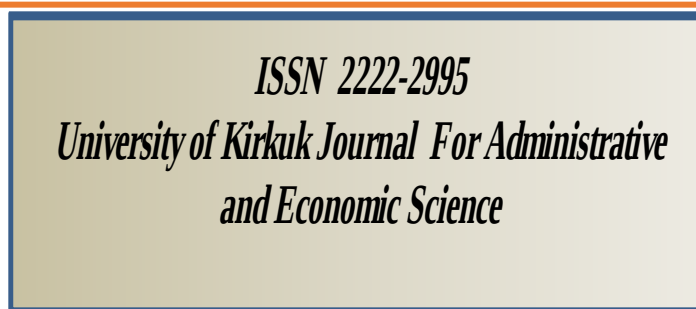


UKJAES

University of Kirkuk Journal
For Administrative
and Economic Science



Saleh Musa Khairi Saleh & AL-Yaseen Halla Sami Khudier. Comparison Markov Chain and Neural Network Models for forecasting Population growth data in Iraq (An analytical study of al Kindi Industrial Company Listed on the Iraq Stock Exchange). *University of Kirkuk Journal For Administrative and Economic Science* (2023) 13 (4):179-195.

Testing the mutual impact between the cash conversion cycle and financing costs (An analytical study of al Kindi Industrial Company Listed on the Iraq Stock Exchange)

Musa Khairi Saleh Saleh¹, Halla Sami Khudier AL-Yaseen²

^(1,2) College of Administration and Economics, University of Nineveh, Iraq

mosaa5372@gmail.com¹
halla4950@gmail.com²

Abstract: The study aimed to identify the impact of the cash conversion cycle of Al Kindi Company for the Production of Vaccines and Veterinary Medicines for the period 2012-2021, and what should be done about it if it is positive (collecting receivables from debtors is faster than making payments from creditors) and enhancing it, or negative (collecting revenues from debtors is slower than Making payments to creditors) to address the imbalance in order to avoid incurring additional costs that raise the total cost of financing. The cash conversion cycle is one of the financial policies that receives the attention of company management as it is a basic pillar in the field of financial management. The importance of the study stems from achieving its primary goal, which is to demonstrate the impact of the cycle. The cash shift in the total cost of financing. From this standpoint, the study focused on the problem that many companies in general and industrial companies in particular suffer from, which includes the extent to which the cash allocation cycle affects their total cost of financing, which is affected by how companies provide liquidity from their sales, as well as Delaying the payment of its payments, due to its importance in providing the necessary liquidity to finance the financial needs of companies through optimal exploitation of it and not resorting to other expensive sources of financing except when absolutely necessary, in a way that does not conflict with creating an imbalance between profitability and liquidity, and in order to reach an initial solution to this problem. Two main hypotheses were assumed, the first being the financial hypothesis and the second the statistical hypothesis, from which a group of sub-hypotheses branched out. In order to achieve the objectives of the study and test the hypotheses to ensure their validity, the descriptive analytical approach was adopted, as the descriptive approach focused on the theoretical aspect of the study in terms of reviewing the theoretical relationship. Between the variables of the monetary transformation cycle and the total financing cost variable, while the analytical approach focused on adopting the financial analysis of the study variables, as well as statistical analysis to analyze time-sectional data (Panel Data) through the use of many tests, between the variables, and after passing those tests, a model was estimated. Multiple linear regression using the least squares method, which resulted in a set of

conclusions, the most important of which is that the quality of cash conversion cycle management in the company sampled the study, and based on the conclusions, the study suggested that the company should increase work on improving their cash conversion cycle.

Keywords: Monetary transformation cycle, Cash conversion cycle, financing costs.

اختبار التأثير المتبادل بين دورة التحول النقدي وكلف التمويل دراسة تحليلية في شركة الكندي الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية*

الباحث: موسى خيري صالح الهاشمي^١، أ.م.د. حلا سامي خضير الياسين^٢

(^{١,٢}) كلية الإدارة والاقتصاد جامعة الموصل، الموصل، العراق

المستخلص: هدفت الدراسة للتعرف على تأثير دورة التحول النقدي لشركة الكندي لانتاج اللقاعات والادوية البيطرية للمدة ٢٠١٢-٢٠٢١، وما يجب فعله حيالها في حال كانت موجبة (تحصيل المقبوضات من المدينين اسرع من تسديد المدفوعات من الدائنين) وتعزيزها، او سالبة (تحصيل الايرادات من المدينين ابطأ من تسديد المدفوعات للدائنين) لمعالجة الخلل لتفادي تحمل تكاليف اضافية ترفع من تكلفة التمويل الكلية، وتعد دورة التحول النقدي واحدة من السياسات المالية التي تحظى باهتمام ادارات الشركات كونها ركناً أساسياً في مجال الادارة المالية، وتنبع اهمية الدراسة في تحقيق الهدف الاساسي لها والمتمثل في بيان تأثير دورة التحول النقدي في تكلفة التمويل الكلية، ومن هذا المنطلق ركزت الدراسة على المشكلة التي تعاني منها الكثير من الشركات بشكل عام والصناعية بشكل خاص والتي تتضمن مدى تأثير دورة التحول النقدي في كلفة التمويل الكلية لها، التي تتأثر في كيفية توفر الشركات للسيولة من مبيعاتها، فضلاً عن تاخير سداد مدفوعاتهما، نظراً لأهميتها في توفير السيولة اللازمة لتمويل احتياجات الشركات المالية من خلال الاستغلال الأمثل لها و عدم اللجوء الى مصادر التمويل الاخرى المكلفة الا عند الضرورة القصوى، بما لا يتعارض مع احداث اخلال بين الربحية والسيولة، ومن أجل الوصول الى حل مبدئي لتلك المشكلة فقد تم افتراض فرضيتين رئيسيتين، الاولى تتمثل بالفرضية المالية والثانية الفرضية الاحصائية والثلاث تفرع منهما مجموعة من الفرضيات الفرعية، ومن أجل تحقيق أهداف الدراسة واختبار الفرضيات للتأكد من صحتها تم اعتماد المنهج الوصفي التحليلي، اذ ركز المنهج الوصفي على الجانب النظري للدراسة من حيث استعراض العلاقة النظرية بين متغيرات دورة التحول النقدي ومتغير كلفة التمويل الكلية، فيما ركز المنهج التحليلي على اعتماد التحليل المالي لمتغيرات الدراسة، فضلاً عن التحليل الاحصائي لتحليل البيانات المقطعية الزمنية (Panel Data) من خلال استخدام العديد من الاختبارات، بين المتغيرات، وبعد اجتيازها لتلك الاختبارات تم تقدير نموذج الانحدار الخطي المتعدد بطريقة المربعات الصغرى لها، الذي تمخضت عنه مجموعة من الاستنتاجات اهمها ان جودة ادارة دورة التحول النقدي في الشركة عينة الدراسة، وبناء على الاستنتاجات اقترحت الدراسة على الشركة زيادة العمل على تحسين دورة التحول النقدي لديهما.

الكلمات المفتاحية: دورة التحول النقدي، كلف التمويل.

Corresponding Author: E-mail: mosaa5372@gmail.com

١ المقدمة

تعد دورة التحول النقدي وكلفة التمويل من إحدى الموضوعات بالغة الأهمية في مجال التخصصات المالية وما يخص الشركات الصناعية، حيث تعد من المعايير المهمة التي تقيم كفاءة الشركات وأدائها من خلال جعل كلفة التمويل بأقل تكلفة حيث تسعى هذه الدراسة إلى بيان الجوانب الفكرية والنظرية بالنسبة دورة التحول النقدي وكلف التمويل بالإضافة إلى التعرف على مدى الترابط والعلاقة فيما بينهما ضمن الجانب التطبيقي وانعكاسه وتأثير هذه العلاقة على الشركة، وقد تمثلت الدراسة بمتغيرين المتغير المستقل الاول هو دورة التحول النقدي وهي عبارة عن الوقت الذي تستغرقه المنشأة في شراء المواد الأولية، وانتاج البضائع تامة الصنع زائداً الوقت الذي تتطلبه في تحصيل الحسابات المدينة، مطروحا منه الوقت الذي تأخذه الشركة في تسديد قيمة مشترياتها إلى الموردين، والمتغير الثاني وهو المتغير التابع المتمثل بكلفة التمويل ويعتبر هذا من المواضيع الأكثر صعوبة والتي يجب التعامل معها بدقة اكبر فالمؤسسة تكون أمام عدة اقتراحات استثمارية للمفاضلة بينها وهنا تكمن أهميتها كأحد العوامل المساعدة في المفاضلة بين الاقتراحات الاستثمارية ومصادر التمويل .حيث نكون أمام اختيار المصدر الملائم للتمويل من خلال تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل ، وبالتالي بناء الهيكل التمويلي المناسب بحيث يستند المسير المالي إلى عدة معايير من أجل المفاضلة بين البدائل الاستثمارية أو التمويلية ، ومن ابرز هذه المعايير كلفة التمويل بحيث تسعى كل مؤسسة لتحقيق معدل عائد أعلى أو يساوي تكلفة رأس المال.

٢ المنهجية

أولاً: مشكلة الدراسة

تكمن مشكلة الدراسة في الافتقار للكثير من الشركات الى الخبرة الكافية في ادارة النقدية التي بحوزتها والتي تعتبر مصدر من مصادر التمويل مجاني لها ، مما يضطرها الى ان تبحث عن مصادر تمويل اضافية لسد احتياجاتها مما يؤدي إلى خلق العديد من المشاكل منها زيادة في تكلفة التمويل والتي تؤثر سلباً في ربحيتها وعليه يمكن توضيح مشكلة الدراسة عبر طرح النقاط والتساؤلات الآتية:

١. هل هناك علاقة ترابط بين دورة التحول النقدي وكلف التمويل لدى الشركات عينة الدراسة؟
٢. في حالة وجود ارتباط بين دورة التحول النقدي وكلف التمويل فهل يؤثر ذلك سلباً أم إيجاباً؟
٣. هل لطول مدة دورة التحول النقدي اثر في كلف التمويل للشركة وكيف يمكن معالجة ذلك؟

ثانياً: أهمية الدراسة

تكمن أهمية هذه الدراسة في جانبين، الأول هو أهمية القطاع الذي تدرسه وهو القطاع الصناعي لما لهذا القطاع من دور كبير في تطوير ونمو الاقتصاد والنتائج الإجمالية وتشغيل الأيدي العاملة وتحقيق الاكتفاء الذاتي للبلد، اما الجانب الثاني في أهمية متغيرات الدراسة المرتبطة بتحقيق الكفاءة التشغيلية والاستثمارية للشركات ومن ثم تحقيق الغاية القصوى للشركات وهي ومدى توفر السيولة اللازمة بالوقت المناسب، بينما تظهر دورة التحول النقدي قدرة الشركة على تحويل استثماراتها من المخزون إلى نقد يمكن إعادة استثماره.

ثالثاً: أهداف الدراسة :

تهدف الدراسة إلى تسليط الضوء على ما يلي:

١. اختبار أثر دورة التحول النقدي بجميع مكوناتها والمتمثلة بفترة تحويل المخزون فترة تحصيل الحسابات المدينة وفترة التأخير في سداد الحسابات الدائنة على كلف التمويل في شركة الكندي الانتاج للقاحات والادوية البيطرية المدرجة في بورصة العراق للفترة ٢٠١٢-٢٠٢١.
٢. الوقوف على احد أساليب تمويل الموجودات المتداولة.
٣. التعرف على أهمية استغلال الشركة الامثل للسيولة نقدية التي بحوزتها وأثرها في تعظيم ربحية المساهمين.

رابعاً: فرضيات الدراسة

تستند الدراسة إلى فرضيتين رئيسيتين مفادهما:

- تفترض الدراسة ان قيام اداراه الشركة الصناعية باعتماد طرق علمية في ادارة النقدية التي بحوزتها بشكل كفوء يساهم في زيادة ارباحها، من خلال خلق مصادر تمويل اضافية مجانية للشركات وبالتالي تخفيض كلف تمويلها، والتي يمكن ان نصيغه كما يلي:
١. الفرضية المالية العدمية: (لا تساهم كفاءة ادارة الشركة لدورة التحول النقدي طردياً في شركة الكندي الانتاج للقاحات والادوية البيطرية عينة الدراسة في التخفيض من تكلفة التمويل الكلية).
 ٢. الفرضية المالية البديلة: (تساهم كفاءة ادارة الشركة لدورة التحول النقدي طردياً في شركة الكندي الانتاج للقاحات والادوية البيطرية عينة الدراسة في التخفيض من تكلفة التمويل الكلية).
 ٣. الفرضية الاحصائية العدمية: (ليس هنالك تأثير ايجابي ذو دلالة احصائية لدورة التحول النقدي على تكلفة التمويل الكلية لشركة الكندي الانتاج للقاحات والادوية البيطرية عينة الدراسة).
 ٤. الفرضية الاحصائية البديلة: (هنالك تأثير ايجابي ذو دلالة احصائية لدورة التحول النقدي على تكلفة التمويل الكلية لشركة الكندي الانتاج للقاحات والادوية البيطرية عينة الدراسة).

خامساً: اسلوب الدراسة

اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي لتحليل دورة التحول النقدي لشركة الكندي الانتاج للقاحات والادوية البيطرية في انجاز الجانب النظري للبحث اضافة الى المنهج الاحصائي لغرض قياس علاقة التأثير بين متغيراته.

