الرياضية المراد استخدامها في هذه الدراسة من الناحية القياسية، على

تتبع الآثار التالية:

- أثر الفجوة التمويلية (X) على ربحية الأصول على أساس أرباح التشغيل (الربح قبل الضرائب) (Y1) ؛
- أثر الفجوة التمويلية (X) على ربحية الأصول على أساس الأرباح القابلة للتوزيع (الربح بعد الضرائب) (Y2) ؛
- أثر الفجوة التمويلية (X) على ربحية المبيعات (Y3)؛
- أثر الفجوة التمويلية (X) على نمو إجمالي الأصول (Y4)؛
- أثر الفجوة التمويلية (X) على نمو إجمالي الأصول الثابتة (Y5)؛
- أثر الفجوة التمويلية (X) على نمو المبيعات (Y6).

حتى تتمكن من إجراء الانحدار لاختبار الفرضيات، يمكن صياغة الدالة المشار إليها أعلاه على الصورة الخطية التالية:

$$Y_j = A + b_1 X + u$$

حيث أن:

A = المقدار الثابت.

$b_1$  = معامل المتغير المستقل.

U = المتغير العشوائي.

### 2.2.3.3) الأسلوب القياسي المستخدم في الدراسة:

للتعرف على أثر الفجوة التمويلية على الربحية في الشركات الليبية، خلال الفترة من (1986-2003)، وذلك بالاعتماد على استخدام الطريقة الحديثة والأكثر تطوراً لتحليل السلاسل الزمنية، حيث أن استخدام الطرق القياسية التقليدية أصبح محل شك من قبل المهتمين والباحثين، بسبب أن معظم المتغيرات في البحوث الاجتماعية غير مستقرة في مستوياتها، وأن استخدام هذه الطرق التقليدية في تحليل المتغيرات التي تعاني من خاصية عدم الاستقرار قد تؤدي إلى نتائج زائفة، مما يقلل من مصداقية هذه النتائج في التحليل الإحصائي، لذا فإنه من الأهمية بمكان تحديد أولاً ما إذا كانت المتغيرات موضع الدراسة مستقرة في مستوياتها أو عند حساب الفروق، ويمكن تحديد ذلك من خلال إجراء اختبار جذر الوحدة (اختبار استقرار

المتغيرات)، ثم بعد ذلك يتم استخدام طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية في إجراء انحدار المتغير المستقل على التابع.

### 3.2.3.3 مفهوم الاستقرار:

إن عدم استقرار المتغيرات عادةً ما يؤدي إلى مشاكل في القياس، ويقصد بمفهوم الاستقرار هو ميل أو اتجاه قيم المتغير إلى قيمة الوسط الحسابي، وأنه يتذبذب حوله، في حين أن عدم الاستقرار، يعني وجود قيم مختلفة للوسط الحسابي خلال الفترة الزمنية محل الدراسة، ولتجنب الوقوع في المشاكل القياسية مثل مشكلة الانحدار الزائف، فإنه من الضروري إجراء اختبار الاستقرار، وهو اختبار جذر الوحدة، عليه وكخطوة أولى في الدراسات التطبيقية يجب اختبار الاستقرار لكل متغيرات الدراسة، ويجب أن تكون المتغيرات المراد اختبارها مستقرة في نفس المستوى (فياض والمجبري، 2003: 44).

ويقوم اختبار استقرار المتغيرات المضمنة في هذه الدراسة على اختبار ديكي فوللر المعدل (Augmented Didkey – Fuller) (ADF) وهو كافي لإزالة مشاكل القياس في حال وجودها.

### 4.2.3.3 اختبار استقرار المتغيرات:

نظراً لأهمية استقرار المتغيرات في تحليل الانحدار، وما حظي به من اهتمام في أوساط الباحثين، والمحللين خلال العقدين الماضيين، علياً وكخطوة أولى في الدراسة، تم القيام بإجراء اختبار الاستقرار، لمعرفة المستويات التي ستستقر فيها المتغيرات، وذلك باستخدام اختبار ديكي فوللر المعدل (Augmented Didkey – Fuller) (ADF) وقد تم ذلك على النحو التالي:

• نتائج الاستقرار للمتغيرات الدراسة:

جدول رقم (3 - 2)

استقرار بيانات المتغيرات المستقلة، والتابعة.

(بالنسبة للقطاع)

المتغيرات	المستوى (صفر)		المستوى (الأولى)		المستوى (الثاني)	
	ADF*	ADF**	ADF*	ADF**	ADF*	ADF**
X	-3.5388	-3.3400	-3.7940	-2.9985	-3.8628	-3.8166
Y1	-2.5686	-2.6475	-3.0500	-2.9147	-3.3466	-3.1796
Y2	-2.0741	-2.0681	-2.4791	-2.3588	-3.3486	-3.2326
Y3	-3.5657	-3.4277	-3.1235	-2.8343	-1.9847	-1.5563
Y4	-2.4213	-2.3321	-3.0785	-2.8095	-3.8484	-3.7239
Y5	-2.8098	-2.6512	-3.5467	-3.4001	-5.0832	-4.9452
Y6	-3.1609	-3.0536	-3.4746	-3.3697	-4.2800	-4.0205
القيمة الجدولية عند المستوى 5%	-3.0819	-3.7612	-3.1004	-3.7921	-3.1223	-3.8288

المتغيرات	المستوى (الثالث)		المستوى (الرابع)	
	ADF*	ADF**	ADF*	ADF**
X	-3.9197	-3.8258	-5.2903	-5.1075
Y1	-3.9558	-3.7266	-4.9617	-4.6682
Y2	-4.3668	-4.1214	-5.8757	-5.5642
Y3	-1.8264	-1.8747	-4.0304	-4.2457
Y4	-4.2758	-4.0151	-4.5069	-4.2001
Y5	-5.5752	-5.1644	-5.2465	-4.9215
Y6	-4.6845	-4.4169	-5.4720	-5.1233
القيمة الجدولية عند المستوى 5%	3.1485	-3.8731	-3.1803	-3.9272

\* (مع عدم وجود عنصر الزمن). \*\* (مع وجود عنصر الزمن)

من خلال مقارنة القيمة المحسوبة بالقيمة الجدولية عند المستوى 5% في أسفل الجدول أعلاه، تبين أن المتغيرات التابعة (Y1, Y2, Y3, Y4, Y5, Y6) مستقرة مع المتغير المستقل (X) في المستوى الرابع.

