

جامعة 8 ماي 1945

قلمنة

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير



مذكرة تخرج مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة ماستر في العلوم المالية

تخصص: مالية المؤسسة

تحت عنوان:

أثر تكلفة رأس المال على معدل النمو الداخلي  
للمؤسسة: دراسة حالة لمجموعة من المؤسسات  
الاقتصادية للفترة 2013-2017.

تحت إشراف:

د. معياش نسرين

من إعداد الطالبين:

• بعوط ريان

• ناصر إبتسام

السنة الجامعية 2018/2019

جامعة 8 ماي 1945

قلمنة

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير



مذكرة تخرج مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة ماستر في العلوم المالية

تخصص: مالية المؤسسة

تحت عنوان:

أثر تكلفة رأس المال على معدل النمو الداخلي  
للمؤسسة: دراسة حالة لمجموعة من المؤسسات  
الاقتصادية للفترة 2013-2017.

تحت إشراف:

د. معياش نسرين

من إعداد الطالبين:

- بعوط ريان
- ناصر إبتسام

السنة الجامعية 2018/2019

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

## شكر وعرفان

الحمد لله الذي وفقنا ومنحنا القوة والصبر لإتمام هذا العمل  
نتقدم بالشكر الجزيل إلى الأستاذة المشرفة "د. معياش نسرين" وكل من ساعدنا في  
إنجاز هذا العمل المتواضع من قريب أو من بعيد  
وإلى كل معلمينا وأساتذنا الكرام.

فالحمد لله حتى يرضى

والحمد لله إذا رضي

والحمد لله بعد الرضى

## الإهداء

إلى الوالدين الكريمين أطال الله في عمرهما.  
إلى أخي وإخوتي.  
إلى كل باحث وطالب علم اهدي ثمرة جهدي.  
إلى أصدقائي في مسيرتي الدراسية.  
إلى كل من ثابر في سبيل العلم وجعله نورا يستضاء به.  
إلى كل من ساعدني في إنجاز هذا العمل المتواضع.

ريان بعوط

## الإهداء

أهدي هذا العمل إلى أهم شخصين في حياتي، إلى من قال فيهما الرحمن  
"و قل ربّي ارحمهما كما ربياني صغيراً"  
إلى أمي وأبي أطال الله في عمرهما.  
إلى جميع أفراد أسرتي، وإلى أصدقائي، وفقهم الله في دراستهم وحياتهم.  
إلى كل قريب وبعيد؛  
إلى كل الأحباب أهدي هذا العمل المتواضع.

ناصر إبتسام

## قائمة الاختصارات

الاختصار	الكلمة
<b>CAPM</b>	<b>Capital Asset pricing model</b> نموذج تسعير الأصول الرأسمالية
<b>Wacc</b>	<b>Weighted average cost of capital</b> التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال
<b>Rf</b>	<b>Risk free interest</b> عائد خالي من المخاطر
<b>Rm</b>	<b>Risk premium</b> عائد محفظة السوق
<b>g</b>	<b>growth rate</b> معدل النمو
<b>Df</b>	<b>Long-term debet</b> ديون مالية طويلة الأجل
<b>Chf</b>	<b>Financiel expenses</b> المصاريف المالية
<b>Rexp</b>	<b>As a result of exploitation</b> نتيجة استغلال (بعد الضريبة)
<b>CP</b>	<b>Private money</b> الأموال الخاصة
<b>Rcp</b>	<b>Financial profitability</b> مردودية مالية
<b>R</b>	<b>Value of the asset</b>
<b>Rnetx</b>	<b>Net result</b> النتيجة الصافية

# فهرس المحتويات



	البسمة
	الشكر
	الإهداء
	قائمة الاختصارات
IV-I.....	فهرس المحتويات
V.....	فهرس الأشكال
VI-VII.....	فهرس الجداول
أ - هـ .....	المقدمة العامة
1	الفصل الأول: الإيطار النظري للنمو الداخلي وتكلفة رأس المال
2.....	تمهيد
3.....	المبحث الأول: ماهية النمو في المؤسسة
3.....	المطلب الأول: ماهية النمو في المؤسسة
3.....	أولاً: مفهوم المؤسسة الاقتصادية
4.....	ثانياً: خصائص المؤسسة الاقتصادية
4.....	ثالثاً: أهداف المؤسسة الاقتصادية
5.....	المطلب الثاني: ماهية النمو في المؤسسة
5.....	أولاً: مفهوم النمو وطبيعته
7.....	ثانياً: الفرص والأهداف الإستراتيجية لنمو المؤسسة
9.....	ثالثاً: أنماط واستراتيجيات النمو
11.....	المطلب الثالث: النمو الداخلي
11.....	أولاً: تعريف النمو الداخلي
12.....	ثانياً: النمو الداخلي والسلوك المالي للمؤسسة
21.....	ثالثاً: المفاضلة بين النمو الداخلي والخارجي
16.....	المبحث الثاني: ماهية تكلفة رأس المال و أهميتها

16	المطلب الأول: أساسيات هيكل رأس المال
16	أولاً: مفهوم هيكل رأس المال
17	ثانياً: هيكل رأس المال والهيكل المالي
18	ثالثاً: محددات هيكل رأس المال
18	المطلب الثاني: مفهوم تكلفة رأس المال
19	أولاً: تعريف تكلفة رأس المال
21	ثانياً: علاقة تكلفة رأس المال بالقرار الاستثماري والعوامل المؤثرة فيه
23	ثالثاً: استخدامات تكلفة الاستثمار للمفاضلة بين المشاريع
26	المطلب الثالث: حساب تكلفة التمويل بكل مصدر و المشكلات المتعلقة بها
26	أولاً: تكلفة الأموال الخاصة
30	ثانياً: تكلفة الديون
31	ثالثاً: المشكلات المتعلقة بتقدير تكلفة رأس المال
33	خلاصة الفصل
34	الفصل الثاني: تكلفة رأس المال وأثرها على النمو الداخلي
35	تمهيد
36	المبحث الأول: المنطق المالي للنمو الداخلي في المؤسسة
36	المطلب الأول: الديناميكية المالية للنمو الداخلي في المؤسسة
36	أولاً: الديناميكية المالية للنمو
37	ثانياً: المرودية والنمو
42	المطلب الثاني: مقاييس التمويل الداخلي للنمو
44	المطلب الثالث: نموذج النمو الداخلي
44	أولاً: معدل النمو الداخلي المستقل
45	ثانياً: نموذج النمو الداخلي وترشيد قرارات النمو

41	ثالثا: نموذج النمو المدعم .....
49	المبحث الثاني: تأثير تكلفة رأس المال على معدل النمو الداخلي .....
50	المطلب الأول: مؤشرات النمو الداخلي .....
50	أولا: المعايير الاقتصادية .....
52	ثانيا: المعايير المالية .....
53	المطلب الثاني: التمويل الذاتي والنمو الداخلي .....
53	أولا: مفهوم التمويل الذاتي .....
58	ثانيا: تقييم التمويل الذاتي .....
58	ثالثا: دور التمويل الذاتي في تمويل النمو .....
60	المطلب الثالث: دور أثر الرافعة المالية والنمو الداخلي .....
60	أولا: مفهوم الرافعة المالية .....
63	ثانيا: تقييم الرافعة المالية .....
65	ثالثا: معدلات النمو وحالات الرافعة المالية .....
66	خلاصة الفصل .....
67	<b>الفصل الثالث: دراسة حالة لمجموعة من المؤسسات الاقتصادية خلال الفترة 2013-2017</b>
68	تمهيد .....
69	المبحث الأول: تقديم وتقييم العينة المدروسة ووصف متغيرات ونماذج الدراسة .....
69	المطلب الأول: التعريف بالعينة المدروسة .....
77	المطلب الثاني: تقديم نموذج الدراسة .....
77	أولا: تحليل السلاسل الزمنية المقطعية .....
80	ثانيا: اختبار جذر الوحدة لبيانات السلاسل الزمنية والمقطعية .....
82	المطلب الثالث: تحليل الوضعية المالية لعينة من المؤسسات .....
82	أولا: عرض القوائم المالية للمؤسسات .....

98	ثانيا: تحليل الوضعية المالية للمؤسسات
102	المبحث الثاني: دراسة أثر تكلفة رأس المال على النمو الداخلي لمجموعة من المؤسسات الاقتصادية للفترة 2013-2017
102	المطلب الأول: وصف وتطور متغيرات الدراسة
102	أولا: طبيعة العلاقة بين المتغيرات
105	ثانيا: الإحصائيات الوصفية
106	ثالثا: تطور متغيرات الدراسة
108	المطلب الثاني: تقدير النماذج باستخدام نموذج <b>Panel Data</b>
108	أولا: تقدير النموذج وفق التأثيرات الثابتة
109	ثانيا: تقدير النموذج وفق التأثيرات العشوائية
110	ثالثا: إختبار (1978) Hausman وتقدير النموذج
111	المطلب الثالث: مناقشة النتائج
111	أولا: التقييم الاقتصادي
111	ثانيا: التقييم الإحصائي
112	خلاصة الفصل
114	الخاتمة العامة
119	قائمة المراجع
	الملاحق
	الملخص

- الشكل (1-1): تركيبة رأس المال الأمثل ..... 17
- الشكل (2-1): العلاقة بين التكلفة الحدية وحجم الاستثمار ..... 21
- الشكل (1-2): الديناميكية المالية للنمو ..... 37
- الشكل (1-3): التمثيل البياني لجانب الأصول والخصوم لمؤسسة " عمر بن عمر " خلال الفترة 2013-2017 ..... 84
- الشكل (2-3): التمثيل البياني لجانب الأصول والخصوم لمؤسسة " الرمل، الحصى والجبس JIKA " خلال الفترة 2013-2017 ..... 86
- الشكل (3-3): التمثيل البياني لجانب الأصول والخصوم لمؤسسة " مرمورة " خلال الفترة 2013 إلى 2017 ..... 87
- الشكل (4-3): التمثيل البياني لجانب الأصول والخصوم لمؤسسة " بن وهيبة للآجر " خلال الفترة 2013 إلى 2017 ..... 09
- الشكل (5-3): التمثيل البياني لجانب الأصول والخصوم لمجمع " صيدال " خلال الفترة 2013 إلى 2017 ..... 92
- الشكل (6-3): التمثيل البياني لجانب الأصول والخصوم لمؤسسة " بوكبو " خلال الفترة 2013 إلى 2017 ..... 39
- الشكل (7-3): التمثيل البياني لجانب الأصول والخصوم لمجمع " بيوفارم " الفترة 2013 إلى 2017 ..... 95
- الشكل (8-3): التمثيل البياني لجانب الأصول والخصوم لمجمع " روية " الفترة 2013 - 2017 ..... 97
- الشكل (9-3): تطور تكلفة رأس المال لمجموعة من المؤسسات الاقتصادية للفترة 2013- ..... 106
- الشكل (10-3): تطور معدلات النمو الداخلي لمجموعة مؤسسات خلال الفترة 2013- ..... 107

## قائمة الجداول

- الجدول (1-1): خصائص ومظاهر كل من النمو الداخلي والخارجي..... 11
- الجدول (2-1): مزايا وعيوب النمو الداخلي والنمو الخارجي..... 15
- الجدول (3-1): الفرق بين هيكل رأس المال والهيكل المالي..... 17
- الجدول (1-2): العلاقة بين المردودية المالية والنمو في المؤسسة..... 42
- الجدول (1-3): الميزانية المالية المختصرة لمطاحن "عمر بن عمر" خلال الفترة 2013-  
2017..... 83
- الجدول (2-3): الميزانية المالية المختصرة لمؤسسة "الرميل، الحصى والجبس" JIKA خلال الفترة  
2013-2017..... 85
- الجدول (3-3): الميزانية المالية المختصرة لمؤسسة "مطاحن مرمورة" خلال الفترة 2013-  
2017..... 88
- الجدول (4-3): الميزانية المالية المختصرة لمؤسسة "بن وهيبة للآجر" خلال الفترة 2013-  
2017..... 89
- الجدول (5-3): الميزانية المالية المختصرة لمجمع "صيدال" خلال الفترة 2013-  
2017..... 91
- الجدول (7-3): الميزانية المالية المختصرة لمجمع "بيوفارم" خلال الفترة 2013-  
2017..... 94
- الجدول (8-3): الميزانية المالية المختصرة لمجمع "روبية" خلال الفترة 2013-  
2017..... 96
- الجدول (9-3): رأس مال العامل لمجموعة من المؤسسات الاقتصادية خلال الفترة 2013-  
2017..... 99

## قائمة الجداول

الجدول (3-10) الإحتياج في رأس مال العامل لمجموعة من المؤسسات الاقتصادية خلال الفترة 2013-2017 .....	100
الجدول (3-11): الخزينة الصافية لمجموعة من المؤسسات الاقتصادية خلال الفترة 2013- 2017 .....	101
الجدول (3-12): حساب معدل النمو الداخلي لمجموعة المؤسسات محل الدراسة..... الجدول (3-13): حساب معدل الديون لمجموعة المؤسسات محل الدراسة.....	103
الجدول (3-14): حساب معدل رأس المال الخاص لمجموعة المؤسسات محل الدراسة..... الجدول (3-15): التكلفة المرجحة لرأس المال لمجموعة مؤسسات خلال الفترة 2013- 2017 .....	104
الجدول (3-16): المؤشرات الإحصائية الوصفية..... الجدول (3-17): تقدير النموذج بالتأثيرات الثابتة..... الجدول (3-18): تقدير النموذج بالتأثيرات العشوائية..... الجدول (3-19): نتائج إختبار Hausman..... الجدول (3-20): تقدير النموذج بالتأثيرات العشوائية.....	105
	108
	109
	110
	111

# المقدمة العامة



### مقدمة:

تعتبر المؤسسة الاقتصادية ركيزة الاقتصاد الوطني لما لعبته من أدوار في تحقيق التنمية والرفاهية للمجتمع عبر مختلف المحطات التي شهدتها، وتسعى هذه المؤسسات لاتخاذ مواقع هامة في السوق لتحسين أدائها ووضعيتها التنافسية وذلك في ظل الانفتاح نحو العالم الخارجي، حيث تعمل المؤسسة على تحقيق العديد من الأهداف ومن أهمها ضمان استمرارية أنشطتها في محيط تخوض فيه المؤسسة صراعها من أجل البقاء والنمو.

أصبح من المؤكد أن نمو المؤسسة مرهون بإمكانياتها المالية وبعده النمو الداخلي من أهم الشروط التي تمكن المؤسسة من المحافظة على مركزها التنافسي ولتحقيقه فهي 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 أبرزها تكلفة رأس المال، بحيث تسعى كل مؤسسة لتحقيق معدل عائد أعلى أو يساوي تكلفة رأس المال.

إن الهدف الأساسي للإدارة المالية في المؤسسة هو تعظيم قيمتها وترشيد عملية استخدام الأموال فيها، فانه يتم اختيار المصادر المالية من خلال الحصول على أكبر عائد بأقل تكلفة ممكنة، وتقوم المؤسسات باختلاف أنواعها بمراجعة هذه التكاليف عند الشروع في استثمار معين من أجل الاختيار الأنسب لطريقة التمويل التي تتماشى مع وضعية المؤسسة.

ونسعى في هذه الدراسة إلى الإسهام ولو بالقليل في توضيح أثر تكلفة رأس المال على النمو الداخلي للمؤسسة واستشراف آفاق جديدة تسمح بتنمية المؤسسة الاقتصادية الجزائرية.

### 1- إشكالية البحث:

من هنا تبرز معالم إشكالية بحثنا والتي يمكن صياغتها في التساؤل التالي:

ما هو أثر تكلفة رأس المال على معدل النمو الداخلي للمؤسسة؟

هذا التساؤل الرئيسي يحمل في طياته مجموعة من الأسئلة الفرعية أهمها:

✓ فيما يتمثل النمو الداخلي؟ وما هي أهم مؤشرات قياسه؟

✓ لماذا تسعى المؤسسة لتحقيق قدرات ذاتية للتمويل؟

✓ ماهي تكلفة رأس المال؟ وكيف يتم حسابها؟

وقد اعتمدنا في الإجابة على هذه التساؤلات على جملة من الكتابات والبحوث النظرية، إضافة إلى نتائج الدراسة

التطبيقية للبحث، وقد تم اقتراح الفرضيات التالية:

## 2-فرضيات الدراسة:

انطلاقاً من تساؤلنا الرئيس يمكن صياغة الفرضيات التالية:

- ✓ معامل الارتباط له دلالة إحصائية واقتصادية بين مختلف مفردات الدراسة؛
- ✓ تؤثر تكلفة رأسمال على النمو الداخلي على نحو ثابت بين مختلف مفردات الدراسة؛
- ✓ تؤثر تكلفة رأسمال على النمو الداخلي على نحو عشوائي بين مختلف مفردات الدراسة.

## 3-أهمية الدراسة:

الأهمية من هذا البحث تبرز في النمو الداخلي كأحد الشروط التي تمكن المؤسسة من المحافظة على مركزها التنافسي في بيئة معلومة وفي ظل اقتصاد الأسواق المفتوحة ولتحقيق هذا النمو تحتاج المؤسسة إلى موارد مالية التي تعتبر العصب المحرك لنشاط المؤسسة الاقتصادية، غد يجد المستثمر صعوبة في اختيار التوليفة المناسبة من مصادر التمويل والتي تضمن له أكبر عائد ممكن بأقل تكلفة، إذ تكمن أهمية الدراسة في إزالة الغموض عن المفاهيم المتعلقة بالدراسة.

## 4-أهداف الدراسة:

ترمي هذه الدراسة إلى تحقيق الأهداف التالية:

- ✓ تحديد المفاهيم المتعلقة بكل من النمو الداخلي ومعدلاته، تكلفة رأس المال؛
- ✓ معرفة الوضعية المالية لمجموعة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية ومحاولة تفسير أثر تكلفة رأس المال على معدل النمو الداخلي؛
- ✓ إسقاط المفاهيم النظرية على أرض الواقع من خلال دراسة مجموعة من المؤسسات.

## 5-أسباب اختيار الموضوع:

تعود أسباب اختيار موضوعنا للأسباب التالية:

- ✓ حداثة البحث في الوقت الحاضر حيث يعتبر موضوع الدراسة من المواضيع الحديثة خاصة التي لم تستوفي قدرها من البحث؛
- ✓ توافق الموضوع مع التخصص العلمي؛
- ✓ تنمية معارفنا لذلك أردنا وبمساهمة متواضعة إثراء المكتبة الجامعية لانعدام توفر أي دراسات وبحوث سابقة تعالج موضوع الدراسة؛
- ✓ البحث عن معالجة لبعض المشاكل المطروحة حول الموضوع وتقديم بعض الاقتراحات والحلول الممكنة.

**6- منهج وأدوات الدراسة:**

يقوم كل باحث في إطار موضوع يحنه بالاعتماد على منهج مناسب يقوم من خلاله بتحديد مختلف الأساليب والأدوات التي تساعد في جمع البيانات والمعلومات التي يستطيع من خلالها تنظيم أفكاره وفرضها وتحليلها للوصول إلى النتائج التي تمكنه من الإحاطة بموضوعه سواء من الجانب النظري أو التطبيقي. اعتمدنا في دراستنا على المنهج الوصفي التحليلي، وذلك من أجل إبراز وشرح أهم مكونات الموضوع منها المفاهيم المتعلقة بالنمو الداخلي ومعدلاته، تكلفة رأس المال وكذا تحليل أثر تكلفة رأس المال على معدل النمو الداخلي للمؤسسة.

كما اعتمدنا على منهج التحليل القياسي الذي تم إسقاطه على مجموعة من المؤسسات الاقتصادية للفترة 2013-2017.

**7- حدود الدراسة:**

نظرا للأهمية الموضوع ونجاعته وكثرة العناصر المتعلقة به حاولنا حصره وتحديد معالمه من حيث المحتوى، المكان والزمان:

✓ **الحدود المكانية:** تمت الدراسة في مجموعة متنوعة من المؤسسات التي تضم: مطاحن عمر بن عمر، مطاحن مرمورة، مجمع صيدال، مجمع بيوفارم، مجمع روية، مؤسسة بن وهيبة للأجر، مؤسسة بوكبوا ومجمع الرمل والحصى والجبس.

✓ **الحدود الزمنية:** تم إجراء الدراسة على مدى خمس سنوات، امتدت من سنة 2013 إلى سنة 2017.

**8- صعوبات البحث:**

واجهتنا مجموعة من الصعوبات خلال إعداد هذا البحث التي تجلت في النقاط التالية:

✓ قلة المراجع المتخصصة، والمراجع المتوفرة تتناول فيها تقريبا نفس المعلومة والذي يدل على نقص عملية الرقابة؛

✓ ضيق وقت المخصص للدراسة؛

✓ صعوبة الحصول على المعلومات المالية للمؤسسات الجزائرية؛

✓ تضارب الإحصاءات ما يدفعنا إلى الاحتراز في انتقاء ما هو قريب عن الصحة؛

✓ صعوبة الاطلاع على وثائق المؤسسة؛

✓ صعوبة الدراسة الميدانية لتحفظ المؤسسات على وضعيتها المالية الحقيقية بالإضافة إلى أن مسعولي المؤسسات التي أجريت فيها دراسات الحالة لا يتمتعون بالكفاءة والقدرة على منح المعلومة ذات قيمة؛  
✓ الإضرابات، الاحتجاجات والظروف التي تمر بها البلاد.

### 9- التوثيق العلمي:

لأخذ نظرة شاملة ومتكاملة حول الموضوع من الجانب النظري من أجل توثيق أهم العوامل التي أظهرتها الدراسات السابقة في هذا المجال اعتمدنا على مجموعة من المراجع أهمها: الكتب باللغة العربية والفرنسية والإنجليزية، المذكرات بالإضافة إلى المقالات المنشورة في مختلف المجالات، الملتقيات والندوات ومواقع الانترنت. أما من الجانب التطبيقي قمنا بدراسة ميدانية لعدة مؤسسات وكانت هذه الدراسة تمتد خلال الفترة من 2013 إلى 2016 وتحصلنا على مختلف القوائم المالية للمؤسسة من ميزانيات الخصوم والأصول بالإضافة إلى جدول حسابات النتائج.

### 10- الدراسات السابقة:

❖ الدراسة الأولى دادن عبد الوهاب (2008) "وهي أطروحة دكتوراه بعنوان «دراسة تحليلية للمنطق المالي لنمو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية-نحو بناء نموذج لترشيد القرارات المالية-» هدف الباحث في هذه الأطروحة إلى إيجاد طريقة علمية تسمح بالكشف عن السلوك والمنطق المالي الذي تتميز به المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في تمويل نموها الداخلي، كما هدف الباحث كذلك إلى تبيان كيفية ترشيد القرارات المالية للمؤسسات وتوجيهها نحو تسجيل معدلات نمو متوازنة.

تناول الباحث في الجزء النظري الخصوصيات المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة والى مختلف المقاربات النظرية حول سلوكها المالي ومنطقها المالي للنمو، وفي الجانب التطبيقي سعى الباحث لإيجاد طريقة تسمح بالكشف عن السلوك والمنطق المالي الذي تتميز به المؤسسات الصغيرة والمتوسطة- حسب نشاطها - لتمويل نموها داخليا، حيث اعتمد الباحث على عينة مكونة من 65 مؤسسة صغيرة ومتوسطة للفترة الممتدة من 2000-2006 ، وقد استخدم الباحث مزيجا من أدوات التحليل المالي، الإحصاء الكلاسيكي، والتحليل الإحصائي متعدد الأبعاد ليتوصل في الأخير إلى بناء نموذج لترشيد القرارات المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، حيث اتضحت خصوصية قرار الاستثمار، قرار التمويل وقرار توزيع الأرباح.

❖ الدراسة الثانية: دربال سمية، سنة 2012، تحت عنوان «سلوك المؤسسات الاقتصادية في تمويل نموها الداخلي - دراسة مقارنة بين المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والمؤسسات الكبيرة الجزائرية خلال الفترة الممتدة من 2005-2010».

تناول هذا البحث إشكالية المنطق المالي لنمو المؤسسات الاقتصادية الجزائرية خلال الفترة الممتدة من 2005-2010 في محاولة تحليل سلوك المؤسسات الاقتصادية في تمويل نموها الداخلي واختبار وجود أثر للحجم على هذا السلوك، وقد استخدمت الطالبة أساليب التحليل الإحصائي متعدد الأبعاد لتحليل الظاهرة. وتوصلت الدراسة إن الاستراتيجيات المالية المنتهجة لتدعيم النمو في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تختلف عن تلك الاستراتيجيات المعتمدة في المؤسسات الكبيرة، كما كشفت الدراسة عن العوامل الداخلية المتحكمة في المنطق المالي لنمو كل من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والمؤسسات الكبيرة.

### 11- هيكل الدراسة

للإجابة على الإشكالية المدروسة واختبار صحة فرضيات الدراسة، تم تقسيمها إلى ثلاثة فصول خصصنا فصلان للجانب النظري للإحاطة الجيدة بالموضوع وإعطاء خلفية جيدة عنه وفصل تطبيقي كدراسة حالة.

❖ **الفصل الأول:** يهتم الفصل الأول بالجانب المفاهيمي لكل من النمو الداخلي وتكلفة رأس المال وقد تم معالجة هذا الفصل في مبحثين أساسيين، إذ تناول المبحث الأول الإطار النظري للنمو الداخلي للمؤسسة الاقتصادية، والثاني حول الإطار النظري لتكلفة رأس المال.

❖ **الفصل الثاني:** يهتم الفصل الثاني بصلب الموضوع تحت عنوان أثر تكلفة رأس المال على النمو الداخلي للمؤسسة وقد تمت دراسته وفق مبحثين يتناول المبحث الأول المنطق المالي للنمو الداخلي والمبحث الثاني علاقة تكلفة رأس المال بمعدل النمو الداخلي

❖ **الفصل الثالث:** تم تخصيص هذا الفصل كفصل تطبيقي لمجموعة من المؤسسات الاقتصادية، من أجل تحليل وضعيتهم المالية ومعرفة مدى تطابق الجزء النظري مع التطبيقي أي الواقع ومن أجل ذلك قمنا بتقسيم الفصل إلى مبحثين، فالمبحث الأول كما بتعريف عينات الدراسة والمتغيرات والنماذج المتبعة إضافة إلى تحليل الوضعية المالية لها، أما المبحث الثاني قمنا بتقدير النموذج من خلال وصف متغيرات الدراسة ومناقشة النتائج.



## الفصل الأول

الإطار النظري للنمو الداخلي وتكلفة

رأس المال في المؤسسة

## تمهيد

نظراً لتعدد مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة وإختلاف تكلفة كل مصدر من هذه المصادر، أصبح هناك حاجة لاحتساب التكلفة الكلية لرأس مال المؤسسة بغض النظر عن مصدر هذه الأموال، حيث تعبر تكلفة رأس المال عن معدل تكلفة جميع مصادر التمويل المستخدمة في المؤسسة، إذ تسعى المؤسسة إلى امتلاك وسائل التمويل المناسبة واللازمة لتحقيق نشاطاتها وتغطية احتياجاتها من الأموال، وبذلك تلجأ إلى الاعتماد على مواردها الداخلية في شكل تمويل ذاتي.

فعندما نتكلم عن العلاقة بين تكلفة الأموال أو رأس المال والنمو الداخلي للمؤسسة نحن بصدد عرض رؤوس الأموال المتاحة اللازمة للاستثمار، أي حجم الأموال المعروضة في السوق المالي ومدى علاقتها بكل من تكلفة رؤوس الأموال والمنفعة الممكنة تحقيقها من جراء اتخاذ القرار الاستثماري مريح لتحقيق أرباح تستغلها المؤسسة لتحقيق نشاطاتها ونموها. فمن جهة تتيح لها فرصاً للنمو وتحسين وضعيتها، ومن جهة أخرى يضعها أمام مجموعة من التهديدات التي من الممكن أن تؤدي إلى إفلاسها وزوالها من السوق. ولهذا تقوم المؤسسة بالتخطيط واختيار الاستراتيجيات الأمثل لمواجهة التغيرات التي تحدث في محيطها والاستغلال الأمثل للفرص.

سنحاول من خلال هذا الفصل التطرق إلى:

✓ المبحث الأول: ماهية النمو الداخلي في المؤسسة.

✓ المبحث الثاني: ماهية تكلفة رأس المال.



### مبحث الأول: ماهية النمو الداخلي في المؤسسة

إن المؤسسة كنظام مفتوح تتفاعل وتتأثر بمختلف العوامل المحيطة بها إذ عادة ما تتسم بعدم التأكد، إذ يعتبر النمو الداخلي أحد الإهتمامات الرئيسية لها، فكثيراً ما يقال أن أي مؤسسة يجب أن تنمو وتنمو إذا كانت لا تريد أن تحتفي يوماً ما. في الواقع، يعكس قلة النمو استحالة ابتكار المؤسسة وإظهار عدم قدرتها على زيادة محفظة عملائها، مما يؤدي إلى انخفاض لا يمكن إصلاحه. يجب علينا اغتنام فرص النمو المتاحة لنا. إذا لم يكن الأمر كذلك، فإن منافسينا أو حتى لاعبين جدد هم الذين سيفعلون ذلك.

### المطلب الأول: ماهية المؤسسة

تباينت المفاهيم النظرية بشأن المؤسسة الاقتصادية واختلفت باختلاف الزوايا التي يراها من خلالها المنظرون، حيث سنحاول باختصار الإحاطة بالموضوع من خلال المفاهيم التي سنعرضها.

**أولاً: مفهوم المؤسسة الاقتصادية:**

- ❖ تعرف المؤسسة الاقتصادية على أنها: "الوحدة الاقتصادية التي تتجمع فيها الموارد البشرية، المالية والمادية اللازمة للإنتاج الاقتصادي".<sup>1</sup>
  - ❖ كما تعرف على أنها: "منظمة تجمع أشخاص ذوي كفاءات متنوعة، تستعمل رؤوس الأموال وقدرات من أجل إنتاج سلعة ما، والتي يمكن أن تسوق للمستهلك بسعر أعلى من سعر تكلفتها".<sup>2</sup>
  - ❖ تعرف أيضاً على أنها: "تنظيم اقتصادي مستقل مالياً في إطار قانوني واجتماعي معين، هدفه دمج عوامل الإنتاج من أجل إنتاج وتبادل السلع والخدمات مع أعوان اقتصاديين آخرين، وتحقيق نتيجة ملائمة وهذا ضمن شروط اقتصادية تختلف باختلاف الحيز المكاني والزمني الذي يوجد فيه وتبعاً لحجم ونوع النشاط".<sup>3</sup>
- عموماً يمكن تعريف المؤسسة الاقتصادية على أنها وحدة اقتصادية أو تنظيم اقتصادي ذو موارد متنوعة مالية، مادية وبشرية، تنتج وتبادل سلعا وخدمات مع أعوان اقتصاديين (موردين وزبائن)، من خلال تفاعل موارده (آلات وأراضي، رؤوس أموال، عمال...) بغرض تحقيق أهداف متنوعة (عوائد، منافع...).

<sup>1</sup> عمر صخري، "اقتصاد المؤسسة"، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، 2008، ص 26.

<sup>2</sup> عبد الرزاق بن حبيب، "اقتصاد المؤسسة"، ط 1، ديوان المطبوعات الجامعية، عمان، الأردن، 2006، ص 29.

<sup>3</sup> عزيزة بن يمينه، "اقتصاد المؤسسة: الجزء الأول"، ط 1، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2017، ص 15.

ثانيا: خصائص المؤسسة الاقتصادية:

يمكن استنتاج مجموعة من الخصائص للمؤسسة الاقتصادية من التعاريف السالفة الذكر ومنها:

- ✓ وحدة اقتصادية مستقلة تمتلك موارد مادية، بشرية ومالية؛
  - ✓ مكان لاتخاذ القرارات بشتى أنواعها، مثل قرارات الشراء، الإنتاج، والتسويق؛
  - ✓ مكان لإنتاج وتبادل سلعا وخدمات؛
  - ✓ تمتلك موارد تتفاعل فيما بينها لتحقيق أهدافها؛
  - ✓ تتضمن قنوات توزيع لمنتجاتها؛
  - ✓ تتمتع بأهداف مشتركة تسعى إلى تحقيقها من خلال تفاعل واتصال الموارد فيما بينها.<sup>1</sup>
- وبالنظر إلى التغيرات والتطورات الحاصلة في بيئة المؤسسة بشكل عام، والدور الذي تؤديه في تنمية الاقتصاديات الوطنية والعالمية ينبغي أن تمتلك المؤسسة مرونة كافية للتكيف مع تلك التغيرات، وأداء دورها بشكل جيد ما يسمح لها بتحقيق أهدافها.

ثالثا: أهداف المؤسسة الاقتصادية:

تطمح المؤسسة الاقتصادية لتحقيق مجموعة من الأهداف المتنوعة نذكرها فيما يلي:

1- أهداف اقتصادية:

تتمثل الأهداف الاقتصادية للمؤسسة في:

- ✓ خلق القيمة والمنفعة بغرض تسويقها؛
  - ✓ تحقيق عوائد وأرباح من خلال بيع وتبادل المنتجات؛
  - ✓ تنمية الاقتصاد الوطني والدولي من خلال تلك القيم المضافة التي تسعى إلى تحقيقها.
- 2- أهداف اجتماعية: تهدف المؤسسة إلى جانب من الجانب الاجتماعي:
- ✓ العمل على خفض نسبة البطالة في المجتمعات من خلال زيادة حجم العمالة؛
  - ✓ المساهمة في بناء مجتمع متماسك من خلال تقديم منافع وتلبية الحاجات لأفراد هذا الأخير؛
  - ✓ المساهمة في التنمية من خلال المشروعات التنموية على غرار بناء المرافق الضرورية وغيرها؛
- كما أن للمؤسسة أهدافا أخرى إلى الجانب الثقافي والتكنولوجي لاسيما توفير وتطوير وسائل الاتصال

<sup>1</sup> Manmohan josh, " Organisations", 01 st Edition, without home of edition, India, 2018, p14.

والترفيه، وإيجاد المرافق الضرورية لذلك، إضافة إلى تلبية الحاجيات الثانوية للمستهلكين من خدمات ومنتجات بديلة وغيرها.

يظهر لنا جليا من خلال المفاهيم السابقة للمؤسسة الاقتصادية دورها الكبير في تحقيق جملة من الأهداف المشتركة سواء للأفراد العاملين أو المالكين وغيرهم ممن لهم علاقة مباشرة أو غير مباشرة بهذه الأخيرة، وسنحاول تسليط الضوء على بعض المفاهيم النظري للنشاط الاقتصادي والتدفقات كمدخل للخزينة في المؤسسة الاقتصادية

### المطلب الثاني: ماهية النمو في المؤسسة

يعتبر النمو وظيفة استراتيجية وفعالة في المؤسسة الاستراتيجية كونه نتيجة لقراراتها الاستراتيجية سواء خارجية أو داخلية، بعيدة أو قصيرة المدى ومن ثم فالنمو في المؤسسة ظاهرة تعكس مدى نجاح هذه الاستراتيجية.

أولا: مفهوم النمو وطبيعته:

ويتمثل في:

#### 1- مفهوم النمو:

نظرا للأهمية الكبيرة التي يتميز بها النمو في التحليل الاقتصادي ماضيا وحاضرا فقد تعددت وتنوعت تعاريفه وذلك حسب تنوع واختلاف آراء المفكرين والمحللين وفي هذا الصدد يمكن إعطاء مجموعة من التعاريف كما يلي:

❖ **التعريف الأول:** عرف (Bienaymé) النمو على أنه "ظاهرة تؤثر بشكل مباشر على حجم المؤسسة خلال فترة زمنية معينة، هذه الفترة يمكن أن تكون طويلة فأي حالة أن النمو يركز على الإنتاج أو تكون قصيرة نتيجة تسارع دوران رأس المال مقارنة مع قدرة الإنتاج".<sup>1</sup>

❖ **التعريف الثاني:** كما نجد أن تعريف (Gasm) ينطبق بشكل كبير مع تعريف Bienaymé حيث يعرف النمو على أنه "الزيادة في حجم المؤسسة خلال الزمن".<sup>2</sup>

❖ **التعريف الثالث:** كما أن (Sammut) يرى أن نمو المؤسسة "يتعلق بمجموعة من العناصر والاستراتيجية الداخلية والخارجية المكونة للتنظيم، ويكون نتيجة تفاعل مختلف الظواهر الناتجة عن المحيط، الخصائص التنظيمية، الإنتاجية، المالية والشخصية".<sup>3</sup>

<sup>1</sup> Bienaymé Alain, "La Croissance des Entreprises : analyse dynamique des fonctions de la firme", Tome 1, Bordas, 1971, P06.

<sup>2</sup> Gasmi Nacer, "Déterminants de la croissance externe horizontale", Thèse de doctorat en sciences de gestion, Faculté des sciences économiques et de gestion, Université de Bourgogne, 1998, P87.

<sup>3</sup> Sauvé Pierre, Mahjoub Amine et Pelletier Louise, "La croissance des PME : Exploration des facteurs de croissance auprès d'entreprises de l'Abitibi-Témiscaminque Les actes du 5ième congrès", Sherbrooke, 2007, P03.

ومن خلال ما سبق يمكن القول: أن النمو هو ظاهرة معقدة ولا تتم أوتوماتيكيا وإنما إلى مجموعة من القرارات التسييرية والعناصر الداخلية والخارجية المكونة للتنظيم هدفها زيادة حجم المؤسسة.

## 2- طبيعة النمو في المؤسسة:

يمكننا الوقوف على جانبين أساسيين لفهم وتحديد طبيعة النمو في المؤسسة:

### 1-2 النمو الكمي: حيث توجد ثلاثة معالم تبين وتقيس حالة النمو، سواء كان نموا داخليا أو خارجيا وهي:

- ارتفاع حجم عوامل الإنتاج المستخدمة؛

- ارتفاع قيمة المواد المسوقة (زيادة المبيعات، حصة السوق)؛

- ارتفاع النتائج المحققة (الأرباح، قدرة التمويل الذاتي).

### 2-2 النمو النوعي: يعتبر القيام بتحديد التغيرات في الخصائص النوعية للمؤسسة ومحاولة فهمها وإدراكها من

حيث الطبيعة عملية جد صعبة. في الواقع لا يمكن الفصل بين تلك التغيرات النوعية وظاهرة النمو. فتشترط عملية

النمو إجراء تعديلات هامة في كل من الهياكل والأنشطة حيث يتعلق الأمر ب: الجانب التقني، اللوجستيكي،

التجاري، المالي، والبشري

يمكن أن يظهر النمو من خلال جوانب عدة يمكن حصرها فيما يلي:<sup>1</sup>

✓ **النمو التجاري:** ويهتم بتطوير وظيفة التبادل في المؤسسة، حيث يعتبر التوسع التجاري سبيلا لكبر حجمها

وتطور إمكانيات الاستثمارية والإنتاجية؛

✓ **النمو الصناعي:** ويركز على التقدم الكمي والنوعي لنسبة حجم وجودة المنتجات المصنعة حتى تظهر أقوى

أداء؛

✓ **النمو التقني:** ويتمثل في تطور الوسائل، الطرق والتقنيات الإنتاجية، وبذلك فإن النمو التقني يعد عنصرا

مدعما للنمو الصناعي؛

✓ **النمو الإداري:** يخص هذا النمو احتياجات العاملين (المستخدمين) لمواجهة احتياجات تطوير وتنمية المؤسسة؛

أي أن هذا النمو يركز على الارتقاء بمستويات أداء وسلوك العنصر البشري (الموارد البشرية).

