

جامعة قاصدي مرباح - ورقلة
كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير



مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي

الميدان: علوم اقتصادية، وعلوم تجارية وعلوم التسيير

الشعبة: علوم التسيير

التخصص: مالية مؤسسة

من إعداد الطالبتين:

عياض حفصة و بومعراف إلهام

بعنوان:

أثر الاستدانة على النمو الداخلي للمؤسسة الاقتصادية

دراسة على عينة من المؤسسات الاقتصادية في الجزائر

للفترة ما بين (2011-2017)

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ: نوفمبر 2020

أمام اللجنة المكونة من السادة:

الأستاذ/	أستاذ	- جامعة قاصدي مرباح ورقلة: رئيساً
الأستاذ/ بوزيد عصام	أستاذ محاضر أ	- جامعة قاصدي مرباح ورقلة: مشرفاً
الأستاذ/	أستاذ	- جامعة قاصدي مرباح ورقلة: مناقشاً

السنة الجامعية: 2020/2019

جامعة قاصدي مرباح - ورقلة
كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير



مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي

الميدان: علوم اقتصادية، وعلوم تجارية وعلوم التسيير

الشعبة: علوم التسيير

التخصص: مالية مؤسسة

من إعداد الطالبتين:

عياض حفصة و بومعروف إلهام

بعنوان:

أثر الاستدانة على النمو الداخلي للمؤسسة الاقتصادية
دراسة على عينة من المؤسسات الاقتصادية في الجزائر
للفترة مابين (2011-2017)

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ: نوفمبر 2020

أمام اللجنة المكونة من السادة:

الأستاذ/	أستاذ	- جامعة قاصدي مرباح ورقلة: رئيساً
الأستاذ/ بوزيد عصام	أستاذ محاضر أ	- جامعة قاصدي مرباح ورقلة: مشرفاً
الأستاذ/	أستاذ	- جامعة قاصدي مرباح ورقلة: مناقشاً

السنة الجامعية: 2020/2019

إهداء

إلى رمز العطاء... إلى الذي تعب كثيراً من أجل تعليمي وأفنى حياته من أجل إسعادي

أبي العزيز أظال الله في عمره

إلى نبع الحنان... إلى من سهرت الليالي من أجل راحتي و تعليمي معنى الصبر ولوفاء أُمِّي

الغالية أظال الله في عمرها

إلى من تشاركت معهم أوقات فرحي وحزني إخوتي الأعراء

إلى روجي عمي الذي كان سندي في الحياة... رحمه الله وأسكنه فسيح جنانه

إلى كل عائلتي وأقابني

إلى رفيقات دوبي وزملائي الذين جمعني بهم مقاعد الدراسة

إلى كل من تعب من أجل تعليمي حرفاً... أساتذتي الكرام

الهام

إهداء

إلى محمد العطاء والإيلاء والشعلة التي أنير بها ديني، وطني الغالي الجزائر

إلى من كانا سبب وجودي الوالدين الكريمين وأخص أُمي الحنون

حفظها الله وأطال عمرها

إلى أختوتي وأخواتي

إلى من ساندني وشجعني في إنجاز هذا العمل زوجي بارك الله فيه

إلى زملاء الدراسة

إلى أساتنتي الأجلاء وأخص الأستاذ المشرف "بوزيد عصام" والأساتذة المناقشين

حفصة

شكر

الحمد لله الذي بنعمته تتم الصالحات

نتقدم بجزيل الشكر والتقدير إلى الأستاذ المشرف "بوزيد عصام" على قبوله الإشراف على

هذا العمل وعلى توجيهاته ونصائحه القيمة

ونشكر أيضا أساتذتنا الأعزاء الذين سننال شرف منا قشتهم لبحثنا هذا وعلى مجمل نصائحهم

وتوجيهاتهم التي ستساهم في وضعنا على الطريق الصحيح في تحصيلنا العلمي

ونتقدم بالشكر أيضا إلى كل من قدم لنا يد المساعدة من قريب أو من بعيد في إنجاز هذا

البحث المتواضع

تطبيقاً حاولنا في هذه الدراسة تحديد متغيرات الدراسة التي تفسر أثر الاستدانة على النمو الداخلي للمؤسسة وذلك من خلال تتبع الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية عبر نسب الأداء المالي (معدل العائد على الأصول ومعدل العائد على الأموال الخاصة) واعتمادها كمتغيرات تابعة وقمنا باتخاذ نسب الرافعة (أجمالي الديون إلى إجمالي الأصول إجمالي، ديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول، إجمالي الديون إلى إجمالي الأموال الخاصة و ديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة) كمتغيرات مستقلة، حيث طبقت الدراسة على عينة مكونة من 49 مشاهدة لـ 7 مؤسسات في الاقتصاد الجزائري، عامة وخاصة. وتم الحصول على البيانات المالية للعينة من (PASSIF, ACTIF, TCR) للفترة الممتدة بين 2011 و 2017. وباستخدام برنامج معالج الجداول Excel والبرنامج الإحصائية والقياسية SPSS و Eviews من أجل اختبار مدى تأثير المتغيرات المستقلة (نسب الرافعة) على المتغيرات التابعة (نسب الأداء المالي).

وقد توصلت الدراسة عند استخدام الأدوات القياسية في تقدير النموذج الثابت الأمثل لكل من معدل العائد على الأصول ومعدل العائد على الأموال الخاصة إلى وجود علاقة ذات تأثير سلبي ودلالة إحصائية بين نسبة الاستدانة (إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول) ومعدل العائد على الأصول وكذا وجود علاقة ذات تأثير سلبي ودلالة إحصائية بين نسبة إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة ومعدل العائد على الأموال الخاصة في كل نموذج على التوالي.

كلمات مفتاحية: المردودية، الرافعة المالية، معدل العائد على الأصول ومعدل العائد على الأموال الخاصة.

Abstract:

Practically, we are trying to determine the study variables that explain the impact of loans on the internal growth of the institution, by tracking the financial performance of the economic institution through the financial performance ratios (yields on assets and return on private funds) and adopting them as dependent variables, and we took the leverage ratios (total debt to total assets , Long-term debt to total assets, total debt to total private funds and Independent variables, where the study was applied to a sample consisting of 49 observations of 07 institutions in the Algerian economy, public and private sectors , and financial data for the sample were obtained from PASSIF, ACTIF, TCR between 2011 and 2017.

And by using Excel, and the statistical program SPSS and EVIEWS in order to test the extent of the influence of the independent variables (leverage ratios) on the dependent variables (financial performance ratios) to explain the impact of leverage on internal growth.

when using standard tools in estimating the ideal fixed model for both the rate of yields on assets and the rate of yields on private funds, the study concluded that there is a negative impact relationship and statistical significance between the debt ratio (total debt to total assets and the rate of yields on assets, as well as the existence of a relationship of negative impact and statistical significance between the ratio of total debt to private funds and the rate of yields on private funds in each model, respectively.

Key words: Yields, leverage loan, financial performance ratios, rate of yields on private funds.

قائمة المحتويات

صفحة	محتوى
III	إهداء
V	شكر
VI	ملخص
VII	قائمة المحتويات
VIII	قائمة الجداول
IX	قائمة الأشكال
X	قائمة الملاحق
أ	مقدمة
الفصل الأول: الدراسة النظرية (الإطار المفاهيمي للدراسة)	
17	المبحث الأول: الهيكل المالي الأمثل
17	المطلب الأول: مفهوم الهيكل المالي ومكوناته
20	المطلب الثاني: النظريات المفسرة للهيكل المالي الأمثل
24	المطلب الثالث: نسب الهيكل المالية
28	المبحث الثاني: الاستدانة والأداء المالي
28	المطلب الأول: مفاهيم حول الاستدانة
30	المطلب الثاني: الأداء المالي وأثر الرافعة المالية
36	المبحث الثالث: ماهية نمو المؤسسة الاقتصادية
36	المطلب الأول: النظريات المفسرة للنمو
38	المطلب الثاني: مفاهيم حول النمو
45	المبحث الرابع: الدراسات السابقة
51	المطلب الأول: دراسات باللغة العربية
56	المطلب الثاني: دراسات باللغة الأجنبية
68	المطلب الثالث: مناقشة الدراسات السابقة
الفصل الثاني: الدراسة التطبيقية	
61	المبحث الأول: وصف الدراسة القياسية
61	المطلب الأول: عرض مركبات الدراسة القياسية
63	المطلب الثاني: منهج وأدوات الدراسة القياسية
63	المطلب الثالث: تحديد متغيرات وفرضيات الدراسة القياسية
66	المطلب الرابع: التحليل الإحصائي للمتغيرات
70	المبحث الثاني: نتائج اختبار الدراسة القياسية
70	المطلب الأول: نتائج تقدير النماذج القياسية باستخدام مؤشر (ROA=Y1)
75	المطلب الثاني: نتائج تقدير النماذج القياسية باستخدام مؤشر (ROE=Y2)
79	المبحث الثالث: مناقشة وتفسير نتائج الدراسة القياسية واختبار الفرضيات
79	المطلب الأول: تحليل نتائج دراسة مؤشرات العائد
81	المطلب الثاني: نتائج اختبار الفرضيات والنموذج المقترح
88	الخاتمة
92	المراجع
96	الملاحق

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
62	ملخص عن مؤسسات مجتمع الدراسة القياسية	(1-2)
66	الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة القياسية	(2-2)
68	مصفوفة الارتباط بين المتغيرات	(3-2)
69	التحليل الإحصائي لمتوسطات متغيرات الدراسة	(4-2)
71	تقدير نماذج بانل باستخدام Y1	(5-2)
71	نتائج اختبار Redundant Fixed Effects Tests باستخدام Y1=ROA	(6-2)
72	نتائج اختبار Breusch-Pagan باستخدام Y1=ROA	(7-2)
73	نتائج اختبار Hausman باستخدام Y1=ROA	(8-2)
73	نتائج تقدير معالم نموذج التأثيرات الفردية الثابتة لـ Y1=ROA	(9-2)
74	نتائج تقدير التأثيرات الفردية الثابتة على معدل العائد على الأصول لكل مؤسسة	(10-2)
75	تقدير نماذج بانل باستخدام Y2	(11-2)
76	نتائج اختبار Redundant Fixed Effects Tests باستخدام Y2=ROE	(12-2)
76	نتائج اختبار Breusch-Pagan باستخدام Y1=ROA	(13-2)
77	نتائج اختبار Hausman باستخدام Y2=ROE	(14-2)
77	نتائج تقدير معالم نموذج التأثيرات الفردية الثابتة لـ Y2=ROE	(15-2)
78	نتائج تقدير التأثيرات الفردية الثابتة على معدل العائد على الأصول لكل مؤسسة	(16-2)
81	نتائج اختبار الفرضيات	(17-2)

قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
37	مراحل تطور المؤسسة حسب كل من Adizes و Churchill ،Greiner ،Bazire	(1-1)
46	مصفوفة النمو لـ Igor Ansoff	(2-1)
82	النموذج المقترح لعلاقة تأثير نسب الرافعة على نسب الأداء	(1-2)

قائمة الملحق

الصفحة	عنوان الملحق	رقم الملحق
93	متغيرات دراسة تأثير نسب الرافعة على نسب الأداء (مؤشرات العائد)	01
95	البيانات الخام لمؤسسات العينة	02
97	نتائج تقدير نماذج بانل لدراسة المتغيرات التابعة مؤشرات العائد	03

المقدمة

يشهد الاقتصاد العالمي تحولات متسارعة ومتداخلة نتيجة لعوامل تكنولوجية وسياسية واجتماعية وثقافية مختلفة ساعدت على ظهور مجموعة من التغيرات، والتي جاءت بجمجمة بحث الكيانات الاقتصادية عن أدوات جديدة لخلق فرص أمامها للمنافسة والبقاء. وفي ظل هذه الظروف تواجه المؤسسة الاقتصادية باعتبارها اللبنة الأولى في اقتصاد أي دولة ما صعوبات كبيرة من أجل الاستمرار ضمن محيطها الداخلي والخارجي على حد سواء، نتيجة التغير المستمر والتطور الكبير في المجال الاقتصادي الشيء الذي دفع بها إلى السعي لتعزيز مكانتها باتخاذ قرارات استراتيجية اقتصادية ومالية عبر مختلف مراحل حياتها لتمثل في النمو سواء كان استراتيجية توسع أو تخصص أو تكامل... إلخ والبحث المستمر عن مصادر تمويل هذا النمو. إما عن طريق احتجاز الارباح كتمويل ذاتي أو بالرفع من رأسمالها عن طريق الاكتتاب في البورصة أو الاستدانة من البنوك التجارية والوسطاء الماليين تحت قيد تحقيق التوازن بين معدلات النمو والمخاطر المترتبة عن الاستراتيجيات المالية المتبعة مع التحكم في العوامل المؤثرة في أدائها المالي والتي يكون لها علاقة مباشرة بسياسة التمويل المتبعة.

والموضوع الذي نحن بصدد البحث فيه إنما هو تسليط الضوء على الاستدانة وأثرها على النمو الداخلي للمؤسسة الاقتصادية، فعندما تتخذ الإدارة المالية قرار تمويل النمو الداخلي للمؤسسة عن طريق الاستدانة فإنه ينتج عنه تفاعل مجموعة من المتغيرات لها ارتباط وثيق بالأداء المالي للمؤسسة والرافعة المالية. وعليه سنقوم بتحديد متغيرات مستقلة ومتغيرات تابعة وتحليل هذه المتغيرات بتتبع الأداء المالي (نسب الأداء) وأثر الاستدانة (نسب الرافعة) لسبع (07) مؤسسات اقتصادية في الجزائر بناءً على البيانات المالية لهذه المؤسسات.

ثانياً: إشكالية البحث

في إطار هذه الدراسة حاولنا الإجابة على التساؤل التالي: ما هو أثر الاستدانة على النمو الداخلي للمؤسسة الاقتصادية؟ ولاكتشاف طبيعة هذا التأثير، قمنا بتحليل تأثير مجموعة المتغيرات المستقلة والتي تتمثل في نسب الرافعة على النمو الداخلي المتمثل في الأداء المالي، انطلاقاً من متغيرات تابعة لها علاقة وطيدة بمؤشرات الأداء المردودية الاقتصادية والمردودية المالية تتمثل في نسب الأداء في عينة مكونة من 07 مؤسسات والتأكد من الدلالة الإحصائية للمتغيرات المستقلة المدروسة على المتغيرات التابعة من أجل اختبار الفرضيات

مما سبق ذكره يمكن طرح الإشكاليات الجزئية التالية:

- ما هي علاقة الهيكل المالي الأمثل بمعدلات النمو (الأداء المالي)؟
- ما هو حجم الاستدانة الأمثل لتحقيق أداء مالي أمثل؟
- هل الاستدانة هي مصدر تمويل أمثل للنمو الداخلي في المؤسسات الاقتصادية؟

ثالثاً: فرضيات البحث

1. توجد علاقة طرية بين حجم الاستدانة وعوائد النمو الداخلي (الأداء المالي) للمؤسسة.
2. هناك حجم استدانة أقل يسمح للمؤسسة بتحقيق عوائد (أداء مالي جيد) من خلال تحقيق مردوديات اقتصادية ومالية معينة.
3. يمكن اعتبار الاستدانة مصدر تمويل أمثل عند عوائد نمو مناسبة (أداء مالي أمثل).

رابعاً: مبررات اختيار الموضوع

رأينا أنه من الأهمية بمكان إثراء مثل هذا الموضوع لما له من ضرورة في مجال الإدارة المالية في المؤسسة الاقتصادية عند اتخاذ قرارات مالية استراتيجية كالمبحث عن مصادر التمويل الخارجي خاصة الاستدانة من البنوك في حال اتخذت المؤسسة قرار بتبني استراتيجية النمو الداخلي

ومن أهم دوافع اختيار موضوع البحث ما يلي:

- معرفة ماذا ينجم عن اتخاذ قرار تمويل النمو بالاستدانة في مؤسسات تنشط في الاقتصاد الجزائري
- ضرورة تنبيه الإدارة المالية في المؤسسة الاقتصادية لأهمية تأثير الاستدانة على النمو الداخلي
- إفادة الطلبة الباحثين في هذا الموضوع بمنهجية عملية اختبار فرضيات البحث في الدراسة التطبيقية

خامساً: أهمية الدراسة

تكمن أهمية الدراسة في لفت النظر إلى أثر الاستدانة على النمو الداخلي للمؤسسة الاقتصادية والذي يساعد الإدارة المالية للمؤسسة في اتخاذ قرار التمويل عن طريق الاستدانة عند تبني أحد استراتيجيات النمو الداخلي (التنوع، التخصص... إلخ).

سادساً: أهداف الدراسة

يتمثل الهدف الرئيسي من هذا البحث التطرق لبعض الدراسات العلمية والمنهجية لتوضيح أثر الاستدانة على النمو الداخلي للمؤسسة الاقتصادية المقدمة من طرف العديد من الباحثين وإعطاء تحليل علمي لأثر الاستدانة على النمو الداخلي للمؤسسة الاقتصادية وأيضاً تحقيق جملة من الأهداف أهمها:

✚ توضيح الهيكل المالي الأمثل الذي يجعل من الاستدانة مصدر تمويل يؤثر أجاباً على النمو الداخلي

✚ توضيح مفهوم الاستدانة والأداء المالي من أجل تحديد المتغيرات المستقلة والمتغيرات التابعة لتفسير مدى تأثير الاستدانة

على النمو الداخلي

✚ توضيح النمو الداخلي من أجل تحديد نماذج ومقاييس النمو الداخلي والعلاقة بينها وبين المردوديات المالية والاقتصادية

المحققة

ونأمل من تحقيق هذه الأهداف أن يرقى هذا البحث المتواضع إلى المساهمة في إثراء المكتبة بمرجع علمي وميداني يستفيد منه

الطلبة.

سابعاً: حدود الدراسة:

✚ الحدود المكانية: تمت الدراسة على عينة مكونة من 49 مشاهدة لـ 07 مؤسسات اقتصادية عامة وخاصة

✚ الحدود الزمانية: تمت الدراسة في الفترة الممتدة ما بين 2011 و2017.

ثامناً: منهج البحث والأدوات المستخدمة

اعتمدنا في تحليل إشكالية البحث بهدف اختبار صحة الفرضيات المقترحة، المنهج الوصفي الذي يركز على تجميع المعلومات من كتب عربية، أجنبية ودراسات سابقة تخص مجال البحث ثم إسقاطها على منهجية البحث المتبعة في الجانب النظري أما الجانب التطبيقي فقمنا بتحليل مختلف النتائج المتوصل إليها سواء كانت جداول أو أشكال بيانية أو نتائج قياسية باستخدام برنامج

. SPSS، Eviews

ومن أدوات البحث المستخدمة:

- مصادر الكتب باللغتين العربية والأجنبية ودراسات سابقة وما أتاحتها لنا من معلومات كانت أساس هذا البحث
- مواقع من الشبكة العنكبوتية الأنترنت
- قاعدة المعطيات مستنبطة من الكشوف المالية والوثائق التي توفرت لدينا من المركز الوطني للسجل التجاري عن المؤسسات محل الدراسة.

تاسعاً: صعوبات الدراسة

من بين الصعوبات التي واجهتنا نذكر:

- صعوبة جمع المراجع ذات الصلة بالموضوع
- صعوبة عملية التبويب في منهجية البحث خاصة الجانب النظري منه لأن هذا الموضوع يتطلب مهارات ذهنية للربط بين عناصر الخطة المتبعة في تقسيم البحث
- صعوبة الحصول على معلومات ذات مصداقية في المؤسسات الاقتصادية محل الدراسة خاصة بالنسبة للقوائم المالية

عاشراً: عرض هيكل الدراسة

من أجل تحليل إشكالية البحث واختبار فرضياته قمنا بتقسيم البحث إلى فصلين مترابطين مسبوقين بمقدمة عامة وينتهيان

بخاتمة عامة ويمكن سرد هيكل البحث على الشكل التالي:

- الفصل الأول: الأدبيات النظرية للدراسة

تناول هذا الفصل أربعة مباحث، ضم المبحث الأول الهيكل المالي الأمثل (مصادر التمويل، مفهوم الهيكل المالي والهيكل المالي الأمثل) أما المبحث الثاني الاستدانة والأداء المالي فتناول مفاهيم حول الاستدانة ، الأداء المالي والرافعة المالية وتم في المبحث الثالث عرض مفاهيم حول النمو، النظريات المفسرة للنمو ، طرق النمو وأشكاله أما المبحث الرابع فتضمن الدراسات السابقة

- الفصل الثاني: الأدبيات التطبيقية للدراسة

تم تقسيم الفصل إلى ثلاث مباحث، ضم المبحث الأول منهج، مجتمع، عينة الدراسة والأدوات المستخدمة في التحليل أما المبحث الثاني فقد تم فيه عرض نتائج اختبار الأداء المالي بينما في المبحث الثالث فتمت فيه مناقشة وتفسير نتائج الدراسة واختبار الفرضيات.

الفصل الأول

مدخل

تكمُن أهمية تتبع أثر مصادر التمويل المكون للهيكَل المالي على نمو المؤسسة الاقتصادية من أجل ترشيد الأموال الضرورية لتمويل الاستثمارات التي تعطي للمؤسسة الاقتصادية ميزة تنافسية تساعد على الاستمرارية في نشاطها بتحقيق مردوديات مالية واقتصادية جيدة. ويعتبر أثر الاستدانة على النمو الداخلي للمؤسسة الاقتصادية أحد أهم العلاقات الجديدة التي تحمل الكثير من الاختلاف بين الباحثين والنتائج المتباينة بين الدراسات التطبيقية التي اهتمت بتلك العلاقة الناتجة عن صعوبة تمثيل أثر الاستدانة والنمو الداخلي تطبيقياً.

وعليه حاولنا في هذا الفصل التطرق إلى الأدبيات النظرية للبحث بعرض أربع عناصر رئيسية هي الهيكَل المالي الأمثل، (الاستدانة والأداء المالي) ونمو المؤسسة الاقتصادية باعتبارها موضوع للدراسة النظرية تبعاً لما جاء في الإشكالية وأخيراً الدراسات السابقة وذلك من خلال أربع مباحث أساسية:

في المبحث الأول تناولنا عنصر الهيكَل المالي الأمثل أما المبحث الثاني فتضمن الاستدانة والأداء المالي وفي المبحث الثالث فنقمنا بعرض لنمو المؤسسة الاقتصادية من حيث النظريات المفسرة للنمو، مفهومه، أهدافه ومقوماته ثم استراتيجيات النمو وفي المبحث الرابع سنتناول الدراسات السابقة .

المبحث الأول: الهيكَل المالي الأمثل

تسعى المؤسسة الاقتصادية لتحديد هيكل مالي مناسب لتحقيق أهدافها وضمان استمرارها ونموها والتعظيم من قيمتها، إذ تطرقتنا في هذا المبحث إلى مفهوم الهيكَل المالي والهيكَل المالي الأمثل والنظريات المفسرة له.

المطلب الأول: مفهوم الهيكَل المالي ومكوناته

تعددت تعاريف الهيكَل المالي الأمثل حيث لم يتفق العلماء على تعريف محدد له، وقمنا في هذا المطلب بعرض البعض منها.

