الأوعية الاستثمارية وأثرها على كفاءة أداء الشركات
(دراسة قياسية على شركة الاستثمار الوطني بليبيا)

Investment vessels and their impact on the performance efficiency of companies
(An econometric study on the National Investment Company of Libya)

يوسف يخلف[1،*]، رضا شيته[2]، وليد سالم[3]
[1] قسم الاقتصاد-الجامعة المفتوحة (ليبيا)
[2] كلية الاقتصاد والعلوم السياسية-جامعة طرابلس (ليبيا)
[3] كلية الاقتصاد والعلوم السياسية-جامعة طرابلس (ليبيا)

Youcef YAKHELEF[1,*], Redha CHITA[2] Oualid SALEM[3]
1 Department of Economics, The Open University (Libya)
2 Faculty of Economics and Political Science, University of Tripoli (Libya)
3 Faculty of Economics and Political Science, University of Tripoli (Libya)

تاريخ الاستلام (Received): 2021/10/13 ؛ تاريخ المراجعة (Revised): 2021/11/10 ؛ تاريخ القبول (Accepted): 2021/11/23

ملخص : تهدف الدراسة إلى تقييم كفاءة الأداء للشركات الاستثمارية من خلال تقييم الأداء العام لشركة الاستثمار الوطني، وذلك من خلال اختبار وتحليل أثر عوائد الأصول على الأداء العام للشركة، واعتمدت الدراسة على منهجية (ARDL)و(ECM)و(VAR)لتقدير العلاقة بالمديين الطويل والقصير للفترة 1986- 2015، وأظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة توازنية بالمدى الطويل لدالة معدل العائد على الأصول (ROA)، وعدم اليقين بوجودها من عدمه بدالة معدل العائد على حقوق الملكية (ROE)، كما أظهرت وجود علاقة طردية بين معدل العائد على حقوق الملكية (ROE)ومتغير نسبة الاستقطاعات على الأصول (X1) ولم تظهر أي علاقة مع باقي متغيرات دوال الدراسة.

الكلمات المفتاح : عائد، اصول، استثمارات طويلة الأجل، استثمارات الودائع، حقوق الملكية.
تصنيف JEL : O11 ؛ O32 ؛ L32

Abstract: The study aims to assess the performance efficiency of investment companies by evaluating the overall performance of the National Investment Company, by testing and analyzing the impact of asset returns on the company's overall performance. The study relied on the (ARDL), (ECM) and (VAR) methodology to estimate the relationship in the long and short run for the period 1986-2015. The results of the study revealed the existence of a long-term equilibrium relationship of the rate of return on assets (ROA) function, and the uncertainty of its existence or not with the rate of return on equity (ROE) function. It also showed a positive relationship between the rate of return on equity (ROE) and the variable ratio of deductions on assets (X1), and there was no relationship with the rest of the variables of the study functions.

Keywords: Return; Assets; Long-term investments; Deposit investments; Equity.
Jel Classification Codes : O11 ; O32 ; L32

* Corresponding author, e-mail: dr.yusef@yahoo.com

This is an open access article under the CC BY-NC license: https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/deed.en

I- تمهيد :

يُعد تقييم الأداء المالي أحد أهم العوامل التي يتوقف عليها نجاح أي مؤسسة مالية كانت أو اقتصادية من أجل الوصول إلى مستويات عالية من الكفاءة في استخدام الموارد الاقتصادية والمالية المتاحة، فقياس الأداء عملية مستمرة يجب إجراءها لاتخاذ الخطوات اللازمة لتصحيح أوضاع المؤسسة حال وجود قصور فيها، أو لتعزيز قدراتها وهو ما يمكنها من الاستمرار والبقاء والتطور. وذلك من خلال الكشف عن مواطن الخلل والضعف في نشاطها، وبالتالي نحصل على تحليل شامل لها بهدف وضع الحلول المناسبة والوقوف على مدى كفاءة واستخدام الموارد المالية المتاحة بطريقة رشيدة، ففي الدول التي توجد بها أسواق مالية تمتاز بقدر من الكفاءة يعتبر من السهل متابعة أداء وتقييم أداء الشركات الاستثمارية المدرجة فيها من خلال القيمة السوقية ومعدل ربحية السهم وغيرها من مقاييس الأداء الأخرى، أما الدول التي لا توجد فيها أسواق أوراق مالية، أو لا يتم تداول أسهم تلك الشركات بالسوق فلا يكون أمام المساهمين فيها سوى تقويم الأداء المالي باستخدام الأساليب العلمية كتحليل القوائم المالية لتقويم أداء إدارات تلك الشركات، لأن عرض تلك القوائم بدون تحليلها لا يفيد المساهمين في شيء فهي تعرض الأرقام المالية مجردة فقط، فقد تظهر القوائم المالية تحقيق الشركة للربح، ولكن عند تحليل القوائم المالية للشركة ومقارنة صافي الربح بإجمالي المبالغ المستثمرة أو حقوق الملكية فإن النسبة تكون متدنية، مما يعطي انطباعاً على عدم قدرة إدارة الشركة على توليد أرباح كافية مقارنةً بحجم الأصول المستثمرة. وفي كل الأحوال فإن تقويم الأداء المالي للشركات باستخدام الأساليب العلمية لتحليل القوائم المالية كجزء من تقويم الأداء أصبح أمراً ضرورياً، سواءً للإدارة للوقوف على نقاط القوة والضعف بالشركة، أو للمساهمين الحاليين أو المستثمرين الذين يرغبون في استثمار أموالهم في تلك الشركات للاطمئنان على سلامة أموالهم، وقدرة تلك الإدارات على استثمارها بالشكل الصحيح.

وتعتبر شركة الاستثمار الوطني كشركة قابضة من أكبر الشركات الاستثمارية الليبية والتي تأسست سنة 1986م، برأس مال أكثر من مليار دينار ليبي، تنوعت أنشطتها ما بين الخدمية والمالية والصناعية والتجارية والعقارية، حيثُ تهدف الشركة إلى إدارة واستثمار أموال المساهمين في استثمارات حقيقية وأخرى مالية في أسواق المال سواءً بالداخل أو الخارج بغرض تنمية أموال المساهمين بما يحقق لهم عائداً مجزٍ يزيد على الأقل على العائد الخالي من المخاطر والمحافظة على قيمة الأموال المستثمرة من التآكل بسبب مخاطر التضخم، والقيمة الزمنية للنقود، مع العمل على تنمية تلك الأموال بوجه خاص، بالإضافة إلى تنمية وتطوير الاقتصاد الوطني بوجه عام، ولها في سبيل تحقيق ذلك استغلال كافة الفرص الاستثمارية المتاحة.

لذا تأتي هذه الورقة للوقوف على الجدوى الاستثمارية لهذه الشركة من خلال قياس كفاءة أدائها، وهل الشركة أتت أُكلها استثمارياً وحققت عائداً لمساهميها مقارنة برأس مالها ويتناسب مع حجم أصولها، خاصةً أنها من الشركة الداعمة للاقتصاد الوطني.

I.1- إشكالية الدراسة :

نتيجة للدور المهم الذي تلعبه شركات الاستثمار في الاقتصاد والتنمية بشكل عام، وسوق الأوراق المالية بشكل خاص (باعتبارها صاحبة الفوائض المالية)، ومساهمتها الفاعلة في كافة القطاعات داخل الدولة، ومن خلال الزيارة الميدانية التي قام بها البُاحث إلى مقر الشركة وإجراء مقابلات شخصية مع بعض المسئولين في الشركة الذين لديهم علاقة مباشرة بالعمل المالي والاستثماري بالشركة، وبالاطلاع على القوائم المالية للشركة لوحظ أن معدل عائد إجمالي حقوق الملكية والأصول لشركة الاستثمار الوطني قد انخفض خلال الفترة من 1986-2015، ومن هنا برزت مشكلة الدراسة التي تتمثل أساساً في انخفاض عوائد الشركة بصورة عامة، ومعرفة الأسباب التي أدت إلى انخفاض العائد وذلك من خلال تحليل وتقييم الأداء العام لشركة الاستثمار الوطني باعتبارها احد أهم شركات الاستثمار في ليبيا. وبالتالي يمكن صياغة مشكلة الدراسة في التسأول التالي: هل تؤثر عوائد الأوعية الاستثمارية بشكل موجب على الأداء العام لشركة الاستثمار الوطني؟

I.2- فرضيات الدراسة :

سيتم في هذه الدراسة اختبار أثر عوائد الأصول والأوعية الاستثمارية المتمثلة في (نسبة الاستقطاعات، العائد على الاستثمارات طويلة الأجل، والعائد على الودائع) على الأداء العام للشركة والمتمثل في (معدل العائد على الأصول، ومعدل العائد على حقوق الملكية) وذلك من خلال الفرضيتين الرئيسيتين التاليتين:

HO1: لا يوجد أثر موجب ذو دلالة إحصائية لعوائد الأوعية الاستثمارية (نسبة الاستقطاعات، العائد على الاستثمارات طويلة الأجل، والعائد على الودائع) على معدل العائد على الأصول.

HO2: لا يوجد أثر موجب ذو دلالة إحصائية لعوائد الأوعية الاستثمارية (نسبة الاستقطاعات، العائد على الاستثمارات طويلة الأجل، والعائد على الودائع) على معدل العائد على حقوق الملكية.