ومن خلال كل هذا يمكن القول أن مفهوم النمو و طبيعته في المؤسسة يقوم على ما يأتي:<sup>2</sup>

- يرتبط مفهوم النمو في المؤسسة بالزيادة في مؤشرات النمو كعدد الأفراد العاملين، والمدخلات والمخرجات...؛

<sup>1</sup> Michel .D, Laurent. I, Michel. S, **Notions fondamentales de gestion de l'entreprise**, Foucher, Paris, 1998, P374.

<sup>2</sup> خليل محمد حسن الشماع، خيضر كاظم حمود، "نظرية المنظمة"، ط4، دار الميسر للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006، ص ص 351-

- يحقق النمو والتطور في المؤسسة أبعادا تسهم في تحقيق كفاءة وفعالية المؤسسة (الاستثمار الأمثل للموارد المتاحة)؛  
- لا يرتبط مفهوم النمو والتطور ببعد زمني معين أو محدد لحصوله، بل إنه غالبا ما يتحقق في الأجل الطويل من خلال كفاءة أداء المؤسسة؛

ويعد النمو أحد المؤشرات الأساسية لقياس كفاءة وفعالية المؤسسة بشكل عام، ولا يكون هذا النمو إلا بعد قدرة المؤسسة على التكيف مع متغيرات المحيط، والقدرة على مواصلة الأداء في إطار البيئة المتغيرة.

### ثانيا: الفرص والأهداف الاستراتيجية لنمو المؤسسة

**1-فرص نمو المؤسسة:** تعتبر المؤسسة نظاما مفتوحا يتفاعل ويتأثر بالمتغيرات داخل المحيط الذي تتواجد به هذه المؤسسة والذي يتميز بالتأكد، فمن جهة يتيح لها فرصا للنمو وتحسين وضعيتها، من جهة أخرى يضعها أمام مجموعة من التهديدات التي من الممكن أن تؤدي إلى إفلاسها وزوالها من السوق.

يمكن تعريف فرص النمو على أنها مجموعة من الأحداث أو الوضعيات المؤقتة التي لا يمكن أن تتكرر بنفس الشكل كما أنها تعتبر أحداثا جذابة للمؤسسة وللمؤسسة المنافسة، فاعتنام هذه الفرص يتوقف على حسب تحليل محيطها مدى قدرتها على إل اكتشاف المبكر لها وللمؤسسة، ثم تقييمها وتكييفها مع الأهداف المسطرة من جهة، وما تملكه من مختلف الموارد والإمكانات من جهة أخرى، ثم اتخاذ القرار بفعالية وسرعة، لأن أي تأخر أو عدم التفاعل الجيد مع هذه الحالة يمكن ضياع الفرصة، ولا يتوقف الأمر عند هذا الحد بل يمكن أن يستفيد المنافسين منها ما يعرض المؤسسة إلى تدهور مكانتها داخل السوق.

وهناك مجموعة من الفرص التي يتيحها المحيط وسنحاول فيما يلي التطرق لأهمها:<sup>1</sup>

✓ **منتجات جديدة:** إن نجاح المؤسسة داخل السوق عند انخفاض الطلب على منتجاتها يكمن في مدى قدرتها في طرح منتجات جديدة والتي تعزز مكانتها السوقية والتنافسية ويكسبها فرص لتحقيق النمو، فلو تكلمنا على دورة حياة المنتج نجد أن المؤسسة تجد صعوبات في المحافظة على معدل النمو في المبيعات عند بلوغها مرحلة النضج، وبالتالي وعند هذا الوضع يجب على المؤسسة أن تكون مستعدة لتصميم وطرح منتجات جديدة.

✓ **النمو الاقتصادي:** إن نمو المؤسسات يرتبط ارتباطا وثيقا ومتبادل بالنمو الاقتصادي، فارتفاع الناتج المحلي الخام (PIB) يكون نتيجة لأداء المؤسسات من خلال تحقيقها للقيمة المضافة، والتي تأتي أصلا من ارتفاع رقم

<sup>1</sup> لياس بن ساسي، "الخيارات الاستراتيجية لنمو المؤسسة - الأسس النظرية لعملية المفاضلة بين بدائل والاستراتيجية للنمو"، ط1، دار وائل للنشر، 2006، ص 55-56.

الأعمال وتحرك استهلاكاتها الوسطية، هذا النمو الاقتصادي والمحقق بدوره يؤدي ارتفاع مستوى الاستهلاك الكلي الذي يقود إلى زيادة الطلب العام يكون فرصة ساحة للمؤسسة للرفع من رقم أعمالها وبالتالي تحقيق النمو

✓ **تغير أذواق المستهلكين:** بفعل الأعمال الترويجية والحملات الإشهارية للمنتجات والخدمات ويؤدي هذا إلى التغير الكبير والسريع لأذواق المستهلكين ويمكن اعتبار هذا فرص للمؤسسة للرفع من رقم أعمالها. إلا أن هذا يتوقف بالضرورة على قدراتها في الإبداع والابتكار ودراساتها لسلوك المستهلكين، كما يجب عليها توقع التغيرات التي يمكن أن تحدث في أذواق المستهلكين ودوافع شراء لديهم وتطور احتياجاتها ورغباتهم، على إثر هذا يمكن للمؤسسة أن تقدم سلع وخدمات تتوافق مع طلب وأذواق المستهلكين مما سيؤدي إلى تعاضد رقم أعمالها ونموها.

**2- أهداف النمو في المؤسسة:** ويمكن تصنيف أهداف نمو المؤسسة على أساس التصنيفات التالية:<sup>1</sup>

### 2-1 أهداف النمو على المستوى التسييري:

قد يساهم النمو في هذا المستوى في تحقيق الأهداف الرئيسية للمؤسسة والمتمثلة في البقاء والاستمرار وتحقيق الربح، وهذا يتم من خلال تراكمات النجاح المحقق من طرف المؤسسة لتشكيل ثقافة للتسيير داخلها، وهذا يتم من طرف المؤسسة، يعتمد عليها أصحاب القرار كمرجعية في إعداد المخططات وتسطير الأهداف.

### 2-2 أهداف النمو على المستوى التنافسي:

يتحقق النمو داخل المحيط التنافسي الذي تعمل فيه المؤسسة من خلال اكتسابها لحصص سوقية كبيرة مقارنة مع منافسيها، ويتحقق ذلك بامتلاك الأدوات التنافسية الضرورية والتي تمتلكها المؤسسة، ونتيجة لارتفاع في الحجم وتستخدم كوسيلة للهيمنة على المنافسين.

### 2-3 أهداف النمو على المستوى المالي:

كما ذكرنا سابقا، فإن المحيط الذي تتعامل داخله المؤسسة يتسم بالا لتأكد وبالتالي فإن النمو يساهم بشكل كبير في التخفيض من درجة الخطر وذلك بفضل إتباع استراتيجية التنوع مثلا، التي تُوّزع هذه المخاطر على مجموعة من الأنشطة والقطاعات وعلى هذا الأساس يقل تأثيرها على المستوى الإجمالي للمؤسسة بنقل الموارد من نشاط لآخر داخل المؤسسة، فإن النمو يحقق المرونة المالية التي تضمن لها الحصول على التمويل الضروري لاحتياجاتها المالية تحت قيد تحسين المردودية والاستقلالية المالية.

<sup>1</sup> الياس بن ساسي، مرجع سبق ذكره، ص 49-52.

ثالثاً: أنماط واستراتيجيات النمو

### 1- أنماط نمو المؤسسة:

يعد النمو من أهم الأهداف التي تهتم لها مختلف المؤسسات وينقسم إلى أنماط وأشكال مختلفة هي<sup>1</sup>:

#### 1-1 النمو المتوازن:

هو الحالة المثلى للنمو حيث تكون الميزانية في حالة توازن تتوافر فيها سيولة نقدية تكفي لتغطية الإنفاق المتزايد للمؤسسة كما يتناسب حجم الديون مع قيود الهيكل المالي ومستوى الربحية وحجم الاستثمارات الضرورية لاستمرارية نمو النشاط.

#### 1-2 النمو المتسارع:

ويعود ذلك التسارع إلى الطلب الكبير والمتزايد على منتجات المؤسسة وهذا ما يعكسه الارتفاع السريع لرقم أعمالها مما يضع المؤسسة في تحدي لمحاولة التسارع في نموها وذلك استجابة للتغيرات الناجمة عن ارتفاع رقم الأعمال بسرعة.

#### 1-3 النمو المتناوب:

هو أحد المظاهر لبعض الأنشطة وهنا يتأثر نشاط المؤسسة بالتذبذب بسبب اختلاف مستوى الطلب من فترة لأخرى.

#### 1-4 أنماط أخرى للنمو:

إذا كانت أنماط النمو السابقة الذكر مقبولة بالنسبة للمؤسسات الاقتصادية، إلا أن هناك أنماط أخرى لنمو المؤسسات قد تكون غير مرغوب فيها، نذكر منها على سبيل المثال النمو المتباطئ الذي له مظاهر سلبية بالنسبة للمؤسسة لكونه يعني القضاء على إيراداتها المستقبلية.

### 2- استراتيجيات النمو:

تعد استراتيجية النمو واحدة من أهم الممارسات الإدارية للشركة، حيث تهدف إلى تحقيق النمو، ومع ذلك، استراتيجيات النمو متعددة ومختلفة كل خطة لها تركيز طويل الأجل على النمو كاستراتيجية نمو، مما أدى إلى العديد من استراتيجيات النمو، لكن الباحثين قاموا بالكثير من التصنيفات لهذه الاستراتيجيات. هناك أساساً فئتان وأربع استراتيجيات للنمو:

<sup>1</sup> سميرة عميش، "مطبوعة محاضرات: في مقياس اقتصاد المؤسسة"، كلية العلوم لاقتصادية والتجارية قسم العلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، 2007، ص24.

تتمثل فئات النمو في فئتين أساسيتين:<sup>1</sup>

- نمو عضوي (أو داخلي): ويعتمد على تطور المؤسسة، بوسائلها الخاصة؛

- نمو خارجي (أو أسواق جديدة): ويعتمد على امتلاك مؤسسة أخرى والاندماج معها؛

وهناك من يضيف النمو المتصل (ويعتمد على إقامة علاقات واتفاقات مع مؤسسات أخرى بهدف النمو). أما استراتيجيات النمو الأربعة تتمثل في:

**1-2 اختراق السوق:** تهدف هذه الاستراتيجية إلى زيادة مبيعات أنواع المنتجات والخدمات التي تقدمها بالفعل إلى السوق الحالي. على سبيل المثال، يمكنك تولي جزء أكبر من محفظة عملائك الحاليين. يجب أن تكون هذه دائمًا استراتيجيتك الأولى. قبل النظر في توظيف عملاء جدد، من المهم أن تخدم عملائك الحاليين على النحو الأمثل.<sup>2</sup>

**2-2 تطوير المنتجات والخدمات:** يزيد ولاء العميل بزيادة عدد المنتجات والخدمات التي تقدمها. كلما كان العميل أكثر ولاء، كلما منحك حصة كبيرة من محفظته، وكلما تحدث عنك من حوله. يقع تطوير المنتجات والخدمات في قلب الحركة التي تميز صناعتك حيث: تطوير عرض في إدارة الثروات (أو عرض خدمة متكامل). تتمثل الفلسفة الأساسية لهذه الحركة في تقديم طريقة بسيطة للعملاء، حيث يمكن للشخص المخلص تلبية جميع احتياجاتهم. على سبيل المثال، يدمج العديد من مستشاري الاستثمار عرض حلول التأمين. يجب أن يكون تطوير المنتجات والخدمات مع العملاء الحاليين هو الاستراتيجية الثانية لتغذية النمو.<sup>3</sup>

**3-2 تطوير السوق:** يأتي وقت يقرر فيه بعض رواد الأعمال تشغيل سوق جديد مع الحفاظ على عرضهم الحالي للخدمات. على سبيل المثال، قد يقرر المستشار تركيز جهوده في سوق معين (رجال الأعمال والمهنيين الصحيين).<sup>4</sup>

**4-2 التنوع:** تعد استراتيجيات التنوع أكثر تعقيدًا قليلاً لأنها تنطوي على تغيير في السوق المستهدف بالإضافة إلى توفير الخدمات. ومع ذلك، هناك مستشارين ينجحون في هذه الاستراتيجية من خلال تقديم حل مبتكر أو غير معروف في سوق لا تقدم له خدمات جيدة في الوقت الحالي.<sup>5</sup>

<sup>1</sup> عبد الوهاب بلمهدي وعادل لعجالي، "استراتيجية نمو المؤسسة الاقتصادية"، مطبوعة محاضرات، جامعة سطيف2، 2014، ص86.

<sup>2</sup> Yakup Durmaz & Ahmet İlhan, "Growth Strategies in Businesses and A Theoretical Approach, International Journal of Business and Management; Vol. 10, No. 4, Published by Canadian Center of Science and Education, 2015, p4.

<sup>3</sup> Tom McKaskill, **Ultimate Growth Strategies: 14 Principles of High Growth Businesses**, www.ultimategrowthstrategies.com, le 18/03/2019, 16:51, p10.

<sup>4</sup> Yakup Durmaz & Ahmet İlhan, Ibid, p05.

<sup>5</sup> عبد الوهاب بلمهدي وعادل لعجالي، مرجع سبق ذكره، ص87.



في الختام، فإن هذه الاستراتيجيات الأربع جميعها فعالة، ولكن يجب التفكير منطقياً في الترتيب الذي قدمته قبل الدخول في سوق جديد.

### المطلب الثالث: النمو الداخلي

#### أولاً: تعريف النمو الداخلي

هناك اختلاف في تحديد مفهوم واضح للنمو حيث نجد من عرفه حسب مصدره التمويل ومنهم من عرفه حسب القدرة الإنتاجية.

#### 1- النمو الداخلي ومصادر التمويل:

❖ **التعريف الأول:** عرف A. Jacquemin أنه "استخدام المؤسسة لمواردها الخاصة لتنفيذ سياستها الاستثمارية والتي تمول بالأرباح غير الموزعة أو باللجوء إلى الوسطاء الماليين".

❖ **التعريف الثاني:** أما A.B.Weber et F.Jennic (1975) فقد عرفها على أنها "نمو المؤسسة عن طريق التمويل الذاتي أو جلب رؤوس أموال نقدية دون التوحد مع مؤسسات أخرى".

❖ **التعريف الثالث:** لكن R.Paturel اعترض على ربط نمط النمو بمصدر التمويل، ذلك لأن كل من النمو الداخلي والنمو الخارجي يمكن تمويلهما بمصادر تمويل داخلية و/أو خارجية وعليه فلا توجد خصوصية تمويلية لكل من الاستراتيجيتين فالنمو الخارجي يمكنه تمويله بالتمويل الذاتي (حالة نادرًا لكنها موجودة)، كما أن النمو الداخلي يمكن أن يمول باللجوء إلى مصادر التمويل الخارجية كإصدار أسهم و/أو الحصول على قروض بنكية.

#### 2- النمو الداخلي والقدرة الإنتاجية:

عرف (A. Bienaymé) النمو الداخلي على أنه "هو ذلك النمط من النمو الذي ينتج عن الارتفاع في القدرة الإنتاج عن طريق إنشاء أو حيازة وسائل إنتاج جديدة، ويرافق ذلك ارتفاع في الإنتاج كما وجوده وتنوعاً".<sup>1</sup> من خلال التعاريف السابقة نستنتج أن النمو الداخلي هو الارتفاع في القدرة الإنتاجية في المؤسسة بإنشائها لوسائل إنتاجية أو بحيازتها لاستثمارات جديدة.

<sup>1</sup> الياس بن ساسي، "المؤسسة أمام خيار النمو الداخلي والنمو الخارجي - دراسة حالة مؤسسات قطاع المحروقات-"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم اقتصادية، جامعة الجزائر، 2007-2008، ص 54-55.

### ثانيا: النمو الداخلي والسلوك المالي للمؤسسة

إن إتباع المؤسسة لسياسة النمو الداخلي يفرض عليها قيود وتحديات مالية حيث يتجه المسئول المالي نحو إحداث توازن بين معدل النمو ومعدل المردودية، وانطلاقاً من مبدأ النمو تلجأ المؤسسة إلى تمويل النمو مع الحفاظ على الاستقلالية المالية لها وهذا ما يتطلب إتباع سياسة مالية صارمة تركز على تمويل الأصول الجديدة والتزايد في الاحتياج في رأس المال العامل بواسطة التمويل الذاتي، كما يبحث المسئول المالي على موارد خارجية طويلة أم قصيرة الأجل لكن بشروط وآليات الرافعة المالية من أجل تحسين المردودية المالية للأموال الخاصة. ومن أجل تحقيق الفعالية القصوى للنمو لا بد من تدنية الاحتياجات المالية للمؤسسة وخصوصاً الاحتياج في رأس المال العامل وبالتسيير الحذر لهذا المؤشر والتخفيض من تكلفة الديون بواسطة التسيير الحسن للاستدانة.<sup>1</sup>

### ثالثاً: المفاضلة بين النمو الداخلي والخارجي

يعتبر النمو الداخلي طريقاً مفضلاً لاعتماد وإنتاج استراتيجية للتخصص في مرحلة نمو في ميدان نشاط المؤسسة، حيث يتطلب ذلك تركيز هذه الأخيرة لكل طاقاتها وجهودها حتى تتحكم في هذه الظاهرة. كما يمكن للمؤسسة، في إطار عملية النمو الداخلي، أن تنتهج استراتيجية للتنوع، حيث إن قدرتها على الابتكار بواسطة الخاصة وعلى مباشرة الأنشطة الجديدة هي المقاييس المحددة للنمو. وبالمقابل، يمكن للمؤسسة أن تنمو خارجياً بإحدى طرق النمو الخارجي (الدمج، الحيازة، التحالف...)، وذلك باللجوء إلى مؤسسة/مؤسسات أخرى منافسة، وتكون بذلك بصدد استراتيجية تخصص؛ أو إلى مؤسسة/مؤسسات أخرى تنشط في مجال آخر، وتكون بذلك أمام حالة التنوع.

### 1- التمييز بين النمو الداخلي والنمو الخارجي (الخصائص والمظاهر، المزايا والنقائص):<sup>2</sup>

يقودنا التمييز بين النمو الداخلي والخارجي إلى إدراج جملة من الخصائص والمظاهر، بحسب طريقة النمو، والتي يمكن توضيحها في الجدول الآتي:

<sup>1</sup> الياس بن ساسي، "تمويل احتياجات النمو الداخلي للمؤسسة الاقتصادية"، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم الاقتصاد، تخصص إدارة الأعمال، جامعة ورقلة، 2003، ص 5.

<sup>2</sup> دادان عبد الوهاب، "دراسة تحليلية للمنطق المالي لنمو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية نحو بناء نموذج لترشيد القرارات المالية"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2008، ص ص 172-173.

الجدول (1-1): خصائص ومظاهر كل من النمو الداخلي والخارجي.

النمو الخارجي		النمو الداخلي	
الخصائص	المظاهر	الخصائص	المظاهر
-الحيازة، الاحتواء، الاندماج، التحالف،...؛ -انخفاض المنافسة في حالة التخصص؛ -انخفاض درجة الخطر في حالة التنويع.	-زيادة الحجم؛ -تغيير الخصائص؛ -تغيير في الأنشطة.	-شراء الإمكانيات -الإنتاج الذاتي للاستثمارات؛ -التطور الذاتي للموارد البشرية، الموارد المالية والتقنية (الأبحاث والتطوير، قدرة التمويل الذاتي، تكوين المستخدمين).	-ارتفاع الأبعاد (رقم الأعمال، النتائج، المستخدمين...) -تغيير الخصائص (المنتجات، الأسواق، التكنولوجيا، التمويل، التنظيم، الموارد البشرية)؛ -الاستقلال والسيادة الماليين.
تطور المؤسسة وزيادة الإمكانيات باللجوء إلى أطراف خارجية.		حجم إضافي من الإمكانيات، بفضل الموارد الذاتية للمؤسسة.	

المصدر: دادان عبد الوهاب، "دراسة تحليلية للمنطق المالي لنمو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية نحو بناء

نموذج لترشيد القرارات المالية"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2008،

ص173.

يختلف النمو الخارجي عن الداخلي بأنه :

✓ غير متواصل (Episodique) واستطراذي (Discontinue) في حين أن النمو الداخلي غير منتظم ولكنه

متواصل (Irrégulier)؛

✓ متعدد الأشكال من حيث الطريقة، وخاصة من الناحية القانونية (اندماج، امتصاص، حيازة...)

✓ يتميز بطول مدة التحضير والإنجاز، وخاصة من حيث إحداث تغييرات في هيكل المنظمة بهدف الحصول

على مجموع منسجم، متلاحم، منسق وفعال؛

ويمكن التمييز أيضا بين النمو الداخلي والخارجي من حيث المزايا والنقائص، ونلخص ذلك في الجدول الآتي:

الجدول (1-2): مزايا وعيوب النمو الداخلي والنمو الخارجي.

النمو الخارجي		النمو الداخلي	
العيوب	المزايا	العيوب	المزايا
- ضخامة الأموال الضرورية؛ - ارتفاع تكاليف الحيازة على الأصول؛ - صعوبة إعادة التنظيم؛ - صعوبة تكامل الأنشطة؛ - خطر تفاقم الاختلالات.	- دخول مجالات جديدة؛ - الحصول على كفاءات جديدة؛ - تدني الأخطار؛ - سد النقص في الموارد؛ - انخفاض درجة المنافسة؛ - الاجتياز السريع للعبات في أبعاد المؤسسة؛	- صعوبة التحكم في مجال جديد للكفاءات؛ - هشاشة الجهاز الإنتاجي؛ - الحساسية للظروف؛ - صعوبة الوصول إلى الحجم الحرج للمؤسسة؛	- استغلال الخبرة في مجال معروف؛ - الاحتفاظ بالاستقلالية؛ - تأهيل المستخدمين؛ - الاحتفاظ بهيكل المؤسسة.

المصدر: دادان عبد الوهاب، مرجع سبق ذكره، ص174.

تبين من الجدول أعلاه أنه عند سيادة حالة استقرار التنظيم وتوفر حوافز للمستخدمين، يؤدي النمو الداخلي بالمؤسسة، التي تعاني من هشاشة الجهاز الإنتاجي ومن صعوبة التكيف مع التغيرات، إلى إمكانية مواجهة التطورات في المحيط التقني والتجاري. كما يعتبر النمو الخارجي طريقاً مناسباً لاكتساب كفاءات جديدة وللتعرف على أنشطة وصناعات جديدة. غير أن هذا النوع من النمو يطرح مشاكل تتعلق بجانب التنسيق ويكلف المؤسسة رؤوس أموال ضرورية ضخمة، على عكس النمو الداخلي، الذي يتميز بأنه ناتج عن طاقة التمويل الذاتي.

## 2- عوامل المفاضلة بين النمو الداخلي والخارجي:<sup>1</sup>

تتحكم في عملية المفاضلة بين النمو الداخلي والنمو الخارجي مجموعة من العوامل، يمكن استنتاجها من خلال ما تقدم من تحليل، وهي كما يلي:

<sup>1</sup> دادان عبد الوهاب، مرجع سبق ذكره، ص174.

✓ **الخصائص القطاعي:** ويتعلق الأمر بكل من درجة نضج الصناعة وأهمية حواجز الدخول ( Barrières à l'entrée) ففي ظل قطاع يتميز بالنضج، يتجنب النمو الخارجي مشكل الإفراط في التصنيع وتضييع المردودية. فبقدر ما تكون الصناعة بعيدة عن مرحلة النضج بقدر ما تكون عملية النمو ممكنة. كما أن قدرة المؤسسة على اختراق حواجز الدخول للأسواق، خصوصا تلك المتعلقة بالتكنولوجيا، تتوقف على قدرتها الإبداعية وعليه، فإن طريقة النمو تكون بناء على درجة النضج في الصناعة وعلى مدى قدرة المؤسسة على اجتياز عوائق الدخول وفقا لاستراتيجية معينة. ونشير إلى أن هذا العامل يؤدي دورا عاما في إطار استراتيجيات التدويل.

✓ **ميل المؤسسة إلى النمو الخارجي:** حيث يعتبر النقص في الموارد البشرية و/أو التكنولوجيا دافعا وراء لجوء المؤسسة إلى النمو الخارجي. ونشير في هذا السياق إلى أنه بقدر ما تقدم المؤسسة على أنشطة بعيدة عن نشاطها الأصلي، بقدر ما يكون من الأفضل لجوئها إلى النمو الخارجي.

✓ **الاعتبارات التكتيكية:** وتمثل الاعتبارات التكتيكية في اقتصاد الوقت، العمل على حياض المنافسة وإمكانية الوصول إلى أهداف (Cibles) فيؤدي عامل اقتصاد الوقت دورا هاما في عملية المفاضلة بين النمو الداخلي والخارجي، ذلك أنه بإمكان المؤسسة، عند توفر مجموعة من الظروف الملائمة، أن تنمو خارجيا، عن طريق الحيازة، وهنا تكون السرعة في النمو أكثر مقارنة بالمدة المفروضة في حالة النمو الداخلي، نظرا لعامل الزمن، فإن الحيازة يمكن أن تكون وسيلة لتقوية وضع المؤسسة في السوق في ظرف زمني أسرع.

✓ **إمكانية تواجد أصول في السوق:** ويتعلق الأمر بإمكانية الحيازة على أصول خاصة بتراكم الخبرة للمؤسسة أو صعوبة التقليد كالتكنولوجيا، المهارة، وفاء زبائن، علامة تجارية... وبذلك يكون النمو الخارجي الأقرب إلى تحقيق مثل هذا الوضع.

### المبحث الثاني: ماهية تكلفة رأس المال وأهميتها

تبلورت فكرة رأس المال من مفهوم التكلفة الوسطية المرجحة، حيث يمكن حساب هذه التكلفة من خلال تقدير تكلفة كل مصدر ولحساب هذه التكلفة أهمية كبيرة لدى المؤسسة فهي بمثابة المتحكم الرئيسي في اتخاذ قرارات التمويل التي يتخذها المسكرون، وكذلك لها دور كبير في زيادة قيمة المؤسسة فهذه الأخيرة تعمل على تكوين هيكل رأس مالها بنسب تسمح بتخفيض تكلفة رأس المال ومنه زيادة قيمتها وبالتالي تحقيق نمو إلا أن الشركات تجد صعوبة في تحقيق هذا لوجود عوامل تؤثر على مصادر التمويل المختلفة ومنه على تكلفة هذه المصادر.

### المطلب الأول: أساسيات هيكل رأس المال

رأس المال هو المورد الرئيسي للمنشأة وباعتماده يمكن من تنفيذ جميع أنواع الفعاليات والأنشطة المالية، ويمكن الحصول على رأس المال عبر مصادر متنوعة مملوكة أو مقترضة، وعندما تتبنى المؤسسة مستوى حقيقيا وكافيا من رأس المال فإنها تكتسب أرباحا عالية من توزيع الأرباح إلى المساهمين إيجابا في قيمة المؤسسة.

### أولا: مفهوم هيكل رأس المال

❖ **التعريف الأول:** يمكن تعريف هيكل رأس المال على أنه: "توليفة مكونة من مجموعة مصادر التمويل طويلة الأجل التي تم اختيارها من قبل المؤسسة لتغطية استثماراتها، وتتكون من العناصر المكونة لجانب الخصوم في الميزانية.<sup>1</sup>

❖ **التعريف الثاني:** هيكل رأس المال هو جزء من الهيكل المالي، يتضمن مصادر التمويل الدائمة أو طويلة الأجل، (حقوق الملكية + القروض طويلة الأجل، السندات).<sup>2</sup>

ويحسب هيكل رأس المال بالعلاقة التالية:<sup>3</sup>

هيكل رأس المال = قروض قصيرة الأجل + أسهم ممتازة + حقوق المساهمين

هيكل رأس المال = مجموع الأصول - الخصوم المتداولة

<sup>1</sup> عاطف وليم أندراوس، "التمويل والإدارة المالية للمؤسسات"، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2008، ص401.

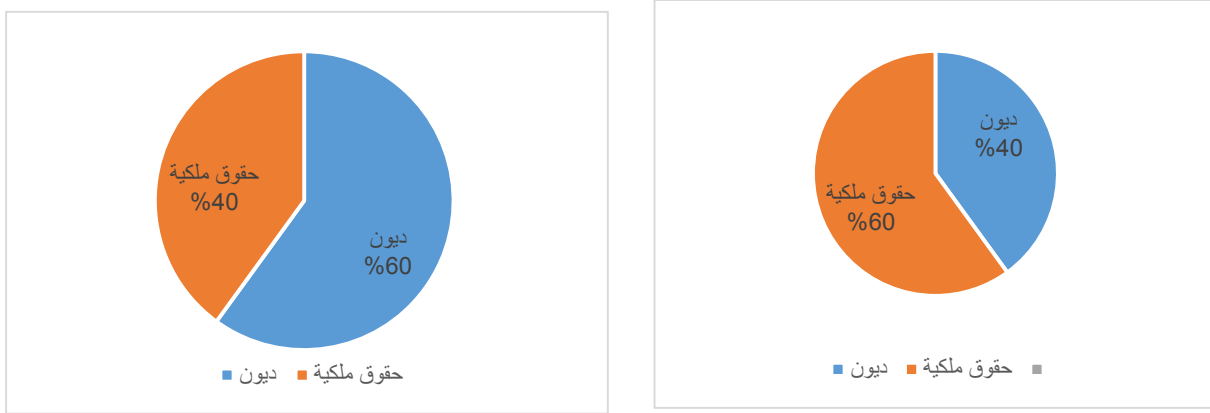
<sup>2</sup> حسن عطا غنيم، "دراسات في التمويل"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 1999، ص5.

<sup>3</sup> شنانة جهرة، "أثر محددات هيكل رأس المال في سوق رأس المال السعودي-دراسة قياسية للفترة (2005-2015)"، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد17، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة سطيف، الجزائر، 2017، ص177.

وبالتالي فهيكّل رأس المال يشير إلى أنواع الأموال التي يمكن الحصول عليها عن طريق الأوراق المالية والمبالغ المناسبة الرأسمالية التي يزيد أمدّها عن السنة، وهو خليط من مصادر مختلفة من التمويل الدائم للشركة، طويلة الأجل كحقوق الملكية، قروض طويلة الأجل والأرباح المحتجزة. وبطبيعته يحدّد العلاقة بين مصادر التمويل المختلفة من جهة وعلاقته بقوة وقيمة المؤسسة من جهة أخرى.

كما أن تحديد هيكل رأس المال لأمثل في مؤسسة ما، يعني تحديد الملائمة من الديون إلى حقوق الملكية في هذه المؤسسة، ويمكن التعبير عن أموال الشركة في شكل دائرة يتم تقسيمها بين الديون وحقوق الملكية كما يلي:

الشكل (1-1): تركيبة رأس المال الأمثل.



**المصدر:** حسين عطى غنيم، "دراسات في التمويل"، المكتبة الأكاديمية، القاهرة مصر، 2005، ص 504.

من خلال هذا الشكل والذي يبين التركيبة هيكل رأس المال الأمثل يستوجب على المؤسسة اختيار التركيبة المثلى لهيكل رأس مالها، والذي يحقق التوازن بين العائد المتوقع والمخاطر من هذا التمويل المستهدف مع الأخذ بعين الاعتبار تكلفة الحصول على التمويل أي المفاضلة بين مصادر التمويل المتاحة.<sup>1</sup>

**ثانياً: هيكل رأس المال والهيكل المالي**

لا بد أن نفرق بين المعنى المرتبط بمصطلحين شائعين في هذا المجال، الأول الهيكل الذي يظهر كيفية قيام المؤسسة بتمويل موجوداتها المختلفة وهو ما يعبر عنه بهيكل المالي، والثاني هيكل رأس المال للمؤسسة ويبين الجدول الفرق بينهما:<sup>2</sup>

<sup>1</sup> حسين عطى غنيم، "دراسات في التمويل"، المكتبة الأكاديمية، القاهرة، مصر، 2005، ص 504.

<sup>2</sup> المعارضي جليل كاظم مدلول، "الإدارة المالية المتقدمة: مفاهيم نظرية وتطبيقات علمية"، ط 1، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013، ص 378.

الجدول (1-3): الفرق بين هيكل رأس المال والهيكل المالي.

هيكل رأس المال	الهيكل المالي
1. يتضمن فقط مصادر تمويل قصيرة الأجل.	1. يتضمن كل مصادر التمويل طويلة وقصيرة الأجل.
2. يعني فقط بالمطلوبات طويلة الأجل في المؤسسة.	2. يعني بجانب المطلوبات الإجمالية من قائمة الميزانية.
3. تتألف من حق الملكية والأسهم الممتازة والأرباح المحتجزة.	3. يتألف من جميع مصادر رأس المال.
4. أحد المحددات الرئيسية لقيمة المؤسسة.	4. سوف لا يكون أكثر أهمية عند تحديد قيمة المؤسسة.

المصدر: جليل كاظم مدلول العارضي، "الإدارة المالية المتقدمة: مفاهيم نظريات وتطبيقات عملية"، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013، ص 378.

ثالثاً: محددات هيكل رأس المال

تصادف المؤسسة لدى رغبتها في تبني هيكل رأس مالي معين العديد من العوامل التي تحدد معالم هذا الهيكل، لذا فعلى المؤسسة أن تراعي الحذر في عملية تخطيط هيكل رأس مالها، مما يتوجب ضرورة إعادة النظر فيه كلما احتاجت المؤسسة إلى تمويل إضافي، ومن أهم هذه المحددات:<sup>1</sup>

1- مخاطر النشاط

وتشير هذه المخاطر إلى درجة الخطورة المرتبطة بالعمليات التشغيلية للمؤسسة واستخدام القروض، حيث أنه كلما ارتفعت مخاطر النشاط وجب تخفيض نسبة التمويل.

2- المخاطر المالية

إن تكلفة الضغوط المالية عالية جداً على المؤسسة، فإن احتمالاتها تعتمد على درجة الخطر للنشاط، بالإضافة إلى الأخطار الخاصة بالرافعة المالية، فكلما زاد خطر النشاط والخطر المالي، تعرضت المؤسسة لخطر الإعسار، لذا فإن كثيراً من الشركات تقلل من اعتمادها على الديون بهدف تقليل المخاطر.

<sup>1</sup>عاطف وليم أندراوس، مرجع سبق ذكره، ص 402-406.



### 3- الموقف الضريبي للمؤسسة

حيث يكون أحد أهم الأسباب التي تدفع المؤسسة للتمويل بالقروض، الأمر الذي يخفض من العبء الضريبي على المؤسسة، ولكن قد يحدث وأن تحصل المؤسسة على إعفاء ضريبي من جراء ترحيل الخسائر للأمام أو الخلف من وعاء الضريبي لعدة سنوات، ما يفقد الاقتراض لإحدى مزاياه الأساسية.

### 4- الرفع التشغيلي

فالمؤسسة بإمكانها استخدام الرفع المالي (الاقتراض) في حال انخفاض درجة الرفع التشغيلي\*، بشكل أفضل من المؤسسات التي تتميز بارتفاع في الرفع التشغيلي، وهذا راجع إلى انخفاض درجة مخاطرة النشاط.

### 5- معدل النمو

فالمؤسسات التي تمتاز بسرعة نموها تعتمد على التمويل باستخدام القروض بشكل كبير، كما أن ارتفاع تكاليف التمويل بالأسهم مقارنة مع الدين يشجع المؤسسة على زيادة الاعتماد على الاقتراض، لكن في المقابل قد تواجه هذه المؤسسات مخاطر أكبر جراء اعتمادها على القروض مما يقلل درجة الاعتماد عليها.

### المطلب الثاني: مفهوم تكلفة رأس المال.

ينبغي أن نميز في البداية بين تكلفة التمويل وتكلفة رأس المال، فتكلفة التمويل تمثل تكلفة لكل مصدر من مصادر الهيكل المالي، بينما تكلفة رأس المال تكلفة هيكل رأس المال ككل، أي ذلك الجزء من الهيكل المالي الذي يتضمن التمويل طويل الأجل<sup>1</sup>.

### أولاً: تعريف تكلفة رأس المال.

لتوضيح مفهوم تكلفة رأس المال (Cost of Capital) ينبغي في البداية تعريف رأس المال (Capital)، فيقصد برأس المال مصادر التمويل التي يتم استخدامها من قبل المنشأة بهدف تمويل الموجودات وتمويل المشتريات فهي تشكل مجموع مصادر التمويل للمنشأة، ويعد رأس المال أحد مكونات عناصر الإنتاج ويعتبر من أهم العناصر الذي يتطلب تكلفة كغيره من عناصر الإنتاج، ومن هنا يطلق على الأموال التي تقوم المنشأة بتوفيرها لتسديد حاجاتها بالكلفة وكلفة رأس المال هي مجموع تلك التكاليف<sup>2</sup>.

\* يقصد بالرفع التشغيلي تضخيم حجم الأرباح عن طريق زيادة الاعتماد على التكاليف الثابتة على حساب التكاليف المتغيرة، مما يؤدي إلى انتقال نقطة التعادل إلى أعلى، أي أن المؤسسة بحاجة إلى حجم مبيعات أكبر لكي تغطي تكاليفها الثابتة.

<sup>1</sup> محمد علي إبراهيم العامري، "الإدارة المالية الحديثة"، دار وائل للنشر، الأردن، 2013، ص 341.

<sup>2</sup> منير إبراهيم الهندي، "الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر"، ط5، المكتب العربي الحديث للنشر، الإسكندرية، مصر، 2003، ص 50.

❖ **التعريف الأول:** تكلفة رأس المال عبارة عن المتوسط الحسابي المرجح لمختلف مصادر التمويل الدائمة في المؤسسة أو الهيكل التمويلي لها، وهذا يتطلب:<sup>1</sup>

✓ تحديد تكلفة مختلف مصادر التمويل المستعملة من المؤسسة؛

✓ بعدها يتم تقدير تكلفة رأس المال عن طريق حساب متوسط التكلفة المرجحة، للحصول على تكلفة التمويل النهائية.