### 5.2.3.3) اختبار الانحدار باستخدام طريقة المربعات الصغرى (OLS):

بعد القيام باختبارات الاستقرار، أصبحت البيانات متكاملة من الدرجة نفسها (أي لها درجة التكامل نفسها)، فإنه يمكن إجراء اختبارات العلاقة (الأثر)، حيث تم في هذا الجزء من الدراسة استخدام طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية لاختبار هذه العلاقة، لان هذه الطريقة تعتبر من أشهر الطرق استخداماً في الدراسات التطبيقية للسلاسل الزمنية.

#### • نتائج الانحدار بين المتغير المستقل والمتغيرات التابعة :

جدول رقم (3 - 3)

إجراء الانحدار لأثر الفجوة التمويلية على الربحية والنمو في القطاع بعد

((معالجة عدم الاستقرار في البيانات))

المتغيرات	*A	**B	T	F	مستوى المعنوية	*R <sup>2</sup>	**R <sup>2</sup>	DW
Y1-1	0.034	0.369	0.820	0.672	غير معنوي	0.058	-0.028	2.367
Y1-2	0.035	0.360	0.586	0.343	غير معنوي	0.030	-0.058	2.409
Y1-3	0.031	0.234	1.315	1.729	غير معنوي	0.136	0.057	2.253
Y1-4	0.016	-0.423	-2.406	5.787	5%	0.345	0.285	2.179
Y1-5	0.020	-0.194	-3.177	10.093	5%	0.478	0.431	2.492
Y1-6	0.034	0.037	1.560	2.433	غير معنوي	0.181	0.107	2.008

(T) قيمة اختبار T.

(F) قيمة اختبار F.

من خلال مقارنة قيمة اختبار (D.W) في الجدول أعلاه، بالقيمة الجدولية عند مستوى 5%، تبين عدم وجود مشكلة ارتباط ذاتي، والتي تعني أن قيمة المتغير العشوائي في الفترة الحالية تعتمد على قيمته في الفترة السابقة، ويذكر أن ظهور هذه المشكلة قد تكون نتيجة إغفال بعض المتغيرات المهمة، أو الخطاء في توصيف النموذج أو الخطاء في تجميع البيانات، وتحليل النتائج، وبوجود هذه الإشكالية سوف يقود إلى قبول معنوية المعالم المقدرة في حين أنها غير ذات دلالة إحصائية، (الزائدي، 2006، ص 50)؛ (بخيت، فتح الله، 2007، ص ص، 198، 190).

\* هو مقياس لنسبية التغير في Y التي يمكن شرحها من خلال X (كوب، 2009، ص 171)  
 • انظر الصفحة السابقة ص 64.

### 4.3 اختبار الفرضيات وتحليل النتائج:

تم في هذا الجزء من الدراسة، تحليل النتائج المتحصل عليها من أدوات التحليل المستخدمة، وكذلك تم اختبار كل فرضيات الدراسة الرئيسية، كما هو مبين في الجزء التالي:

#### 1.4.3 اختبار الفرضيات:

تم في هذا الجزء من الدراسة اختبار الفرضيات الرئيسية وذلك على النحو التالي:

##### 1.1.4.3 اختبار الفرضية الرئيسية الأولى:

من خلال الجدول رقم (3 - 3) تبين عدم وجود علاقة ارتباط بين الفجوة التمويلية، والربحية بالنسبة للمؤشرات الثلاثة وهي ربحية الأصول على أساس صافي أرباح التشغيل و ربحية الأصول على أساس صافي أرباح القابلة للتوزيع و ربحية المبيعات، وبهذا نرفض الفرضية الرئيسية الثانية بوجود علاقة ارتباط طردية بين الفجوة التمويلية والربحية بالشركات موضع الدراسة.

##### 2.1.4.3 اختبار الفرضية الرئيسية الثانية:

من خلال الجدول رقم (3 - 3) تبين وجود علاقة ارتباط بين الفجوة التمويلية، ونمو إجمالي الأصول وإجمالي الأصول الثابتة وكان اتجاه هذه العلاقة سالبة، بينما لم تثبت العلاقة مع نمو إجمالي المبيعات، وبهذا نرفض الفرضية الرئيسية الثالثة بوجود علاقة ارتباط طردية بين الفجوة التمويلية ونمو إجمالي الأصول بالشركات موضع الدراسة.

### 2.4.3 تحليل النتائج:

تم في هذا الجزء من الدراسة تحليل نتائج اختبار الفرضيات وذلك على النحو التالي:

#### 1.2.4.3 تحليل نتائج الفرضية الرئيسية الأولى:

فيما يخص أثر الفجوة التمويلية على الربحية، فإنها كانت موجبة الإشارة، بالنسبة للمؤشرات الثلاثة إلا أنها لم تكن معنوية، والسبب في ذلك قد يرجع إلى أحد أو كل الأسباب التالية:



- أن الهدف من القطاع العام في ليبيا، ليس تحقق أرباح اقتصادية بالدرجة الأولى بل يسعى إلى تحقيق أهداف اجتماعية أكثر من تحقيق أرباح اقتصادية، فالربح في الأنظمة التي تتبنى نظام السوق، يعد مؤشراً للكفاءة الاقتصادية وأساس التسعير الاقتصادي للمنتجات، لذلك يؤخذ الربح في الاعتبار بدرجة كبيرة عند تحديد نوع التمويل (طويل - قصير)، أما في ليبيا فتعتمد شركات القطاع العام عند التمويل على الحق في السحب على المكشوف من المصارف العامة؛
- نظام التسعير والدعم؛
- طبيعة وشروط منح التسهيلات الائتمانية، ومشكلة المخصصات بالعملات الأجنبية.