الفرع الأول: مفهوم الهيكَل المالي والهيكَل المالي الأمثل

أولاً: مفهوم الهيكَل المالي

- يُعرف الهيكَل المالي بأنه الأموال الخاصة والاستدانة والمتمثلة في الموارد الدائمة.¹ أي أن الهيكَل المالي هو الجانب الأيسر من الميزانية والذي يبين لنا كيفية تمويل أصول المؤسسة
- ويمكن تعريفه على أنه تشكيلة المصادر التي تحصلت المؤسسة منها على الأموال المطلوبة لغرض تمويل استثماراتها. وهو يتضمن جميع العناصر المكونة لجانب الخصوم وحقوق الملكية.²
- ويُعرف أيضاً بأنه الصورة التي تعكس المصادر التمويلية لمختلف أصول المؤسسة

¹ Florence Dalahaya, Jaqueline Dalahaya, **finance d'entreprise manuel et applications**, 2^e édition, DUNOD, Paris, 2009, p121.

² عدنان تايه النعيمي، ارشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، الأردن: دار البازوري، 2009، ص349.

وتختلف تكلفة التمويل من مورد مالي إلى آخر حسب الطبيعة، فإذا كان مصدر التمويل هو الاستدانة فإن المؤسسة في وضع مخاطرة، نظراً لكونها ملزمة بتحمل تكلفة الأموال التي حازت عليها على سبيل الاستدانة مهما كانت مردودية تلك الأموال. وعندئذ نقول أن المؤسسة أمام ما يسمى بتكلفة الاستدانة *Cout d'endettement*. بينما إذا كان مصدر التمويل هو الأموال الخاصة فإن الأمر يختلف تماماً، حيث أن المؤسسة في هذه الحالة أمام ما يعرف باسم تكلفة الأموال الخاصة، إذ أن هذا المصدر من التمويل يمثل ملكية رأس مال المؤسسة. وهي بالتالي على علاقة بالأرباح المتوقعة من طرف المساهمين. وعليه فإن المؤسسة معرضة لمخاطرة تحقيق مردودية مساوية على الأقل لما هو متوقع من طرفهم.³

إذاً نقول أن الهيكل المالي هو جميع أشكال التمويل سواء ملكية أو اقتراض وأيضاً مصادر قصيرة الأجل أو طويلة الأجل.

ثانياً: مفهوم الهيكل المالي الأمثل

- يقصد بأمثلية الهيكل المالي للمؤسسة مدى إمكانية اختيارها لنسبة تمويل معينة بين كل من الأموال الخاصة والديون بالشكل الذي يؤدي إلى تدنية تكلفة رأس المال إلى أقصى حد ممكن، وبالتالي تعظيم قيمة المؤسسة.⁴
- الهيكل المالي الأمثل هو ذلك المزيج من التمويل الممتلك و/أو المقترض الذي يجعل المعدل الموزون لكلفة التمويل في أدنى حد ممكن، و إذا ما نجحت المؤسسة في تحقيق ذلك تمكنت من تعظيم ثروة المالكين.⁵
- ويعرف أيضاً بأنه ذلك المزيج من القروض وحقوق الملكية الذي يترتب عليه إحداث التوازن بين العائد والمخاطرة بطريقة تؤدي إلى تعظيم قيمة الأسهم السوقية، ويكون عند المعدل الموزون لكلفة رأس المال في أدنى مستوى له، إذاً فسياسة الهيكل المالي يجب أن تضمن الموازنة بين المخاطرة ومزايا العائد.⁶

وعليه فالهيكل المالي الأمثل هو مزيج من الأموال الخاصة والديون الذي يحدده المسير مراعيًا لحجم العائد المحقق والمخاطرة الممكنة.

الفرع الثاني: مكونات الهيكل المالي

تحدد مكونات الهيكل المالي حسب المصدر والتكلفة والأجال ونميز منها ثلاث مكونات أساسية وهي كالتالي:

³ دادن عبد الغاني، دور تكلفة رأس المال في اتخاذ قرار تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة والرفع المالي كاستراتيجية للنمو الداخلي، الدورة التدريبية الدولية حول تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطويرها في الاقتصاديات المغاربية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، 25-28 ماي 2003، ص2.

⁴ دادن عبد الوهاب، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي، مجلة الباحث، العدد 4، 2006، ص108.

⁵ سليمان شلال، علي البقوم، العوامل المحددة للهيكل المالي في شركات الأعمال، حالة تطبيقية في شركات المساهمة، مجلة المنارة، المجلد14، العدد الأول، 2008، ص64.

⁶ جليل كاظم مدلول العارض، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الأولى، عمان: دار صفاء للنشر، 2013، ص37.

أولاً: مصادر التمويل المقترضة قصيرة الأجل

يطلق مصطلح الديون قصيرة الأجل على مجموعة الديون التي تستخدم لتمويل نشاط الاستغلال وتكون قصيرة الأجل أي لا تتجاوز السنة، وتوجد العديد من أنواع الديون في المدى القصير ونذكر منها ديون الاستغلال⁷، وتنقسم مصادر التمويل قصيرة الأجل إلى نوعين أساسيين الأول الائتمان المصرفي والثاني الائتمان التجاري⁸، نوضحهما فيما يلي:

أ. **الائتمان التجاري:** هو عبارة عن تمويل قصير الأجل يمنحه المورد إلى المشتري عند شراء بضاعة بقصد إعادة البيع أو استخدامها كمادة أولية لإنتاج بضاعة مصنعة. ولذلك فإن الائتمان الاستهلاكي والبيع بالتقسيط الذي يمنحه التاجر إلى المستهلك لا يعتبر ضمن الائتمان التجاري، لأن الشروط الخاصة بمنح الائتمان التجاري لا تنص على بيع البضاعة والمتاجرة بها، ويحتاج المشتري هذا النوع من التمويل في حالة عدم كفاية رأس المال العامل.⁹

ب. **الائتمان المصرفي:** يقصد به القروض قصيرة الأجل التي تحصل عليها المؤسسة من البنوك لمدة لا تتعدى السنة، وبأبى هذا النوع من الائتمان في المرتبة الثانية بعد الائتمان التجاري، ويتميز هذا النوع من الائتمان بأنه أقل تكلفة من الائتمان التجاري في الحالات التي تفشل فيها المؤسسة في الاستفادة من الخصم.¹⁰

ثانياً: مصادر التمويل المقترضة طويلة الأجل

تسعى المؤسسات إلى تعبئة الموارد المالية من مصادر متعددة وبأشكال مختلفة وفق الظروف السائدة في الأسواق المالية وطبيعة هيكل رأس المال الخاص بالمؤسسة وتوجهات إدارتها بشأن تحمل المخاطر، كما أن المستثمرين قد يفضلون بعض أنواع الأوراق المالية على غيرها مما يعني ضرورة أخذ تلك الرغبات والتفضيلات بعين الاعتبار، بناء على ذلك فإن التمويل المقترض هو من مصادر التمويل الأساسية في المؤسسات وأخذت تشكل إحدى بدائل الاستثمار لدى العديد من المستثمرين. ومن بين المصادر الأساسية للتمويل المقترض ما يلي¹¹:

أ. **السندات:** تعتبر السندات أحد صور الاقتراض طويل الأجل، ويمثل السند صك مالي تصدره المؤسسة المقترضة للأموال، تتعهد بموجبه بدفع فائدة دورية للمقرض (المستثمر)، وأيضاً تسديد قيمة السند في تاريخ محدد يدعى تاريخ استحقاق السند، ويعطي السند لحامله جملة من الحقوق أهمها: المطالبة بعائد سنوي يتمثل في الفائدة التي تلتزم المؤسسة بدفعها له سواء حققت أرباحاً أم لم تحقق وتحسب كنسبة ثابتة من القيمة الاسمية للسند، كما يحق للمستثمر استرداد كافة أمواله عند تاريخ استحقاق السند. أيضاً تحمل السندات الأولوية في السداد من أموال التصفية في حالة إفلاس المؤسسة قبل حملة الأسهم الممتازة والأسهم العادية.

⁷ André Farber, **Éléments d'analyse financière**, université Libre de Bruxelles, 2002, p 1.

⁸ محمد صلاح الحناوي، أدوات التحليل والتخطيط في الإدارة المالية، دار الجامعات المصرية مصر، بدون تاريخ نشر، ص 434-435.

⁹ Jonthan Berk, Perter Demazro, **Edition française Dirigée par Cunther Capelle-Blancad**, Nicolas Couderc, Finance D'entreprise, Pearson Education, France, 2008, p863

¹⁰ عميرة حنان، مصادر تمويل الاستثمارات في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي (غير منشورة)، علوم مالية ومحاسبة، سكيكدة، جامعة 20 أوت 1955، ص 67.

¹¹ حراش معاذ، نمر أحمد، أثر الهيكل المالي على القرارات المالية للمؤسسة، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي (غير منشورة)، علوم مالية ومحاسبة، لبويرة، جامعة أكلي محمد أولحاج، ص 7.

ب. القروض طويلة الأجل: تحصل المؤسسة على القروض طويلة الأجل من المؤسسات المالية، حيث يتم الحصول على القروض عن طريق التفاوض المباشر يتم من خلاله انتقال الأموال من المقرض إلى المقترض وفقا لشروط محددة بالعقد المبرم بينهما، ويتم سداد الفوائد بشكل دوري، فيما يتم استهلاك القرض على أقساط متساوية في تواريخ معينة أو قد يتم سداده مرة واحدة في تاريخ استحقاق متفق عليه.¹²

ثالثاً: مصادر التمويل المملوكة

يتضمن الهيكل المالي لمعظم المؤسسات حقوق الملكية (التمويل المملوكة)، وتنشأ هذه الحقوق بشكل أساسي من المدفوعات النقدية التي يقدمها المالكين لشراء الأصول المطلوبة للبدء بعمليات المؤسسة، يمكن أن تزداد حقوق الملكية عن طريق احتجاز الأرباح لإعادة استثمارها في عمليات المؤسسة. وأهم هذه المصادر، الأسهم العادية، الأسهم الممتازة والأرباح المحتجزة.

أ. الأسهم العادية: هي عبارة عن مستند ملكية تمنح لحاملها الحق في التسيير (اختيار المسيرين، الاطلاع على الكشوف المحاسبية للمؤسسة، حق التصويت في الجمعية العامة) والحق في الحصول على نصيب من الأرباح المحققة في المؤسسة إذا تقرر توزيعه¹³

ب. الأسهم الممتازة: هي مستند ملكية تثبت لحاملها ملكية جزء من رأس مال المؤسسة، ويطلق عليها الأوراق المالية المحجبة، وذلك لجمعها بين خصائص السندات والأسهم العادية. وكونها مصدر من مصادر التمويل الدائمة بالنسبة للمؤسسة فإنها في الغالب لا تملك تاريخ استحقاق محدد، كما تكون لها أولوية الحصول على توزيعات الأرباح. ولكن في المقابل لا يكون لها حق التصويت على العموم.¹⁴

ت. الأرباح المحتجزة: تعتبر الأرباح المحتجزة أحد أهم مصادر التمويل الذاتي التي تلجأ إليه المؤسسة لتغطية احتياجاتها طويلة الأجل، حيث تمثل الأرباح المحتجزة الرصيد التراكمي، لذلك الجزء من الأرباح السنوية الذي لم يتم توزيعه على ملاك المؤسسة أو لم تضعه كاحتياطات للمؤسسة. وتستخدم المؤسسة الأرباح المحتجزة لتمويل عمليات النمو والتوسع في الأنشطة كما تستخدمها أيضا لإجراء توزيعات على المساهمين في الأحوال التي لا يتم فيها تحقيق أرباح أو يتم فيها تحقيق خسارة، وتعمل الأرباح المحتجزة على دعم وتقوية المركز المالي للمؤسسة حيث ترفع من نسبة حقوق الملكية إلى الاقتراض بشكل يؤدي إلى الرفع من قدرة المؤسسة على الاقتراض.¹⁵

المطلب الثاني: النظريات المفسرة للهيكل المالي الأمثل

توجد عدة نظريات مفسرة للهيكل المالي وستقوم من خلال هذا المطلب بالتطرق لأهم هذه النظريات

¹² قمو سهيلة، محددات الهيكل المالي في المؤسسات البنوكية الوطنية، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي (غير منشورة)، علوم مالية ومحاسبة، ورقلة، جامعة قاصدي مرباح، 2016، ص6.

¹³ زغود تير، محددات سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، مذكرة مقدمة لاستكمال شهادة ماجستير (غير منشورة)، علوم مالية ومحاسبة، ورقلة، جامعة قاصدي مرباح، 2009، ص21.

¹⁴ حليلة تلالى، محددات الهيكل المالي للمؤسسات الخدمائية المدرجة في البورصة، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي (غير منشورة)، علوم مالية ومحاسبة، ورقلة، جامعة قاصدي مرباح، ص6.

¹⁵ حراش معاذ، نمر أحمد، مرجع سابق، ص6-7.

أولاً: المدخل التقليدي

يفترض المدخل التقليدي وجود هيكل تمويلي أمثل، أي وجود نسبة اقتراض مثالية تنخفض عندها تكلفة الأموال إلى حدها الأدنى. وبالتالي تصل عندها قيمة المؤسسة إلى حدها الأقصى. وهذا المدخل يفترض أن معدل العائد الذي يطالب به المستثمرون يزداد مع زيادة نسبة الاقتراض. وذلك بسبب ازدياد المخاطر التي يتعرض لها العائد الذي يتوقعون الحصول عليه. والفكرة التي يقوم عليها هذا المدخل هي أن تكلفة الأموال تنخفض تدريجياً مع زيادة الأموال المقترضة إلى أن تصل نسبة الاقتراض حد معين، ثم بعد ذلك تبدأ تكلفة الأموال في الارتفاع. وتسمى نسبة الاقتراض التي يتحول عندها اتجاه تكلفة الأموال بنسبة الاقتراض المثالية.

ثانياً: نظرية انعدام هيكل التمويل الأمثل (Modigliani et Miller)

تقوم هذه النظرية على ما يسمى بنظرية أرباح الاستغلال التي تولدت عنها أعمال كل من " Modigliani et Miller". وتجدر الإشارة إلى أنهما مؤسسي الإدارة المالية بمفهومها الحديث. ولقد جاء بفكرة أساسية جوهرها، أن قيمة المؤسسة تتمثل في قيمة استثماراتها. وهذا يعني أنه مهما كان الخليط التمويلي للمؤسسة فالقيمة السوقية لها لا بد أن تساوى مع القيمة السوقية لاستثماراتها مهما كانت طريقة التمويل. ولقد قدم Modigliani et Miller أطروحتهما من خلال نموذجين:¹⁶

أ. نموذج Modigliani et Miller في حالة غياب الضريبة

إن المضمون النظري لنموذج Modigliani et Miller بشأن الهيكل المالي وفي ظل عدم وجود الضريبة على أرباح الشركات يتفق مع نظرية ربح الاستغلال. أثبتنا Modigliani et Miller 1958 أنه في ظل غياب الضريبة، قيمة المؤسسة وتكلفة رأس المال مستقلان تماماً عن الهيكل المالي أي عن تغيرات نسبة الاستدانة ولذلك أكدنا على عدم وجود هيكل مالي أمثل.

ب. نموذج Modigliani et Miller في حالة وجود الضريبة

توصل Modigliani et Miller 1963 إلى أن زيادة نسبة الاستدانة في الهيكل المالي يؤدي إلى ارتفاع قيمة المؤسسة بسبب توفر الضريبي للفوائد، حيث تعد الفوائد على الديون (القروض) من بين المصاريف التي تخصم من الإيرادات قبل حساب الضريبة، من ثم فإن افتراض خضوع المؤسسة للضريبة على الأرباح يعني أنه يمكن للمؤسسة التي يتضمن هيكلها المالي على ديون تحقق وفورات ضريبية.¹⁷

ثالثاً: نظرية التوازن

جاءت هذه النظرية بفكرة أن الهيكل التمويلي الأمثل للمؤسسة يتحقق بالتوازن بين الميزة الجبائية للقروض وتكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة، وقد عرفت هذه النظرية في إعدادها مرحلتين:

¹⁶ محمد الأمين وليد، دور الجبائية في اختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة، مجلة الدراسات المالية، المحاسبية والإدارية، العدد السادس، 2016، ص 223.

¹⁷ زغود تير، مرجع سابق، ص 66-76.

✚ **المرحلة الأولى:** ففي هذه المرحلة تم إدخال أثر الإفلاس على نموذج "Modigliani et Miller" وبينت أن الاستدانة تؤدي إلى ارتفاع أثر الرافعة وإلى ظهور تكلفة الإفلاس.

✚ **المرحلة الثانية:** جاءت هذه المرحلة كتعديل للمرحلة السابقة، حيث أخذت تكلفة الوكالة بعين الاعتبار.¹⁸

أ. **تكلفة الإفلاس:** تتعرض المؤسسة التي يتكون هيكلها المالي من أموال خاصة وقروض إلى مخاطر الإفلاس، وهي مخاطر لا تتعرض لها مؤسسة مماثلة غير أن هيكلها المالي يتكون من أموال خاصة فقط. وسببها فشل المؤسسة في سداد قيمة القرض والفوائد في تواريخ الاستحقاق. والإفلاس هو قيام المؤسسة ببيع أصولها من أجل تأدية التزاماتها من خلال الحصول على القروض وبالتالي فالقروض ترفع من الخطر المالي للمؤسسة، ويترتب على الإفلاس مجموعة من التكاليف تسمى تكاليف الإفلاس. وهي تتكون من مجموعتين: الأولى تكاليف مباشرة (تكاليف إدارية، مالية... إلخ) والثانية تكاليف غير مباشرة (تكاليف الصورة أي المصدقية المالية والتجارية وتكاليف ضياع الفرصة).

ب. **تكلفة الوكالة:** نموذج تكلفة الوكالة لـ Jensen et Meckling سنة 1967 تنظر إلى المؤسسة على أنها مجموعة من العقود للتفاوض بين الوكلاء بحرية لتحقيق أهداف مختلفة في ظل عدم تماثل المعلومات يتم تصميم اختيار الهيكل المالي كطريقة للتخفيف من تكاليف الوكالة بسبب النزاعات بين المساهمين والمدراء من جهة، والمساهمين والمقرضين من جهة أخرى. إن هدف هذه النظرية هو تقديم خصائص التعاقد الأمثل التي يمكن أن تعقد بين الموكل والوكيل معتمدة في ذلك على المبدأ النيوكلاسيكي الذي مفاده أن كل عون اقتصادي يبحث على تعظيم مصلحته الخاصة قبل المصلحة العامة. ومنذ ظهور تكلفة الوكالة أصبح وجود هيكل مالي أمثل يتوازن الوفر الضريبي مع كل من تكلفة الوكالة وتكلفة الإفلاس. وعليه فإن ظهور تكلفة الوكالة إلى جانب تكلفة الإفلاس سوف يؤثر على النسبة المثالية للاقتراض إلى الأموال الخاصة، أي سوف يؤثر على مكونات، هيكل التمويل الأمثل. وبالتالي ظهور تكلفة الوكالة تؤدي إلى انخفاض نسبة الأموال المقترضة داخل الهيكل المالي.¹⁹

رابعاً: نظريات متعددة الأشكال²⁰

تعتبر من النظريات الحديثة التي درست الهيكل المالي في المؤسسة، وقد ظهرت في منتصف السبعينيات. وتتمثل أساساً في نظرية الإشارة ونظرية الالتقاط التدريجي.

¹⁸ محمد الأمين وليد، مرجع سابق، ص 232

¹⁹ قمو سهيلة، مرجع سابق، ص 10.

²⁰ رملة فراق، أثر التوليفات المالية على الأداء المالي للمؤسسة، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي (غير منشورة)، مالية وبنوك، أم البواقي، جامعة أم البواقي، ص 74.

أ. نظرية الإشارة

تقوم هذه النظرية على مفهوم انعدام تماثل المعلومات التي تميز الأسواق المالية، بحيث أن المعلومات التي تنشرها المؤسسات قد لا تكون فعلية ولا تفسر الوضعية الفعلية للمؤسسة، إذ يؤكد الباحثون على أن المسير الأحسن أداء هو الذي يستطيع إصدار إشارات خاصة وفعالة عن المؤسسة، لا تستطيع المؤسسات الضعيفة القيام بها وتميزها عن غيرها من المؤسسات الأقل أداء، بحيث يمكن أن تكون الإشارة تركيبة رأس المال، سياسة مكافئة رأس المال أو اللجوء إلى أوراق مالية معقدة وقد بنيت هذه النظرية وفق نموذجين، نموذج Ross ونموذج Pyle et Leland.

1. نموذج Ross

قدم Ross نموذجه سنة 1977، فيما يتعلق باستخدام الهيكل المالي كإشارة عن المعلومات الداخلية للمؤسسة، بحيث وحسب هذا النموذج يستخدم المسيرون نسبة الاستدانة كمؤشر على ارتفاع أداء المؤسسة، إذ كلما ارتفعت نسبة الاستدانة دل هذا على قدرة المؤسسة على الإيفاء بديونها وبالتالي فهي الأحسن أداء.

2. نموذج Pyle et Leland

ظهر هذا النموذج سنة 1977، ويقوم على أساس أن المسيرين يعلمون قيمة التدفقات النقدية المستقبلية، هذا ما يجعلهم يحتفظون بالأسهم العادية من عدمه حسب قيمة هذه التدفقات، وبالتالي فإن المستثمر الرشيد سيتجه نحو المؤسسة التي يحتفظ مسيرها بنسبة أكبر من الأسهم كدليل على المردودية المستقبلية الجيدة للمؤسسة.

ب. نظرية الالتقاط التدريجي

ظهرت هذه النظرية في منتصف الثمانينات، فهي تتعلق بتصنيف وترتيب مصادر التمويل حسب أفضليتها.

1. نموذج Myers et Majluf

ظهر هذا النموذج على يد Myers et Majluf سنة 1984، باسم نظرية POT بحيث وحسب هذا النموذج يصلح التمويل التسلسلي في حالة كون تكاليف إصدار أسهم جديدة أكبر من تكاليف الاعتماد على الاستدانة، وبالتالي فإن المؤسسة تمول استثماراتها أولاً بالتمويل الذاتي، ثم تلجأ للاستدانة، وفي الأخير تصدر أسهم جديدة.

حسب نظرية POT، فإن المؤسسة لا تهدف إلى الوصول لنسبة استدانة معينة، إذ تؤكد على أن المؤسسة تلجأ إلى التمويل الخارجي فقط لعدم كفاية التمويل الداخلي، فمصادر التمويل الخارجية غير مرغوب فيها بسبب عدم تماثل المعلومات بين المسيرين والمستثمرين، مع ذلك تستعمل المؤسسة هذا النوع من التمويل، محاولة منها مراعاة ترتيب مصادر التمويل، وفي هذه الحالة تفضل في المقام الأول الاعتماد على الديون، ثم السندات القابلة للتحويل وفي الأخير الأسهم، وقد وجد الباحثان أن المؤسسات تسعى لاستقرار التوازن المالي، من أجل تجنب احتياجات التمويل الخارجي.