❖ **التعريف الثاني:** "هو متوسط معدل المردودية الأدنى الذي يلتزم به المستثمرون عند الحصول على التمويل المطلوب لتحقيق مشاريعهم الاستثمارية."<sup>2</sup>

وعليه نستخلص أن تكلفة رأس المال هي: الحد الأدنى لمعدل العائد الذي تعتبر المؤسسة على أساسه كل استثمار جديد عملاً مجزياً، وهو المعدل الذي يساوي على الأقل معد العائد الذي يمكن أن نحصل عليه المساهمون في المؤسسة.<sup>3</sup>

يتم حساب تكلفة رأس المال من خلال المعادلة أدناه حيث يتم استخدام التكلفة الإجمالية المرجحة، والمقصود بالمرجحة هنا الحصة النسبية لكل عنصر من عناصر رأس المال في الهيكل الكلي للتمويل ومن ثم يكون لكل مصدر من مصادر التمويل وزن معين، مقابل مصادر التمويل الأخرى، ويضرب الوزن المرجح لكل مصدر تمويلي في تكلفة هذا المصدر وجمع نتائج هذه العمليات نحصل على التكلفة الإجمالية المرجحة، وذلك من خلال المعادلة التالية:<sup>4</sup>

$$CMPC = Ke We + Kd (1-t) Wd$$

حيث:

✓ Ke: تكلفة رأس المال المرجحة؛

✓ Kd (1-t): تكلفة الديون الصافية من الضرائب؛

✓ T: معدل الضريبة على أرباح الشركات؛

✓ We، Wd: هي الأوزان النسبية للأموال الخاصة و الديون على التالي في هيكل رأس المال حيث:

$$We = Fp/V \text{ و } Wd = d/v, V = d + Fp$$

وهي القيمة السوقية للمؤسسة.

<sup>1</sup> Khemici Chiha, "Finance d'entreprise", Houma Edition, ALGER, 2009, P.151.

<sup>2</sup> دريد كامل آل شبيب، "مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة"، ط2، دار المسرة للنشر والتوزيع، الأردن، 2013، ص313.

<sup>3</sup> محمد المخالفي، "أساسيات الإدارة المالية"، الدار الجامعية، صنعاء، اليمن، 2006، ص119.

<sup>4</sup> علي عباس، "الإدارة المالية"، دار إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص163-164.

مع:

✓ d: القيمة السوقية للديون ؛

✓ Fp: القيمة السوقية للأموال الخاصة.

ولتحديد تكلفة رأس المال لا بد من القيام بالخطوات التالية:

✓ تحديد هيكل رأس المال؛

✓ حساب تكلفة الأموال الخاصة؛

✓ حساب تكلفة الديون المالية.

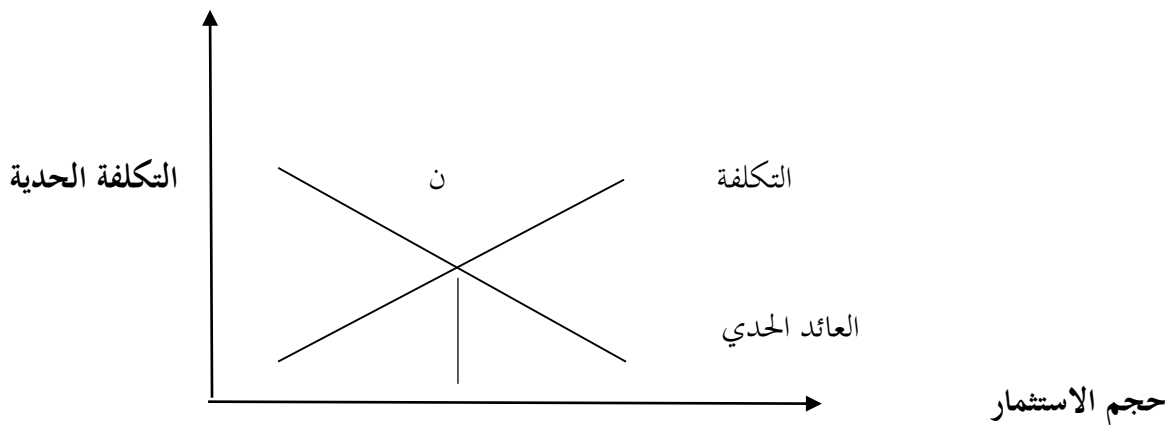
ثانيا: علاقة تكلفة رأس المال بالقرار الاستثماري والعوامل المؤثرة فيه.

### 1- علاقة تكلفة رأس المال بالقرار الاستثماري

إن قرار الاستثمار مرتبط بمعدل المرادوية الاستثمارية الممكن تحقيقها من خلال اتخاذ القرار الاستثماري مقارنة بمعدل تكلفة رأس المال المستثمر في المشروع، لكن وكما سبق وأن رأينا فإن تكلفة رأس المال تختلف باختلاف مصادر التمويل المتاحة للمؤسسة، فتسعى هذه الأخيرة إلى اختيار المصادر التي تحقق لها أقل تكلفة ممكنة على أن تكون هذه المصادر أيضا مناسبة لاحتياجاتها المالية.

كما أن قرار الاستثمار يعتمد أساسا على معدل العائد المتوقع الحصول عليه، فارتفاع تكلفة رأس المال يترتب عليه انخفاض المبالغ التي يمكن استثمارها بهذه التكلفة، بينما نجد في الحقيقة زيادة حجم الاستثمارات رغم ارتفاع تكلفة رأس المال وذلك لاستنفاد الفرص الاستثمارية المرحة<sup>1</sup>، والشكل التالي يوضح ذلك:

الشكل (1-2): العلاقة بين التكلفة الحدية وحجم الاستثمار



المصدر: عبد الغفار حنفي، "الإدارة المالية: قرارات الاستثمار"، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2000،

ص432.

<sup>1</sup> عبد الغفار حنفي، "الإدارة المالي: قرارات الاستثمار"، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2000، ص ص431-432.

نلاحظ من الشكل (1-2) النقطة الحدية "ن" والتي يتحقق عندها التوازن بين التكلفة الحدية و العائد الحدي، ومن هذا كله يمكننا إظهار العلاقة التي تبين بأن الأموال تمثل الحد الأدنى للمعدل الذي ينبغي تحقيقه على الاستثمارات الرأسمالية المقترحة، فتحقيق معدل عائد أقل من هذا المعدل يؤدي بالضرورة إلى حالة مالية سيئة للمؤسسة مما كانت عليه من قبل، بينما تحقيق معدل أكبر من الحد الأدنى يؤدي إلى تحسن الحالة المالية للمنشأة مع زيادة قيمتها السوقية.

## 2- العوامل المؤثرة في تكلفة رأس المال

تتأثر تكلفة رأس المال بالعديد من العوامل، منها عوامل عامة، ومنها المتعلقة بكل عنصر من عناصر الهيكل المالي، بالإضافة إلى قرارات المؤسسة بشأن الهيكل المالي.

### 1-2- تأثير العوامل العامة:

إن هدف أي مستثمر من وضع أمواله في المؤسسة هو حصوله على عائد مقابل استثماراته ويمكن تصنيف هذه العوائد على النحو التالي:<sup>1</sup>

- عائد مقابل عنصر الزمن لتعويض المستثمر عن حرمانه من استغلال أمواله في منافع حالية، نتيجة لتوجيه تلك الأموال نحو الاستثمار، وتقدر قيمة هذا التعويض بالعائد الذي يمكن للمستثمر أن يحصل عليه ولو استثمر أمواله في مجالات لا تتعرض لأي نوع من المخاطر، كالاستثمار في السندات الحكومية التي لا تزيد فترة استحقاقها عن السنة، وهو ما يطلق عليه معدل العائد من الخطر، ويتوقف هذا العائد على الحالة الاقتصادية، فكلما زاد الطلب على الأموال زاد معدل العائد على الاستثمار الخالي من الخطر والعكس صحيح.

- عائد كتعويض عن المخاطر التي يتعرض لها العائد من الاستثمار ذاته، ويطلق عليه بدل المخاطر اذ تتعلق بالمخاطر المرتبطة بالمؤسسة ذاتها.

### 2-2- تأثير العناصر الخاصة بكل عنصر:<sup>2</sup>

ترتبط بتحديد مصادر التمويل الطويلة الأجل التي تلبى احتياجات الاستثمارية، ونظرا للخصائص المميزة لكل مصدر فإن درجة المخاطر التي يتعرض لها تكون مختلفة ومتفاوتة، فالمقرضون هم عرضة للمخاطر أكثر من حملة الأسهم إذ، لهم الحق في الحصول على العوائد بغض النظر عن تحقيق المؤسسة للربح أو الخسارة، كما لهم الأولوية في الحصول على مستحقاتها في حالة التصفية أو الإفلاس إما، حملة الأسهم العادية فيتحملون الجزء الأكبر

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، " الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل"، ط2، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1998، ص72.

<sup>2</sup> محمد صالح الحناوي وآخرون، " الإدارة المالية"، مدخل اتخاذ القرارات، الدار الجامعية، مصر، 2004، ص 392.

من المخاطر التي تتعرض لها المؤسسة ( العائد الذي سيتحصل عليه المستثمرون ) يتوقف على المخاطر التي تتعرض لها مصادر التمويل، فمن المتوقع أن يكون الاقتراض اقل المصادر التمويل تكلفة والأسهم العادية أكثرها تكلف.

### 2-3- قرار المؤسسة بشأن الهيكل المالي:

عادة ما تضع المؤسسة سياسة محددة بشأن الخليط الذي يتكون منه هيكل رأس المال ونسبة كل عنصر فيه حيث تقرر المؤسسة مثلا الاعتماد على القروض والحقوق في تمويل استثماراتها وبهذا تستبعد الأسهم الممتازة كما قد تقرر ذلك نسبة مستهدفة لكل عنصر داخل الخليط الذي قررت الاعتماد عليه في تمويلها وطالما أن تكلفة كل عنصر تختلف نتيجة الاختلاف في درجة المخاطر التي يتعرض لها عائد ذلك العنصر لذا فمن المتوقع أن تختلف تكلفة الأموال وفقا لقرار المؤسسة الذي يحدد العناصر التي يتكون منها الهيكل المالي ونسبة كل عنصر فيه.<sup>1</sup>

### 2-4- العوامل غير النظامية :

تتمثل العوامل غير النظامية فيما يلي:

✓ **هيكل التكاليف:** كالم ارتفعت التكاليف الثابتة، كلما زادت حساسية المؤسسة للظروف الاقتصادية وهو ما يؤدي لارتفاع تكلفة رأس المال.

✓ **الحساسية للظروف الاقتصادية الكلية:** هناك بعض القطاعات تكون حساسة جدا للظروف الاقتصادية، كقطاع النقل أين تكون تكلفة رأس ماله مرتفعة على خلاف بعض القطاعات الأخرى التي تكون ذات حساسية ضعيفة، وبالتالي تكون تكلفة رأس المال جد منخفضة .

✓ **خصوصية النشاط:** تختلف تكلفة رأس المال حسب نوعية النشاط، فإذا قارنا بين قطاع العقار وقطاع الصناعة، فيعتبر هذا الأخير أكثر عرضة للمخاطر.

✓ **معدل نمو الناتج:** تؤدي زيادة النمو إلى زيادة المخاطر من خلال الارتفاع الحساسية لتغيرات السوق.

ثالثا: استخدامات تكلفة الاستثمار للمفاضلة بين المشاريع

### 1- القيمة الحالية الصافية (VAN) $La\ valeur\ actuelle\ nette$ :<sup>2</sup>

يمكن تعريف القيمة الحالية الصافية لأي مشروع استثماري بأنها " الفرق بين القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة والتدفقات النقدية الخارجة للمشروع.

<sup>1</sup> أحمد بوراس، "تمويل المنشآت الاقتصادية"، دار العلوم للنشر والتوزيع، الجزائر، 2008، ص84.

<sup>2</sup> زغيب مليكة وبوشنقت ميلود، "التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد"، ديوان المطبوعات الجزائرية، الجزائر، 2010، ص198 .

ومن خلال التعريف يتضح أنه لحساب صافي القيمة الحالية لا بد من وجود تكلفة استثمار يتم على أساسها خصم التدفقات النقدية المرتبطة بالاستثمار، ويجب أن يعكس هذا المعدل ما يلي:

- ✓ معدل تكلفة الحصول على الأموال المستثمرة؛
  - ✓ الحد الأدنى لمعدل العائد الذي يرغب المستثمر في الحصول عليه.
- ويتم حساب القيمة الحالية الصافية وفقا للعلاقة التالية:

$$V_{an} = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+K)^t}$$

حيث :

- ✓ I: تكلفة الاستثمار؛
- ✓ CFt: التدفقات النقدية الصافية؛
- ✓ K: تكلفة رأس المال (معدل الخصم)؛
- ✓ n: مدة حياة المشروع.

## 2- معدل العائد الداخلي (TRI):<sup>1</sup>

يعرف معدل العائد الداخلي "بأنه معدل الخصم الذي تتساوى عنده القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة مع تكلفة الاستثمار".  
وبذلك فهو عبارة عن معدل الخصم الذي تكون عنده القيمة الحالية الصافية مساوية للصفر، ويمكن حسابه عن طريق المعادلة التالية:

$$\sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t} = I$$

حيث:

- ✓ CFt: التدفقات النقدية الصافية خلال الفترة t؛

<sup>1</sup> Brigitte Doriath, Contrôle de gestion, Ed. Dunod, Paris, 2000, P36

✓ r : معدل العائد الداخلي؛

✓ I : تكلفة الاستثمار.

3- مؤشر الربحية IP :<sup>1</sup>

وهو أحد المعايير المستخدمة في دراسة قرارات إنشاء المشروعات الاستثمارية، ويستند إلى مفهوم القيمة الزمنية للنقود ويمثل نسبة القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة إلى التكلفة الاستثمارية للمشروع. ويعبر عنه

بالعلاقة التالية:

$$IP = \frac{VAN}{1 + I_0}$$

ويستخدم هذا المعيار كمعيار مكمل للقيمة الحالية الصافية، ويمكن اتخاذ القرار على النحو التالي:

✓ قبول المشروعات التي تحقيق دليل ربحية أكبر من الواحد ورفض المشروعات التي تحقق دليل ربحية أقل من الواحد؛

✓ عند المفاضلة بين المشاريع التي تحقق قيمة صافية موجبة يتم اختيار المشروع ذو مؤشر الربحية الأكبر، وهذا ما يدل على أن هذا المعيار مكمل للقيمة الحالية الصافية.

4- إستخدامات أخرى لتكلفة رأس المال

إن حساب تكلفة رأس المال سواء كان ذلك لكل عنصر من عناصر رأس المال أو لهيكل رأس المال ككل سوف يحقق لإدارة الشركة والإدارة المالية فيها عدة فوائد منها:

✓ تستخدم تكلفة رأس المال في اتخاذ قرارات التسعير والربط بين قيم الشركات في الأسواق المالية وبين هيكلها المالية؛

✓ إن العديد من القرارات المالية وسياسة رأس المال تستلزم القيام بحساب تكلفة هذه الأخيرة لاستخدامها في اتخاذ تلك القرارات؛

✓ تستخدم تكلفة رأس المال في تحقيق الهدف الاستراتيجي للإدارة المالية، وهو تعظيم قيمة الشركة، وهذا من خلال تدنية تكلفة جميع الموارد التي تشكل مدخلات الشركة؛

<sup>1</sup> Charles Henri d'arcimoles, Jean Yves Saulquin, "Finance Appliquée", Librairie Vuibert, Paris, 1995, P154.

✓ إن أهم ما يمكن أن يقال بخصوص أهمية تكلفة رأس المال هو أنها تمثل حجر الزاوية الذي تدور حوله مجموعة كبيرة من القرارات وأهمها قرارات الاستثمار والتمويل.

### المطلب الثالث: حساب تكلفة التمويل بكل مصدر والمشكلات المتعلقة بها

يقتضي تقدير تكلفة رأس المال المؤسسة الوقوف على تكلفة كل عنصر من العناصر التي يضمنها والمتمثلة في مصادر التمويل طويل الأجل.

#### أولاً: تكلفة الأموال الخاصة

إن تكلفة كل عناصر الأموال الخاصة بصفة مشتركة تتمثل في تكلفة الفرصة الضائعة والمتمثلة بالحد الأدنى من معدل العائد المتوقع، والذي ينبغي أن يحصل عليه الملاك من استثمارات أخرى بديلة لها نفس الدرجة من المخاطر من كل عنصر.<sup>1</sup>

#### 1- تكلفة الأسهم العادية

تتجه إدارة المؤسسة إلى تمويل استثماراتها الجدية إلى التمويل عن طريق حقوق الملكية الخارجية، وتتمثل تكلفة الأسهم العادية في الحد الأدنى لمعدل العائد الذي يطلبه حملة الأسهم العادية<sup>2</sup>، ولتحديد كلفة الأسهم العادية فلا بد من أن يؤخذ بعين الاعتبار:

✓ القيمة السوقية للسهم؛

✓ تكاليف الإصدار والخصومات وغيرها من المصروفات التي تصاحب عملية الإصدار؛

✓ معدل التوزيعات السنوية المتوقعة ونمو التوزيعات؛

✓ البيع للسهم بسعر أقل عن السعر السوقي الجاري.

وعادة ما يأخذ المحللون الماليون بالتدفقات النقدية المتوقعة، ورغم ذلك لا يمكن التوصل إلى الدقة نتيجة عدم التأكد والتعقيدات في استخدام المحلل التقديرات والتنبؤات للعوائد والمتحصلات المستقبلية.<sup>3</sup> وعلى العموم هناك ثلاث نماذج شائعة لحساب تكلفة التمويل بالأسهم:

<sup>1</sup> عبد الغفار حنفي، "الإدارة المالية: اتخاذ القرارات"، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2005، ص277.

<sup>2</sup> B.Jacquit et solnik, "Marchés financiers : Gestion de portefeuille et des risques", 4eme édition dunod, paris 2002, p12.

<sup>3</sup> عدنان تايه النعيمي وآخرون، "الإدارة المالية: النظرية والتطبيق"، ط3، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2009، ص419.



### 1-1 نموذج التدفقات النقدية المخصومة "جوردن-شابيرو"<sup>1</sup>

إن تكلفة التمويل بالأسهم تتمثل في معدل الخصم الذي يجعل مجموع القيم الحالية للتدفقات النقدية الخارجة (التوزيعات) تتساوى مع قيمة السهم وبما أن الأسهم العادية ليس لها تاريخ استحقاق معين، فإن التدفقات النقدية الخارجة سوف تتمثل فقط في التوزيعات التي يحصل عليها المستثمر. ويمكن حساب تكلفة الأسهم العادية وفقاً لهذا النموذج كما يلي:

$$K = \frac{D_1}{P_0 (1-F_0)} + g$$

حيث:

✓ D1: الأرباح المتوقعة لكل سهم؛

✓ P0: القيمة السوقية للسهم؛

✓ F0: مصاريف الإصدار؛

✓ g: معدل نمو الأرباح.

مع:  $g=r*Rf$

حيث ان:

✓ r: معدل الأموال المعاد استثمارها من قبل المؤسسة الاقتصادية؛

✓ Rf: المردودية المالية المتوقعة للسهم.

هذا في حالة افتراض أن التوزيعات تنمو بمعدل ثابت "g" من سنة إلى أخرى، أما في حالة ثباتها فإن:

$$K = \frac{D_1}{P_0 (1 - F_0)}$$

<sup>1</sup>علي عباس، مرجع سبق ذكره، ص178-179.

### 1-2 نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية:<sup>1</sup>

يستند هذا النموذج على آلية قياس حالة المخاطرة في استثمار ما، ويمكن تلخيص أهم القواعد التي يقوم عليها هذا النموذج، على أنه تتكون مخاطرة كل سهم من جزأين هما: مخاطر السوق أو المخاطر النظامية و المخاطر الخاصة أو المخاطر غير نظامية. يمكن تخفيض المخاطر الخاصة بالشركة بواسطة التنوع، أما مخاطر السوق الناشئة عن المتغيرات العامة المسببة لحركة السوق الأسهم فهي تعكس تأثير جميع الأسهم بالحوادث الشاملة مثل: الكساد، التضخم، الحرب... إلخ، لذلك لا بد من تعويض المستثمرين عن المخاطرة التي يتحملونها فكلما ازدادت مخاطر السهم كلما زادت نسبة المردود المطلوب، وبشكل عام فغن هذا النموذج يوصل إلى حساب تكلفة التمويل على وفق المعادلة التالية:

$$K = R_f + B (R_m - R_f)$$

حيث:

- ✓  $R_f$ : معدل العائد الخالي من المخاطر؛
- ✓  $R_m$ : معدل العائد على محفظة السوق؛
- ✓  $B$ : معامل بيتا لعائد السهم.

مع:

$$R_m = \frac{\text{Indice } (t) - \text{indice } (t-1)}{\text{Indice } (t-1)}$$

و:

$$B = \frac{\text{COV } (R_i, R_m)}{\text{Var } (R_m)}$$

<sup>1</sup> جليل كاظم مدلول العارضي، مرجع سابق، ص 362.

✓ Cov (Ri; Rm): معامل التباين المشترك لعائد حد من الأصول (الأسهم) مع عائد السوق؛

✓ Var(Rm): معامل الاختلاف لعائد مؤشر السوق.

### 1-3 نموذج العائد الخالي من المخاطر:<sup>1</sup>

يستند هذا النموذج على أساس طبيعة العلاقة بين تكلفة قروض المؤسسة وبين أسهمها العادية، تكون تكلفة القروض أقل من تكلفة الأسهم العادية، فعندما تستعمل المؤسسة نموذج العائد الخالي من المخاطر في قياس تكلفة التمويل الممتلك فإنها تقوم بقياس القرض بعد الضريبة ثم تضيف عليه علاوة مخاطرة تتراوح بين (4-6)% نحصل على كلفة حق الملكية كما في المعادلة:

$$K = Y_b + R_b$$

حيث:

✓ Y<sub>b</sub>: مردود السند؛

✓ R<sub>b</sub>: علاوة المخاطر التحكيمية.

### 2- تكلفة الأسهم الممتازة

إن كان حملة الأسهم العادية يتوقعون الحصول على توزيعات سنوية، فإن حملة الأسهم الممتازة يحصلون بالإضافة إلى ذلك على عائد ثابت يتمثل بنسبة مئوية من القيمة الاسمية للسهم، إضافة إلى ذلك فهي لا تحمل تاريخ استحقاق محدد<sup>2</sup>، ولا يحتاج حساب تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة هنا إلى معالجة ضريبية، لأن حصتها من الأرباح لا تعامل ضريبياً على أنها ضمن المصاريف، بل يعتبر توزيعاً للأرباح الصافية.<sup>3</sup> وعليه فإن كلفة الأسهم الممتازة تحسب بموجب المعادلة التالية:<sup>4</sup>

$$K = \frac{D_1}{P_0 (1 - F_0)}$$

حيث:

<sup>1</sup> Josette Pilverdier, Latreget, "Finance D'entreprise", 6eme édition, Economica, Paris, France, 1993, p332.

<sup>2</sup> مالك الحافظ، "أثر كلفة على التشكيلة التمويلية"، مجلة المنصور، العدد 12، جامعة المنصور، بغداد، العراق، 2009، ص82.

<sup>3</sup> علي عباس، "الإدارة المالية للمنظمات الأعمال"، مكتبة الرائد العلمية، الأردن، 2002، ص176.

<sup>4</sup> Rishard Brealey et outre, "Principes de Gestion Financière", édition Française Dirigée par Thiberge, 8eme édition, Pearson éducation ,paris, France, 2007, P.72

✓ D1: عائد السهم الممتاز؛

✓ P<sub>0</sub>: السعر الإسمي للسهم الممتاز؛

✓ F<sub>0</sub>: نسبة نفقات الإصدار.

### 3- تكلفة الأرباح المحتجزة

تعتبر تكلفة الأرباح المحتجزة من أسهل مصادر التمويل وتكلفتها تماثل تكلفة الفرصة البديلة لهذه الأموال، إذا نحن قمنا بحجز هذه الأرباح أضعنا على المستثمر فرص استثمارها بأحد البدائل المتاحة لذلك فإن تكلفتها تكون مساوية للإيراد المفقود، من المعروف أن الفرص المتاحة أمام حامل السهم كلها ستكون مقاربة لتكلفة السهم لأنه لو أتاحت له فرصة أفضل من الأسهم لقام على الفور ببيعها<sup>1</sup>، تحسب تكلفة الأرباح المحتجزة بنفس طريقة الأسهم العادية:

$$K = \frac{D1}{P_0} + g$$

حيث:

✓ D1: معدل العائد المتوقع (الموزع)؛

✓ P<sub>0</sub>: القيمة السوقية للسهم؛

✓ g: معدل النمو.

### ثانياً - تكلفة الديون

#### 1- تكلفة الديون المالية (القروض طويلة الأجل)

تمثل تكلفة الاقتراض في المعدل الفعلي للفائدة الذي تدفعه المؤسسة للمستثمر، وذلك بعد استبعاد الوفورات الضريبية، سواء أكان الاقتراض في صورة سندات تصدرها المؤسسة أو في صورة قروض طويلة الأجل، فعملية الاقتراض يترتب عليها تدفقات داخلية تحصل عليها المؤسسة عند بيع السندات أو التعاقد على القرض، كما يترتب عليها تدفقات خارجة تتمثل في الفوائد التي تدفعها سنوياً، بالإضافة إلى قيمة الأموال المقترضة التي ينبغي سدادها

<sup>1</sup> رضوان العامر وليد، "أساسيات في الإدارة المالية"، دار المسيرة، الأردن، 1997، ص174.

في تاريخ لاحق<sup>1</sup> ومنه يمكن اعتبار القروض وكأنها مشروع استثماري ينبغي دراسته وتحليله واستخدام احد معايير التقييم، وهنا تقابل تكلفة الاقتراض معد العائد الداخلي وتمثله أفضل تمثيل وهذا يتطلب:<sup>2</sup>

- ✓ تقدير الدفعات النقدية الداخلية المتمثلة بصافي المكاسب النقدية التي تحصل عليها المنشأة؛
- ✓ تقدير الدفعات النقدية السنوية الخارجية خلال فترة الاقتراض، والمتمثلة في الفوائد (أو الأقساط) السنوية أو قيمة السندات أو القروض الذي ينبغي سداه في نهاية الفترة؛
- ✓ إيجاد قيمة المعدل الذي يجعل القيمة الحالية للمكاسب النقدية مساوية للقيمة الحالية لدفعات الفوائد والأقساط (استراد قيمة السندات) أو تسديد قيمة الاقتراض، ويطلق عليه بمعدل العائد الداخلي والممثل لكلفة الاقتراض والذي ينبغي تحديده؛

وتتمثل تكلفة الاقتراض في معدل الخصم الذي يتساوى عند صافي متحصلات الأموال مع القيمة الحالية للتدفقات التي تدفعها المؤسسة للمقترض، ويمكن حسابه وفق المعادلة التالية:<sup>3</sup>

قبل الضريبة:

$$Kd = \frac{Ch_f}{D_f}$$

حيث:

- ✓  $Ch_f$ : المصاريف المالية؛
- ✓  $D_f$ : الديون المالية طويلة الأجل.

بعد الضريبة:

$$KD = Kd(1-t)$$

حيث:

- ✓  $KD$ : تكلفة الديون المالية بعد الضريبة؛
- ✓  $Kd$ : تكلفة الديون المالية قبل الضريبة؛
- ✓  $t$ : معدل الضريبة.

<sup>1</sup> محمد صالح الخناوي، نihal فريد مصطفى، "الإدارة المالية: التحليل المالي لمشروعات الأعمال"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005، ص334.

<sup>2</sup> جميل أحمد توفيق، "أساسيات الإدارة المالية"، دار النهضة العربية، لبنان، 1997، ص253.

<sup>3</sup> أجين برغام، محمود فتوح، عمر عبد الكريم، "الإدارة المالية: أسس تقييم المشاريع والقرارات التمويلية الاستراتيجية"، شعاع للنشر والتوزيع، سوريا، 2010، ص56.

ثالثا: المشكلات المتعلقة بتقدير تكلفة رأس المال

توجد بعض المشكلات المرتبطة بحساب تكلفة رأس المال، حيث تتمثل أهمها فيما يلي:<sup>1</sup>

**1- الإهلاك المتراكم:** يعتبر الإهلاك المتراكم واحد من مصادر رأس المال بالنسبة للعديد من المؤسسات، وباختصار فغن أمام المؤسسة إعادة استثمار التدفقات النقدية الناتجة عن اهلاك الآلات أو أن تكافئ بها جملة الأسهم بتقديم توزيعات أو أن تسدد بها أقساط و فوائد القروض للدائنين.

**2- مشاكل القياس:** يصعب في كثير من الحالات جمع بيانات جديدة النوعية لتسعير الموجودات الرأسمالية أو لتقدير علاوة المخاطرة أو لتقدير معدل النمو وهذا ما يجعل عملية تقدير تكلفة رأس المال غير دقيقة.

**3- تكلفة رأس المال للمشاريع المتباينة من حيث المخاطر:** تعد عملية قياس مخاطر المشاريع من المهام الصعبة ما يجعل تحديد معدلات الخصم المناسبة على أساس المخاطرة مسألة صعبة نوعا ما.

**4- نسب هيكل رأس المال:** يمكن افتراض أن الهيكل المستهدف لرأس المال محدد مسبقا ويمكن الاعتماد عليه لتحديد الأوزان المستخدمة لحساب متوسط التكلفة المرجحة لرأس المال. غير أن تحديد الهيكل المستهدف لرأس المال يعتبر بحد ذاته مهمة كبيرة وضخمة.

كقاعدة عامة يمكن القول بأن نفس مبادئ تقدير تكلفة رأس المال في المؤسسات المساهمة العامة تنطلق على المؤسسات المساهمة الخاصة، غير أن المشكلة الرئيسية تكمن في إمكانية الحصول على البيانات المتعلقة بقيمة السهم في السوق من جهة، ومقدار التوزيعات المتوقعة من جهة أخرى وهذا يكون في المؤسسات الخاصة التي ليس لها أسهم متداولة في السوق ولا تقدم في الغالب توزيعات على الملاك، ونفس الأمر ينطبق على المؤسسات الصغيرة التي تكون في العادة مؤسسات مساهمة خاصة او مؤسسات عائلية وهو ما يصعب عملية تقدير تكلفة رأس المال الخاصة بها.

<sup>1</sup> المرجع نفسه، ص35.

## خلاصة الفصل:

يتضح من خلال ما تم التعرض له في هذا الفصل أن النمو الداخلي للمؤسسة يعتبر ظاهرة اقتصادية متعددة الأبعاد، تتحكم فيها مجموعة من القرارات المالية وتعتبر تكلفة رأس المال أحد العوامل المساعدة في اتخاذ هذه القرارات فهي تدفع بأصحاب القرار داخل المؤسسة إلى الاعتماد على مصادر التمويل أقل تكلفة، ويكشف تحليل هذه القرارات عن مختلف السلوكيات الاقتصادية والمالية التي تنتهجها المؤسسة لتسجيل مختلف معدلات النمو. يعتبر استخدام مجموعة من المؤشرات والمعايير وقياسها كفيلا بالكشف عن مدى فعالية وكفاءة المؤسسة في اختيارها لاستراتيجية معينة بغية تدعيم نموها الداخلي، وتمكن النماذج المفسرة لنمو المؤسسة في ظل شروط محددة من فهم هذه الاستراتيجيات المنتهجة والسياسات المتبناة من قبل المؤسسة في سبيل بلوغ مستويات النمو المرغوبة ومن ثم إمكانية تحديد المنطق المالي لنموها.

## الفصل الثاني

تكلفة رأس المال وأثرها على معدل

النمو الداخلي



تمهيد:

يعتبر النمو الداخلي وظيفة استراتيجية جد هامة في المؤسسة الاقتصادية كونه نتيجة لقراراتها الاستراتيجية هدفها تعظيم قيمة المؤسسة عن طريق اختيارها بعناية لمجموعة من السياسات والبدائل التمويلية لتحقيق مردودية معتبرة والتي تأثر بدورها على كل من تغطية احتياجات المؤسسة وديونها الخارجية وفوائدها، كذلك فإن تحقيق أعلى مستويات من المردودية يتوقف على كل من مصادر التمويل والنمو في المؤسسة.

سنحاول من خلال هذا الفصل التطرق إلى:

**المبحث الأول:** المنطق المالي للنمو الداخلي في المؤسسة.

**المبحث الثاني:** أثر تكلفة رأس المال على النمو الداخلي للمؤسسة.

### المبحث الأول: المنطق المالي للنمو الداخلي

يعتبر نمو المؤسسة ظاهرة معقدة ومتعددة الجوانب، ولعل أهمها ما يتعلق بالجانب المالي للنمو وأهميته في تحقيق مستويات النمو المرغوبة، لذلك يتناول هذا المبحث الديناميكية المالية للنمو الداخلي أهم نماذجها كما يلي.

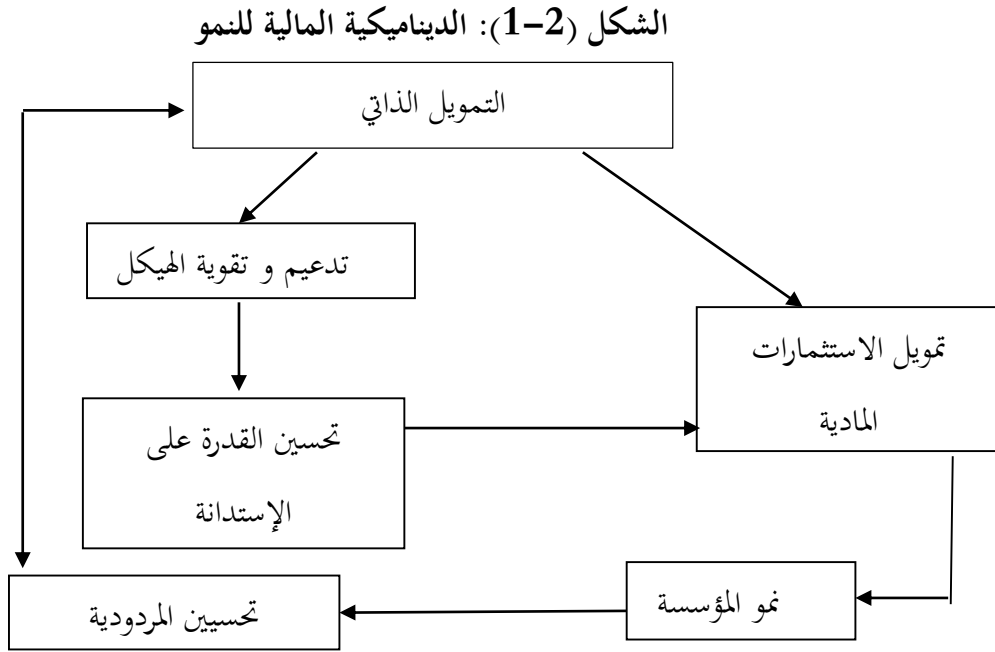
#### المطلب الأول: الديناميكية المالية للنمو الداخلي في المؤسسة.

##### أولاً: الديناميكية المالية للنمو

باعتبار النمو ظاهرة تتجسد في تطور حجم الإمكانيات المادية، البشرية والتقنية فيتطلب هذا التطور توفر الموارد المالية اللازمة، وتعتبر الأموال الخاصة المورد المالي الأول والأساسي لتمويل النمو، وبقدر ما توفرت المؤسسة على رأس مال خاص معتبر بقدر ما يكون من الممكن لها تطوير مختلف إمكانياتها وبالتالي إمكانية النمو.

تظهر الديناميكية المالية للنمو الداخلي بأنها عبارة عن مفهوم شبيه جدا بمفهوم التغذية العكسية(المرتدة)، حيث يعمل التمويل الذاتي على تدعيم وتقوية المركز المالي للمؤسسة، إذ يتجلى ذلك من خلال نمو أموالها الخاصة وزيادة قدرتها على الاستدانة؛ وبذلك يمكنها إحداث زيادة في رأسمالها المادي، البشري، التقني...، مما يؤدي إلى نموها. ويترجم هذا الأخير بتسجيل معدل جيد للمردودية المالية، ويعني ذلك إعادة تغذية أموالها الخاصة من جديد. ويمكن تمثيل الديناميكية المالية للنمو بالشكل التالي<sup>1</sup>:

<sup>1</sup> دادان عبد الغاني «دراسة تحليلية للمنطق المالي للنمو المؤسسات الاقتصادية: نحو بناء نموذج لترشيد القرارات»، رسالة دكتوراه؛ غير منشورة، جامعة الجزائر، 2008، ص210.



Source : Darbelet M., Lzard L. et Scaramuzza M., **Notions fondamentales de gestion de l'entreprise**, 3ème édition, Foucher, Paris, 2000, p 378.

من خلال هذا الشكل يمكن استنتاج أنه كلما كان هناك تحقيق لمردودية مالية جيد كلما أدى إلى تغذية الأموال الخاصة، وكل ذلك يكون في سياسة مالية معينة ومناسبة وكل هذا يؤدي إلى تمويل النمو الداخلي.

### ثانيا: المردودية والنمو

هنالك علاقة جد وطيدة بين كل من النمو الداخلي والمردودية المالية للمؤسسة، إذ تعد هذه الأخير مؤشر جد مهم للدلالة على معدل النمو الداخلي كونها مرتبطة بتنافسية المؤسسة وحصتها السوقية ولذلك فإن تحليل المردودية المالية ومعرفة دورها بعد هام في تحليل ديناميكية النمو الداخلي في المؤسسة.

يمكن تعريف المردودية على أنها قدرت المؤسس على تحصيل فوائد وتمثل في العلاقة بين النتائج التي تحصلت عليه والموارد الذي وضعت تحت تصرفها من أصول مادية وغير مادية وأموال<sup>1</sup>.

ومنه يمكن القول أن المردودية المالية هي ذلك الارتباط بين النتائج و الوسائل التي ساهمت في تحقيقها، من حيث تحديد مدى مساهمة أموال المستثمرين (رأس مال المستثمر، الأموال الخاصة) في تحقيق النتائج، أي تقييس مساهمة كل وحدة نقدية من تلك الأموال في توليد النتائج.

<sup>1</sup> Jerom cody, "Analyze financier", education person, Paris, France 2003, p53.

## 1-المردودية الاقتصادية:

تتم المردودية الاقتصادية بالنشاط الرئيسي وتستبعد النشاطات الثانوية ذات الطابع الاستثنائي، حيث تحمل في مكوناتها عناصر دورة الاستغلال متمثلة بنتيجة الاستغلال من جدول حسابات النتائج والأصول من الميزانية المالية<sup>1</sup> تقيس المردودية الاقتصادية الفعالية في استخدام الموجودات الموضوعة تحت تصرف المؤسسة<sup>2</sup>.