### 2.2.4.3 تحليل نتائج الفرضية الرئيسية الثانية:

فيما يخص أثر الفجوة التمويلية، على نمو إجمالي الأصول بالنسبة للقطاع، فإنها كانت سالبة الإشارة، ومعنوية، ورغم أن هذه الإشارة كانت عكس المتوقع، حيث أن أغلب نظريات التمويل أشارت إلى أن هذه العلاقة موجبة، حيث افترض (Wessles & Titman, 1988) وجود علاقة سالبة بين معدل النمو، ونسبة الديون الطويلة الأجل بالهيكل التمويلي، وذلك لأن الشركات التي تتميز بفرص استثمار متاحة للنمو تتزايد بها تكلفة الوكالة للديون إذا تم تمويل هذه الفرص بأموال الديون، وبما أن تكلفة الوكالة تؤدي إلى ارتفاع تكلفة الديون، فإن الملاك قد يفضلون تمويل هذه الفرص بالاعتماد على الملكية في التمويل، ويفترض (Meyers, 1977) أن اعتماد الشركة على الديون القصيرة الأجل، بدلاً من الديون طويلة الأجل قد يؤدي إلى تخفيض تكلفة الوكالة، ومن ثم ارتفاع نسبة الديون القصيرة الأجل، وعلى ذلك يتوقع وجود علاقة موجبة بين معدل النمو ونسبة التمويل قصير الأجل في الهيكل التمويلي في الشركات التي تتميز بالنمو، من جهة أخرى، يفترض (Jaramillo and Schiantarelli, 2002) وجود علاقة سالبة بين التمويل قصير الأجل والنمو، وبرر ذلك، إن النقص في مصادر التمويل طويلة الأجل يعوق قدرة الشركة في الحصول على التكنولوجية الإنتاجية المتقدمة الأكثر إنتاجية، وعدم الخوف من التصفية المرتبطة بالتمويل قصير الأجل، أما في الشركات الليبية فإن سبب ظهور الإشارة السالبة بين الفجوة التمويلية، ونمو إجمالي الأصول، راجع إلى نفس السبب السابق ذكره، حيث أن زيادة

معدلات الفجوة التمويلية يعني نقص في مصادر التمويل طويلة الأجل وهذا قد يعوق هذه الشركات في الاستفادة من التكنولوجيا الأكثر تطوراً وإنتاجية، حتى ولو كانت أمامها فرص استثمارية مربحة، أما فيما يخص أثر الفجوة التمويلية على نمو المبيعات، فإنها موجبة الإشارة، وهي غير معنوية.

وأخيراً فإن سبب عدم وجود معنوية لعلاقة الفجوة التمويلية بجميع متغيرات الربحية، وكذلك نمو المبيعات قد يكون بسبب قصر مدة الدراسة أو أخطاء في التوجيه المحاسبي، من حيث اعتبار التمويل طويل الأجل في الوقت الذي يكون فيه هذا التمويل قصير الأجل، أو اعتبار الأصل من الاستخدامات قصيرة الأجل في الوقت الذي يكون فيه هذا الأصل من الاستخدامات طويلة الأجل، ونظراً لضيق الوقت والإمكانيات لم نتمكن من الحصول على سلسلة زمنية أكثر ولا التحقق من التوجيه المحاسبي للبيانات.

### 5.3 مقارنة النتائج العملية بالنظرية (الاستقراء)

يتناول هذا الجزء من الدراسة مقارنة نتائج التحليلات الإحصائية (النتائج العملية للدراسة) باستنباطاتها النظرية (الفرضيات) أو الاستنباط حيث تبين، أن نتائج اختبارات العلاقة قد اختلفت مع الاتجاه العام للعلاقة حيث إن الاتجاه العام للعلاقة يشير إلى أن العلاقة موجبة، وكذلك اختلفت مع بعض الدراسات التنظيرية والتطبيقية، واتفقت مع البعض الآخر من هذه الدراسات.

### 6.3 النتائج والتوصيات:

#### 1.6.3 النتائج:

- يواجه القطاع العامة لصناعة المواد الغذائية في ليبيا فجوة تمويلية، وهذه الفجوة موجبة طيلة مدة الدراسة؛
- لم تثبت معنوية تأثير الفجوة التمويلية على ربحية إجمالي الأصول على أساس ربح التشغيل (صافي الأرباح قبل الضرائب) بالنسبة لقطاع الصناعات الغذائية في ليبيا؛
- لم تثبت معنوية تأثير الفجوة التمويلية على ربحية إجمالي الأصول على أساس الربح القابل للتوزيع (صافي الأرباح بعد الضرائب) بالنسبة لقطاع الصناعات الغذائية في ليبيا؛

- لم يثبت تأثير الفجوة التمويلية على ربحية المبيعات بالنسبة لقطاع الصناعات الغذائية في ليبيا؛
- ثبت معنوية تأثير الفجوة التمويلية على نمو إجمالي الأصول بالنسبة لقطاع الصناعات الغذائية في ليبيا وكان اتجاه الإشارة سالب؛
- ثبت معنوية تأثير الفجوة التمويلية على نمو إجمالي الأصول الثابتة بالنسبة لقطاع الصناعات الغذائية في ليبيا، وكان اتجاه الإشارة سالب؛
- لم تثبت معنوية تأثير الفجوة التمويلية على نمو إجمالي المبيعات بالنسبة لقطاع الصناعات الغذائية في ليبيا.

### 2.6.3 التوصيات:

- ضرورة التعاون والتنسيق بين إدارات الشركات، والوحدات التابعة لها على رفع معدلات الربحية وزيادة كفاءة وفاعلية استخدام الأموال بحيث تصبح كل الوحدة قادرة على الاستمرار فنياً واقتصادياً ومالياً وذلك من خلال الآتي:
  - تخفيض حجم الأصول من خلال الاستغناء عن الأصول أو خطوط الإنتاج غير المستغلة والمعطلة والزائدة عن الاحتياجات الفعلية والتي ترتفع فيها نفقات التشغيل عن الإيرادات المتوقعة منها؛
  - يلزم الاهتمام بصيانة الأصول الثابتة القديمة والتي تستخدم في الإنتاج وذلك لتلافي زيادة تكاليف الإنتاج المعيب أو كثرة الأعطال؛
  - الإسراع في تنفيذ مشروعات تحت التنفيذ وفقاً للبرنامج الزمني المعد لذلك.
  - تنشيط تحصيل المديونية طرف الغير.
- ضرورة سعي إدارات الشركات بالتنسيق مع الوحدات التابعة لها لتعديل هيكلها المالي، وذلك لإحداث التوازن المنشود بين هيكل التمويل (مصادر الأموال) وهيكل الأصول (استخدامات الأموال) وذلك من خلال الآتي:
  - التفاوض مع الجهات المقرضة من مصارف وغيرها لإعفاء الشركات من كل الديون أو جزء من الفوائد المتركمة؛