سادساً: الحدود المكانية والزمانية للدراسة

١. المكانية: تم اجراء هذه الدراسة لشركة الكندي الانتاج للقاحات والادوية البيطرية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.
٢. الزمانية: ميزانيات شركة الكندي الانتاج للقاحات والادوية البيطرية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للفترة ٢٠١٢-٢٠٢١ أي الفترة المتوقعة لإنجاز الدراسة.

سابعاً: نموذج الدراسة

يستعرض النموذج علاقة التأثير بين متغيرات الدراسة المستقلة والتابعة.



الشكل (١) نموذج الدراسة
المصدر: الشكل من اعداد الباحث بالاعتماد على فكرة الدراسة

ثامناً: مفهوم دورة التحول النقدي

تستخدم دورة التحول النقدي على نطاق واسع لقياس فعالية وكفاءة إدارة الشركة وتحديد مقدار حاجة الشركة للتمويل الخارجي وتعتبر أحد الأركان الرئيسية في عمل الشركات حيث تركز على أنشطة الشراء والإنتاج، المبيعات، التحصيل والدفع وجميعها تخلق تدفقات في حساب رأس المال العامل (السليحات، ٢٠٢١، ٦١) ويقصد بدورة التحول النقدي هي الوقت الذي تستغرقه الشركة في شراء المواد الأولية، ومن ثم انتاج البضائع تامة الصنع زائداً الوقت الذي تتطلبه في تحصيل الحسابات المدينة، مطروحا منه الوقت الذي تأخذه الشركة في تسديد قيمة مشترياتها إلى الموردين. (ال علي، ٢٠٢١، ٤٠)

تاسعاً: أهمية دورة التحول النقدي

منذ بداية ظهور دورة التحول النقدي قام العديد من الباحثين في التحقيق بأهميتها، حيث اظهرت الدراسات أن الزيادة في دورة التحول النقدي تؤدي إلى زيادة للحد الأدنى لمتطلبات السيولة والعكس صحيح فأن دورة التحول النقدي تعتبر أحد معايير تقييم رأس المال العامل، فهي الوقت اللازم لشراء المواد وعملية الانتاج وجمع الأموال بسبب البيع، وكلما طالت هذه الفترة توجب استثمار أكبر في رأس المال العامل وبالتالي طول دورة التحول النقدي (الاغا، ٢٠١٩، ١٥)، كما اعتبرت ذات أهمية كبيرة للشركات الصناعية، من خلال مساعدتها للمدراء الماليين في تحديد مدة الاحتفاظ بالمخزون على النحو المسبب بإجمالي عدد أيام بقاء نقد الشركة محتجز في دورة التشغيل بدءاً من تصنيع المخزون حتى بيعه كما انها مقياس مهم من مقاييس المعبر عن طول الوقت بالأيام والذي تستغرقه الشركة لتحويل مدخلات الموارد إلى تدفقات نقدية. كما انها تقيس الوقت الذي يتم فيه ربط كل دولار دخل صافي في عملية الإنتاج والمبيعات قبل أن يتم تحويلها إلى نقد من خلال المبيعات للعملاء (Panigrahi, 2013, 84)

عاشر: إدارة دورة التحول النقدي

ان سياسات الشركات الصناعية في إدارة دورة التحول النقدي تؤثر بشكل مهم في كلف التمويل والربحية والسيولة وحجم الاستثمار في رأس المال العامل حيث كلما كانت دورة التحول النقدي قصيرة كان افضل . فالشركة التي تمتاز بدورة تحويل نقدي قصيرة تكون احتياجاتها لرأس المال العامل أقل مما يقلل من احتياجاتها التمويلية وبالتالي فإن تكاليف اقتراض تكون أقل كما انها سوف تحتفظ بمستويات منخفضة من الذمم المدينة والمخزونات، مما يؤدي إلى تحملها تكاليف أقل في إدارة كليهما وتحقيق عائد أعلى بالرغم من قبول هذه الفكرة من طرف العديد من الباحثين إلا أن البعض الآخر منهم اعتبر أن العكس هو الأصح أي كلما كانت دورة التحول النقدي طويلة زادت أرباح الشركة لأن الحفاظ على مستويات عالية من المخزون المدينة يؤدي إلى زيادة المبيعات وخفض تكاليف العرض سيولة الشركة. (بوساحة، ٢٠١٩، ٢٤)

أحد عشر: مكونات دورة التحول النقدي

استخدم الباحثون مكونات دورة التحول النقدي لاحتساب كفاءتها في الشركة وكما يلي:

١. مدة تحول المخزون: ويعبر عنها بفترة تحول المخزون او معدل دوران المخزون بفترة الاحتفاظ بالمخزون أو فترة بقاء البضاعة في المخازن وهي أحد أجزاء دورة التحول النقدي وأحد مقاييس فعالية إدارة المخزون، من خلال احتساب عند الأيام

التي تحتفظ بها الشركة المخزون قبل البيع. وهي مقياس مالي لأداء الشركة للمدة التي تستغرقها الشركة لتحويل المخزون الخاص بها لمبيعات. (الاغا، ٢٠٢١، ١٧) كما في المعادلة ادناه: (العامري، ٢٠٠١، ٢٧٥)

فترة تحويل المخزون = ٣٦٠ يوم / معدل دوران المخزون

٢. مدة تحصيل الحسابات المدينة: دورة الذمم المدينة أو ما تسمى بدورة الذمم المستحقة القبض أو متوسط فترة الاستحقاق أو فترة تحصيل المستحقات وهي أحد أجزاء دورة التحويل النقدي و مقياس مهم لمتوسط عدد الايام التي تستغرقها الشركة لجمع الدفعات بعد إتمام عملية البيع بمعنى استحصل النقود بعد عملية البيع لمدة معينة أو تمثل الفترة التي على الشركة أن تنتظرها بعد قيامها بعملية البيع، قبل ان تستلم النقد، وبهذا تنتظر الشركة عدة ايام حتى تقبض النقد مقابل مبيعاتها الآجلة (عقل، ٢٠٠٨، ٣١٨) كما في المعادلة ادناه:

فترة تحصيل الحسابات المدينة = ٣٦٠ يوم / معدل دوران المقبوضات

٣. فترة سداد الحسابات الدائنة: ويعبر عنها بفترة الحسابات المستحقة الدفع، ومعدل دوران الدائنين تقيس متوسط فترة السداد للشركة والمقصود بها بالمدة التي تستغرقها الشركة لتسديد قوائم مشترياتها من الدائنين، وهي تعتبر من ضمن الالتزامات قصيرة الأجل (طويرش، ٢٠١٨، ٩١)، كما في المعادلة ادناه:

متوسط فترة تأخير سداد المدفوعات = ٣٦٠ يوم / معدل دوران المدفوعات

اثنا عشر: مقاييس دورة التحويل النقدي

لقياس دورة التحويل النقدي يتم استخدام مجموعة من النسب التي نستطيع من خلالها التعرف على كفاءة او عدم كفاءة الادارة المالية في الشركة (الترك، ٢٠١٦، ٥٣) ومن هذا المنطلق يجب تسليط الضوء على تلك النسب والمقاييس المستخدمة وهي كما يلي:

١. **نسب السيولة: تتضمن ما يلي:**

أ. **نسبة السيولة النقدية:** وهي نسبة النقد الموجودة في الشركة أو في حساباتها والتي تقاس بنسبة التداول التي تعبر عن كم دينار يوجد في الشركة على شكل نقد ومخزون وحسابات مدينة وغيرها مقابل المطلوبات القصيرة الأجل (الكحلوت، ٢٠٠٥، ٣٥)، كما في المعادلة ادناه:

نسبة التداول = الموجودات المتداولة / المطلوبات المتداولة

ب. **النسبة السريعة:** هذه النسبة تهدف الى نفس هدف النسبة اعلاه مع استبعاد المخزون الأقل سيولة الذي يحتاج الى بعض الوقت لتحويله الى نقد أي حساب كم يوجد نقد وشبه نقد حاضراً مقابل المطلوبات القصيرة الأجل (الشيخ، ٢٠٠٨، ٣٤)، كما في المعادلة ادناه:

النسبة السريعة = (الموجودات المتداولة - المخزون) / المطلوبات المتداولة

٢. **نسب معدلات الدوران: تتضمن ما يلي:**

معدل دوران المخزون: هي متوسط الزمن المطلوب لتحويل المواد الأولية إلى بضاعة تامة الصنع ومن ثم بيعها أو الوقت المستغرق لتحويل المخزون إلى مبيعات (الطويل، ٢٠٠٨، ٣٤) كما في المعادلة ادناه:

معدل دوران المخزون = كلفة البضاعة المباعة / المخزون

معدل دوران المقبوضات: وهي عدد مرات تحصيل الحسابات المدينة واوراق الدفع (العامري، ٢٠٠١، ٢٧٥)، كما في المعادلة ادناه:

معدل دوران المقبوضات = صافي المبيعات / (الحسابات المدينة + اوراق الدفع)

ثلاثة عشر: مفهوم كلف التمويل او تكلفة التمويل

عرفها (الصقال، ٢٠١٩، ٦٢) بان تكلفة التمويل هي التكلفة الشاملة للأموال اي تكلفة التمويل الممتلك والمقترض معاً والذي ينبغي للشركة تحملها مقابل حصولها على الاموال اللازمة من أجل توظيفه لأداره موجوداتها وتمويل استثماراتها وتحقيق عائد اعلى من تكلفة هذه الاموال، كما عرفها (كويل، ٢٠٠٦، ٣٢) بانها متوسط العائد على المدى الطويل الذي يتوقع المستثمرين الحصول عليه من استثماراتهم ولهذا فهو متوسط العائد الذي ينبغي أن تتوقع الشركات سداده.

اربعة عشر: اهمية تكلفة التمويل

تمثل تكلفة التمويل الأساس للكثير من القرارات التي تعتمدها الإدارة المالية، إلا أنه يمكن إجمالي ما يمكن أن تحققه هذه الإدارة من أهمية عند حسابها لتكلفة الأموال لكل عنصر أو عند حساب المعدل الموزون لتكلفة أموال المؤسسة ككل، وأهمية تقدير تكلفة التمويل يكمن من خلال تقدير تكلفة الأموال لكل عنصر من عناصر التمويل الإدارة المالية من خلال اختيار أنسب مصدر من ناحية التكلفة أي انه يختار المصدر الأقل تكلفة، كما تستخدم كميّار للمفاضلة بين البدائل الاستثمارية التي تستخدم فيها الأموال. وتحديد مدلولاتها ودوره في قرارات الأسعار والربط بين قيمة المؤسسة في الأسواق المالية وبين هيكلتها المالية. تحديد القرارات

المرتبطة بإيجاد الموجودات وإعادة تمويل السندات وسياسة رأس المال العامل ستخدم حساباً دقيقاً لتكلفة الأموال وتعظيم القيمة السوقية للمؤسسة كهدف استراتيجي للإدارة المالية. (غربي و بدروني، ٢٠١٩، ١٥٩)

خمس عشر: العوامل المؤثرة في تحديد تكلفة التمويل

بما أن الشركة قد تستعمل في تمويل استثماراتها مزيجاً من الأموال وهو ما يعرف بالهيكل المالي، ولكن التركيز يكون على المكونات الطويلة الأجل باعتبار أن المصادر القصيرة الأجل تكون مؤقتة، فتكلفة هذه الأموال تخضع للعديد من المتغيرات التي تؤثر عليها، وفيما يلي أهم العوامل المؤثرة في تكلفة التمويل:

١- العوامل الخارجية التي لا تخضع لسيطرة الشركة (اندرأوس، ٢٠٠٦، ٤٢٥)

أ- مستوى الفائدة: أن أسعار الفائدة تؤثر على تكلفة التمويل إذ أن ارتفاع أسعار الفائدة ترفع من تكلفة التمويل والسبب أن الشركات ستضطر لدفع معدلات فائدة أعلى للمقرضين وحملة السندات كما أنه يؤدي إلى ارتفاع تكلفة كل من الأسهم الممتازة والعادية وذلك مقابل المخاطرة التي يوجهونها مع ارتفاع الفائدة.

ب- معدلات الضريبة: يمكن لأسعار الضرائب أن تؤثر على تكلفة التمويل، حيث أنها تدخل ضمن معادلة احتساب تكلفة القروض وبذلك فإنها تؤثر على تكلفة التمويل فكلما انخفضت معدلات الضرائب على الأرباح الرأسمالية عن المعدلات المقررة، فإن هذا يعطي الشركة الأفضلية للتمويل الممتلك بدلاً من القروض فإن انخفاض الضرائب يؤدي إلى انخفاض تكلفة التمويل الممتلك مقارنة بتكلفة التمويل المقترض. وبالتالي فإن هذا ينعكس بشكل مباشر على التكلفة الكلية للتمويل.

٢- العوامل الداخلية والتي تخضع لسيطرة الشركة

أ- سياسة التوزيعات: هذه السياسة تعمل بها المؤسسة من خلال توزيع نسبة معينة من الأرباح على المساهمين والباقي منها فيتم الاحتفاظ به لدى المؤسسة ويسمى بالأرباح المحتجزة، ولذا فإن تدني هذه النسبة الأخيرة لدى المؤسسة يؤدي إلى عجزها عن تمويل استثماراتها ذاتياً مما يفرض عليها اللجوء إلى مصادر أخرى ويؤدي هذا الأمر لارتفاع تكلفة التمويل لكن في حالة الأرباح المحتجزة متوفرة لدى المؤسسة سيؤدي إلى تدني تكلفة التمويل بشكل كبير. (بو حادرة، ٢٠١١، ٢٦)

ب- السياسة الاستثمارية: عندما تقوم الشركة بتغيير من سياساتها الاستثمارية وتوجهها نحو الاستثمار في موجودات مغايرة للموجودات الحالية فإن تكلفة الأموال الإضافية تعكس درجة خطورة النشاط الجديد، لذا فإن تغيير السياسة الاستثمارية للشركة ينعكس على تكلفة الاستثمار نتيجة لتباين درجة المخاطرة بين الأنواع المختلفة للاستثمار. (حليمة و شهيناز، ٢٠٢١، ٥٨)

ت- توجهات المؤسسة بشأن هيكل رأس المال: (هندي، ٢٠٠٣، ٧٤) أن المؤسسات عادة تخطط لهيكل مالي أمثل، ونظراً لاختلاف تكلفة تمويل كل عنصر حسب درجة الخطر، فعند قرار المؤسسة القاضي بإحداث تغيير في هيكلها المالي فهذا بالضرورة يحدث تغييراً على مستوى التكلفة أيضاً.