2. نموذج Williamson 1988

يفترض Williamson أن أطراف التعاقد (مسيرون، ملاك ومقرضون) لهم رشادة محدودة (قدرة محدودة على التفكير والحساب... الخ) وهم في الواقع انتهازيون، فانطلاقاً من الأطراف التي تم التعاقد معها تستطيع الأطراف الأخرى تغيير سلوكها ليصب في نهاية الأمر في مصلحتها، بعد إمضاء العقد يمكن لهذا السلوك أن يولد تعديلات قبلية حتى يتسنى للعلاقة التعاقدية أن تستمر على المدى الطويل، وعندما يتعلق الأمر بعقد تمويل لا يمكن اعتبار الديون والرفع من رأس المال كمجرد موارد تمويل لكن أيضاً كأداة تسمح بتحقيق هذه التعديلات، وبالتالي فإن مصادر التمويل تعتبر وسيلة لتحقيق أهداف هؤلاء المتعاملين. وحسب الباحث Williamson يتم اختيار مصدر التمويل حسب خصوصية الأصل المراد تمويله، فإذا كان الأمر يتعلق بتمويل أصل خاص تفضل المؤسسة الرفع في رأس المال على الاستدانة، أما إذا كان الاستثمار يتمثل في أصل غير خاص فتلجأ المؤسسة للاستدانة.

3. نموذج Myers 1990

يقوم نموذج Myers على فرضية أن المسيرين يسعون إلى تعظيم ثروة المؤسسة، ويتحقق هذا من خلال زيادة الأموال الخاصة والفوائض التنظيمية. وبالتالي فإن الرفع في رأس المال يفضل على الاستدانة إذا كان من الصعب اللجوء إلى هذه الأخيرة. ووفقاً لافتراض التسلسل في استخدام مصادر التمويل الذي قدمه Myers et Majluf 1984 واللذان أوضحا بأنه في حالة عدم تماثل المعلومات لدى المؤسسة والأسواق المالية فإن أول وحدة تمويل عمليات المؤسسة واستثماراتها هو رأس المال الذي يتم توليده من مصادر داخلية (الأرباح المحتجزة والاحتياطات). وإذا لم تكن الأموال المتولدة داخلياً كافية، فإن المؤسسة تسعى إلى استخدام الديون الخارجية، يليها بعد ذلك إصدار حقوق الملكية بوصفها آخر مصدر تمويلي للمؤسسة حيث تلجأ المؤسسة إلى السوق المالي من أجل إصدار أسهم جديدة عندما يرتفع مستوى الاستدانة في هيكلها المالي خوفاً من مخاطر الإفلاس. ولا شك أن هناك منفعة من التمويل بالديون، أو ما يسمى بالرفع المالي. والذي يعد أقل مصادر التمويل كلفة نظراً إلى الوفرة الضريبية المترتبة عليه، هذا لا ينفي ارتفاع مخاطرها. رغم أن هذا المصدر يزيد من ربحية المساهمين عن طريق زيادة العائد على حقوق الملكية وزيادة نصيب الأسهم من الأرباح، لكن التمويل بالدين قد يؤدي إلى تعظيم خسارة المساهمين في حالة انخفاض الأرباح.

المطلب الثالث: نسب الهيكلة المالية

تعتمد المؤسسة في تقييم هيكلها المالي على تبني جملة من النسب نعرضها في المطلب التالي.

الفرع الأول: تعريف نسب الهيكلة المالية

هي النسب التي تساعد في دراسة الهيكل المالي للمؤسسة والموضوعة لكل جانب من جوانب قائمة المركز المالي وهذه النسب تظهر التوزيع النسبي لعناصر الأصول وكذلك الأمر بالنسبة لعناصر الخصوم ويمكننا وضع هذه النسب لعناصر من جانب الأصول وعناصر من جانب الخصوم، وتعتبر هذه النسب أكثر دلالة لأغراض دراسة الهيكل المالي و الأداء المالي.²¹

²¹سعود منيرة، أثر الهيكل المالي على الأداء المالي، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي (غير منشورة)، التقنيات الكمية في المالية، ورقة، جامعة قاصدي مرباح،

الفرع الثاني: أنواع نسب الهيكلية المالية²²

أولاً: نسبة التمويل الخارجي للأصول

تُظهر هذه النسبة اعتماد المؤسسة على التمويل الخارجي، واتجاه هذه النسبة للارتفاع يعني تزايد الاعتماد على التمويل الخارجي وبالتالي ازدياد عبء الفوائد، وفي هذه الحالة يجب أن تكون المنافع المتحصل عليها أكبر من الفوائد المذكورة، ومع ذلك فإن ارتفاع هذه النسبة بشكل يزيد عن 50% يعتبر مؤشر سلبي لأنه يفقد المؤسسة استقلالها المالي.

وتحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة التمويل الخارجي} = (\text{ديون طويلة الأجل} + \text{ديون قصيرة الأجل} / \text{مجموع الأصول}) \times 100$$

ثانياً: نسبة التمويل الداخلي للأصول

تُظهر هذه النسبة التمويل الداخلي (الذاتي) للأصول وارتفاع هذه النسبة مؤشر إيجابي على وضع المؤسسة المالي، إلا أنه قد لا يكون في مصلحتها دائماً إلا إذا كانت ربحية الأموال الخاصة أكبر من مبلغ الفائدة المدفوع على القروض وهو الوضع الطبيعي للاستثمار الاقتصادي، بمعنى آخر نقول لا بد من وجود تمويل خارجي لأنه سوف يساعد على ربحية الأموال الخاصة (حقوق الملكية) ولكن في حدود لا يؤثر فيها على الاستقلال المالي للمؤسسة أي لا بد من وجود توازن بين الوجهتين بحيث يمكن الاستفادة من الأموال المقترضة من مصادر خارجية مع تقليص أعباء الدين (الفوائد).

وتحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة التمويل الداخلي} = (\text{رأس المال} + \text{الاحتياطيات} + \text{الأرباح المحتجزة} / \text{مجموع الأصول}) \times 100$$

ثالثاً: نسبة تغطية ديون طويلة الأجل

إن فلسفة التوازن المالي تعني أن الأصول الثابتة يجب أن تمول بالأموال الدائمة وذلك استناداً إلى هدف الاستخدام الطويل الأجل للأصول الثابتة وبالتالي لا يمكن تمويلها بالأموال قصيرة الأجل لأن ذلك سوف يسبب إشكالاً مالياً للمؤسسة عند استحقاق الدين قصير الأجل. وكذلك يجب تمويل الأصول المتداولة بالديون قصيرة الأجل (الخصوم المتداولة) وبالتالي فإن الأصول الثابتة تعتبر المصدر الأخير لتسديد الديون الطويلة الأجل، على اعتبار أن الأصول المتداولة هي المعنية بتسديد الديون قصيرة الأجل.

وتحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة تغطية ديون طويلة الأجل} = (\text{صافي الأصول الثابتة} / \text{ديون طويلة الأجل}) \times 100$$

²² قمو سهيلة، مرجع سابق، ص 16-18.

رابعاً: نسبة تمويل الأصول الثابتة

الأموال الدائمة تظم الأموال الخاصة (رأس المال + الاحتياطات + الأرباح المحتجزة) + الديون طويلة الأجل وتعود هذه النسبة إلى فلسفة التوازن المالي.

وتحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة تمويل الأصول الثابتة} = \frac{\text{الأموال الدائمة}}{\text{صافي الأموال الثابتة}}$$

إذا كانت هذه النسبة أقل من الواحد فهذا يعني أن جزء من الأصول الثابتة ممول من الديون قصيرة الأجل وهذا مؤشر سلبي خطير على المؤسسة، أما إذا كانت النسبة أكبر من الواحد فهذا يشير إلى رأس المال العامل الصافي في المؤسسة وإذا كانت النسبة أكبر من الواحد فهذا يشير إلى رأس المال العامل الصافي بشكل نسبة.

خامساً: نسبة تمويل الأصول المتداولة

إن مصدر تمويل الأصول المتداولة هو الخصوم المتداولة ورأس المال العامل الصافي إذ أن انخفاض هذه النسبة يعني ارتفاع رأس المال العامل الصافي والعكس صحيح. وتحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة تمويل الأصول المتداولة} = \frac{\text{الخصوم المتداولة}}{\text{الأصول المتداولة}} \times 100$$

إذا تعدت هذه النسبة الواحد يعتبر مؤشراً سلبياً لأن ذلك يعني أن جزءاً من الأصول الثابتة ممول بالديون قصيرة الأجل وهذا غير مقبول.

ويمكن حساب هذه النسبة أيضاً على الشكل التالي:

$$\text{نسبة تمويل الأصول المتداولة} = \frac{\text{الأصول المتداولة}}{\text{الخصوم المتداولة}} \times 100$$

تشير هذه النسبة إلى رأس المال العامل الصافي على شكل نسبة ويجب أن تكون هذه النسبة أكبر من الواحد.

سادساً: نسبة التمويل الدائم

تعبّر عن رأس المال العامل بشكل نسبة، وتقدم هذه النسبة الكيفية التي قامت بها المؤسسة بتمويل أصولها الثابتة، حيث كلما قلت النسبة عن الواحد تعكس هشاشة الهيكل المالي. وأي أن تمويل استخداماتها الثابتة بديون قصيرة الأجل وهذا ما من شأن أن يخرق قاعدة التوازن المالي الأدنى، أما إذا كانت النسبة أكبر من الواحد فهذا يدل على أن رأس المال العامل موجب يغطي احتياجات الاستغلال.

وتحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة التمويل الدائم} = \frac{\text{الأموال الدائمة}}{\text{الأصول الثابتة}} \times 100$$

سابعاً: نسبة التمويل الذاتي

تعطينا هذه النسبة مدى تغطية المؤسسة لأصولها الثابتة بواسطة أموالها الخاصة وتحسب بالعلاقة التالية

$$\text{نسبة التمويل الذاتي} = (\text{الأموال الخاصة} / \text{الأصول الثابتة}) \times 100$$

إذا كانت هذه النسبة مساوية للواحد فإن رأس المال العامل الخاص مساوي للصفر ويعني ذلك أن الأصول الثابتة مغطاة بالأموال الخاصة، أما الديون الطويلة إن وجدت فهي تغطي الأصول المتداولة وتكون نسبة رأس المال العامل الصافي أكبر من الواحد. إذا كانت النسبة أكبر من الواحد يعني أن المؤسسة تمول قيمتها الذاتية بأموالها الخاصة وهناك فائض في هذه الأموال بالإضافة إلى ديون طويلة الأجل لتمويل الأصول المتداولة وهذا ما ليس مفيداً للمؤسسة لان الديون طويلة الأجل عليها فوائد والأصول المتداولة ليس لها فوائد.

ثامناً: نسب الاستقلالية المالية

من الطبيعي أن استقلالية المؤسسة ترتبط بمدى تقيدها ففي هذه النسبة يجب مقارنة الأموال الخاصة بالأموال الأجنبية (الديون). وتحسب بالعلاقة التالية:

$$\begin{aligned} \text{نسبة الاستقلالية المالية} &= \text{الأموال الخاصة} / \text{مجموع الديون} \\ &= \text{الأموال الخاصة} / \text{مجموع الخصوم} \end{aligned}$$

يجب أن تكون النسبة الأولى محصورة بين الواحد والصفر فإذا تساوت مع الصفر أو زادت عنه فهذا يعني أن الأموال الخاصة تساوي ضعف الديون أو أكثر مما يجعل لها القدرة الكافية للتسديد أو الاقتراض، أما إذا كانت تساوي الواحد أو أقل فهذا يعني تساوي الطرفين ويجعل المؤسسة في وضعية مشبعة بالديون. بينما النسبة الثانية فلا يجب أن تنخفض عن 0,5، أي يجب أن لا تمثل الأموال الخاصة 50% من مجموع الخصوم. وإلا تكون المؤسسة قد فقدت استقلاليتها لأن مواردها مشكلة بأكثر من 50% من الديون.

تاسعاً: نسبة المديونية الكاملة

وتُظهر هذه النسبة المديونية الكاملة للمؤسسة وهي تقيس إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة ويقدر ما تكون هذه النسبة منخفضة يعتبر وضع المؤسسة إيجابياً ويجب أن لا تتجاوز هذه النسبة الواحد، حيث يعتبر ذلك مؤشراً سلبياً ويفقدها استقلالها المالي. وإذا كانت النسبة تساوي الواحد فهذا يعني أن إجمالي الديون يساوي الأموال الخاصة. وقد لا يكون ذلك من حيث المبدأ جيداً. وتحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة المديونية الكاملة} = (\text{إجمالي الديون} / \text{الأموال الخاصة}) \times 100$$

عاشراً: نسبة المديونية قصيرة الأجل

تدرس هذه النسبة العلاقة بين الخصوم والأموال الخاصة، فكلما كانت هذه النسبة منخفضة كلما كان ذلك أفضل للدائنين نظراً لزيادة ضمان ديونهم ولا يجوز أن تكون هذه النسبة أكبر من الواحد في أي حال من الأحوال لأنه لا يجوز أن يتحمل الدائنون مخاطر أكثر من التي يجب أن يتحملها أصحاب المؤسسة، وتحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة المديونية قصيرة الأجل} = (\text{الخصوم المتداولة} / \text{الأموال الخاصة}) \times 100$$

الحادي عشر: نسبة المديونية طويلة الأجل

تُظهر هذه النسبة العلاقة بين الديون طويلة الأجل والأموال الخاصة وكلما كانت هذه النسبة منخفضة كان وضع المؤسسة المالي أفضل وإذا تجاوزت الواحد فإن ذلك يعني أن الديون طويلة الأجل أكبر من الأموال الخاصة وهذا وضع خطير على المؤسسة والأفضل أن لا تزيد هذه النسبة عن 50%. وتحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة المديونية طويلة الأجل} = (\text{الديون طويلة الأجل} / \text{الأموال الخاصة}) \times 100$$

المبحث الثاني: الاستدانة والأداء المالي

تناول هذا المبحث الاستدانة والأداء المالي من حيث مفهوم الاستدانة، أنواعها وأهميتها في مرحلة النمو تم تطرق لحدود الاستدانة وبعد ذلك تم عرض عنصر الأداء المالي والرافعة المالية.

المطلب الأول: مفاهيم حول الاستدانة

تعد الاستدانة أحد مصادر التمويل الضرورية حيث تلجأ المؤسسة إليها كمورد خارجي حتى وإن كان مستوى قدرتها على التمويل الذاتي مرتفعاً إذ يتوقف حجم الاستدانة المرغوب فيه من طرف المؤسسة على معدل نمو النشاط وتحت قيد تكلفة الاقتراض والاستقلالية المالية

الفرع الأول: أنواع الاستدانة

تضمن هذا الفرع الدعوى العامة للادخار والاقتراض من البنوك

أولاً: الدعوى العامة للادخار

إن الاستدانة بواسطة الدعوى العامة للادخار وسيلة من وسائل التمويل خاصة بالنسبة للمؤسسات والهيئات العامة، حيث تلجأ المؤسسة إلى الجمهور من أجل الاكتتاب وإيداع أموالهم لديها. و من أهم أشكالها²³

1. إصدار أوراق مالية قصيرة الأجل: هو عملية طرح المؤسسة سندات في شكل أوراق مالية تتعهد الجهة المصدرة بتسديد مبلغ

القرض والفوائد المترتبة عنه عند أجل الاستحقاق الذي لا يتعدى سنة مقابل مبالغ مالية يدفعها المقرض (أذونات الخزينة)

²³ إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس و تطبيقات، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، عمان الأردن 2011، ص 266

2. إصدار سندات طويلة الأجل: هي عملية يتم بموجبها حصول المؤسسة على مبالغ الاقتراض في حين تتعهد بتسديد مبلغ القرض في شكل أقساط مع فوائد ثابتة في آجال محددة

ثانياً: الاقتراض من البنوك والوسطاء الماليين

1. قروض الاستثمار: تعتبر الجزء الأكبر من حجم ديون المؤسسة التي تحصل عليها في آجال متوسطة وطويلة بهدف تمويل استثماراتها المادية والمعنوية وتشكل أهم عناصر الموارد المالية بعد التمويل الذاتي والرفع في رأس المال

2. قروض الاستغلال: وهي قروض قصيرة الأجل تنتج عن التباعد الزمني بين عمليات البيع وآجال التحصيل والشراء وآجال الدفع، حيث أن لهذه القروض ارتباطاً مباشراً بالتوازن المالي وتؤثر على الخزينة

3. قروض الخزينة: هي قروض قصيرة الأجل تخصص لدعم التوازن المالي بتوفير السيولة النقدية للخزينة خاصة عند معدل نمو مرتفع إذ تعرف سيولة الخزينة استهلاك واسع نتيجة هذا الارتفاع

الفرع الثاني: أهمية الاستدانة في مرحلة النمو

في هذا الفرع تم عرض أهمية الاستدانة من حيث (أهمية الاستدانة، محدداتها، إيجابياتها وحدودها)

أولاً: أهمية الاستدانة

تلجأ المؤسسة إلى الاستدانة لتوفير الموارد الضرورية لاستمرار نشاطها عند عدم قدرة المؤسسة على التمويل لإحداث النمو المطلوب في رأس المال، وذلك بسبب عاملين أساسيين²⁴:

1. عدم توافق معدل نمو التمويل الذاتي، مع معدل نمو الاحتياجات المالية

2. محدودية مستوى التمويل الذاتي نتيجة توزيع الفوائض المالية المحققة على المساهمين

ثانياً: محددات الاستدانة

تعتبر الاستدانة متغير استراتيجي لتحقيق نمو الأصول الاقتصادية خاصة عند الرفع من القدرات الإنتاجية والاستفادة من أثر الرافعة لتحقيق مردودية وأرباح أكبر وعليه يمكن تحديد الدوافع الأساسية للاستدانة في:

1. تفادي دعوة المساهمين لرفع رأس المال، كونه قراراً خطيراً وصعباً ذو آثار سلبية على الوضعية المالية فهو يهدد (حرية القرار والملكية)

2. صعوبة ضم الاحتياطات والاحتفاظ بالأرباح لأنها عملية محدودة وتتوقف على إرادة المساهمين

ثالثاً: إيجابيات الاستدانة

تتجه المؤسسة إلى الاستدانة كحل أساسي للرفع من أصولها ومسايرة النمو وتحقيق الأهداف الاستراتيجية. وتوفر الاستدانة

إيجابيات نذكر منها:

1. تستفيد المؤسسة في حالة التضخم الذي يؤدي إلى تآكل النقود في خفض مصاريفها المالية نتيجة انخفاض معدل الفائدة الحقيقي

²⁴.إلياس بن ساسي،. يوسف قرشي، مرجع سابق، ص267

2. الاستدانة تساهم في التوفيق بين النمو والمخاطر أي التوازن بين النمو والاستقلالية المالية

رابعاً: حدود الاستدانة

ترتبط الاستدانة بعوامل وقيود مالية تفرض على المؤسسة مستوى استدانة معين نذكر منها:

1. نسب الهيكلية: وهي قاعدة تقليدية تستخدم لتثبيت الهيكل المالي تفادياً للمخاطر التي قد تتعرض لها الوضعية المالية في حالة تغيير

تركيبية الهيكل المال وهذا ما تم شرحه. أعلاه

2. تغطية المصاريف المالية: إن ارتفاع مستوى الاستدانة، يؤدي إلى زيادة المصاريف المالية وهذا يؤثر سلباً على النتائج المحققة مما

يتسبب في انخفاض القدرة على التمويل الذاتي لذا يجب مراقبة القدرة على السداد وهي نسبة الديون إلى القدرة على التمويل الذاتي

ومقارنة المصاريف المالية إلى رقم الأعمال

3. مخاطر العسر المالي: يتسبب اللجوء المتكرر أو الكبير للاستدانة في ظهور مخاطر العسر المالي وعليه يجب القيام بتقديرات مستمرة

للخزينة على المدى القصير والمتوسط والطويل من أجل التحكم في تدفقات الخزينة*

المطلب الثاني: الأداء المالي وأثر الرافعة المالية

تناول هذا العنصر مفاهيم حول الأداء (مفهوم الأداء المالي، مؤشرات الأداء، أدوات قياس الأداء) وأثر الرافعة المالية من

حيث مبدأ أثر الرافعة والعلاقات الرياضية لها وحالاتها:

الفرع الأول: مفاهيم حول الأداء المالي

من أجل تقييم أغلب نشاطات المؤسسة يعتبر الأداء المالي أهم مقياس النشاط في المؤسسة الاقتصادية لذلك تطرقنا في هذا

الفرع إلى (مفهوم الأداء، مؤشرات الأداء وطرق قياس الأداء)

أولاً: مفهوم الأداء المالي

حتى تصل المؤسسة إلى مستويات عالية من أدائها المالي يجب عليها تعظيم نتائجها وذلك بتحسين مردوديتها من خلال

تدنية تكاليفها (مدخلاتها) وتعظيم إيراداتها (مخرجاتها) بصفة مستمرة على المدى المتوسط والطويل، ويتم ذلك بتحكم المؤسسة في

مجموعة من القيود تتمثل في الممولين والموردين الذين يطالبون المؤسسة بالمقابل المالي لما يقدمونه لها من جهة ومن جهة أخرى العملاء

الذين يطالبون بمستوى معين من الأسعار والجودة و مختلف الخدمات.²⁵

ولمعرفة المستوى المحقق من الأداء على المؤسسة قياس النتائج المحققة على ضوء معايير محددة سلفاً ومن ثم التعرف على

مستوى الفعالية وتحديد الأهمية النسبية بين النتائج والموارد المستخدمة وهذا ما يسمح بالحكم على درجة كفاءة²⁶ الموارد المتمثلة في

المردودية.

* وهي قيود ضرورية لمراقبة حجم الاستدانة و عدم وصولها إلى مستويات تجعل المؤسسة معرضة لتهديدات مالية أو الإفلاس والتصفية

²⁵ لياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سابق، ص 60

²⁶ دادن عبد الغاني، قراءة في الأداء و القيمة في المؤسسة الاقتصادية، مجلة الباحث، العدد 2006/04، جامعة ورقلة الجزائر، 2006، ص 41

ثانياً: مؤشرات الأداء

تعتبر المردودية من أهم مؤشرات الأداء وفي هذا العنصر سنتطرق لمفهومها وأنواعها للتعرف على كيفية قياس الأداء.