I.3- أهمية الدراسة :

تنبع أهمية الدراسة من أهمية الموضوع نفسه، الذي يتناول كفاءة الأداء للشركات الاستثمارية، حيث يعد تحليل الأداء المالي للشركات مرآة عاكسة لنتائج الشركات في الماضي لمعرفة أوجه القصور لمعالجتها، كما أنه يستخدم كأداة للرقابة والتخطيط للمستقبل، واتخاذ القرارات وتقويم الأداء،

Published on 23-12-2021 in the el-Bahith review (Mağallaẗ al-bāḥiṯ) : https://elbahithreview.edu.dz

فالشركات الاستثمارية تمثل أوعية تستقطب الأصول المالية المختلفة وتعيد صياغة العلاقات فيما بينها بما يؤدي إلى تعظيم العائد المتحقق، لذا فإن تحليل أداء شركة الاستثمار الوطني يعكس أهمية علمية وعملية في إطار توجيه البحث العلمي نحو المسارات المعنية كما أن حجم الفوائض المالية لشركات الاستثمار يمكن أن يسهم في عمليات الاستثمار والتمويل في الاقتصاد بشكل عام وسوق الأوراق المالية بشكل خاص، فضلاً عن أن الدراسات السابقة عن شركة الاستثمار الوطني، غطت فترات قصيرة نسبياً، وتناولت تقييم الاستثمارات دون التطرق لدراسة أثر الأصول والاستثمارات على الأداء العام لشركة الاستثمار الوطني، مما يعطي للدراسة أهمية خاصة، كما أنه من خلال نتائج تحليل وتقييم كفاءة الأداء للشركة، يمكن تقديم بعض الرؤى لمتخذي القرار والمشرعين حول كفاءة الأداء لشركة الاستثمار الوطني وإمكانية استمراره ونموها بشكل يحقق الأهداف المرجوة من تكوينها.

I.4- هدف الدراسة :

تهدف هذه الدراسة إلى تقييم كفاءة الأداء للشركات الاستثمارية من خلال تقييم الأداء العام لشركة الاستثمار الوطني، وذلك من خلال اختبار وتحليل أثر عوائد الأصول والاستثمار (نسبة الاستقطاعات والعائد على الاستثمارات طويلة الأجل والعائد على الودائع) على الأداء العام للشركة (معدل العائد على الأصول ومعدل العائد على حقوق الملكية)، ومعرفة أهم الأسباب التي أدت إلى انخفاض عوائد الشركة طوال مدة الدراسة، وبالتالي تقديم مجموعة من التوصيات المتعلقة بتشكيلة الأوعية الاستثمارية، بهدف تحقيق أقصى استفادة ممكنة من التنويع في الأوعية الاستثمارية، و بشكل يحقق الأهداف التي أنشئ من أجلها شركة الاستثمار الوطني.

I.5- الدراسات السابقة :

تناول الأدب التمويلي العديد من الدارسات التي تناولت موضوع كفاءة وتقييم الأداء للشركات الاستثمارية والمؤسسات المالية بشكل عام ومن خلال عدة مؤشرات، ومن هذه الدراسة التي توفرت لدى البُحاث لإجراء هذه الدراسة ما يلي:

فقد هدفت (رقاقدة، 2016) في دراستها إلى تحديد وقياس الأثر الذي تحدثه العوامل المؤثرة على ربحية المصارف التجارية خلال الفترة 2004-2014، حيث تم دراسة سلوك المتغير التابع (الربحية) مقاسه بمعدل العائد على الموجودات (ROA) ومعدل العائد على حقوق الملكية (ROE) و المتغيرات المستقلة (نسبة السيولة النقدية، نسبة الودائع، نسبة الرافعة المالية، نسبة هامش الربح)، وقد تم الاعتماد على الأسلوب الإحصائي (الانحدار الخطي المتعدد) لقياس العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع. وتوصلت الدراسة إلى بعض النتائج أهمها وجود علاقة عكسية بين (نسبة السيولة النقدية) والربحية مقاسه بمعدل العائد على إجمالي الأصول، وجود علاقة طردية بين (نسبة الرفع المالي) والربحية مقاسه بمعدل العائد على حقوق الملكية. وتناولت دراسة (المومني وحسن، 2011) محددات الهيكل المالي بشركات الأعمال، بالتطبيق على شركات قطاع الخدمات المدرجة في بورصة عمان واستخدمت الدراسة أسلوب تحليل الانحدار المتعدد وذلك باستخدام مقياس الهيكل المالي والمتمثل في نسبة إجمالي الديون إلى إجمال الأصول، وتوصلت الدراسة إلى وجود أثر ذو دلالة إحصائية بين العوامل الخاصة بالشركة والمتمثلة في (الحجم، هيكل الأصول، العائد على الأصول، معدل النمو)، حيث أن حجم الشركة وهيكل الأصول كان لهما أثر ايجابي في مقاييس الهيكل المالي، في حين كان لمعدل العائد على الأصول أثر سلبي على مقاييس الهيكل المالي، أما معدل النمو فقد كان له أثر ايجابي في الهيكل المالي. كما تناولت دراسة(حسن، 2006) تحليل وتقييم كفاءة استثمارات المصارف التجارية بالأسهم العادية منطلقاً من فرضية مفادها أن تشكيلة الاستثمارات التي تضمنتها محفظة استثمارات المصارف عينة الدراسة غير كفوءة إذ تم اختيار مصرفي بغداد التجاري كعينة للدراسة تم التوصل إلي استنتاج رئيسي متعلق بعدم كفاءة سياسات الاستثمار التي اتبعتها المصارف عينة الدراسة مما أدى إلي تراجع أداء المحافظ الاستثمارية التي تديرها المصارف.أيضاً تناول(حجاج، 2017) أثر الاستثمار في تكنولوجيا المعلومات والاتصال على الأداء المالي، من خلال إيجاد العلاقة بين الاستثمار في تكنولوجيا المعلومات والأداء المالي مقاساً بنسب الربحية، والسيولة ، والمخاطر، والنشاط، وقد توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الاستثمار في تكنولوجيا المعلومات والاتصال والأداء المالي، وقد أوصت الدراسة بضرورة تأهيل اليد العاملة المستخدمة لتكنولوجيا المعلومات،بينما تناولت دراسة (خنفر، 2017) محددات هيكل رأس المال وأثرها على كل من حجم وعمر وربحية وسيولة الشركة ومخاطرها وأصولها، وذلك بالتطبيق على ثمانية عشر شركة من الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية خلال الفترة 2005–2014، وقد تمّ تحليل البيانات باستخدام Panel data بالاعتماد على الأسلوب الإحصائي (الانحدار المتعدد) لتفسير العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، وقد خلصت الدراسة إلى وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين هيكل رأس مال الشركات عينة الدراسة وكل من عمر الشركة والأصول الثابتة ونمو الشركة، في حين أظهرت الدراسة وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين سيولة الشركة وبين رأس مال الشركة، أما بقية المتغيرات الحجم والربحية والمخاطرة فقد أظهرت النتائج عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بينها وبين رأس المال.

في حين قام (ارشد، 2016)في دراسته قياس كفاءة الاستثمارات في أسهم الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، ولتحقق من ذلك قام الباحث باستخدام نموذج الأصول الرأسمالية المبني على التوقعات المحتملة للعائد والمخاطرة على أسهم الشركات وقوة العلاقة والترابط بينهما، وقد

This is an open access article under the CC BY-NC license: https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/deed.en

توصل الباحث إلي مجموعة من الاستنتاجات أهمها وجود علاقة ايجابية طردية بين العائد والمخاطرة على الاستثمارات في أسهم الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية وان هناك عوامل أخرى تؤثر في أسعار الأسهم في هذا السوق،كما تناول كلا من (محمد ، العتابى، 2012)تقويم كفاءة أداء الاستثمارات في قطاع شركات التأمين وقد استندت الدراسة على فرضية رئيسية متضمنة أربعة فرضيات فرعية ومفادها وجود علاقة تأثير ذات دلالة إحصائية لمقدار الاستثمار في معدل العوائد المحققة، وكان من أهم الاستنتاجات التي توصلت اليها هي أن شركات التأمين محل الدراسة لا تتمتع بالمرونة الكافية للتوسع بالمشاريع الاستثمارية وذلك بسبب امتلاكها للدولة وتخضع للقوانين والأنظمة التي تضعها في هذا المجال كما قامت (الدقاق، 2017) في دراستهم بتقييم الأداء المالي باستخدام النسب المالية وذلك بالتطبيق على المصرف الدولي للتجارة والتمويل خلال الفترة 2010-2012، باستخدام النسب المالية العائد على الاستثمار، العائد على حقوق الملكية، ومضاعف ربحية السهم، كما هدفت الدراسة إلى تحديد ما إذا كانت هناك علاقة بين النسب المالية المذكورة – كل على حدة - والقيمة السوقية لسهم المصرف محل الدراسة، وما إذا كانت هناك علاقة بينها مجتمعة على القيمة السوقية. وقد أظهرت الدراسة أنه لا يوجد ارتباط بين القيمة السوقية لسهم المصرف وبين كل من العائد على الاستثمار، والعائد على حقوق الملكية، ومضاعف ربحية السهم مجتمعة، في حين أظهرت الدراسة أنه لمقاييس الأداء المستخدمة مجتمعة قدرة تفسيرية على القيمة السوقية لسهم المصرف الدولي للتجارة والتمويل.