ثمانية عشر: تقدير تكلفة التمويل

١- تقدير تكلفة التمويل بالملكية: من أجل تقدير تكلفة التمويل بالملكية (الصقال، ٢٠١٩، ٦٧) لابد من حساب تكلفة الأسهم العادية والممتازة والأرباح المحتجزة حيث يطلق على التمويل عن طريق الأسهم بتمويل الملكية، فإن حق الملكية يشمل نوعين من التمويل النوع الأول خارجي والذي يتمثل بالأسهم العادية والنوع الثاني داخلي متمثلاً بالأرباح المحتجزة ويتم حساب كل نوع من هذه الأنواع كالآتي:

أ- تكلفة الأسهم العادية: تعرف بأنها العائد الذي يطلبه المستثمرون في الأسهم مقابل استثماراتهم في الشركة (Ross et al., 2017, 391)، و يترتب عند إصدار الأسهم آثار سلبية على حق المساهمين الحاليين منها اكتساب المساهمين الجدد حق المشاركة في توزيعات الأرباح المستقبلية مع المساهمين الحاليين وإيضاً حق المشاركة النسبية في الأرباح المحتجزة للشركة وحق المشاركة في حالة تصفية موجودات الشركة كما أنه يؤثر على إيرادات السهم من خلال خفض قيمته السوقية وبحسب تكلفة الأسهم (النعمي وآخرون، ٢٠١١، ٣٧٢) كما في المعادلة كما يلي:

$$\text{تكلفة السهم العادي} = \frac{\text{مقسوم الأرباح}}{\text{((سعر السهم السوقي (١- تكلفة إصدار السهم)) + معدل نمو الأرباح}}$$

ب- تكلفة الأرباح المحتجزة: إن تكلفة الأرباح المحتجزة هي عبارة عن العائد الذي يطالب به حملة الأسهم مقابل أموال الملكية لذا فتعتبر نوع من أنواع التمويل الممتلك والتي تمثل باقي التدفقات النقدية التي تحتجزها الشركة بعد توزيع الأرباح على المساهمين، إذ تخفض المدفوعات النقدية المقدمة للمساهمين العاديين، لذلك فإن الشركة التي تحتاج إلى تمويل من الأسهم العادية، لها خياران بالنسبة للأرباح المحتجزة، الخيار الأول إصدار أسهم عادية إضافية بهذا المبلغ عن طريق بيع أسهم جديدة والاستمرار بدفع أرباح الأسهم للمساهمين من الأرباح المحتجزة، أما الخيار الثاني يمكنها زيادة الأسهم العادية من خلال الاحتفاظ بالأرباح (عدم دفع الأرباح النقدية)، بالمعنى المحاسبي الصارم إن الإبقاء على الأرباح من الأسهم العادية سيزيد التمويل بنفس الطريقة التي يتم بها بيع أسهم إضافية من الأسهم العادية حيث يوضح أن تكلفة الأرباح المحتجزة إلى الشركة هي نفس تكلفة إصدار الأسهم العادية الإضافية. بينما يرى (Brigham & Houston, 2009, 312) أن إصدار الأسهم العادية الجديدة لديها تكلفة أعلى من الأرباح المحتجزة بسبب تكاليف الإصدار المطلوبة لبيع الأسهم العادية الجديدة، لذلك وبمجرد تجاوز الشركات مرحلة النشوء بدء ممارسة نشاطها التجاري فإنها تحاول الحصول على الأسهم الجديدة من خلال احتفاظها بالأرباح، حيث يمكن احتساب تكلفة الأرباح المحتجزة بنفس الطريقة التي تم احتسابها لتكلفة الأسهم العادية (Gitman, 2012, 367). (مصطفى، ٢٠٠٣، ٢٨٠)

تكلفة الأرباح المحتجزة = مقسوم الأرباح/سعر السهم السوقي + معدل نمو الأرباح

٢- **تقدير تكلفة التمويل بالاقتراض :** ان تكلفة القروض تتمثل في معدل الفائدة الفعلي والذي تدفعه الشركة مقابل القروض وذلك بعد استبعاد الوفورات الضريبية (العلي، ٢٠١٠، ٣٣٩)، ويمكن ملاحظة تكلفة القروض بصورة مباشرة أو غير مباشر، إذ أن تكلفة القروض هي ببساطة سعر الفائدة الذي يجب على الشركة أن تدفعه للجهة المقرضة عند الاقتراض الجديد أو هو معدل العائد المطلوب من قبل المقرضين، كما ان الشركة تستطيع مراقبة أسعار الفائدة في الأسواق المالية، (Gapenski,2009,229-230) فاذا كانت لدى الشركة سندات مستحقة فإن العائد المستحق على تلك السندات هو المعدل المطلوب في السوق على ديون الشركة هذا المعدل يختلف عن سعر الفائدة على القروض الحالية للشركة والذي يعكس سعر الفائدة الذي كان على الشركة تقديمه وقت إصدار السندات. لذا فإن تحديد تكلفة القروض أسهل بكثير من تحديد تكلفة التمويل المملاك إذ يمكن للشركات تقدير تكلفة القروض عن طريق مطالبة المقرضين بما سيكلفهم الاقتراض ومع ذلك ينبغي استخدام تكلفة القروض بعد الضرائب لحساب المتوسط المرجح لتكلفة التمويل (Houston,2009,310 & Brigham) كما في المعادلة اناه :

$$\text{تكلفة الاقتراض} = \text{سعر الفائدة} - (\text{سعر الفائدة} \times \text{معدل الضريبة})$$

٣- **تكلفة الاسهم الممتازة :** هو معدل العائد الواجب تحقيقه على استخدام هذه الأموال بما يحافظ على مركز حمله الأسهم العادية، لذا فإن تعريف تكلفة الأسهم الممتازة يتمثل مع تعريف تكلفة الاقتراض فهو معدل العائد الواجب تحقيقه على الاستثمارات الممولة عن طريق الأسهم الممتازة حتى يمكن الاحتفاظ بالإيرادات المتوفرة لحملة الأسهم العادية بدون تغيير، (اللحام وآخرون، ٢٠١٤، ٣٢٤)، وبين (Berk.et.al,2012,488) انه يمكن للشركات زيادة رأس المال عن طريق إصدار الأسهم الممتازة، واهم ما يميز هذه الاسهم ان حملة هذه الاسهم يحصلون على توزيعات أرباح ثابتة، كما ان الأسهم الممتازة تقع بين الأموال المقترضة وبين الأسهم العادية في الميزانية العمومية . فضلاً عن ان الاسهم الممتازة تشبه القروض في أنها تحمل ارتباطاً محدداً على الشركة يدفع مبالغ دورية معينة، ايضاً في حالة تصفية الشركة فإن الاسهم الممتازة لها افضلية عن الأسهم العادية، لكنها تختلف عن القرض في أن ليس لها تاريخ استحقاق ولا يحصل حاملوها على الفوائد في حالة العسر المالي، نتيجة لذلك فإن عدم تسديد فائدتها لا يؤدي إلى افلاس الشركة كما هو الحال في التمويل بالقروض. (الاغا، ٢٠٠٥، ٦٦) لذا فإن من الاسباب التي تدفع ادارة الشركات إلى اصدار أسهم ممتازة هو زيادة الاموال التي يمكن استثمارها واستخدام اموال الغير دون اشراكهم في ادارة الشركة عادة ما يكون حساب تكلفة الأسهم الممتازة أسهل من حساب تكلفة الأسهم العادية، هذا لأن توزيعات الأرباح المدفوعة على الاسهم الممتازة تكون ثابتة عادةً، وأن توزيعات الأرباح ليست معفية من الضرائب لأنها تمثل توزيع الأرباح بعد الضريبة (خربوش وآخرون، ١٩٩٩، ١٥٨) ويمكن استخراج تكلفة الاسهم الممتازة من خلال معادلة تقييم الاسهم وهي:

$$\text{تكلفة السهم الممتاز} = \text{مقسوم الأرباح} / ((\text{سعر السهم السوقي} - (\text{تكلفة اصدار السهم})) + \text{معدل نمو الأرباح})$$

٤- **تقدير التكلفة الكلية للتمويل :** يعبر المعدل الموزون لتكلفة التمويل عن تكلفة التمويل الكلية، لذلك فهي تتوقف على القرار المالي المحدد لتكوين الهيكل المالي فعند حساب تكلفة مكونات الهيكل المالي يصبح من السهل جداً حساب المعدل الموزون لكافة التمويل حيث يعد المعدل الموزون لتكلفة التمويل (WACC) أحد أهم الطرق لحساب تكلفة تمويل الشركة (العامري، ٢٠١٣، ٣٥٣)، كما ان معظم الشركات لديها عدة طرق للحصول على التمويل، إذ يمكن للمالكين يمولوا رأس المال الشركة أو يمكن للشركة الاحتفاظ ببعض الأرباح بدلاً من دفعها لحملة الاسهم هذا النوع من التمويل بالتمويل المملاك، كما ويمكن للشركات الاقتراض طويل الأجل أو قصير الأجل من مؤسسات مالية أو يمكنها الحصول على قروض على شكل السلع أو خدمات من مورديها التي تمكنهم من تأجيل المدفوعات، ويترتب على هذه القروض مدفوعات فوائد منتظمة على الشركات وهذا النوع يسمى بالتمويل المقرض كما يتم حساب المتوسط المرجح للتكلفة التمويل من خلال ايجاد تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل مع نسبة هذا التمويل (Guamundsottir,2017,6) كما في المعادلة ادناه (BRIGHAM&Houston,2015,352) :

$$\text{تكلفة التمويل الكلية} = (\text{وزن المديونية} \times \text{تكلفة المديونية}) + (\text{وزن الأسهم الممتازة} \times \text{تكلفة الأسهم الممتازة}) + (\text{وزن الأرباح المحتجزة} \times \text{تكلفة الأرباح المحتجزة}) + (\text{وزن الأسهم العادية} \times \text{تكلفة الأسهم العادية})$$

٥- النتائج والمناقشة

أولاً: من اجل اجراء التحليل المالي للشركة عينة الدراسة توجب استعراض البيانات المالية لشركة الكندي لانتاج اللقاحات والأدوية البيطرية كما يلي:

أ- البيانات المالية لشركة

من اجل تقييم اداء دورة التحول النقدي لشركة الكندي الصناعية للمدة ٢٠١٢-٢٠٢١ تم الاستعانة بالبيانات المالية لها وكما مبين في الجدول (١) ادناه:

الجدول (١): البيانات المالية لشركة الكندي لانتاج اللقاحات والادوية البيطرية للمدة ٢٠٢١-٢٠١٢

2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	بيانات من الميزانية
158386203	145642781	409161994	68037174	180918083	27026890	30351490	77551569	620762706	645722959	0	النقدية
3611760563	3262040502	2838051399	1930583510	1093059585	1059096904	1217322196	1063047266	1009782188	1066729444	0	المخزون
839137913	1169912408	1074514051	752345020	1100019719	488845069	284496300	946466809	827365175	687978919	0	الحسابات المدينة
5557969814	5481046291	5338881597	5228364450	5015591871	4612605658	4470210464	4539509952	4998191648	4353229202	0	مجموع الموجودات المتداولة
0	0	0	387156700	0	46185561	106216882	271482506	25980350	25980350	0	م.ث/مشتريات تحت التنفيذ
266860548	360532289	358335031	668025978	134969875	134664607	138146756	268362821	383789714	491893220	0	المطلوبات قصيرة الاجل
263215098	311710971	295734278	665475209	76671687	104793607	109922756	162732821	213639714	223059410	0	الحسابات الدائنة
2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	بيانات من كشف الحسابات الجارية
598043884	613566590	581819269	523388653	388062063	347276142	339752549	517436566	885009851	916093085	0	الرواتب والاجور
141656647	25776039	91642100	80139762	5957300	11250900	6850300	23169350	10897200	15826450	0	الضرائب والرسوم
2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	بيانات من حساب الارباح والخسائر
1164291200	1074197730	1900075640	951753850	1032485135	789787210	454832865	486409575	5736566950	3086153239	0	صافي المبيعات
289484824	187679847	292598193	682183007	600670663	403503609	326459042	614889668	4397966576	1626945808	0	كلفة البضاعة المباعة
227602482	270981512	424024178	49090149	49433263	48158512	40106146	64187498	350956142	78528030	0	كلفة الخدمات التسويقية
468593343	557903113	187394385	309153343	395466103	390592498	171380883	205271277	313353699	419790023	0	كلفة الخدمات الادارية
2011516618	52957009	227614200	81337043	6868888	11250900	34248563	128734434	128227146	22159114	0	كلف اخرى
2997197267	1069521481	1131630956	1166763542	1052438917	853505519	572194634	1013082877	5190503563	2147422975	0	مجموع تكاليف البضاعة المباعة
14944141	19774431	840912457	68020505	314671694	43924359	48662578	-256806920	704351857	1112449279	0	صافي الربح
0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	ربحية السهم الواحد
0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	الاسهم الممتازة
0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	القروض
5940000000	5940000000	5940000000	5940000000	5940000000	5940000000	5940000000	5400000000	4500000000	3600000000	0	الاسهم العادية
3736035	4943608	210228114	17005126	78669924	10981000	12165000	0	426583893	706246959	0	الارباح المحتجزة القابلة للاستثمار
5943736035	5944943608	6150228114	5957005126	6018669924	5950981000	5952165000	5400000000	4926583893	4306246959	0	المجموع