1. مفهوم المردودية

المردودية هي قدرة الوسائل على تحقيق النتائج حيث تمثل هذه الوسائل رأس المال الاقتصادي الذي ينتج عنه مردودية اقتصادية و الأموال الخاصة التي تنتج عنها مردودية مالية²⁷

كما تُعرّف المردودية على أنها ذلك الارتباط بين النتائج والوسائل التي ساهمت في تحقيقها فهي تحدد مدى مساهمة رأس المال المستثمر في تحقيق النتائج²⁸

2. أنواع المردودية:

أ. المردودية الاقتصادية

تمثل المردودية الاقتصادية مردودية الأصل الاقتصادي للمؤسسة فهي مؤشر يقيس مدى مساهمة الأصل الاقتصادي في تكوين نتيجة الاستغلال ويتم صياغة معدل المردودية الاقتصادية على النحو التالي:

$$\text{معدل المردودية الاقتصادية} = \frac{\text{نتيجة الاستغلال بعد الضريبة}}{\text{الأصل الاقتصادي}}$$

حيث: **الأصل الاقتصادي** = الاستدانة الصافية + الأموال الخاصة

$$\text{Re} = \frac{\text{R}_{\text{exp}}}{\text{AE}} = \frac{\text{R}_{\text{exp}}}{\text{CA}} \times \frac{\text{CA}}{\text{AE}}$$

حيث:

AE: الأصل الاقتصادي

Re : معدل المردودية الاقتصادية

CA: رقم الأعمال

Rexp : نتيجة الاستغلال بعد الضريبة

Rexp/CA: وهو معدل ربحية الاستغلال (معدل الهامش الاقتصادي) ويعبر عن الأداء التجاري للمؤسسة ومدى مساهمة رقم الأعمال في نتيجة الاستغلال المحققة²⁹

CA/AE: وهو معدل دوران الأصل الاقتصادي يدل على مدى مساهمة الأصل الاقتصادي في رقم الأعمال

ومن خلال هاتين النسبتين يمكن معرفة قوة وضعف المردودية الاقتصادية للمؤسسة إذ يكون معدل الهامش الاقتصادي كبير

مع دوران ضعيف للأصل الاقتصادي أو بالعكس أي معدل دوران للأصل الاقتصادي كبير مع هامش اقتصادي ضعيف

²⁷ Alain Capiez, élément de gestion financière, Masson, 4 ed paris, 1994, p121

²⁸ إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سابق، ص281

²⁹ إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سابق، ص282

ب. المردودية المالية

تعرف المردودية المالية على أنها مردودية الأموال الخاصة فهي تمثل نسبة مساهمة الأموال الخاصة في النتائج المحققة ويحسب معدل المردودية المالية بالعلاقة التالية :

$$\text{معدل المردودية المالية} = \frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{الأموال الخاصة}}$$

$$\text{Rcp} = \frac{R_{\text{net}}}{\text{CP}} = \frac{R_{\text{net}}}{\text{CA}} \times \frac{\text{CA}}{\text{AE}} \times \frac{\text{AE}}{\text{CP}}$$

حيث:

Rcp : معدل المردودية المالية

R_{net}/CA : وهو معدل الهامش الصافي (معدل الربحية الإجمالية) ويدل على مدى مساهمة رقم الأعمال في النتيجة الصافية المحققة على

CA/AE : وهو معدل دوران الأصل الاقتصادي يدل على مدى مساهمة الأصل الاقتصادي في رقم الأعمال

AE/CP : وهي نسبة الهيكلة حيث تمثل نسبة مساهمة الأموال الخاصة في تمويل الاحتياجات المالية وتعبر عن الأداء المالي للمؤسسة

3. أدوات قياس الأداء المالي

انطلاقاً من المؤشر التقليدي والمتمثل في المردودية سواء الاقتصادية أو المالية وقيمة المؤسسة الدفترية أو السوقية تم اشتقاق مجموعة من أدوات قياس الأداء المالي³⁰ نذكر منها:

أ. معدل العائد على حقوق الملكية (الأموال الخاصة) Return on Equity

يقيس هذا المعدل مدى كفاءة أموال المساهمين وقدرة هذه الأموال في توليد الأرباح، فارتفاع هذا المعدل يدل على كفاءة أموال المساهمين في القدرة على تحقيق العوائد في حين أن هذا المؤشر يكون غير ملائم كأداة لقياس كفاءة هذه الأموال إذا ارتفعت أسعار الفائدة وذلك لأن تقليص حجم الوعاء الضريبي نتيجة ارتفاع أسعار الفائدة يؤدي إلى المبالغة في مصداقية معدل العائد على الأموال الخاصة ويحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{ROE} = \frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{الأموال الخاصة}}$$

ب. معدل العائد على الأصول Return on Assets

هو مقياس من مقاييس الربحية، فهو يعبر عن العلاقة بين الأرباح وحجم الأموال المتاحة ويعكس مدى مساهمة الأنشطة التشغيلية والاستثمارية في تحقيق العوائد

$$\text{ROA} = \frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{إجمالي الأصول}}$$

³⁰ أسماء ريم، مدى تأثير الرافعة المالية على تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي (غير منشورة)، علوم مالية ومحاسبة، ورقة، جامعة قاصدي مرباح، ص06.

ت. نسبة Q- توين (Tobin)

تقيس هذه النسبة قدرة المؤسسة على خلق القيمة في السوق المال، حيث يتم من خلالها مقارنة القيمة السوقية للسهم بالقيمة المحاسبية له، وتم إدخال نسبة Tobin عن طريق العالم "James Tobin" في عام 1969م واعتبرها مؤشراً للتنبؤ بربحية المؤسسة وأدائها المستقبلي. وبالتالي فهي تقيس فيما إذا كانت قيمة المؤسسة كمشروع تشغيلي أعلى من تكلفة الأصول المطلوبة على تدفقاتها النقدية وتحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة } Q = \frac{\text{القيمة السوقية للمؤسسة}}{\text{القيمة الدفترية لإجمالي الأصول}}$$

الفرع الثاني: الرافعة المالية³¹

تضمن هذا الفرع الرافعة المالية من حيث مبدأ أثر الرافعة والعلاقة الرياضية لأثر الرافعة وحالات أثر الرافعة و ذلك لتوضيح دورها في نشاط المؤسسة

أولاً: مبدأ أثر الرافعة

عندما تقوم المؤسسة بالاستدانة واستثمار الأموال المقترضة في نشاطها الصناعي أو التجاري فإنها تحصل على نتيجة اقتصادية والتي من المفروض أن تكون أعلى من التكاليف المالية حيث أن الفرق بين المردودية الاقتصادية والتكاليف المالية هي فوائض سوف توزع على المساهمين وبذلك تُرفع مردودية الأموال الخاصة أو ما يعرف بالرفع في المردودية المالية

وعندما ترفع الاستدانة من مردودية الأموال الخاصة دون التغير في المردودية الاقتصادية هذا يعتبر جانب إيجابي من أثر الرافعة بينما في حال كانت المردودية الاقتصادية أقل من التكاليف المالية أي عندما تستدين المؤسسة بمعدل تكلفة (فائدة) أعلى من المردودية الاقتصادية المحققة من استثمار الأموال المقترضة هنا يظهر الجانب السلبي لأثر الرافعة والمتمثل في عجز سيحمل على المردودية المالية (مردودية الأموال الخاصة)

ثانياً: العلاقة الرياضية لأثر الرافعة

وتتم صياغة العلاقة الرياضية لأثر الرافعة انطلاقاً من المعطيات التالية:

Rn: النتيجة الصافية	i : المصاريف المالية
Re: معدل المردودية الاقتصادية	IS : معدل الضريبة على أرباح الشركات
Cp: الأموال الخاصة	RcP: معدل مردودية الأموال الخاصة (المردودية المالية)
D : الاستدانة الصافية	

³¹ إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سابق، ص 285

وعليه نكتب العلاقة التالية:

$$R_{cp} = [Re + (Re - i) \times D/Cp] \times (1 - IS)$$

حيث:

▪ $(Re - i)$: الهامش بين المردودية الاقتصادية و تكلفة الاستدانة

▪ D/Cp : الرافعة المالية و تقيس تركيبة الهيكل المال

▪ $[(Re - i) \times D/Cp]$: و هو أثر الرافعة المالية

ثالثاً: حالات أثر الرافعة المالية

يأخذ أثر الرافعة عدة وضعيات أو حالات تبعاً لحالات التمويل عن طريق الاستدانة لنشاط المؤسسة

1. حالة مؤسسة عديمة الاستدانة

هي حالة نادرة الحدوث، حيث أن تمويل الاحتياجات المالية للمؤسسة يكون بواسطة التمويل الذاتي والرفع في رأس المال

و تحسب المردودية المالية بالعلاقة التالية:³²

$$D=0 \Rightarrow R_{cp} = Re \times (1 - IS)$$

2. حالة مؤسسة مستدينة

تساهم الاستدانة في تحسين مستويات المردودية مما يساعد على نمو القدرة على التمويل الذاتي إذ نميز ثلاث حالات

للمردودية الاقتصادية :

أ. حالة معدل المردودية الاقتصادية أكبر من تكلفة الاستدانة (معدل الفائدة): $(Re > i)$

$$(Re - i) > 0 \Rightarrow R_{cp} - Re = (Re - i) \times D/Cp > 0$$

وفي هذه الحالة تزيد مردودية الأموال الخاصة بزيادة الرافعة المالية D/Cp أي أن اللجوء إلى الاستدانة يؤدي إلى الزيادة في

مردودية الأموال الخاصة

ب. حالة معدل المردودية الاقتصادية مساوية لتكلفة الاستدانة (معدل الفائدة): $(Re = i)$

$$(Re - i) = 0 \Rightarrow R_{cp} - Re = (Re - i) \times D/Cp = 0$$

وبالتالي لن تحقق أي زيادة في مردودية الأموال الخاصة وهي نفس حالة انعدام الاستدانة

ت. حالة معدل المردودية الاقتصادية أقل من تكلفة الاستدانة (معدل الفائدة): $(Re < i)$ في هذه الحالة تنخفض مردودية الأموال الخاصة

عند اللجوء إلى الاستدانة نتيجة ارتفاع تكلفة الاستدانة ونكتب:

³² إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سابق، ص 285

$$(Re-i) < 0 \Rightarrow Rcp - Re = (Re-i) \times D/Cp < 0$$

مما سبق يتضح أثر الرافعة، كما أنه قد يكون وسيلة في زيادة الربح بفعل الاستدانة فإنه يمكن أن يكون له أثر عكسي في خفض مردودية الأموال الخاصة وذلك حسب وضعيات معدل المردودية الاقتصادية من تكلفة الاستدانة.

رابعاً: نسب الرافعة المالية

تتعلق هذه النسب بإدارة المديونية في المؤسسة وهي نسب لتقييم الأداء الخاص بهيكل رأس مال المؤسسة من خلال تحديد مدى اعتماد المؤسسة على أموال الغير أو الآخرين في تمويل احتياجاتها المالية. فهي تعكس توليفة الهيكل المالي من تمويل ذاتي وأموال مقترضة، نذكر من بين هذه النسب³³:

1. نسبة الاستدانة: وهي نسبة تقيس مدى اعتماد المؤسسة على أموال الغير في تمويل أصولها ويتم حسابها بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة الاستدانة} = \frac{\text{إجمالي الديون}}{\text{إجمالي الأصول}}$$

كلما قلت هذه النسبة دل ذلك على انخفاض عبء الديون التي يمكن أن تتحملها المؤسسة فهي تعكس القدرة على السداد وفي حال ارتفاعها فإن المؤسسة معرض لمخاطر مالية تتمثل في ارتفاع تكاليف التمويل

2. نسبة ديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة: وهي توضح مدى التوازن الموجود في الهيكل المالي بين مصادر التمويل الذاتي ومصادر التمويل الخارجي وتحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة ديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة} = \frac{\text{ديون طويلة الأجل}}{\text{الأموال الخاصة}}$$

كلما انخفضت هذه النسبة دل على القدرة على الاقتراض من جديد في المستقبل أما ارتفاعها فيدل على خطر الإفلاس

3. نسبة إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة: وهي نسبة تقيس مدى اعتماد المؤسسة على أموال الغير في تمويل احتياجاتها المالية ويتم حسابها بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة} = \frac{\text{إجمالي الديون}}{\text{الأموال الخاصة}}$$

ارتفاعها يدل على مدى اعتماد المؤسسة على الاقتراض في تمويل استثماراتها أما في حال انخفاضها يدل ذلك على قدرتها على التمويل الذاتي

4. نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول: تعبر هذه النسبة عن حجم الديون طويلة الأجل مقارنة بأصول المؤسسة أي مقدار مساهمة أصول المؤسسة في تغطية ديون طويلة الأجل. وهي مقياس قدرة المؤسسة على السداد في الأجل الطويل وتحسب بالعلاقة التالية:

³³ أسماء ريم، مرجع سابق، ص 12-13

نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول = الديون طويلة الأجل / إجمالي الأصول

المبحث الثالث: ماهية نمو المؤسسة الاقتصادية

تطرقنا في هذا المبحث إلى النظريات المفسرة للنمو، ثم بعض التعاريف لنمو المؤسسة وأشكاله وطرقه وبالأخص النمو الداخلي حيث تعرضنا إلى استراتيجيات النمو الداخلي حسب مصفوفة النمو لـ Igor Ansoff وإنشاء وحدات جديدة تم نماذج النمو الداخلي وبعد ذلك النمو الخارجي والنمو التعاقدى

المطلب الأول: النظريات المفسرة للنمو

الفرع الأول: النظرية الاقتصادية التقليدية

تطرق Penrose (1963) في كتابه "عوامل، شروط وآليات نمو المؤسسة"، لأساسيات النظرية الاقتصادية للنمو معتمداً في تحليله على النظرية التقليدية الجديدة (la théorie néoclassique) التي تدرس العلاقة بين المؤسسة والسوق وسبل تحقيق التوازن العام بين الأسواق والمنتجات وعوامل الإنتاج³⁴

استندت هذه النظرية في تعريفها للنمو على فكرة الحجم (الإنتاج)، حيث نصت على وجود حجم أمثل بدلالة عوامل الإنتاج تحت تأثير كل من:

أولاً: **مردودية العوامل:** وهي العلاقة التي تربط الارتفاع في الإنتاج بارتفاع أحد عوامل الإنتاج

ثانياً: **وفرات الحجم:** وهي وفرات في التكلفة مع زيادة حجم الإنتاج راجع إلى انخفاض التكلفة الوحودية نتيجة توزيع التكاليف الثابتة على الحجم المتزايد للإنتاج،

فالحجم (الإنتاج) الأمثل يتحقق عندما تصل كل من مردودية العوامل وعامل وفرات الحجم إلى حددهما الأعلى، أي عندما تكون التكلفة المتوسطة في حدها الأدنى بعبارة أخرى عندما تتوجه المؤسسة نحو زيادة الإنتاج تحت قيد التكلفة وهدف تعظيم الإيراد أي عندما يكون الإيراد الحدي أكبر من التكلفة الحدية ومن سلبيات تحليل النظرية الاقتصادية نذكر:

- يتميز هذا التحليل بالسكون لإهمالها لسياق الداخلي للنمو وعدم تحليل جوانبه الكيفية (كالبحت، التطوير، هيكله الوظائف الأخرى وتدفق المعلومات والاتصال وتنظيم عمليات الإنتاج) والتركيز على الجوانب الكمية لوظيفة الإنتاج (مدخلاتها: العمل ورأس المال مخرجاتها: سلع وخدمات) فقط
- افتراضه لوجود المنافسة التامة (والتي تقوم على السعر فقط كون أن المنتجات متجانسة)، تكافؤ المنافسين وحرية الدخول والخروج من وإلى السوق
- فرضية أن النمو لن يتحقق إلا في حالة عدم التوازن

³⁴ إيلياس بن ساسي، الخيارات الاستراتيجية لنمو المؤسسة، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2011، ص 11.

الفرع الثاني: النظرية التطورية (دورة الحياة)

تعتبر هذه النظرية أن نمو المؤسسة هو نظام يشبه في تطوره الكائن الحي حيث انطلقت من فكرة مفادها أن المؤسسة عبارة عن نظام مفتوح على محيطها الخارجي تربطهما علاقة تبادلية دائمة ويمارس كل منهما الفعل ورد الفعل اتجاه الآخر

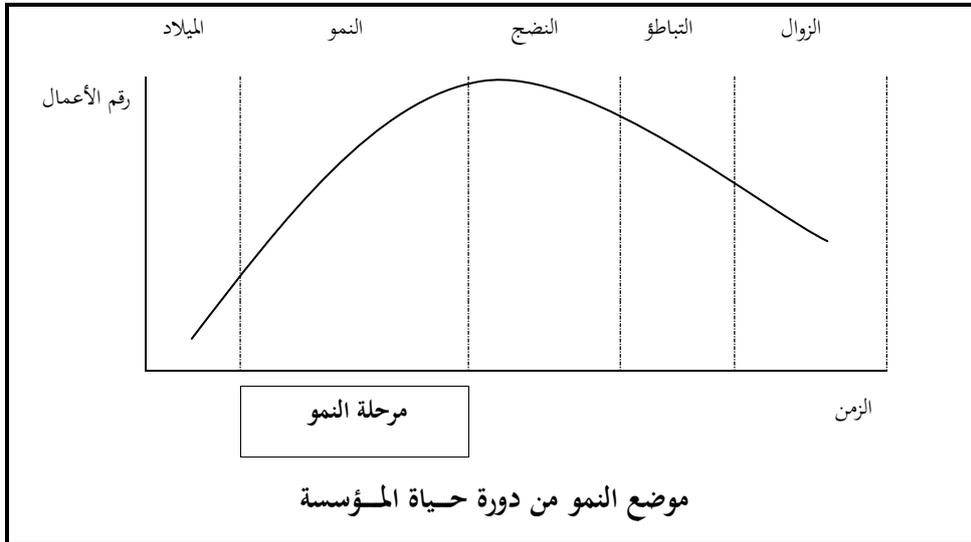
ومن هنا انبثقت نظرية دورة الحياة و لعبت دوراً هاماً في نمذجة التطور التنظيمي للمؤسسة وظهر ذلك من خلال أعمال كل من (Bazire(1976، Greiner(1977، Churchill(1983 و Adizes الذين اعتبروا أن تطور المؤسسة يمر بخمس مراحل³⁵ هي:

- الميلاد: ويعني ظهور المؤسسة في الحياة الاقتصادية
- النمو: هو المرحلة التي تظهر فيها المؤسسة بشكل منظم ومهيكل
- النضج: يمثل غالباً المرحلة المثلى التي تسعى المؤسسة لبلوغها
- التباطؤ: وهو المرحلة التي تسبق الزوال
- الزوال: تمثل اختفاء المؤسسة

أعطت نظرية دورة الحياة فكرة أساسية حول النمو وهي أن المؤسسة لن تستطيع التطور والنمو دون تفاعلها مع تأثيرات

محيطها الخارجي

الشكل رقم (1-1) مراحل تطور المؤسسة حسب كل من Adizes و Churchill ، Greiner ، Bazire



المصدر: إلياس بن ساسي، الخيارات الاستراتيجية لنمو المؤسسة، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2011، ص16

³⁵ إلياس بن ساسي، مرجع سابق، ص16.

الفرع الثالث: نظرية التطور الداخلي للنمو

قام Penrose (1963) بإعداد تصور جديد سماه النظرية العامة للنمو والتي تقوم على أساس التطور الداخلي للنمو حيث ترفض فكرة وجود الإنتاج (الحجم) الأمثل بسبب إمكانية التحديد المسبق للسقف الأعلى الذي يمكن أن يبلغه معدل النمو³⁶

إن نظرية التطور الداخلي تستند على فكرة أساسية هي أن موارد المؤسسة وحدها قادرة على إتاحة فرص نموها ومن خلال هذه الموارد يتحدد مستوى النمو الذي تستطيع المؤسسة الوصول إليه خلال فترة زمنية محددة

انطلاقاً من أن المؤسسة في بداية نشأتها تقوم بوضع خطط لنشاطها والتي تحدد فيها قدرة عوامل الإنتاج اللازمة ثم تعمل على الاستغلال الجيد لهذه الموارد. وفي حال بقيت بعض الموارد غير مستغلة جزئياً تقوم المؤسسة بالتوسع في أنشطتها باستعمال الموارد الفائضة من النشاط السابق والتي يلزمها جلب موارد جديدة ثم تنتج موارد معطلة أخرى وبذلك تستأنف المؤسسة النمو من جديد

تستند نظرية التطور الداخلي على فكرة أساسية وهي أن عملية تحديد الموارد تؤدي إلى نمو المؤسسة ولكي تتم عملية تحديد الموارد بفعالية يشترط Penrose (1963) أن يتمتع المسير بالمهارة والخبرة الكافية والقدرة على تشخيص المحيط ومعطيات السوق، أما Chandler فيشترط توفر المؤسسة على القدرات التنظيمية لاستغلال طاقاتها .

المطلب الثاني: مفاهيم حول النمو

يضم هذا المطلب مفاهيم حول النمو ففي الفرع الأول تم عرض بعض التعاريف عن النمو وفي الفرع الثاني استراتيجيات النمو أما الفرع الثالث فتناول طرق النمو

الفرع الأول: مفهوم النمو

لا يمكن حصر مفهوم نمو المؤسسة الاقتصادية في تعريف محدد وذلك كون أن النمو تطور بتطور المؤسسة الاقتصادية عبر الزمن وكذا اختلاف وجهات النظر بين الباحثين لذلك سنحاول تقديم بعض التعاريف المهمة³⁷.

- عرف Penrose (1963) نمو المؤسسة بأنه الارتفاع في العوامل الكمية (الإنتاج، رقم الأعمال، اليد العاملة، المعدات... إلخ)
- وعرف Bienaymé (1973) النمو على أنه ارتفاع في حجم المؤسسة خلال فترة زمنية معينة. والتي تكون طويلة في حال كان النمو مرتكز على الإنتاج أو قصيرة نتيجة توسع آني متعلق بسرعة دوران رأس المال إلى الارتفاع في نمو قدرة الإنتاج
- ويرى Leurquin (2004) النمو بأنه الوضعية الجيدة للمؤسسة سواء كان نتيجة لتلبية حاجاتها أو استغلال الفرص المتاحة في محيطها.

³⁶ إلياس بن ساسي، مرجع سابق، ص 17

³⁷ لعجالي عادل، دور تحليل الموارد والكفاءات في تحديد استراتيجيات نمو المؤسسة، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير (غير منشورة)، علوم التسيير، سطيف، جامعة

فرحات عباس، 2012، ص 45

أولاً: تعريف النمو

يأخذ نمو المؤسسة أشكالاً متنوعة كارتفاع المبيعات، الحصص السوقية، عدد العمال والمردودية. وينعكس النمو على الأرباح والنتائج فهو عملية مضاعفة، لها بعدين هما بعد كمي (ارتفاع الحجم) وبعد كيفي (تغير الهيكل) ويمكن قياسه كمياً من خلال زيادة رقم الأعمال، الأرباح، الحصص السوقية والقوى العاملة أو الموارد المستخدمة وهذه المؤشرات يمكن تلخيصها في الإنتاج. والنتائج المالية

ثانياً: أهداف النمو

- النمو شرط أساسي لبقاء المؤسسة فقد أثبتت الدراسات، أنه كلما زاد حجم المؤسسة زادت صلابتها ضد التأثيرات التنافسية
- هو وسيلة لتحقيق الأهداف ومنها الأهداف الشخصية للمدراء، فالنمو يوحي بالشهرة، السلطة، المكانة الاجتماعية وكذلك أهداف عامة تخص المؤسسة كتحسين الربحية وزيادة المردودية
- البحث عن تحسين الفعالية: أي قدرة النتائج على تحقيق الأهداف
- البحث عن المزيد من السلطة: حيث أن الحجم الكبير يوفر إيجاد أسهل الطرق للتمويل

ثالثاً: مقومات النمو

1. العوامل الداخلية

- الفريق الإداري: خبرة الفريق الإداري تساعد على النمو
- الأموال المتوفرة: من شأنها دعم النمو
- الكفاءة التنظيمية: كفاءة تنظيم الوظائف في المؤسسة
- التخطيط والمرونة: وهيمن خصائص المؤسسات في طور النمو
- كفاءة الموارد البشرية: المهارات الفنية والتسييرية

2. العوامل الخارجية

- البيئة العامة: كبرامج حكومية تدعيمية أو إعفاءات ضريبية و جمركية كمحفزات للنمو
- السوق: يوفر فرصاً للنمو من خلال تلبية رغبات الشرائح المستهدفة في السوق

رابعاً: مؤشرات النمو

من أهم مؤشرات النمو³⁸:

1. رقم الأعمال: تتعدد استخدامات رقم الأعمال كمؤشر للقياس خاصة باعتباره معيار لقياس أداء المؤسسة وتعود أهمية هذا المؤشر كون وجود المؤسسة متعلق بمستوى رقم الأعمال المحقق كما يعكس النمو مدى تغلغل المؤسسة في السوق حيث يقاس النمو بالعلاقة التالية :

³⁸ إلياس بن ساسي، مرجع سابق، ص 32-33

$$C = \left[\frac{CA_t}{CA_{t'} \times (i+1)} - 1 \right]$$

حيث:

CA_t: رقم الأعمال في السنة t

i: معدل التضخم في السنة t'

CA_{t'}: رقم الأعمال في السنة t'

C: معدل النمو

2. الإنتاج: لا يُستخدم كثيراً كمؤشر لقياس النمو وذلك نظراً لتنوع المنتجات وعدم تجانس الوحدات كما أن الإنتاج لا يتم تقييمه بصفة موحدة بل يقيم حسب تصنيفه فالمبيع بسعر البيع أم المخزون التام وغير التام يقيمان بسعر التكلفة فمن هنا جاء قصور مؤشر الإنتاج.