وتحسب بالعلاقة التالية:

معدل المردودية الاقتصادية = نتيجة الاستغلال بعد الضريبة / الأصل الاقتصادي

ويتم تحليل المردودية الاقتصادية إلى مركبتين كما يلي<sup>3</sup>:

$$Re = \frac{Rexp}{AE} = \frac{Rexp}{CA} * CA$$

حيث:

✓ Re: المردودية المالية؛

✓ AE: الأصل الاقتصادي؛

✓ Rexp: نتيجة الاستغلال (بعد الضريبة)؛

✓ CA: رقم الأعمال.

النسبة الأولى: (Rexp / CA) تسمى معدل الهامش الاقتصادي و يمثل مؤشر لقياس مستوى الربحية إذ يدل على مدى قدرة المؤسسة على تخفيض التكاليف لزيادة الناتج المحقق فهو يعبر عن فعالية السياسة التجارية للمؤسسة؛

النسبة الثانية: (CA / AE) و تسمى معدل دوران الأصل الاقتصادي يدل على مدى قدرة المؤسسة على ترجمة أصلها الاقتصادي إلى رقم الأعمال؛

<sup>2</sup>رقية شيطبي، "الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية ومؤشرات تقييمه"، مذكرة نيل شهادة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة

08 ماي 1945، قلعة، 2010-2011، ص43.

<sup>2</sup> Hubert de la bruslerie ,Analyse financier et risque de la crédit ",dunod, paris ,p163

<sup>3</sup> Chareux Gerard, Finance d'entreprise/Management, 2ème édition, paris, 2000, P53

ويمكننا هذا التحليل من الكشف عن سلوكين للمؤسسة لمعرفة مصدر قوة وضعف المردودية الاقتصادية للمؤسسة:

- ✓ إما معدل هامش اقتصادي معتبر مع دوران ضعيف للأصل الاقتصادي؛
- ✓ أو معدل معتبر لدوران الأصل الاقتصادي على هامش اقتصادي ضعيف.

## 2- تحليل المردودية المالية إلى مركبات:

تعرف المردودية المالية بمردودية الأموال الخاصة، وهي العلاقة بين النتيجة التي تحققها المؤسسة والأموال الخاصة فهي تقيس استثمار أموال أصحاب المؤسسة. حيث أن النتيجة الصافية والأموال الخاصة مؤشرين غير متساوي في القيمة إلا في الحالات الخاصة ويعود السبب في عدم التساوي إلى وجود أثر الرفع المالي وهذا الأخير يتمثل في الفرق بين المردودية المالية والمردودية الاقتصادية<sup>1</sup>.

ويتم تحليل المردودية المالية إلى مركبات كما يلي<sup>2</sup>:

$$RCP = \frac{Rnetx}{CA} = \frac{Rnet}{CA} * \frac{CA}{AE} * \frac{AE}{CP}$$

حيث:

- ✓ RCP: المردودية المالية ؛
- ✓ CA: رقم الأعمال ؛
- ✓ Rnetx: النتيجة الصافية ؛
- ✓ AE: الأصل الاقتصادي ؛
- ✓ CP: الأموال الخاصة.
- ✓ النسبة الأولى ( Rnetx / CA ) : تسمى الهامش الصافي.
- ✓ النسبة الثانية ( CA / AE ) : تعرف بمعدل دوران الهامش الصافي.
- ✓ النسبة الثالثة ( AE / CP ) : تعرف بمعامل الاستدانة وهي نسبة تعبر عن الهيكل المالي للمؤسسة.

<sup>1</sup> سعيدة بورديمة، "التسيير المالي"، مطبوعة الدروس المقدمة في مقياس التسيير المالي، قسم علوم التسيير، جامعة قلمة، 2014-2015، ص ص 39-40.

<sup>2</sup> دادان عبد الوهاب، مرجع سابق، ص 218.

**1-2 الدور الثلاثي للمردودية:**

من أهم الأدوار التي تلعبها المردودية من الناحية المالية:

**1-2-2 المردودية المالية كقيود:**

يظهر من خلال عملية المفاضلة بين البدائل التمويل المتوفرة أمام المؤسسة حيث إن اختيار المؤسسة لمور مالي معين يتوقف على المقارنة أو الدراسة بين تكلفة هذا المورد ومعدل المردودية (الربح) التي يتولد عنه، كما تتجسد المردودية كقيود أو شرط تتقيد به المؤسسة اختيارها لتمويل معين عندما تفرض التكلفة المصاحبة لهذا المورد على المؤسسة بتحقيق ربح يغطي على الأقل هذه التكلفة<sup>1</sup>.

**2-2-2 المردودية كنتيجة:**

عرفنا سابقا أن معدل المردودية المالية يمكن تحليله على ثلاثة مركبات وهي الهامش ودوران الأصل الاقتصادي ومعدل الاستدانة، لكن هناك من يقوم بتحليله إلى مركبتين هما:

$$\frac{R}{K} = \frac{R}{CA} * \frac{CA}{K}$$

حيث:

تمثل النسبة الأولى مساهمة القيمة المضافة في نتيجة المؤسسة؛

النسبة الثانية معدل القيمة المضافة وترتبط هاتين النسبتين بأربعة عوامل هي:<sup>2</sup>

- ✓ هيكل التكاليف: الاستهلاكات الوسيطة، تكاليف المستخدمين، المصاريف المالية الأخرى؛
- ✓ درجة التكامل القطاعي للمؤسسة وموقعها الاستراتيجي: ويتعلق الأمر بمستوى القيمة المضافة؛

<sup>1</sup> بوطغان حنان «تحليل المردودية المحاسبية للمؤسسة: دراسة حالة الشركة الوطنية E.N.T.P»، مذكرة مكملة لشهادة ماجستير، تخصص اقتصاد وتسيير المؤسسات، كلية العلوم الاقتصادي والتسيير، جامعة 20 أوت 1955، سكيكدة، 2007، ص 149.

<sup>2</sup> دادان عيد الوهاب، مرجع سبق ذكره، ص 218.

- ✓ سياسة الأسعار: نوعية السوق، القدرة على السيطرة فيه؛
  - ✓ حجم النشاط: زيادة الطلب؛ سياسة المنتج، أهداف نمو المؤسسة.
- كما يتحدد عائد الأصل كما يلي:

$$\frac{CA}{A} = \frac{CA}{A} * \frac{A}{K}$$

حيث:

✓ A : قيمة الاصل؛

فتعتبر النسبة الأولى عن مدى قدرة الأصل على توليد حجم معين من الاعمال، بينما يعبر النسبة الثانية عن الاستقلالية المالية للمؤسسة، وتتأثر هاتين النسبتين بكل من: الإنتاجية، تنظيم العمل، مستوى تأهيل العمال؛ دوران عناصر الاستغلال: تسيير المخزونات، قروض العملاء والموردون؛ سياسة التمويل: تخصيص النتيجة والرفع المالي.

وهكذا تظهر المردودية المالية كنتيجة للقرارات وسياسات تتبعها المؤسسة من اجل تسيير نشاطاتها واستغلالها إذ يتم تحديد العوامل المحددة للمردودية مالية بواسطة تحليل ربحيتها وعائد أصولها.

### 1-2-3 المردودية المالية كسبب:

يظهر هذا الدور عندما تقوم المؤسسة بتعظيم مردوديتها المالية وذلك باستخدام حجم معين من الاستثمارات بمقابل مناسب من الموارد المالية، وهذا ما يفرض عليها الرشادة في تحديد الحجم الضروري والمناسب للاستخدامات فعادة ما يكون الزيادة أو الرفع في حجم الاستخدامات الثابتة متبوعا بارتفاع في احتياج رأس المال العامل وفي المقابل من جهة ثانية يقابلها مصادر تمويل مصحوبة بكثافة ظاهرة.

وهنا نجد إن المردودية المالية تكون سبب انتهاج المؤسسة لسياسة مالية محددة ومناسبة من اجل تمويل استثماراتها<sup>1</sup>. من خلال الجدول التالي يمكن توضيح العلاقة بين نمو المؤسسة والمردودية المالية.

<sup>1</sup> نفس المرجع السابق، ص 219.

الجدول (1-2): العلاقة بين المردودية المالية والنمو في المؤسسة

التعليق	الصيغة
النمو يقصد به نتيجة النشاط في الزيادة في الإنتاج والذي عادة ما يكون مرتبط بالزيادة في المخزون وبالتالي الزيادة في الزبائن مما يؤدي إلى الزيادة في المبيعات ومنه تحقيق أرباح وتستطيع أن تكون المردودية بدون نمو، ويعني أن المؤسسة لا تزيد في الإنتاج ولا في عدد العمال ولكن مستقبلا هذه المردودية لن تبقى (توجد مردودية بدون نمو لكن على المدى القصير ولكن عللا المدى الطويل ليست دائمة)	المردودية > 1 ← النمو < 1
نقص المردودية أي نقص الأرباح في المستقبل ومنه نقص عوامل الإنتاج والمتمثلة في الاستثمارات (رأس مال العامل) مما يؤدي إلى نقص في المخزون وبالتالي فقدان المؤسسة لزبائنها فلا يمكن أن يوجد نمو بدون أرباح، فالنمو يعبر عن تطور النشاط الذي يعبر عن دورة الاستغلال (الشراء، التخزين، الإنتاج، البيع)، وعادة ما يرتبط النمو بالإنتاج والإنتاج يرتفع بزيادة الاستثمارات.	المردودية < 1 ← النمو > 1
المؤسسة قادرة على تحقيق أرباح في المستقبل بطريقة مستدامة نتيجة زيادة الإنتاج ومنه زيادة المخزون وهذا الأخير تخلق زبائن جدد مما يؤدي إلى تطوير النشاط وبالتالي زيادة النمو.	المردودية > 1 ← النمو < 1

المصدر: بوطغان حنان، مرجع سبق ذكره، ص161.

### المطلب الثاني: مقاييس التمويل الداخلي للنمو

توجد العديد من المعايير التي تمكن من قياس التمويل الداخلي لنمو المؤسسات كما تكشف عن مصادر المنطق المالي للنمو الداخلي والتي من بينها: <sup>1</sup>

#### 1- القيمة المضافة

تدل القيمة المضافة المحققة من طرف المؤسسة على قدرتها على توليد الثروة، فهي تترجم مدى قدرة دورة استغلال على المزج بين مختلف عناصر الإنتاج التقنية، البشرية والمالية لتعظيم ثروة المؤسسة بالمقابل فهي مطالبة بمكافأة مختلف مصادر تمويل هذه العناصر، فهي تكافئ الأموال الخاصة بعوائد رأس المال والاستدانة بالمصاريف المالية، ودورة الاستثمار بالتمويل الذاتي عن طريق الاهتلاكات، كذلك تمكن من الاقتراض من مصادر جديدة لتزود المؤسسة

<sup>1</sup> إبراهيمي شراف، "انعكاس استراتيجية الابتكار والتطوير على طبيعة نشاط وربحية المؤسسة الاقتصادية"، الملتقى الدولي حول المؤسسة لاقتصادية الجزائرية والابتكار في ظل الألفية الثالثة، 16-17 نوفمبر 2008 كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة 08 ماي 1945، قالة.



باستثمارات أخرى لتحقيق المزيد من الأرباح، ومنه فلا يمكن تصور تمويل داخلي للنمو دون تحقيق القيمة المضافة لقيم إيجابية.

## 2-الربح

إن القدرة على تحقيق الأرباح يمثل الضمان النظري لطاقة المؤسسة في توليد ما يجب من الأموال الضرورية للنمو المستقبلي حيث تعتبر الربحية مؤشر طبيعي لقدرة المؤسسة على تحقيق النمو فهي تقدم لها وسائل النمو اللازمة . تظهر الدراسات وجود علاقة رياضية بين ربحية المؤسسة وحجمها ومن ثم معدل نموها، وتتأثر هذه العلاقة بتركيز الإنتاج فالمؤسسات المركزة هي الأقل نمواً من مثيلاتها غير المركزة كما أظهرت الدراسات علاقة موجبة مع نمو المبيعات وعلاقة سالبة مع زيادة الأصول، وعملياً يمكن أن تتمتع المؤسسة بنمو كبير رغم ربحيتها الضعيفة ومديونيتها القليلة إذ تلجأ مثل هذه المؤسسات إلى التأجير التمويلي لمعداتها وتجهيزاتها كوسيلة لتمويل نموها.

## 3-التدفقات النقدية

تتمثل في كافة التدفقات المتولدة من أنشطة المؤسسة والموضوعة تحت تصرفها فهي جاهزة لاستعمالها في نفقات الاستغلال والاستثمار خلال فترة معينة ويخصص الجزء الأكبر منها لدفع نفقات الاستغلال فه ي ترتبط بواقع الحياة الاقتصادية للمؤسسة فيجب عليها أن تستمر في مواجهة التكاليف المتولدة من التشغيل حتى تبقى في السوق، ويظهر التدفق النقدي كمقياس ديناميكي أكثر تعبيراً من التدفقات العينية لأنها تقوم التقدم الاقتصادي للمؤسسة حيث يمثل التنبؤ بهذه التدفقات المستقبلية خطوة غاية في الأهمية لاتخاذ القرارات الاستثمارية والإنتاجية. ويعتبر التدفق النقدي مؤشراً للقدرة الحاضرة والتي تمكن من مواجهة الأرباح الموزعة، تجديد الطاقة المستخدمة، ولتسديد الديون في الأجلين الطويل الو متوسط والاحتياجات المتولدة عن النمو

## 4-التمويل الذاتي

إن الدور الأساسي للتمويل الذاتي هو ضمان نمو الاستثمارات دون اللجوء إلى مصادر تمويل خارجية، ويسمح بالحصول على الموارد المالية اللازمة في الوقت المحدد، كما يجنب المؤسسة الاستدانة الثقيلة فهو يعتبر متغيراً ضرورياً لتحديد الحجم المناسب لمديونية المؤسسة ومقياساً جيداً لتقوية الهيكل المالي لها لكي يسمح التمويل الذاتي بتمويل نمو المؤسسة فيجب أن تكون نسبة التمويل الذاتي إلى الاحتياجات التمويلية للاستثمارات الجديدة أكبر من الصفر حيث تشير هذه النسبة إلى درجة قوة التمويل الذاتي ودوره في ازدهار المؤسسة ويستحسن مقارنة هذه النسبة مع منظمات القطاع.

المطلب الثالث: نموذج النمو الداخلي

أولاً: معدل النمو الداخلي المستقل

معدل النمو المدعم أو المستقل هو عبارة عن تفسير لميكانيك النمو الداخلي للمؤسسة ويستند هذا النموذج لمجموعة من الفرضيات<sup>1</sup>:

ثبات المعامل المتوسط لرأس المال المستثمر أي ثبات نسبة رقم الأعمال إلى الأموال المستثمرة (  $CI/CA$  ) أو ثبات نسبة رقم الأعمال إلى الأصل الاقتصادي (  $AE/CA$  ) ؛

✓ ثبات الهيكل المالي عند نسبة  $k$  أي  $CP/k = D$  ؛

✓ توزيع الأرباح بنسبة  $d$  من الأرباح السنوية المحققة؛

✓ تحسب المردودية المالية (  $Rf$  ) بنسبة النتيجة الصافية (  $Rnet$  ) إلى الأموال الخاصة (  $CP$  ).

انطلاقاً من الفرضيات السابقة

لدينا:

$$AE=CP+D$$

وبافتراض ثبات نسب الهيكل المالي نجد:

$$AE=CP+K*CP.$$

$$AE=CP(1+K).$$

ولدينا:

$$RF=Rnet /CP.$$

$$Rnet=RF /CP.$$

وباعتماد المؤسسة على الاستدانة فإنه:

<sup>1</sup> Serge Everaert, "Analyse et diagnostic financier", Méthodes et cas, Eyrolles, 2eme éd, Paris, 1992, p294

$$K * R_{net} = K * R_F * CP$$

و منه فمعدل الزيادة في الأصل الاقتصادي هو مقدار الزيادة في الأموال الخاصة (  $R_{net}$  ) و يقابلها نفس الزيادة في الديون.

$$\Delta AE = R_{net} + K R_{net}$$

$$\Delta AE = R_F * CP + K (R_F * CP)$$

$$\Delta AE = (K+1)(R_F + CP)$$

وبإدخال توزيعات الأرباح نجد:

$$\Delta AE = (K + 1)(R_F * CP) (1 - d)$$

ومنه فمعدل النمو الداخلي المدعم هو:

$$\Delta AE / AE = (K+1) (R_F * CP) (1-d) / CP (1+k)$$

ومنه:

$$G = R_F (1-d)$$

إذا فمعدل النمو الداخلي المستقل في ظل فرضيات النموذج هو معدل المردودية المالية متأثر بتوزيعات الأرباح هذا وعند نسبة ثابتة لكل من الهيكل المالي والمردودية الاقتصادية.

ثانيا: نموذج النمو الداخلي وترشيد قرارات النمو

تؤدي العلاقة السابقة لمعدل النمو المستقل دورا جديا هام في التسيير والتحليل المالي، فهي فيما تبدو بسيطة لكونها تشبه كثيرا نسبة المردودية المالية، غير أنه في الواقع تحمل في طياتها عدة فوائد تتعلق بالجانب التكتيكي للنمو، إذ

أنها تعد أداة للكشف عن المراكز المحددة والمفسرة للتمويل الداخلي للنمو، وبالتالي يمكن الاعتماد على هذه الطريقة في ترشيد قراراته.

ولتوضيح ذلك نقوم بتغيير شكل العلاقة السابقة لمعدل النمو المستقل بتعويض المردودية الاقتصادية بمركبتها<sup>1</sup> :  
الهامش الاقتصادي ( m ) ودوران الأصل الاقتصادي ( rot ) كما يلي :

$$\Rightarrow TCS = \left[ \frac{(m.rot) + [ ( m . rot ) - 1 ] D/ CP}{CP} \right] (1-d)$$

ويعني ذلك أن قدرة المؤسسة على تحقيق مستوى معين من النمو في أصلها الاقتصادي، دون لجوئها لديون إضافية، يخضع للقرارات المتعلقة بكل من :

- ✓ هامشها الاقتصادي؛
- ✓ دوران أصلها الاقتصادي (أو أموالها المستثمرة)؛
- ✓ اختيارها لهيكل مالي معين؛
- ✓ التكلفة المتوسطة للديون (المصاريف المالية)؛
- ✓ السياسة المنتهجة في توزيع الأرباح.

يمكننا من هذا المنطلق، إدراك أهمية هذا التحليل كأحد الجوانب الرئيسية في استراتيجيات وسياسات النمو الداخلي للمؤسسة الاقتصادية، حيث أنه باعتبار هذه الأخيرة تستهدف معدلا معيناً للنمو الداخلي، فإنه بإمكان القائمين على تسييرها انتهاج استراتيجية أو عدة استراتيجيات مما يلي :

- ✓ استراتيجية تجارية: تتعلق بالرفع من المردودية الاقتصادية عن طريق البيع بكميات معتبرة بنفس السعر أو بالرفع من سعر البيع؛
- ✓ استراتيجية إنتاجية: وهي تتعلق بالرفع من المردودية الاقتصادية عن طريق الرفع من الكفاءة في العمليات الإنتاجية، وذلك بتدنية تكلفة الوحدة المنتجة، أو الإنتاج بنفس الحجم ولكن بحجم أقل من الوسائل (الأصول)، بمعنى محاولة تدنية تكاليف عوامل الإنتاج؛

<sup>1</sup> دادان عبد الوهاب، مرجع سبق ذكره، ص-ص 202-203.

- ✓ استراتيجية مالية: تدنية معدل الفائدة على الديون، وذلك بالبحث عن الموارد المالية الأقل تكلفة؛
- ✓ استراتيجية توزيع الأرباح: رفع نسبة الاحتفاظ بالأرباح، وذلك بتخصيص أكبر جزء ممكن منها كاحتياطي، بمعنى محاولة تدعيم المركز المالي للمؤسسة قدر الإمكان.

ثالثا: نموذج النمو المدعم<sup>1</sup>

### 1- نموذج Higgins (1977):

عرف وشرح Higgins النمو المحتمل بأنه " النسبة المئوية من النمو في رقم الأعمال الذي يتوافق مع السياسة المالية الحالية للمؤسسة التي ترغب في الاحتفاظ بنفس معدل توزيع الأرباح والحصول على الهيكل المالي المستهدف دون اللجوء إلى إضافة موارد مالية دائمة"

إذا ارتفعت مبيعات المؤسسة برقم أعلى مما هو متوقع يؤدي ذلك إلى اختلال بعض الأهداف المالية لها وخاصة عندما تكون هذه الأخيرة في حالة مالية متدهورة والعكس فعندما ترتفع المبيعات برقم أقل من معدل النمو المحتمل فالمؤسسة تستطيع أن ترفع من توزيعات أرباحها، تخفض من ديونها أو ترفع من سيولتها.

يمكن أن تصادف في بعض الأحيان حالات عدم التوافق بين أهداف نمو المؤسسة وسياستها المالية ويحدث هذا غالبا عندما تفرض هذه الأهداف من طرف خارجي ( مثال ذلك حالة المؤسسات الصغيرة المتعاقدة بالباطن) فانه يجب على المسيرين تغيير السياسة المالية إذا اضطروا للعمل على نمو المؤسسة برقم أعلى مما تتحمله، وبإمكانهم إحداث العديد من التغييرات تسمح بتحديد معدل النمو المحتمل منها زيادة فعالية سياسة التحصيل، تحسين طرق تسيير المخزون، تخفيض الأهمية النسبية للاستثمارات بالتقليل من معدلات الاستثمار وضمان الإنتاج المتزايد بالاستخدام الجيد للأصول (توسيع التجهيزات الحالية، زيادة ساعات العمل، الاستئجار بدلا من الشراء..)، تحسين المردودية والإنتاجية، تخفيض توزيعات الأرباح، رفع معدل الاستدانة وزيادة رؤوس الأموال الدائمة.

### 2- نموذج Kyd 1981:

قدم Kyd الصيغة التالية لتقدير المعدل المحتمل لرقم الأعمال للمؤسسة لا ترغب في الرفع من رأس مالها بإصدار أسهم

جديدة وهي:

$$g = \frac{\Delta S}{S} (1-D) (1-T) [ROTA + L (ROTA-r)]$$

<sup>1</sup> اسمية دربال، "سلوك المؤسسات في تمويل نموها الداخلي-دراسة مقارنة بين مؤسسات صغيرة ومتوسطة ومؤسسات كبيرة (الجزائر)"، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2011-2012 ص 66-68.

حيث:

- ✓ g: معدل النمو المحتمل؛
- ✓  $\Delta S$ : التغير في المبيعات في الفترة المقدرة؛
- ✓ S: المبيعات الحالية؛
- ✓ D: معدل توزيع الأرباح المستهدف؛
- ✓ T: المعدل المتوسط للضريبة على الأرباح؛
- ✓ ROTA: سرعة دوران الأصول = ربح الاستغلال / مجموع الأصول ؛
- ✓ L: نسبة الهيكل المالي المستهدفة = إجمالي الديون / حقوق المساهمين؛
- ✓ r: المعدل المتوسط للفائدة على الديون.

1- نموذج Bourgeois et Lavallée (1993):

قدم كل من Bourgeois et Lavallée نموذجا مختصرا للنمو المحتمل و يعطي نتائج جد قريبة من نتائج النموذج السابق و يقاس كما يلي:

$$g = \left[ \text{RFP} - \text{RFP} \left( \frac{\text{divendes}}{\text{benefices}} \right) \right]$$

حيث:

✓ RFP: مردودية الأموال الخاصة.

هذا النموذج يطبق في المؤسسات الكبيرة أكثر منه في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، فهو يعتمد على العلاقات بين عناصر الميزانية وحسابات النتائج ولا يأخذ بعين الاعتبار العناصر الأخرى التي تؤثر على سيولة المؤسسة كما يفترض ثبات هيكل رأس المال فيها.

4- نموذج Olson et al (1992)

يعتمد هذا النموذج على السيولة في متغيراته حيث انتقد al et Olson النموذجين السابقين لاعتمادهما على نسب محاسبية لا بد من بقاءها ثابتة إضافة إلى تجاهلهما للسيولة وتأثرها بمعدلات التضخم وبدورة حياة المؤسسة وبوامل

أخرى خارجية، كذلك استعمال المعلومات المقدمة في حالة تطور الوضعية المالية التي تعكس حسب اعتقادهم مجموع العناصر ذات التأثير على نمو المؤسسة وقدم النموذج الصيغة التالية لحساب معدل النمو المحتمل:

$$g = \frac{(F+D+O+X + W - E + I - S_E)}{PR}$$

- ✓ F: الارتفاع الصافي المتوقع للاستثمارات؛
- ✓ D: التوزيع المتوقع للأرباح؛
- ✓ O: حركة الأموال الموجهة للنشطة الخارجية في المؤسسة؛
- ✓ X: التغير المتوقع في التحصيل؛
- ✓ W: التغير المتوقع في الأصول المتداولة عدا التحصيل؛
- ✓ E: التكاليف المتوقعة والتي لا ينتج عنها أي خروج الأموال؛
- ✓ I: الإيرادات المتوقعة والتي لا ينتج عنها أي دخول للأموال؛
- ✓ S<sub>E</sub>: مصادر التمويل المتوقعة الخارجية؛
- ✓ P: هامش الربح الصافي؛
- ✓ R: مبيعات الفترة السابقة.

أهمل الباحثون في هذا النموذج فكرة ربط كل عنصر من مدخلات ومخرجات الأموال برقم الأعمال وهو ما يستلزم تقدير المبلغ المتوقع من مدخلات ومخرجات الأموال لكل عنصر من عناصر النموذج وهذا ما يؤدي إلى صعوبة تطبيق هذا النموذج بالنسبة لمسيرى المؤسسات الصغيرة والمتوسطة .

### المبحث الثاني: تأثير تكلفة رأس المال على معدل النمو الداخلي

يتجلى النمو بأشكال عديدة، في ضوء اختيار طرقه ومعايره الخاصة، فيمكن تقدير ذلك بمعايير النمو الداخلي، مثل زيادة الإنتاج، رقم الأعمال ورؤوس الأموال الخاصة، ومعايير النمو الخارجي مثل الاندماج، الاحتواء وإنشاء فروع جديدة. فيغطي النمو الداخلي حقائق مادية عديدة، اقتصادية، مالية، صناعية، تجارية، إدارية، فنية وتقنية. وفي ضوء هذه الحقائق، تتعدد معايير ومقاييس النمو، ولكن في جميع الحالات يظل ممثلاً في نمو الطاقات الكلية المتاحة للمؤسسة.

## المطلب الأول: مؤشرات النمو الداخلي

## أولاً: المعايير الاقتصادية

تمثل المعايير الاقتصادية في مجموعة المؤشرات المتعلقة بالنشاط الاقتصادي للمؤسسة، وأهمها:

رقم الأعمال، الإنتاج، القيمة المضافة وحجم الوسائل المادية والبشرية.

## 1- رقم الأعمال (Chiffre d'affaire) :

- يعتبر رقم الأعمال المصدر الرئيسي للنقدية الضرورية لاستمرار نشاطات المؤسسة، بحيث يكون مستقبل المؤسسة مرهونا بتطورات هذا العنصر وهو أهم مؤشر يقيس درجة النمو في المؤسسة لفترة معينة، حيث يترجم تغيره من فترة لأخرى، ويقاس النمو بالزيادة المحققة في رقم الأعمال بالعلاقة التالية:

$$\text{معدل النمو} = \frac{\text{رقم الأعمال (N)}}{\text{رقم الأعمال (N-1)}}$$

فلا بد أن يكون تطور رقم الأعمال (نمو المؤسسة) متبوعاً بالتسيير الجيد والمحكم لعناصر دورة الاستغلال.<sup>1</sup>

## 2- القيمة المضافة (La Valeur Ajoutée) :

ظهرت نتيجة الحاجة إلى طرق حديثة لقياس خلق القيمة في المؤسسة تعالج الضعف المرتبط بالطرق التقليدية ويراعي فيها تكلفة الأموال، ويمكن استخدامها في المؤسسة الغير مسعرة في البورصة، وقد تم تطوير القيمة الاقتصادية المضافة من طرف الشركة الاستشارية الأمريكية Stern Stewart، والتي قامت بتسويق هذا المؤشر تحت اسم " نظام الإدارة المالية للقيمة الاقتصادية المضافة".<sup>2</sup>

تعرف القيمة الاقتصادية المضافة على أنها " الربح التشغيلي بعج الضريبة مخصوم منه تكلفة رأس المال "، وتقدم القيمة الاقتصادية المضافة تقديراً مقبولاً لقياس القدرة على إدارة الأصول وكذا القدرة على إدارة الموارد المالية المستخدمة في تمويل تلك الأصول، والمؤيدون للقيمة الاقتصادية المضافة يعتقدون أنها المؤشر الحقيقي لخلق القيمة في المؤسسة خلافاً للمؤشرات التقليدية المالية مثل ربحية السهم الواحد الذي لا يدمج ضمن تكلفة الأموال ويمكن حساب القيمة الاقتصادية المضافة وفق العلاقة التالية:<sup>3</sup>

$$\text{EVA} = \text{NOPATA} - \text{WACC}$$

<sup>1</sup> السعيد فرحات جمعة، " الأداء المالي لمنظمات الأعمال: التحديات الراهنة"، دار المريخ للنشر، المملكة العربية السعودية، 2002، ص. 137.

<sup>2</sup> Charles T. Horngren et al, "contrôle de gestion et gestion budgétaire", 3eme édition, Pearson éducation, Paris, 2006, P. 42.

<sup>3</sup> Ibid, p43.



بحيث أن:

- ✓ NOPATA: يمثل صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة؛
- ✓ WACC: المتوسط الموزون لكلفة الأموال، و الذي يحسب وفق المعادلة التالية :

$$WACC = (D/D+E) Kd (1-t) + (E/D+E) Ke$$

بحيث أن:

- ✓ D: القيمة الدفترية للديون طويلة الأجل ذات الفائدة؛
- ✓ E: القيمة الدفترية الاجمالية لحق الملكية ؛
- ✓ t: الضريبة.
- ✓ Kd: كلفة التمويل الممتلك .

وتجدر الإشارة إلى أن القيمة الاقتصادية المضافة الايجابية تعتبر مؤشرا يدل على أن أنشطة المؤسسة استطاعت توليد قيمة بالنسبة للمساهمين، في حين أن النشاطات التي تؤدي إلى قيمة اقتصادية مضافة سلبية تعبر عن خسارة المساهمين لقيمة محتملة.

### 3- الإنتاج (La Production):

يمكن تقويم نمو المؤسسة من خلال تقدير الزيادة في إنتاجها، والتي تعرف بتكلفة مبيعات الفترة مضافا إليها مقدار التغير في مخزون المنتجات التامة ومن ناحية أخرى، فإن القياس الكمي المتمثل في عدد الوحدات المنتجة يمكن استخدامه عندما يصعب حساب التغيرات في الأسعار.

فيحسب معدل النمو حسب معيار الإنتاج كما يلي:<sup>1</sup>

$$\text{إنتاج معاد تقويمه (N) - إنتاج (N-1) / إنتاج (N-1)}$$

<sup>1</sup> السعيد فرحات، مرجع سابق، ص 145.

ثانيا: المعايير المالية

### 1- التمويل الذاتي (Auto Financement):

يمكن تعريفه بأنه مجموع الأموال الداخلية التي خلقتها المؤسسة بنفسها وأعيد توظيفها فيها قصد الطاقة الإنتاجية أو هو الفائض النقدي الناتج عن نشاط المؤسسة العادي والتي تستخدم من أجل تمويل النشاط المستقبلي ويتكون التمويل الذاتي من الاهتلاكات وهي عبارة عن التسجيل المحاسبي للنقص في قيمة أصل معين بسبب استخدامه أو نتيجة لفترة حيازه في المؤسسة، بالإضافة للمؤونات والتي تقوم المؤسسة بتكوينها لمواجهة خسائر محتملة في المستقبل، والأرباح المحتجزة وهلي ذلك الجزء من الأرباح التي يتم الاحتفاظ به داخل المؤسسة لغرض إعادة استثماره ويمكن تعريفه أيضا بأنه ذلك الجزء من الفائض القابل للتوزيع الذي تحققه المؤسسة من نشاطها خلال مدة معينة<sup>1</sup>.

تجيب النظرية المالية والواقع العملي بأنه طالما تتوفر المؤسسة على طاقة معتبرة للتمويل الذاتي، والتي تعبر في الحقيقة عن مدى قدرها على توليد سيولة، وطالما تعمل المؤسسة على توجيه قدر كبير من الأرباح السنوية المحققة إلى احتياطات بشكل تراكمي ومتزايد، تدعيما لمركزها المالي، والذي يظهر في شكل نمو للأموال الخاصة، فإنها بصدد سياسة للتمويل الذاتي من شأنها أن تحقق نمو متزايدا من سنة إلى أخرى وبالتالي الرفع من قيمة المؤسسة. والواقع أن نمو المؤسسة لا يمكن أن يترجم إلا في صورة تطور لأصلها الاقتصادي. وسنبين صحة هذا القول لاحقا، من خلال تعرضنا لديناميكية النمو. وتجدر الإشارة إلى أن معدل التمويل الذاتي يحسب بالعلاقة التالية<sup>2</sup>:

الجديدة الذاتي / الاستثمارات التمويل

### 2- معدل النمو المستقل (Taux Croissance Soutenable):

يمثل هذا المعدل معدل النمو الأقصى الذي تستطيع المؤسسة تمويله، ويتم حسابه انطلاقا من جداول التدفقات المالية المتوقعة المتولدة لتمويل الاستخدامات اللازمة للنمو<sup>3</sup>، حيث النمو المستقل للمؤسسة يتأثر بكل من السياسة

<sup>1</sup> الحناوي محمد صالح، نحال فريد مصطفى وجمال إبراهيم العبد، "الإدارة المالية: مدخل اتخاذ القرارات"، الدار الجامعية، مصر، 2004، ص350.

<sup>2</sup> السعيد فرحات جمعة، مرجع سابق، ص 137.

<sup>3</sup> نفس المرجع السابق، ص127.

المالية وسياسة توزيع الأرباح، ولهذا تصطدم المؤسسة هنا باختياريين: تشجيع المستثمرين وذلك بتوزيع أرباح هامة، والاحتفاظ بالأرباح كمغذي لنموها، وهو ما يجعل من معدل الاحتفاظ بالأرباح أو توزيعها مقياسا للتمويل الداخلي للنمو.

معدل النمو المستقل = (d- 1) المر دودية المالية

### 3- معدل توزيع الأرباح (Dividendes):

يتأثر النمو الداخلي للمؤسسة بمعدل توزيع الأرباح، حيث أن كل من معدل النمو المستقل ومعدل توزيع الأرباح يتغيران بشكل عكسي، فكلما كان توزيع الأرباح ضعيفا كلما دل ذلك على قوة معدل النمو.<sup>1</sup>

### المطلب الثاني: التمويل الذاتي والنمو الداخلي

أولا: مفهوم التمويل الذاتي.

### 1- القدرة على تمويل الذاتي:

قدرة التمويل الذاتي هو تقييم الفائض الكامن لمؤسسة ما من خلال فترة زمنية معينة عادة تكون السنة المالية، وذلك عن طريق الحد بالاعتبار كل التدفقات النقدية المقبوضة والتدفقات النقدية المدفوعة باحتساب كل من الأعباء الاستثنائية باستثناء التنازل عن الاستثمارات.<sup>2</sup>

قدرة التمويل الذاتي : المداخلات النقدية المقبوضة ( ما عدا نتائج التنازل عن الاستثمار ) - المخرجات النقدية المدفوعة

و تمثل قدرة التمويل الذاتي التدفق الصافي الإجمالي.

ومن أجل الحصول على قدرة التمويل الذاتي هناك طريقتين أساسيتين يمكن الاعتماد عليهما، وهما كالآتي:

• الطريقة الأولى : طريقة تنازلية :

<sup>1</sup> Chiha.k, finance d'entreprise approche stratégique, édition houma , Alger, 2009,p 92

<sup>2</sup> Caf Hurbet de la bruslerie, "Analyse financière information financière et diagnostic", 3<sup>eme</sup> edition , Dunod, paris, 2006, P164.

يتم إيجاد قدرة التمويل الذاتي وفق الطريقة التنازلية التي تعتمد على الفائض الخام للاستغلال (EBE) الناتج عن نشاط مؤسسة اقتصادية ما ، خلال سنة محاسبية يعتبر الفائض الخام للاستغلال رصيد العمليات الاستغلالية، وعليه لإيجاد قدرة التمويل الذاتي (CAF) ما علينا إلا إضافة المداخلات النقدية المقبوضة و طرق المخرجات النقدية المدفوعة ، دون إدخال العناصر المتعلقة بفائض الخام للاستغلال ، لأنه قد تم احتسابها و تتمثل في رصيد العمليات الاستغلالية وعليه نستعرض كيفية الحصول على قدرة التمويل الذاتي انطلاقا من<sup>1</sup>(EBE).

+الفائض الخام للاستغلال (EBE) .

+ تحويل تكاليف الاستغلال

+ ( - ) نواتج و تكاليف أخرى للاستغلال .

+ ( - ) حصص نتيجة العمليات المشتركة .

+ نواتج مالية ( باستثناء استرجاع مئونات ) .

- أعباء مالية (باستثناء مخصصات الاهتلاك و المئونات).

+ نواتج استثنائية ( باستثناء نواتج التنازل عن الاستثمارات ،إعانات للحيازة على استثمارات المحولة لنتيجة الاستغلال ، المئونات المسترجعة ).

- تكاليف استثنائية (بإنشاء القيمة المحاسبة للاستثمارات المتنازل عنها، مخصصات الاهتلاكات المئونات الاستثنائية).

- مشاركة المستخدمين.

- الضريبة على أرباح الشركات

= قدرة التمويل الذاتي CAF.

<sup>1</sup>Pierre vernimmen , "Finance d'entreprise Analyse gestion", édition Dalloz, Paris, 2000, p 154.

تتميز هذه الطريقة التنازلية في كونها مبسطة مفسرة لمختلف مكونات قدرة التمويل الذاتي إلا أنه يعاب عليها صعوبة حسابها، وذلك راجع لكثرة العناصر المتداخلة في اتجاه قدرة التمويل الذاتي وفق لهذه الطريقة.

### ● الطريقة الثانية: الطريقة التصاعدية

يستخدم الكثير من المحللين الماليين طريقة حساب القدرة الذاتية للتمويل Caf انطلاقاً من النتيجة الصافية و المعروفة بالطريقة التصاعدية، وذلك عن طريق إدخال بعض التعديلات المتعلقة بإضافة بعض الأعباء المحسوبة و غير المدفوعة، مثل ( الاهتلاكات والمؤونات الاحتياطية ) وإبعاد النتائج المحسوبة و غير المقبوضة وكذلك إقصاء نتيجة التنازل عن الأصول وهذا من أجل تجنب إدخال أثر العمليات الاستثنائية على رأس المال في حساب قدرة التمويل الذاتي<sup>1</sup>.

+ النتيجة الصافية

+ الاهتلاكات.