وحاول (زيتوني، 2019) في دراسته ببحث واستجلاء مدى كفاءة الأوعية المصرفية الجزائرية ممثلة أساساً بالصندوق الوطني للتوفير والاحتياط باعتباره مؤسسة تعني بشؤون الادخار الأسري تحديداً في خلق وحفز ونشر السلوك الادخاري لدى قطاع الأفراد وبعد تحليل مبسط للسلوك الادخاري ولمسئولية المصارف في بعثه وتعميمه بين أفراد المجتمع، وبيان مختصر لمظاهر ممارسة الوعاء المصرفي لذلك الدور على نحو من الكفاءة والفعالية، وتوصل البحث إلي حقيقة أن تلك الأوعية الصرفية لم تنجح في تأدية الدور المنوط بها إذ لم تتعد حجم المدخرات العائلية المستقطبة 10% في أحسن الأحوال كما تناولت دراسة (خرباش، 2012) أثر سعر الصرف على أداء محفظة الأوراق المالية في بورصتي عمان والسعودية، بحيث هدفت الدراسة إلي أبراز أهمية التنويع الدولي في تدني مخاطر سعر الصرف الذي يعد من المخاطر النظامية التي تتعرض لها الأصول المالية الداخلة في تكوين المحفظة عند مستوى معين من العوائد وقد خلصت الدراسة إلى أن كلا من عدد الأوراق المالية الداخلة في تكوين المحفظة وكذا معاملات الارتباط فيما بينها بالإضافة إلى إستراتيجية التنويع الدولي تساهم في تدني المخاطر النظامية (مخاطر سعر الصرف) إلى أدنى مستوى لها مع تحقيق مستوى مقبول من العوائد.كذلك حاول(سميح،2017) في دراسته إلى التعرف على مستوى الأداء المالي لشركة البوتاس العربية خلال الفترة 2010-2014، وذلك باستخدام النسب المالية المعتمدة لتقييم الأداء المالي وإبراز دورها كأداة رئيسة للتحليل المالي، حيثُ تمّ اعتمد في هذه الدراسة على القوائم المالية للشركة لاستخراج المؤشرات المالية المستخدمة في تقييم الأداء ومقارنتها مع المتوسط العام للسنوات الخمس السابقة لفترة الدراسة، كما هدفت الدراسة أيضاً إلى بيان مستوى اعتماد الشركة على المؤشرات المالية التي لها علاقة بتقييم الأداء المالي وإبراز نقاط القوة والضعف بالشركة، وتوصلت الدراسة إلى أنه يمكن الاعتماد على المؤشرات المالية لتقييم الأداء المالي، كما أظهرت الدراسة تراجع مؤشرات الربحية خلال فترة الدراسة، وأن الشركة تتمتع بقدرة عالية على تغطية إلتزاماتها قصيرة الأجل، ممّا أدى إلى تعطيل جزء من السيولة النقدية على حساب تحقيق الشركة فرص جني أرباح. وهدفت دراسة (بودور، 2019) إلى التعرف على أهم مؤشرات تقييم الأداء المالي والمخاطر المصرفية لدى المصارف، وإبراز تأثير المخاطر المصرفية على تقلب معدلات العائد للمصارف التقليدية والإسلامية الأردنية، وتمّ استخدام نموذج الإنحدار المتعدد لتقدير العلاقة بين متغيرات الدراسة باستخدام طريقة المربعات الصغرى، وقد أثبت نموذج الإنحدار المتعدد بين مؤشرات الأداء (معدل العائد على الأصول، العائد على حقوق الملكية)، ومؤشرات المخاطر المالية (مخاطر الائتمان، مخاطر السيولة، مخاطر رأس المال) وجود علاقة عكسية بين المخاطر المالية والأداء المالي لكل من المصرف التجاري الأردني والمصرف الإسلامي الأردني، وبالتالي فإن المخاطر المالية تؤثر سلباً على الأداء المالي للمصارف التقليدية والإسلامية، الأمر الذي يؤكد على أهمية إدارة المخاطر ودورها الفعّال في تحسين الأداء المالي للمصارف سواءً أكانت تقليدية أو إسلامية. بينما هدفت دراسة (المهير وعلي، 2015) إلى إظهار أهمية التحليل المالي وآثره على تقييم الأداء المالي، ومعرفة أهم النسب المالية وأثرها على الكفاءة المالية، وذلك بالتطبيق على شركة سكر كنانة خلال الفترة 2008-2010 ، وقد خلصت الدراسة إلى أن الأداء الكفء لأدوات التحليل المالي للشركة أدّى إلى تحقيق توازن بين الربحية والسيولة، وأن الأداء المالي للشركة كان فعّالاً وأن الكفاءة منخفضاً لارتفاع التكاليف بالشركة خاصةً التكاليف التشغيلية والمصروفات الإدارية، كما أظهرت النتائج أيضاً ارتفاع نسبة القروض لتمويل أصول الشركة، وارتفاع نسبة الإهلاك بشكل عام. كما تناولت دراسة (Admassu, 2016) أثر هيكل رأس المال على الأداء والتي أجريت على عينة من خمسة عشرة شركة تضمن فيها نموذج الدراسة متغيرات تابعة تعبر عن الأداء (معدل العائد على حقوق الملكية، ومعدل العائد على الأصول) ومتغيرات مستقلة تعبر على هيكل رأس المال (نسبتي الرفع المالي لعمر الديون القصيرة والطويلة الأجل إلى إجمالي الأصول، ونسبة إجمالي الديون إلي إجمالي الأصول) بالإضافة إلى متغير ضابط يضبط العلاقة هو متغير نسبة النمو ومتغير الحجم، ومتغير السيولة وقد أشارت النتائج إلى أن مقاييس الأداء ترتبط بعلاقة سالبة مع متغير رأس المال. وحاول (عبدالغني، 2006) في دراسته تسليط الضوء على جانب مهم في تقييم أداء المؤسسات الاقتصادية ألا وهو الأداء المالي والقيمة

Published on 23-12-2021 in the el-Bahith review (Mağallaẗ al-bāḥiṯ) : https://elbahithreview.edu.dz

السوقية للأسهم في الأسواق المالية من خلال تحليل المؤشرات الاقتصادية والمالية لتقييم الأداء المالي باعتبارها متغيرات مستقلة للقيمة كمتغير تابع، وتبين من خلال الدراسة أن قيمة المؤسسة وأدائها المالي يتوقف على مجموعة محددة من العوامل، مثل الهيكل المالي الذي له تأثير مزدوج ايجابي وسلبي حسب التدفقات النقدية المتولدة، أما علاقة الرفع المالي بربحية الشركات الاستثمارية فقد تناولت دراسة (Singapurwoko,2011) العلاقة بين الرفع المالي وربحية الشركات، بحيث تناولت الدراسة عدة متغيرات مثل حجم الشركة، والقطاع الذي تعمل به الشركة، بالإضافة للخصائص الاقتصادية داخل الشركة، بحيث يقيس متغير حجم الشركة قدرة الشركة على تحقيق الأرباح في حين أن متغير الاقتصاد الكلي يعكس أسعار الفائدة المتداولة وارتباطها بدرجة التضخم الاقتصادي السائد، وتوصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج كان أهمها أن الديون كان لها تأثير ايجابي على ربحية الشركات وأن الشركات لديها قدرة على تحقيق عوائد مرتفعة توجه لاستخدام الديون ضمن الهيكل التمويلي لأصولها، وتختلف العلاقة بين الرفع المالي مع اختلاف القطاع الاقتصادي الذي تعمل به الشركة، كذلك تناولت دراسة (Akhtar, et ol, 2012) أثر الرفع المالي على الأداء المالي لشركات قطاع البترول والطاقة حيث تناولت الدراسة فحص أثر الرفع المالي على مؤشرات معدل العائد على الأصول، معدل العائد على حقوق الملكية وعدد مرات تغطية الفوائد والديون، ونسبة توزيع الأرباح إلى حقوق الملكية، وصافي الربح التشغيلي، والنمو في المبيعات، والعائد على السهم، وتوصلت الدراسة إلى نتائج مفادها أن الرفع المالي يؤدى إلى تحسين الوضع المالي للشركات ومن تم زيادة فرص نموها داخل القطاع التي تعمل بداخله.

ومن الدراسات الحديثة في ليبيا والتي تناولت موضوع أداء الشركات دراسة قام بها كل من (بازينة وبن سليم، 2016) اختبرا فيها أثر هيكل رأس المال على أداء الشركات الصناعية الليبية بالتطبيق على عينة تضمنت ثلاث شركات صناعية (شركة النجمة لتكرير وتعبئة الزيوت النباتية، الشركة العامة للخردة، الشركة الليبية للحديد والصلب) خلال الفترة 2001-2014، وتمّ تقدير النماذج القياسية المتعلقة باختبار فرضيات الدراسة باستخدام تحليل الانحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرى والتي أعطت تفسيراً للعلاقة المتوقعة بين هيكل رأس المال وأداء الشركات الصناعية الليبية، كما هدفت الدراسة إلى تقييم مستوى الأداء المالي للشركات الصناعية الليبية من خلال تحليل مؤشرات معدل القوة الإيرادية ومعدل العائد على الأصول ومعدل العائد على حقوق الملكية، كما هدفت أيضاً إلى اختبار وتقييم أثر متغيرات رأس المال (نسبة الديون إلى حقوق الملكية ومعدل دوران الأصول ونسبة النمو) على أداء الشركات الصناعية الليبية، وتوصلت الدراسة إلى عدة نتائج لعلّ أهمها وجود أثر معنوي موجب الاتجاه لمتغير نسبة النمو في الأصول على أداء الشركات مقاساً بمعدل القوة الإرادية، كما التقطت نسبة دوران الأصول العلاقة مع مقاييس الأداء بشكل قوي نسبياً وأعطت نظرة شاملة على أداء الشركات ومستوى النشاط بها، وبالتالي الشركات الأكثر نشاطاً هي الأفضل من حيث الأداء، كما أشارت النتائج أيضاً إلى عدم وجود أثر معنوي لمتغير نسبة الديون إلى حقوق الملكية على جميع مقاييس الأداء، وتعتبر هذه النتيجة لا تنسجم مع فرضية الرفع المالي التي تفترض وجود العلاقة الموجبة بين نسبة الديون ومؤشرات الأداء حيث أرجعت الدراسة هذه النتيجة لاحتمال استخدام الشركات الليبية الصناعية للرفع المالي المحايد وبالتالي فإن العائد على الأموال المقترضة سيكون مساوياً لتكلفة الاقتراض وهو ما قلل من أهمية متغير نسبة الديون إلى حقوق الملكية في تفسير التغيرات الحاصلة في أداء الشركات. وتناولت دراسة كل من (الكور وشيته، 2013)، تقييم كفاءة الأداء لصناديق الاستثمار من خلال تقييم الأداء العام لصندوق الضمان الاجتماعي الليبي للفترة من 1991 - 2008، من خلال اختبار وتحليل أثر عوائد الأوعية الاستثمارية (الودائع المصرفية والمؤسسات الخدمية والفندقية والعقارات والمساهمة في مؤسسات وطنية)، على الأداء العام للصندوق، وتوصلت الدراسة إلى وجود ارتباط موجب بين العائد على الاستثمار للودائع المصرفية والأداء العام، وبين العائد على الاستثمار في العقارات وبين الأداء العام، كما كشفت الدراسة أيضاً عن وجود علاقة سالبة بين العائد على الاستثمار في المؤسسات الخدمية والفندقية وبين الأداء العام، ولم تحقق الأوعية الاستثمارية تأثيراً معنوياً وقوة تفسيرية معنوية للأداء العام للصندوق.