3. القيمة المضافة: يمكن قياس النمو باستخدام القيمة المضافة والتي تمثل الفارق بين رقم الأعمال والإنتاج المخزون والاستهلاكات الوسطية المباشرة حيث يقاس النمو بالعلاقة التالية:³⁹

$$C = \left[\frac{VA_t - VA_{t'}}{VA_{t'}} \right]$$

حيث:

VA_t: القيمة المضافة في السنة t

C: معدل النمو

VA_{t'}: القيمة المضافة في السنة t'

الفرع الثاني: استراتيجيات النمو

تتمثل استراتيجيات النمو التخصص التنويع التكامل... إلخ وسيتم عرضها على النحو التالي:

أولاً: أشكال النمو

1. التخصص

أ. مفهوم التخصص

التخصص هو توجه بسيط يقوم على تركيز المؤسسة على منتج واحد نحو سوق واحد وعادة ما يكون التخصص هو التوجه الاستراتيجي المفضل للمؤسسات الصغيرة والجديدة حيث يمكنها من تركيز مواردها إما لبناء ميزة من خلال التكلفة أو تميز منتجاتها في جزء سوقي محدد.⁴⁰

ب. أسباب التخصص

- التطور التقني الكبير أدى إلى نمو حجم المؤسسات وزيادة مدخلاتها
- زيادة الكتلة الاستهلاكية بسبب ارتفاع المستوى المعيشي

³⁹ إلياس بن ساسي، مرجع سابق، ص 34

⁴⁰ لعجالي عادل، مرجع سابق، ص 50-55

- نمو الأسواق يستدعي التخصص
- الميزة التنافسية للتخصص إذ أن التخصص سواء كان ناتجاً عن النمو الداخلي أو الشراكة يساهم في الحصول على ميزة تنافسية بواسطة وفرة الحجم التي تؤدي إلى تخفيض التكاليف

ت. طرق نمو المؤسسة المتخصصة

- النمو الجغرافي: ويكون ذلك بتوسيع زبائنها عن طريق قنوات توزيعها إلى مناطق أخرى دون تغيير المهنة
- على المستوى التجاري: ويكون بتوسيع تشكيلة منتجاتها، مع بقاء المهنة نفسها

ث. أنواع التخصص

- التخصص الموسع: وهو تخصص بالتنوع
- التخصص الضيق: وهو خدمة بعض أقسام السوق أو بعض أجزاء المهنة

ج. مميزات و عيوب التخصص

- أهم مميزات التخصص هو تبسيط تسيير المؤسسة مقارنة بالمؤسسات التي تنشط في مجالات متعددة كون أن المؤسسة تركز جهودها على مهنة واحدة
- ومن عيوب استراتيجية التخصص عدم المرونة أي عدم الاستجابة السريعة لبعض متغيرات المحيط وعدم قدرة المؤسسة على تغيير مهنتها.

2. التنوع

أ. مفهوم التنوع

يعتبر Igor Ansoff (1957) من الذين استخدموا عبارة "استراتيجية التنوع" ضمن مصفوفة النمو حيث عرف التنوع على أنه دخول المؤسسة أسواق جديدة بخطوط إنتاج متعددة ويمكن أن نطلق عليها أثر التعاضدية بين الأنشطة الموجودة والأنشطة الجديدة في المؤسسة⁴¹

ب. أسباب التنوع

- تحسين تسيير أنشطة المؤسسة
- الاستغلال الجيد للكفاءات الأساسية للموارد غير المستغلة (المعطلة)
- تحقيق الطموحات الشخصية للمديرين وملاك المؤسسات
- مواجهة حالات طارئة كإفلاس مورد أو موزع
- استغلال الفرص

⁴¹لعجالي عادل، مرجع سابق، ص 67-70

ت. أشكال التنوع

- التنوع التجاري: ويكون بتنوع المنتجات والعملاء
- التنوع التقني: فيكون بتنوع الموارد الأولية المستخدمة أو بتنوع التقنيات الإنتاجية
- التنوع الكامل: يكون بالتغيير الكلي لأنشطة المؤسسة الأولى

ث. مزايا وعيوب التنوع

من مزايا التنوع:

- توزيع المخاطر بين العديد من الأنشطة
 - تحقيق الميزة التنافسية على مستوى التكلفة
- من عيوبها:

- تعقيد عملية تسيير النشاطات

التكامل العمودي

يعتبر التكامل أحد أهم استراتيجيات النمو وسنقدم بعض المفاهيم حول في الآتي:

أ. مفهوم التكامل العمودي

هو الاستيلاء على مصادر التوريد أو مصادر التوزيع حيث يسمى التكامل العمودي الخلفي في حال تم الاستيلاء على مصادر التوريد والتكامل الأمامي إذا تم الاستيلاء على مصادر التوزيع⁴².

ب. دوافع التكامل العمودي

- خيار للنمو في المؤسسة الاقتصادية
- تخلص المؤسسة من التبعية سواء للمورد أو العميل (الموزع)
- ت. مزايا وعيوب التكامل: من مزايا التكامل نذكر:
 - تغطية أسواق جديدة، تحقيق ربحية أكثر
 - زيادة القدرة التنافسية في السوق
 - الرفع من القيود ضد المنافسين المحتملين
 - استفادة أكثر من عملية التنوع

⁴²لعجالي عادل، مرجع سابق، ص72-75

ومن عيوبها:

- استنزاف للموارد
- تراجع الأنشطة الأولى للمؤسسة بسبب تشتت جهود المؤسسة
- تقليص المرونة
- صعوبة التنسيق

3. الإخراج

أ. مفهوم الإخراج

هي عملية نقل أنشطة المؤسسة من الداخل لصالح أطراف أخرى وهي عملية تفويض أحد أنشطة المؤسسة أو بعض أنشطة المؤسسة لأطراف خارجية تمتلك قدرات أساسية تمكنها من إنجاز هذه الأنشطة بأكثر فعالية وأقل تكلفة

ب. مزايا و عيوب الإخراج

من مزايا عملية الإخراج:

- تخفيض التكاليف
- الرفع من المردودية والتحكم والتركيز أكثر على الأنشطة
- التقليص من تعقيدات التسيير
- ومن عيوب عملية الإخراج نذكر:
- خطر التعبئة للطرف الخارجي
- التكلفة الاجتماعية
- تكاليف التنسيق، المراقبة والفحص

4. التدويل (العالمية)

أ. مفهوم التدويل

وهي طريقة انتشرت بسرعة بواسطة الاستثمار الأجنبي المباشر فهي خطة تنويع جغرافي لكن في خارج الحدود الوطنية للمؤسسة .

ب. أسباب التدويل

يوجد عدة أسباب داخلية وخارجية للتدويل نذكر من الأسباب الداخلية:

- وجود أزمة تنظيمية لدى فريق التسيير
- النتائج المالية المحققة وعدم التوافق الداخلي

أما من بين الأسباب الخارجية:

- الظروف السياسية
- البيئة الاقتصادية غير المساعدة
- الرغبات والتوجهات الاستهلاكية للمجتمع
- الفجوة التكنولوجية
- المنافسة
- ضغط المساهمين

ت. مزايا و عيوب التدويل

من مزايا التدويل نذكر:

- خدمة أسواق جديدة
- تجاوز حواجز الدخول
- تمديد دورة حياة المنتج
- الحصول على موارد جديدة

ومن عيوبها نذكر:

- المخاطر السياسية، الاقتصادية والمالية
- التباعد الجغرافي والثقافي عن الدولة الأصلية
- صعوبات تكيف المنتجات مع مختلف الأسواق
- خطر خسارة الاحتكار التكنولوجي
- صعوبة التسيير والتعقيد التنظيمي

ثانياً: أهداف النمو

أ. أهداف النمو على مستوى التسيير

- إعداد المخططات وتسطير الأهداف
- اتخاذ القرار بالتوافق بين المسيرين و المالكين و ذلك بتحقيق معدلات g نمو للمسيرين وأرباح v بتعظيم قيمة المؤسسة للمالكين (المساهمين)

ب. أهداف النمو على المستوى التنافسي

- التحكم في التكاليف وهذا يتيح للمؤسسة القدرة على المناورة في الأسعار كوسيلة لاتخاذ وضعيات تنافسية قوية تمكنها من تحقيق النمو
- تراكم الخبرة يكسب المؤسسة القدرة على التفاوض
- يسمح للمؤسسة بالحفاظ على المقومات الأساسية أهمها الحجم والمردودية
- تحتمي به المؤسسة من خطر المنافسة

ت. أهداف النمو على المستوى المالي

- يساهم النمو في تدنية المخاطر بالنسبة للمؤسسة والناجمة من حالة عدم التأكد في محيطها المالي، الاقتصادي والسياسي (إستراتيجية التنويع)
- يحقق النمو المرونة المالية التي تضمن الحصول على التمويل الضروري من احتياجاتها المالية من أجل تحسين المردودية والاستقلالية المالية (زيادة حجم المؤسسة)

الفرع الثالث: طرق النمو

أولاً: النمو الداخلي

ويسمى بالنمو العضو. ولقد أعطيت له العديد من التعاريف نذكر منها⁴³:

- هو خيار المؤسسة في الاعتماد على مواردها الخاصة (إبداع منتجات جديدة، توسع في موقع المنتج وفتح فرع جديد... إلخ)
- وعُرف أيضا بأنه استخدام الوسائل الخاصة للمؤسسة من أجل تطوير رقم أعمالها بفتح أسواق جديدة أو زيادة المعروض من المنتجات وزيادة الربائن الحاليين
- وعُرف بأنه زيادة حجم المؤسسة مع تغير في خصائصها نتيجة حصولها على عوامل إنتاج جديدة إما أنها أنشأتها بنفسها أو قامت بشرائها من خارج المؤسسة

1. مفهوم النمو الداخلي:

هو توسع ذاتي داخل المؤسسة، يتم بواسطة الاستثمار التجاري أو الإنتاجي، حيث يتميز بعمليات واسعة منها شراء تجهيزات جديدة للإنتاج (الاستغلال) أو إنشاؤها ونتيجة ذلك تنمو الأصول المادية والمعنوية للمؤسسة ويؤدي النمو الداخلي إلى النمو التلقائي لحجم المؤسسة ينعكس في رقم الأعمال ويكون النمو عن طريق اختراق الأسواق وتنويع المنتجات وهو يمثل الخيار الأول للمؤسسة قبل أن تنتقل إلى طرق أخرى.

⁴³لعجالي عادل، مرجع سابق، ص 77

2. استراتيجيات النمو الداخلي حسب مصفوفة النمو:

قدم الباحث Igor Ansoff أربعة بدائل استراتيجية للمؤسسة إذا ما أرادت الاستمرار والنمو في نشاطها اعتماداً على مواردها الخاصة وقد تم بناء هذا النموذج على بعدين أساسيين هما حداثة المنتج وحدثة السوق⁴⁴

الشكل رقم (1-2) مصفوفة النمو لـ Igor Ansoff

4	منتج جديد أسواق جديدة (تنوع)	3	تنمية السوق	جديدة
2	تطوير المنتج	1	إختراق السوق	حالية

أسواق

جديدة المنتجات حالية

المصدر: لعجالي عادل، دور تحليل الموارد والكفاءات في تحديد استراتيجيات نمو المؤسسة، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير، علوم التسيير، سطيف، جامعة فرحات عباس، 2012، ص78

- استراتيجية اختراق السوق: تتلاءم هذه الاستراتيجية مع التنمية الصناعية أو منتج معين في بداية عمر المؤسسة كون أن السوق يستوعب ما يطرح به نظراً لكبر قاعدة الزبائن ومن أهم نقاط ضعفها إمكانية التقليد من طرف المنافسين وبالتالي على المؤسسة استثمار مواردها في المنتجات التي تمتلك فيها الأفضلية
- استراتيجية تنمية المنتج: وتعتمد على إطلاق المؤسسة لمنتج جديد، من أجل خدمة جزء جديد من السوق الكلي للمؤسسة وذلك بإجراء تعديلات على المنتج
- استراتيجية تنمية السوق: وتعتمد هذه الاستراتيجية على اكتشاف المؤسسة لسوق غير مشبع من منتجها سواء كان هذا السوق محلياً أو دولياً ومن مخاطر هذه الاستراتيجية ضعف معرف المؤسسة بالعملاء الجدد والوسطاء والمنافسين
- استراتيجية منتج جديد لسوق جديد: استراتيجية التنوع كما أطلق عليها Ansoff حيث تكون عندما تبدأ المؤسسة في حالة تطوير منتجات جديدة بهدف الوصول إلى أسواق جديدة وتناسب هذه الإستراتيجية الصناعات كأسواق التكنولوجيا العالية
- إنشاء وحدات جديدة: تقوم بها المؤسسات ذات الموارد والكفاءات العاطلة (الفائضة) حيث يمكن استغلالها ومزجها لأجل الاستثمار في نشاط جديد عن طريق إنشاء وحدات إنتاجية جديدة منفصلة ولها وسائل خاصة بها

⁴⁴لعجالي عادل، مرجع سابق، ص77

3. مزايا وعيوب النمو الداخلي

يمكن تلخيص أهم مزايا وعيوب النمو الداخلي في النقاط التالية

أ. مزايا النمو الداخلي

- نمو تدريجي وبالتالي تحكم أحسن

- خلق القيمة

- استغلال مجالات تملك فيها المؤسسة القدرة على المنافسة

- الحفاظ على الاستقلالية

ب. عيوب النمو الداخلي

- النمو المتباطئ

- خطورة المنافسين

- صعوبة التحكم في المجالات الجديدة

- صعوبة الوصول إلى الحجم الكبير.

4. نماذج النمو الداخلي:

تم في هذا العنصر عرض بعض نماذج النمو الداخلي وكيفية حساب بعضها والصيغة الرياضية لكل نموذج⁴⁵:

أ. **معدل النمو المستقل:** هو معدل الزيادة في الأصل الاقتصادي انطلاقاً من الفرضيات التالية

- ثبات المعدل المتوسط لرأس المال المستثمر أي ثبات نسبة رقم الأعمال إلى الأموال المستثمرة (CA/CI) أو ثبات نسبة رقم الأعمال

إلى الأصل الاقتصادي (CA/AE)

- ثبات الهيكل المالي عند نسبة k أي $D=k.CP$

- توزيع الأرباح بنسبة d من الأرباح السنوية المحققة

- تحسب المردودية المالية (R_f) بنسبة النتيجة الصافية (R_{net}) إلى الأموال الخاصة CP

انطلاقاً من الفرضيات السابقة لدينا:

$$AE=CP+D$$

وبافتراض ثبات نسبة الهيكل المالي نجد:

$$AE=CP+k \times CP$$

$$AE=CP \times (1+K)$$

لدينا:

⁴⁵سمية دربال، استراتيجية نمو المؤسسة ومنطقها المالي، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماجستير، علوم مالية ومحاسبة، ورقة، جامعة قاصدي 2012/2011، ص 64

$$R_{net}/CP=R_f$$

$$R_f \times CP=R_{net}$$

وبافتراض ثبات نسبة الهيكل المالي نجد:

$$AE=CP+k$$

وباعتماد المؤسسة على لاستدانة فإنه

$$k \times R_{net}=k \times R_f \times CP$$

ومنه فمعدل الزيادة في الأصل الاقتصادي هو مقدار الزيادة في الأموال الخاصة R_{net} مضاف إليه الزيادة في الديون

$$\Delta AE=(R_f \times CP)+k(R_f \times CP)$$

$$\Delta AE=(1+k) \times (R_f \times CP)$$

وعند توزيع الأرباح d نحصل على العلاقة التالية

$$\Delta AE=(1+k) \times (R_f \times CP) \times (1-d)$$

بقسمة العلاقة السابقة على الأصل الاقتصادي نحصل على

$$\Delta AE/AE=(1+k) \times (R_f \times CP) \times (1-d)/CP(1+k)$$

وبعد عملية الاختصار نستنتج أن معدل النمو g يمثل معدل الزيادة في الأصل الاقتصادي $g=\Delta AE/AE=R_f \times (1-d)$

ب. نموذج Kyd(1981)

يمثل معدل النمو في رقم الأعمال لمؤسسة لا ترغب في الرفع من رأس مالها بإصدار أسهم جديدة و يفترض أن دوران الأصل

الاقتصادي لا يتغير ويكتب Kyd بالصيغة التالية:

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

حيث:

المعدل المتوسط للضريبة	T	معدل النمو المحتمل	g
ROTA: سرعة دوران الأصول = ربح الاستغلال/مجموع الأصول		ΔS : التغير في المبيعات	
L : نسبة الهيكل المالي المستهدف = إجمالي الديون/حقوق المساهمين		S : المبيعات الحالية	
r : المعدل المتوسط للفائدة على الديون		D : معدل التوزيعات	

ت. نموذج Bourgeois et Lavallée(1993)

ويعتمد على العلاقة بين عناصر الميزانية وحسابات النتائج ويفترض ثبات هيكل رأس المال ويكتب حسب العلاقة التالية:

$$g = REP - \left[REP \times \frac{\text{Dividendes}}{\text{Bénéfices}} \right]$$

حيث: REP : مردودية الأموال الخاصة

ث. نموذج Olson et Al(1992)

يفترض الباحثان عدم الاعتماد على رقم الأعمال فقط في معدل دوران الأصول الاقتصادي والأخذ بالاعتبار معدل تضخم النقود ويكتب حسب العلاقة التالية:⁴⁶

$$g = \left[\frac{(F+D+O+W-E+I-S_E)}{PR} \right]$$

حيث:

F: الارتفاع الصافي المتوقع للاستثمار
W: التغير المتوقع في الأصول المتولدة عدا التحصيل
S_E: مصادر التمويل المتوقعة الخارجية
D: التوزيع المتوقع للأرباح
E: التكاليف المتوقعة والتي لا تنتج عنها خروج
P: هامش الربح الصافي
O: حركة الأموال الموجهة للأنشطة الأموال
R: مبيعات الفترة السابقة
I: الإيرادات المتوقعة التي لا ينتج عنها أي دخول
X: التغير المتوقع في التحصيل للأموال

ج. نموذج Robert. B, Josée. S et Jacques. B

يعتمد على السيولة أكثر من الربح حيث يفترض عدم ثبات إجمالي الأصول كما يسمح بإجراء تغييرات على هيكل تمويل المؤسسة ويفترض وجود علاقة بين مختلف المتغيرات ورقم الأعمال ويحدد بالعلاقة التالية:

$$g = \left[\frac{V(\pi+Am+D\pi)-Divid(1+D)}{V(CC+St+Imm-CF-\pi-Am-D\pi)} \right]$$

V: مبيعات السنة الأخيرة
π: الربح الصافي
Am: الإهلاكات نسبة مئوية من المبيعات
D: الديون الإضافية كنسبة مئوية من الأرباح المعاد استثمارها للسنة الحالية
Divid: مبلغ توزيعات الأرباح
CC: حساب العملاء نسبة مئوية من المبيعات
St: المخزونات نسبة مئوية من المبيعات
Imm: الاستثمارات
CF: حساب الموردن كنسبة من رقم الأعمال

ثانياً: النمو الخارجي

1. مفهوم النمو الخارجي: نذكر من بين تعاريف النمو الخارجي⁴⁷

- هو التجمع الجزئي أو الكلي للمؤسسة مع مؤسسة أخرى أو عدة مؤسسات (الاستحواذ أو الاندماج)
- وهو عملية خارجية تهدف إلى زيادة حجم المؤسسة وتعديل خصائصها عن طريق التجمع مع مؤسسات أخر أو الاستيلاء عليها

2. أشكال النمو الخارجي

⁴⁶سمية دربال، مرجع سابق، ص66

⁴⁷لعجالي عادل، مرجع سابق، ص78

أ. تحويل الأصول: ويتم بواسطة ضم أصول المؤسسة

- الاندماج: وهو ضم أصول المؤسسة مع مؤسسة أخرى والنتيجة مؤسسة جديدة بخصائص أخرى
- الاندماج عن طريق الابتلاع: تدمج مؤسستين حيث تحتفي مؤسسة وتظهر الأخر بخصائصها السابقة مع تنامي أصولها
- المساهمة الجزئية في الأصول: هو اندماج مؤسستين من أجل مساهمة أصول المؤسسة الأخرى مع محافظة المؤسسة على شخصيتها المعنوية

ب. المساهمة: من أجل زيادة حجم أصول المؤسسة عن طريق تكوين فرع مشترك بين المؤسستين

3. مزايا و عيوب النمو الخارجي

أ. مزايا النمو الخارجي

- السرعة في النمو
- التحسين الفوري للوضعية التنافسية
- إمكانية تغيير التخصص

ب. عيوب النمو الخارجي

- ارتفاع تكاليف التسيير
- الحاجة إلى رؤوس أموال ضخمة لمواجهة تكاليف الشراء
- صعوبة دمج بعض الأنشطة
- خطر تعاضم الاختلالات خاصة الهيكلة

ثالثاً: النمو التعاقدى

هو عقد بين مؤسستين أو أكثر يهدف إلى دمج مواردهما لممارسة أنشطة إنتاجية أو تجارية أو خدمية مشتركة وبمقاربة النمو التعاقدى مع الداخلي والخارجي فهو قد يكون نمو داخلياً كما قد يكون نمواً خارجياً ذلك لأن بعض أشكال النمو هي تعاقدات بين المؤسسات .

المبحث الرابع: الدراسات السابقة

فيما سبق من دراسات تم تناول جوانب مختلفة من نمو المؤسسة حيث تطرقت بعض الدراسات إلى استراتيجيات النمو ومصادر تمويل النمو، الهيكل المالي الأمثل في عملية النمو، تأثير القرارات المالية والاستثمارية في النمو ودور الموارد والكفاءات في تحديد استراتيجيات النمو... إلخ. وفي هذا المبحث حاولنا تقديم بعض الدراسات

المطلب الأول: دراسات باللغة العربية

في هذا المطلب سنقوم بعرض لبعض الدراسات السابقة والمتعلقة بجانب الأداء المالي وعلاقته بالنمو باللغة العربية:

أولاً: دراسة دادن عبد الوهاب 2008، بعنوان: "دراسة تحليلية للمنطق المالي لنمو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، نحو بناء نموذج لترشيد القرارات المالية"⁴⁸

حيث تضمنت إشكالية الأطروحة: كيف يمكن اعتماد طريقة عملية لتحليل المنطق المالي لنمو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية وتسمح بترشيد القرارات المالية ذات التأثير على النمو لهذه المؤسسات؟

أما من حيث الأهداف تهدف الأطروحة من خلال الإشكالية إلى تحليل وتفسير المنطق المالي لنمو المؤسسات الاقتصادية انطلاقاً من الاعتماد على عينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة واختبار مدى تطابق قواعد النظرية المالية مع الواقع المالي للعينة مع تحليل اقتصادي ومالي للعلاقة فيما بينها وتفسير المنطق المالي المميز للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في تمويل نموها.