+ المؤونات ذات الطابع الاحتياطي.

- استرجاع المؤونات أو الاهتلاكات.

- إعانات الاستثمارات.

- نتيجة التنازل عن الأموال.

+ القيمة المحاسبية الصافية للأصول المتنازل عنها.

= قدرة التمويل الذاتي Caf.

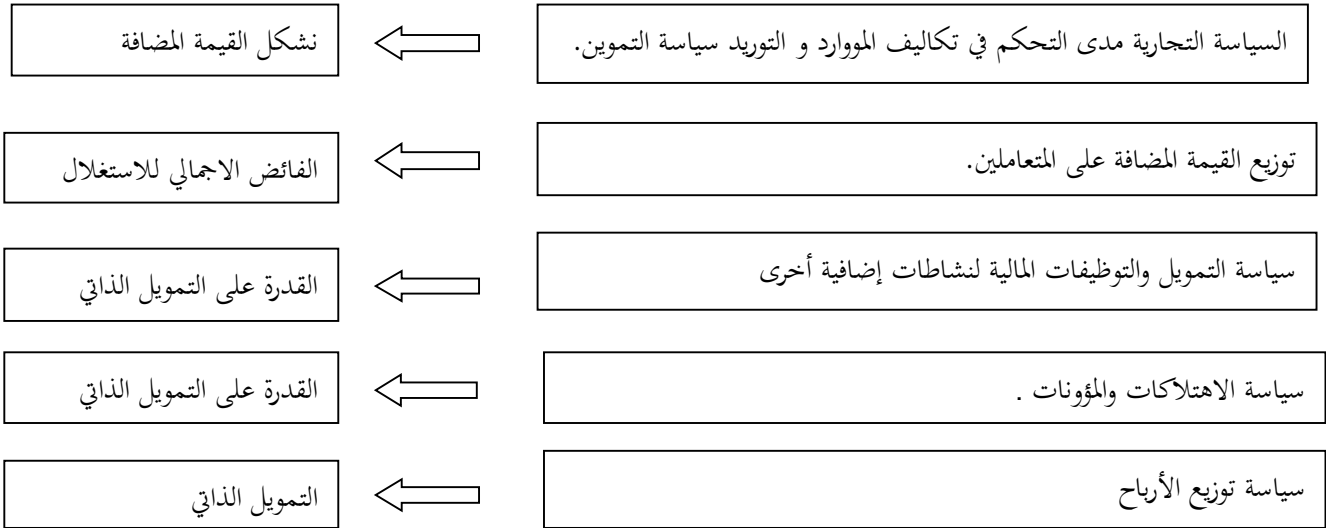
### 2- التمويل الذاتي

**1-2 مفهومه:** التمويل الذاتي هو إعادة استثمار الفائض المالي كله أو بعضه في أعمال المؤسسة وبذلك تتفادى هذه الأخيرة زيادة رأس مالها سواء من أصحابها أو من الغير وهذا لأغراض التوسع في المؤسسة وما يترتب عن ذلك

<sup>1</sup> Jean pierre Lahille, "Analyse financiere", 1<sup>er</sup> édition, campus Dalloz, Paris, 2001, p 69.

من مشاكل ومصاريف تتقل كاهل المؤسسة. فهو تحقيق الاستثمارات بفضل الموارد الداخلية للمؤسسة والتي عادة ما تكون الأرباح المحققة<sup>1</sup>.

الشكل (2-2): مراحل تشكيل التمويل الذاتي.



المصدر: الياس بن ساسي و يوسف قريشي، التسيير المالي، دار وائل للنشر، الأردن، 2006، ص241.

3-تكلفة التمويل الذاتي

يعتبر التمويل الذاتي أهم مورد داخلي للمؤسسة، فهو مكمل أساسي و ضروري لكل عمليات الاقتراض فقد يجنب المؤسسة عمليات الاستدانة بطريقة مبالغ فيها وهذا بالاستخدام الفعال للموارد الداخلية لها.

يبدو أنه في بعض الأحيان، بأن التمويل الذاتي يملك مظهرا مجانيا كون المؤسسة تدفع عنه الفوائد، لكن في الحقيقة عكس ذلك، إذ أن للتمويل الذاتي تكلفة ضمنية تتمثل في تكلفة الفرصة البديلة، وهي تمثل القيمة المتوقعة من قبل المستثمرين عند تقرير الاستثمار في مشروع معين وهذا بإدخال مفهوم الفرصة البديلة (الضائعة) لأجل التمكن من تحديد تكلفة التمويل الذاتي لابد من حساب تكلفة كل من الاهتلاكات والمؤونات، الأرباح غير الموزعة<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> مبروك باصور، "الإدارة المالية و مصادر التمويل"، المركز الجامعي، يحي فارس، المدينة، 2010/2009، ص70.

<sup>2</sup> 242 دار وائل للنشر، الأردن، 2006، ص الياس بن ساسي و يوسف قريشي، "التسيير المالي"،

4-مكوناته:

**4-1 المؤونات:** هي أموال تقتطع من الأرباح لمواجهة الخسائر أو الأخطار المحتمل وقوعها في المستقبل حسب المخطط المحاسبي الوطني فإن المؤونات توجد لمواجهة حدوث خطر محتمل بأنشطة المؤسسة كما نصت المادة 781 من القانون التجاري الجزائري على أنه حتى و في غياب أو عدم كفاية الأرباح يجب القيام بالإهتلاكات والمؤونات الازمة حتى تكون الميزانية متطابقة للواقع.

وتطبيق لمبدأ الحيطة والحذر تقوم المؤسسات بتكوين مخصصات تتمثل في قيمة المخزون والحقوق والمؤونات والأخطار والتكاليف من بين الحالات الذي تقوم المؤسسة فيها بتكوين المؤونات أو المخصصات هي حالة احتمال أو ترقب حدوث أخطار محددة بالمؤسسة مما يترتب عنها تكاليف باهظة عند وقوعها<sup>1</sup>.

**4-2 الأهتلاكات:** تمثل الاهتلاكات لدى غالبية الشركات أحد أعباء غير النقدية أو بمعنى آخر أحد عناصر حساب الأرباح والخسائر التي تترافق بتدفقات نقدية.وعلى هذا الأساس يمثل الإهتلاك في واقع الأمر تفاديا لتدفقات نقدية، لكن رغم أن الإهتلاك لا يترافق بتدفقات نقدية خارجية فإنه يمثل تكلفة فعلية يجب أخذها في الحسبان عند حساب تكاليف التشغيلية، أما التدفقات الخارجية الخاصة بعنصر التكلفة هذا فقد تشكلت في وقت سابق عند شراء الأصول الثابتة موضوع الاهتلاك<sup>2</sup>.

**4-3 الأرباح المحتجزة:** هي ذلك الرصيد التراكمي لذلك الجزء من الأرباح السنوية الذي لم يتم توزيعه على ملاك المؤسسة، أو لم يتم تكوينه كإحتياطات لها، وتستخدم الأرباح المحتجزة لتمويل عمليات النمو والتوسع في أنشطتها، كما نستخدمها لإجراء أي توزيعات على المساهمين في الحالات التي يتم فيها تحقيق أرباح، أو يتم فيها تحقيق خسائر، كما تعمل على دعم وتقوية المركز المالي للمؤسسة حيث ترفع نسبة حقوق الملكية إلى اقتراض بشكل يؤدي إلى رفع القدرة الاقتراضية لها. إذا نجحت المؤسسة و حققت أرباح نقوم عادت بتوزيع جزء منها أو الإحتفاظ بالجزء الآخر ليكون مصدر تمويل نمو المؤسسة وفي المؤسسات الناجحة يكون هذا المصدر على مدى سنوات أهم من رأس المال المقدم من طرف المساهمين<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> حمزة الزبيدي، "الإدارة المالية المتقدمة"، مؤسسة الوراق، عمان، 2004، ص938.

<sup>2</sup> سيارن ولش، "أهم النسب و المؤشرات المالية في عالم المال و الأعمال"، شعاع للنشر و العلوم، حلب، 2010، ص115.

<sup>3</sup> عاطف وليم أندراوس، "التمويل و الإدارة المالية للمؤسسات"، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2006، ص171.

ثانيا: تقييم التمويل الذاتي

تتمثل مزايا التمويل وعيوبه فيما يلي:

1-مزايا التمويل الذاتي:

- ✓ يمثل التمويل الذاتي المصدر الأول لتكوين رأس المال الطبيعي بأقل تكلفة؛
- ✓ يجعل المؤسسة تتمتع باستقلالية مالية وإدارية تامة؛
- ✓ يزيل على المؤسسة عبء التكاليف المتعلقة بالعمليات المالية؛
- ✓ وبما أن الاهتلاك يمثل الجانب الأكبر في التمويل الذاتي والذي يعتبر معفى من الضرائب، فإنه يخفض مجموع الضرائب التي تخضع لها أموال المؤسسة؛
- ✓ التمويل الذاتي يحقق التوازن بين الادخار والاستثمار؛
- ✓ يعطي للمؤسسة الحرية في اختيار نوع الاستثمار دون التقيد بشروط الائتمان.

2-عيوب التمويل الذاتي:

- ✓ في غالب الأحيان لا يكفي حجم التمويل الذاتي لتغطية كل حاجيات المؤسسة؛
- ✓ يحقق مردودية أقل من تلك التي تمول بمزيج من الأموال الداخلية والخارجية؛
- ✓ يمنع تجميع الادخارات بصفة عامة ثم إعادة توزيعها على مختلف القطاعات والمشروعات طبقا لأولويات استثمارية معينة؛
- ✓ الاعتماد على الأموال الذاتية يؤدي إلى التوسع البطيء مما يؤدي لعدم الاستفادة من القروض الاستثمارية المرجحة بسبب عدم كفاية التمويل الذاتي لتلبية الاحتياجات.

ثالثا: دور التمويل الذاتي في تمويل النمو

يلعب التمويل الذاتي كمصدر تمويلي داخلي بالغ الأهمية على مستوى المؤسسة حيث يسمح بتحويل الأموال قيم الإضافية مما يؤدي وبشكل فعلي تمويل الاستثمارات المادية وغير المادية عن طريق تدعيم الأموال الخاصة حيث نجد هدفين أساسيين للتمويل الذاتي المتمثل في:<sup>1</sup>

<sup>1</sup>أخيس شيحة، "التسيير المالي للمؤسسة"، دار هومة، الجزائر، 2010، ص ص 93- 94.



**1-** التمويل الذاتي للنمو: ويتمثل في الأرباح غير الموزعة التي تدخل في تمويل استراتيجيات النمو، ويخص المؤسسات التي ترغب في الزيادة في طاقتها الإنتاجية، والحصول على قسط هام من السوق، يتمثل هذا النوع في التمويل الذاتي للبقاء مضاف إليه قسط التنمية المرغوب فيها.

**2-** التمويل الذاتي للبقاء: هو عبارة عن الاهتلاكات المتراكمة ومخصصات المؤونات والموجهة لتعويض التآكل المادي والمعنوي للاستثمارات وتعويض تدني الأصول فالمخزونات والحقوق ومواجهة بعض المخاطر والتكاليف المرتفعة.

يخص المؤسسات التي ترغب في الاحتفاظ بمستوى ثابت للإنتاج بسبب استقرار السوق، في هذه الحالة يتمثل التمويل الذاتي في الاهتلاكات مضاف إليها تعويض التآكل النقدي بسبب ارتفاع أسعار الاستثمارات اللازمة.

يمكن التعبير عن النمو الداخلي من خلال الارتفاع السنوي المتعاقب للأموال الخاصة الذي يمكن قياسه بمردودية الأموال الخاصة (المردودية المالية) المتمثلة في معدل النتيجة الصافية إلى الأموال الخاصة ومعدل توزيع الأرباح وذلك على النحو التالي:

$$g = R_{cp} ( 1 - d )$$

حيث :

✓ g: معدل النمو الداخلي؛

✓  $R_{cp}$ : معدل المردودية المالية (معدل المردودية الخاصة) ؛

✓ d: معدل توزيعات الأرباح.

وحول أهمية التمويل الذاتي وعلاقته بمصادر التمويل الداخلي يضيف (باتو رال 1978) أن ارتكاز النمو الداخلي على التمويل الذاتي يرفع من القدرات الإنتاجية للمؤسسة، كما أنه وسيلة التمويل الوحيدة في حالة استحالة اللجوء إلى المصادر الخارجية لأسباب تتعلق بطبيعة البيئة المالية، كما أنه يمكن المؤسسة من توفير التكاليف للحصول على الموارد الخارجية.

لكن اعتماد على التمويل الذاتي بشكل أساسي محاط بكثير من العقبات فمستواه يتوقف على حجم المؤسسة وأداء أنشطتها وحجم الضغوط التنافسية المفروضة عليها فالمؤسسات متناهية الصغر يمكنها الاعتماد كلياً عن التمويل الذاتي (بالإضافة على قروض الاستغلال) لكن الارتفاع التدريجي في حجمها يجتم عليها اللجوء إلى مصادر تمويلية

خارجية، كما أن التمويل يتأثر بسياسة الأسعار المطبقة حيث ينخفض مستواه كلما انخفضت الأسعار الأمر الذي يجعل المؤسسة في أمس الحاجة إلى التمويل الخارجي.

المطلب الثالث: دور أثر الرافعة المالية والنمو الداخلي

أولاً: مفهوم الرافعة المالية:

### 1-تعريف الرافعة المالية

الرافعة المالية هي أسلوب للتمويل الذاتي يتكون من زيادة ربحية حقوق ملكية الشركة باستخدام المديونية. تمثل الرافعة المالية الفرق بين كفاءة الأسهم والربحية الاقتصادية. في الحالة التي يكون فيها هذا الفرق أكبر من تكلفة الذمم المدينة المتعاقد عليها، فإن الرافعة المالية تكون إيجابية، وإلا فهي سلبية. اختار المديرون استخدامًا كبيرًا للرافعة المالية لتلبية متطلبات قيمة المساهمين (تقييم الشركة مقابل المساهمين).<sup>1</sup>

عرف (ويستون وبرجهام، 1993) الرافعة المالية أو عامل الرفع المالي على أنها نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول، أو إلى إجمالي قيمة الشركة.

ويعرف (هندي، 2003) الرافعة المالية "بأنها درجة اعتماد المنشأة في تمويل أصولها على مصادر التمويل ذات الدخل الثابت (سواء أكانت قروضا، أم سندات، أم أسهما ممتازة) مما يؤثر على الأرباح التي يحصل عليها الملاك كما يؤثر على درجة المخاطرة التي يتعرضون لها."

وتسمى أيضا بالمتاجرة بالملكية، وتعني قيام المنشأة باستخدام أموال الغير من اجل تحقيق أكبر عائد ممكن للمالكين وأصحاب المنشأة، وتمثل نسبة إجمالي المطلوبات (الخصوم) إلى إجمالي (الموجودات) الأصول

أما (Klob,1996) فيعرفها " بنتائج استخدام التكاليف الثابتة في التمويل " يتضح من التعاريف السابقة أن الرافعة المالية تشمل قياس أجمالي الالتزامات) طويلة وقصيرة الأجل (إلى إجمالي الموجودات، إلا أن البعض قد اعتبر أن الرافعة المالية تقتصر على تأثير الديون أو الالتزامات طويلة الأجل فقط، حيث أشار كل من (Aivazian,2003) و(Fattauh, 2003) وكذلك (Darrat, 1995) أن هناك نموذجان للرافعة المالية الأول يعتمد على قياس مجموع

<sup>1</sup> Christophe THIBIERGE et Philippe THOMAS, "L'EFFET DE LEVIER", Une relecture opérationnelle destination des décideurs financiers d'entreprise, Cahier de recherche ESCP, n° 97-135, Département Finance Ecole Supérieure de Commerce de Paris,79 avenue de la République, France, p19

الالتزامات المالية الثابتة على إجمالي الموجودات ، بينما النموذج الثاني الالتزامات الطويلة الأجل فقط، متجاهلا الديون قصيرة الأجل.

لكن الراجح وحسب معظم الدراسات الحديثة والمراجع المتخصصة أن معظم التكاليف المالية الثابتة (طويلة أم قصيرة الأجل) تقوم بعمل الرفع المالي في تأثيرها على صافي الربح المتاح للملاك<sup>1</sup>.

## 2- حالات الرافعة المالية:

توجد ثلاثة حالات لأثر الرافعة المالية وهي:

**الحالة الأولى:** عندما يكون لأثر الرافعة المالية أثر إيجابي، وتتحقق عندما تكون المردودية الاقتصادية أعلى من معدل الديون، في هذه الحالة كلما زادت نسبة الديون على الأموال الخاصة أي زيادة المديونية أدى ذلك إلى ارتفاع المردودية المالية؛

**الحالة الثانية:** عندما يكون لأثر الرافعة الدالية أثر سلبي، وتتحسد هذه الحالة عندما تكون المردودية الاقتصادية أقل من معدل الديون، ويؤدي ذلك إلى انخفاض المردودية المالية بسبب ارتفاع المصاريف الدالية الناجمة عن الزيادة في الاستدانة؛

**الحالة الثالثة:** في حالة حياد الرافعة المالية، وتكون عندما تتساوى المردودية الاقتصادية ومعدل الديون، فمهما تغيرت نسبة الديون على الأموال الخاصة فإن المردودية الدالية تبقى على حالها. ويمكن الإشارة إلى أن اللجوء إلى الاستدانة يؤدي إلى ارتفاع مردودية الأموال الخاصة وهذا في حالة ما إذا كانت المردودية الاقتصادية أعلى من تكلفة الديون، ولكن في أغلب الأحيان هذه الزيادة تؤدي إلى ارتفاع المخاطر المالية، حيث هذه الأخيرة تزداد كلما لجأت المؤسسة إلى الاستدانة<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> بسام محمد الأغا، "أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار" دراسة تطبيقية على شركات المساهمة العامة العاملة بفلسطين"، قدمت هذه الرسالة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير، منشورة، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2005، ص 80.

<sup>2</sup> عادل عشي، "الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية"، مذكرة ماجستير، منشورة، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2004، ص 87.

## 3-الصيغة الرياضية لأثر الرافعة المالية

للضريبة أثر واضح في حساب أثر الرافعة المالية، حيث أن اللجوء إلى الاستدانة يؤدي إلى تقليل الوعاء الضريبي وهذا لأن الفوائد تطرح من الأرباح قبل حساب الضرائب، فالمؤسسات التي تدفع معدل ضريبة مرتفع تفضل مثلاً التمويل بالافتراض بدلاً من التمويل عن طريق الأموال الخاصة لأن الوفر الضريبي لهذه المؤسسات سيكون أكبر. ويمكن البرهنة على علاقة أثر الرافعة المالية انطلاقاً من المعطيات التالية:

- ✓ RE: نتيجة الاستغلال؛
- ✓ Rne: النتيجة الصافية؛
- ✓ Re: المردودية الاقتصادية؛
- ✓ Rcp: مردودية الأموال الخاصة؛
- ✓ CP: الأموال الخاصة؛
- ✓ D: الاستدانة الصافية؛
- ✓ IS: معدل الضريبة على أرباح الشركات؛
- ✓ I: تكلفة الاستدانة.

تحدد النتيجة الصافية بدلالة نتيجة الاستغلال كالتالي:

$$R_{net} = (RE - i.D) (1 - IS)$$

وبقسمة طرفي المعادلة السابقة على الأموال الخاصة نجد:

$$\begin{aligned} R_{cp} &= ((RE - i.D)(1 - IS)) / (CP + D) = ((RE - i.D)(1 - IS)) / CP \\ &= (RE - i.D)(1 - IS) / (CP + D) \times CP + D / CP \\ &= (RE \times CP / CP + RE.D / CP - i.D / CP)(1 - IS) \end{aligned}$$

وبالتالي يمكن صياغة أثر الرافعة المالية كالتالي:

$$R_{cp} = (Re + (Re - i) D / CP)(1 - IS)$$

حيث:

- ✓ (Re-i): الهامش على المردودية الاقتصادية وتكلفة الاستدانة؛
- ✓ D/CP: الرافعة الدالية و تقيس تركيبة الهيكل المالي؛

✓  $(Re - i)D/CP$  : أثر الرافعة المالية.

فيكون لدينا:

مردودية الأموال الخاصة = المردودية الاقتصادية + أثر الرافعة

أثر الرافعة المالية = مردودية الأموال الخاصة - المردودية الاقتصادية

وعليه:

ويتم قياس تأثير الزيادة في نسبة التمويل بالدين على الأرباح المتاحة للمساهمين من خلال درجة الرافعة المالية، وتعرف على أنها النسبة المئوية للتغير في الإيرادات المتوفرة لحملة الأسهم العادية والمرتبطة بنسبة مئوية معينة للتغير في الإيرادات قبل الفائدة والضريبة وتحسب كما يلي:

درجة الرافعة المالية =  $\frac{\text{الإيرادات قبل الفائدة والضريبة}}{\text{الإيرادات قبل الفائدة والضريبة} - \text{الفائدة}}$

ثانيا: تقييم الرافعة المالية

1-مزايا الرافعة المالية

تتمثل في:<sup>1</sup>

- ✓ تحسين العائد على حقوق المساهمين نتيجة الفرق بين كلفة الاقتراض ومردود الاستثمار؛
- ✓ المحافظة على السيطرة في المؤسسة لأن الدائنين لا صوت لهم في الإدارة؛
- ✓ عدم مشاركة الآخرين في الأرباح المحققة؛
- ✓ الاستفادة من ميزة كون ابي فترات التضخم يتم اقتراض أموال ذات قوة شرائية عالية وإعادتها بأموال ذات قوة شرائية أقل؛
- ✓ الاقتراض بحكمة يمن المؤسسة من بناء سمعة في السوق المالية، وهذا أمر بحاجة اليه دائما خاصة عندما تحتاج إلى المزيد من الاقتراض.

<sup>1</sup>هندي منير إبراهيم، "الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات"، ط1، منشأ المعارف، مصر، دون سنة، ص6 .

## 2-مخاطر الرافعة المالية

يقصد بالمخاطر المالية التذبذب في صافي الربح بعد الضريبة، أي التذبذب في صافي الربح بعد الضريبة في العائد المتبقي للملاك (حملة الأسهم العادية بسبب استخدام مصادر التمويل ذات التكلفة الثابتة، كالفائدة واحتمالات عدم القدر على سداد أصل الديون في أوقات استحقاقها أو الفائدة أو كليهما، فهي مخاطرة مربوطة بالديون.

والمنطق أنه كلما زاد حجم الديون في هيكل تمويل الموجودات زادت درجة المخاطر، والأصل في هذه المخاطر ليسن الديون بحد ذاتها، إنما احتمالات انخفاض مستويات الأرباح المتوقع تحقيقها دون مستوى الفائدة المدفوعة على تلك الديون، وهذا يعني تعرض المؤسسة إلى خسائر بسبب انخفاض دون مستوى ما تتحول من التكلفة، وهذا بحد ذات مخاطر مالية.

حيث أن تأثير الرافعة المالية في كلا الاتجاهين إذا كانت الربحية الاقتصادية أعلى من تكلفة الدين، فنحن نتحدث عن تأثير الرافعة المالية الإيجابي لأنه في هذه الحالة تتأثر الربحية المالية بشكل إيجابي. وفي الحالة المقابلة، بمعنى أنه إذا كانت الربحية الاقتصادية أقل من تكلفة المديونية، فإن تأثير الرافعة المالية هذه المرة في الاتجاه الآخر: يطلق عليه "تأثير النادي" أو "تأثير الارتداد". الرافعة المالية هي وسيلة قوية للغاية لتمكين المساهمين من تحقيق عوائد مالية عالية. ولكن كلما ارتفعت الرافعة المستخدمة، كلما كان تأثير ذراع الرافعة أكثر عنفا.<sup>1</sup>

ومع ذلك، فإن الصفقة التي يتم رفعها تمثل مخاطر يتم تخفيفها في كثير من الأحيان عن طريق استخدام التمويل دون اللجوء. قد يكون الأخير نتيجة لترتيبات تقليدية أو مديونية شركة مخصصة. تجدر الإشارة إلى أن تأثير الرافعة المالية يزيد بشكل كبير من الأرباح التي تم الحصول عليها بفضل ربحية الأصل (الربح). في الواقع، خلال فترة نمو قيمة الأصول، فإنه يوفر كفاءة مثيرة للاهتمام. ومع ذلك، لا بد من معرفة أن أي مؤسسة لديها رافعة مالية بين 30 و1 ترى أن حقوقها المالية قد انخفضت، وأن قيمة أصولها انخفضت بنسبة 3.3%. وعندما يكون هناك زيادة في الطاقة الإنتاجية، هناك زيادة في رسوم ثابتة. لكيلا تتدهور حساسية التدفقات النقدية، يجب إصلاح التكاليف الثابتة لا تزيد عن سقف معين.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> <https://www.lafinancepourtous.com> le 14/03/2019 à 14.35 Am

<sup>2</sup> Comment la banque vous juge, du journal « L'Entreprise » (n°236, juillet-août 2005).

ثالثاً: معدلات النمو وحالات الرافعة المالية

**1-معدل النمو الداخلي:** وهو أقصى معدل نمو تستطيع المؤسسة تحقيقه دون اللجوء إلى تمويل خارجي بأي شكل من الأشكال لو تستطيع المؤسسة أن تحقق معدل نمو داخلي عالي دون الزيادة في التمويل الخارجي في الحالات التالية:

- ✓ إذا احتجزت نسبة عالية من الأرباح؛
- ✓ تحقيقها لمعدل عائد على الملكية على (ROE)؛
- ✓ استخدامها نسبة الديون إلى الموجودات منخفضة
- ✓ وفي حالة كون الإصدار الخارجي يساوي صفر فإن معدل النمو الداخلي IG يحسب كما يلي:

$$IG = (ROA. b) (L - ROA. b)$$

حيث:

✓ ROA: يمثل العائد على الموجودات

✓ b: يمثل نسبة الاحتجاز

**2-معدل النمو المستمر:** وهو أقصى معدل نمو تستطيع المؤسسة تحقيقه دون إصدار تمويل خارجي بحق الملكية (الديون طويلة الاجل على حق الملكية) الحالية الثابتة.

تتجنب المؤسسة إصدار الملكية الجديدة لأنها مكلفة. فبدلاً من التركيز على تعظيم معدل النمو الداخلي والذي يمكن دعمه دون اللجوء إلى التمويل الخارجي فإن المؤسسة تصبح مهتمة بمعدل نمو مستمر دون إصدار ملكية إضافية، ويحسب معدل النمو المستمر كما يلي:

$$SG = (ROE. b) / (1 - ROE. b)$$

حيث :

✓ ROE: يمثل معدل العائد على الملكية

✓ b: يمثل نسبة الاحتجاز للأرباح<sup>1</sup>

<sup>1</sup>محمد علي العامري، "الإدارة المالية"، ط1، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص158.

## خلاصة الفصل:

يتضح من خلال ما تم التعرض له في هذا الفصل أن النمو الداخلي للمؤسسة يعتبر ظاهرة اقتصادية متعددة الأبعاد، تتحكم فيها مجموعة من القرارات المالية وتعتبر تكلفة رأس المال أحد العوامل المساعدة في اتخاذ هذه القرارات فهي تدفع بأصحاب القرار داخل المؤسسة إلى الاعتماد على مصادر التمويل أقل تكلفة، ويكشف تحليل هذه القرارات عن مختلف السلوكيات الاقتصادية والمالية التي تنتهجها المؤسسة لتسجيل مختلف معدلات النمو.

يعتبر استخدام مجموعة من المؤشرات والمعايير وقياسها كفيلا بالكشف عن مدى فعالية وكفاءة المؤسسة في اختيارها لاستراتيجية معينة بغية تدعيم نموها الداخلي، وتمكن النماذج المفسرة لنمو المؤسسة في ظل شروط محددة من فهم هذه الاستراتيجيات المنتهجة والسياسات المتبناة من قبل المؤسسة في سبيل بلوغ مستويات النمو المرغوبة ومن ثم إمكانية تحديد المنطق المالي لنموها.



## الفصل الثالث

دراسة تطبيقية لمجموعة من المؤسسات

الاقتصادية خلال الفترة 2013 – 2017

تمهيد:

بعد الدراسة النظرية للموضوع والمتمثلة في الفصلين السابقين قمنا في هذا الفصل بإسقاط الجانب النظري على أرض الواقع بإجراء دراسة تحليلية استقصائية على مجموعة من المؤسسات لتبيان العلاقة بين المتغيرات المستقلة (تكلفة رأس المال، الديون، التكلفة الوسطية المرجحة) والمتغير التابع (معدل النمو الداخلي) انطلاقاً من تحليل مؤشرات التوازن المالي لهذه المؤسسات خلال الفترة الممتدة من (2013-2017).

كما تم الاعتماد على panel data و Eviews 8 في حساب النسب والقيم، ومن ثم محاولة تفسير النتائج، ويتم عرض ذلك من خلال المباحث التالي:

- ✓ المبحث الأول: تقديم وتقييم العينة المدروسة ووصف متغيرات ونماذج الدراسة.
- ✓ المبحث الثاني: دراسة أثر تكلفة رأس المال على النمو الداخلي.

المبحث الأول: تقديم وتقييم العينة المدروسة ووصف متغيرات ونماذج الدراسة.

المطلب الأول: التعريف بالعينة المدروسة

حاولنا من خلال هذا المطلب بتسليط الضوء على العينة محل الدراسة، وذلك بإعطاء نظرة عامة ومختصرة عن كل مؤسسة.

### 1- تقديم مجمع صيدال:

أنشأت صيدال في 1982 عقب إعادة هيكلة الصيدلية المركزية الجزائرية وقد استفادت في هذا الإطار، من نقل مصانع الحراش والدار البيضاء وجسر قسنطينة. كما حول إليها في 1988، مركب "المضادات الحيوية" للمدية الذي كان على وشك الانتهاء من قبل الشركة الوطنية للصناعات الكيماوية).

✓ في سنة 1989 وتبعاً لتنفيذ الإصلاحات الاقتصادية، أصبحت صيدال مؤسسة عمومية اقتصادية تتميز باستقلالية التسيير؛

✓ في سنة 1993، تم إضفاء تعديلات على القانون الأساسي للشركة، حيث سمح لها بالمشاركة في كل عملية صناعية أو تجارية يمكن أن تكون ذات صلة مع موضوعها الاجتماعي من خلال إنشاء شركات جديدة أو فروع؛  
✓ في سنة 1997، وضعت شركة صيدال مخطط إعادة هيكلة أسفر على تحويلها إلى مجمع صناعي يضم ثلاثة فروع (فارمال، أنتيبوتيكال وبيوتيك)؛

✓ في 2009، رفعت صيدال من حصتها في رأسمال سوميدال إلى حدود 59%. وفي سنة 2010، قامت بشراء 20% من رأسمال شركة إيبيرال كما رفعت من حصتها في رأسمال شركة "نافكو" من 38.75% إلى 44.51%؛

✓ في 2011، رفعت صيدال حصتها في رأسمال إيبيرال إلى حدود 60%؛

✓ في جانفي 2014، شرع مجمع صيدال في إدماج فروع الآتي ذكرها عن طريق الامتصاص: أنتيبوتيكال، فارمال وبيوتيك؛

صيدال شركة ذات أسهم برأسمال قدره 2.500.000.000 دينار جزائري. 80% من رأسمال صيدال ملك للدولة وال 20% المتبقية قد تم التنازل عنها في سنة 1999 عن طريق البورصة إلى المستثمرين من المؤسسات والأشخاص. تكمن مهمة صيدال في تطوير، إنتاج وتسويق المواد الصيدلانية الموجهة للاستهلاك البشري. يتمثل الهدف الاستراتيجي لمجمع صيدال في تعزيز مكانته كرائد في إنتاج الأدوية الجنيصة والمساهمة، بشكل فعلي، في تجسيد السياسة الوطنية للدواء التي وضعت من قبل السلطات العمومية. إن صفة المؤسسة العمومية تحول لمجمع صيدال مهمتين أساسيتين:

- ✓ ضمان استقلاله المالي والاستدامة في الحفاظ على توازنه المالي و ضمان تحسين القدرة التنافسية لمنتجاته، من أجل تحقيق أهداف نموه وتطوير موارده البشرية؛
- ✓ تحقيق الأهداف المنوطة به من قبل الدولة، بصفتها المساهم الرئيسي.
- في إطار مهمته الأساسية، حدد مجمع صيدال خطوط العمل التي تمكنه من ضمان نموه وتعزيز مكانته الرائدة في إنتاج الأدوية الجنيسة. في طليعة هذه الخطوط، يظهر مخطط شامل ومتكامل للتنمية يرافق توسع المجمع والذي يتمركز حول تامين الموارد البشرية، تحسين التنظيم ونظام المعلومات، تعزيز ثقافة المؤسسة وتنفيذ سياسة فعالة للاتصال:
- ✓ تعزيز القواعد الأخلاقية التي تهدف إلى تسوية وتطهير سوق الأدوية؛
- ✓ المساهمة في الحد من الواردات؛
- ✓ الانفتاح على الأسواق الخارجية؛
- ✓ الزيادة من مستوى رضى المستهلك؛

### 2-تقديم مجمع بيوفارم " BIOPHARM SPA ":

هي مجموعة موجودة في المهن المختلفة لصناعة الأدوية: التنمية، الإنتاج، توزيع بالجملة، التوزيع، الصيدليات والمعلومات الطبية والخدمات اللوجستية. أنشئت في عام 1991.

في عام 2018، حققت المجموعة مبيعات موحدة بقيمة 63055 مليون دينار. في نفس العام، حققت BIOPHARM صافي ربح موحد، حصة المجموعة، بقيمة 293.16 دينار للسهم. تقوم بتصنيع أكثر من 100 منتج في وحدة إنتاجها الموجودة في وادي السمار الجزائرية والتي كانت أول وحدة جزائرية تحصل على شهادة ممارسة التصنيع الجيدة (GMP) من الوكالة الوطنية الفرنسية لسلامة الأدوية (ANSM) شركة BIOPHARM للتوزيع يوزع أكثر من 500 عقار لتجار الجملة. توزع BIOPURE الفرعية أيضا على 4150 صيدلية أكثر من 3500 مرجع. تشارك BIOPHARM في عملية تنويع حصصها.

في عام 2013، كانت الخطوة الأولى هي إعادة تنظيم أنشطتها حول مجموعات محددة وفتح رأس مالها للمستثمرين من المؤسسات الدولية. كانت الخطوة الثانية هي إدخال عنوان (BIOPHARM BIO) في بورصة الجزائر في 20 أبريل 2016.

بدأت BIOPHARM أنشطتها في أوائل 1990 تم تطوير المجموعة على عدة مراحل كما هو مبين في

التسلسل الزمني الموجز التالي:

- ✓ عام 1990: اكتملت دراسات الجدوى والدراسات الهندسية عن إنتاج الأدوية الجنيسة وتم تطوير الإصدارات المبكرة من خطط BIOPHARM؛

## الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لمجموعة من المؤسسات الاقتصادية خلال الفترة 2013-2017

✓ عام 1991: تم اعتماد BIOPHARM من قبل مجلس المال والائتمان لإنتاج وتسويق المنتجات الصيدلانية في الجزائر؛

✓ 2013: BIOPHARM يفتح رأس ماله بنسبة تصل إلى 49٪ لمجموعة من المستثمرين الدوليين (Entreprises WLL ADP)؛

✓ 2014: BIOPHARM Distribution يجدد إصدار شهادة ISO 9001 لعام 2008 للمرة الثانية؛

✓ 2015: BIOPHARM هي أول شركة مصنعة للأدوية الجزائرية تحصل على شهادة مطابقة لممارسات التصنيع الجيدة لواحد من خطوط إنتاجها الصادرة عن الوكالة الوطنية الفرنسية لسلامة الأدوية والمنتجات الصحية (ANSM).

### 3- تقديم مجمع روية:

تأسس المعمل الجديد للمصبرات في 02 ماي 1966، وهي مؤسسة ذات أسهم تابعة للقطاع الخاص، وتم إنشائها من طرف " الاخوة عثمانى"، وتقع على الطريق الوطني رقم 05 بالمنطقة الصناعية لرؤية (ولاية الجزائر)، هي تبعد بحوالي 30 كلم شرقا عن العاصمة تعد من أهم المعامل الجزائرية في قطاع المشروبات حاليا وفي قطاع المصبرات سابقا، وقد تصل عدد عمالها سنة 2010 إلى 480 عامل أما رأس مالها الاجتماعي فيقدر ب 849195000 دينار.

تقوم المؤسسة بتسويق جميع منتجاتها بعلامة "رؤية" « ROUIBA » نسبة للمنطقة التي توجد بها، ويعتبر المعمل الجزائري الجديد أحد أهم المؤسسات الرائدة والمهتمة في مجال الصناعة الغذائية في الجزائر خاصة فيما يتعلق بقطاع المشروبات من حيث مساهمته في تغطية احتياجات السوق المحلي، من خلال السياسات المحكمة التي اتبعها والخيارات الاستراتيجية المستمرة طوال مدة نشاطها، خاصة فيما يتعلق بالخيارات المتعلقة بالتعبئة والتغليف وتوجيه المنتجات.

وكانت سنة 1990 بمثابة المنعرج في حياة المؤسسة بسبب التطورات الحاصلة في السوق الجزائرية، والتي دفعت بالمسؤولين إلى استعمال أحدث وأتقن العبوات المستعملة في العالم في مجال التصبير لتعليب بعض منتجاتها والتي كثرة الطلب عليها مثل عصير الفواكه Tétra Pack، الأمر الذي ساعدها على التغلغل في السوق المحلي والدولي.

خلال سنة 2003 تحولت مؤسسة المعمل الجزائري الجديد للتعليب من شركة ذات مسؤولية ذات أسهم، برأس ماله اجتماعي مقدر ب: 109472000.00 دج، وتتكون من 1097472 سهم ذات قيمة اسمية 1000 دج لكل سهم.

## الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لمجموعة من المؤسسات الاقتصادية خلال الفترة 2013-2017

لقد قامت مؤسسة روية بعدة إنجازات منذ نشأتها، وفيما يلي سنعرض أهم الإنجازات:

- ✓ 1996: تأسيس المؤسسة وبداية الإنتاج والتوزيع للمصبرات (هريسة، طماطم،... الخ) والحيازة على أرضية المعمل في قلب المنطقة الصناعية برويبة - الجزائر العاصمة؛
- ✓ 1984: بداية النشاط في إنتاج العصير؛
- ✓ 2000: الحصول على نشاط ISO 9002؛
- ✓ 2004: بداية النشاط في إنتاج الحليب؛
- ✓ 2011: البدء في تنفيذ برنامج التنمية الذي اعتمد في عام 2010 من خلال:
  - توسيع ممرات والخدمات اللوجستية لتحسين مساحة التخزين؛
  - تركيب خط التعبئة والتغليف الجديد تترا باك. A3
- ✓ 2013: الحصول على شهادة الإيزو 22000؛
- الاستحواذ على علة أراضي جديدة لايواء منصات اللوجستية الجديدة؛
- الدخول والاكتتاب.