ومن الدراسات الحديثة التي أجريت على شركة الاستثمار الوطني دراسة كل من (شيتة وسالم. 2020)، حيث هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على طبيعة العلاقة بين الهيكل التمويلي وربحية شركة الاستثمار الوطني في ليبيا خلال الفترة 1994 – 2015، من خلال اختبار وتقييم أثر متغيرات الهيكل التمويلي (نسبة الديون إلى حقوق الملكية، ومعدل دوران الأصول) على ربحية شركة الاستثمار الوطني. فكان من أهم النتائج والتفسيرات التي تمّ التوصل إليها من خلال تحليل البيانات واختبار الفرضيات وجود ارتباط موجب في حدود (83%)، بين كلٍ من العائد على حقوق الملكية ومعدل العائد على الأصول بمعدل دوران الأصول. كما حقق هيكل التمويلي للشركة المتمثل في نسبة الديون على حقوق الملكية ومعدل دوران الأصول مجتمعة تأثير معنوي وقوة تفسيرية معنوية على التوالي، ما نسبته (62.4%)، (57.9%) من الأداء العام للشركة (معدل العائد على حقوق الملكية، معدل العائد على الأصول). وهدفت دراسة أخرى أجريت على الشركة نفسها قام بها كل من (شيته، الرقيعي، 2015) إلى تقييم كفاءة الربحية في شركة الاستثمار الوطني، خلال الفترة 1986- 2010، وذلك من خلال اختبار وتحليل أثر تنويع استثمارات الشركة على الربحية للشركة، وتوصلت الدراسة إلى وجود ارتباط موجب في حدود (99%) ، (77%) بين العائد على حقوق الملكية والعائد على الاستقطاعات والربحية (الأداء العام)، كما حققت مصادر التمويل للشركة والمتمثلة في الاستقطاعات، الاستثمار، وحقوق الملكية مجتمعة تأثير معنوي وقوة تفسيرية

This is an open access article under the CC BY-NC license: https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/deed.en

معنوية، ما نسبته (98.8%) من الأداء العام الربحية للشركة. وقد تناولت دراسات أخري أثر الهيكل المالي على الأداء المالي حيث افترضت دراسة على المصارف أن الهيكل المالي يؤثر في سيولة المصرف وكذلك يؤثر في ربحيته ومدى إمكانية وجود هيكل مالي أمثل متوازن للمصرف ومدى كفاءته، وتوصلت الدراسة إلى عدة نتائج كان أهمها: أن المصرف يمتلك عدد كبير من الشهادات الاستثمارية كان لها الأثر في التحكم بالسيولة التي مكنته من الاستمرارر وسداد التزاماته في مواعيدها، بالإضافة إلى مواجهة سحوبات العملاء (الحسن، 2004)، كذلك استنتجت دراسة قامت بتقييم الهيكل التمويلي وبيان أثره على الأداء العام لصندوق الضمان الاجتماعي الليبي حيث تكونت عينة الدراسة من جميع مفردات الهيكل التمويلي لصندوق الضمان الاجتماعي الليبي خلال الفترة من 1991 إلى 2008، والبالغ عددها (18) ستة عشر سنة وتم اختبار فرضيات الدراسة باستخدام مقدر OLS وتوصلت الدراسة إلى نتائج من خلال العلاقات تبينت أن هناك ارتباط جيد يفيد أن العلاقة موجبة في حدود 64% بين العائد على الأصول والديون قصيرة الأجل والأداء العام، أما العلاقة الضعيفة فتمثلت في العلاقة بين العائد على الأصول وحقوق الملكية والأداء العام فكانت (14.6 %)، حقق هيكل التمويل المتمثل في الديون القصيرة الأجل وحقوق الملكية مجتمعة تأثير معنوي وقوة تفسيرية معنوية ما نسبته 42.2% من الأداء العام للصندوق عند مستوى معنوية أقل من 5% (شيته، وبغني، 2014). كما تناولت دراسة سمحان،محمد (2015) هدف الباحثان من خلال هذه الدراسة إلى معرفة أثر كل من هيكل رأس المال والرفع المالي والربحيَّة على قيمة شركات التعليم والاستثمار بالمملكة الأردنية المدرجة في سوق عمّان للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من 2006 إلى 2011، لمساعدة متخذي وصناع القرار التعرف على أهم المتغيرات المؤثرة في قيمة هذا النوع من الشركات، وفي التنبُّؤ بقيمة الشركة مستقبلاً في ضوء المتغيِّرات المذكورة، وقد توصل الباحثان إلى عدة نتائج أهمها: أن شركات التعليم والاستثمار في الأردن تمكنت من زيادة قيمتها السوقية بشكل ملفت خلال فترة الدراسة، كذلك تأثرت قيمة شركات التعليم والاستثمار محل الدراسة باستخدام الرفع المالي، إضافة إلى أسلوب الاعتماد على هيكل رأس المال،كما توصلت الدراسة إلى عدم تأثير مستوى العائد الذي حققه المساهمون على استثمار أموالهم في شركات التعليم والاستثمار الأردنية في القيمة السوقية لهذه الشركات، بينما تناولت دراسة (أسعد، 2015)أثر تطبيق آليات الحوكمة المفصح عنها على الأداء المالي للشركات المساهمة، بحيث شملت الدراسة على سبع من آليات الحوكمة تمثلت في(حجم مجلس الإدارة، استقلالية مجلس الإدارة، ازدواجية الرئيس التنفيذي، ملكية كبار المساهمين،الملكية الأجنبية، استقلالية لجنة المراجعة، نشاط لجنة المراجعة) وتم قياس الأداء المالي بالنسب المالية (معدل العائد على حقوق الملكية، معدل القيمة السوقية) ومن ابرز نتائجها وجود علاقة عكسية بين حجم مجلس الإدارة، واستقلالية مجلس الإدارة وبين معدل القيمة السوقية، كذلك وجود علاقة طردية بين الجمع بين عضوية الرئيس التنفيذي وعضوية مجلس الإدارة ونسبة المساهمين، وبين معدل العائد على حقوق الملكية، كما تناولت دراسة (Dzingai and Fakoya, 2017) مدى تأثير حوكمة الشركات على الأداء المالي لشركات التعدين المدرجة في سوق الاوارق المالية جوهمسبرغ وذلك بالاعتماد على التقارير المالية ودراسة المتغيرات المتمثلة في استقلالية وحجم مجلس الإدارة، مع العائد على حقوق الملكية وكانت نتائج الدراسة بأن هناك علاقة عكسية ضعيفة بين العائد على حقوق الملكية وحجم مجلس الإدارة أما العلاقة الايجابية والتي كانت ضعيفة كذلك فتمثلت في العائد على حقوق الملكية واستقلالية مجلس الإدارة وأشارت الدراسة إلي أن صغر حجم مجلس الإدارة واستقلاليته يؤدى إلي تحسن الأداء المالي وأوصت الدراسة الامتثال لتوصيات مدونة حوكمة الشركات باعتبارها ضرورات بل باعتبارها استثمار أخلاقي يحتمل أن يؤدى إلي فوائد مالية على المدى الطويل.

II .1- الطريقة والأدوات :

يتناول هذا الجزء من الدراسة وصفا للعينة المستهدفة وأساليب جمع البيانات وكذا الأداة، ويتضمن تحديداً لأساليب التحليل الإحصائي المتبعة ليتم في الأخير

II .1- منهجية وأسلوب الدراسة :

تم استخدام المنهج الوصفي التحليلي في الدراسة، حيث يهتم هذا المنهج بالتعرف على مظاهر المشكلة، ويشمل تحليل البيانات وقياسها للتوصل إلى توصيف دقيق للمشكلة ونتائجها وقد اقترن ذلك بإجراء كمية قياسية وفق منهجية (ARDL) واستخدم أسلوبي (ECM) و(VAR) لتقدير العلاقة بالمديين الطويل والقصير للفترة 1986- 2015، كما تم إتباع منهج دراسة الحالة باعتبار أن الدراسة مقتصرة على دراسة حالة شركة الاستثمار الوطني.

II .2- مجتمع وعينة الدراسة :

يتكون مجتمع الدراسة من جميع مفردات أصول واستثمارات شركة الاستثمار الوطني خلال الفترة 1986-2015 والبالغ عددها ثلاثة محافظ استثمارية بواقع تسعون مشاهدة (تم إهمال متغير العائد على الاستثمار في المساهمات في الشركات الوطنية من نماذج الدراسة بسبب عدم تحقيقه لأية عوائد استثماريه خلال فترة الدراسة).