المصدر : الجدول من اعداد الباحث بالاعتماد على البيانات المالية للشركة للمدة ٢٠٢١-٢٠١٢ المنشورة في سوق العراق للاوراق المالية

<http://www.isx-iq.net>

(١) قيم متغيرات دورة التحول النقدي المحسوبة

بعد ان تم تحضير البيانات الخاصة بشركة الكندي للمدة ٢٠٢١-٢٠١٢ في الجدول (١) تم الاعتماد عليها في التحليل المالي للدورة النقدية واستعراض نتائجها في الجدول (٢) ادناه :

الجدول (٢): قيم متغيرات دورة التحول النقدي لشركة الكندي لانتاج اللقاحات والادوية البيطرية للمدة ٢٠٢١-٢٠١٢

2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	نسب السيولة
20.83	15.20	14.90	7.83	37.16	34.25	32.36	16.92	13.02	8.85	نسبة التداول
7.29	6.15	6.98	4.94	29.06	26.39	23.55	12.95	10.39	6.68	النسبة السريعة
1.39	0.92	1.77	1.27	0.94	1.62	1.60	0.51	6.93	4.49	معدل دوران المقبوضات
0.83	0.33	0.40	0.60	0.96	0.81	0.47	0.95	5.14	2.01	معدل دوران المخزون
5.69	2.05	2.03	1.30	3.20	2.81	1.79	2.01	5.39	2.31	معدل دوران المدفوعات
2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	الدورة النقدية
259.46	392.08	203.58	284.57	383.55	222.82	225.18	700.50	51.92	80.25	فترة تحول الحسابات المدينة
433.82	1098.00	902.85	595.67	373.89	446.72	765.89	377.75	70.04	178.83	فترة تحول المخزون
693.28	1490.08	1106.44	880.25	757.44	669.54	991.06	1078.25	121.96	259.08	مجموع المقبوضات
2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	الدورة التشغيلية
693.28	1490.08	1106.44	880.25	757.44	669.54	991.06	1078.25	121.96	259.08	فترة تحصيل المقبوضات
63.29	175.46	177.05	276.65	112.65	127.96	200.93	179.41	66.76	155.85	فترة تاجيل المدفوعات
-629.99	-1314.62	-929.39	-603.60	-644.79	-541.58	-790.13	-898.84	-55.20	-103.23	صافي الدورة النقدية بالايام
-0.57	-0.27	-0.39	-0.60	-0.56	-0.66	-0.46	-0.40	-6.52	-3.49	صافي الدورة النقدية بالمرات
0.03	0.03	0.08	0.01	0.04	0.01	0.01	0.02	0.12	0.15	نسبة احتياطي السيولة
2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	كافة التمويل
0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	كافة الاسهم الممتازة
0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	وزن الاسهم الممتازة
0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	كافة الاقتراض
0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	وزن القروض
0.01	0.00	0.21	0.01	0.13	0.01	0.00	-0.05	0.06	0.08	كافة الاسهم العادية
99.94	99.92	96.58	99.71	98.69	99.82	99.80	100.00	91.34	83.60	وزن الاسهم العادية
0.01	0.00	0.21	0.01	0.13	0.01	0.00	-0.05	0.06	0.08	كافة الارباح المحتجزة
0.06	0.08	3.42	0.29	1.31	0.18	0.20	0.00	8.66	16.40	وزن الارباح المحتجزة
0.92	0.27	20.99	1.16	13.35	0.87	-0.43	-5.48	6.07	8.12	المتوسط الموزون لكافة راس المال

المصدر : الجدول من اعداد الباحث بالاعتماد على الجدول (١)

(٢) نسب السيولة

(أ) نسبة التداول : يبين ان نسبة السيولة في الشركة أخذت بالانخفاض/الارتفاع للسنوات ٢٠٢١-٢٠١٢ التي بلغت على التوالي (٨,٨٥, ١٣,٠٢, ١٦,٩٢, ٣٢,٣٦, ٣٤,٢٥, ٣٧,١٦, ٧,٨٣, ١٤,٩٠, ١٥,٢٠, ٢٠,٨٣) مرة، ويلاحظ من خلال النسب المحسوبة اعلاه ان الشركة لديها نقدية فائضة للسنوات ٢٠٢١-٢٠١٢ بعد طرح النسبة المطلوب الاحتفاظ بها التي بلغت على التوالي (٦,٨٥, ١١,٠٢, ١٤,٩٢, ٣٠,٣٦, ٣٥,١٦, ٣٥,٨٣, ٥,٨٣, ١٢,٩٠, ١٣,٢٠, ١٨,٨٣) دينار.

(ب) النسبة السريعة : يبين ان النسبة السريعة في الشركة أخذت بالانخفاض/الارتفاع للسنوات ٢٠٢١-٢٠١٢ التي بلغت على التوالي (٦,٦٨, ١٠,٣٩, ١٢,٩٥, ٢٣,٥٥, ٢٦,٣٩, ٢٩,٠٦, ٤,٩٤, ٦,٩٨, ٦,١٥, ٧,٢٩) مرة، ويلاحظ من خلال النسب المحسوبة اعلاه ان الشركة لديها نقدية فائضة للسنوات ٢٠٢١-٢٠١٢ بعد طرح النسبة المطلوب الاحتفاظ بها التي بلغت على التوالي (٥,٦٨, ٩,٣٩, ١١,٩٥, ٢٢,٥٥, ٢٥,٣٩, ٢٨,٠٦, ٣,٩٤, ٥,٩٨, ٥,١٥, ٦,٢٩) مرة.

(٣) معدلات الدوران ودورة التحول النقدي

(أ) **معدل دوران المقبوضات :** يبين ان معدل دوران المقبوضات (عدد مرات تحصيل المستحقات من المدينون) يؤثر عكسياً في نسب السيولة (التداول، السريعة) المتوفرة لدى الشركة والمبينة اعلاه، اذ اخذ معدل دوران المقبوضات بالانخفاض/الارتفاع للسنوات ٢٠١٢-٢٠٢١ التي بلغت على التوالي (٤,٤٩، ٦,٩٣، ٠,٥١، ١,٦٠، ١,٦٢، ٠,٩٤، ١,٢٧، ١,٧٧، ٠,٩٢، ١,٣٩) مرة، و بالايام (٨٠,٢٥، ٥١,٩٢، ٧٠,٠٥، ٢٢٥,١٨، ٢٢٢,٨٢، ٣٨٣,٥٥، ٢٨٤,٥٧، ٢٠٣,٥٨، ٣٩٢,٠٨، ٢٥٩,٤٦) يوم، اذ يلاحظ ان الشركة كانت متساهلة في تحصيل قيمة مقبوضاتها لسنة ٢٠١٢ اذ بلغت مرة واحدة كل (٨٠,٢٥) يوم، الامر الذي خفض من نسبة سيولة الشركة، ثم قامت الشركة بزيادة تشدها قليلاً معهم سنة ٢٠١٣ اذ قامت بتحصيل قيمة مقبوضاتها مرة واحدة كل (٥١,٩٢) يوم، ما زاد من نسبة السيولة الى (١٣,٠٢) مرة، ثم تساهلت الشركة بشكل كبير في تحصيل قيمة مقبوضاتها للسنوات ٢٠١٤ التي بلغت مرة واحدة كل (٧٠٠,٠٥) يوم، بسبب ارتفاع الحسابات المدينة من (٨٢٧٣٦٥١٧٥) دينار سنة ٢٠١٣ الى (٩٤٦٤٦٦٨٠٩) دينار سنة ٢٠١٤ وانخفاض قيمة المبيعات من (٥٧٣٦٥٦٦٩٥٠) دينار سنة ٢٠١٣ الى (٤٨٦٤٠٩٥٧٥) دينار سنة ٢٠١٤، وعاودت الشركة وزادت من تشدها في السنوات ٢٠١٥-٢٠١٦ اذ قامت بتحصيل مقبوضاتها وعلى التوالي مرة واحدة كل (٢٢٥,١٨، ٢٢٢,٨٢) يوم، مما زاد من نسب السيولة لديها وعلى التوالي (٣٢,٣٦، ٣٤,٢٥) مرة، عدا سنة ٢٠١٧ اذ ارتفعت نسبة السيولة الى (٣٧,١٦) مرة رغم ازدياد عدد ايام تحصيل المقبوضات الى (٣٨٣,٥٥) يوم، بسبب تخفيض المبالغ المرصودة من قبل الشركة للمشاريع تحت التنفيذ الى (٠) دينار، ثم عادت الشركة وتساهلت سنة ٢٠١٨ بتحصيل قيمة مقبوضاتها التي بلغت (٢٨٤,٥٧) يوم ما خفض من نسبة السيولة الى (٧,٣٨) مرة، وفي السنوات ٢٠١٩ شددت الشركة في تحصيل قيمة مقبوضاتها التي انخفضت الى (٢٠٣,٥٨) يوم ما زاد من نسبة السيولة لديها الى (١٤,٩٠) مرة، بينما في سنة ٢٠٢٠ ارتفعت نسبة السيولة الى (١٤,٩٠) مرة رغم تساهل الشركة في التحصيل بـ (٣٩٢,٠٨) يوم ويعود السبب الى ارتفاع السيولة الى ارتفاع مبلغ الدائنون من (٢٩٥,٧٣٤,٢٧٨) دينار سنة ٢٠١٩ الى (٣١١,٧١٠,٩٧١) دينار سنة ٢٠٢٠، واخيراً سنة ٢٠٢١ شددت الشركة في تحصيل قيمة مقبوضاتها بـ (٢٥٩,٤٦) يوم الامر الذي زاد من نسبة السيولة الى (٢٠,٨٣) مرة.

(ب) **معدل دوران المخزون :** يبين ان نسب السيولة (التداول والسريعة) تتأثر طردياً بمعدل دوران المخزون (عدد مرات تصفية المخزون) التي بلغت على التوالي (٢,٠١، ٥,١٤، ٠,٩٥، ٠,٤٧، ٠,٨١، ٠,٩٦، ٠,٦٠، ٠,٤٠، ٠,٣٣، ٠,٨٣) مرة، الذي يتم تصفيته بالايام (١٧٩، ٧٠، ٣٧٨، ٧٦٦، ٤٤٧، ٣٧٤، ٥٩٦، ٩٠٣، ١٠٩٨، ٤٣٤) يوم، اذ يلاحظ ان نسب السيولة ترتفع عند انخفاض عدد الايام المطلوبة لتصفية المخزون، والعكس في السنوات ٢٠١٢-٢٠٢١، ماعدا سنتي ٢٠١٤-٢٠١٥ بسبب انخفاض حجم المطلوبات المتداولة على التوالي من (٣٨٣٧٨٩٧١٤، ٢٦٨٣٦٢٨٢١) دينار سنتي ٢٠١٤-٢٠١٣ الى (٢٦٨٣٦٢٨٢١، ١٣٨١٤٦٧٥٦) دينار سنتي ٢٠١٤-٢٠١٥.

(ج) **معدل دوران المدفوعات :** يبين ايضاً ان نسب السيولة تتأثر عكسياً بمعدل دوران المدفوعات (عدد مرات دفع المستحقات للدائنون) التي بلغت على التوالي (٢,٣١، ٥,٣٩، ٢,٠١، ١,٧٩، ٢,٨١، ٣,٢٠، ١,٣٠، ٢,٠٣، ٢,٠٥، ٥,٦٩) مرة وبالايام على التوالي (١٥٥,٨٥، ٦٦,٧٦، ٤١,١٧٩، ٢٠٠,٩٣، ١٢٧,٩٦، ١١٢,٦٥، ٢٧٦,٦٥، ١٧٧,٠٥، ١٧٥,٤٦، ١٧٥,٤٦) يوم، فبعد ان كانت تسدد للدائنون مرة واحدة كل (١٥٥,٨٥) يوم سنة ٢٠١٢، ثم اخذت تسرع في الدفع لهم سنة ٢٠١٣ مرة واحدة كل (٦٦,٧٦) يوم بسبب انخفاض حساب الدائنون الى (٢١٣,٦٣٩,٧١٤) دينار، الا ان نسبة السيولة ارتفعت الى (١٣,٠٢) مرة بسبب ارتفاع قيمة المبيعات من (٣٠٨٦١٥٣٢٣٩) دينار سنة ٢٠١٢ الى (٥٧٣٦٥٦٦٩٥٠) دينار سنة ٢٠١٣، ثم عادت وابطأت بالتسديد لهم سنة ٢٠١٤ الا ان نسب السيولة لم ترتفع بسبب قيام الشركة بزيادة مبالغ المشاريع تحت التنفيذ من (٢٥٩٨٠٣٥٠) دينار سنة ٢٠١٣ الى (٢٧١٤٨٢٥٠٦) دينار سنة ٢٠١٤ كذلك انخفاض قيمة المبيعات من (٥٧٣٦٥٦٦٩٥٠) دينار سنة ٢٠١٣ الى (٤٨٦٤٠٩٥٧٥) سنة ٢٠١٤، فقد ابطأت الشركة في الدفع سنة ٢٠١٥ مرة واحدة كل (٢٠٠,٩٣) يوم، ما سبب زيادة المخزون، ثم عادت وابطأت في تسديد قيمة مدفوعاتها للسنوات ٢٠١٥-٢٠١٧ التي بلغت على التوالي مرة واحدة كل (٢٠٠,٩٣، ١٢٧,٩٦، ١١٢,٦٥) يوم مما زاد من نسب السيولة على التوالي (٣٢,٣٦، ٣٤,٢٥، ٣٧,١٦) مرة، اما في سنة ٢٠١٨ ابطأت الشركة في الدفع الى مرة واحدة كل (٢٧٦,٦٥) يوم الا ان نسبة السيولة انخفضت الى (٧,٨٣) مرة بسبب استخدام جزء من السيولة والبالغة (٣٨٧,١٥٦,٧٠٠) دينار في تمويل المشاريع تحت التنفيذ فضلاً عن انخفاض قيمة المبيعات، اما في السنوات ٢٠١٩-٢٠٢١ عادت لتخفف الضغط على الموردين وسرعتها وعلى التوالي مرة واحدة كل (١٧٧,٠٥، ١٧٥,٤٦، ١٧٥,٤٦) يوم رغم ارتفاع نسب السيولة التي بلغت على التوالي (١٤,٩٠، ١٥,٢٠، ٢٠,٨٣) مرة ويعود السبب الى ارتفاع في قيمة المبيعات من (٩٥١,٧٥٣,٨٥٠) دينار سنة ٢٠١٨ وعلى التوالي (١,٩٠٠,٠٧٥,٦٤٠، ١,٩٧٧,٧٣٠، ١,٠٧٤,١٩٧,٧٣٠، ١,٠٧٤,٢٩١,٢٠٠، ١,١٦٤,٢٩١) دينار للسنوات ٢٠١٩-٢٠٢١.