### 4- تقديم مجمع عمر بن عمر:

إن المجمع العائلي بن عمر هو مجمع مختص في إنتاج مصبرات الطماطم، الهريسة، مربى الفواكه، السميد، والعجائن الغذائية بمختلف أنواعها ولقد قام بتوسيع نشاطه ليشمل حتى القطاع العقاري، فهو في حالة نمو مستدام حيث أصبح جزء لا يتجزأ من هذه الصناعة في الجزائر لأنه التزم بتزويد المستهلكين بمنتجات ذات جودة عالية. تأسس مجمع بن عمر في 1984 على يد الراحل عمر بن عمر بإنشاء وحدة صغيرة لتعليب الطماطم، الهريسة، والمربى وهذا ببلدية بوعاتي محمود بولاية قالمة وهو لا يزال ينمو ويتوسع ليشمل الآن المؤسسات الفرعية التالية:

- ✓ مؤسسة أفق تنمية الزراعة HDA؛
  - ✓ مؤسسة أفق تنمية الزراعة HDA؛
  - ✓ مؤسسة حبوب بن عمر؛
  - ✓ مؤسسة ترقية بن عمر؛
  - ✓ مؤسسة بناء بن عمر؛
  - ✓ مؤسسة ش.ذ.ا. المتوسطة للمطاحن MMC؛
  - ✓ مؤسسة مطاحن بن عمر MAB.
- وهذه الأخيرة هي التي تتمحور حولها دراستنا.

- أرقام خاصة بمجمع عمر بن عمر (إحصائيات 2013)

إن مجمع عمر بن عمر هو:

✓ 07 مؤسسات فرعية؛

✓ معدل نمو مكون من رقمين منذ أكثر من 20 سنة مع تحقيق رقم أعمال يقدر بحوالي 22 مليار دينار؛

✓ شبكة توزيع تضم 49000 نقطة بيع...؛

✓ خلق 1900 منصب عمل؛

✓ ميزانية خاصة بالبحث والتطوير تقدر بحوالي 49 مليون دينار؛

✓ ميزانية خاصة بالتكوين تقدر بنحو 13 مليون دينار؛

✓ مساهمات ضريبية وشبه ضريبية تقدر بنحو 436 مليون دينار.

في سنة 2000 عرف مجمع بن عمر أول تنويع له في الحبوب مع إطلاق مطاحن عمر بن عمر لإنتاج الأغذية الأساسية المستمدة من القمح الصلب وهذا في بلدية الفجوج ولاية قلمة. فعلى مر السنين أثرت مطاحن بن عمر أنشطتها التحويلية وذلك من أجل تقديم مجموعة متنوعة من المنتجات تلبي احتياجات استهلاك السوق المحلية من سميد، كسكس، وعجائن غذائية.

بدأت مطاحن بن عمر نشاطها في سنة 2002 مع قدرة سحق للقمح الصلب تقدر ب 300 طن/يوم مما جعلها اليوم من أهم المتعاملين في مجال إنتاج الأغذية المستمدة من القمح الصلب في الجزائر خاصة بعد إنشاء وحدة جديدة لإنتاج العجائن الغذائية في سنة 2009، ونظرا لمطابقة منتجات مطاحن بن عمر للمعايير الدولية فهذا جعلها تحوز على شهادة الأيزو (ISO) المتعلقة بالأمن الغذائي مما سمح لها بدخول الأسواق الأجنبية وتصدير منتجاتها إلى الخارج، وفي نفس الوقت فهي تزود السوق الجزائرية بالمواد الغذائية التالية: عجائن غذائية (طويلة، قصيرة، خاصة)، الكسكس (رقيق، متوسط، خشن) بالإضافة إلى السميد مع القدرات التالية:

✓ سحق 700 طن يوميا من القمح الصلب أي ما يعادل حوالي 250000 طن سنويا مع قدرة تخزين للقمح بحوالي 60000 طن؛

✓ السميد والكسكس: يعتبر السميد المصنوع من القمح الصلب المادة الغذائية الأولى التي بدأت مطاحن بن عمر بإنتاجها منذ سنة 2002، وفي سنة 2009 تم إضافة ثلاث خطوط إنتاج لمادة الكسكس؛

✓ العجائن الغذائية: سواء كانت قصيرة، طويلة، أو خاصة فإن عجائن بن عمر تتقدم السوق الوطنية (تعتبر رائدة) من جهة، ومن جهة أخرى فهي تراحم عمالقة أوروبا في هذا القطاع في جزء من السوق الذين ينشطون فيه؛ غير أن المجمع يطمح في الذهاب أبعد من هذا الحد عن طريق دفع علامة "بن عمر" وجعلها في أرقى المواضع

5- تقديم مطاحن مرمورة:

انبثق مجمع رياض قسنطينة سنة 1982 في بادئ الأمر عن شركة سمباك التي تحولت بعدها إلى شركة بالأسهم وهيكلت سنة 1989، بعد هذه العملية تحول المجمع إلى مجمع صناعي كبير يضم 11 شركة فرعية مهمتها تحويل الحبوب، الإنتاج وتسويق السميد، العجائن الغذائية، الكسكس، وتكعيب النخالة. ونذكر من هذه الشركات فيما يلي:

✓ مطاحن الليطورال (سكيكدة)؛

✓ مطاحن بن هارون (ميلة)؛

✓ المطاحن الكبرى للعينات (تبسة)؛

✓ مطاحن مرمورة (قالمة).

هذه الأخيرة نشأت في 24 ديسمبر 1997، والتي نتجت عن الإجراءات التي قام بها مجمع السميد بقسنطينة، والمتمثلة في تقسيم وحداته في نهاية سنة 1997، حيث تضم وحدتين للإنتاج هما:

- مطاحن بوشقوف والتي تبلغ طاقتها الإنتاجية 850 قنطار في اليوم؛

- مطاحن هيليوبوليس والتي تبلغ طاقتها الإنتاجية 650 قنطار في اليوم.

✓ **موقعها:** تقع وحدة مطاحن مرمورة بدائرة هيليوبوليس في الجهة الشرقية، وبالضبط بلدية هيليوبوليس، بن بروق حسين على الطريق الوطني رقم 21 تتربع الوحدة على مساحة 125000 متر مربع مقسمة على عدة هياكل منها الإدارة، ورشة الصيانة، ورشة الإنتاج، مركز التخزين...

✓ **رأسمالها:** مطاحن مرمورة هي شركة مساهمة ذات مال اجتماعي يقدر بـ 135000000 دينار جزائري.

✓ **اليد العاملة:** تبلغ اليد العاملة 120 عاملا وذلك حسب إحصائيات 2018.

6- تقديم مؤسسة جيكا (المؤسسة الوطنية للرمل والحصى، جيس):

أنشأت المؤسسة الوطنية للرخام سنة 1993 على يد خبراء و مهندسين من إيطاليا بموجب المرسوم التنفيذي رقم 83/83443 المؤرخ في 16/07/1983، و المتعلق بإعادة هيكلة الشركات، حيث انبثقت عن المؤسسة الوطنية للأبحاث النجمية ( سوناريم ) التي قسمت إلى مؤسسات هي:

✓ المؤسسة الوطنية للرخام؛

✓ شركة أسميدال؛

✓ الشركة الوطنية للملح؛

✓ شركة فرفوس للحديد الصلب؛

✓ المؤسسة الوطنية للحصى؛



✓ شركة موبيدال للأدوية والمبيدات؛

✓ شركة أنيوف.

وتقع وحدة قلمة للرخام ببلدية " بومهرة احمد"، على الطريق الرابط بين بلديتي " بومهرة احمد " و "جباله خميسي"، حيث يحدها من الشمال " واد سييوس " ومن الجنوب " وحدة انتاج البلاط " ان تتربع الوحدة على مساحة 1.2 هكتار بما فيها الإدارة والمعمل.

ومن أبرز أسباب اختيار هذا الموقع نجد:

✓ تسهيل واستغلال محجرة الرخام بقلمة؛

✓ لقربها من الوادي لاستغلال الماء في الآلات.

الموقع المعزول لتفادي إزعاج لتفادي إزعاج السكان نظرا لما تحدثه الآلات من ضجيج وغبار.

أما نشاط وحدة الرخام بقلمة فيتمثل في النشاط الصناعي والتجاري حيث تتكون العملية الإنتاجية كما في

باقي معظم المؤسسات الصناعية من أربع مراحل:

التموين ← التخزين الأولي ← التخزين النهائي ← البيع.

عملية الشراء التي تقوم بها وحدة الرخام بقلمة تخص فقط قطع الغيار والتموينيات الأخرى ذلك أن المواد

الأولية المستخدمة غالبا في عملية التصنيع يتم بها مباشرة من قبل المؤسسة الأم المتواجد مقرها بولاية سكيكدة معلومات إضافية حول الوحدة:

✓ اسم المسير: بن قيراط عثمان؛

✓ رأسمالها الاجتماعي 345000000؛

✓ البريد الإلكتروني للوحدة: uniteguelma@gmail.com

7- تقديم مؤسسة بن وهيبة للآجر:

SARL BRIQUETERIE EL RYAD

(بن جراح ولاية قلمة)

✓ أنشئت عام 1995.

✓ بدأت الإنتاج سنة 1995.

✓ شركة لصناعة الياحور الأحمر.

✓ القدرة السنوية: 70 000 طن/سنة.

✓ القدرة الفيزيائية (الاستيعاب):

- 08 تجويف = 14 464 988 قطعة؛

- 12 تجويف او ثقب = 4 200 060 قطعة.
- ✓ تم تحديد المصنع 100%.
- ✓ عدد الموظفين: 92 عامل؛
- 07 إطارات؛
- 34 وكيل إتقان؛
- 51 وكيل منفذ.
- ✓ شركاء المؤسسة:
- بن وهيبة عزيز؛
- بن وهيبة رياض؛
- بن وهيبة جميلة؛
- بن وهيبة صبري؛
- بن وهيبة سفيان.

#### 8-تقديم مؤسسة الإخوة "بوكبو"

Sarl limonadière frères Boukabou « Bouka »

(طريق بلخير ولاية قالمة)

- ✓ أنشئت عام 1999.
- ✓ بدأت الإنتاج سنة 1999.
- ✓ شركة لإنتاج المياه المعدنية غير الكحولية والمشروبات المختلفة غير الكحولية.
- ✓ القدرة السنوية: 150 000 لتر/سنة.
- ✓ عدد الموظفين: 82 عامل؛
- 03 إطارات؛
- 24 وكيل إتقان؛
- 53 وكيل منفذ.
- ✓ شركاء المؤسسة:
- سفيان بوخبو؛
- محمد بوخبو؛
- سمير بوخبو؛

المطلب الثاني: تقديم نموذج الدراسة

أولاً: تحليل السلاسل الزمنية المقطعية

نعني بمصطلح السلاسل الزمنية المقطعية بأنها مجموعة مشاهدات تتكرر عند مجموعة من الأفراد (دول، مؤسسات، محافظ، ...) على فترات زمنية، وهي تجمع بين خصائص كل من البيانات المقطعية والسلاسل الزمنية في نفس الوقت، فبالنسبة للسلاسل فهي تصف سلوك عدد من المفردات عند فترة زمنية واحدة بينما السلاسل الزمنية فهي تصف سلوك مفردة واحدة خلال فترة معينة وهنا تكمن أهمية معطيات السلاسل الزمنية المقطعية كونها تحتوي على معلومات ضرورية تتعامل مع ديناميكية الزمن وعلى مفردات متعددة.<sup>1</sup>

وتتمتع هذه النماذج في استخدامها مقارنة مع البيانات المقطعية أو بيانات السلاسل الزمنية بمفردتها بالعديد من المزايا أهمها:<sup>2</sup>

- ✓ التحكم في عدم تجانس التباين الذي قد يظهر في حالة البيانات المقطعية أو حالة السلاسل الزمنية؛
- ✓ تعطي البيانات الطولية كفاءة أفضل وزيادة في درجات الحرية وكذا أقل تعددية خطية بين المتغيرات وبالتالي يكمن الحصول على تقديرات ذات ثقة أعلى؛
- ✓ القدرة على تحديد بعض الظواهر الاقتصادية مثل التقدم التكنولوجي واقتصاديات الحجم وبالتالي علاج مشكل عدم قابلية تقسيم اقتصاديات الحجم والتقدم الفني في تحليل دوال الإنتاج.

### 1- اختبار التجانس

إن اختبار التجانس أو عدم التجانس مهمة جداً لأجل تحديد هيكل السلاسل الزمنية المقطعية، وتعطى العلاقة الأساسية لهذه السلاسل لعينة مكونة من T مشاهدات N فردية في المجموعة كما يلي:

$$Y_{it} = \alpha_i + \sum_{j=1}^k B_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it} \quad i=1, 2, \dots, N \quad t=1, 2, \dots, T$$

يفترض أن حد الأخطاء مستقلة ومتماثلة التوزيع بمتوسط معدوم وتباين ثابت، كما يفترض معلمات النموذج يكمن اختلافها في البعد الفردي لكنها ثابتة في الزمن. ويمكن أن يأخذ هذا النموذج عدة صيغ مختلفة كالتالي:<sup>3</sup>

- ✓ تماثل الثوابت وتطابق شعاع المعلمات وبالتالي يمكن القول بأنه لدينا سلة متجانسة؛

<sup>1</sup> Dielman, "Pooled Cross-Sectional and Time Series Data Analysis", Texas Christian University, USA, 1989, p2.

<sup>2</sup> زكرياء يحيى الجمال، "اختبار النموذج في نموذج البيانات الطولية الثابتة والعشوائية"، المجلة العراقية للعلوم الإحصائية، عدد 21، 2012، ص269.

<sup>3</sup> Régis.B, "Économétrie cours et exercices corrigés", 9<sup>ème</sup> édition, Dunod Paris, 2009, pp 348-350.

✓ اختلاف الثوابت وشعاع المعلمات وبالتالي يمكن القول بأنه لدينا N نموذج مختلف وعليه نرفض صيغة تجانس السلة؛

✓ تطابق الثوابت واختلاف شعاع المعلمات بين المفردات وبالتالي يمكن القول بأنه لدينا N نموذج مختلف حسب المفردات؛

✓ اختلاف الثوابت وتطابق شعاع المعلمات نحصل في هذه الحالة على نموذج التأثيرات الثابتة الفردية. ولتحقيق ذلك فقد قام Hsiao (1986) بتقديم خطوات عامة لاختبار التجانس، كما هي موضحة في الشكل الموالي، وتلخص هذه المراحل على النحو الآتي:

#### ✓ المرحلة الأولى: اختبار التجانس الكلي

تتمثل الخطوة الأولى في اختبار فرضية التجانس العام القائمة على تماثل الثوابت وشعاع المعاملات، ويستخدم إحصائية فيشر  $F_1$  المقدمة لاختبار التجانس الكلي للنموذج العام التي تتبع توزيع فيشر بدرجة حرية  $NT - N(K+1)$  ويتم التعبير عنها بالصيغة التالية:

$$F_1 = [(SRC_{1,c} - SRC_1)/(N-1)(K+1)] / (SRC_1 / NT - N(K+1))$$

وحيث تمثل  $SCR_1$  مجموع مربعات البواقي للنموذج العام و  $SCR_{1,c}$  تمثل مجموع مربعات البواقي للنموذج المعبر عنه:

$$Y_{it} = \alpha_i + \beta_i' X_{it} + \varepsilon_{it}$$

وتكون نتائج هذا الاختبار إما بقبول الفرضية العدمية وبالتالي الحصول على نموذج بانل متجانس كلياً أو برفضها والانتقال إلى الخطوة الثانية التي تتمثل في تحديد إذا كان عدم التجانس مصدره المعاملات  $B_i$

#### ✓ اختبار التجانس للمعاملات $B_i$

تتمثل الخطوة الثانية في اختبار المساواة بين المفردات K مركبة للأشعة  $B_i$  وتعطى الفرضية العدمية كما هي موضحة في الشكل وتستخدم لذلك إحصائية فيشر  $F_2$  التي تعطى بالعلاقة التالية:

$$[(SRC_{1,c} - SRC_1)/(N-1)K] / (SRC_1 / NT - N(K+1)) = F_2$$

ففي حالة رفض الفرضية العدمية لتجانس المعلمات  $B_i$  يتم رفض بنية نموذج البانل لأنه في هذه الحالة تكون الثوابت  $\alpha_i$  متماثلة فقط بين المفردات وتكون:

$$Y_{it} = \alpha + \beta_i X_{it} + \alpha_{it}$$

لذلك يتم تقدير المعلمات للأشعة i باستخدام النماذج المختلفة مفردة بمفردة، أما إذا تم قبول فرضية العدم فإننا نحتفظ بنموذج البانل وننتقل إلى الخطوة الثالثة.

✓ اختبار تجانس الثوابت  $\alpha_i$

تعتمد الخطوة الثالثة على تحديد اختبار مساواة الثوابت الفردية في ظل فرضية ثبات المعاملات  $B_i$  المشتركة لكل المفردات كما هي موضحة في الشكل، ويستخدم لذلك إحصائية فيشر  $F_3$  بدرجة حرية وتعطى بالعلاقة التالية:

$$[(SRC_{1,C} - SRC_2)/(N-1)] / (SRC_2/(N(N-1) - K)) = F_3$$

ففي حالة رفض فرضية العدم لتجانس الثوابت نحصل على نموذج البانال مع التأثيرات الفردية ويعبر عنه

$$Y_{it} = \alpha_i + B_j X_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{بالصيغة التالية:}$$

2- التنبؤ بالنموذج باستخدام تحليل السلاسل الزمنية والمقطعية

اكتسبت هذه النماذج أهمية بالغة في الدراسات الاقتصادية لأنها تأخذ بعين الاعتبار أثر تغير العنصر الزمني وتغير المشاهدات المقطعية ويأخذ نموذج البيانات الطولية أحد الأشكال.

- الانحدار التجميعي<sup>1</sup>:

ويعد هذا النموذج من أبسط النماذج حيث تكون فيه جميع المعاملات ثابتة على طول الفترة الزمنية أي إهمال تأثير الزمن ويعني ذلك  $\alpha_i = \alpha$  و  $B_j = B$  هذا ما يعني تماثل دالة الإنتاج لمجموع الدول، بعبارة أخرى، التجانس في مرونة التحرير المالي، متغيرات الرقابة ومستوى التطور التكنولوجي. وعليه يمكن صياغة النموذج على النحو الآتي:

$$Y_{it} = \alpha + \sum_{j=1}^k B_j X_{(it)} + \varepsilon_{it} \quad \text{Var}(\varepsilon_{it})^2 = \delta^2, E(\varepsilon_{it}) = 0$$

يمكن استخدام طريقة المربعات الصغرى لتقدير معلمات النموذج.

✓ نموذج التأثيرات الثابتة

يهدف هذا النموذج على وعرفت سلوك كل مجموعة بيانات مقطعية على حدة من خلال جعل معلمة القطع  $B$  تتفاوت من مجموعة لأخرى مع بقاء معاملات الميل ثابتة  $B_j$  لكل مجموعة بيانات مقطعية، أي التعامل مع حالة عدم التجانس في التباين بين المجموع، وعليه يأخذ هذا النموذج الصيغة الآتية<sup>2</sup>:

$$Y_{it} = \alpha + \sum_{j=1}^k B_j X_{(it)} + \varepsilon_{it} \quad \text{Var}(\varepsilon_{it})^2 = \delta^2, E(\varepsilon_{it}) = 0$$

<sup>1</sup> Greene.W.H, "Econometrics Analysis", 7<sup>th</sup> Ed, Pearson Education, 2012, p 383.

<sup>2</sup> زكرياء يحي الجمال، مرجع سبق ذكره، ص 270.

ويقصد بمصطلح التأثيرات الثابتة بأن المعلمة  $B_j$  لكل مجموعة بيانات مقطعية لا تتغير خلال الزمن وإنما التغير فقط يكون في مجاميع البيانات المقطعية. ولتقدير هذه المعلمات يستخدم متغيرات وهمية بقدر  $N-1$  وتستخدم لأجل ذلك طريقة المربعات الصغرى، ويصبح النموذج كما يلي:

$$Y_{it} = \alpha + \sum_{d=1}^{N-1} \alpha_d D_d + \sum_{j=1}^k B_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it}$$

حيث يمثل المقدار  $\alpha + \sum_{d=1}^{N-1} \alpha_d D_d$  التغير في المجاميع المقطعية للمعلمة  $B_j$  ويمكن كتابة النموذج بعد حذف  $\alpha$ :<sup>1</sup>

$$Y_{it} = \sum_{d=1}^{N-1} \alpha_d D_d + \sum_{j=1}^k B_j X_{j(it)} + \varepsilon_{it}$$

### ✓ نموذج التأثيرات العشوائية:<sup>2</sup>

في نموذج التأثيرات الثابتة يفترض أن يكون حد الخطأ  $\varepsilon_i$  ذا توزيع طبيعي ولكي تكون معلمات نموذج التأثيرات الثابتة صحيحة وغير متميزة عادة ما يفرض بأن خطأ التباين متجانس لجميع المقطعية وليس هناك أي ارتباط ذاتي خلال الزمن بين كل مجموعة من مجاميع المشاهدات المقطعية في فترة زمنية محددة.

يعتبر هذا النموذج ملائماً في حالة وجود خلل في أحد الفروض المذكورة أعلاه لنموذج التأثيرات الثابتة، وفي هذا النموذج سوف يعامل  $\alpha_i$  كمتغير عشوائي أي:

$$\alpha_i = \mu + V_i$$

وبالتعويض في نموذج التأثيرات العشوائية نحصل على المعادلة:

$$Y_{it} = \mu + \sum_{j=1}^k B_j X_{j(it)} + V_i + \varepsilon_i ; \text{Var}(\varepsilon_{it}) = \delta^2, E(\varepsilon_{it}) = 0, \text{Var}(V_i) = V_i^2, E(V_i) = 0$$

ويمثل  $V_i$  حد الخطأ في مجموعة البيانات المقطعية ويطلق على هذا النموذج أيضاً بنموذج مكونات الخطأ لاحتوائه على مركبين للخطأ. ولغرض تقدير معلمات النموذج بشكل صحيح عادة ما تستخدم طريقة المربعات الصغرى المعممة.

### ثانياً: اختبار جذر الوحدة لبيانات السلاسل الزمنية والمقطعية<sup>3</sup>

قبل تحديد أي نموذج للبيانات، لابد مسبقاً من فحص جذر الوحدة ومن ثم التحقق من وجود تكامل مشترك بين المتغيرات التابعة والمتغيرات المفسرة، وقد ظهر حديثاً عدداً من الاختبارات المطورة لتحليل وفحص جذر الوحدة لبيانات السلاسل الزمنية والمقطعية وأكثرها استخداماً:

<sup>1</sup>Baltagi.B.H, "Econometric Analysis of Panel Data", 3<sup>th</sup> ed, John Wiley and Sons, England, pp 12-14.

<sup>2</sup> Régis.B, op.cit,2005, p 357.

<sup>3</sup> عابد العبدلي، "محددات التجارة البينية للدول الإسلامية"، دراسات اقتصادية إسلامية، المجلد 16، العدد 1، 2005، ص ص 25-26.

- ✓ Levin, Lin and Chu test (LLC) 2002;
- ✓ Breitung test 2000 ;
- ✓ Hadri test 2000 ;
- ✓ Im, Pearson and Shin test (IPS) 2003;
- ✓ ADF test and PP test.

نظرا لأنها تتضمن المحتوى المعلوماتي المقطعي والزمني معا الأمر الذي يؤدي إلى نتائج أكثر دقة من اختبارات السلاسل الزمنية الفردية، وللاختصار سوف يتم تقديم اختبار جذر الوحدة الأكثر شيوعا (LLC) و (IPS) لأن كليهما تعتمد على معادلة ديكي- فولر الموسعة ويأخذ اختبار (LLC) الصيغة التالية:

$$\Delta y_{it} = \alpha_i \Delta y_{it-1} + \sum_{k=1}^N \phi_k \Delta y_{it-k} + \delta_{it} + \theta_t + \mu_{it}$$

إذ يأخذ بالاعتبار الآثار الثابتة والمقطعية والزمنية من خلال المعلمتين  $\alpha_i$  و  $\theta_t$  . ويختبر النموذج فرضية وجود عمليا جذر الوحدة مشترك وبالتالي يفترض أن معلمة المتغير المبطن لفترة واحدة  $p$  وجود عمليا جذر الوحدة مشترك وبالتالي يفترض أن معلمة المتغير المبطن لفترة واحدة تكون متجانسة لكل الدول، ويصبح فرض العدم بوجود جذر وحدة مشترك ( $H_0: p=0$ ) مقابل الفرض البديل بوجود جذر وحدة مشترك ( $H_1: p<0$ ) ، إذ أن سلبية هذا الاختبار تكمن في أنه يقيد  $p$  لتكون متجانسة لكل الدول لذا فإن اختبار (IPS) وسع من اختبار (LLC) ليسمح بتفاوت معلمة المتغير  $y_{i, t-1}$  لمختلف الدول وعليه يمكن صياغته على النحو الآتي:

$$\Delta y_{it} = \alpha_i + \rho_i y_{it-1} + \sum_{k=1}^N \phi_k \Delta y_{it-k} + \delta_{it} + \mu_{it}$$

ويتم إجراء اختبارات ADF منفصلة لمتغير كل دولة مما يسمح بتفاوت القيم المعلمية وتباينات البواقي وطول فترات الإبطاء ويصبح فرض العدم هو أن كل المتغيرات غير ساكنة ( $H_0: p=0$  for all  $i$ ) والفرض البديل هو أن على الأقل متغير واحد ساكن ( $H_1: p<0$  for at most one  $i$ ) . ويفترض اختبار (IPS) أن يكون عدد المشاهدات الزمنية متساوي لكل الدول.

ويعتبر تحليل Pedroni (1999، 2004) اختبارا موسعا لاختبار Engle-Granger ويقدم عددا من اختبارات التكامل المشترك لبيانات السلاسل الزمنية والمقطعية وتسمح بتباين القواطع ومعلمات الاتجاه لكل الأفراد وفقا للصيغة التالية:

$$y_{it} = \alpha_i + \beta_{1i} x_{1it} + \beta_{2i} x_{2it} + \dots + \beta_{ni} x_{nit} + \delta_{it} + \varepsilon_{it}$$

حيث يفترض أن  $X$  و  $y$  متكاملة من الدرجة 1 والمعلمات تمثل الآثار الفردية وآثار الاتجاه على التوالي، ويقترح Pedroni عدة إحصاءات لفحص فرض العدم: عدم وجود تكامل مشترك.

### المطلب الثالث: تحليل الوضعية المالية لعينة من المؤسسات

تعتبر القوائم المالية المرآة العاكسة لصورة أي مؤسسة اقتصادية، إذ يتمكن من خلالها المتعاملون الاقتصاديون من معرفة قيمتها في السوق وامتيازاتها وتمكنهم من دراسة الوضعية المالية للمؤسسة والتي تتخذ على أساسها القرار السليم. وستناول في هذا المطلب دراسة للوضعية المالية لعينة من المؤسسات بعرض القوائم المالية الخاصة بكل مؤسسة وتحليل وضعيتها المالية.

#### أولاً: عرض القوائم المالية للمؤسسات:

سنحاول من خلال هذا الفرع عرض قوائم مالية بالقيم الصافية، المتمثلة في الميزانية المالية المختصرة للسنوات من 2013 إلى 2017.

يتم إعداد الميزانية المالية المختصرة وفق النظام المحاسبي المالي الجديد SCF على أساس عناصر الميزانية المحاسبية الختامية للمؤسسة، وبشكل عام ترتب عناصر الخصوم في الميزانية المالية حسب درجة الاستحقاق تصاعدياً، أما عناصر الأصول حسب درجة السيولة، وتصنف عناصر الأصول في الميزانية المالية إلى ما يلي:

- ✓ الأصول الثابتة: ويترج تحت هذه المجموعة كل عناصر الأصول ذات السيولة التي تفوق السنة إضافة إلى جميع حسابات المجموعة الثابتة، والقيم الثابتة التي تفوق مدتها السنة مثل مخزون الأمان؛
  - ✓ الأصول المتداولة: تتكون بدورها من:
    - قيم الاستغلال: وتضم حسابات المخزونات؛
    - قيم المحققة (القابلة للتحقيق): وتشمل الحقوق الناتجة عن تعامل المؤسسة مع الغير تحصلها خلال سنة؛
    - قيم جاهزة: وهي القيم التي تكون تحت تصرف المؤسسة وتشمل الحسابات المالية.
- أما عناصر الخصوم فتصنف في الميزانية المالية إلى مجموعتين هما:

- ✓ الأموال الدائمة: تتمثل في جميع عناصر الموارد المالية التي تتجاوز درجة استحقاقها السنة وتنقسم إلى:
  - الأموال الخاصة: وتضم الأموال الشخصية، الاحتياطات...، أي حساب رؤوس الأموال؛
  - ديون طويلة الأجل: التي تضم كافة الديون التي تزيد مدتها عن السنة وتستعمل لتمويل عناصر الأصول الثابتة؛
- ✓ الخصوم المتداولة: وتمثل الديون قصيرة الأجل، والتي مدتها أقل من سنة، مثل الموردون والاقتراض لدى مؤسسات الغير.

قمنا بإعداد الميزانية المالية المختصرة لمجموعة المؤسسات بالاعتماد على الميزانية الختامية للفترة 2013 إلى 2017 والمتمثلة في الجداول التالية:



الفصل الثالث : دراسة تطبيقية لمجموعة من المؤسسات الاقتصادية خلال الفترة 2013-2017

1-1 الميزانية المالية المختصرة لمجمع بن عمر:

الجدول (3-1): الميزانية المالية المختصرة لمطاحن "عمر بن عمر" خلال الفترة 2013-2017.

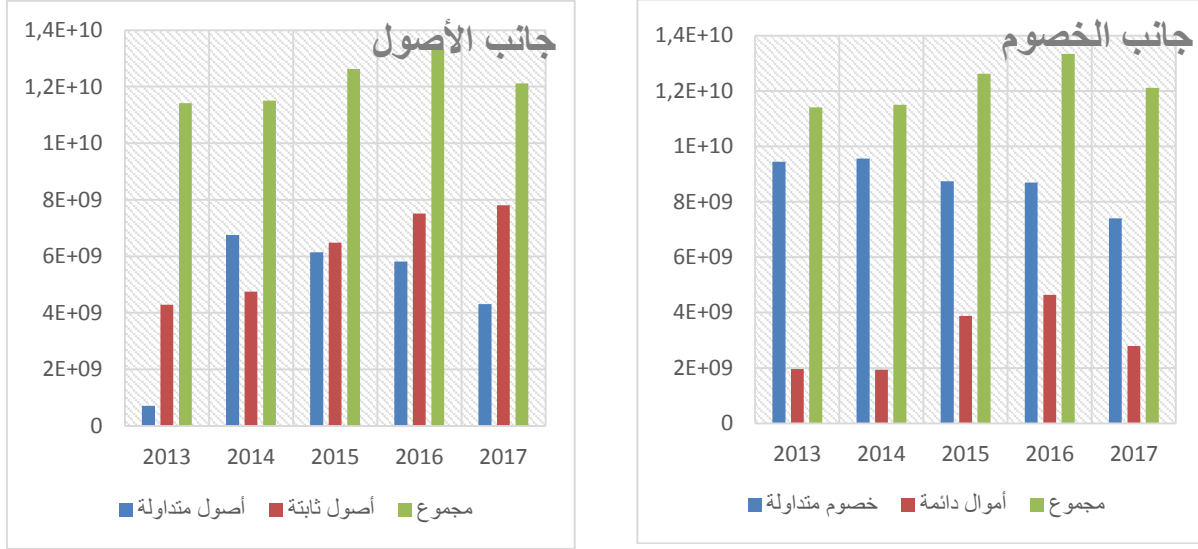
2017	2016	2015	2014	2013	البيان
7805882237	7513539932	6479660593	4747039693	4280844113	أصول ثابتة
4307051798	5818837302	6146451584	6756290926	713398553	أصول متداولة
3824886136	4145991023	4273386583	3381180990	4215386412	قيم الاستغلال
343212508	1654098976	1730673571	2470056916	1488989312	قيم محققة
128953155	18747303	142391429	905053021	1426022830	قيم جاهزة
<b>12112934035</b>	<b>13332377234</b>	<b>12626112177</b>	<b>11503330620</b>	<b>11411242667</b>	المجموع
2793234762	4639805721	3880704773	1942723926	1960774260	الأموال الدائمة
2174792900	2266998010	2120427005	1942723926	1960774260	الأموال خاصة
2578441862	2372807711	1760277768	0	0	ديون طويلة الأجل
7395699272	8692571512	8745407405	9560606694	9450468407	خصوم متداولة
<b>12112934035</b>	<b>13332377234</b>	<b>12626112177</b>	<b>11503330620</b>	<b>11411242667</b>	المجموع

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على وثائق المؤسسة.

## الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لمجموعة من المؤسسات الاقتصادية خلال الفترة 2013-2017

ويمكن توضيح قيم الميزانية المالية المختصرة وفق التمثيلات البيانية التالية:

الشكل (3-1): التمثيل البياني لجانب الأصول والخصوم لمطاحن "عمر بن عمر" خلال الفترة 2013 إلى 2017.



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على برنامج EXCEL

التحليل:

نلاحظ من خلال التمثيل البياني لجانب الأصول للميزانية المختصرة لمؤسسة بن عمر والشكل (3-1) أن مجموع الأصول عرف زيادة مستمرة من سنة 2013 إلى غاية 2016 مما يظهر زيادة توسعية للمؤسسة خلال هذه الفترة غير أنها انخفضت خلال سنة 2017، حيث مثلت الأصول الثابتة أكبر نسبة من إجمالي الأصول مقارنة بالأصول المتداولة حيث شهدت ارتفاع مستمر خلال فترة الدراسة وهذا راجع إلى زيادة الاستثمارات المادية للمؤسسة بشكل كبير.

أما بالنسبة للأصول المتداولة فهي في تدبب مستمر طيلة فترة الدراسة حيث سجلت أعلى قيمة لها سنة 2014 لتعاود الانخفاض خلال بقية فترة الدراسة.

الخصوم عرف تطور ملحوظ خلال الفترة 2013-2016 لينخفض خلال سنة 2017، حيث شهدت الأموال الدائمة ارتفاع مستمر خلال الفترة 2013-2016 نتيجة اعتمادها على ديون طويلة الأجل التي كانت معدومة في السنتين الأوليتين من الدراسة غير أن الأموال الدائمة تتراجع خلال السنة الأخيرة نتيجة تراجع الأموال الخاصة

## الفصل الثالث : دراسة تطبيقية لمجموعة من المؤسسات الاقتصادية خلال الفترة 2013-2017

هذا ما يدل اعتماد المؤسسة على مصادر التمويل خارجية خاصة الديون قصيرة الأجل، في المقابل نجد تراجع على مستوى الخصوم المتداولة نتيجة الاطراد على مستوى كل من خزانة الخصوم وديون قصيرة الأجل.

1-2 الميزانية المالية المختصرة لمؤسسة الرمل، الحصى والجبس "JIKA":

الجدول (3-2): الميزانية المالية المختصرة لمؤسسة "الرمل، الحصى والجبس" "JIKA".

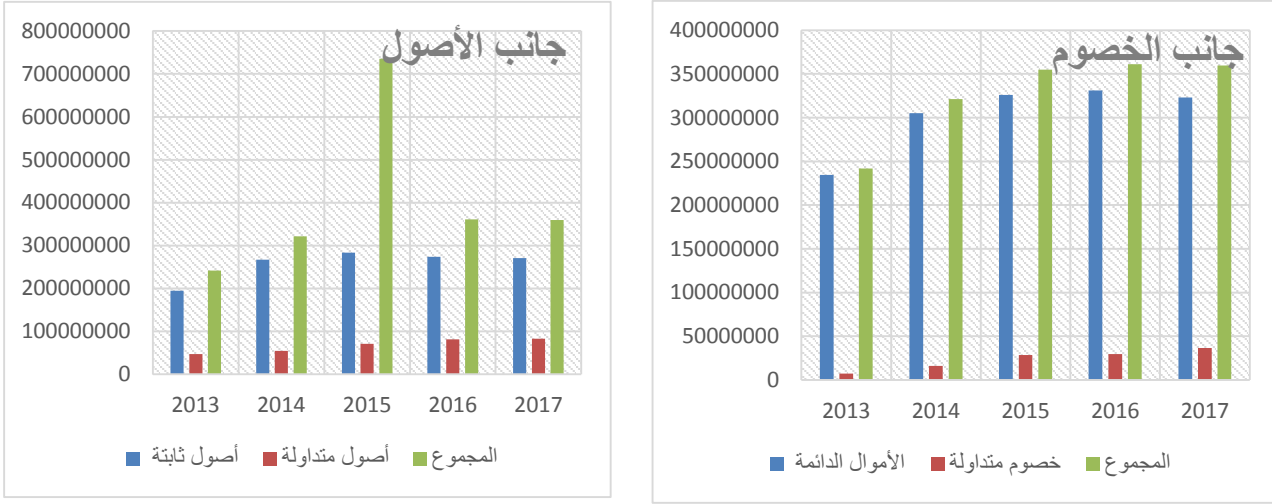
2017	2016	2015	2014	2013	البيان
270424441	273950018	283783301	266682109	194677826	أصول ثابتة
89396642	87109044	71023989	54564352	47086800	أصول متداولة
82685582	81036088	60702656	50772247	194677826	قيم الاستغلال
1077197	1276795	1120843	1641197	930159	قيم محققة
5606862	4796157	9200452	2150908	2705042	قيم جاهزة
359794084	361059063	7354807290	321246461	241764626	المجموع
323243879	331268766	326174356	305066517	234442161	الأموال الدائمة
303402353	310713628	300684186	281481726	213583953	الأموال خاصة
19841526	20555137	25490139	23581790	20858208	ديون ط الأجل
36550204	29790297	28632964	16182944	7322465	خصوم متداولة
359794084	361059063	354807290	321246461	241764626	المجموع

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على وثائق المؤسسة.

## الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لمجموعة من المؤسسات الاقتصادية خلال الفترة 2013-2017

ويمكن توضيح قيم الميزانية المالية المختصرة وفق التمثيلات البيانية التالية:

الشكل (3-2): التمثيل البياني لجانب الأصول والخصوم لمؤسسة "الرمل، الحصى والجبس" خلال الفترة 2013 إلى 2017.



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على برنامج EXCEL.