II .3- التعريفات الإجرائية لمتغيرات الدراسة وطرق قياسها:

Published on 23-12-2021 in the el-Bahith review (Mağallaẗ al-bāḥiṯ) : https://elbahithreview.edu.dz

تعتمد الدراسة على مجموعة من المتغيرات اللازمة لإجراء تحليل أثر كل من عوائد الأوعية الاستثمارية كمتغير مستقل على أداء شركة الاستثمار الوطني، وبهذا تنقسم المتغيرات إلى متغير تابع يعبر عنه بالأداء العام لشركة الاستثمار الوطني ممثل بمعدل العائد على الأصول ومعدل العائد على حقوق الملكية، ومتغيرات مستقلة يعبر عنها بعوائد الأوعية الاستثمارية نسبة الاستقطاعات والعائد على الاستثمارات طويلة الأجل، والعائد على الودائع)، وللتحقق من متغيرات الدراسة والمتمثلة في الأوعية الاستثمارية ، وأثرها على الأداء العام له يتطلب استخدام المقاييس التالية:

المتغير التابع (إجمالي العوائد): يقيس معدل العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية مدى فاعلية وقدرة الإدارة على تحقيق العوائد على الأموال المتاحة من مختلف المصادر التمويلية، بغض النظر عن الطريقة التي تم بها هذا التمويل، وبالتالي فهو يعكس أثر الأنشطة التشغيلية والتمويلية بالمنشأة (الكور، الفيومي، 2007). ويحسب وفق المعادلة التالية:

العائد على الأصول (ROA) = صافي الدخل / مجموع الأصول

العائد على حقوق الملكية (ROE) = صافي الدخل / حقوق الملكية

المتغيرات المستقلة (معدل العائد للأوعية الاستثمارية): سيتم في هذه الدراسة حساب معدل العائد للأوعية الاستثمارية، والذي يساوي العائد مقسوم على الأصول، ويشمل هذا الحساب على الاستقطاعات على إجمالي الأصول العائد على الاستثمارات طويلة الأجل، وأخيراً العائد على الودائع، وتمّ إهمال القروض كونها لم تدر أي عائد أطلاقاً.

II .3- نموذج الدراسة

يوضح الشكل رقم 01 نموذج الدراسة المستخدم.

وصف وتقدير دوال الدراسة

تم استخدام أسلوب السلاسل الزمنية (Time series) خلال الفترة (1986-2015), وذلك لتحديد أثر كل من نسبة الاستقطاعات على الأصول ممثلة في X1، والعائد على الاستثمارات طويلة الأجل المتمثلة بـ X2، والعائد على استثمارات الودائع المتمثل في X3 ، على معدل العائد على الاصول (ROA) كمعادلة رقم (1)، وأثر كل من نسبة الاستقطاعات على الأصول وممثلة بـ X1، والعائد على الاستثمارات طويلة الأجل المتمثل قي X2، والعائد على استثمارات الودائع الممثل بـ X3 على معدل العائد على حقوق الملكية (ROE) كمعادلة رقم (3)، حيث صيغ النموذجين على النحو التالي:

$$ROA_{t1} = F(X1, X2, X3) \quad (3)$$

$$ROE_{t2} = F(X1, X2, X3) \quad (4)$$

بحيث تم بناء نموذج الانحدار لتقدير عوائد الشركة كمتغير تابع لتأثير المؤشرات المالية للشركة، أي أن إجمالي العوائد Yt(t+1) دالة في المؤشرات المالية (X1t , X2t) وهي كالتالي:

$$ROA_{t1} = \beta_0 + \beta_1 X_{1t} + \beta_2 X_{2t} + \beta_3 X_{3t} + E_t \quad (5)$$

$$ROE_{t2} = \beta_0 + \beta_1 X_{1t} + \beta_2 X_{2t} + \beta_3 X_{3t} + E_t \quad (6)$$

حيث يمثل كل من:

ROAt1; ROEt2 : معدل العائد على الأصول ومعدل العائد على حقوق الملكية.

0، 1، 2: حساسية عوائد الأوعية الاستثمارية إلى الأداء العام للشركة.

X1 : نسبة الاستقطاعات على الأصول.

X2 : معدل العائد على الاستثمارات طويلة الأجل.

X3 : معدل العائد على الودائع.

ε : معامل تصحيح الخطأ.

تم اختبار فرضيات الدراسة من خلال الدراسة التطبيقية التي تمت على البيانات الخاصة بعينة الدراسة المتمثلة في جميع مفردات استثمارات شركة الاستثمار الوطني خلال الفترة من 1986- 2015، حيث تم حساب البيانات بشكل سنوي بالاعتماد على القوائم المالية للشركة، والممثلة بالدالة رقم (3-4).

This is an open access article under the CC BY-NC license: https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/deed.en

تقدير دوال الدراسة بالمدى الطويل

اختبار الارتباط الذاتي "Autocorrelation": الخطوة الأولي لاختبار استقرار السلاسل الزمنية لمتغيرات دالتي الدراسة لكل من معدل العائد على الأصول وعلى حقوق الملكية هو أجراء اختبارات الارتباط الذاتي "Autocorrelation"، بمعنى تحديد العلاقة بين معدلات العائد على الأصول وعلى حقوق الملكية في الفترة الحالية والفترة السابقة. ويهدف هذا الاختبار إلى تحديد مدى استقلالية قيم معدلات العائد على الأصول ومعدلات العائد على حقوق الملكية عن بعضها البعض "White Noise" من خلال اختبار مدى اختلاف معامل الارتباط الذاتي احصائيا عن الصفر، وذلك يتم عبر احصائية "Q" و"Ljung- Box" التي تتبع توزيع "t".

أظهرت النتائج الظاهرة بالجدول (1) والجدول (2)، أن قيم الارتباط الذاتي لسلسلتي معدل العائد على الاصول ولمعدل العائد على حقوق الملكية لعشر فترات أبطاء "Lags"، حيث تشير النتائج أن الارتباط الذاتي لسلسلتي معدلات العائد أن جميع فترات الأبطاء العشرة لكل منهما عير ذات دلالة أحصائية عن 5% وفقا لقيم اختبار "Q"، وبالتالي تبن النتائج أن يلسلسلتي معدلات العائد على الاصول ومعدلات العائد على حقوق الملكية ذات تشويش أبيض "White Noise". بينما أظهرت النتائج بالملحق (1) إلى أن الارتباط الذاتي للسلاسل الزمنية الخاصة بمتغيرات نسبة الاستقطاعات على الأصول (X1) ومعدل العائد على الاستثمارات طويلة الأجل (X2) ومعدل العائد على الودائع (X3)، ذات دالالة معنوي أحصائيا عن مستوى 5% لجميع فترات الابطاء لهذه السلاسل، وبالتالي تبين أنها غير مستقرة وبالتالي لا تحتوي هذه السلاسل على ارتباط ذاتي من الدرجة الأولى.

اختبارات جذور الوحدة (ADF & PP): للتعرف على وجود جذور وحدة بسلاسل دوال الدراسة من عدمه تم اجراء اختبارا استقرار السلاسل الزمنية "Stationary" بواسطة اختباري "Augmented Dickey- Fuller" ويختصر لـ "ADF" و"Philips- Peron" واختصاره "PP" والذي يعتمد على دوال بدون ثابت وبدون اتجاه ودالة ثابت فقط ودالة ثابت مع اتجاه.

أظهرت نتائج اختبار جذور الوحدة (ADF) أن متغير معدل العائد على الأصول (ROA) ومتغير معدل العائد على حقوق الملكية (ROE) ونسبة الاستقطاعات على الأصول (X1) لا تعاني من جذور الوحدة أي أن السلاسل الزمنية لهذه المتغيرات مستقرة عندى المستوى عبر الزمن، في حين أظهرت نتائج اختبار (ADF) متغير معدل العائد على الاستثمارات طويلة الأجل (X2) ومعدل العائد على الودائع (X3) تعاني من جذور الوحدة أي غير مستقرة عبر الزمن، ولكن بعد تحويلها عبر أخذ الفروق الأولى لها أستقرت.

كما أظهرت نتائج اختبار جذور الوحدة (PP) أن متغير معدل العائد على الأصول (ROA) ومتغير معدل العائد على حقوق الملكية (ROE) لا تعاني من جذور الوحدة، أي أن السلاسل الزمنية لهذين المتغيراين مستقرين عندى المستوى عبر الزمن، في حين أظهرت نتائج اختبار (PP) أن تغير نسبة الاستقطاعات على الأصول (X1) ومتغير معدل العائد على الاستثمارات طويلة الأجل (X2) ومعدل العائد على الودائع (X3) جميعها تعاني من جذور الوحدة أي غير مستقرة عبر الزمن، ولكن بعد تحويلها عبر أخذ الفروق الأولى لها أستقرت. بعد التأكد بأن كل دالة من دوال الدراسة بعض سلاسل متغيراتها من الرتبة (I0)، وبعضها الأخر متغيراتها من الرتبة (I1) أي تعاني من جذور الوحدة عند المستوى وتستقر بتحويلها للفروق الأولى، عليه تم استخدام منهجية "Autoregressive Disturbed lag- ARDL"، وبالتالي أظهرت نتائج التقدير الخاص بالمدى الطويل النتائج التالية الظاهرة في المعادلتين (7و 8) التاليتين:

$$D(ROA) = 0.019358^{**} - 0.733198^{***} D(ROA_{-1}) - 0.247259^{***} D(ROA_{-2}) - 0.002095^{***} D(X1_{-1}) - 4.0000045\ D(X1_{-2}) + 0.769777^{***} D(X2_{-1}) + 0.353220^{*} D(X2_{-2}) + 0.332865^{*} D(X3_{-1}) + 0.163615\ D(X3_{-2}) - 0.310432\ ROA_{-1} - 0.003787^{***} X1_{-1} - 0.831167^{***} X2_{-1} - 0.312289\ X3_{-1} \quad (7)$$

$$D(ROE) = 0.020352^{**} - 0.956646^{***} D(ROE_{-1}) - 0.281963^{***} D(ROE_{-2}) - 0.002886^{***} D(X1_{-1}) - 0.000105\ D(X1_{-2}) + 0.930934^{***} D(X2_{-1}) + 0.392698^{*} D(X2_{-2}) + 0.493312^{**} D(X3_{-1}) + 0.200006\ D(X3_{-2}) - 0.061570\ ROE_{-1} - 0.008064^{***} X1_{-1} - 0.924197^{***} X2_{-1} - 0.340441^{*} X3_{-1} \quad (8)$$