استخدم الباحث التحليل المالي والتحليل الإحصائي (برنامج SPSS) من أجل الوصول إلى نموذج ترشيد للقرارات المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بناء على العوامل الأساسية التي تعكس النمو الداخلي للمؤسسة الاقتصادية .

ثانياً: دراسة لعجالي عادل وهي أطروحة ماجستير، 2011-2012 بعنوان: "دور تحليل الموارد والكفاءات في تحديد استراتيجية نمو المؤسسة"⁴⁹

تهدف الدراسة انطلاقاً من الفرضيات التالية :

1. للموارد والكفاءات دور في تحديد استراتيجيات النمو المتبعة من طرف المؤسسة
2. يمكن للموارد والكفاءات تحديد طرق النمو في المؤسسات
3. يمكن لتحليل الموارد والكفاءات تحديد التوجه العام للنمو
4. ليس للمتغيرات التعريفية (طبيعة الملكية و التصنيف الاقتصادي) دور في اختلاف إجابات المؤسسات حول الدراسة، حول مستوى الموارد وحول استراتيجيات النمو المتبعة

⁴⁸ دادن عبد الوهاب، دراسة تحليلية للمنطق المالي لنمو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية نحو بناء نموذج لترشيد القرارات المالية، أطروحة مقدمة ضمن نيل شهادة الدكتوراه (غير منشورة)، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة الجزائر، 2008

⁴⁹ لعجالي عادل، دور تحليل الموارد والكفاءات في تحديد استراتيجية نمو المؤسسة، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير (غير منشورة)، علوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف الجزائر، 2011-2012

إلى دور الكفاءات والموارد في انتهاج استراتيجيات نمو معينة وجاء في نتائج تحليل الفرضيات السابقة:

فبالنسبة للفرضية الأولى فإن نتائج التحليل أتت لتؤكد أن مستوى الموارد المتوفرة لدى المؤسسات هي التي تحدد استراتيجية النمو المتبعة بدرجة قوية وذلك ما تؤكد الدلالة الإحصائية للموارد والكفاءات المتوفرة لهذه المؤسسات. وكذلك بالنسبة للفرضية الثانية والثالثة بينما الفرضية الرابعة فإن الدلالة الإحصائية تؤكد على أنه لا يوجد اختلاف في الموارد والكفاءات باختلاف الملكية بين المؤسسات.

ونبه الباحث إلى أنه يأمل في تناول بعض الجوانب الهامة والجديرة بالبحث والتي لم يتطرق لها في دراسته هذه في بحوث لاحقة في المستقبل من طرف الباحثين نذكر منها:

1. المساهمة في تحليل موارد وكفاءات المؤسسة من واقع البيئة الجزائرية بهدف اقتراح استراتيجيات النمو المناسبة

2. دور الكفاءات الاستراتيجية في تحليل النمو

3. دور القدرات الديناميكية في تحقيق المزايا التنافسية

وتبين أن دور الموارد في تحديد استراتيجية النمو الخارجي من تحالف، شراكة، تدويل وتكامل ضعيف لذلك نقترح البحث في

محددات هذه الاستراتيجيات

ثالثاً: دراسة فاروق بوخيزة 2018، بعنوان: "أثر الاستدانة على الأداء المالي للمؤسسات البترولية الجزائرية"⁵⁰

تهدف الدراسة لقياس أثر الاستدانة (الرفع المالي) على الأداء المالي وذلك على الشركات البترولية، لعينة مكونة من ثمانية شركات بترولية خلال الفترة الممتدة من 2010 إلى 2016، وتم استخدام نموذج Panel data لدراسة العلاقة بين الاستدانة (مقاساً بالنسبة الراجعة المالية) والأداء المالي (المتمثل في مؤشرات الربحية) المتمثلة في: معدل العائد على الأصول، معدل العائد على حقوق الملكية، معدل العائد على المبيعات ومعدل نمو المبيعات.

حيث توصلت هذه الدراسة إلى وجود علاقة تأثير عكسية ذات دلالة إحصائية للاستدانة (الرفع المالي) على كل من معدل العائد على الأصول، معدل العائد على حقوق الملكية، معدل العائد على المبيعات، ووجود علاقة تأثير طردية ذات دلالة إحصائية للاستدانة على معدل نمو المبيعات.

⁵⁰فاروق بوخيزة، أثر الاستدانة على الأداء المالي للمؤسسات البترولية الجزائرية مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي (غير منشورة)، علوم مالية ومحاسبية، ورقة، جامعة قاصدي مرباح، 2018/05/22.

رابعاً: دراسة راضية بوزنادة 2014، بعنوان: "تقييم سياسة الاستدانة في المؤسسة الاقتصادية"⁵¹

تهدف الدراسة إلى إبراز السلوك التمويلي للمؤسسة الوطنية للملح ENASEL بقسنطينة خلال الفترة 2010-2013 نتيجة لجوئها إلى الاستدانة، ومدى فعالية سياسة الاستدانة كمصدر تمويلي للمؤسسة، كما تهدف هذه الدراسة أيضاً إلى معرفة سلوك المؤسسة نحو التمويل الخارجي، والتعرف على المردودية وأثر الرافعة وتطبيقهما على المؤسسة محل الدراسة حيث استخدمت برنامج Microsoft office Excel2007 في حساب النسب والقيم.

توصلت هذه الدراسة إلى وجود علاقة طردية بين نسبة الاستدانة وكل من معدل النمو والمردودية، في حين وجود علاقة عكسية بين نسبة الاستدانة وكل من الاستقلالية المالية وتكلفة الاستدانة.

خامساً: دراسة كروط سلمى 2016، بعنوان: "تقييم القرارات المالية وأثرها على النمو الداخلي للمؤسسة الاقتصادية"⁵²

تهدف الدراسة إلى التعرف على كل من القرارات المالية وأهمتها، وعلى النمو الداخلي وتحديد أهم مؤشرات، بالإضافة إلى تحديد أهمية القرارات المالية والتعرف على مدى مساهمتها في النمو الداخلي، كما هدفت أيضاً إلى تحليل أثر هذه القرارات على النمو وذلك من خلال إسقاط الدراسة على مؤسسة إنتاج الاسمنت بعين التوتة خلال الفترة 2011-2014، وقد اعتمدت هذه الدراسة للوصول إلى النتائج على الأدوات العملية المتمثلة في المقابلة والوثائق المقدمة من طرف المؤسسة، وعلى الأدوات القياسية والمتمثلة في برنامج Microsoft office Excel2007.

كما توصلت هذه الدراسة إلى مجموعة من النتائج نذكرها فيما يلي:

- القرار المالي هو حرفة العمل الاستراتيجي الذي من خلاله تنمو المؤسسة وتعظم قيمتها.
- قرار التمويل يعتبر أهم القرارات المسؤولة على عملية النمو داخل المؤسسة.
- على المؤسسة أن تكون حذرة قبل اتخاذ قرار توزيع الأرباح.
- 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 يتراجم إلا بنمو الأموال الخاصة أما النمو الداخلي فهو نحو الأصول الاقتصادية.
- المردودية المالية هي مؤشر جيد لقياس النمو الداخلي.

⁵¹ راضية بوزنادة، تقييم سياسة الاستدانة في المؤسسة الاقتصادية، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي (غير منشورة)، علوم مالية ومحاسبة، ورقلة، جامعة قاصدي مرياح، 2014/06/10.

⁵² كروط سلمى، تقييم القرارات المالية وأثرها على النمو الداخلي للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي (غير منشورة)، علوم مالية ومحاسبة، ورقلة، جامعة قاصدي مرياح، 2016/05/26.

بين أن الرفع المالي ذو تأثير مزدوج على المردودية المالية، فنجاح المؤسسة ونموها مرهون بمدى قدرتها على تحقيق معدل من المردودية الاقتصادية يغطي تكلفة الاستدانة، وهو ما يؤدي بالمؤسسة إلى تحقيق رفع مالي إيجابي على المردودية المالية، ومن ثم تحقيق مستوى معين من النمو الداخلي.

سادساً: دراسة علي الأبيض 2016، بعنوان: "دراسة أثر الرفع المالي على المردودية المالية"⁵³

تهدف دراسة أثر الرفع المالي على المردودية المالية بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة لقطاع الخدمات إلى إبراز خصوصيات جانبها المالي. وذلك خلال الفترة الممتدة من 2011 إلى 2014، حيث استعانت هذه الدراسة ببرنامج Eviews 9.0 و Microsoft office Excel 2007 من أجل الوصول إلى النتائج المحققة.

وتوصلت هذه الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الرفع المالي والمردودية المالية في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لقطاع الخدمات.

سابعاً: دراسة سعاد سعادة 2017، بعنوان: "أثر السياسة التمويلية على الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية"⁵⁴

تهدف هذه الدراسة إلى التعرف على العلاقة بين السياسة التمويلية والأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية سونلغاز خلال الفترة 2013-2015 والكشف على أهم مصادر التمويل التي تعتمد عليها وتكلفتها، وفهم الآليات والأساليب التي تمكن المؤسسة من تحسين أدائها المالي باستخدام السياسة التمويلية، حيث اعتمدت هذه الدراسة للوصول إلى النتائج المحققة على برنامج Microsoft office Excel 2007.

توصلت الدراسة إلى وجود علاقة طردية بين بسب التمويل (نسبة التمويل الداخلي، نسبة التمويل الذاتي، نسبة الاستقلالية المالية) والعائد على حقوق الملكية والعائد على الأصول، بينما هناك علاقة عكسية بين نسبة التمويل الخارجي والعائد على حقوق الملكية، وتعتمد المؤسسة في تمويلها على التمويل الذاتي والاستدانة، وأنها تتمتع باستقلالية مالية.

ثامناً: دراسة فاطمة الزهراء شايب، 2018 بعنوان: "قياس أثر الرفع المالي على الأداء المالي"⁵⁵

تهدف الدراسة إلى قياس أثر الرفع المالي على الأداء المالي لعينة من شركات الاسمنت الجزائرية، وذلك من خلال مؤشرات الأداء المالي، ومعرفة أيها أكثر تأثراً بالرفع المالي، حيث طبقت الدراسة على عينة مكونة من 12 شركة خلال الفترة 2010-2016، حيث اعتمدت في دراستها على البرنامج الإحصائية Eviews 10 و Spss 20 للوصول إلى النتائج.

⁵³ علي الأبيض، دراسة أثر الرفع المالي على المردودية المالية، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة Master أكاديمي (غير منشورة)، علوم مالية ومحاسبة، ورقلة، جامعة قاصدي مرباح، 2016/05/25.

⁵⁴ سعاد سعادة، أثر السياسة التمويلية على الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة Master أكاديمي (غير منشورة)، علوم مالية ومحاسبة، ورقلة، جامعة قاصدي مرباح، 2017/05/13.

⁵⁵ فاطمة الزهراء شايب، قياس أثر الرفع المالي على الأداء المالي، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة Master أكاديمي (غير منشورة)، علوم مالية ومحاسبة، ورقلة، جامعة قاصدي مرباح، 2018/05/10.

- وجود علاقة ذات تأثير إيجابي للرفع المالي على الأداء المالي المعبر عنه بمعدل نمو المبيعات ومعدل دوران الأصول للشركات محل الدراسة.

- وجود علاقة ذات تأثير سلبي للرفع المالي على الأداء المالي المعبر عنه بمعدل العائد على الأصول ومعدل العائد على المبيعات لهذه الشركات.

- لا يوجد تأثير سلبي للرفع المالي على الأداء المالي المعبر عنه بمعدل العائد على حقوق الملكية لهذه العينة.

تاسعاً: دراسة **رحموني عبد الرؤوف، 2019** بعنوان: "أثر مصادر التمويل على قرار الاستثمار في المؤسسة الاقتصادية الجزائرية"⁵⁶ تهدف هذه الدراسة إلى معرفة مدى تأثير مصادر التمويل على قرار الاستثمار في المؤسسة الاقتصادية، من خلال معرفة أهم المصادر التي ارتكزت عليها المؤسسة الاقتصادية في اتخاذ قرار الاستثمار والاعتماد عليها كمصدر تمويلي، حيث أجريت هذه الدراسة على عينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية شملت 07 مؤسسات خلال الفترة 2012-2017، استخدمت هذه الدراسة برنامج Spss25 للحصول على النتائج.

توصلت هذه الدراسة إلى:

- عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% بين التمويل الذاتي وقرار الاستثمار.

- وجود علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% للاستدانة على قرار الاستثمار.

عاشراً: دراسة **يوسف قريشي وإلياس بن ساسي 2018** بعنوان: "خصائص ومحددات الهياكل التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة"⁵⁷

هدفت الدراسة إلى دراسة المتغيرات المفسرة لهيكل التمويل مع الوقوف على طبيعة سياسة التمويل التي تميز المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، حيث طبقت هذه الدراسة على عينة مكونة من 128 مؤسسة صغيرة ومتوسطة خلال الفترة 2001-2003. واعتمدت الدراسة على أسلوب الانحدار المتعدد لاختبار العلاقة بين الهيكل المالي والمتغيرات المستقلة.

توصلت الدراسة إلى:

- وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين معدل النمو ومعدل الاقتراض الإجمالي.

- وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين معدل المردودية ومعدل الاقتراض.

- وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين حجم المؤسسة ومعدل الاقتراض طويل الأجل.

- وجود علاقة عكسية بين معدل النمو ومعدل الاقتراض قصير الأجل.

⁵⁶ رحموني عبد الرؤوف، أثر مصادر التمويل على قرار الاستثمار في المؤسسة الاقتصادية الجزائرية، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي (غير منشورة)، علوم مالية ومحاسبة، ورقلة، جامعة قاصدي مرباح، 2019/06/18.

⁵⁷ يوسف قريشي، إلياس بن ساسي، خصائص ومحددات الهياكل التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الملتقى الدولي "متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية"، يومي 17 و18 أبريل 2006، جامعة ورقلة.

- وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين حجم الضمانات ومعدل الاقتراض قصير الأجل.

المطلب الثاني: دراسات باللغة الأجنبية

في هذا المطلب قمنا بعرض لبعض الدراسات السابقة والمتعلقة بجانب الأداء المالي وعلاقته بالنمو باللغة الأجنبية

أولاً: دراسة 'Xiaoyunchen, Huan Zou, Danny T. Wong بعنوان: "How do new ventures grow: firmcapabilities, growthstrategies and performance"⁵⁸

هدف الدراسة هو البحث في العلاقة بين الموارد والكفاءات المختلفة من موارد تكنولوجية وموارد مالية وقدرات التواصل ومختلف إستراتيجيات وطرق النمو من نمو داخلي، نمو خارجي و تعاقدية. وكذلك معرفة أثر اختيار إستراتيجيات النمو على أداء المؤسسة وطبقت الدراسة على 238 مؤسسة جديدة ذات تكنولوجيا عالية في الصين. أما من حيث النتائج المتوصل إليها في الدراسة السابقة نذكر:

1. أن لمستويات الموارد والكفاءات (قدرات تكنولوجية، موارد مالية أو تواصل) المتوفرة علاقة مباشرة بإستراتيجيات النمو وهذه الأخيرة بدورها تؤثر على أداء المؤسسة

2. التأكد من أن القدرات التكنولوجية، الموارد المالية وقدرات التواصل هي الأكثر صلة بنمو المؤسسة

وأوصت الدراسة بـ:

1. عدم الاهتمام فقط بالموارد والكفاءات المختلفة من موارد تكنولوجية، الموارد المالية وقدرات التواصل وإهمال الجوانب الأخرى الضرورية لنمو المؤسسة

2. الاهتمام بالشراكة (التعاقد) والاستحواذ من أجل الحصول على موارد رئيسية ضرورية لنمو المؤسسة

ثانياً: دراسة "Debt Policy and corporate Performance"⁵⁹ بعنوان: 2015 Nima sepehr sadeghian and others

تهدف هذه الدراسة إلى معرفة العلاقة بين سياسة الاستدانة المعبر عنها بمجموع النسب المتمثلة في (إجمالي الديون، ديون طويلة الأجل، ديون قصيرة الأجل) والأداء المالي، حيث طبقت هذه الدراسة على عينة من الشركات المدرجة في بورصة طهران خلال الفترة 2006-2011، وبالاعتماد على نموذج الانحدار استطاعت الدراسة الوصول إلى النتائج المحققة.

توصلت الدراسة إلى أن زيادة الاستدانة تؤثر سلباً على الأداء المالي للشركات محل الدراسة.

⁵⁸ <http://www.sciencedirect.com>

⁵⁹ Nima Sepehr Sadeghian and others, **Debt Policy and corporate Performance**, International Journal of Economics and Finance, Vol. 4, No. 11: Published by Canadian Center of Science and Education, 2015.

Debt Policy and corporate Performance: سياسة الاستدانة وأداء الشركات. 🚩

ثالثاً: دراسة Sana Tauseef and others 2015، بعنوان: "Effect of Debt Financing on Corporate Financial Performance"⁶⁰

تهدف هذه الدراسة إلى التعرف على تأثير التمويل بالاستدانة على الأداء المالي المعبر عنه بالعائد على حقوق الملكية لعينة مكونة من 95 شركة مختصة في مجال الغزل والنسيج في باكستان خلال الفترة 2002-2007 وذلك باستخدام نماذج Panel. توصلت هذه الدراسة إلى أن هذه الشركة تتأثر بنسبة الديون التي تفوق 50%، ووجود تأثير لنمو المبيعات على العائد على حقوق الملكية وعدم تأثر هذه الأخير بالحجم.

رابعاً: دراسة Faris AL- Shubiri 2009، بعنوان: "Determinants of Capital Structure Choice"⁶¹

هدف الدراسة هو فحص محددات هيكل رأس المال مع درجة القرض التشغيلي، حيث طبقت الدراسة على الشركات الصناعية الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي خلال الفترة 2004-2007، تم استخدام اختبار الانحدار البسيط والمتعدد لتحليل محددات هيكل رأس المال مع الاستدانة. توصلت نتائج الاختبار إلى وجود علاقة إيجابية ذو دلالة إحصائية ما بين حجم الشركة، هيكل الأصول، معدل النمو والضريبة مع الاستدانة، كما أظهرت وجود علاقة سالبة ذو دلالة إحصائية ما بين العائد على الأصول والاستدانة، وعدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية ما بين (عمر الشركة، هيكل الأصول والسيولة) ومخاطر الشركة كمتغيرات مستقلة مع الاستدانة.

المطلب الثالث: مناقشة الدراسات السابقة

بعد عرضنا لبعض الدراسات السابقة تبين أن هذه الدراسات اختلفت من حيث الأسلوب المتبع في التحليل وحسب طبيعة البحث والبيانات المتوفرة والأدوات المستخدمة أما عن طبيعة المتغيرات المعتمدة في أغلب الدراسات فقد تنوعت واختلفت حسب هدف ومعطيات كل دراسة والملاحظ أن أغلب الدراسات اعتمدت على معدل المردودية المالية، معدل المردودية الاقتصادية، نسب الرافعة ونسب الهيكل مضافاً لها متغيرات أخرى و هذا لتقييم مختلف الروابط مع نمو المؤسسة أو غيرها من العلاقات

حيث أن دراسة دادن عبد الوهاب 2008 ركزت على المؤشرات الأكثر شيوعاً منها المردودية الاقتصادية الصافية، القيمة المضافة ومعدل دوران الأصل الاقتصادي... إلخ ومن الأدوات المستخدمة في الدراسة التحليل التمييزي لتبيان سلوك المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في تمويل نموها الداخلي حيث اعتمدت الدراسة على حجم المؤسسة كمتغير تابع ومؤشرات المردودية والتدفق المالي كمتغيرات مستقلة واستخدمت التحليل المالي والتحليل الإحصائي (برنامج SPSS) من أجل الوصول إلى النموذج الأمثل لترشيد القرارات المالية

⁶⁰Sana Tauseef and others, **Effect of Debt Financing on Corporate Financial Performance**, PAKISTAN BUSINESS REVIEW, JAN 2015.

"Effect of Debt Financing on Corporate Financial Performance": تأثير التمويل بالديون على الأداء المالي للشركات.

⁶¹Faris AL- Shubiri, **Determinants of Capital Structure Choice**, Graduate Studies, Department of Finance and Banking, Jordan, Amman Arab University, Received: (29/10/2009).

Determinants of Capital Structure Choice: محددات اختيار هيكل رأس المال

للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وكذلك الأمر بالنسبة لدراسة **Faris AL- Shubiri 2009**، أما دراسة **لعجالي عادل 2012** بعنوان للموارد والكفاءات دور في تحديد استراتيجيات النمو المتبعة من طرف المؤسسة فقد استخدم الباحث المتغيرين (طبيعة الملكية والتصنيف الاقتصادي) كمتغيرات تابعة لتحديد إستراتيجيات النمو المتبعة واعتمد على الاستبيانات في التحليل ونفس الشيء بالنسبة لدراسة **2000 Xiaoyunchen, Huan Zou, Danny T. Wong** في تحديد إستراتيجيات النمو المتبعة. كما ارتكزت بعض الدراسات منها (فاروق بوخيزة 2018، راضية بوزنادة 2014، كروط سلمى 2016، علي الأبيض 2016، سعاد سعادة 2017، دراسة فاطمة الزهراء شايب 2018، **2015 Sana Tauseef and others** و **Nima sepehr sadeghian and others 2015**) على مؤشرات الأداء المالي كمتغيرات تابعة لتفسير العلاقة بين كل من السياسات المالية، التمويلية والاستدانة... إلخ وبين النمو الداخلي والأداء المالي... إلخ في حين اختلفت المتغيرات المستقلة حسب موضوع البحث. أما دراسة **يوسف قريشي وإلياس بن ساسي 2018** فقد استخدمت معدل الاقتراض الإجمالي، معدل الاقتراض طويل الأجل ومعدل الاقتراض قصير الأجل كمتغيرات تابعة لتفسير العلاقة بينها وبين معدل النمو، معدل المردودية، حجم الضمانات وحجم المؤسسة للوصول إلى خصائص ومحددات الهياكل التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة .

ويمكن القول أن من خلال نتائج هذه الدراسات لا يمكن الجزم بصحة مختلف النتائج المتوصل إليها وهذا راجع إلى تعدد أساليب الاقتصاد القياسي وفي الواقع أن النتائج التجريبية تختلف وفقاً لاختبار المتغيرات وطريقة التقدير ومدى صحة البيانات المالية وموضوع البحث وتشير مناقشة هذه الدراسات إلى أنه لا يوجد اتفاق حول التمويل والنمو الداخلي و لا يوجد أيضاً علاقة سببية بين التمويل والنمو الداخلي والملاحظ أن جل الدراسات بحثت في العلاقة بين متغيرات مستقلة لها صلة بالتمويل و بين الأداء المالي من أجل تفسير علاقة التمويل بالنمو الداخلي

خلاصة الفصل

تناولنا في هذا الفصل الأدبيات النظرية من مفاهيم، تعريفات وأدوات قياس حتى تتمكن من إسقاط الجانب النظري على الجانب التطبيقي حيث قسم الفصل إلى أربع مباحث رئيسية، تضمن المبحث الأول الهيكل المالي الأمثل بعرض (النظريات المفسر له ونسب الهيكلية). و في المبحث الثاني (الاستدانة والأداء المالي) تم عرض للاستدانة من حيث مفهومها، أنواعها، أهميتها وحدودها وجاء بعد ذلك عنصر الأداء المالي (مؤشرات الأداء المالي) وأدوات قياس الأداء المالي (نسب الأداء المالي) ثم الرافعة المالية (مبدأ أثر الرافعة، الصيغة الرياضية لأثر الرافعة المالية في مختلف وضعيات المؤسسة مستدينة وعديمة الاستدانة ونسب الرافعة المالية)

أما المبحث الثالث فخصص لدراسة نمو المؤسسة الاقتصادية من حيث النظريات المفسرة للنمو، مفهومه، أهدافه ومقوماته ثم استراتيجيات النمو المتمثلة في أشكاله وطرقه التي من بينها **النمو الداخلي** موضوع الدراسة ثم بعد ذلك النمو الخارجي والنمو التعاقدية، وضم المبحث الرابع الدراسات السابقة.