(٤) الدورة التشغيلية :صافي عدد ايام دورة التحول النقدي

يبين ان الدورة التشغيلية للشركة توضح ان صافي عدد ايام دورة التحول النقدي من خلال طرح عدد الايام التي تستغرقها الشركة في تحصيل قيمة مقبوضاتها وتصفية المخزون المبينة في الفقرتين (١ و ٢) اعلاه مع عدد ايام تسديد قيمة مدفوعاتها المبينة في الفقرة (٣) اعلاه، ان الشركة قد وسعت الفارق في عدد الايام للسنوات ٢٠١٢-٢٠٢١ ليس لصالحها، لانها لم تستطيع ان تحصل مقبوضاتها في وقت اقل من الوقت الذي تحتاجه لتسديد قيمة مدفوعاتها، الامر الذي ادى الى ظهور النتيجة سالبة، أي ان الشركة تتخلف في تحصيل قيمة مقبوضاتها عن تسديد قيمة مدفوعاتها وعلى التوالي (-١٠٣,٢٣، -٥٥,٢٠، -٨٩٨,٨٤، -٧٩٠,١٣، -٥٤١,٥٨، -٦٤٤,٧٩، -٦٠٦,٦٠، -٩٢٩,٣٩، -١٣١٤,٦٢، -٦٢٩,٩٩) يوم، اذ

يرتبط صافي دورة التحول النقدي السالبة مع نسبة احتياطي السيولة بعلاقة عكسية، أي كلما طالت دورة التحول النقدي انخفض حجم السيولة والعكس صحيح، وعند مقارنة عدد ايام دورة التحول النقدي انفة الذكر مع احتياطي السيولة للشركة للسنوات ٢٠١٢-٢٠٢١ التي بلغت على التوالي (١٥٪، ١٢٪، ٢٪، ١٪، ١٪، ٨٪، ٢٪، ٩٪، ٣٪، ٣٪)، الا ان تلك النسب تأثرت بالأسباب التي تم ذكرها في دور ان المقبوضات .

(٥) كلف التمويل وتكلفة التمويل الكلية

وبين ان تركيبة راسمال الشركة للسنوات ٢٠١٢-٢٠٢١ تتكون على التوالي من اسهم ممتازة بوزن (٠,٠٪، ٠,٠٪، ٠,٠٪، ٠,٠٪، ٠,٠٪، ٠,٠٪، ٠,٠٪، ٠,٠٪، ٠,٠٪) وبكلفة بلغت على التوالي (٠,٠٪، ٠,٠٪، ٠,٠٪، ٠,٠٪، ٠,٠٪، ٠,٠٪، ٠,٠٪، ٠,٠٪، ٠,٠٪) وقرض بوزن (٠,٠٪، ٠,٠٪، ٠,٠٪، ٠,٠٪، ٠,٠٪، ٠,٠٪، ٠,٠٪، ٠,٠٪، ٠,٠٪) وبكلفة بلغت على التوالي (٠,٠٪، ٠,٠٪، ٠,٠٪، ٠,٠٪، ٠,٠٪، ٠,٠٪، ٠,٠٪، ٠,٠٪، ٠,٠٪)، و اسهم عادية بوزن (٨٣,٦٠٪، ٩١,٣٤٪، ١٠٠٪، ٩٩,٨٠٪، ٩٩,٨٢٪، ٩٨,٦٩٪، ٩٩,٧١٪، ٩٦,٥٨٪، ٩٩,٩٢٪، ٩٩,٤٩٪) بكلفة (٨٪، ٦٪، ٥٪، ٤٪، ١٪، ١٣٪، ١٪، ٣٪، ١٪)، و ارباح محتجزة بوزن (١٦,٤٠٪، ٨,٦٦٪، ٠,٢٪، ٠,١٨٪، ٠,٣١٪، ٠,٢٩٪، ٣,٤٢٪، ٠,٠٨٪، ٠,٠٦٪) بكلفة (٨٪، ٦٪، ٥٪، ٥٪، ١٪، ١٣٪، ١٪، ٢١٪، ٠,٣٪، ١٪) التي بلغت تكلفة التمويل الكلية وعلى التوالي (٨,١٢٪، ٠,٧٪، ٦,٥٤٪، ٤,٣٪، ٠,٨٧٪، ٠,٣٥٪، ١,١٦٪، ٢١٪، ٢٧٪، ٠,٩٢٪)، الذي تتأثر كلفته طرديا بطول وقصر ايام دورة التحول النقدي من خلال متابعة نسب احتياطي السيولة التي تم ذكرها اعلاه، فبارتفاع احتياطي السيولة فان ذلك يعد مؤشراً على ان الشركة تعتمد على مصادر التمويل الاخرى التي تحملها تكاليف اضافية كالاسهم العادية والأرباح المحتجزة، وعدم استغلال السيولة المتوفرة لديها (احتياطي السيولة) من خلال الاسراع في تحصيل المستحقات والابطاء في دفع الالتزامات، فقد ارتفع تكلفة التمويل الكلية سنة ٢٠١٢ الذي بلغ (٨,١٢٪) بسبب طول الدورة النقدية، ويعود السبب الى عدم قيام الشركة باستغلال احتياطي السيولة الذي وفرته من الدورة النقدية، بل اعتمدت على الارباح المحتجزة في تمويل احتياجاتها قصيرة الاجل الاضافية التي بلغت نسبتها (٨٪)، مما حملها تكاليف اضافية كان بإمكانها التخلص منها من خلال استغلال احتياطي السيولة لديها، فيما انخفضت كلفته سنة ٢٠١٣ الى (٦,٠٧٪) بسبب تقلص الدورة النقدية، من خلال قيام الشركة بالتحول في تمويل احتياجاتها قصيرة الاجل الاضافية من الارباح المحتجزة التي انخفضت نسبتها من (٨٪) سنة ٢٠١٢ الى نسبة (٦٪) سنة ٢٠١٣، كذلك احتياطي السيولة انخفضت نسبته من (١٥٪) سنة ٢٠١٢ الى (١٢٪) سنة ٢٠١٣، اما في السنوات ٢٠١٤ و٢٠١٥ فقد ظهرت الكلفة سالبة بسبب تكبد الشركة لخسارة سنة ٢٠١٤ وبالقيمة (٢٥٦٨٠,٦٩٢٠-) واثرت على سنة ٢٠١٥ بسبب تدويرها اليها، اما سنة ٢٠١٦ فقد عادت الامور على طبيعتها بعد تحقيق ارباح ومعالجة الخسارة مما حسن من تكلفة التمويل الكلية ، وفي سنة ٢٠١٧ طالبت مدة دورة التحول النقدي ومعها زادت تكلفة التمويل الكلية الى (١٣,٣٥٪) وارتفعت معه نسبة احتياطي السيولة الى (٤٪) وارتفعت كلفة الارباح المحتجزة الى (١٣٪) بسبب عدم استغلال السيولة المتوفرة، اما في سنة ٢٠١٨ فقد قصرت دورة التحول النقدي وانخفضت معها تكلفة التمويل الكلية التي بلغت (١,١٦٪) واحتياطي السيولة الى (١٪) بسبب استغلال السيولة المتوفرة لديها، اما في سنة ٢٠١٩ فقد طالبت وزادت معها تكلفة التمويل الكلية الذي بلغ (٢٠,٩٩٪) وارتفعت نسبة احتياطي السيولة (٨٪) وارتفاع نسبة الارباح المحتجزة الى (٢١٪) ويعود السبب الى عدم استغلال السيولة التي وفرتها الدورة النقدية، بينما في سنة ٢٠٢٠ فقد طالبت دورة التحول النقدي لكن انخفضت تكلفة التمويل الكلية الى (٢٧٪) ويعود السبب الى انخفاض ارباح الشركة من (٨٤٠,٩١٢,٤٥٧) دينار سنة ٢٠١٩ الى (١٩,٧٧٤,٤٣١) دينار، فضلاً عن ان سنة ٢٠٢١ قد قصرت دورة التحول النقدي وارتفع معها تكلفة التمويل الكلية الى (٩٢٪) بسبب تدهور ربحية الشركة .

(٦) تقييم كفاءة ادارة الشركة لدورها النقدي

بناءً على ما سبق فإن إدارة شركة الكندي لانتاج اللقاحات والادوية البيطرية قد كانت متشددة نوعاً ما في بداية المدة عينة الدراسة في تحصيل قيمة مستحققاتها من المدينون في المدد المبينة اعلاه التي تساوي او تتجاوز ٩ اشهر، ثم اخذت تتساهل معهم في التحصيل الى مدة ٤ سنوات في نهاية المدة عينة الدراسة، ما يعد اداء غير مقبول في تحصيل قيمة مقبوضاتها، وبالمقابل فيعد ان كانت الشركة تبطأ في تسديد قيمة مدفوعاتها للدائنون في مدة تساوي او تتجاوز ٥ اشهر في بداية المدة عينة الدراسة، ثم اخذت الشركة تسرع في التسديد خلال اقل من ٤ اشهر في نهاية المدة عينة الدراسة، وهذا اداء غير مقبول، الا انه رغم سوء الادارة للدورة النقدية، الا ان الشركة استغلت جزء من احتياطي السيولة لديها الامر الذي اثر على نسبه قليلاً في تخفيض ورفع تكلفة التمويل الكلية، لذلك نقبل الفرضية المالية العدمية التي تنص على (لا تساهم كفاءة ادارة الشركة لدورة التحول النقدي طردياً في شركة الكندي لانتاج اللقاحات والادوية البيطرية في تخفيض تكلفة التمويل الكلية).

ثانياً : ومن اجل اثبات نتائج التحليل المالي احصائياً تم اتباع ما يلي

١. الاختبارات التمهيدية

يسبق اجراء اختبار الانحدار الخطي المتعدد اجتياز البعض من الاختبارات الاحصائية، وذلك من أجل التأكد من سلامة النتائج التي سيتحصل عليها من اختبار الانحدار الخطي المتعدد، وهي كما يأتي:

أ. **اختبارات التوزيع الطبيعي:** قبل البدء بإجراء بيان تأثير العوامل المؤثرة في تكلفة التمويل الكلية في شركة الكندي للفترة (٢٠١٢-٢٠٢١)، كان لزاماً إخضاع متغيرات نموذج التقدير إلى اختبارات التوزيع الطبيعي المتمثلة بـ (Kolmogorov-Smirnov) و (Ryan-Joiner) و (Anderson-Darling)، وتبين بعد ذلك أن هذه المتغيرات

كانت قد اجتازت بنجاح الاختبارات الثلاثة من دون التعثر في أحدها، إذ كانت القيمة المحتسبة لهذا الاختبار (P-Value) أعلى من "٠,٠٥"، لذلك سيتم تباعاً إجراء باقي الاختبارات، وكانت نتائج الاختبار كما موضحة في الجدول (٣):

الجدول (٣): اختبارات التوزيع الطبيعي للعوامل المؤثرة في تكلفة التمويل الكلية في شركة الكندي لانتاج اللقاحات والادوية البيطرية عينة الدراسة للفترة (٢٠٢١-٢٠٢٢)

Y	Kolmogorov-Smirnov P-Value=0.100	Ryan-Joiner P-Value=0.110	Anderson-Darling P-Value=0.110
X1	Kolmogorov-Smirnov P-Value=0.100	Ryan-Joiner P-Value=0.110	Anderson-Darling P-Value=0.110
X2	Kolmogorov-Smirnov P-Value=0.100	Ryan-Joiner P-Value=0.110	Anderson-Darling P-Value=0.110
X3	Kolmogorov-Smirnov P-Value=0.100	Ryan-Joiner P-Value=0.110	Anderson-Darling P-Value=0.110
X4	Kolmogorov-Smirnov P-Value=0.150	Ryan-Joiner P-Value=0.110	Anderson-Darling P-Value=0.150
X5	Kolmogorov-Smirnov P-Value=0.100	Ryan-Joiner P-Value=0.110	Anderson-Darling P-Value=0.110
X6	Kolmogorov-Smirnov P-Value=0.100	Ryan-Joiner P-Value=0.110	Anderson-Darling P-Value=0.110
X7	Kolmogorov-Smirnov P-Value=0.300	Ryan-Joiner P-Value=0.110	Anderson-Darling P-Value=0.110
X8	Kolmogorov-Smirnov P-Value=0.100	Ryan-Joiner P-Value=0.110	Anderson-Darling P-Value=0.110

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات الحاسب الالكتروني

ب. اختبار استقرارية السلاسل المقطعية : تفترض السلاسل المقطعية أنها سلاسل ساكنة أو مستقرة في بياناتها التي في حال انتقاء الاستقرار من بياناتها أو غيابها فإن نتائج الانحدار الخطي المتعدد الذي يتم الحصول عليها هو انحدار زائف ونتائج مشوشة، ولقد تم استخدام اختبار ليفن و لن (Levin&Lin) الذي عادةً ما يُشار إليه اختصاراً بـ(LL) في الكشف عن استقرار السلاسل الزمنية لمتغيرات النموذج، وفي هذا الاختبار يتم افتراض فرضيتين، الأولى العدمية التي تنص على أن (بيانات السلسلة المقطعية غير مستقرة) والعكس منها الفرضية البديلة، إذ ترفض فرضية العدم حال عدم وجود استقراريه في بيانات السلسلة المقطعية عندما تكون قيمة (Probability) المحتسبة أقل من (٠,٠٥)، ويتم القبول بالفرضية البديلة التي تؤكد على استقراريه بيانات السلسلة المقطعية، وكما هو موضح في الجدول (٣).