Published on 23-12-2021 in the el-Bahith review (Mağallaẗ al-bāḥiṯ) : https://elbahithreview.edu.dz

تشير نتائج المعادلة (7) الخاصة بدالة معدل العائد على الأصول عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي، وذلك وفق النتائج الظاهرة بالملحق رقم (2) لاختبار "Breusch-Godfrey Serial Correlation LM "، وكذلك اختبار استقرارية الدالة. كما أظهرت نتائج تقدير الدالة بالمدى الطويل أنها تتميز بأقل قيمة لاختباري "AIC" و"SIC". وأظهرت نتائج أختبار "Wald" أن قيمة "F-statistic" تساوي 18.17، وبالرجوع إلى جدول توزيع "Pesaran" يلاحظ أن قيمة "F- Bound" الجدولية تقع بين الحد الأدنى 3.23 والحد الأعلى 4.35، مما يشير على وجود علاقة توازنية لدالة معدل العائد على الأصول بالمدى الطويل.

كما تشير نتائج المعادلة (8) الخاصة بدالة معدل العائد على حقوق الملكية عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي، وذلك وفق النتائج الظاهرة بالملحق رقم (2) لاختبار "Breusch-Godfrey Serial Correlation LM"، وكذلك اختبار استقرارية الدالة. كما أظهرت نتائج تقدير الدالة بالمدى الطويل أنها تتميز بأقل قيمة لاختباري "AIC" و"SIC". وأظهرت نتائج أختبار "Wald" أن قيمة "F-statistic" تساوي 4.09، وبالرجوع إلى جدول توزيع "Pesaran" يلاحظ أن قيمة "F- Bound" الجدولية تقع بين الحد الأدنى 3.23 والحد الأعلى 4.35، مما يشير إلى عدم التأكد وجود علاقة توازنية من عدمها لدالة معدل العائد على الأصول بالمدى الطويل.

تقدير دوال الدراسة بالمدى القصير

$$D(ROA) = -0.008047 + 0.001219^{*} D(X1_{-1}) + 0.000413\ D(X1_{-2}) - 0.245638\ D(X2_{-1}) - 0.109274\ D(X2_{-2}) - 0.371730\ D(X3_{-1}) - 0.237304\ D(X3_{-2}) - 0.214181^{*}\ ETC_{-1} \quad (9)$$

$$D(ROE) = -0.003547 + 0.186707\ D(ROE_{-1}) + 0.019158\ D(ROE_{-2}) - 0.002415^{**} D(X1_{-1}) + 0.001720^{**} D(X1_{-2}) - 0.091395\ D(X2_{-1}) - 0.098477\ D(X2_{-2}) + 0.207526\ D(X3_{-1}) - 0.113720\ D(X3_{-2}) \quad (10)$$

أظهرت المعادلة (9) لنتائج تقدير دالة معدل العائد على الأصول بمنهجية "ECM"أن معامل إبطاء حد تصحيح الخطأ "ECT1-1" يكشف عن عودة متغير معدل العائد على الأصول نحو قيمته التوازنية في الأجل الطويل، حيث تقدر نسبة تصحيح اختلال التوازن بنحو 0.11 في كل فترة زمنية من الفترة "t-1"، والتي تعد معامل تعديل بطيء، أي عندما ينحرف مؤشر متغير معدل العائد على الأصول خلال الفترة قصيرة الأجل "t-1" عن قيمتها التوازنية في الآجل الطويل فإن سرعة التصحيح تعدل نحو 0.11 من هذا الاختلال في الفترة "t" إلى أن يصل إلى التوازن في المدى الطويل، أي بعد نحو 109 فترة زمنية، وهذا يكشف تداعيات سوء تخصيص الموارد بالمدى الطويل.

تشير نتائج المعادلة (9) الخاصة بدالة معدل العائد على الأصول عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي، وذلك وفق النتائج الظاهرة بالملحق رقم (3) لاختبار "Breusch-Godfrey Serial Correlation LM "، وكذلك اختبار استقرارية الدالة. وأظهرت نتائج أختبار "Wald" بالمدى القصير وبشكل متصل للمتغير نسبة الاستقطاعات على الأصول (X1) أن قيمة "F-statistic " تساوي 2.81 ولمتغير معدل العائد على الاستثمارات طويلة الأجل (X2) تبلغ نحو 0.35و معدل العائد على الودائع (X3) تبلغ نحو 1.40، مما يشير على عدم وجود علاقة لبنهم وبين معدل العائد على الأصول بالمدى القصير.

أظهرت المعادلة (10) لنتائج تقدير دالة معدل العائد على حقوق الملكية عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي، وذلك وفق النتائج الظاهرة بالملحق رقم (3) لاختبار "Breusch-Godfrey Serial Correlation LM "، وكذلك اختبار استقرارية الدالة. وأظهرت نتائج أختبار "Wald" بالمدى القصير وبشكل متصل للمتغير نسبة الاستقطاعات على الأصول (X1) أن قيمة "F-statistic" تساوي 5.59 مما يشير إلى وجود علاقة ايجابية على متغير معدل العائد على الأصول بالمدى القصير. في حين أظهرت النتائج لأحصائية "F-statistic" لكل من متغير معدل العائد على الاستثمارات طويلة الأجل (X2) والتي بلغت نحو 0.041134 ومعدل العائد على الودائع (X3) والتي بلغت نحو 0.23، عدم وجود علاقة بينهما وبين متغير معدل العائد على الأصول بالمدى القصير.

This is an open access article under the CC BY-NC license: https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/deed.en

III- الخلاصة :

- أظهرت تقدير العلاقة بمنهجية (ARDL) لدالة معدل العائد على الأصول وجود علاقة توازنية بالمدى الطويل.
- أظهرت تقدير العلاقة بمنهجية (ARDL) لدالة معدل العائد على حقوق الملكية وعدم التيقين من جود علاقة توازنية بالمدى الطويل.
- أظهرت نتائج تقدير العلاقة بالمدى القصير لدالة متغير معدل العائد على الأصول أمكانية تصحيح اختلال التوازن بالمدى الطويل مما يعزز وجود العلاقة التوازنية.
- أظهرت نتائج تقدير العلاقة وفق منهجية "VAR" لدالة معدل العائد على الأصول عدم وجود علاقة بالمدى القصير بين متغير معدل العائد على الأصول والمتغيرات نسبة الاستقطاعات على الأصول (X1) ومعدل العائد على الاستثمارات طويلة الأجل (X2) ومعدل العائد على الودائع (X3).
- أظهرت تقدير دالة معدل العائد على حقوق الملكية وجود علاقة بين معدل العائد على حقوق الملكية ومتغير نسبة الاستقطاعات على الأصول (X1). في حين أظهرت النتائج غيابها بينهما وبين متغير معدل العائد على الاستثمارات طويلة الأجل (X2) ومعدل العائد على الودائع (X3) بالمدى القصير.

IV- التوصيات :

بناء على النتائج التي تم التوصل إليها من خلال اختبار فرضيات الدراسة يوصي الباحث بما يلي:

1- من خلال تحليل الارتباط تبين إن العائد على الاستثمار في الشركات الخدمية والفندقية لم يحقق علاقة موجبة مع الأداء العام لصندوق التقاعد، وبالتالي يوصي الباحث بزيادة الاهتمام بهذا الوعاء من حيث التركيز على إدارته بشكل أكثر كفاءة وفاعلية، وإعادة هيكلة وتنظيم هذا الوعاء بشكل يجعله يسهم بشكل مهم وإيجابي في الأداء العام للصندوق، بحيث يحقق معدلات أداء أعلى تسهم في التأثير الايجابي على الأداء العام للصندوق.

2- من خلال الإدخال المتزامن لمتغيرات الدراسة تبين أن النموذج يفسر الأداء العام للصندوق بعد تحسين النموذج بضم متغير نسبة الاشتراكات على الأصول، الأمر الذي يوضح أهمية تأثير الاشتراكات في تفسير معدل الأداء العام، وبالتالي البحث عن حلول أكثر فاعلية في إدارة الاستثمارات بكفاءة أعلى، ولهذا توصى الدراسة باستثمار جزء من الفوائض المالية في استثمارات إضافية مبنية على دراسات الجدوى الاقتصادية، بحيث يصبح لها الأثر القوي على الأداء العام لكي نضمن قدرة الصندوق على الوفاء بالتزاماته في المدى الطويل.