○ إجلال القروض طويلة الأجل محل القروض قصيرة الأجل، وذلك على أن تتم الجدولة على فترات تتفق مع التدفقات النقدية لكل شركة، ويتم ذلك في حالة وجود مجالات استثمارية مربحة أمام الشركة وإلا ستتكدب الشركة مصاريف إضافية تتمثل في وجود أموال عاطلة؛

- ضرورة قيام إدارات الشركات بالمتابعة والرقابة على الوحدات التابعة لها من خلال، القيام بالتحليل والتنبؤ المستمر بمؤشرات قرارات التمويل (طويل - وقصير الأجل) وكذلك المؤشرات المعبرة عن كفاءة الأداة في استخدام الأموال (معدلات الدوران) والمخاطرة المالية ومخاطر الأعمال والمؤشرات المعبرة عن الربحية، والنمو للوقوف على نقاط القوة والضعف ومعالجة أوجه القصور أول بأول؛
- في حالة اتخاذ قرار بإضافة أو إجلال أصل جديد مكان أصل قديم، يلزم أن تراعى التكلفة المرجحة للأموال والتدفقات النقدية المتوقعة من تلك الأصول والمخاطر المرتبطة بها؛
- عند تمويل خط إنتاجي (أصول)، يلزم مراعاة الشركات لمنهج التغطية في التمويل، والذي يقضي أن تمول الأصول بمصدر تمويل تتفق معها من ناحية آجال الاستحقاق.

### 3.6.3 التوصيات العامة:

- الاهتمام بدراسة كل خط إنتاجي من حيث قدرته على الإنتاج وتكلفة التشغيل ومدى توفيره لاحتياجات السوق وأرباح التشغيل المتوقعة منه منسوبة لرأس المال المستثمر فيه؛
- ضرورة التدريب الفني والمهاري للعاملين لرفع مستوى كفاءتهم وتحسين إنتاجية العمل؛
- ضرورة زيادة المبيعات لزيادة الربحية والنمو، وذلك من خلال الارتقاء بمستوى جودة المنتجات، وتنشيط عملية التصدير، وفتح أسواق جديدة؛
- ضرورة تحديد جهاز محاسبي يختص بفحص ومتابعة ومراجعة هياكل تمويل شركات القطاع العام، على أن يتبع مباشرة رئاسة الوزراء ضماناً لفاعليته، على أن تتحدد مهام هذا الجهاز بصفة أساسية فيما يلي:

- وضع معايير ومؤشرات محاسبية متفق عليها مقدما لكل قطاع اقتصادي من قطاعات الأعمال العامة، للاقتراب بالهيكل التمويلية لهذه الشركات إلى الهياكل التمويلية المثالية؛
- مراجعة خطط إدارة كل شركة فيما يختص بقرارات اقتراض الأموال وهياكل الديون، بالإضافة إلى علاقة حقوق الملكية بحقوق الغير، مع تقييم هذه الخطط على ضوء المعايير أو الحدود الدنيا المتفق عليها مسبقاً؛
- تشتمل مهام الجهاز على تحديد العوامل المحاسبية المؤثرة على اختلال الهياكل التمويلية في كل قطاع على حدة؛
- ضرورة إجراء متابعة ديناميكية للتطورات الخاصة بالمؤشرات المحاسبية المؤثرة على تحقيق التوازن الهيكلي، وبذلك يضمن الجهاز تجنب احتمالات تعرض الشركات للأخطار في مختلف الأنشطة؛
- إجراء مراجعة دقيقة لمشاكل الشركات الخاصة في مختلف مجالات الأنشطة المختلفة مثل السيولة والربحية والتوازن الهيكلي للموارد المالية تلافياً للأخطار المتنوعة التي قد تتعرض لها الشركات؛
- العمل على مراقبة تحقيق التوازن الهيكلي الأمثل من حيث طبيعة وأزمنة مصادر التمويل وأوجه الاستخدامات والإفصاح في القوائم المالية عن أسباب عدم حدوث هذا التوازن إذا كان ذلك يصب في مصلحة الشركة؛
- تزويد هذا الجهاز بالكفاءات الفنية المدربة على استخدام كافة الأساليب الإحصائية والتكنولوجية المتطورة مثل، قواعد البيانات، وشبكات الاتصال العالمية (الإنترنت)، واستخدام المؤشرات المحاسبية المتقدمة مثل، مؤشر إجمالي التغيرات النسبية للقوائم المالية لتسهيل الاكتشاف المبكر لتفاصيل التغيرات الهيكلية في القوائم المالية؛
- أن يقوم الجهاز بتقديم تقارير دورية للجهات المختصة عن مدى توازن الهياكل التمويلية للشركات العامة، بمختلف القطاعات، وذلك بهدف تقييم كفاءة إدارات تلك الشركات، وتقادياً للعجز المرتقب بتلك الشركات؛