الجدول (٤): نتائج اختبار (Levin & Lin) لبيان استقرارية البيانات المقطعية في شركة الكندي لانتاج اللقاحات والادوية البيطرية عينة الدراسة

Variable	Level			First Difference		
	statistics	Result	Prob	statistics	Result	Prob
y	-5.51517	II	0.0000	***	***	***
X1	-2.56003	II	0.0052	***	***	***
X2	-18.0791	II	0.0000	***	***	***
X3	-6.57053	II	0.0000	***	***	***
X4	-3.74707	II	0.0000	***	***	***
X5	-3.68730	II	0.0001	***	***	***
X6	-4.61885	II	0.0000	***	***	***
X7	-2.83794	II	0.0023	***	***	***
X8	-12.3922	II	0.0000	***	***	***

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews 12

تشير نتائج اختبارات استقراريه البيانات المقطعية للشركة المبينة في الجدول (٤) إلى رفض فرضية العدم التي تبين وجود جذر الوحدة في هذه البيانات والتي تنص على (بيانات السلسلة المقطعية غير مستقرة)، والقبول بالفرضية البديلة التي تبين غياب جذر الوحدة منها ووجود السكون في كل المتغيرات المعتمدة في الانموذج والتي تنص على (بيانات السلسلة المقطعية مستقرة)، أي أنها مستقرة عند المستوى (Level) وبوجود ثابت (Individual Intercept) وذلك لأن قيمة الاحتمالات (Probability) جميعاً أقل من (٠,٠٥).

ج. اختبار عدم تجانس التباين: بموجب اختبار (LM.test.Breusch-Pagen) فقد تأكد غياب مشكلة عدم تجانس التباين من نموذج التقدير، وأن هذا الاختبار قائم على تربيع البواقي التي تم الحصول عليها بعد تقدير نموذج الانحدار وعمل انحدار مساعد ثانٍ بها مع بقاء جميع المتغيرات التوضيحية نفسها في الاختبارين، ومنه يتم الحصول على قيمة معامل

التحديد (R2) الذي يتم ضربه في عدد المشاهدات (N)، ومن ثم نحصل على قيمة (LM) وأن هذه القيمة تساوي (LM=NR2) التي يتم مقارنتها مع القيمة الجدولية لإختبار مربع كاي وبدرجة حرية (P-1) وبمستويات معنوية مختلفة، وعندما تكون قيمة (LM) أصغر من القيمة الجدولية لإختبار مربع كاي، فهذا يعني قبول فرضية العدم التي تنص على (عدم وجود مشكلة عدم تجانس التباين) ورفض الفرضية البديلة، وكما هو موضح في الجدول (٥):

الجدول (٥): اختبار (Breusch-Pagen) لبيانات في شركة الكندي لإنتاج اللقاحات والادوية البيطرية عينة الدراسة

قيمة LM	1%	5%	10%
13.00	76.15	67.50	63.17
النتيجة	التباين متجانس	التباين متجانس	التباين متجانس

الجدول: من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات الحاسب الالكتروني

ثانياً: اختبار العلاقة السببية بين متغيرات النموذج باستعمال سببية جرانجر لشركة الكندي لإنتاج اللقاحات والادوية البيطرية

يبين الجدول (٦) نتائج اختبار العلاقة السببية بين متغيرات النموذج لشركة الكندي الصناعية باستخدام طريقة (جرانجر) في اختبار العلاقة السببية، إذ تخطت وتثبت من عدمه من خلال الفرضيتين، الاولى العدمية التي تنص على انه (لا يوجد علاقة سببية بين المتغيرات المدروسة)، على العكس منه الفرضية البديلة.

الجدول (٦): اختبار العلاقة السببية بين متغيرات المستقلة والتابعة في شركة الكندي لإنتاج اللقاحات والادوية البيطرية عينة الدراسة للفترة (٢٠١٢-٢٠٢١)

الاتجاه السببية	إحصائية F	الاحتمالية Prob.	القرار الاحصائي
X1 → Y	٢,١٦١٦٢	٠,٠١٣٠	رفض H0
Y → X1	٢,٣٤١٧٦	٠,٠١١١	رفض H0
X2 → Y	١,١٢٥٨٢	٠,٠٣٣٥	رفض H0
Y → X2	٠,٦١٤١٤	٠,٠٤٤٦	رفض H0
X3 → Y	٢,٢٧٧٠٩	٠,٠١١٧	رفض H0
Y → X3	٤,٢٣٦٦٨	٠,٠٠٢٢	رفض H0
X4 → Y	٣,٠٢٩٥٦	٠,٠٠٦١	رفض H0
Y → X4	٠,٠٥٤٠٢	٠,٠٤٤٧	رفض H0
X5 → Y	٣,٥١٥٢٥	٠,٠٤٠٦	رفض H0
Y → X5	٠,٦٦٨٥٣	٠,٠٤٩٠	رفض H0
X٦ → Y	٠,٠٣٩٥٢	٠,٠٥٠٠	رفض H0
Y → X٦	٠,٠٧٢٣٥	٠,٠٤١٢	رفض H0
X٧ → Y	٤,٢٧٧٨٨	٠,٠٢١٨	رفض H0
Y → X٧	١,٣٥١٣٣	٠,٠٢٧٢	رفض H0
X٨ → Y	١,١٠٧٦٥	٠,٠٣٤١	رفض H0
Y → X٨	٠,٩٥٠٠٦	٠,٠٣٩٦	رفض H0

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews 12

يبين الجدول (٦) وجود علاقة سببية بين المتغيرات المستقلة (X8,X7,X6,X5,X4,X3,X2,X1) والمتغير المعتمد (Y) باتجاهين، الاتجاه الاول تأثير المتغيرات المستقلة اعلاه التي بلغت قيمتها على التوالي (٠,٠١١٧، ٠,٠٣٣٥، ٠,٠١٣٠، ٠,٠٠٦١، ٠,٠٤٠٦، ٠,٠٥٠٠، ٠,٠٢١٨، ٠,٠٣٤١)، في المتغير المعتمد (Y)، والاتجاه الثاني تأثير المتغير المعتمد (Y) الذي بلغت قيمته على التوالي (٠,٠١١١، ٠,٠٤٤٦، ٠,٠٠٢٢، ٠,٠٤٤٧، ٠,٠٤٩٠، ٠,٠٤١٢، ٠,٠٢٧٢، ٠,٠٣٩٦) في المتغيرات المستقلة التي ظهرت جميعها اقل من (٠,٠٥) في كلا الاتجاهين، وبناء على تلك النتائج فانه يمكن رفض الفرضية العدمية التي تنص على انه (لا يوجد علاقة سببية بين المتغيرات المدروسة) وقبول الفرضية البديلة التي تنص على انه (يوجد علاقة سببية بين المتغيرات المدروسة)، وان اي تغير في احدها يؤثر في متغيرات دورة التحول النقدي وتكلفة التمويل الكلية.

ثالثاً: تقدير نماذج الانحدار الخطي المتعدد لشركة الكندي لإنتاج اللقاحات والادوية البيطرية عينة الدراسة

بعد تحديد نموذج التقدير بمتغيراته المعتمدة في التحليل والنجاح في اجتياز اختبارات استقراره السلاسل المقطعية وتجانس التباين، فقد تم اخضاع هذه المتغيرات للقياس التجريبي المتمثل (الانحدار الخطي المتعدد) من خلال استخدام النماذج (الطريقة العادية، طريقة الأثر العشوائية، طريقة الحد الثابت)، وبعد استخدام اختبار هوسمان (Hausman.Test) اتضح من خلال المعطيات الإحصائية أن نموذج تقدير الحد الثابت هو الأفضل، إذ تشير نتائج التقدير لهذا النموذج في الجدول (٧) إلى أن نحو (٨٤,٣٪) من التغيرات الحاصلة في أنموذج تقدير تأثير العوامل المؤثرة في تكلفة التمويل الكلية في العراق تعود إلى المتغيرات المستقلة الثمانية

الواردة في القياس، أما القيمة المتبقية (١٥,٧٪) فإنها تعود إلى تأثير عوامل أخرى غير داخلية في التقدير يُطلق عليها عادةً بمتغير حد الخطأ العشوائي، وأن القيمة المحتسبة لاختبار (F) البالغة (١٦,٦١٦٨٠) وهي أكبر من نظيرتها المحتسبة (٢,١٨) تظهر معنوية النموذج عند مستوى معنوية (٥٪) ودرجات حرية (٨-٤١)، إلا أن قيمة اختبار (DW) المحتسبة لا تؤكد وفي الوقت نفسه لا تنفي خلو النموذج من مشكلة الارتباط الذاتي بين قيم متغير حد الخطأ العشوائي، وذلك لوقوع هذه القيمة (٢,٥٤٤٨٦٣) في منطقة عدم التأكد السالبة التي يكون القرار الإحصائي فيها غير محسوم لصالح غياب أو وجود مشكلة الارتباط الذاتي.

(الجدول (٧): قيم معاملات الانحدار لنموذج التقدير الحد الثابت في شركة الكندي لإنتاج الفلاحات والادوية البيطرية للمدة ٢٠٢١-٢٠١٢

Dependent Variable: Y
Method: Panel Least Squares
Date: 06/16/23 Time: 23:05
Sample: 2012 2021
Periods included: 10
Cross-sections included: 5
Total panel (balanced) observations: 50

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	4.192680	4.192680	1.000000	0.2496
X1	0.774359	0.283820	2.728345	0.0093
X2	1.940779	1.357666	1.429496	0.0000
X3	897.1950	447.6950	2.004031	0.0190
X4	897.1800	367.2640	2.442874	0.0120
X5	430.9310	113.1950	3.806979	0.0043
X6	-466.2400	125.2147	-3.723524	0.0468
X7	466.2500	130.2152	3.580611	0.0442
X8	-8.670115	3.603991	-2.405698	0.0481

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

Root MSE	7.204008	R-squared	0.843487
Mean dependent var	9.829360	Adjusted R-squared	0.792726
S.D. dependent var	18.39439	S.E. of regression	8.374489
Akaike info criterion	7.307152	Sum squared resid	2594.886
Schwarz criterion	7.804278	Log likelihood	-169.6788
Hannan-Quinn criter.	7.496461	F-statistic	16.61680
Durbin-Watson stat	2.544863	Prob(F-statistic)	0.000000