الفصل الثاني

تمهيد

قمنا في هذا الفصل والمتمثل في الدراسة التطبيقية بالتأكد من مدى تطابق الجانب النظري مع الجانب التطبيقي بمقارنة نتائج هذه الدراسة مع الدراسة النظرية وذلك بعد الوصول إلى نتائج اختبار العلاقة بين المتغيرات المستقلة (إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول، ديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول، إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة، وديون طويلة الأجل إلى حقوق الملكية) والمتغيرات التابعة (العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية) في عينة تضم مجموعة من المؤسسات الخاصة والعامّة في الاقتصاد الجزائري

ومن أجل الوصول إلى اختبار صحة الفرضيات قمنا بتقسيم الفصل إلى ثلاث مباحث ضم المبحث الأول منهج، مجتمع وعينة الدراسة والأدوات المستخدمة في التحليل أما المبحث الثاني فقد تم فيه عرض نتائج اختبار الأداء المالي وفي المبحث الثالث تناولنا مناقشة، تفسير نتائج الدراسة واختبار الفرضيات.

المبحث الأول: وصف الدراسة القياسية

يتناول هذا المبحث مجموعة من العناصر تتمثل في منهجية تحديد مجتمع الدراسة، اختيار العينة، فترة الدراسة والأدوات المستخدمة في الدراسة وكذلك مصادر جمع البيانات وتصميم الدراسة من حيث تعريف المتغيرات المستقلة والمتغيرات التابعة ثم التطرق إلى تحديد فرضيات وخطوات الدراسة وفي الأخير إجراء التحليل الإحصائي الوصفي للمتغيرات.

المطلب الأول: عرض مرتكزات الدراسة القياسية

في هذا المطلب تم التعريف بمجتمع الدراسة والذي يضم مجموعة من المؤسسات التي تنشط في الاقتصاد الجزائري عامة وخاصة وذلك بتقديم عام لهذه المؤسسات ومن ثم تقديم خاص بعينة الدراسة وفترة الدراسة المعتمدة.

الفرع الأول: مجتمع الدراسة

نظراً ولأن موضوع النمو الداخلي للمؤسسة الاقتصادية ذو أهمية بالغة بالنسبة لكل المؤسسات الناشطة في الاقتصاد الوطني كان علينا حصر مجتمع الدراسة في قطاع معين خدمي أو إنتاجي أو تجاري لكن ولصعوبة الوصول إلى المعلومات المالية الخاصة بكل قطاع قمنا بتشكيل مجتمع الدراسة من 10 مؤسسات اقتصادية أغلبها من قطاع المحروقات وشركات لوجيستية خاصة بتمويل ومساعدة الشركات البترولية والجدول التالي يتضمن معلومات عن مجتمع الدراسة:

الجدول رقم (1-2): ملخص عن مؤسسات مجتمع الدراسة القياسية

اسم المؤسسة	المؤسسة الأم	الشكل القانوني	رأس المال الاجتماعي - دج	رقم السجل التجاري	عنوان و مقر المؤسسة
المؤسسة الوطنية للأشغال في الآبار (ENTP)	سوناطراك	SPA	67.000.000.000,00	99ب0122593	المنطقة الصناعية، ص.ب.216/217 قاعدة 20 أوت المنطقة الصناعية حاسي مسعود ورقلة http://www.entp.dz.com
المؤسسة الوطنية للتنقيب (ENAFOR)	سوناطراك	SPA	14 800 000 000,00	99 ب 122720	موقعها على الانترنت: www.enafor.dz
(BASP)(مختصة في خدمة الآبار)		SPA	1 024 000 000,00	03ب0123264	ص.ب.86 حاسي مسعود ورقلة الجزائر
بيات للبناء (BAYATCONSTRUCTION)		SPA	34 000000,00	06ب0123836	بني ثور ورقلة الجزائر
(BAYAT CATRERING)		SPA	385 000 000,00	99 ب 0122579	منطقة النشاط (المخازن) - ورقلة الجزائر www.bayat-catering.com
(ALPHA COMPUTERS)		SPA	200000000,00	98 ب 0122359	حي المسجد العتيق رقم 07 حاسي مسعود ورقلة الجزائر
لخدمة الآبار (Halliburton)		SPA	1200000000,00	99ب0122725	109 المنطقة الصناعية حاسي مسعود
ENSP	سوناطراك	SPA	8 000 000 000,00	99ب0122545	BP 83 Z I HMD
RED MED	STAR-AV	SPA	3 300 000 000,00	10ب0882643	ROUTE DE INAMENAS HMD BP: 509 HMD 30500
STAR AVIATION		SPA	500 000 000,00	99ب0123009	ROUTE DE INAMENAS HMD BP: 509 HMD 30500

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على التقارير المالية للمؤسسات

الفرع الثاني: عينة الدراسة

من أجل اختبار صحة الفرضيات والإجابة على التساؤل ما هو أثر الاستدانة على النمو الداخلي للمؤسسة الاقتصادية؟ كنا نريد أن تكون الدراسة شاملة لجميع مؤسسات مجتمع العينة من أجل الوصول إلى نتائج جيدة، لكن وبسبب عدم توفر المعلومات والبيانات الخاصة لبعض من هذه المؤسسات في فترة الدراسة (2011-2017) واللازمة للبحث تم استبعاد ثلاث مؤسسات وعليه اقتصرت الدراسة على 07 مؤسسات فقط توفرت لدينا معلوماتها وبياناتها المالية. وهي المؤسسة الوطنية للأشغال في الآبار (ENTP)، المؤسسة الوطنية للتنقيب (ENAFOR)، بارويد (BASP) (مختصة في خدمة الآبار)، بيات للبناء (BAYAT CONSTRUCTION)، بيات كاترينغ (BAYAT CATRERING)، ألفا كمبيوتر (ALPHA COMPUTERS) وهاليبورتن لخدمة الآبار (Halliburton).

الفرع الثالث: فترة الدراسة ومصادر البيانات

طبقت الدراسة في الفترة الممتدة بين (2011-2017) على المؤسسات محل الدراسة وتم اعتماد هذه الفترة نظراً لتوفر بيانات حديثة، حيث قمنا بجمع البيانات المستعملة من التقارير والكشوف المالية (جدول حساب النتائج، الميزانية الختامية) السنوية للمؤسسات

المطلب الثاني: منهج وأدوات الدراسة القياسية

سنعرض في هذا المطلب منهج وأدوات الدراسة المعتمد في البحث من خلال الفرعين التاليين:

الفرع الأول: منهج الدراسة القياسية

للوصل إلى النتائج المرجوة وتحقيق الهدف من البحث بطريقة منهجية وصحيحة والإجابة على الأسئلة المطروحة واختبار الفرضيات، تم اعتماد المنهج الوصفي التحليلي ومنهج دراسة حالة بالاطلاع على الكتب، الدراسات، الأبحاث والرسائل المرتبطة بالموضوع من أجل الاقتباس، النقل وإعادة الصياغة للشرح والتحليل.

الفرع الثاني: أدوات الدراسة القياسية

للإجابة على إشكالية البحث واختبار فرضيات الدراسة قمنا باستخدام مجموعة من الأدوات الإحصائية والقياسية للوصول

إلى:

الإحصاءات الوصفية التالية:

-المتوسط الحسابي

-الانحراف المعياري

-معامل الاختلاف

-مصفوفة الارتباط

النتائج القياسية التالية:

-جداول اختبار معلمات المتغيرات

-جداول تقدير النماذج

ونذكر من الأدوات الإحصائية والقياسية المستخدمة في حساب ما سبق

برنامج Microsoft Office Excel 2010

برنامج Eviews10

برنامج SPSS22

المطلب الثالث: تحديد متغيرات وفرضيات الدراسة القياسية

في هذا المطلب نشرح أهمية المتغيرات التابعة والمستقلة مع التذكير بفرضيات الدراسة التي سيتم اختبارها.

الفرع الأول: متغيرات الدراسة القياسية

بهدف قياس وتحليل أثر الاستدانة على النمو الداخلي في المؤسسة الاقتصادية قمنا بحصر العوامل المؤثر في النمو الداخلي نتيجة التمويل عن طريق الاستدانة في مؤشرات الاستدانة (نسب الرافعة) كمتغيرات مستقلة ومن أجل تتبع هذا التأثير تم استخدام مؤشرات العائد (نسب الأداء) كمتغيرات تابعة من خلال البيانات المالية لمؤسسات محل الدراسة وفي فترة الدراسة (2011-2017). والتي سيتم شرحها فيما يلي:

أ- المتغيرات التابعة

تم حصر المتغيرات التابعة في مؤشرات العائد (نسب أداء مالي) وذلك لغرض معرفة تأثير الاستدانة على النمو الداخلي للمؤسسة الاقتصادية بتتبع الأداء المالي لمؤسسات عينة الدراسة ومثلت المتغيرات التابعة في معدل العائد على الأصول ومعدل العائد على الأموال الخاصة.

1. معدل العائد على الأصول Y_1 Return on Assets

هو مقياس من مقاييس العائد (الأداء)، فهو يعبر عن قدرة الأموال المتاحة على تحقيق الربح ويعكس مدى مساهمة الأنشطة التشغيلية والاستثمارية في تحقيق العوائد ويمثل النتيجة الصافية إلى إجمالي الأصول.

2. معدل العائد على الأموال الخاصة (حقوق الملكية) Y_2 Return on Equity

يقيس هذا المعدل مدى كفاءة الأموال الخاصة وقدرة هذه الأموال في توليد الأرباح، ويمثل النتيجة الصافية إلى الأموال الخاصة.

ب- المتغيرات المستقلة

لمعرفة أثر الاستدانة على النمو الداخلي تم تمثيل العوامل المؤثر على الأداء المالي بمؤشرات المديونية وهي نسب الرافعة (إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول، ديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول، إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة وديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة)

1. نسبة الاستدانة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول X_1

وهي نسبة تقيس عبء الديون التي يمكن أن تتحملها المؤسسة فهي تعكس القدرة على السداد وتمثل إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول .

2. نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول X_2

هذه النسبة تقيس مقدار قدرة مساهمة أصول المؤسسة في تغطية ديون طويلة الأجل. وتدل على القدرة على السداد في الأجل الطويل .

3. نسبة إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة X_3

وهي نسبة يمكن من خلالها معرفة حجم الديون مقارنة بالأموال الخاصة في الهيكل المالي للمؤسسة

4. نسبة ديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة X_4

وهي نسبة تقيس القدرة على الاقتراض وتدل على توازن الهيكل المالي أي التوازن بين مصادر التمويل الذاتي ومصادر التمويل

الخارجي.

يتضح من خلال التعريف بمتغيرات الدراسة وكيفية قياسها أن المتغيرات التابعة تمثل مؤشرات العائد ويتم قياسها عن طريق

نسب الأداء المالي، معدل العائد على الأصول ($Y_1=ROA$) ومعدل العائد على حقوق الملكية (الأموال الخاصة) ($Y_2=ROE$)، في حين

أن المتغيرات المستقلة تمثل بعض نسب المديونية وتقاس عن طريق نسب الرافعة ($X_1 =$ إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول)

و($X_2 =$ ديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول) و ($X_3 =$ إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة) و($X_4 =$ ديون طويلة الأجل إلى الأموال

الخاصة)

وعليه تم دراسة المتغيرات تبعاً للنموذجين المستخدمين لقياس العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغيرات التابعة وهما كالتالي:

$$Y_1 (ROA) = b_{1it} + b_{2it}X_1 + b_{3it}X_2 + b_{4it}X_3 + b_{5it}X_4 + e_{it}$$

$$Y_2 (ROE) = b_{1it} + b_{2it}X_1 + b_{3it}X_2 + b_{4it}X_3 + b_{5it}X_4 + e_{it}$$

e_{it} : الخطأ العشوائي عند تقدير النموذج it : مركبي العوامل الثابتة (مصنوفة العوامل الثابتة) في النموذجين

الفرع الثاني: فرضيات الدراسة القياسية

لمعرفة أثر الاستدانة على النمو الداخلي للمؤسسة الاقتصادية، قمنا بتتبع الأداء المالي للمؤسسات محل الدراسة من خلال

قياس العلاقة بين نسب الأداء المالي ونسب الرافعة وعليه تمكنا من صياغة الفرضيات على النحو التالي:

1. زيادة نسبة الاستدانة X_1 تؤدي إلى انخفاض القدرة على تمويل أصول المؤسسة وهو ما ينعكس سلباً على معدل المردودية الاقتصادية

(معدل العائد على الأصول) Y_1 وإيجاباً على معدل المردودية المالية (معدل العائد على حقوق الملكية) Y_2 أي على أداء

المؤسسة (وهذا يعكس عدم قدرة المؤسسة على زيادة أصولها من جديد من أجل النمو الداخلي أو التوسع أكثر)

2. زيادة نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول X_2 تؤدي إلى انخفاض القدرة على السداد وهو ما ينعكس سلباً على معدل

العائد على الأصول Y_1 (أي عدم القدرة على الاقتراض لتمويل الاستثمار، التوسع والنمو وبالتالي عدم القدرة على تحقيق المردودية

المطلوبة أي عدم تحقيق الأداء المالي جيد)

3. زيادة نسبة إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة X_3 تؤدي إلى عدم قدرة المؤسسة على الاقتراض من جديد وهو ما ينعكس سلباً على معدل العائد على الأموال الخاصة (حقوق الملكية) Y_2 (أي عدم القدرة على النمو عند التمويل عن طريق الاستدانة وبالتالي عدم القدرة على تحقيق أداء مالي جيد)

4. زيادة نسبة ديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة X_4 تؤدي إلى انخفاض القدرة على الاقتراض من جديد وهو ما ينعكس سلباً على معدل المردودية الاقتصادية (معدل العائد على الأصول) Y_1 وإيجاباً على معدل المردودية المالية (معدل العائد على حقوق الملكية) Y_2 أي على أداء المؤسسة إلى حد ما (وهذا ما يُفسر بعدم القدرة على الاقتراض لتمويل الاستثمار والتوسع والنمو)

المطلب الرابع: التحليل الإحصائي للمتغيرات

في هذا المطلب تم فحص الخصائص الإحصائية لمتغيرات الدراسة والتي تعد خطوة منهجية وضرورية في كل الدراسات التطبيقية من أجل وصف بيانات متغيرات الدراسة وتوضيح معالمها الرئيسية عن طريق الأساليب الإحصائية الوصفية المتمثلة في المقارنة بين متوسطات المتغيرات، حساب الانحراف المعياري ومعامل الاختلاف، ودرجة الارتباط بين المتغيرات باستخدام معامل الارتباط بيرسون لمعرفة اتجاه ومدى قوة العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغيرات التابعة وذلك حسب ما ورد في الفرعين التاليين:

الفرع الأول: الإحصاءات الوصفية للمتغيرات

في هذا الفرع تم وصف متغيرات الدراسة عن طريق الوسط الحسابي، الانحراف المعياري ومعامل الاختلاف والجدول التالي وضح ذلك:

جدول رقم (2-2): الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة القياسية

	Y1	Y2	X1	X2	X3	X4
Mean	0,0178	-0,02419	0,50197	0,062855	1,390921	0,15071
Median	0,026511	0,067266	0,450099	0,016021	0,61544	0,020627
Maximum	0,138857	1,255527	1,408713	0,348564	39,15037	0,952827
Minimum	-0,27444	-5,60671	0,163558	0	-10,3494	0
Std. Dev.(ecart type) الانحراف المعياري	0,077394	0,841542	0,28077	0,097885	6,119798	0,264382
معامل الاختلاف (variance)	0,005989	0,708192	0,07883	0,009581	37,45192	0,069897
Observations	49	49	49	49	49	49

المصدر: من إعداد الطالبين وباستخدام برنامج SPSS

1. **معدل العائد على الأصول:** يتضح من قيم Y_1 أن معدل العائد على الأصول للمؤسسات خلال فترة الدراسة محصور بين أدنى قيمة (-27,44%) سنة 2017 لمؤسسة BAYAT CONSTRUCTION وأعلى قيمة (13,88%) سنة 2014 لمؤسسة ENTP بمتوسط (1,78%) بانحراف معياري 7,73% ومعامل اختلاف 0,59% والذي يدل على تقارب قيم المتغير

2. معدل العائد على الأموال الخاصة (حقوق الملكية): يتضح من قيم Y2 أن معدل العائد على الأموال الخاصة للمؤسسات خلال فترة الدراسة محصوراً بين أدنى قيمة (560,67%) سنة 2014 لمؤسسة BAYAT CONSTRUCTION وأعلى قيمة (125,55%) سنة 2015 لمؤسسة BAYAT CONSTRUCTION بمتوسط (-2,42%) بانحراف معياري 84,15% ومعامل اختلاف 70.82% والذي يدل على تذبذب (تشتت) قيم المتغير

3. إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول: يتضح من قيم X1 أن نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول للمؤسسات خلال فترة الدراسة محصوراً بين أدنى قيمة (16,35%) سنة 2015 لمؤسسة HALIBURTON وأعلى قيمة (140,87%) سنة 2017 لمؤسسة BAYAT CONSTRUCTION بمتوسط (50,20%) بانحراف معياري 28,08% ومعامل اختلاف 7.88% والذي يدل على ذبذب طفيف لقيم المتغير

4. ديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول: يتضح من قيم X2 أن نسبة ديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول للمؤسسات خلال فترة الدراسة محصوراً بين أدنى قيمة (0%) للسنوات بين 2011-2017 لمؤسسة BAYAT CONSTRUCTION وبين 2011-2017 لمؤسسة BAYAT CATERING وأعلى قيمة (34,85%) سنة 2017 لمؤسسة BAYAT CONSTRUCTION بمتوسط (6,28%) بانحراف معياري 9,79% ومعامل اختلاف 0,96% والذي يدل على تقارب قيم المتغير

5. إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة: يتضح من قيم X3 أن نسبة إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة للمؤسسات خلال فترة الدراسة محصوراً بين أدنى قيمة (-1035%) لسنة 2015 لمؤسسة BAYAT CONSTRUCTION وأعلى قيمة (3915%) سنة 2017 لمؤسسة BAYAT CONSTRUCTION بمتوسط (139,09%) بانحراف معياري 611,97% ومعامل اختلاف 3745.19% والذي يدل على تذبذب كبير لقيم المتغير

6. ديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة: يتضح من قيم X4 أن نسبة ديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة للمؤسسات خلال فترة الدراسة محصوراً بين أدنى قيمة (0%) للسنوات بين 2011-2017 لمؤسسة BAYAT CONSTRUCTION وبين 2011-2017 لمؤسسة BAYAT CATERING وأعلى قيمة (95,28%) سنة 2017 لمؤسسة BAYAT CONSTRUCTION بمتوسط (15,07%) بانحراف معياري 26,43% ومعامل اختلاف 6.99% والذي يدل على تقارب قيم المتغير

الفرع الثاني: الارتباط بين المتغيرات

قبل القيام بتقدير النموذج القياسي يجب حساب معامل الارتباط بين المتغيرات المستقلة لتفادي المشاكل القياسية كالارتباط الذاتي بين بواقي التقدير حتى لا يكون النموذج زائفاً ولا يعكس العلاقة الحقيقية بين متغيرات الدراسة القياسية ومن أجل الكشف عن المشاكل المتعلقة بوجود ارتباط قوي بين المتغيرات التفسيرية. ومصنوفة الارتباط بين المتغيرات الداخلة في الدراسة توضح ذلك:

جدول رقم(2-3): مصفوفة الارتباط بين المتغيرات

		Y1	Y2	X1	X2	X3	X4
Y1	Correlation de Pearson	1	0,242922	-0,58874	0,175702	-0,14544	0,163882
	Sig. (bilateral)		0,092598	8,60E-06	0,227206	0,318695	0,26051
	N	49	49	49	49	49	49
Y2	Correlation de Pearson	0,242922	1	-0,12889	0,074416	-0,93068	0,069183
	Sig. (bilateral)	0,092598		0,377445	0,611335	3,70E-22	0,63668
	N	49	49	49	49	49	49
X1	Correlation de Pearson	-0,58874	-0,12889	1	-0,05763	0,120199	0,012664
	Sig. (bilateral)	8,60E-06	0,377445		0,69407	0,410702	0,931178
	N	49	49	49	49	49	49
X2	Correlation de Pearson	0,175702	0,074416	-0,05763	1	-0,04265	0,854276
	Sig. (bilateral)	0,227206	0,611335	0,69407		0,771052	5,94E-15
	N	49	49	49	49	49	49
X3	Correlation de Pearson	-0,14544	-0,93068	0,120199	-0,04265	1	-0,02688
	Sig. (bilateral)	0,318695	3,70E-22	0,410702	0,771052		0,854523
	N	49	49	49	49	49	49
X4	Correlation de Pearson	0,163882	0,069183	0,012664	0,854276	-0,02688	1
	Sig. (bilateral)	0,26051	0,63668	0,931178	5,94E-15	0,854523	
	N	49	49	49	49	49	49

المصدر: من إعداد الطالبتين وباستخدام برنامج SPSS

لاحظنا من خلال نتائج الجدول أعلاه عدم وجود ارتباط قوي بين المتغيرات المستقلة (نسب الرافعة) وبين معدل العائد على الأموال الخاصة ومعدل العائد على الأصول (نسب الأداء) وتبين وجود ارتباط طردي بين X2 (ديون طويلة الأجل إلى إجمال الأصول)، X4 (ديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة) و Y1 (معدل العائد على الأصول)، حيث بلغت درجات الارتباط بين X2، X4 و Y1 0,175، 0,163، 0,163 على التوالي عند مستويات معنوية غير مقبولة لأن sig أكبر 0,05، ووجود ارتباط عكسي بين X3، X1 و Y1 بدرجات ارتباط بلغت 0,588، 0,145 على التوالي بدون معنوي إحصائية والزيادة في هذه المتغيرات X1، X3 يكون لها أثر سلبي على Y1 (معدل العائد على الأصول) للمؤسسات محل الدراسة

ولاحظنا أيضا وجود ارتباط طردي ضعيف بين X2 (ديون طويلة الأجل إلى إجمال الأصول)، X4 (ديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة) و Y2 (معدل العائد على الأموال الخاصة)، حيث بلغت درجات الارتباط بين X2، X4 و Y2 0,074، 0,069، 0,069 على التوالي عند مستويات معنوية غير مقبولة وارتباط عكسي بين X1 (إجمالي الديون إلى إجمال الأصول)، X3 (إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة) و Y2 (معدل العائد على الأموال الخاصة) بدرجات ارتباط بلغت 0,128، 0,930 على التوالي عند مستويات معنوية غير مقبولة