- عمل قاعدة للبيانات لمخرجات النظام المالي، والإداري، والإنتاجي، للشركات العامة، بمختلف القطاعات، يكون موازي لمخرجات القطاع الخاص بالأسواق المالية، وذلك لتمكين الباحثين، في مراكز البحوث، وطلبة الدراسات العليا، والمهتمين بالبحوث العلمية وغيرهم، من الاستفادة من هذه البيانات، في بحوثهم وبذلك يكون لهم دور فعال في الرقي بهذه القطاعات، والوصول إلى التنمية الاقتصادية الشاملة والمستدامة في البلاد؛
- أن يكون لهذا الجهاز دور فعال في تقديم مقترحات لوضع ضوابط دقيقة ومنظمة للاقتراض (بنوعية) لوحدات القطاع العام من المصارف العامة والخاصة، مع متابعة أوجه صرف هذه القروض على السبب الذي أخذت من أجله، ومتابعة ذلك دورياً؛
- حيث أن الاتجاه العام للدولة هو نحو الخصخصة فيجب أن يتم إدارة الوحدات العامة، وفقاً لآليات السوق، وهذا يتطلب:
  - أن تكون الربحية والنمو هي الهدف الأساسي لوضع كافة الاستراتيجيات، وأن يتم التسعير بما يحقق ذلك الهدف العام، وفي حالة الاضطرار للدعم، تعطى الشركات التي تتولى تنفيذ النشاط دعماً يعادل الفرق الحقيقي بين سعر السوق وسعر الدعم، بالإضافة إلى دفع ما يعادل خسارة الشركة في حالة تأخر دفع مبالغ الدعم، وذلك إظهاراً للكفاءة الحقيقية لتلك الوحدات؛
  - يجب على الشركات أن تبحث عن المتغيرات المفسرة لربحيته لتخفيض احتمال الوقوع في العسر المالي؛
- إجراء المزيد من البحوث والدراسات التجريبية في مختلف بيئات الأعمال وتحت ظروف اقتصادية متباينة، يمكن من تجميع نتائج تأثيرات العوامل المحاسبية المؤثرة واعتبار النتائج المتماثلة بمثابة بديهيات لنظرية المؤثرات المحاسبية في توازن الهياكل التمويلية، وهذا ما يوصي به؛
- وهو إجراء المزيد من البحوث، خاصة مع خصخصة شركات القطاع العام، ومن ثم تسجيلها في بورصة الأوراق المالية وزيادة حركة التعامل بالأوراق المالية؛

- زيادة الدراسات المالية التي تبحث في العلاقة بين ربحية الشركات وخطر عدم السداد والمتغيرات الأساسية الأخرى (اقتصادية ومالية ونقدية)، بالإضافة إلى دراسات حول أسباب تدني معدلات النمو بهذه الشركات.
- الإسراع في إصدار معايير المحاسبة المهنية، وأهمها معيار إعادة هيكلة القروض، وذلك نظراً لما يحققه هذا المعيار من تحقيق التوازن على مستوى القطاع في الهياكل التمويلية.

## قائمة المراجع

### المراجع العربية:-

1. ابوسنينة؛ محمد وآخرون، "استخدام الموارد الاقتصادية الليبية لبناء المستقبل"، الهيئة القومية للبحث العلمي، 1993.
2. ابوسنينة؛ محمد، "الصادرات الصناعية الليبية"، مؤتمر تنمية الصادرات الليبية، 24 - 26 / 12 / 1991، بنغازي.
3. احمد؛ عادل فتحي سيد، "اثر قرارات التمويل طويلة الأجل على ربحية المنشأة بالتطبيق على الشركات التابعة للشركات القابضة للصناعات المعدنية"، رسالة ماجستير، غير منشورة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، القاهرة، 2003.
4. إسماعيل؛ السيد عبد الفتاح، "محددات هيكل أجل الدين في الشركات المساهمة السعودية"، مجلة الإدارة العامة، المجلد (44)، العدد (4)، ديسمبر 2004 ص ص 727 - 772.
5. آل شبيب؛ دريد كامل، "مبادئ الإدارة المالية"، عمان، الأردن، 2004.
6. آل شبيب؛ دريد كامل، "مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة"، دار المسيرة، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2007.
7. الأنصاري؛ أسامة عبد الخالق، "سلسلة المراجع الحديثة في التمويل والعلوم المصرفية: الإدارة المالية" الطبعة الأولى، لم يذكر الناشر، 1997.
8. الجريدي؛ عادل عبد الحميد، "واقع وظيفة الإدارة المالية في المنظمات الصناعية الليبية وسبل تطويرها"، رسالة ماجستير، غير منشورة، كلية الاقتصاد، جامعة بنغازي، 2000.
9. الجزيري؛ خيرى، "التمويل الإداري: المفاهيم - الأدوات - الإطار العام لاتخاذ القرارات المالية"، مطابع الولاء الحديثة، 2003.
10. الجهمي؛ طاهر وآخرون، "إعادة هيكلة الاقتصاد الليبي" دراسة غير منشورة، بنغازي، مركز البحوث الاقتصادية، 1992.
11. الحاج؛ طارق، حسن؛ فليح، "الاقتصاد الإداري"، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان الأردن، الطبعة الأولى، 2000.



12. الحصادي؛ سالم إسماعيل، "المنشآت العامة في الاقتصاد الليبي المشاكل والبحث عن المسببات"، مجلة البحوث الاقتصادية، المجلد الثالث عشر، العدد الأول والثاني، 2002، ص ص 34 - 52.
13. الحصادي؛ سالم إسماعيل، "تحليل القوائم المالية: مفاهيم - أساليب وأدوات - مجالات تطبيقية"، المكتب الوطني للبحث والتطوير، بنغازي، ليبيا، الطبعة الأولى، 2005.
14. الحياي؛ وليد ناجي، "تحليل مؤشرات نتائج الأداء (الإرباح والربحية) في المشاريع الصناعية كأداء لتخطيط الإنتاجية"، التعاون الصناعي، العدد 1991، 63، ص ص 37 - 52.
15. الحياي؛ وليد ناجي، "الاتجاهات المعاصرة في التحليل المالي (منهج علمي وعملي متكامل)"، الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2004.
16. الخلايلة؛ محمود عبد الحليم، "العلاقة بين مؤشرات الأداء المحاسبي ومؤشرات الأداء السوقية (عوائد الأسهم)"، مجلة الدراسات للعلوم الإدارية، المجلد 28، العدد 1، 2001، ص ص 93 - 110.
17. الخلايلة؛ محمود عبد الحليم، "مؤشرات الأداء المبنية على الأرباح ومؤشرات الأداء النقدية وعلاقتها بالتغيرات في عوائد الأسهم: دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق عمان المالية"، مجلة العربية للعلوم الإدارية، جامعة الكويت، الكويت، المجلد 11، العدد 2، 2004، ص ص 183 - 204.
18. الزائدي؛ خالد علي عبد السلام، "النمو السكاني وأثره على الادخار العائلي في ليبيا دراسة تطبيقية عن الفترة (1973 - 2002) مسيحي"، رسالة ماجستير، غير منشورة، جامعة بنغازي، 2006.
19. الزبيدي؛ حمزة محمود، "أساسيات الإدارة المالية"، الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2006.
20. الصميدعي؛ محمود جاسم، يوسف؛ ردينة عثمان، "مدخل في الاقتصاد الإداري"، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان الأردن، الطبعة الأولى، 2006.