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews 12

١. تبين نتائج الاختبار إن متغير نسبة التداول (X1) كان على علاقة طردية مع تكلفة التمويل الكلية خلال المدة ٢٠٢١-٢٠١٢، فهي تفسر أن تغيراً في نسبة التداول بمقدار وحدة واحدة مع ثبات العوامل الأخرى أدى إلى تغير مقابل في تكلفة التمويل الكلية بمقدار (٢,٧٢٨٣٤٥) وحدة، وارتفاع نسبة السيولة لدى الشركة عينة الدراسة قاد إلى زيادة تكلفة التمويل الكلية الذي تأثرت شدته بدرجة استغلال جزء من تلك السيولة في تمويل الاحتياجات التمويلية، الأمر الذي زاد من درجة الاعتماد على مصادر التمويل الأخرى (أرباح محتجزة، اسهم عادية... الخ).
٢. تبين نتائج الاختبار إن متغير النسبة السريعة (X2) كانت على علاقة طردية مع تكلفة التمويل الكلية خلال المدة ٢٠١٢-٢٠٢١، فهي تفسر أن تغيراً في النسبة السريعة بمقدار وحدة واحدة مع ثبات العوامل الأخرى أدى إلى تغير مقابل في تكلفة التمويل الكلية بمقدار (١,٤٢٩٤٩٦) وحدة. وإن السيولة المشار إليها هي النقدية الفائضة ما عدا المخزون، وارتفاعها في شركة الكندي عينة الدراسة، قاد إلى زيادة تكلفة التمويل الكلية الذي تأثرت شدته بدرجة استغلال جزء من تلك السيولة في تمويل الاحتياجات التمويلية، الأمر الذي زاد من درجة الاعتماد على مصادر التمويل الأخرى (أرباح محتجزة، اسهم عادية... الخ).
٣. تبين نتائج الاختبار إن متغير فترة تحول الحسابات المدينة (X3) كان على علاقة طردية مع تكلفة التمويل الكلية خلال المدة ٢٠١٢-٢٠٢١، فهي تعني أن تغيراً في فترة تحول الحسابات المدينة بمقدار وحدة واحدة مع ثبات العوامل الأخرى أدى إلى تغير مقابل في تكلفة التمويل الكلية بمقدار (٢,٠٠٤٠٣١) وحدة، وإن زيادة عدد أيام تحصيل الحسابات المدينة التي تعد قيمة مبيعاتها الأجلة من قبل الشركة عينة الدراسة، ساهم في تخفيض نسب السيولة، التي بدورها قادت إلى زيادة تكلفة التمويل الكلية الذي تأثرت شدته بارتفاعه بدرجة استغلال جزء من تلك السيولة في تمويل الاحتياجات التمويلية، الأمر الذي زاد من درجة الاعتماد على مصادر التمويل الأخرى (أرباح محتجزة، اسهم عادية... الخ).
٤. تبين نتائج الاختبار إن متغير فترة المخزون (X4) كان على علاقة طردية مع تكلفة التمويل الكلية خلال المدة ٢٠١٢-٢٠٢١، فهي تعني أن تغيراً في فترة المخزون بمقدار وحدة واحدة مع ثبات العوامل الأخرى أدى إلى تغير مقابل في تكلفة التمويل الكلية بمقدار (٢,٤٤٢٨٧٤) وحدة. وإن زيادة عدد أيام تصفية المخزون لتحويله إلى نقدية من قبل الشركة عينة الدراسة، ساهم في تخفيض نسب السيولة، التي بدورها ساهمت في زيادة تكلفة التمويل الكلية الذي تأثرت شدته بارتفاعه على درجة استغلال تلك السيولة في تمويل الاحتياجات التمويلية، الأمر الذي أثر في درجة الاعتماد على مصادر التمويل الأخرى (أرباح محتجزة، اسهم عادية... الخ).
٥. تبين نتائج الاختبار إن متغير فترة تحصيل المقبوضات (X5) كان على علاقة طردية مع تكلفة التمويل الكلية خلال المدة ٢٠١٢-٢٠٢١، فهي تعني أن تغيراً في فترة تحصيل المقبوضات بمقدار وحدة واحدة مع ثبات العوامل الأخرى أدى إلى تغير

مقابل في تكلفة التمويل الكلية بمقدار (٣,٨٠٦٩٧٩) وحدة، و ان زيادة عدد ايام تحصيل المقبوضات مضافاً اليها عدد ايام تصفية المخزون وتحويله الى نقدية من قبل الشركة عينة الدراسة، ساهم في تخفيض نسب السيولة، التي قادت بدورها الى زيادة تكلفة التمويل الكلية الذي تأثرت شدة ارتفاعه على بدرجة استغلال تلك السيولة في تمويل الاحتياجات التمويلية، الامر الذي زاد من درجة الاعتماد على مصادر التمويل الاخرى (ارباح محتجزة، اسهم عادية...الخ).

٦. تبين نتائج الاختبار ان متغير تأجيل المدفوعات (X6) كان على علاقة عكسية مع تكلفة التمويل الكلية خلال المدة ٢٠١٢-٢٠٢١، فهي تعني أن تغيراً في فترة تأجيل المدفوعات بمقدار وحدة واحدة مع ثبات العوامل الأخرى أدى إلى تغير معاكس في تكلفة التمويل الكلية بمقدار (٣,٧٢٣٥٢٤) وحدة. و ان انخفاض عدد ايام تأجيل المدفوعات للدائنين من قبل الشركة عينة الدراسة ساهم في زيادة نسب السيولة، التي قادت بدورها في زيادة تكلفة التمويل الكلية الذي تأثرت شدة بدرجة استغلال جزء من تلك السيولة في تمويل الاحتياجات التمويلية، بسبب الاعتماد على مصادر التمويل الاخرى بشكل اكثر ك(ارباح محتجزة، اسهم عادية...الخ).

٧. تبين نتائج الاختبار ان متغير صافي عدد ايام دورة التحول النقدي (X7) كانت سالبة، اي انها تشير الى وجود علاقة طردية مع تكلفة التمويل الكلية خلال المدة ٢٠١٢-٢٠٢١، فهي تعني أن تغيراً في صافي عدد ايام دورة التحول النقدي السالبة بمقدار وحدة واحدة مع ثبات العوامل الأخرى أدى إلى تغير مقابل في تكلفة التمويل الكلية بمقدار (٣,٥٨٠٦١١) وحدة. أي ان الدورة السالبة في الشركة عينة الدراسة تفسر وجود بطأ في تحصيل مقبوضاتها وسرعة في تسديد مدفوعاتها مما خلق فجوة سالبة خفضت من نسب السيولة لديها، التي قادت بدورها الى زيادة تكلفة التمويل الكلية، سبب لجوء الشركة الى الاعتماد على مصادر التمويل الاخرى البديلة للسيولة ك(الاسهم العادية والارباح المحتجزة).

٨. تبين نتائج الاختبار ان متغير احتياطي السيولة (X8) كان على علاقة عكسية مع تكلفة التمويل الكلية خلال المدة ٢٠١٢-٢٠٢١، فهي تعني أن تغيراً في احتياطي السيولة بمقدار وحدة واحدة مع ثبات العوامل الأخرى أدى إلى تغير معاكس في تكلفة التمويل الكلية بمقدار (٢,٤٠٥٦٩٨) وحدة، وان انخفاض نسب احتياطي السيولة أدى الى زيادة تكلفة التمويل الكلية، وان وجود فجوة سالبة للدورة النقدية اشر على عدم قدرة الشركة في رد وزيادة نسب السيولة لديها، فضلاً عن وجود سيولة اعلى من المعيار الصناعي فسر عدم استغلالها بشكل جيد من قبلها، والذي قاد بدوره الى زيادة تكلفة التمويل الكلية بسبب اعتمادها على مصادر التمويل الاخرى ك(الارباح محتجزة، وزيادة الاسهم العادية).

وبالتالي وبناء على التحليل الاحصائي اعلاه تم قبول الفرضية الاحصائية العدمية التي تنص على انه (ليس هنالك تأثير ايجابي ذو دلالة احصائية لدورة التحول النقدي على تكلفة التمويل الكلية لشركة الكندي لانتاج اللقاحات والادوية البيطرية عينة الدراسة) ورفض الفرضية البديلة التي تنص على انه (هنالك تأثير ايجابي ذو دلالة احصائية لدورة التحول النقدي على تكلفة التمويل الكلية لشركة الكندي لانتاج اللقاحات والادوية البيطرية عينة الدراسة).

رابعاً: مناقشة النتائج

١. توجد علاقة طردية بين نسب السيولة وبين عملية التشدد والتساهل من قبل ادارة الشركة مع المدينون، وعكسية مع الدائنين.
٢. توجد علاقة طردية بين نسب السيولة ومعدلات الدوران للمقبوضات والمخزون.
٣. توجد علاقة عكسية بين نسب السيولة ومعدل دوران المدفوعات.
٤. توجد علاقة طردية بين صافي عدد ايام دورة التحول النقدي الموجبة واحتياطي السيولة.
٥. توجد علاقة عكسية بين صافي عدد ايام دورة التحول النقدي السالبة واحتياطي السيولة.
٦. توجد علاقة عكسية بين احتياطي السيولة وتكلفة التمويل الكلية .
٧. كان اداء شركة الكندي لانتاج اللقاحات والادوية البيطرية غير جيد بشكل عام بسبب دورتها النقدية السالبة (التحصيل من المدينون ابطأ من التسديد للدائنين).
٨. اثبت اختبارات التوزيع الطبيعي ان البيانات المقطعية للشركة موزعة توزيعاً طبيعياً.
٩. اثبت اختبار (Levin&Lin) ان البيانات المقطعية للشركة انها مستقرة .
١٠. اثبت اختبار (LM.test.Breusch-Pagen) ان البيانات المقطعية للشركة لها تباين متجانس.
١١. اثبت اختبار (granger.causality.test) وجود علاقة سببية ثنائية الاتجاه بين المتغيرات المستقلة (X1,X2,X3,X4,X5,X6,X7,X8) والمتغير المعتمد (Y) باتجاهين للشركة.
١٢. تم اخضاع البيانات المقطعية للشركة لاختبار (Hausman Test) للتقدير بواسطة حزم البيانات المقطعية (Common Constant) و (Fixed Effects) و (random effects) تبين ان نموذج تقدير الحد الثابت (Fixed Effects) هو الافضل من بين نماذج التقدير الاخرى الذي بلغت قيمة (F) لنموذج الحد الثابت (٣,٨٤) %.
١٣. بينت نتائج الاختبار لمتغير نسبة السيولة للشركة ان العلاقة الطردية بين متغيري نسبة السيولة والنسبة السريعة المستقلان (X1,X2) ومتغير تكلفة التمويل الكلية المعتمد (Y) تساهم في رفع تكلفة التمويل الكلية بارتفاعها، والعكس صحيح.
١٤. بينت نتائج الاختبارات لمتغير نسبة السيولة للشركة ان العلاقة الطردية بين متغير فترة تحول الحسابات المدينة المستقل (X3) ومتغير تكلفة التمويل الكلية المعتمد (Y) تساهم في رفع تكلفة التمويل الكلية بارتفاعها بسبب تساهل الشركات في تحصيلها، والعكس صحيح بانخفاضها.

١٥. بينت نتائج الاختبارات لمتغير نسبة السيولة للشركة ان العلاقة الطردية بين متغير فترة تحول المخزون المستقل (X4) ومتغير تكلفة التمويل الكلية المعتمد (Y) تساهم في رفع تكلفة التمويل الكلية بارتفاعها، والعكس صحيح بانخفاضها.
١٦. بينت نتائج الاختبارات لمتغير نسبة السيولة للشركة ان العلاقة الطردية بين متغير فترة تحصيل المقبوضات المستقل (X5) ومتغير تكلفة التمويل الكلية المعتمد (Y) تساهم في رفع تكلفة التمويل الكلية بارتفاعها بسبب تساهل الشركات، والعكس صحيح بانخفاضها.
١٧. بينت نتائج الاختبارات لمتغير نسبة السيولة للشركة ان العلاقة عكسية بين متغير تأجيل المدفوعات المستقل (X6) ومتغير تكلفة التمويل الكلية المعتمد (Y) تساهم في رفع تكلفة التمويل الكلية بانخفاضها بسبب عدم الضغط على الموردين، والعكس صحيح بانخفاضها.
١٨. بينت نتائج الاختبار لمتغير نسبة السيولة للشركة ان العلاقة عكسية بين متغير صافي ايام دورة التحول النقدي السالبة المستقل (X7) ومتغير تكلفة التمويل الكلية المعتمد (Y) تساهم في رفع تكلفة التمويل الكلية بارتفاعها بسبب بطيء الشركات في التحصيل من المدينون والسرعة في التسديد للدائون، والعكس صحيح بانخفاضها.
١٩. بينت نتائج الاختبارات لمتغير نسبة السيولة للشركة ان العلاقة عكسية بين متغير صافي ايام دورة التحول النقدي الموجبة المستقل (X7) ومتغير تكلفة التمويل الكلية المعتمد (Y) تساهم في رفع تكلفة التمويل الكلية بانخفاضها بسبب بطيء الشركات في التحصيل من المدينون والسرعة في التسديد للدائون، والعكس صحيح بارتفاعها.
٢٠. بينت نتائج الاختبارات لمتغير نسبة السيولة للشركة ان العلاقة عكسية بين متغير احتياطي السيولة المستقل (X8) ومتغير تكلفة التمويل الكلية المعتمد (Y) تساهم في رفع تكلفة التمويل الكلية بارتفاعها بسبب عدم استغلال الشركات للسيولة الموفرة من دورة التحول النقدي في التمويل، والعكس صحيح بانخفاضها.
٢١. بينت نتائج التحليل الاحصائي للشركة انه تم قبول الفرضية الاحصائية العدمية التي تنص على انه (ليس هنالك تأثير ايجابي ذو دلالة احصائية للدورة النقدية على تكلفة التمويل الكلية للشركات الصناعية العراقية)، بسبب سوء ادارة النقدية للشركات الصناعية العراقية على مستوى النموذج ككل.

الاستنتاجات والمقترحات

أولاً: الاستنتاجات

١. تساهم عملية الادارة الجيدة لدورة التحول النقدي في توفير السيولة التي يمكنها من استغلالها في تمويل بعض الاحتياجات المالية قصيرة الاجل، والاستغناء عن مصادر التمويل الاخرى. والعكس صحيح.
٢. تساعد عملية التشدد من قبل ادارة الشركة مع المدينون في التسريع للمقبوضات النقدية لتوفير السيولة لغرض استغلالها في تمويل احتياجاتها قصيرة الاجل، والعكس صحيح.
٣. تساعد عملية التشدد من قبل ادارة الشركة مع الدائون في الابطاء للمدفوعات النقدية لتوفير السيولة لغرض استغلالها في تمويل احتياجاتها قصيرة الاجل، والعكس صحيح.
٤. تساعد عملية التشدد مع المدينون والدائون من قبل ادارة الشركة في تحقيق دورة نقدية موجبة (عدد ايام تحصيل المقبوضات أسرع من عدد ايام تسديد المدفوعات) وتوفير السيولة النقدية لها وامكانية استغلالها في تمويل احتياجاتها التمويلية قصيرة الاجل، والعكس صحيح.
٥. يساعد استغلال السيولة الموفرة من دورة التحول النقدي في التقليل من تكاليف التمويل.