التحليل:

نلاحظ من خلال التمثيل البياني لجانب الأصول للميزانية المختصرة للمؤسسة أن مجموع الأصول عرف زيادة مستمرة من سنة 2013 إلى غاية 2015 أين سجلت أعلى قيمة لها مما يظهر زيادة توسعية للمؤسسة خلال هذه الفترة غير أنها انخفضت خلال سنة 2016-2017، حيث مثلت الأصول الثابتة أكبر نسبة من إجمالي الأصول مقارنة بالأصول المتداولة حيث شهدت ارتفاع خلال فترة الدراسة وهذا راجع إلى زيادة الاستثمارات المادية للمؤسسة بشكل كبير.

أما بالنسبة للأصول المتداولة فهي بسبب ضئيلة جدا وتدبدب مستمر طيلة فترة الدراسة حيث سجلت أعلى قيمة خلال السنتين الأخيرتين.

أما جانب الخصوم فنلاحظ أن خصوم متداولة ضئيلة جدا خلال سنوات الدراسة مقارنة بالأموال الدائمة التي شكلت تقريبا مجموع الخصوم.

## الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لمجموعة من المؤسسات الاقتصادية خلال الفترة 2013-2017

### 1-3 الميزانية المالية المختصرة لمؤسسة "مطاحن مرمورة":

الجدول (3-3): الميزانية المالية المختصرة لمؤسسة "مطاحن مرمورة" خلال الفترة 2013-2017.

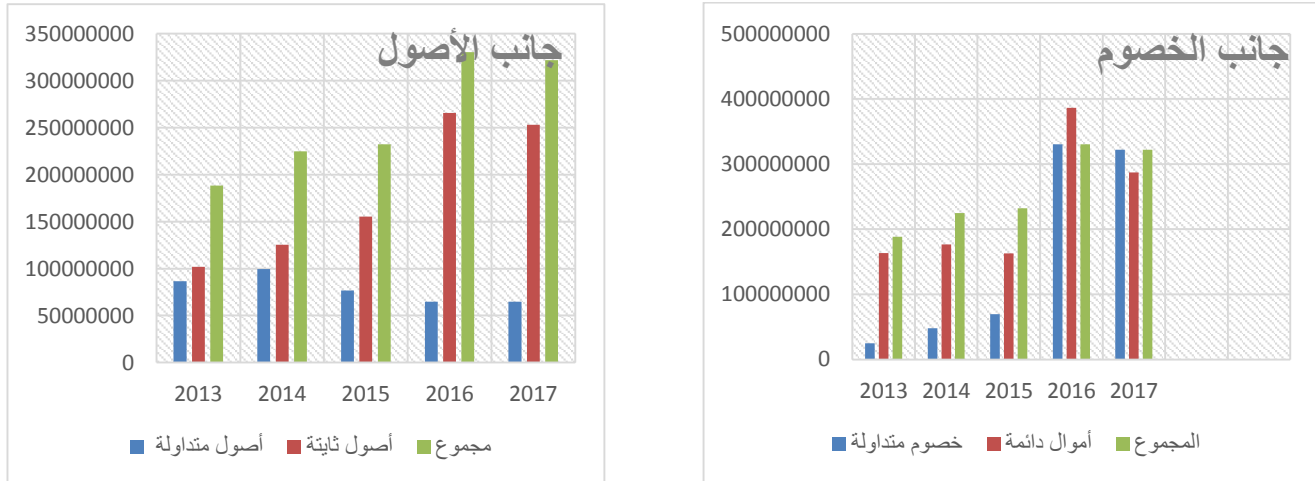
2017	20016	2015	2014	2013	البيان
252874425	265528483	155345935	125327538	101892313	أصول ثابتة
69002539	64839238	76761909	99520574	86403369	أصول متداولة
21917087	2637004621	25727988	32930300	30929547	قيم الاستغلال
17654856	6500544	19907671	13141634	12226582	قيم محققة
29430595	17066608	31126248	53448639	43247240	قيم جاهزة
<b>321876965</b>	<b>330367722</b>	<b>232107845</b>	<b>224848113</b>	<b>188295683</b>	المجموع
287002962	386393241	162746549	176684391	163376428	الأموال الدائمة
119439277	99390278	85681733	138055713	148462183	الأموال خاصة
167563685	158668530	77064815	38628677	14914244	ديون طويلة الأجل
34874002	72308913	69361295	48163721	24919255	خصوم متداولة
<b>321876965</b>	<b>330367722</b>	<b>232107845</b>	<b>224848113</b>	<b>188295683</b>	المجموع

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على وثائق المؤسسة.

ويمكن توضيح قيم الميزانية المالية المختصرة وفق التمثيلات البيانية التالية:

الشكل (3-2): التمثيل البياني لجانب الأصول والخصوم لمؤسسة "مطاحن مرمورة" خلال الفترة

2013 إلى 2017.



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على برنامج EXCEL.

### التحليل:

نلاحظ من خلال التمثيل البياني لجانب الأصول للميزانية المختصرة لمؤسسة لمطاحن مرمورة والشكل السابق أن مجموع الأصول عرف زيادة مستمرة من سنة 2013 إلى غاية 2016 مما يظهر زيادة توسعية للمؤسسة خلال هذه الفترة غير أنها انخفضت خلال سنة 2017، أين مثلت الأصول الثابتة أكبر نسبة من إجمالي الأصول مقارنة بالأصول المتداولة حيث شهدت ارتفاع مستمر خلال فترة الدراسة وهذا راجع إلى زيادة الاستثمارات المادية للمؤسسة بشكل كبير.

فيما يخص الأصول المتداولة فهي في تدبب مستمر طيلة فترة الدراسة حيث سجلت اعلى قيمة لها سنة

2014.

أما جانب الخصوم فقد عرف تطور ملحوظ خلال الفترة 2013-2016 لينخفض خلال سنة 2017، حيث شهدت الأموال الدائمة ارتفاع مستمر خلال الفترة 2013-2016 نتيجة اعتمادها على ديون طويلة الأجل التي كانت في ارتفاع مستمر غير أن الأموال الدائمة تتراجع خلال السنة الأخيرة نتيجة تراجع الأموال الخاصة هذا ما يدل اعتماد المؤسسة على مصادر التمويل خارجية خاصة الديون قصيرة الأجل، في المقابل نجد تراجع على مستوى الخصوم المتداولة نتيجة الاطراد على مستوى كل من خزينة الخصوم وديون قصيرة الأجل.

## الفصل الثالث : دراسة تطبيقية لمجموعة من المؤسسات الاقتصادية خلال الفترة 2013-2017

### 1-4 الميزانية المالية المختصرة لمؤسسة "بن وهيبة للآجر":

الجدول (3-4): الميزانية المالية المختصرة لمؤسسة "بن وهيبة للآجر" خلال الفترة 2013-2017.

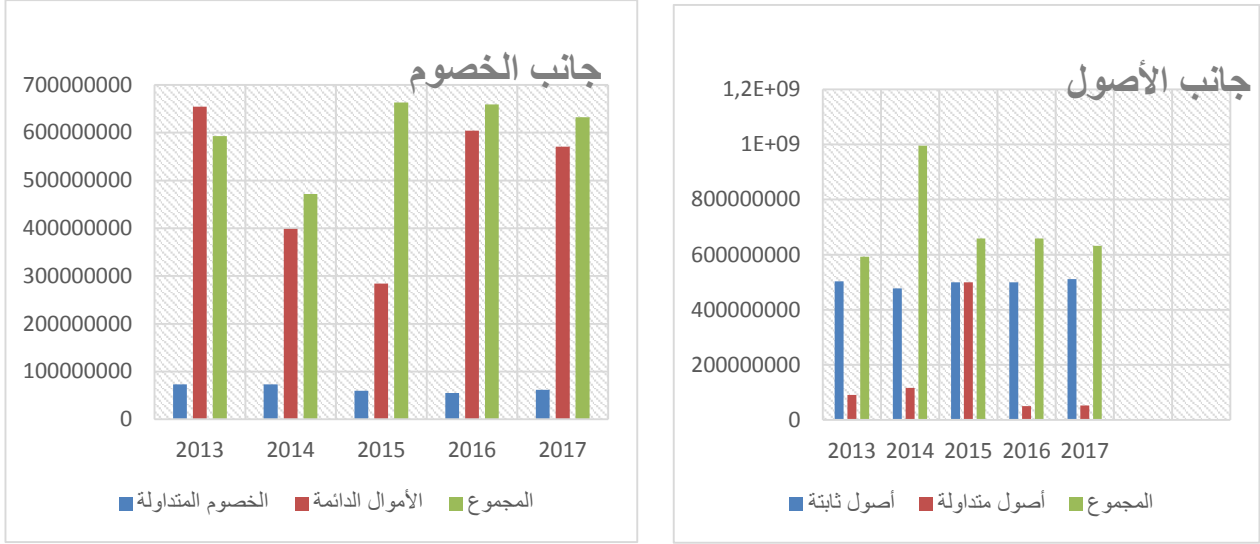
2017	2016	2015	2014	2013	البيان
510721827	499883697	499883697	477878463	502748605	أصول ثابتة
121462201	159142705	499883697	115472477	90000318	أصول متداولة
51667618	49809554	49809554	29076546	13427588	قيم الاستغلال
41429917	127022342	77212788	36815650	26141582	قيم محققة
28364666	32120363	32120363	49580281	50431169	قيم جاهزة
632184028	659026402	659026402	995881635	592748924	المجموع
570531202	604210345	284306902	398499406	654370737	الأموال الدائمة
419923758	442801635	354349956	385048075	519709406	الأموال خاصة
150607444	161408710	248871907	13451331	134661331	ديون طويلة الأجل
61652826	54816057	59802015	73049518	73049518	خصوم متداولة
632182028	659026402	663023878	471548924	592748924	المجموع

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على وثائق المؤسسة.

## الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لمجموعة من المؤسسات الاقتصادية خلال الفترة 2013-2017

ويمكن توضيح قيم الميزانية المالية المختصرة وفق التمثيلات البيانية التالية:

الشكل (3-4): التمثيل البياني لجانب الأصول والخصوم لمؤسسة بن وهيب للآجر" خلال الفترة 2013 إلى 2017.



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على برنامج EXCEL.

### التحليل:

عرف مجموع الأصول ميزانية مؤسسة بن وهيب ارتفاع خلال سنوات الدراسة حيث سجلت أقصى قيمة لها خلال سنة 2014 مما يظهر زيادة وتوسع أنشطة المؤسسة، حيث تمثل الأصول الثابتة أكبر نسبة مقارنة بالأصول المتداولة حيث سجلت الأصول الثابتة تطور خفيف من سنة إلى أخرى أما الأصول المتداولة فهي في تذبذب مستمر خلال سنوات الدراسة ويعود السبب بصفة عامة إلى الزيادة في قيمة المحقق من سنة إلى أخرى. أما جانب الخصوم فنلاحظ أن خصوم متداولة ضئيلة جدا خلال سنوات الدراسة مقارنة بالأموال الدائمة التي شكلت تقريبا مجموع الخصوم.



## الفصل الثالث : دراسة تطبيقية لمجموعة من المؤسسات الاقتصادية خلال الفترة 2013-2017

### 1-5 الميزانية المالية المختصرة لمؤسسة "صيدال":

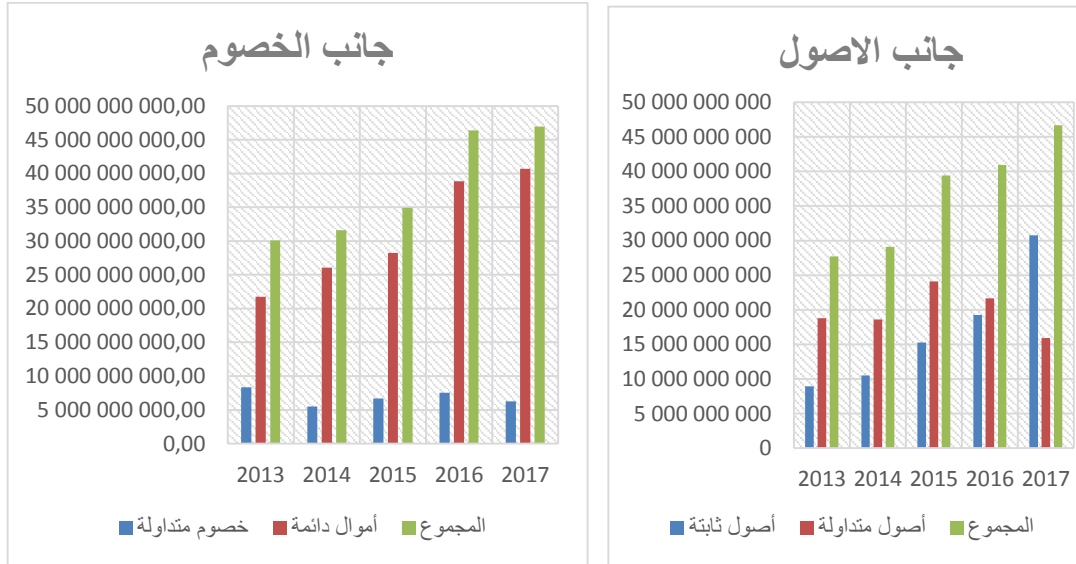
#### الجدول (3-5): الميزانية المالية المختصرة لمجمع "صيدال" خلال الفترة 2013-2017.

2017	20016	2015	2014	2013	البيان
30754911 533	19252496711	15 273 500 428	10500321984	8953249086	أصول ثابتة
15911804086	21678081945	24120614706	18584475032	18778333533	أصول متداولة
5289236288	5729341770	4965900019	5606916341	5534355055	قيم الاستغلال
5074716495	10817739786	13167070055	7778981964	7830606090	قيم محققة
5547716495	5131000388	5987644631	5198576727	5413372387	قيم جاهزة
40709593308	38864237693	28239754071	26079391337	27731582619	المجموع
40709593308	38861237693	28239754071	26079391337	21756636705	الأموال الدائمة
28110282781	27464009197	20465934577	17590 664 386	16748436102	الأموال خاصة
12599310527	11397228495	7773 819493	8 488 726 950	5008200602	ديون طويلة الأجل
6 249 790 698	7 529 298 964	6 682 146 749	5 508 313 068	8 342 936 667	خصوم متداولة
46959384007	46390539657	34921900821	31587704406	30099573373	المجموع

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على وثائق المؤسسة.

ويمكن توضيح قيم الميزانية المالية المختصرة وفق التمثيلات البيانية التالية:

الشكل (3-5): التمثيل البياني لجانب الأصول والخصوم لمجمع "صيدال" خلال الفترة 2013 إلى 2017.



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على برنامج EXCEL.

#### التحليل:

نلاحظ من خلال التمثيل البياني لجانب الأصول للميزانية المختصرة لمجمع صيدال والشكل أن مجموع الأصول عرف زيادة مستمرة من سنة 2013 إلى غاية 2017 مما يظهر زيادة توسعية للمؤسسة خلال هذه الفترة، حيث مثلت الأصول المتداولة أكبر نسبة من إجمالي الأصول مقارنة بالأصول الثابتة حيث شهدت ارتفاع مستمر خلال فترة الدراسة وهذا راجع إلى زيادة الاستثمارات المادية للمؤسسة بشكل كبير.

أما بالنسبة للأصول المتداولة فهي في تدبدر مستمر طيلة فترة الدراسة حيث سجلت اعلى قيمة لها سنة

#### 2015.

فيما يخص جانب الخصوم عرف تطور ملحوظ خلال الفترة 2013-2017، حيث شهدت الأموال الدائمة ارتفاع مستمر خلال الفترة 2013-2017 نتيجة اعتمادها على ديون طويلة الأجل التي كانت في ارتفاع مستمر غير أن الأموال المتداولة في تدبذب نتيجة تراجع الأموال الخاصة هذا ما يدل اعتماد المؤسسة على مصادر التمويل خارجية خاصة الديون قصيرة الأجل، في المقابل نجد تراجع على مستوى الخصوم المتداولة نتيجة الاطراد على مستوى كل من خزينه الخصوم وديون قصيرة الأجل.

## الفصل الثالث : دراسة تطبيقية لمجموعة من المؤسسات الاقتصادية خلال الفترة 2013-2017

### 1-6 الميزانية المالية المختصرة لمؤسسة "بوكبو":

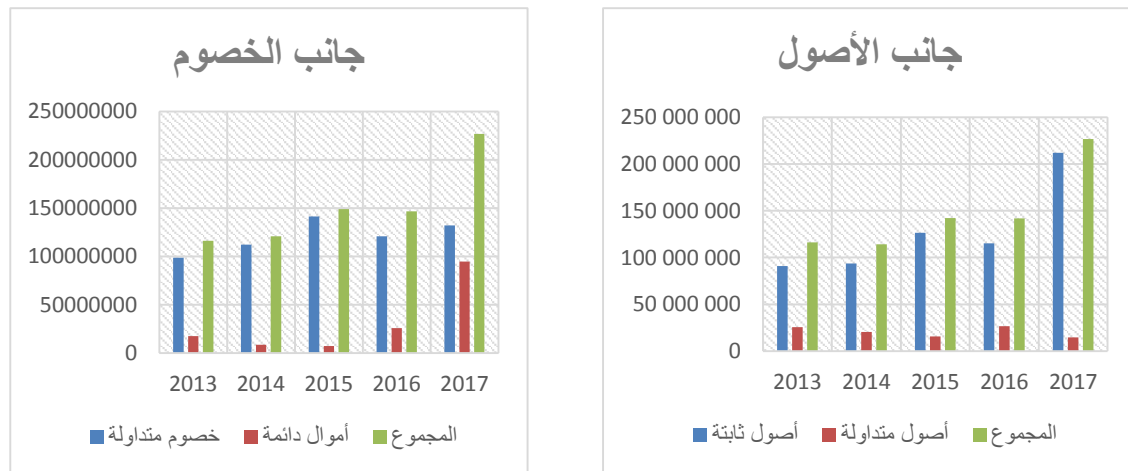
الجدول (3-6): الميزانية المالية المختصرة لمؤسسة "بوكبو" خلال الفترة 2013-2017.

2017	2016	2015	2014	2013	البيان
212 040 544	115 311 190	126 435 342	93 815 896	90 787 652	أصول ثابتة
14715953	26620079	15694353	20332590	25485096	أصول متداولة
9 178 478	10 986 958	10 986 958	13 918 137	15776614	قيم الاستغلال
2 262 847	10 157 571	1 026 319	4 865 847	7 716381	قيم محققة
3 274 628	5 475 550	3 681 076	1 548 606	1992101	قيم جاهزة
<b>226756497</b>	<b>141931269</b>	<b>142129695</b>	<b>114148486</b>	<b>116272748</b>	المجموع
94672642	21079257	6613734	3546850	17 471 632	الأموال الدائمة
-9 671 921	-3 720 743	-24 501 721	-14 468 605	-7 443 823	الأموال خاصة
104 344 563	24 800 000	31 115 455	18 015 455	24 915 455	ديون طويلة الأجل
<b>132 147 892</b>	<b>120 852 012</b>	<b>141 506 672</b>	<b>112 386 574</b>	<b>98 801 115</b>	خصوم متداولة
<b>226820534</b>	<b>141931269</b>	<b>148120406</b>	<b>115933424</b>	<b>116272747</b>	المجموع

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على وثائق المؤسسة.

ويمكن توضيح قيم الميزانية المالية المختصرة وفق التمثيلات البيانية التالية:

الشكل (3-6): التمثيل البياني لجانب الأصول لمؤسسة "بوكبو" الفترة 2013 إلى 2017.



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على وثائق المؤسسة عبر برنامج EXCEL.

## الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لمجموعة من المؤسسات الاقتصادية خلال الفترة 2013-2017

### التحليل:

نلاحظ من خلال التمثيل البياني لجانب الأصول للميزانية المختصرة لمؤسسة بوكبو أن مجموع الأصول عرف انخفاض طفيف من سنة 2013 إلى غاية 2014 غير أنه عرف زيادة خلال 2015 وبقى ثابتا للسنة الموالية 2016 ليرتفع سنة 2017 ما يظهر زيادة توسعية للمؤسسة خلال هذه الفترة، أما بالنسبة للأصول المتداولة فهي في تدبذب مستمر طيلة فترة الدراسة حيث سجلت اعلى قيمة لها سنة 2016 لتعاود الانخفاض خلال بقية فترة الدراسة.

ومن خلال التمثيل البياني لجانب الخصوم للميزانية المختصرة للمؤسسة نلاحظ أن مجموع الخصوم عرف تطور ملحوظ خلال الفترة 2013-2017 حيث شهدت الأموال الدائمة تذبذب خلال سنوات الدراسة لترتفع بشكل ملحوظ في السنة الأخيرة نتيجة اعتمادها على ديون طويلة الأجل.

### 1-7 الميزانية المالية المختصرة لمجمع "بيوفارم":

#### الجدول (3-7): الميزانية المالية المختصرة لمجمع "بيوفارم" خلال الفترة 2013-2017.

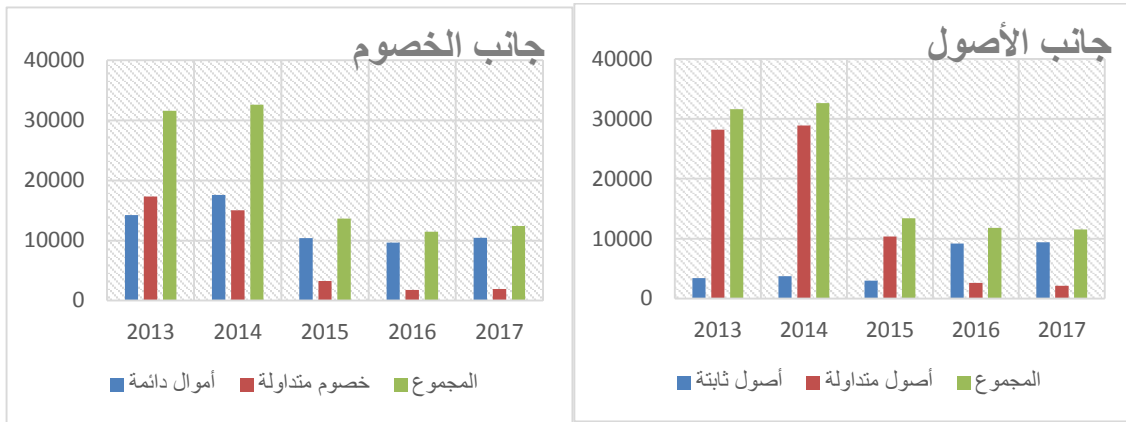
2017	20016	2015	2014	2013	البيان
9 406 269 817	9 205 169 974	3 008 218 188	3759000000	3438000000	أصول ثابتة
2341950208	2916431108	10683940513	28884000000	28173000000	أصول متداولة
1 160 520 137	1 749 091 118	1 835 698 807	12886 000 000	13784 000 000	قيم الاستغلال
1 105 313 766	676 096 268	8 145 889 796	13635 000 000	12898 000 000	قيم محفظة
76116305	491243722	702351910	2363000000	1491000000	قيم جاهزة
<b>11748220025</b>	<b>12121601082</b>	<b>13692158701</b>	<b>32643000000</b>	<b>31611000000</b>	المجموع
10476505118	9679405734	10395087283	17571572803	14251000000	الأموال الدائمة
10 127 923 515	9 460 389 372	10 130 910 248	14906572803	11642000000	الأموال خاصة
348 581 603	219 016 362	264 177 035	2 665 000 000	2 609 000 000	ديون طويلة الأجل
<b>1 944 118 620</b>	<b>1 798 809 752</b>	<b>3 250 392 158</b>	<b>15 046000 000</b>	<b>17 338000 000</b>	خصوم متداولة
<b>12420623738</b>	<b>11478215486</b>	<b>13645479441</b>	<b>32617572803</b>	<b>31589000000</b>	المجموع

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على وثائق المؤسسة.

## الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لمجموعة من المؤسسات الاقتصادية خلال الفترة 2013-2017

ويمكن توضيح قيم الميزانية المالية المختصرة وفق التمثيلات البيانية التالية:

الشكل (3-7): التمثيل البياني لجانب الأصول والخصوم لمجمع " بيوفارم " الفترة 2013 إلى 2017.



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على وثائق المؤسسة عبر برنامج EXCEL.

التحليل:

نلاحظ من خلال التمثيل البياني لجانب الأصول للميزانية المختصرة لمجمع روية والشكل السابق نلاحظ أن مجموع الأصول عرف زيادة مستمرة من سنة 2013 إلى غاية 2014 مما يظهر زيادة توسعية للمؤسسة خلال هذه الفترة، حيث مثلت الأصول المتداولة أكبر نسبة من إجمالي الأصول مقارنة بالأصول الثابتة وهذا راجع إلى زيادة الاستثمارات المادية للمؤسسة بشكل كبير، إلا أن الأصول المتداولة شهدت إنخفاض من سنة 2015 حتى 2017، أما بالنسبة للأصول الثابتة فهي في تذبذب مستمر طيلة فترة الدراسة حيث سجلت أعلى قيمة لها سنة 2017

وعرف جانب الخصوم تطور ملحوظ خلال الفترة 2013-2017، حيث شهدت الأموال الدائمة ارتفاع مستمر خلال الفترة 2014-2017 نتيجة اعتمادها على ديون طويلة الأجل التي كانت في ارتفاع مستمر غير أن الأموال المتداولة في انخفاض نتيجة تراجع الأموال الخاصة هذا ما يدل إلى اعتماد المؤسسة على مصادر التمويل خارجية خاصة الديون قصيرة الأجل، في المقابل نجد تراجع على مستوى الخصوم المتداولة نتيجة الاطراد على مستوى كل من خزينة الخصوم وديون قصيرة الأجل.

الفصل الثالث : دراسة تطبيقية لمجموعة من المؤسسات الاقتصادية خلال الفترة 2013-2017

8-1 الميزانية المالية لمجمع "روبية":

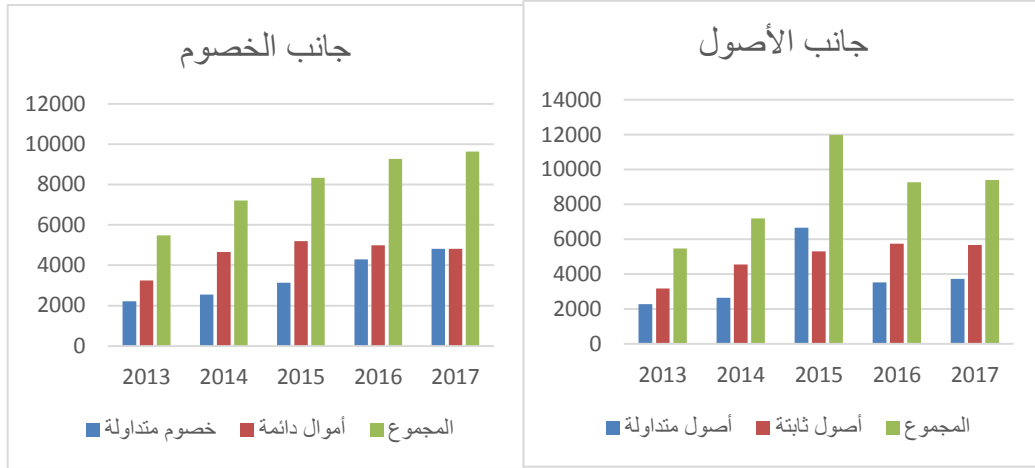
الجدول (3-8): الميزانية المالية المختصرة لمجمع "روبية" خلال الفترة 2013-2017.

2017	20016	2015	2014	2013	البيان
5672129451	5742539835	5302557992	455384900	3190938414	أصول ثابتة
3729886142	3537852689	6676764303	2655825284	2291644531	أصول متداولة
1 275 966 406	981 513 129	1 164 305 624	1 043 003 061	1 059 612 751	قيم الاستغلال
2 401 764 379	2 442 232 425	1 640 674 285	1 401 028 357	1 062 456 088	قيم محففة
52 155 357	114 107 135	232 666 857	211 793 866	169 575 692	قيم جاهزة
<b>9402015593</b>	<b>9280392524</b>	<b>8340204758</b>	<b>7209674495</b>	<b>5482582945</b>	المجموع
4578064972	4985193223	5190742291	4657895505	3253250388	الأموال الدائمة
1 537 570 701	2 072 066 347	2 068 196 733	1 981 114 938	1 754 898 385	الأموال خاصة
3 040 494 271	2 913 126 876	3 122 545 558	2 676 780 567	1 498 352 003	ديون طويلة الأجل
4 815 316 037	4 285 636 112	3 140 848 630	2 546 409 218	2 221 107 869	خصوم متداولة
<b>9393381009</b>	<b>9270829335</b>	<b>8331590921</b>	<b>7204304723</b>	<b>5474358257</b>	المجموع

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على وثائق المؤسسة.

ويمكن توضيح قيم الميزانية المالية المختصرة وفق التمثيلات البيانية التالية:

الشكل رقم (3-8): التمثيل البياني لجانب الأصول والخصوم لمجمع "روبية" الفترة 2013 إلى 2017.



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على وثائق المؤسسة عبر برنامج EXCEL.

#### التحليل:

نلاحظ من خلال التمثيل البياني لجانب الأصول للميزانية المختصرة لمجمع روبية أن مجموع الأصول عرف زيادة مستمرة من سنة 2013 إلى غاية 2017، حيث مثلت الأصول المتداولة أكبر نسبة من إجمالي الأصول مقارنة بالأصول الثابتة حيث شهدت ارتفاع مستمر خلال فترة الدراسة وهذا راجع إلى زيادة الاستثمارات المادية للمؤسسة بشكل كبير، أما بالنسبة للأصول المتداولة فهي في تدبذب مستمر طيلة فترة الدراسة حيث سجلت اعلى قيمة لها سنة 2015.

وقد عرف جانب الخصوم تطور ملحوظ خلال الفترة 2013-2017، حيث شهدت الأموال الدائمة ارتفاع مستمر خلال الفترة 2013-2017 نتيجة اعتمادها على ديون طويلة الأجل التي كانت في ارتفاع مستمر غير أن الأموال المتداولة في تدبذب نتيجة تراجع الأموال الخاصة هذا ما يدل اعتماد المؤسسة على مصادر التمويل خارجية خاصة الديون قصيرة الأجل، في المقابل نجد تراجع على مستوى الخصوم المتداولة نتيجة الاطراد على مستوى كل من خزينه الخصوم وديون قصيرة الأجل.

ثانيا: تحليل الوضعية المالية للمؤسسات:

اعتمادا على الميزانية المالية للمؤسسة يمكننا تحليل الوضعية المالية للمجمع من خلال:

مؤشرات التوازن المالي: تمثل مؤشرات التوازن المالي في:

✓ رأس المال العامل: يستخدم رأس المال العامل في تقدير قدرة المؤسسة على تمويل عملياتها اليومية والوفاء بالتزاماتها ويحتسب من خلال العلاقة التالية: رأس المال العامل = الأموال الدائمة - أصول ثابتة... كلما كان موجب كان أفضل؛

✓ الاحتياج من رأس المال العامل: يمثل الاحتياجات المالية المتولدة عن الأنشطة الرئيسية وغيرها ويحسب بالعلاقة التالية: احتياج رأس المال العامل = أصول متداولة خارج خزينة الأصول (أي النقديات) - الديون قصيرة الأجل خارج خزينة الخصوم (أي السلفيات) ... كلما كان سالب كان أفضل؛

✓ الخزينة TR: عبارة عن الأموال التي بحوزة المؤسسة لمدة دورة الاستغلال، تشمل صافي القيم الجاهز وهي ما تستطيع التصرف فيه فعلا من مبالغ سائلة خلال الدورة وتحتسب بالعلاقة التالية: رأس المال العامل - احتياج رأس المال العامل... كلما كانت موجبة ( في حدود ) كانت أفضل.



1- حساب رأس مال العامل

الجدول (3-9): رأس مال العامل لمجموعة من المؤسسات الاقتصادية خلال الفترة 2013-

2017.

الوحدة: مليون

البيان	2013	2014	2015	2016	2017
مطاحن عمر بن عمر	-2320	-2804	-2598	-2873	-5012
مطاحن مرمورة	61	54	7	120	34
مجمع صيدال	12 803	15 579	12 966	19 608	9 954
مجمع بيوفارم	10 813	13 812	7 386	474	1 070
مجمع روية	62	104	-111	-757	-1 094
مؤسسة بوكبو	-73	-90	-119	-94	-117
مؤسسة جيكا	39	38	42	57	52
مؤسسة بن وهيبة	151	-8	10	104	12

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على وثائق مجموعة من المؤسسات خلال الفترة 2013-2017

التحليل:

من خلال الجدول نلاحظ أن رأس المال العامل سالب بالنسبة لجميع السنوات لمطاحن "عمر بن عمر" ومؤسسة "بوكبو" وخلال الثلاث سنوات الأخيرة لمجمع روية، السنة الثانية لمؤسسة "بن وهيبة". كما أن رأس المال العامل موجب خلال جميع الفترات لمطاحن مرمورة ومجمع صيدال ومجمع بيوفارم، مؤسسة جيكا وهذا يشير في التوازن المالي على المدى الطويل بتغطية احتياجاتها طويلة المدى باستخدام مواردها طويلة المدى وتحقيقها فائض مالي بإمكانها استخدامها في تمويل باقي الاحتياجات.

2- حساب الاحتياج في رأس مال العامل

الجدول (3-10) الإحتياج في رأس مال العامل لمجموعة من المؤسسات الاقتصادية خلال الفترة

2013-2017.

الوحدة: مليون

2017	2016	2015	2014	2013	البيان
-3181	-2892	-212	3709-	-3746	مطاحن عمر بن عمر
4	-24	23	2	65	مطاحن مرمورة
3 271	8 207	10 721	7 145	4 290	مجمع صيدال
146	626	5 874	10 225	7 892	مجمع بيوفارم
-2 152	-1 720	-934	-511	-296	مجمع رويبة
-120	-98	-129	-93	-75	مؤسسة بوكبوا
47	52	33	36	37	مؤسسة جيكا
47	76	40	-79	-32	مؤسسة بن وهيبة للأجر

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على وثائق مجموعة من المؤسسات خلال الفترة 2013-2017

التحليل:

من خلال الجدول أعلاه يمكن ملاحظة أن الاحتياج في رأس المال العامل سالب خلال سنوات الدراسة كما نلاحظ أن الاحتياج ينخفض من سنة لأخرى لمطاحن "عمر بن عمر"، مؤسسة "بوكبوا" ومجمع "رويبة"، ومطاحن "مرمورة" خلال سنة 2016 ومؤسسة "بن وهيبة" خلال السنتين الأولى من الدراسة وذلك راجع إلى أن قيم الاستغلال والقيم القابلة للتحقيق أقل من الديون قصيرة الأجل مما يعني أن المؤسسة ليست بحاجة إلى تمويل لأن الديون قصيرة الأجل قامت بتغطية احتياجات الدورة.

كما أن الاحتياج في رأس المال العامل موجب خلال سنوات الدراسة لمجمع صيدال وبيوفارم، ومؤسسة جيكا وذلك راجع إلى أن قيمة الديون قصيرة الأجل كانت منخفضة.

## الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لمجموعة من المؤسسات الاقتصادية خلال الفترة 2013-2017

### 3- حساب الخزينة الصافية لمجموعة من المؤسسات الاقتصادية خلال الفترة 2013-2017.

الجدول (3-11): الخزينة الصافية لمجموعة من المؤسسات الاقتصادية خلال الفترة 2013-2017.

الوحدة: مليون

2017	2016	2015	2014	2013	البيان
-729874	-284480	244	905	1 426	مطاحن عمر بن عمر
29	17	31	51	32	مطاحن مرمورة
6683	11 401	2 244	8 433	8 513	مجمع صيدال
923	-152	1 512	3 587	2 921	مجمع بيوفارم
1 058	963	822	615	359	مجمع روية
3	4	9	3	1	مؤسسة بوكبوا
5	4	9	2	3	مؤسسة جيكا
-35	28	-398	-71	119	مؤسسة بن وهيبه للآجر

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على وثائق مجموعة من المؤسسات خلال الفترة 2013-2017.

#### التحليل:

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن الخزينة الصافية لمجموعة المؤسسات كانت بالمجمل موجبة في خلال فترة الدراسة ويفسر وجود خزينة موجبة بأن المؤسسة استطاعت تغطية الاحتياج في رأس المال العامل بسبب وجود فائض للتمويل مما يدل على وجود تجميد للسيولة أي تجميد جزء من رأس المال العامل، وبمعنى آخر هناك سيولة نقدية لم تقم المؤسسة بتوظيفها، غير أن هذه المؤسسات شهدت انخفاضاً في بعض السنوات لتصبح سالبة على غرار مؤسسة عمر بن عمر في السنتين الأخيرتين (2016-2017) ومجمع بيوفارم سنة (2016) إضافة إلى مؤسسة بن وهيبه سنتي (2014 و 2015 و 2017) وهذا نتيجة زيادة رأس المال العامل و الاحتياج، وبالتالي فالخزينة ليست مؤشراً جيداً على الأداء المالي للمؤسسات خلال هذه السنوات.

المبحث الثاني: دراسة أثر تكلفة رأس المال على النمو الداخلي لمجموعة من المؤسسات الاقتصادية للفترة

2013-2017

قمنا في المبحث الأول بتقديم مجموعة المؤسسات ودراسة وضعيتهم المالية ومن خلال هذا المبحث سوف

نقوم بدراسة قياسية لمتغيرات الدراسة

المطلب الأول: وصف وتطور متغيرات الدراسة

شملت الدراسة ثمانية مؤسسات اقتصادية خلال الفترة الممتدة من 2013-2017 وهي كما يلي:

✓ (X<sub>1</sub>) مطاحن عمر بن عمر؛

✓ (X<sub>2</sub>) مطاحن مرمورة؛

✓ (X<sub>3</sub>) مجمع صيدال؛

✓ (X<sub>4</sub>) مجمع بيوفارم؛

✓ (X<sub>5</sub>) مجمع روية؛

✓ (X<sub>6</sub>) مؤسسة بوكبو؛

✓ (X<sub>7</sub>) مؤسسة جيكا؛

✓ (X<sub>8</sub>) مؤسسة بن وهيبة.

أولا: طبيعة العلاقة بين المتغيرات

حتى نتمكن من دراسة العلاقة بين المتغيرات اعتمدنا على سلسلة زمنية فصلية طويلة تمتد من 2013-2017

وذلك من أجل استخدام تقنية البانل.

1- التعريف بمتغيرات الدراسة: كل نموذج قياسي يستخدم لتفسير ظاهرة ما يجب أن يحتوي على متغير

تابع، متغيرات مفسرة ومتغير عشوائي.

1-1 المتغير التابع: وهو المتغير المدروس أو المتغير الداخلي وهو معدل النمو الداخلي في دراستنا ويتم

حسابه من خلال العلاقة التالية: النمو الداخلي = نسبة الأصول الثابتة / مجموع الأصول.

## الفصل الثالث : دراسة تطبيقية لمجموعة من المؤسسات الاقتصادية خلال الفترة 2013-2017

الجدول (3-12): حساب معدل النمو الداخلي لمجموعة المؤسسات محل الدراسة.