21. العبد؛ جلال إبراهيم , "العوامل المؤثرة على تشكيلة الهيكل المالي بالتطبيق على شركات القطاع العام التابع لوزارة الصناعة"، رسالة ماجستير، غير منشورة، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، 1992.
22. الفرجاني؛ تهاني محمد ميلاد، "دراسة العلاقة بين تركيبة الهيكل التمويلي ومعدلات العائد والنمو بالشركات الصناعية الليبية: دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية العاملة في نشاط المواد الغذائية"، رسالة ماجستير، غير منشورة، كلية الاقتصاد، جامعة بنغازي، 2004.
23. الفيتوري؛ اشرف عبدالسلام، "خصخصة الشركات الصناعية في ليبيا: بين الواقع والصعوبات"، مؤتمر الخصخصة في الاقتصاد الليبي، بنغازي 19 - 20 2004/6/.
24. القرقوري؛ عبد الله محمد، "دراسة العلاقة بين سياسة الائتمان وأعمار حسابات المدينين والسيولة في المنشآت الصناعية الليبية"، رسالة ماجستير، غير منشورة، كلية الاقتصاد، جامعة بنغازي، 2001.
25. القرشي؛ مدحت، "الاقتصاد الصناعي"، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبع الثانية 2005.
26. المرسي؛ جمال الدين، اللوح؛ أحمد عبد الله، "الإدارة المالية: مدخل اتخاذ القرارات"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006.
27. الميداني؛ محمد أيمن عزت، "الإدارة التمويلية في الشركات"، مكتبة العبيكات، الرياض، الطبعة الرابعة، 2004.
28. النعيمي؛ عدنان تاية وآخرون، "الإدارة المالية - النظرية والتطبيق"، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2007.
29. النعيمي؛ عدنان تاية، الخرشة؛ ياسين كاسب، "أساسيات في الإدارة المالية"، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2007.
30. بخيت؛ حسين علي، فتح الله؛ سحر، "الاقتصاد القياسي"، دار اليازوري، عمان، الأردن، 2007.

31. بن ساسي؛ إلياس، "محاولة ضبط مفهومي النمو الداخلي والنمو الخارجي للمؤسسة كمنطلق للمفاضلة بينها"، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، الجزائر، العدد السادس، 2006، ص ص 33-48.
32. بوفرنه؛ فاخر مفتاح، محددات الهيكل التمويلي للشركات الليبية الصغيرة والمتوسطة الحجم ندوة تنمية وتطوير المشروعات الصغيرة والمتوسطة في ليبيا، مركز بحوث العلوم الاقتصادية وجامعة بنغازي، بنغازي، 7-8/6/2006.
33. بوفرنه؛ فاخر مفتاح، العيساوي؛ علي عبد العزيز، الشحومي؛ سليمان سالم، "سوق الأوراق المالية الليبي وأثره على تشكيل ورسم السياسات العامة في ليبيا"، المؤتمر الوطني الأول للسياسات العامة في ليبيا 2007، مركز البحوث والاستشارات، جامعة بنغازي.
34. بيت المال؛ احمد عبد الله، "تقييم أهداف خطط التنمية في ليبيا دراسة حالة قطاع الصناعة عن الفترة 1970 - 1996"، مجلة البحوث الاقتصادية، العدد الأول، المجلد الرابع عشر، 2003، ص ص 208 - 243.
35. جدو؛ محمد الأمين ولد احمد، "التنمية الصناعية في دول المغرب العربي مع التركيز على التنمية الصناعية في موريتانيا"، مجلة التنمية الصناعية العربية، تصدر عن المنظمة العربية للتنمية الصناعية والتعدين، العدد 42، 2001، ص ص 107 - 124.
36. جمعة؛ السعيد فرحات، "الأداء المالي - لمنظمات الأعمال (التحديات الراهنة)"، دار المريخ للنشر والتوزيع، الرياض، السعودية، 2000.
37. حسن؛ محروس احمد، "أبعاد الفجوة التمويلية في شركات قطاع الأعمال العام دراسة تطبيقية على شركات قطاع الأعمال العامة للصناعات الهندسية" المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، كلية الاقتصاد جامعة عين شمس، العدد، 1994، ص ص، 2131 - 2180.
38. حسن؛ محروس احمد، "اثر الفجوة التمويلية على كل من الربحية والنمو في شركات قطاع الأعمال العام للغزل والنسيج" المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، كلية الاقتصاد جامعة عين شمس، العدد الثالث، 1999، ص ص، 479 - 534.

39. حسن؛ محروس احمد، "تحليل العلاقة التبادلية بين الرافعة المالية وكل من الربحية و النمو في شركات قطاع الأعمال العام للغزل والنسيج" المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، كلية الاقتصاد جامعة عين شمس، العدد الرابع، 1998، ص ص، 769 - 814.
40. حسين؛ جاسم ناصر، "استخدام الانحدار في تحديد أفضل توليفة من هيكل التمويل" مجلة البحوث الاقتصادية، العدد الأول والثاني، 2000.
41. خربوش؛ حسني علي، العبادي؛ محمد عيسي، "العوامل المؤثرة على ربحية الشركات الصناعية المساهمة في الأردن"، مجلة بحوث اقتصادية عربية، تصدر عن الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية، العدد 34 - 35، 2005، ص ص 243 - 275.
42. سجينى؛ طلال إبراهيم، "العلاقة بين حجم المنشأة ومعدل الربحية في المشاة الصناعية السعودية: دراسة ميدانية"، التعاون الصناعي، العدد 62، 1995، ص ص 22 - 47.
43. شاكرك؛ نبيل عبد السلام، "مدخل مقترح لإصلاح الهياكل التمويلية لشركات قطاع الأعمال العام الصناعي: دراسة تطبيقية على شركات قطاع الأعمال العام لصناعة الغزل والنسيج"، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، جامعة عين شمس، العدد الأول، 1992، ص ص 649 - 730.
44. شعلان؛ ثروة محمد احمد، "اثر الرافعة المالية على الأداء المالي للشركات الصناعية الغذائية اليمنية"، رسالة ماجستير، غير منشورة، جامعة عين شمس، 2002.
45. طلبة؛ عدلي، افخيمة؛ جمعة، "دراسة تحليلية لسياسة الخصخصة في الاقتصاد الليبي: الدوافع والايجابيات والسلبيات"، مجلة مركز البحوث الاقتصادية، بنغازي، 2004.
46. عبد الله؛ شوقي حسين، "التمويل والإدارة المالية"، القاهرة، دار النهضة العربية، 1996.