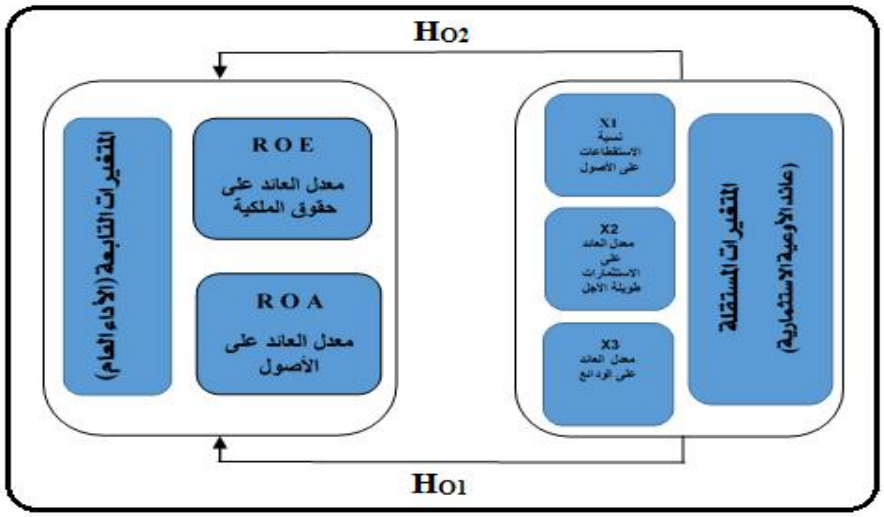
3- من خلال النتائج التي تشير إلى إن الاستثمار في الودائع المصرفية كان له أعلى قوة تفسيرية للأداء العام، ومن خلال التحليل للأوعية الاستثمارية وجد أن محفظة الودائع المصرفية تمثل أعلى قيمة استثمارية، الأمر الذي قد يدل على استقرار عائد هذه الودائع والذي يعتبر مهم للموائمة بين السيولة والربحية، إلا إن الأداء العام للصندوق يجب أن يتجه إلى استثمارات أخرى ذات كفاءة تحقق عوائد مرتفعة تعوض مخاطرها بشكل متوازن حتى يستطيع الصندوق تحقيق معدلات أداء مرتفعة، ومعدلات نمو تسهم في ضمان قدرته على سداد التزاماته تجاه المشتركين في الأجل الطويل.

5- أما بخصوص المساهمات في الشركات الوطنية، فمن الضروري العمل على تمكين الصندوق من الحصول على العوائد المترتبة عليها لما لها من أثر على الأداء العام للصندوق.

Published on 23-12-2021 in the el-Bahith review (Mağallaẗ al-bāḥiṯ) : https://elbahithreview.edu.dz

- ملاحق :

شكل رقم (1) يوضح نموذج الدراسة الشكل من إعداد البُحاث



جدول (1) يوضح معاملات الارتباط الذاتي لمعدل العائد على الأصول

lag	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
ACF	0.11	-0.05	-0.00	-0.03	-0.07	0.029	0.01	-0.01	-0.02	-0.01
Q	0.44	0.52	0.52	0.56	0.73	0.77	0.78	0.79	0.80	0.81
P	0.51	0.77	0.92	0.97	0.98	0.99	1	1	1	1

جدول (2) يوضح معاملات الارتباط الذاتي لمعدل العائد على حقوق الملكية

lag	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
ACF	0.27	0.02	0.02	-0.09	-0.02	0.02	0.01	-0.01	-0.03	-0.02
Q	2.38	2.39	2.40	2.44	2.74	2.76	2.77	2.78	2.82	2.84
P	0.12	0.30	0.49	0.66	0.74	0.84	0.91	0.95	0.97	0.99

جدول (3) يوضح نتائج اختبارت جذور الوحدة لاختباري (***ADF & PP***) لسلاسل متغيرات دوال الدراسة

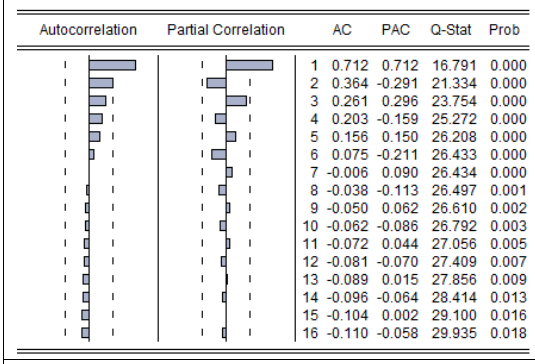
Variables		***Level***		***1st Diff.***	
		Constant	*Cons. & Trend*	*Constant*	*Cons. & Trend*
ROA	*ADF*	****-4.622475*	****-5.002612*	-	-
	PP	*-4.622475****	*-5.128524****	-	-
ROE	*ADF*	*- 3.937874****	*-4.407076****	-	-
	PP	*-3.929820****	*-4.337972****	-	-
X1	*ADF*	****- 8.609526*	*-9.316431****	-	-
	PP	*- 1.862629*	*-2.774392*	*-11.05665****	*-11.71286****
X2	*ADF*	*2.298021*	*-0.731747*	*-4.955966****	*-5.708623****
	PP	*-2.980743***	*-2.894616*	*-11.05665****	*-11.71286****
X3	*ADF*	*0.496471*	*-2.427263*	*-7.227753****	*-7.187799****
	PP	*-2.679941**	*-9.945190****	*-6.062093****	*-6.173692****

This is an open access article under the CC BY-NC license: https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/deed.en

ملحق (1) يوضح معاملات الارتباط الذاتي للمتغيرات المستقلة لدوال الدراسة

أ. يوضح معاملات الارتباط الذاتي لمتغير نسبة الاستقطاعات على الأصول (X1).

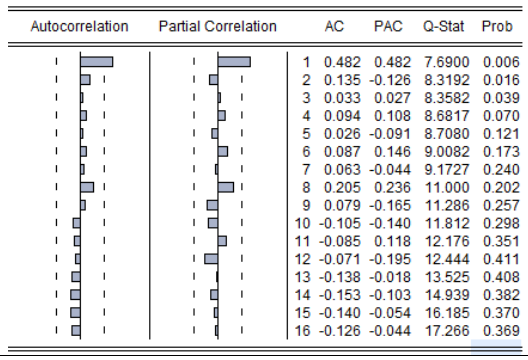
Date: 03/19/2021Time: 21:59
Sample: 1986 2015
Included observations: 30



Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob
		1	0.712	0.712	16.791	0.000
		2	0.364	-0.291	21.334	0.000
		3	0.261	0.296	23.754	0.000
		4	0.203	-0.159	25.272	0.000
		5	0.156	0.150	26.208	0.000
		6	0.075	-0.211	26.433	0.000
		7	-0.006	0.090	26.434	0.000
		8	-0.038	-0.113	26.497	0.001
		9	-0.050	0.062	26.610	0.002
		10	-0.062	-0.086	26.792	0.003
		11	-0.072	0.044	27.056	0.005
		12	-0.081	-0.070	27.409	0.007
		13	-0.089	0.015	27.856	0.009
		14	-0.096	-0.064	28.414	0.013
		15	-0.104	0.002	29.100	0.016
		16	-0.110	-0.058	29.935	0.018

ب. يوضح معاملات الارتباط الذاتي لمتغير معدل العائد على الاستثمارات طويلة الأجل (X2).

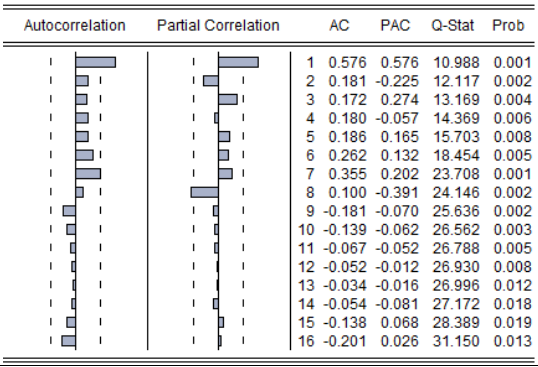
Date: 03/19/2021Time: 22:02
Sample: 1986 2015
Included observations: 30



Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob
		1	0.482	0.482	7.6900	0.006
		2	0.135	-0.126	8.3192	0.016
		3	0.033	0.027	8.3582	0.039
		4	0.094	0.108	8.6817	0.070
		5	0.026	-0.091	8.7080	0.121
		6	0.087	0.146	9.0082	0.173
		7	0.063	-0.044	9.1727	0.240
		8	0.205	0.236	11.000	0.202
		9	0.079	-0.165	11.286	0.257
		10	-0.105	-0.140	11.812	0.298
		11	-0.085	0.118	12.176	0.351
		12	-0.071	-0.195	12.444	0.411
		13	-0.138	-0.018	13.525	0.408
		14	-0.153	-0.103	14.939	0.382
		15	-0.140	-0.054	16.185	0.370
		16	-0.126	-0.044	17.266	0.369

ج. يوضح معاملات الارتباط الذاتي لمتغير معدل العائد على الاستثمارات طويلة الأجل (X3).