البيان	2013	2014	2015	2016	2017
مطاحن عمر بن عمر	38%	41%	51%	56%	64%
مطاحن مرمورة	54%	56%	67%	80%	79%
مجمع صيدال	32%	36%	39%	47%	66%
مجمع بيوفارم	11%	12%	22%	76%	80%
مجمع روية	58%	63%	64%	62%	60%
مؤسسة بوكبو	78%	82%	88%	81%	94%
مؤسسة جيكا	81%	83%	80%	76%	75%
مؤسسة بن وهيبة للآجر	85%	48%	76%	76%	81%

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على وثائق مجموعة المؤسسات محل الدراسة.

2-1 المتغير المستقل: و هي المتغيرات المفسرة للظاهرة المدروسة و المتمثلة في دراستنا في:

✓ الديون (القروض) "D": حيث يتم حسابها بالعلاقة التالية: مصاريف مالية/ القروض.

الجدول (3-13): حساب معدل الديون لمجموعة المؤسسات محل الدراسة.

البيان	2013	2014	2015	2016	2017
مطاحن عمر بن عمر	-	-	3%	7%	3%
مطاحن مرمورة	-	-	0%	-	-
مجمع صيدال	-4%	-2%	-2%	-2%	0%
مجمع بيوفارم	15%	7%	1%	-1%	-31%
مجمع روية	8%	4%	7%	4%	5%
مؤسسة بوكبو	4%	6%	4%	4%	8%
مؤسسة جيكا	-	-	0%	-	-
مؤسسة بن وهيبة للآجر	48%	4%	2%	2%	1%

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على وثائق مجموعة المؤسسات محل الدراسة.

## الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لمجموعة من المؤسسات الاقتصادية خلال الفترة 2013-2017

✓ تكلفة رأس المال: ويحسب بالعلاقة التالية: الأرباح / رأس مال.

الجدول (3-14): حساب معدل رأس المال الخاص لمجموعة المؤسسات محل الدراسة.

البيان	2013	2014	2015	2016	2017
مطاحن عمر بن عمر	19%	10%	11%	9%	5%
مطاحن مرمورة	-6%	-7%	-58%	-3%	17%
مجمع صيدال	17%	9%	7%	8%	4%
مجمع بيوفارم	37%	33%	13%	13%	26%
مجمع روية	17%	18%	12%	-2%	-36%
مؤسسة بوكبو	-102%	-49%	-41%	-331%	-62%
مؤسسة جيكا	0%	3%	1%	14%	5%
مؤسسة بن وهيبة للأجر	5%	22%	28%	2%	17%

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على وثائق مجموعة المؤسسات محل الدراسة.

### ✓ التكلفة المرجحة لمجموعة مؤسسات خلال الفترة 2013-2017

لحساب تكلفة المرجحة لرأس المال نستخدم القانون التالي:

تكلفة الإجمالية لرأس المال = (تكلفة الأموال الخاصة \* الوزن النسبي للأموال الخاصة) + تكلفة الديون الصافية من

الضرائب \* الوزن النسبي للديون

$$CMPC = K_e * w_e + k_d (1 - t) w_d$$

حيث أن معدل الضريبة على أرباح المؤسسة (t) يساوي 35%.

الجدول (3-15): التكلفة المرجحة لرأس المال لمجموعة مؤسسات خلال الفترة 2013-2017.

2017	2016	2015	2014	2013	البيان
4%	5%	6%	16%	17%	مطاحن عمر بن عمر
45%	-1%	-31%	-5%	-6%	مطاحن مرمورة
3%	-32%	-31%	6%	12%	مجمع صيدال
24%	13%	13%	29%	32%	مجمع بيوفارم
-10%	1%	8%	9%	12%	مجمع روية
12%	61%	164%	220%	40%	مؤسسة بوكبو
5%	13%	1%	3%	0%	مؤسسة جيكا
13%	1%	35%	21%	4%	مؤسسة بن وهيبة للآجر

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على وثائق مجموعة المؤسسات محل الدراسة.

ثانيا: الإحصائيات الوصفية

يمثل الجدول التالي أهم المؤشرات الإحصائية الوصفية:

الجدول (3-16): المؤشرات الإحصائية الوصفية.

		X	Y
Mean	المتوسط الحسابي	23.30000	62.45000
Median	المنوال	12.00000	65.00000
Maximum	أقصى قيمة	220.0000	94.00000
Minimum	أدنى قيمة	-10.00000	11.00000
Std. Dev.	الإنحراف المعياري	42.40053	20.99200
Skewness	معامل الإلتواء	3.499770	-0.822272
Kurtosis	معامل التفلطح	15.42564	2.904062
Jarque-Bera	جارك بيرا	338.9834	4.522883
Probability	الإحتمال	0.000000	0.104200
Observations	عدد المشاهدات	40	40

المصدر: مخرجات Eviews8 .

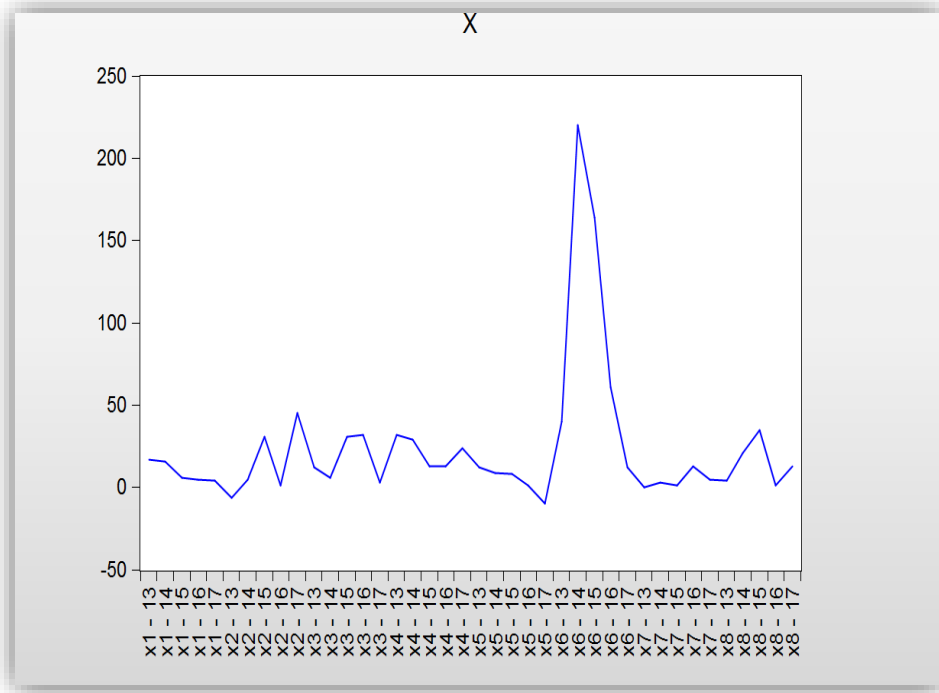
التعليق:

تبين نتائج الجدول السابق أن معامل الالتواء ل Y سالب (-0.822272) مما يعني الالتواء نحو اليسار أما معامل الالتواء ل X موجب (3.499770) مما يعني الالتواء نحو اليمين، أما معامل التفلطح ل Y فقد شهد تفلطح حاد بقيمة (2.904062) بينما X فقد شهد تفلطح عريض بقيمة (15.42564)، بالنسبة لجارك بيرا تتبع البيانات شكل التوزيع الطبيعي لأن قيمته أكبر من 3 في كل من Y و X حيث كانت قيمتهما: (4.522883) (338.9834) على التوالي.

ثالثا: تطور متغيرات الدراسة

يبين الشكلان المواليان تطور كل من معدل النمو الداخلي وتكلفة رأس المال للمؤسسات محل الدراسة للفترة 2013-2017.

الشكل (3-9): تطور تكلفة رأس المال لمجموعة من المؤسسات الاقتصادية للفترة 2013-2017.



المصدر: مخرجات Eviews8.

التعليق:

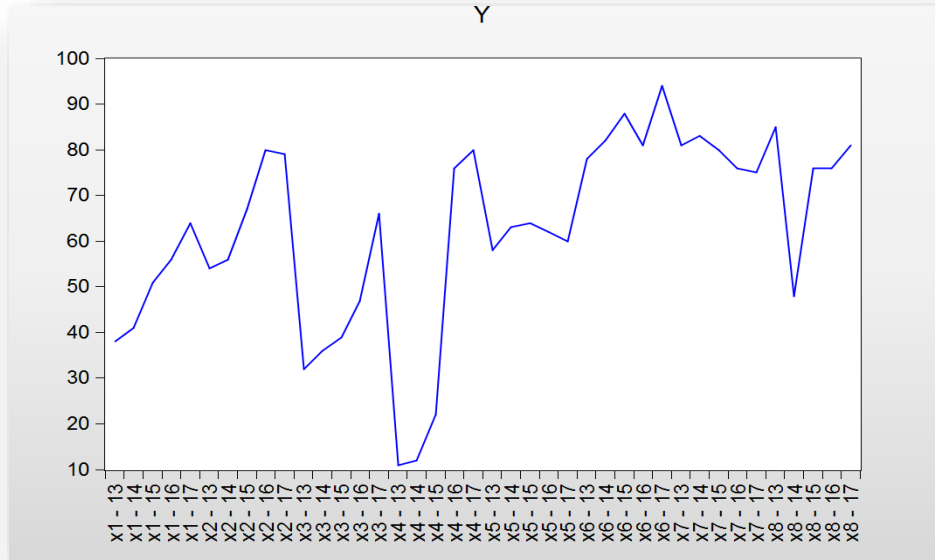
نلاحظ من خلال الشكل اعلاه أن هناك تذبذب في تكلفة رأس المال بالنسبة لجميع المؤسسات شهدت بعضها ارتفاعات حادة على غرار (X3)، (X4)، (X8)، خاصة (X6) التي حققت أعلى قيمة لتكلفة



## الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لمجموعة من المؤسسات الاقتصادية خلال الفترة 2013-2017

رأس المال سنة 2014 وأخرى عرفت انخفاضات تدريجية مثل (X5) التي حققت أدنى قيمة لها سنة 2017، وشهدت أخرى تذبذب ولكن طفيف ك (X1).

الشكل (3-10): تطور معدلات النمو الداخلي لمجموعة مؤسسات خلال الفترة 2013-2017.



المصدر: مخرجات Eviews8 .

التعليق:

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ أن هناك تذبذب في تطور معدلات نمو الأصول الثابتة وهو يختلف من مؤسسة لأخرى وعموما هنالك تطور بمنحى إيجابي لمعدل نمو الأصول الثابتة لكل المؤسسات قيد الدراسة ما عدا بعض الانخفاضات الحادة في (X3) (X4) (X8) للسنوات 2013، 2013، 2017 على التوالي وما يقابله ارتفاعا حادا في تكلفة رأس المال للمؤسسات المذكورة آلفا.

وهذا ما يؤكد وجود علاقة عكسية بين تكلفة رأس المال ومعدل النمو الداخلي المعبر عنه بمعدل نمو الأصول الثابتة وهنا نستنتج أيضا وجود سلوك مالي متشابه بين أفراد العينة.

المطلب الثاني: تقدير النماذج باستخدام نموذج Panel Data

أولاً: تقدير النموذج وفق التأثيرات الثابتة

نتائج التقدير موضحة في الجدول الموالي:

الجدول (3-17): تقدير النموذج بالتأثيرات الثابتة.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	63.20156	3.156214	20.02449	0.0000
X	-0.032256	0.083333	-0.387074	0.7013

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.553256
Adjusted R-squared	0.437968
Prob(F-statistic)	0.000659

المصدر: مخرجات Eviews8 .

ثانيا: تقدير النموذج وفق التأثيرات العشوائية

نتائج التقدير موضحة في الجدول الموالي:

الجدول (3-18): تقدير النموذج بالتأثيرات العشوائية.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	62.24107	5.925109	10.50463	0.0000
X	0.008967	0.076478	0.117248	0.9073

Effects Specification

	S.D.	Rho
Cross-section random	14.34990	0.4540
Idiosyncratic random	15.73746	0.5460

Weighted Statistics

R-squared	0.000356
Adjusted R-squared	-0.025950
Prob(F-statistic)	0.907943

Unweighted Statistics

R-squared	0.006706
Sum squared resid	17070.65

المصدر: مخرجات Eviews8 .

ثالثاً: إختبار (1978) Hausman وتقدير النموذج

استناداً على المراحل السابقة وبعد الأخذ بالتأثيرات الفردية في النموذج لا بد من فحص طبيعة هذا الأثر، بحيث تتلخص المرحلة الأولى في التحليل بالتعرف على نوع التأثيرات المستخدمة للمعلمة  $B_i$  فيما إذا كانت تتبع أثر عشوائي (مركب نموذج الخطأ) أو تحديدي (نموذج التأثيرات الثابتة).

يمكن التأكد من ذلك بعد إجراء اختبار (1978) Hausman وتأخذ فرضية العدم الصيغة الموالية:

$H_0$ : نموذج التأثيرات العشوائية هو الأكثر ملائمة وبالتالي استخدام طريقة المربعات الصغرى المعممة GLS.

$H_1$ : نموذج التأثير الثابتة هو الأكثر ملائمة وبالتالي استخدام طريقة المربعات الصغرى OLS.

الجدول الموالي يبين نتائج الاختبار المتحصل عليها:

الجدول (3-19): نتائج إختبار Hausman.

Correlated Random Effects - Hausman Test  
Equation: Untitled  
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	1.551217	1	0.2130

Pedroni Residual Cointegration Test

Series: X Y

Date: 06/16/19 Time: 15:58

Sample: 2013 2017

Included observations: 40

Cross-sections included: 8 in non-parametric (PP) test; 8

بالاعتماد على النتائج الموضحة في الجدول فقد أظهر إختبار Hausman أن  $p$ -value المحسوبة هي أكبر من مستوى المعنوية 5%، وبناءً على ذلك فإنه يتم قبول الفرضية العدمية ورفض الفرضية البديلة. مما يشير إلى عدم وجود ارتباط بين المتغيرات التفسيرية فيكون استخدام نموذج التأثيرات العشوائية أكثر ملائمة للبيانات المقطع.

Null Hypothesis: No cointegration

Trend assumption: No deterministic trend

User-specified lag length: 1

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Alternative hypothesis: common AR coefs. (within-dimension)

	Statistic	Prob.	Weighted Statistic	Prob.
Panel v-Statistic	0.995396	0.1598	0.208432	0.4174
Panel rho-Statistic	0.391018	0.6521	-0.095136	0.4621
Panel PP-Statistic	-1.386091	0.0829	-3.479248	0.0003
Panel ADF-Statistic	NA	NA	NA	NA

Alternative hypothesis: individual AR coefs. (between-dimension)

المطلب الثالث: مناقشة النتائج

بعد تقدير نموذج وفق التأثيرات الثابتة والعشوائية وفق إختبار Hausman يتوجب الآن التقييم الإحصائي والاقتصادي حتى يتم قبوله.

الجدول (3-20): تقدير النموذج بالتأثيرات العشوائية.

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	62.24107	5.925109	10.50463	0.0000
X	0.008967	0.076478	0.117248	0.9073

Effects Specification		S.D.	Rho
Cross-section random		14.34990	0.4540
Idiosyncratic random		15.73746	0.5460

Weighted Statistics	
R-squared	0.000356
Adjusted R-squared	-0.025950
Prob(F-statistic)	0.907943

Unweighted Statistics	
R-squared	0.006706
Sum squared resid	17070.65

المصدر: مخرجات Eviews8 .

أولاً: التقييم الاقتصادي.

إن معامل تكلفة رأس المال يشير إلى 0.0089 وهي إشارة موجبة تتعارض مع النظرية المالي أي وجود العلاقة العكسية بين تكلفة رأسمال ومعدل النمو الداخلي وعليه فالنموذج مرفوض من الناحية الاقتصادية.

ثانياً: التقييم الإحصائي.

يهتم بدراسة المدلولية الإحصائية لكل المعاملات ومعامل الارتباط المصحح.

إن احتمال معامل (X) هو 90.73 وهو أكبر من مستوى المعنوية 1% أو 5% أو 10% وبالتالي فهو ليس دال إحصائياً.

على عكس من ذلك فإن معامل العينة الثانية (C) فهو دال إحصائياً لأن الإحتمال أقل من مستوى المعنوية 1% أو 5% أو 10%.

يشير معامل الارتباط المصحح إلى جودة النموذج ككل شريطة ان يفوق 50% وعليه فالنموذج مرفوض كلياً من الناحية الإحصائية لأن  $R-S = -0.0255$ .

ومنه فالنموذج مرفوض من الناحية الاقتصادية والإحصائية وعليه فإن نتائج إختبار الفرضيات الدراسة تقودنا إلى رفض الفرضيات التالية:

—معامل الارتباط له دلالة إحصائية واقتصادية بين مختلف مفردات الدراسة؛

—تؤثر تكلفة رأسمال على النمو الداخلي على نحو ثابت بين مختلف مفردات الدراسة؛

—تؤثر تكلفة رأسمال على النمو الداخلي على نحو عشوائي بين مختلف مفردات الدراسة.

إذن: نظراً لإختلاف طبيعة النشاط الاقتصادي، طبيعة مكينة رأس المال والظروف المحلية لممارسة النشاط الاقتصادي تؤدي بنا إلى أنه دراسة أثر تكلفة رأس المال على النمو الداخلي للمؤسسات تكون بشكل منفرد أي لكل مؤسسة على حدة نظراً للخصوصية.

### خلاصة الفصل

جاء هذا الفصل لتجسيد أهم ما تطرقنا له في الفصول النظرية على الواقع، وذلك من خلال دراسة وصفية مختصرة لمجموعة المؤسسات محل الدراسة (مطاحن عمر بن عمر، مطاحن مرمورة، مجمع صيدال، مجمع بيوفارم، مجمع روية لمختلف المشروبات، مؤسسة بوكبو للمشروبات، مؤسسة جيكا للحصى والرمل، مؤسسة بن وهيبية لإنتاج الآجر) وتحليل الوضعية المالية لكل مؤسسة.

كما حاولنا في هذا الفصل الإجابة على فرضيات الدراسة من خلال البحث عن النماذج التي تفسر العلاقة بين تكلفة رأس المال ومعدل النمو الداخلي باستخدام نموذج البائل، ويمكن تلخيص أهم النتائج المتوصل إليها كمايلي:

- وجود علاقة عكسية بين تكلفة رأس المال ومعدل النمو الداخلي؛
- معامل الارتباط ليس له دلالة إحصائية واقتصادية بين مختلف مفردات الدراسة؛
- يجب دراسة كل عينة على حدة نظرا للخصوصية.

الخاتمة العامة



### الخاتمة:

شهد موضوع النمو الداخلي محل اهتمام العديد من الباحثين خاصة أن النمو هو السبيل الوحيد للمؤسسة إذا ما أرادت تحقيق الأهداف التي أنشئت من أجلها، سواء تعلق ذلك بالهدف التقليدي الذي يفرضه المنطق الاقتصادي المتمثل في تحقيق الأرباح وتعظيم المداخيل أو ما يتعلق بضمان الاستمرارية والبقاء والذي يشكل الأولوية الأولى في عصر المنافسة الشرسة بين المؤسسات، تحت قانون البقاء فيه للمؤسسة التي تتميز بالفعالية الاقتصادية ومواكبة التسارع في نمو الأسواق، ولتحقيق أهدافها فهي أمام اختيار المصدر الملائم للتمويل من خلال تكلفة كل مصدر من هذه المصادر، والنمو الداخلي كما هو معروف تعتمد المؤسسة فيه على المصادر الداخلية أو الخاصة بالمؤسسة بحيث يعتمد المسير المالي على عدة معايير أبرزها تكلفة رأس المال، فكل مؤسسة تهدف لتحقيق معدل عائد أعلى أو يساوي تكلفة رأس المال.

ومن هنا فقد حاولنا الإجابة على الإشكالية الرئيسية للبحث والمتمثلة في التساؤل التالي:

ما هو أثر تكلفة رأس المال على معدل النمو الداخلي للمؤسسة؟

### أولاً: فرضيات الدراسة

بناء على الأهداف المتوخات من هذه الدراسة، والإشكالية المطروحة فقد تم معالجة الموضوع من خلال ثلاثة فصول مزجت بين الجانب النظري والتطبيقي، كان هدفنا من ذلك تأكيد صحة الفرضيات الرئيسية والتي كانت كالتالي:

- معامل الارتباط له دلالة إحصائية واقتصادية بين مختلف مفردات الدراسة؛
  - تؤثر تكلفة رأسمال على النمو الداخلي على نحو ثابت بين مختلف مفردات الدراسة؛
  - تؤثر تكلفة رأسمال على النمو الداخلي على نحو عشوائي بين مختلف مفردات الدراسة؛
- ✓ هناك علاقة عكسية بين تكلفة رأس المال ومعدل النمو الداخلي المعبر عنه بمعدل نمو الأصول الثابتة إضافة إلى وجود سلوك مالي متشابه بين أفراد العينة، ونظراً لاختلاف طبيعة النشاط الاقتصادي، طبيعة مكية رأس المال والظروف المحلية لممارسة النشاط الاقتصادي تؤدي بنا إلى أنه دراسة أثر تكلفة رأس المال على النمو الداخلي للمؤسسات تكون بشكل منفرد أي لكل مؤسسة على حدة نظراً للخصوصية.

### ثانياً: نتائج الدراسة

- ✓ إن محاولة البحث عن سياسة مالية مثلى لتمويل النمو، تقوم على عدة قواعد منها ما هو متعلق بالمرودية والاستقلالية المالية، ومنها ما هو متعلق بقواعد التوازن المالي للمؤسسة.

- ✓ لا يفسر السلوك التمويلي للمؤسسات الاقتصادية بحجمها وأهدافها فقط، بل توجد عوامل أخرى خارجية ذات تأثيرات معتبرة على الهيكل المالي، ومن بينها خصائص النظام المالي للبلد؛
- ✓ من خلال تقدير تكلفة الأموال الخاصة وتكلفة الديون وحساب تكلفة رأس المال تبين لنا أن المؤسسات تعتمد في تمويل استثماراتها بشكل كبير على أموالها الخاصة؛
- ✓ دراسة أثر تكلفة رأس المال على النمو الداخلي للمؤسسات تكون بشكل منفرد لكل مؤسسة على حدة
- ✓ النمو الداخلي هو ظاهرة تراكمية تتحكم فيه مجموعة من العوامل؛
- ✓ يعتبر النمو الداخلي ظاهرة ديناميكية، إذ يمكن قياسه بمجموعة من المؤشرات المالية والاقتصادية تمكن من تحديد اتجاهه؛
- ✓ النمو المستقل لا يترجم إلا بنمو الأموال الخاصة أما النمو الداخلي فهو نمو الأصول الاقتصادية؛
- ✓ المردودية المالية هي مؤشر جيد لقياس النمو الداخلي.

### ثالثاً: التوصيات المقترحة

- قادتنا هذه الدراسة وبصفة خاصة نتائجها إلى تقديم جملة من الاقتراحات هي:
- ✓ من الأفضل أن تحتفظ المؤسسة قدر الإمكان على مصادرها الداخلية التي هي بمثابة المحرك الرئيسي للنمو؛
  - ✓ محاولة اختيار هياكل تمويل تتلاءم وأحجام وقدرات المؤسسات، ذلك أن الاختيار غير السليم للهيكل المالي يؤدي عاجلاً أم آجلاً إلى اختلالات مالية قد تؤدي بدورها إلى توقف نشاط المؤسسة، كما يعد الحجم يعد عاملاً محددًا لقدرة المؤسسة على النمو؛
  - ✓ على المؤسسة الإنتاجية الجزائية دراسة بيئتها الداخلية والخارجية لتحديد قدراتها وإمكاناتها والتحديات التي يمكن أن تواجهها؛
  - ✓ يجب أن تعمل المؤسسات الاقتصادية على انسجام قراراتها المالية لتحقيق معدلات النمو المستهدفة.

### رابعاً: آفاق البحث

إن موضوع تكلفة رأس المال والنمو الداخلي من المواضيع المهمة والتي تحظى بإهتمام الكثير من المنظرين الباحثين والتي لا تزال تحتاج إلى دراسات ونتائج من شأنها توضيح الأفكار، ويبقى مجال البحث مفتوحاً لدراسات أعمق وأدق تساهم في إثراء معارفنا وتطلعاتنا ونظراً لمحددات الموضوع التي دفعت إلى التركيز على بعض الجوانب فإنه تبقى بعض المواضيع الأخرى والتي هي على صلة بموضوع البحث والحديرة بالإثراء والمنافسة مستقبلاً والتي لم تتمكن من الإلمام بها في بحثنا هذا:

## الخاتمة العامة

- ✓ دراسة نفس الموضوع في كل مؤسسة على حدة؛
- ✓ دراسة نفس الموضوع عن طريق المقارنة بين المؤسسات العمومية والمؤسسات الخاصة؛
- ✓ القيام بدراسة معمقة نحو اكتشاف العوامل الخارجية المؤثرة في النمو الداخلي؛
- ✓ دراسة أهم مصادر النمو الخارجي للمؤسسة،
- ✓ مصادر تمويل النمو في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

"أخيرا وفي آية هذا البحث نقول: هذا جهد بشري، وجهد إنساني يلزمه النقص، ويحتاج التصويب والإحسان، فإن أصبت فمن الله وحده، وإن أخطأت فمن نفسي، وحسبي أننا اجتهدنا".

# قائمة المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

• الكتب باللغة العربية:

1. أجين برغام، محمود فتوح، عمر عبد الكريم، "الإدارة المالية: أسس تقييم المشاريع والقرارات التمويلية الاستراتيجية"، شعاع للنشر والتوزيع، سوريا، 2010.
2. أحمد بوراس، "تمويل المنشآت الاقتصادية"، دار العلوم للنشر والتوزيع، الجزائر، 2008.
3. إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، "التسيير المالي"، دار وائل للنشر، الأردن، 2006.
4. جميل أحمد توفيق، "أساسيات الإدارة المالية"، دار النهضة العربية، لبنان، 1997.
5. حسن عطا غنيم، "دراسات في التمويل"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 1999.
6. حسين عطى غنيم، "دراسات في التمويل"، المكتبة الأكاديمية، القاهرة، مصر، 2005.
7. حمزة الزبيدي، "الإدارة المالية المتقدمة"، مؤسسة الوراق، عمان، الأردن، 2004.
8. خليل محمد حسن الشماع، خيضر كاظم حمود، "نظرية المنظمة"، ط4، دار الميسر للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006.
9. خميس شيحة، "التسيير المالي للمؤسسة"، دار هومة، الجزائر، 2010.
10. دريد كامل آل شبيب، "مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة"، ط2، دار المسرة للنشر والتوزيع، الأردن، 2013.
11. رضوان العامر وليد، "أساسيات في الإدارة المالية"، دار المسيرة، الأردن، 1997.
12. السعيد فرحات جمعة، "الأداء المالي لمنظمات الأعمال: التحديات الراهنة"، دار المريخ للنشر، المملكة العربية السعودية، 2002.
13. سيان ولش، "أهم النسب والمؤشرات المالية في عالم المال والأعمال"، شعاع للنشر والعلوم، حلب، سوريا، 2010.
14. العارضي جليل كاظم مدلول، "الإدارة المالية المتقدمة: مفاهيم نظرية وتطبيقات علمية"، ط1، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013.
15. عاطف وليم أندراوس، "التمويل والإدارة المالية للمؤسسات"، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2008.
16. عاطف وليم أندراوس، "التمويل والإدارة المالية للمؤسسات"، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2006.

17. عبد الرزاق بن حبيب، "اقتصاد المؤسسة"، ط1، ديوان المطبوعات الجامعية، عمان، الأردن، 2006.
18. عبد الغفار حنفي، "الإدارة المالية: اتخاذ القرارات"، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2005.
19. عدنان تايه النعيمي وآخرون، "الإدارة المالية: النظرية والتطبيق"، ط3، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2009.
20. عزيزة بن يسمينه، "اقتصاد المؤسسة: الجزء الأول"، ط1، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان، 2017.
21. علي عباس، "الإدارة المالية للمنظمات الأعمال"، مكتبة الرائد العلمية، الأردن، 2002.
22. علي عباس، "الإدارة المالية"، دار إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.
23. عمر صخري، "اقتصاد المؤسسة"، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، 2008.
24. لحناوي محمد صالح، نihal فريد مصطفى وجمال إبراهيم العبد، "الإدارة المالية: مدخل اتخاذ القرارات"، الدار الجامعية، مصر، 2004.
25. لياس بن ساسي، "الخيارات الاستراتيجية لنمو المؤسسة - الأسس النظرية لعملية المفاضلة بين لبدائل والاستراتيجية للنمو"، ط1، دار وائل للنشر، 2006.
26. مبروك باصور، "الإدارة المالية ومصادر التمويل"، المركز الجامعي، يحي فارس، المدينة، الجزائر، 2010/2009.
27. محمد المخالفي، "أساسيات الإدارة المالية"، الدار الجامعية، صنعاء، اليمن، 2006.
28. محمد صالح الحناوي وآخرون، "الإدارة المالية"، مدخل اتخاذ القرارات، الدار الجامعية، مصر، 2004.
29. محمد صالح الحناوي، نihal وجزال فريد مصطفى، "الإدارة المالية: التحليل المالي لمشروعات الأعمال"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005.
30. محمد علي إبراهيم العامري، "الإدارة المالية الحديثة"، دار وائل للنشر، الأردن، 2013.
31. محمد علي العامري، "الإدارة المالية"، ط1، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.
32. منير إبراهيم الهندي، "الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر"، ط5، المكتب العربي الحديث للنشر، الإسكندرية، مصر، 2003.
33. منير إبراهيم هندي، "الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل"، ط2، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1998.
34. هندي منير إبراهيم، "الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات"، ط1، منشأة المعارف، مصر، 2013.

• المذكرات:

1. إلياس بن ساسي، "المؤسسة أمام خيار النمو الداخلي والنمو الخارجي - دراسة حالة مؤسسات قطاع المحروقات-"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم اقتصادية، جامعة الجزائر، 2007-2008.
  2. إلياس بن ساسي، "تمويل احتياجات النمو الداخلي للمؤسسة الاقتصادية"، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم الاقتصادية، تخصص إدارة الأعمال، جامعة ورقلة، الجزائر، 2003.
  3. دادان عبد الغاني "دراسة تحليلية للمنطق المالي للنمو المؤسسات الاقتصادية: نحو بناء نموذج لترشيد القرارات"، رسالة دكتوراه؛ غير منشورة، جامعة الجزائر، 2008.
  4. دادان عبد الوهاب، "دراسة تحليلية للمنطق المالي لنمو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية نحو بناء نموذج لترشيد القرارات المالية"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2008.
  5. رقية شيطيبي، "الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية ومؤشرات تقييمه"، مذكرة نيل شهادة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة 08 ماي 1945، قالمة، الجزائر، 2010 - 2011.
  6. سمية دربال، "سلوك المؤسسات في تمويل نموها الداخلي-دراسة مقارنة بين مؤسسات صغيرة ومتوسطة ومؤسسات كبيرة (الجزائر)"، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية و التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2011-2012.
  7. عادل عشي، "الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية"، مذكرة ماجستير، منشورة، كلية العلوم الاقتصادية، تخصص مالية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2004.
- المطبوعات البيداغوجية:

- 1- زغيب مليكه وبوشنقت ميلود، " التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد"، ديوان المطبوعات الجزائرية، الجزائر، 2010 .
- 2- سعيدة بورديمة، "التسيير المالي"، مطبوعة الدروس المقدمة في مقياس التسيير المالي، قسم علوم التسيير، جامعة قالمة، 2014-2015.
- 3- عبد الوهاب بلمهدي وعادل لعجالي، "استراتيجية نمو المؤسسة الاقتصادية"، مطبوعة محاضرات، جامعة سطيف2، الجزائر، 2014.

4- سميرة عميش، "مطبوعة محاضرات: في مقياس اقتصاد المؤسسة"، كلية العلوم لاقتصادية والتجارية قسم العلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، الجزائر، 2007.

### • المجالات:

1. زكرياء يحيى الجمال، "اختيار النموذج في نموذج البيانات الطولية الثابتة والعشوائية"، المجلة العراقية للعلوم الإحصائية، العدد 21، 2012.

2. شنانة جهرة، "أثر محددات هيكل رأس المال في سوق رأس المال السعودي-دراسة قياسية للفترة (2005-2015)"، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 17، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، الجزائر، 2017.

3. عابد العبدلي، "محددات التجارة البينية للدول الإسلامية"، دراسات اقتصادية إسلامية، المجلد 16، العدد 1، 2005.

4. مالك الحافظ، "أثر كلفة على التشكيلة التمويلية"، مجلة المنصور، العدد 12، جامعة المنصور، بغداد، العراق، 2009.

### • الملتقيات:

1- إبراهيمي شراف، "انعكاس استراتيجية الابتكار والتطوير على طبيعة نشاط وربحية المؤسسة الاقتصادية"، الملتقى الدولي حول المؤسسة لاقتصادية الجزائرية والابتكار في ظل الألفية الثالثة، 16-17 نوفمبر 2008، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة 08 ماي 1945، قلمة، الجزائر.

ثانيا: المراجع باللغة العربية

### • livres :

1. B.Jacquit et solnik, "**Marches financiers : Gestion de portefeuille et des risques**", 4eme édition dunod, paris, 2002.
2. Baltagi.B.H, "**Econometric Analysis of Panel Data**", 3<sup>th</sup> ed, John Wiley and Sons, England, 2005.
3. Bienaymé Alain, "**La Croissance des Entreprises : analyse dynamique des fonctions de la firme**", Tome 1, Bordas, 1971.
4. Brigitte Doriath, "**Contrôle de gestion**", Ed. Dunod, Paris, 2000.
5. Chareux Gerard, "**Finance d'entreprise/Management**", 2<sup>ème</sup> édition, paris, 2000.
6. Charles Henri d'arcimoles, Jean Yves Saulquin, "**Finance Appliquée**", Librairie Vuibert, Paris, 1995.
7. Charles T. Horngren et al, "**contrôle de gestion et gestion budgétaire**", 3eme édition, Pearson éducation, Paris, 2006.
8. Darbelet M., Lzard L.et Scaramuzza M, "**Notions fondamentales de gestion de l'entreprise**", 3<sup>ème</sup> édition, Foucher, Paris, 2000.
9. Dielman, "**Pooled Cross-Sectional and Time Series Data Analysis**", Texas Christian University, USA, 1989.



10. Greene.W.H, "**Econometrics Analysis**", 7<sup>th</sup> Ed, Pearson Education, 2012.
11. Hubert de la bruslerie "**Analyse financier et risque du crédit** ", dunod, paris.
12. Jean peirre Lahille, "**Analyse financiere**", 1<sup>er</sup> édition, campus Dalloz, Paris, 2001
13. Jerom cody, "**Analyze financier**", education person, Paris, France, 2003.
14. Josette Pilverdier, Latreget, "**Finance D'entreprise**", 6eme édition, Economica, Paris, 1993.
15. Khemici Chiha, "**Finance d'entreprise**", Houma Edition, ALGER, 2009.
16. Manmohan josh, "**Organisations**", 01 st Edition, without home of edition, India, 2018.
17. Michel.D, Laurent. I, Michel. S, "**Notions fondamentales de gestion de l'entreprise**", Foucher, Paris, 1998.
18. Pierre vernimmen, "**Finance d'entreprise Analyse gestion**", édition Dalloz, Paris, 2000.
19. Rajan Kohli, CMO -Wipro Global IT Business, GLOBAL CXO OUTLOOK Growth Strategies and beyond, 2012
20. Rishard Brealey et outre, "**Principes de Gestion Financière**", édition Française Dirigée par Thiberge, 8eme édition, Pearson éducation ,paris, 2007.
21. Sauvé Pierre, Mahjoub Amine et Pelletier Louise, "**La croissance des PME : Exploration des facteurs de croissance auprès d'entreprises de l'Abitibi-Témiscaminque Les actes du 5ième congrès**", Sherbrooke, 2007.
22. Serge Everaert, "**Analyse et diagnostic financier**", Méthodes et cas, Eyrolles, 2eme éd, Paris, 1992.

• **Notes :**

1. Gasmi Nacer, "**Déterminants de la croissance externe horizontale**", Thèse de doctorat en sciences de gestion, Faculté des sciences économiques et de gestion, Université de Bourgogne, 1998.

• **Des articles :**

1. "Moungou sabin, "**Comment la banque vous juge**", du journal « L'Entreprise » (n°236, juillet-août 2005).
2. Tom McKaskill, **Ultimate Growth Strategies: 14 Principles of High Growth Businesses**, www.ultimategrothstrategies.com.
3. Yakup Durmaz& Ahmet İlhan, "**Growth Strategies in Businesses and A Theoretical Approach**, International Journal of Business and Management; Vol. 10, No. 4, Published by Canadian Center of Science and Education, 2015.

• **المواقع:**

1. <https://www.lafinancepourtous.com>

## الملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى اختبار أثر تكلفة رأس المال على النمو الداخلي، وقد شملت على مجموعة من المؤسسات الاقتصادية البالغ عددها 8 مؤسسات خلال الفترة الممتدة من 2013-2017 باستخدام نموذج التأثيرات العشوائية، التأثيرات الثابتة إضافة إلى اختبار Hausman. وقد توصلت الدراسة لوجود تأثيرات عشوائية وعدم مدلولية معامل الارتباط اقتصاديا وإحصائيا أي حيادية تأثير تكلفة رأس المال على النمو الداخلي في المؤسسات قيد الدراسة الاقتصادية. والواقع وخصوصية المؤسسات الاقتصادية الجزائرية تقودنا إلى دراسة العلاقة بينهما بشكل منفرد.

الكلمات المفتاحية: النمو الداخلي، تكلفة رأس المال، البيانات المقطعية، اختبار Hausman.

## Résumé :

Notre recherche a pour objectif d'examiner l'impact le coût du capital sur la croissance interne sur un groupe des entreprises économiques de nombre huit entreprises au cours de la période 2013-2017 en utilisant la méthode des effets fixes, effets aléatoires et test de Hausman. L'étude a montré l'existence des effets aléatoires et le non signification du coefficient de corrélation, c'est-à-dire la neutralité le coût du capital sur la croissance interne sur le groupe étudié. En effet la particularité de nos entreprises algériennes nous a conduit à des études individuelles pour chacune.

Mots-clés : Croissance Interne, Coût du Capital, Panel Data, Test Hausman.

## Abstract :

Our research aims to examine the impact of capital on internal growth on a group of economic enterprises of eight companies over the period 2013-2017 using the fixed effects, random effects and Hausman test methods. the study showed the existence of random effects and the non-significance of the correlation coefficient, that is to say the neutrality of the cost of capital on the internal growth of the group studied. Indeed the particularity of our Algerian companies has led us to individual studies for each.

Keywords: Internal Growth, Cost of Capital, Panel Data, Hausman Test.