ثانياً: المقترحات

١. توعية ادارة شركة الكندي لانتاج اللقاحات والادوية البيطرية باهمية استغلال دوراتها النقدية بالشكل الامثل ما يساهم في تخفيض من تكلفة التمويل الكلية.
٢. حث شركة الكندي لانتاج اللقاحات والادوية البيطرية على تسريع تحصيل قيمة مقبوضاتها من المدينون من اجل استغلالها في تخفيض من كلفة التمويل الكلية.
٣. حث شركة الكندي لانتاج اللقاحات والادوية البيطرية على الابطاء لتسديد قيمة مدفوعاتها للدائون من اجل استغلالها في تخفيض من كلفة التمويل الكلية.
٤. في حال التزمت شركة الكندي لانتاج اللقاحات والادوية البيطرية بالنقاط (١ و ٢ و ٣) اعلاه فانها سوف تحسن من دورة التحول النقدي السالبة وتحولها لدورة تحول نقدي موجبة، الامر الذي يخفض من كلف التمويل الكلية.

المصادر

أولاً : المواقع الرسمية

١. سوق العراق للاوراق المالية، <http://www.isx-iq.net>.

ثانياً: المصادر العربية

١. ال علي، علي جاسم محمد علي، ٢٠٢١، تحليل العلاقة بين التدفق النقدي ودورة التحول النقدي وأثرهما في قيمة المنشأة دراسة تطبيقية لعينة من الشركات الصناعية في الاسواق العراقية للأوراق المالية، سالة ماجستير، كلية الادارة والاقتصاد، جامعة كربلاء، العراق.

٢. الاغا، بسام محمد، ٢٠٠٥، اثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار دراسة تطبيقية على شركات المساهمة العامة العاملة بفلسطين، رسالة غير منشورة، جزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في ادارة الاعمال، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، فلسطين.
٣. الترك، هنا جبر عادل، ٢٠١٦، دور استخدام السجما ستة على كفاءة ادارة رأس المال العامل، دراسة ميدانية على الشركات المدرجة في البورصة، فلسطين، جامعة غزة الإسلامية فلسطين.
٤. الشيخ، فهمي مصطفى، ٢٠٠٨، التحليل المالي، ط ١، رام الله، فلسطين.
٥. الصقال، معزز احمد هاشم، ٢٠١٩، هيكل التمويل وانعكاسه على القيمة السوقية بإطار تكلفة التمويل، دراسة تطبيقية لعينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، رسالة ماجستير، الجامعة العراقية، كلية الإدارة والاقتصاد، قسم ادارة الاعمال، العراق .
٦. الطويل، عمار اكرم عمر، ٢٠٠٨، مدى اعتماد المصارف على التحليل المالي للتنبؤ بالتعثر، دراسة تطبيقية على المصارف التجارية الوطنية في قطاع غزة، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة غزة الإسلامية، فلسطين.
٧. العامري، علي ابراهيم، ٢٠١٣، الادارة المالية الحديثة، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الاردن.
٨. العامري، محمد علي ابراهيم، ٢٠٠١، الادارة المالية، دار ابن الاثير للطباعة والنشر الموصل، العراق.
٩. العلي، أسعد حميد، ٢٠١٠، الادارة المالية الأسس العلمية والتطبيقية، دار وائل للنشر، عمان، الاردن.
١٠. الكحلوت، خالد محمود، ٢٠٠٥، مدى اعتماد المصارف التجارية على التحليل المالي في ترشيد القرارات الائتمانية، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة غزة الإسلامية، فلسطين .
١١. اللحام، محمود عزت ونور، محمود ابراهيم نور و كافي مصطفى يوسف و القضاة، أنس، ٢٠١٤، علي، الإدارة المالية المعاصرة، ط ١، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، الأردن.
١٢. النعيمي، عدنان تايه والساقى، مهدي سعدون وسلام، اسامة عزمي وشقيري و نوري موسى، ٢٠١١، الادارة المالية النظرية والتطبيق، الطبعة الأولى، دار المبصرة للنشر والتوزيع والطباعة.
١٣. أندراوس، عاطف ولیم، ٢٠٠٦، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، مصر.
١٤. بهنوس حلیمه & عثمانی شهناز (٢٠٢١) " أثر تكلفة التمويل على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية / دراسة حالة مجمع صيدال خلال الفترة ٢٠٠٢ - ٢٠٢٠ " رسالة ماجستير . كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير . قسم علوم التسيير . جامعة ٨ ماي ١٩٤٥ قالمة . الجزائر.
١٥. بو حادرة، عبد الكريم بوحادرة، ٢٠١١، أثر إختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة (دور سياسة توزيعات الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم دراسة حالة)، رسالة ماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر.
١٦. بوساحة، فائزة فوزيل، ٢٠١٢، العلاقة بين دورة التحويل النقدي والربحية، والسيولة ورأس المال العامل دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي، رسالة ماجستير، جامعة اليرموك، كلية الاقتصاد والعلوم الادارية، قسم علوم مالية مصرفية، الاردن .
١٧. حمزة، غربي و عيسى، بدروني، ٢٠١٩، العوامل المحددة لحساب تكلفة رأس المال في المؤسسة، جلة الحوكمة، المسؤولية الاجتماعية والتنمية المستدامة، المجلد (١)، العدد (٢)، جامعة المسيلة، الجزائر.
١٨. خربوش واخرون ، حسني علي وجودة، محفوظ احمد و ارشد، عبد المعطي ، (١٩٩٩) "الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق"، دار زهران للنشر ، عمان، الاردن.
١٩. سليحات , زاهر عبد الفتاح , ٢٠٢١، أثر دورة التحويل النقدي والتشغيلي ودوران رأس المال العامل على الأداء التشغيل دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للفترة ٢٠١٢ – ٢٠١٩، مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية ، مجلة ٢٩، العدد ٤، ٢٠٢١ , جامعة الطقيلة التقنية , الاردن.
٢٠. طويرش، عبدالله عويد، ٢٠١٨، رأس المال العامل واثره على ربحية دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية الاردنية " مجلة العربية للإدارة (مج38)، ٢٤. جامعة الحدود الشمالية السعودية.
٢١. عقل، مفاح محمد، ٢٠٠٨، مقدمة في الادارة المالية، ط١، مكتبة المجمع العربي للنشر والتوزيع الاردن.
٢٢. كويل، برايان كويل، ٢٠٠٦، هيكل رأس مال الشركات، ط ١، ترجمة دار الفاروق، دار الفاروق للنشر، الأردن.
٢٣. نهال فريد مصطفى، ٢٠٠٣، مبادئ وأساسيات الإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة للنشر، مصر.

ثالثاً: المصادر العربية المترجمة

1. Akl, Mufleh Muhammad, 2008, Introduction to Financial Management, 1st edition, Library of the Arab Society for Publishing and Distribution, Jordan.
2. Al Ali, Ali Jassim Muhammad Ali, 2021, Analysis of the relationship between cash flow and the cash conversion cycle and their impact on the value of the enterprise, an applied study of a sample of industrial companies in the Iraqi stock markets, Master's thesis, College of Administration and Economics, University of Karbala, Iraq.
3. Al-Agha, Bassam Muhammad, 2005, The effect of financial leverage and financing costs on the rate of return on investment, an applied study on public joint-stock companies operating in Palestine, unpublished thesis, part of the requirements for obtaining a Master's degree in Business Administration, College of Commerce, Islamic University, Palestine.
4. Al-Ali, Asaad Hamid, 2010, Financial Management, Scientific and Applied Foundations, Wael Publishing House, Amman, Jordan.
5. Al-Amiri, Ali Ibrahim, 2013, Modern Financial Management, first edition, Dar Wael for Publishing and Distribution, Amman, Jordan.
6. Al-Amiri, Muhammad Ali Ibrahim, 2001, Financial Management, Dar Ibn Al-Atheer for Printing and Publishing, Mosul, Iraq.
7. Al-Kahlut, Khaled Mahmoud, 2005, The extent to which commercial banks rely on financial analysis to rationalize credit decisions, unpublished master's thesis, Gaza Al-Salamiya University, Palestine.
8. Al-Lahham, Mahmoud Ezzat and Nour, Mahmoud Ibrahim Nour and Kafi Mustafa Youssef, and Al-Qudah, Anas, 2014, Ali, Contemporary Financial Management, 1st edition, Arab Society Library for Publishing and Distribution, Jordan.
9. Al-Nuaimi, Adnan Tayeh, Al-Saqi, Mahdi Saadoun, Salam, Osama Azmi, Shaqiri, and Nouri Musa, 2011, Financial Management Theory and Practice, first edition, Dar Al-Maysara for Publishing, Distribution and Printing.

10. Al-Saqqal, Moataz Ahmed Hashem, 2019, Financing structure and its reflection on market value within the financing cost framework, an applied study of a sample of companies listed on the Iraq Stock Exchange, Master's thesis, Iraqi University, College of Administration and Economics, Department of Business Administration, Iraq.
11. Al-Sheikh, Fahmi Mustafa, 2008, Financial Analysis, 1st edition, Ramallah, Palestine.
12. Al-Taweel, Ammar Akram Omar, 2008, The extent to which banks rely on financial analysis to predict default, an applied study on national commercial banks in the Gaza Strip, unpublished master's thesis, Islamic University of Gaza, Palestine.
13. Al-Turk, Hana Jabr Adel, 2016, The role of using Six Sigma on the efficiency of working capital management, a field study on companies listed on the stock exchange, Palestine, Islamic University of Gaza, Palestine.
14. Andrews, Atef William, 2006, Finance and Financial Management of Institutions, Dar Al-Fikr Al-Jami'a, Egypt.
15. Behnus Halima & Othmani Shahnaz (2021) "The impact of financing costs on the financial performance of the economic institution / a case study of the Saidal Complex during the period 2002 - 2020" Master's thesis. Faculty of Economic, Commercial and Management Sciences. Department of Management Sciences. University of May 8, 1945, Guelma. Algeria.
16. Bou Hadra, Abdel Karim Bou Hadra, 2011, The impact of choosing the financial structure on the value of the institution (the role of dividend policy in determining the market value of the share, a case study), Master's thesis in Management Sciences, specializing in financial management, Mentouri University of Constantine, Algeria.
17. Bousaha, Fayza Faudel, 2012, The relationship between the cash conversion cycle and profitability, liquidity and working capital, an applied study on industrial companies listed on the Amman Financial Market, Master's thesis, Yarmouk University, College of Economics and Administrative Sciences, Department of Banking and Financial Sciences, Jordan.
18. Cowell, Brian Cowell, 2006, Corporate Capital Structuring, 1st edition, translated by Dar Al-Farouq, Al-Farouq Publishing House, Jordan.
19. Hamza, Gharbi and Issa, Badroni, 2019, Determining factors for calculating the cost of capital in an organization, Journal of Governance, Social Responsibility and Sustainable Development, Volume (1), Issue (2), University of M'sila, Algeria.
20. Kharboush et al., Hosni Ali and Judeh, Mahfouz Ahmed and Arshad, Abdel Muti, (1999) "Investment and Finance between Theory and Practice", Zahran Publishing House, Amman, Jordan.
21. Nihal Farid Mustafa, 2003, Principles and Fundamentals of Financial Management, New University Publishing House, Egypt.
22. Slayhat, Zaher Abdel Fattah, 2021, The impact of the cash and operational transformation cycle and working capital turnover on operating performance, an applied study on industrial companies listed on the Amman Stock Exchange for the period 2012 - 2019, Journal of the Islamic University for Economic and Administrative Studies, Journal 29, Issue 4, 2021, Tafila Technical University, Jordan.
23. Twersh, Abdullah Awaid, 2018, Working capital and its impact on profitability, an applied study on Jordanian industrial companies, "Arab Journal of Management (Vol. 38), No. 2. Northern Border University, Saudi Arabia.

رابعاً: المصادر الأجنبية

1. Berk, Jonatha & DeMarzo, Peter & Harford, Jarrad, 2012, Fundamentals of Corporate Finance, Second Edition, Pearson Education, Inc, the United.
2. Brigham, E. & Houston, J., 2015, Fundamentals of Financial Management, Usa: South-Western Cengage Learning Edition 9th.
3. Brigham, E. & Houston, J., 2009, Fundamentals of Financial Management, Usa: South-Western Cengage Learning Edition 12th.
4. Gapenski, Louis. C., 2009, Fundamental finance, Foundation Of The American College Of Healthcare Executives, USA.
5. Gitman, Lawrence. J. & Zutter, Chad. J., 2012, Principles of Managerial Finance, 13th, The Prentice Hall series in finance, USA.
6. Guðmundsdóttir, Lilja Björg, 2017, The Extent Use of the WACC by Companies in Iceland, partial fulfillment of the requirements for the Degree of Master of Corporate Finance, School of Business, Reykjavik University, Iceland.
7. Panigrahi, Ashok Kumar, 2013, Cash Conversion Cycle And Firms Profitability, A Study Of Cement Manufacturing Companies Of India, International Journal of Current Research, Vol. 5, Issue 6, P1484-1488, June.
8. Ross, Stephen. A. & Westerfield, Randolph. W. & Jordan, Bradford. D., 2017, Essentials of Corporate Finance, 9th Edition, Published by McGraw-Hill/Irwin, New York, USA.