Date: 03/19/2021Time: 22:05
Sample: 1986 2015
Included observations: 30



Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat	Prob
		1	0.576	0.576	10.988	0.001
		2	0.181	-0.225	12.117	0.002
		3	0.172	0.274	13.169	0.004
		4	0.180	-0.057	14.369	0.006
		5	0.186	0.165	15.703	0.008
		6	0.262	0.132	18.454	0.005
		7	0.355	0.202	23.708	0.001
		8	0.100	-0.391	24.146	0.002
		9	-0.181	-0.070	25.636	0.002
		10	-0.139	-0.062	26.562	0.003
		11	-0.067	-0.052	26.788	0.005
		12	-0.052	-0.012	26.930	0.008
		13	-0.034	-0.016	26.996	0.012
		14	-0.054	-0.081	27.172	0.018
		15	-0.138	0.068	28.389	0.019
		16	-0.201	0.026	31.150	0.013

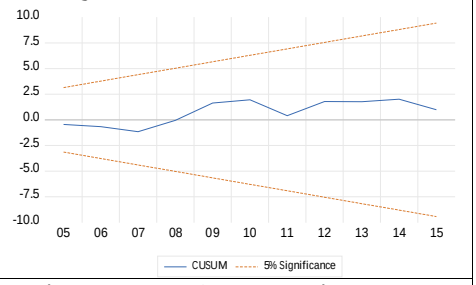
ملحق (2) لنتائج الاختبارات التشخصية لدوال معدل العائد على الأصول وحفوق الملكية بالمدى الطويل

اختبار (نتائج LM) تشخيص دالة (ROA. بالمدى الطويل)

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:
Null hypothesis: No serial correlation at up to 2 lags

F-statistic	0.484531	Prob. F(2,11)	0.6285
Obs*R-squared	2.105062	Prob. Chi-Square(2)	0.3491

اختبار استقرار دالة (نتائج ROA بالمدى الطويل)

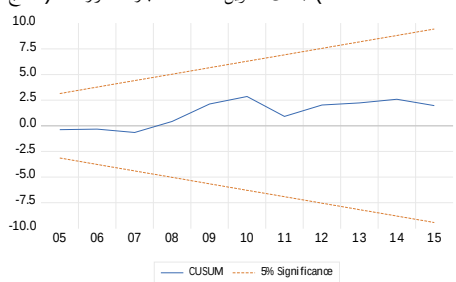


اختبار (نتائج LM) تشخيص دالة (ROE. بالمدى الطويل)

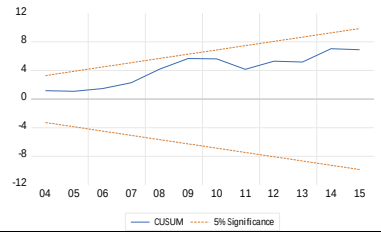
Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:
Null hypothesis: No serial correlation at up to 2 lags

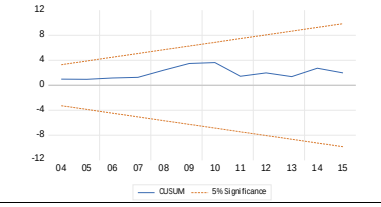
F-statistic	0.068657	Prob. F(2,11)	0.9340
Obs*R-squared	0.320557	Prob. Chi-Square(2)	0.8519

اختبار استقرار دالة (نتائج ROE بالمدى الطويل).



ملحق (3) لنتائج الاختبارات التشخصية لدوال معدل العائد على الأصول وحفوق الملكية بالمدى القصير

اختبار استقرار دالة (نتائج ROA بالمدى القصير)	تشخيص دالة (LM اختبار (نتائج ROA بالمدى القصير)
	Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test: Null hypothesis: No serial correlation at up to 2 lags F-statistic 0.553508 Prob. F(2,17) 0.5849 Obs*R-squared 1.650709 Prob. Chi-Square(2) 0.4381

اختبار استقرار دالة (نتائج ROE بالمدى القصير).	تشخيص دالة (LM اختبار (نتائج ROE بالمدى القصير)
	Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test: Null hypothesis: No serial correlation at up to 2 lags F-statistic 2.218462 Prob. F(2,16) 0.1411 Obs*R-squared 5.861790 Prob. Chi-Square(2) 0.0533

المراجع :

- رشيد، ارشد مكي. 2016. تقييم كفاءة الاستثمارات باسهم الشركات المدرجة بسوق العراق للأوراق المالية. مجلة الغري للعلوم الاقتصاد والإدارة. المجلد الأول، العدد (37). 361-52

- الدقاق، احلام. 2017. تقييم الأداء المالي للمصرف الدولي للتجارة والتمويل باستخدام النسب المالية 2010-2012. مجلة جامعة البعث. المجلد (39)، العدد (8). 131-135

-أسعد، محمد. 2015. أثر تطبيق آليات الحوكمة المفصح عنها على الأداء المالي":دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة في المملكة العربية السعودية. رسالة ماجستير غير منشورة. جامعة أم القرى. المملكة العربية السعودية.

- الصادق المهير، أحمد علي. 2015. أهمية أدوات التحليل المالي ودورها في تحسين كفاءة الأداء المالي – تطبيق على شركة سكر كنانة المحدودة. مجلة جامعة البحر الأحمر. العدد (7). ص ص 112-125

- الكور، عزالدين. شيته، رضا. 2013. أثر الأوعية الاستثمارية على الأداء – دراسة تطبيقية على صندوق الضمان الاجتماعي الليبي 1991-2008. مجلة الاقتصاد والعلوم السياسية. العدد (12)، المجلد (2). ص ص 252-271.

- الحسن،إيمان حسن. 2004. اثر الهيكل المالي على الأداء المالي للجهاز المصرفي- دراسة تطبيقية على مصرف التضامن الإسلامي. رسالة ماجستير غير منشورة. جامعة ام درمان. الخرطوم.

- بودور، أيوب. 2019. تأثير إدارة المخاطر المالية على الأداء المالي للمصارف – دراسة مقارنة بين المصارف التقليدية والإسلامية الأردنية خلال الفترة 2007-2018. رسالة ماجستير غير منشورة. جامعة 8 مايو. قالمة. الجزائر.

- سمحان، حسين محمد. 2015. أثر هيكل رأس المال والرفع المالي والربحية على قيمة شركات التعليم والاستثمار الأردنية. مجلة جامعة بسكرة. العدد 17ص ص 135-151.

- حسن، عبدالله كاظم 2005. تحليل وتقييم كفاءة استثمارات المصارف التجارية بالأسهم العادية. المجلة الإداري. القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية المجلد 7 ، العدد 3. ص ص 56-69.

-حجاج، نفيسة. 2017. أثر الاستثمار في تكنولوجيا المعلومات والاتصال على الأداء المالي- دراسة حالة عينة المؤسسات البترولية الجزائرية خلال الفترة 2010-2014. أطروحة دكتوراة. جامعة قاصدي مرباح ورقلة. الجزائر.

This is an open access article under the CC BY-NC license: https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/deed.en

- خرباش، منية. 2012. أثر مخاطر سعر الصرف على أداء محفظة الأوراق المالية-دراسة حالة على بورصتي عمان والسعودية . رسالة ماجستير غير منشورة. جامعة قاصدي مرباح ورقلة. الجزائر.

- دادان، عبدالغني. 2006. قراءة الأداء المالي والقيمة الاقتصادية في المؤسسات. مجلة الباحث. ورقلة. الجزائر. العدد (4). ص ص 52-70.

-- زيتوني، عبدالقادر. 2019. تقييم كفاءة الأوعية المصرفية الجزائرية في دعم وتحفيز السلوك الادخاري لدى القطاع العائلي. مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي. جامعة المسيلة. الجزائر. المجلد (3)العدد (2). ص ص 31-46.

- رقاقدة، نبيلة. 2016. دراسة قياسية للعوامل المؤثرة على ربحية البنوك التجارية – دراسة حالة بنك سوسييتي جنيرال الجزائر للفترة 2004-2014. رسالة ماجستير غير منشورة. جامعة قاصدي مرباح. ورقلة. الجزائر.

- سميح، توفيق. 2015. دور المؤشرات المالية في تقييم الأداء المالي لشركة البوتاس العربية. رسالة ماجستير غير منشورة. جامعة الإسراء. كلية العلوم الإدارية والمالية. عمان. الأردن.

-شيته، رضا، وبغني، الياس. 2014. الهيكل التمويلي وأثره على ربحية صندوق الضمان الاجتماعي الليبي. مجلة الاقتصاد والعلوم السياسية، المجلد (1). العدد (13). ص ص 290-313.

- شيته، رضا والرقيعي، ابوبكر. 2015. تقييم الربحية للشركات الاستثمارية – دراسة تطبيقية على شركة الاستثمار الوطني 1986-2010. مجلة الاقتصاد والعلوم السياسية. العدد (14). ص ص 39-58

- شيته، رضا، وسالم، وليد 2020. قياس ربحية الشركات الاستثمارية باستخدام نظرية تسلسل مصادر التمويل- دراسة تطبيقية عن شركة الاستثمار الوطني 1994 – 2015. المجلة الدولية للدراسات الاقتصادية. المجلد 3 ، العدد 12. ص ص 56-70.

- محمد، الست غروب كامل، حسين عاشور 2012. تقويم كفاءة أداء الاستثمارات بحث تطبيقي في شركتي التأمين الوطني والتأمين العراقية. مجلة دراسات محاسبية ومالية. المجلد 7 ، العدد 19، الفصل الثاني. ص ص 82-112.

مراجع باللغة الانجليزية

-Akhtar, Shehla, Benish Javed, Atiya Maryam, and Haleema Sadia.. 2012. Relationship between financial leverage and financial performance: Evidence frome fuel and Energy sector of Pakistan. European Journal of Business and Management. Vol 4, No 11. p p2222-2839

-Dzingai, Isaih and Fakoya, Michael. 2017. Effect of Corporate Covernance Structure on the financial performance of Johannesburg Stock Exchange (JSE)-Listed Mining Firms. Sustainability. 9, 867. pp 261-283.

-Singapurwoko, Arif, El-Wahid, and Muhammad Shalahuddin Mustofa. 2011. The impact of financial leverage to profitability study of Non-financial companies listed in Indonesia stock exchange. European Journal of Fconomics, Finance& Administrative Sciences. Issue 32.p p201-213.

كيفية الإستشهاد بهذا المقال حسب أسلوب APA :

يوسف يخلف، رضا شيته و وليد سالم (2021)، **الأوعية الاستثمارية وأثرها على كفاءة أداء الشركات (دراسة قياسية على شركة الاستثمار الوطني بليبيا)**، مجلة الباحث، المجلد 21(العدد 01)، الجزائر : جامعة قاصدي مرباح ورقلة، ص.ص 211-224.