47. عبد الله؛ عبد القادر محمد، الصديق؛ بابكر إبراهيم، "محددات الهيكل التمويلي للشركات الصناعية المساهمة في المملكة العربية السعودية"، مجلة الإدارة العامة، العدد الرابع، 2002، ص ص 723 - 747.
48. عبدالله؛ عقيل جاسم، "النظرية الاقتصادية - التحليل الاقتصادي الجزئي"، دار ومكتبة الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 1999.
49. عقل - مفلح، "مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي"، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2000.
50. فياض؛ محمد خليل، "توسيع قاعدة الملكية في الاقتصاد الليبي نموذج مقترح"، مجلة دراسات في الاقتصاد والتجارة، جامعة بنغازي، المجلد السادس والعشرون، ص 1-15، 2007.
51. فياض؛ محمد خليل، المجبري؛ فتحي عبد الحفيظ، "النفقات العامة، ونمو الناتج المحلي الإجمالي للقطاع غير النفطي: تقويم التجربة الليبية 1980 - 2003"، مجلة البحوث الاقتصادية، المجلد الرابع عشر - العدد الأول، 2003.
52. كراجة؛ عبدالحليم وآخرون، "الإدارة والتحليل المالي (أسس - مفاهيم - تطبيقات)"، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الثانية، 2006.
53. كوب؛ جاري، "تحليل البيانات الاقتصادية" ترجمة فهد بن خلف البادي، راجع الترجمة عبدالله بن صالح الحميد، مكتبة الملك فهد الوطنية، المملكة العربية السعودية، 2009.
54. لطفي؛ أمين السيد احمد، "التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2007.
55. محمد؛ المعتز بالله البرنس، "أثر اختلال الهيكل التمويلي على الأداء المالي في صناعة الغزل والنسيج"، المجلة العلمية لكلية التجارة، جامعة أسيوط، العدد 19، السنة 13، يونيو 1993، ص 154 - 165.
56. محمد؛ حسن يوسف حسن، "تقييم الهياكل المالية في شركات القطاع العام الصناعية: دراسة تطبيقية على قطاع الصناعات الكيماوية في محافظة

- الإسكندرية"، رسالة ماجستير، غير منشورة، أكاديمية السادات للعلوم الإدارية، 1992.
57. محمد؛ نظير رياض، "الإدارة المالية والعولمة"، المكتبة العصرية، المنصورة، مصر، 2001.
58. محمود؛ مصطفى بكار، "استثمار الجماهيرية في التنمية الاقتصادية والاجتماعية خلال الأربع عقود الماضية (1963-2001) - تحليلات نظرية واستنتاجات عملية، مجلة البحوث الاقتصادية"، المجلد السادس عشر، العدد الأول، ص 24-70، 2005.
59. مطر؛ محمد، "الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والائتماني الأساليب والأدوات والاستخدامات العملية"، دار وائل، عمان، الأردن، الطبعة الثانية، 2006.
60. ويستون؛ فرد، برجان؛ يوجين، "التمويل الإداري"، ترجمة عبد الرحمن دعالة بيلة وآخرون، دار المريخ، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2003.
61. أمانة اللجنة الشعبية العامة للصناعة، الإدارة العامة للإنتاج (1994) تقرير الإنتاج السنوي.
62. أمانة اللجنة الشعبية العامة للصناعة، الإدارة العامة للتخطيط و المتابعة (1994) انجازات الثورة في قطاع الصناعة خلال 25 سنة.
63. جهاز المراجعة المالية، الإدارة العامة، 2002.
64. أمانة اللجنة الشعبية العامة، قرار رقم (313) لسنة 2003.
65. أمانة اللجنة الشعبية العامة للصناعة، مكتب شؤون الإنتاج (1996)، خطة إنتاج القطاع 1996.
66. أمانة اللجنة الشعبية العامة للصناعة، مكتب شؤون الإنتاج (1995)، الأنشطة الصناعية لشركات القطاع.

#### المراجع الأجنبية:-

1. Al Sakran S "Leverage Determinants In The Absence Of Corporate Tax System: The Case Of Non - Financial Publicly Traded

- Corporation In Saudi Arabia”, Managerial Finance, Vol, 27 ,(2000), pp 58 - 86.**
2. Baldwin, J. R., Gellatly, G. & Gaudreault, V “**Financing Innovation in New Small Firms: New Evidence From Canada**”. Ottawa: Micro-Economic Analysis Division, Statistics Canada (2002).<http://www.statcan.ca/english/IPS/Data/11F0019MIE2002190.htm>.
  3. Bannier, Christina E. Grote, Michael H. **Equity Gap? Which Equity Gap? On the Financing Structure of Germany’s Mittelstand**, Frankfurt School of Finance & Management, (2008), Working Paper No. 106 <http://ideas.repec.org> 31/1/2011.
  4. Barclay, M. J. and Smith, C. W. J. (1995), ‘**The Maturity Structure of Corporate Debt**’, Journal of Finance 50(2), 609–31.
  5. Baum, Christopher F et al “**The Effects of Short - Term Liabilities on Profitability: The Case of Germany** “ , Economics Department Working Papers in Economics , Boston College , Year (2006) <http://escholarship.bc.edu>.
  6. Baum, Christopher F et al “**The Effects of Short - Term Liabilities on Profitability: A Comparison of German and US Firms** “April (14, 2007). <http://fmwww.bc.edu>.
  7. Beranek, William & Cornwell, Christopher & Choi, Sunho, "**External Financing, Liquidity, and Capital Expenditures**," Journal of Financial Research, Southern Finance Association and Southwestern Finance Association, (1995) vol. 18(2), pages 207-22, Summer.
  8. Berry, A; Grant, P and Jarvis, R ‘**Can European Banks Plug the Finance Gap for UK SMEs**’, ACCA, paper presented at the 24th ISBA.Financing of Ethnic Minority Firms in the UK: a Special Report. London: Bank of England (2003) <http://www.accaglobal.com> 31/1/2011.
  9. Brick, I. E. and Ravid, S. A. ‘**On the Relevance of Debt Maturity Structure**’, Journal of Finance (1985), 40(5), 1423–37.
  10. Bruno, Albert / Joel Leidecker / Joseph Harder: Why Firms Fail, in: Business Horizons, ( March / April 1987), Vol. 30 (2), pp. 50-58.
  11. Buferna; F, Bangassa; K And Hodgkinson; L“ **“Determinants Of Capital Structure: Evidence From Libya” Journal Of Dirasat**, Vol, 24, (2005b), pp18 - 42
  12. Buferna; F, Bangassa; K And Hodgkinson; L“ **“Determinants Of Capital Structure: Evidence From Libya”** NAG Annual Conference British Accounting Association, Sheffield Hallam University On 9 Of September 2004 . This Paper Published On The University Of Liverpool“ Working Paper No“ (2005a/08).

13. Damodain; A, "financing innovations and capital structure choices", Journal of Applied corporate finance, (USA), Spring, Vol,12 NO.1 , (1999), PP 28 - 39.
14. Diamond; D W, "Debt maturity structure and liquidity risk", The Quarterly Journal of Economics, 106(3), (1991), 709–737.
15. Dossani, Rafiq and Desai, Asawari, '**Accessing Early Stage Risk Capital in India**', Stanford-TiE. Study, 2006, page 16 <http://iis-db.stanford.edu/31/1/2011>.
16. Ejigu; M & Sherif; M A, "Towards a management Reform Program In: **The Grate Socialist People's Libyan Arab Jamahiriya**" The United Nations Development Program (1994).
17. Jaramillo , Fidel and Schiantarelli , Fabio "Access to Long Term Debt and Effects on Firms' Performance: Lessons from Ecuador" RES Working Papers from Inter - American Development Bank, Research Department , July (2002) <http://www.iadb.org>, <http://econpapers.repec.org>.
18. Knill; April M, "Can Foreign Portfolio Investment Bridge the Small Firm Financing Gap around the World", World Bank Policy Research Working Paper, Washington, December (2005).
19. Lean, Jonathan and Tucker, Jonathan, **Information Asymmetry, Small Firm Finance and the Role of Government**, Journal of Finance and Management in Public Services. Volume 1 Summer 2001, pp 43-60.
20. Leland; Hayne E And Toft; Klaus Bjerre, "optimal capital structure, Endogenous bankruptcy, AND THE TERM structure of credit spread", THE journal of finance, (51) no.(3) July, (1996), PP 987 - 1019.
21. López-Garcia, P; and Puente, S "Business demography in Spain: determinants of firm survival", Documentos de Trabajo n. 608, Banco de España(2006) <http://www.bde.es> 20/1/2011.
22. Makridakis; Spyros, "What can we learn from corporate failure?" Long Range planning, (1991), Vol.24:115-26.
23. marsh P, "the choice between equity and debt" The journal of finance, Vol, 37, march (1982), P 142.
24. Myers; Stewart C, "Determinants of Corporate Borrowing" Journal of Financial Economics, Vol. 5, (1977), pp 147-175.
25. Norrman, C. "Entrepreneurship Policy: Public Support for Technology-Based Ventures" Published PhD Dissertation, No. 1175, Linköping University (2008) (ISBN 987-7393-923-2) <http://www.ep.liu.se/PubList/Default.aspx?userid=magkl50>.
26. Nugent, Jim; **Corporate Profitability in Ireland: Overview and Determinants**; Journal of the Statistical and Social Inquiry Society of Ireland Vol, XXVIII; Part I1998; <http://www.tara.tcd.ie> 31/1/2011.



27. Organisation for Economic Co-operation and Development OECD (2006), **“The SME Financing Gap: Theory and Evidence”**, volume 1, OECD Publishing, [www.insme.org](http://www.insme.org).
28. Sánchez-Vidal, Javier; Martín-Ugedo, Juan. **“Financing Preferences of Spanish Firms: Evidence on the Pecking Order Theory”**. Rev. Quant. Finan. Account. (2005), 25(4): 341-355. <http://ideas.repec.org> 31/1/2011.
29. Schaede , Ulrike **“The ‘Middle-Risk Gap’ and Financial System Reform: Small Firm Financing in Japan”**, Monetary and Economic Studies, Vol. 23 No. 1, 2005, pp.149-176 <http://www.imes.boj.or.jp>.
30. Scherr; Frederick C and Hulburt; Heather M, **“The Debt Maturity Structure of Small Firms” Financial Management** 30 (2001), pp 85 - 116.
31. Schiantarelli; F and Sembenelli; A, **“The maturity structure of debt: Determinants and effects on firms’ performance? Evidence from the United Kingdom and Italy”** Policy research working paper series, (1997), The World Bank.
32. Stohs; Mark Hoven and Mauer; David C, **“The Determinants of Corporate Debt Maturity Structure” The Journal of Business** The University of Chicago Press, Vol. 69, No, 3(1996), pp 279 - 312.
33. Titman; S and Wessels; R **“The determinants of capital Structure Choice” The Journal of Finance**, Vol 43, issue, 1 (1988) , pp 1 - 19.
34. Zhao; z et al, **“What Factors Affect Small and Medium-sized Enterprise’s Ability to Borrow from Bank: Evidence from Chengdu City, Capital of South-Western China’s Sichuan Province”** Business Institute Berlin at the FHW Berlin - Berlin School of Economics, Working paper No.23, February 2006.