أما بالنسبة لقيم الارتباط بين المتغيرات المستخدمة، فقد كشفت مصفوفة الارتباط بأنه لا توجد مشكلة ازدواج خطي بين المتغيرات المفسرة وذلك لأن كل منها لم تتجاوز 0,88 وبالتالي جميع المتغيرات يمكن استخدامها

الفرع الثالث: التحليل الإحصائي لمتوسطات متغيرات الدراسة

بعد عرض الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة، سنقوم بحساب متوسطات المتغيرات والمحسوبة للمؤسسات للمقارنة بينها . وكذا معرفة الفروقات بين المؤسسات حسب الجدول الخاص بمتوسطات متغيرات الدراسة:

جدول رقم(2-4): التحليل الإحصائي لمتوسطات متغيرات الدراسة

	Y1	Y2	X1	X2	X3	X4
ENAFOR	0,056696	0,093177	0,401959	0,24035	0,696357	0,422835
HALIBURTON	0,04692	0,06027	0,191297	0,01014	0,239496	0,012442
BAYAT CATERING	0,035845	0,115337	0,701582	0,103589	2,16668	0,361589
ALPHA COMPUTERS	0,018115	0,033274	0,455162	0,006899	0,844364	0,012285
BAYAT CONSTRUCTION	-0,07284	-0,49278	1,014791	0	4,32727	0
ENTP	0,090154	0,125236	0,27727	0,044428	0,393968	0,175188
BASP	-0,05029	-0,10383	0,471729	0,034581	1,068309	0,070632
Mean	0,0178	-0,02419	0,50197	0,062855	1,390921	0,15071
Maximum	0,090154	0,125236	1,014791	0,24035	4,32727	0,422835
Minimum	-0,07284	-0,49278	0,191297	0	0,239496	0

المصدر: من إعداد الطالبتين وباستخدام برنامج SPSS

1. **معدل العائد على الأصول:** يتضح من قيم متوسط Y1 في الجدول أعلاه أن متوسط معدل العائد على الأصول للمؤسسات خلال فترة الدراسة محصور بين أدنى قيمة (0,072%) لمؤسسة BAYAT CONSTRUCTION وأعلى قيمة (0,09%) لمؤسسة ENTP ومتوسط عام يقدر بـ (0,017%) ومن الجدول نستنتج أن نسبة 66,66% للمؤسسات وهي (ENAFOR، BAYAT CATERING، HALIBURTON، ALPHA COMPUTERS، ENTP) كانت متوسطات معدل العائد على الأصول لديها أكبر وهذا يدل على أن النتيجة الصافية لهذه المؤسسات أكبر والباقي من المؤسسات أقل
2. **معدل العائد على الأموال الخاصة (حقوق الملكية):** يتضح من قيم متوسط Y2 أن متوسط معدل العائد على الأموال الخاصة للمؤسسات خلال فترة الدراسة محصوراً بين أدنى قيمة (-0,49) لمؤسسة BAYAT CONSTRUCTION وأعلى قيمة (0,125) لمؤسسة ENTP بمتوسط عام يقدر (-0,024) ومن الجدول نستنتج أن نسبة 66,66% للمؤسسات وهي (ENAFOR، BAYAT CATERING، HALIBURTON، ALPHA COMPUTERS، ENTP) كانت متوسطات معدل العائد على الأموال الخاصة لديها أكبر وهذا يدل على أن النتيجة الصافية لهذه المؤسسات أكبر والباقي من المؤسسات أقل
3. **إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول:** يتضح من قيم متوسط X1 أن متوسط نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول للمؤسسات خلال فترة الدراسة محصوراً بين أدنى قيمة (0,191) لمؤسسة HALIBURTON وأعلى قيمة (0,140) لمؤسسة BAYAT CONSTRUCTION بمتوسط عام قدر بـ (0,502) ومن الجدول نستنتج أن نسبة 33,33% للمؤسسات وهي (BAYAT CATERING، CONSTRUCTION) كانت متوسطات إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول لديها أكبر وهذا يدل على أن إجمالي الديون لهذه المؤسسات أكبر والباقي من المؤسسات أقل

4. ديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول: يتضح من قيم متوسط X2 أن متوسط نسبة ديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول للمؤسسات خلال فترة الدراسة محصوراً بين أدنى قيمة (0) لمؤسسة BAYAT CONSTRUCTION وأعلى قيمة (0,240) لمؤسسة BAYAT CONSTRUCTION بمتوسط عام قدر بـ (0,063) ومن الجدول نستنتج أن نسبة 33,33% للمؤسسات وهي (ENAFOR، BAYAT CATERING) كانت متوسطات ديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول لديها أكبر وهذا يدل على أن ديون طويلة الأجل لهذه المؤسسات أكبر والباقي من المؤسسات أقل

5. إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة: يتضح من قيم متوسط X3 أن متوسط نسبة إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة للمؤسسات خلال فترة الدراسة محصوراً بين أدنى قيمة (0,239) لمؤسسة HALIBURTON وأعلى قيمة (4,327) لمؤسسة BAYAT CONSTRUCTION بمتوسط عام قدر بـ (1,391) ومن الجدول نستنتج أن نسبة 33,33% للمؤسسات وهي (BAYAT CATERING، BAYAT CONSTRUCTION) كانت متوسطات إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة لديها أكبر من المتوسط العام وهذا يدل على أن إجمالي الديون لهذه المؤسسات أكبر والباقي من المؤسسات أقل

6. ديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة: يتضح من قيم متوسط X4 أن متوسط نسبة ديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة للمؤسسات خلال فترة الدراسة محصوراً بين أدنى قيمة (0) لمؤسسة BAYAT CONSTRUCTION وأعلى قيمة (0,422) لمؤسسة ENAFOR بمتوسط عام قدر بـ (0,150) ومن الجدول نستنتج أن نسبة 50% للمؤسسات وهي (ENAFOR، BAYAT CATERING، ENTP) كانت متوسطات ديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة لديها أكبر من المتوسط العام وهذا يدل على أن ديون طويلة الأجل لهذه المؤسسات أكبر من باقي المؤسسات

المبحث الثاني: نتائج اختبار الدراسة القياسية

بعد تحليل المتغيرات المستخدمة في الدراسة والذي نستعين به في تحليل النماذج المستخدمة لقياس أثر الاستدانة (نسب الرافعة) على النمو الداخلي (نسب الأداء المالي) للمؤسسة الاقتصادية في عينة الدراسة خلال فترة (2011-2017) تم تحليل النماذج من الناحية القياسية في المطلبين المواليين

المطلب الأول: نتائج تقدير النماذج القياسية باستخدام مؤشر (ROA=Y1)

حاولنا في هذا المطلب تقدير تأثير الاستدانة (نسب الرافعة) على (الأداء المالي) للمؤسسات عينة الدراسة باستخدام مؤشر العائد وهو معدل العائد على الأصول (معدل المدروية الاقتصادية ROA)، فبعد تفريغ البيانات في برنامج Eviwse9 تحصلنا على النتائج القياسية والتي تم عرضها في ثلاثة فروع، تناولنا في الفرع الأول عرض خطوات اختيار النموذج وفق بيانات الدراسة، أما الفرع الثاني فتم فيه تحليل نتائج تقدير معاملات النموذج بينما قمنا في الفرع الثالث بعرض نتائج الدراسة واختبار الفرضيات.

الفرع الأول: عرض خطوات اختيار النموذج الملائم للدراسة

اعتمدنا على نماذج بانل (النموذج التجميعي، النموذج الثابت والنموذج العشوائي) في تقدير معلمات النماذج القياسية وبعد ذلك قمنا بإجراء الاختبارات اللازمة للاختيار بين النماذج الثلاثة بالاعتماد على برنامج Eviwse9 والجدول التالي يوضح ذلك:

جدول رقم (2-5): تقدير نماذج بانل باستخدام Y1

المتغيرات	النموذج التجميعي	النموذج الثابت	النموذج العشوائي
C	0,092606	0,145043	0,114333
X1	-0,160917	-0,237605	-0,188235
X2	-0,016556	-0,165057	-0,062736
X3	-0,0009	-0,001357	-0,001084
X4	0,054815	0,028462	0,0226
R2	0,381046	0,619099	0,258967

المصدر: من إعداد الطالبين وباستخدام برنامج Eviwse9

أولاً: اختبار وجود آثار فردية ثابتة

بمعنى المفاضلة بين النموذج التجميعي مع نموذج الآثار الفردية الثابتة لمعرفة ما إذا كانت مؤسسات العينة تسلك سلوكاً موحداً (هل هناك تجانس؟) فيما يخص الحد الثابت أو أن لكل مؤسسة سلوكها الخاص. وللقيام بهذه المفاضلة قمنا باستخدام الاختبار الذي يوفره برنامج Eviwse9 وهو اختبار Redundant Fixed Effects Tests. وكانت فرضيات هذا الاختبار كالتالي:

H_0 : نقبل النموذج التجميعي

H_1 : نقبل نموذج التأثيرات الفردية الثابتة

جدول رقم (2-6): نتائج اختبار Redundant Fixed Effects Tests باستخدام Y1=ROA

Redundant Fixed Effects Tests
Equation: Untitled
Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	3.958147	(6,38)	0.0036
Cross-section Chi-square	23.788995	6	0.0006

المصدر: من إعداد الطالبين وباستخدام برنامج Eviwse9

من خلال نتائج الجدول أعلاه لاحظنا أن احتمالية الاختبار أقل من 0,05، مما يعني رفض الفرضية الصفرية وقبول فرضية وجود آثار فردية ثابتة، أي أن النموذج الأفضل هو نموذج الآثار الفردية الثابتة مقارنة مع النموذج التجميعي .

ثانياً: اختبار وجود آثار فردية عشوائية

يعتبر اختبار Breusch-Pagan بأنه الاختبار الأول في أسلوب البيانات المقطعية، يهدف إلى الاختيار ما بين النموذج التجميعي ونموذج الآثار الفردية العشوائية من خلال اختبار فرضياته وهي:

H_0 : نقبل النموذج التجميعي

H_1 : نقبل نموذج التأثيرات العشوائية

جدول رقم (2-7): نتائج اختبار Breusch-Pagan باستخدام $Y1=ROA$

Lagrange Multiplier Tests for Random Effects
Nullhypotheses: No effects
Alternative hypotheses: Two-sided (Breusch-Pagan) and one-sided (allothers) alternatives

	Test Hypothesis	
	Cross-section	Time
Breusch-Pagan	5.575070 (0.0182)	0.064552 (0.0294)
	Both 5.639621 (0.0176)	

المصدر: من إعداد الطالبين وباستخدام برنامج Eviwse9

نلاحظ من الجدول أعلاه أن (Prob.value=0,0176<0,05) احتمالية اختبار Breusch-Pagan الأقل من 0,05 وهذا

يعني رفض الفرضية الصفرية H_0 وقبول الفرضية البديلة H_1 : وجود آثار فردية عشوائية أي أن النموذج المقبول هو نموذج الآثار الفردية مقارنة مع النموذج التجميعي

من نتيجة الاختبارين (Breusch-Pagan ،Redundant Fixed Effects Tests) قمنا بإجراء مفاضلة بين كل من نموذج

الآثار الفردية الثابتة ونموذج الآثار الفردية العشوائية عن طريق Hausman

ثالثاً: اختبار Hausman للمفاضلة بين نموذج الآثار العشوائية ونموذج الآثار الثابتة

يعتبر اختبار Hausman (1978) أحد أهم اختبارات تخصيص الآثار الفردية هل هي ثابتة أو عشوائية؟ وعليه كانت

فرضياته كالتالي:

H_0 : نقبل نموذج التأثيرات العشوائية

H_1 : نقبل نموذج التأثيرات الفردية الثابتة

جدول رقم (2-8): نتائج اختبار Hausman باستخدام Y1=ROA

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	24.773239	4	0.0113

المصدر : من إعداد الطالبين وباستخدام برنامج Eviwse9

من نتائج الجدول كانت قيمة (Prob.value=0,0113<0,05) يعني هذا رفض الفرضية الصفرية H_0 وقبول الفرضية البديلة H_1 . وهذا يدل على أن النموذج الأفضل هو نموذج التأثيرات الثابتة (Fixed Effects model) ورفض نموذج الآثار الفردي العشوائية إذ أن أسلوب تحليل (Fixed Effects) هو أكثر معنوية وكفاءة في تقدير معلمات بيانات الدراسة من أساليب التحليل الأخرى داخل نموذج البيانات المقطعية وعليه قمنا بتقدير نموذج الآثار الفردية الثابتة باستخدام Y1=ROA فتحصلنا على ما يلي:

جدول رقم (2-9): نتائج تقدير معالم نموذج التأثيرات الفردية الثابتة لـ Y1=ROA

Dependent Variable: Y1
Method: Panel Least Squares
Date: 08/08/20 Time: 20:45
Sample: 2011 2017
Periods included: 7
Cross-sections included: 7
Total panel (balanced) observations: 49

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
X1	-0.237605	0.075705	-3.138546	0.0033
X2	-0.165057	0.273029	-0.604539	0.5491
X3	-0.001357	0.001329	-1.020669	0.3139
X4	0.028462	0.073776	0.385784	0.7018
C	0.145043	0.038871	3.731425	0.0006

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)			
R-squared	0.619099	Mean dependent var	0.017800
Adjusted R-squared	0.518861	S.D. dependent var	0.077394
S.E. of regression	0.053684	Akaike info criterion	-2.816660
Sum squared resid	0.109515	Schwarz criterion	-2.391966
Log likelihood	80.00817	Hannan-Quinn criter.	-2.655532
F-statistic	6.176334	Durbin-Watson stat	1.761353
Prob(F-statistic)	0.000016		

المصدر : من إعداد الطالبين وباستخدام برنامج Eviwse9

من نتائج الجدول أعلاه تبين أن المتغيرات المستقلة **X2**، **X3**، **X4** ليس لها دلالة إحصائية لأن Prob. لهذه المتغيرات أكبر من 0,05 إلا أن المعنوية الكلية للنموذج مقبولة من خلال معامل التحديد ($R^2=0,619099$) والذي تدعمه قيمة فيشر لاختبار المعنوية الكلية للنموذج $\text{prob}(F\text{-ststistic})=0,000016$

جدول رقم(2-10): نتائج تقدير التأثيرات الفردية الثابتة على معدل العائد على الأصول لكل مؤسسة

N°	COUNTRY	Effect
1	ENAFOR	0,035743
2	HALIBURTON	-0,051026
3	BAYAT CATERING	0,067247
4	ALPHA COMPUTERS	-0,016844
5	BAYAT CONSTRUCTION	0,029104
6	ENTP	0,013873
7	BASP	-0,078097

المصدر: من إعداد الطالبين وباستخدام برنامج Eviwse9

الفرع الثاني: تحليل نتائج تقدير معاملات نموذج التأثيرات الفردية الثابتة لـ $Y1=ROA$

من نتائج جدول نتائج تقدير معالم نموذج التأثيرات الفردية الثابتة لـ $Y1=ROA$ ومن قيم احتمال معاملات المتغيرات المفسرة

للنموذج لاحظنا ما يلي:

- بالنسبة لنسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول **X1** لها معنوية إحصائية وتأثير سلبي على معدل العائد على الأصول $Y1=ROA$ أي كلما زادت نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول **X1** بوحدة واحدة تنقص $Y1=ROA$ بمقدار (0,237605)
- بالنسبة لنسبة ديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة **X4** ليس لها معنوية إحصائية ولكن لها تأثير إيجابي على العائد على الأصول $Y1=ROA$ أي كلما زادت نسبة ديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة **X4** بوحدة واحدة زادت $Y1=ROA$ بمقدار (0,028462) وحدة
- معامل التحديد $R^2=0,619099$ وهذا يفسر أن التغيرات التي تحدث على المتغير التابع $Y1=ROA$ ناتجة عن التغيرات التي تحدث على المتغيرات المستقلة الداخلة في النموذج بنسبة 61,90%
- يبين الأثر الفردي الثابت لكل مؤسسات عينة الدراسة أن أربع مؤسسات من بين سبع كان لها أثر موجب على معدل العائد على الأصول $Y1=ROA$ وهي (ENAFOR, BAYAT CATERING, BAYAT CONSTRUCTION , ENTP) أما بقية المؤسسات فكان لها أثر سلبي على معدل العائد على الأصول وهذا ما يفسر أن هناك عوامل أخرى تؤثر على الأداء المالي لهذه المؤسسات. وبالنسبة لأكبر أثر فردي سالب فقد حققته مؤسسة BASP بنسبة 7,81%، أما أكبر أثر فردي موجب محقق فكان لمؤسسة BAYAT CATERING بنسبة 6,72% مما يدل أن هذه المؤسسة لها عوامل أخرى تؤثر إيجاباً على الأداء المالي مضافة إلى مؤشرات الاستدانة (الرافعة المالية) أي عوامل أخر تؤثر على معدل العائد على الأصول.

المطلب الثاني: نتائج تقدير النماذج القياسية باستخدام مؤشر (ROE=Y2)

حاولنا في هذا المطلب تقدير تأثير الاستدانة (نسب الرافعة) على (الأداء المالي) للمؤسسة باستخدام مؤشر العائد وهو معدل العائد على الأموال الخاصة (معدل المردودية المالية ROE)، فبعد تفريغ البيانات في برنامج Eviwse9 تحصلنا على النتائج القياسية والتي تم عرضها في ثلاثة فروع، تناولنا في الفرع الأول عرض لخطوات اختيار النموذج وفق بيانات الدراسة، أما الفرع الثاني فتم فيه تحليل نتائج تقدير معلمات النموذج بينما قمنا في الفرع الثالث بعرض نتائج الدراسة واختبار الفرضيات .

الفرع الأول: عرض خطوات اختيار النموذج الملائم للدراسة

نفس الخطوات السابقة في تقدير النماذج القياسية باستخدام مؤشر (ROE=Y2) قمنا بها في تقدير معلمات النماذج القياسية باستخدام مؤشر (ROE=Y2) بالاعتماد على برنامج Eviwse9 والجدول التالي يوضح ذلك:

جدول رقم(2-11): تقدير نماذج بانل باستخدام Y2

المتغيرات	النموذج التجميعي	النموذج الثابت	النموذج العشوائي
C	0,162576	0,455787	0,162576
X1	-0,057078	-0,571577	-0,057078
X2	-0,135231	-0,200915	-0,135231
X3	-0,127542	-0,130127	-0,127542
X4	0,184388	0,003747	0,184388
R2	0,868499	0,889253	0,868499

المصدر: من إعداد الطالبتين وباستخدام برنامج Eviwse9

أولاً: اختبار وجود آثار فردية ثابتة

أي المفاضلة بين النموذج التجميعي ونموذج الآثار الفردية الثابتة لمعرفة ما إذا كانت مؤسسات العينة تسلك سلوكاً موحداً فيما يخص الحد الثابت أو أن لكل مؤسسة سلوكها الخاص. وللقيام بهذه المفاضلة قمنا باستخدام الاختبار الذي يوفره برنامج Eviwse9 وهو اختبار Redundant Fixed Effects Tests. وكانت فرضيات هذا الاختبار كالتالي:

H₀: نقبل النموذج التجميعي

H₁: نقبل نموذج التأثيرات الفردية الثابتة

جدول رقم(2-12): نتائج اختبار Redundant Fixed Effects Tests باستخدام Y2=ROE

Redundant Fixed Effects Tests
Equation: Untitled
Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	3.186852	(6,38)	0.0333
Cross-section Chi-square	38.416442	6	0.0209

المصدر: من إعداد الطالبين وباستخدام برنامج Eviwse9

من خلال نتائج الجدول أعلاه لاحظنا أن احتمالية الاختبار sig أقل من 0,05، مما يعني رفض الفرضية الصفرية وقبول

فرضية وجود آثار فردية ثابتة، أي أن النموذج الأفضل هو نموذج الآثار الفردية الثابتة مقارنة مع النموذج التجميعي

ثانياً: اختبار وجود آثار فردية عشوائية

يهدف اختبار Breusch-Pagan إلى المفاضلة ما بين النموذج التجميعي ونموذج الآثار الفردية العشوائية من خلال اختبار

فرضياته وهي:

H_0 : نقبل النموذج التجميعي

H_1 : نقبل نموذج التأثيرات العشوائية

جدول رقم(2-13): نتائج اختبار Breusch-Pagan باستخدام Y2=ROE

Lagrange Multiplier Tests for Random Effects
Nullhypotheses: No effects
Alternative hypotheses: Two-sided (Breusch-Pagan) and one-sided (allothers) alternatives

	Test Hypothesis		
	Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	0.331708 (0.0647)	0.143323 (0.7050)	0.475031 (0.0107)

المصدر: من إعداد الطالبين وباستخدام برنامج Eviwse9

لاحظنا من الجدول أعلاه أن من (Prob.value=0,0107<0,05) احتمالية اختبار Breusch-Pagan أقل من 0,05

يعني هذا رفض الفرضية الصفرية H_0 وقبول الفرضية البديلة H_1 : وجود آثار فردية عشوائية أي أن النموذج المقبول هو نموذج الآثار الفردية

مقارنة مع النموذج التجميعي

من نتيجة الاختبارين (Breusch-Pagan ، Redundant Fixed Effects Tests) قمنا بإجراء مفاضلة بين كل من نموذج

الآثار الفردية الثابتة ونموذج الآثار الفردية العشوائية عن طريق Hausman

ثالثاً: اختبار Hausman للمفاضلة بين نموذج الآثار العشوائية و نموذج الآثار الثابتة

اختبار Hausman والذي كانت فرضياته كالتالي:

H_0 : نقبل نموذج التأثيرات العشوائية H_1 : نقبل نموذج التأثيرات الفردية الثابتة

جدول رقم(2-14) نتائج اختبار Hausman باستخدام $Y2=ROE$

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	16.268901	4	0.0179

المصدر: من إعداد الطالبين وباستخدام برنامج Eviwse9

من نتائج الاختبار إن قيمة (Prob.value=0,0179<0,05) يعني هذا رفض الفرضية الصفرية H_0 وقبول الفرضية البديلة

H_1 ، أي أن النموذج الأفضل هو نموذج التأثيرات الثابتة (Fixed Effects Model) ونرفض نموذج الآثار الفردي العشوائية إذ أن أسلوب

تحليل (Fixed Effects) هو أكثر معنوية وكفاءة في تقدير معلمات بيانات الدراسة من أساليب التحليل الأخرى داخل نموذج البيانات

المقطعية وعليه قمنا بتقدير نموذج الآثار الفردية الثابتة باستخدام $Y2=ROA$ فتحصلنا على ما يلي:

جدول رقم(2-15): نتائج تقدير معالم نموذج التأثيرات الفردية الثابتة لـ $Y2=ROE$

Dependent Variable: Y2				
Method: Panel Least Squares				
Date: 08/08/20 Time: 21:10				
Sample: 2011 2017				
Periods included: 7				
Cross-sections included: 7				
Total panel (balanced) observations: 49				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
X1	-0.571577	0.443868	-1.287719	0.2056
X2	-0.200915	1.600795	-0.125510	0.9008
X3	-0.130127	0.007794	-16.69661	0.0000
X4	0.003747	0.432556	0.008663	0.9931
C	0.455787	0.227902	1.999922	0.0527
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.889253	Mean dependent var	-0.024188	
Adjusted R-squared	0.860108	S.D. dependent var	0.841542	
S.E. of regression	0.314754	Akaike info criterion	0.720696	
Sum squared resid	3.764669	Schwarz criterion	1.145391	
Log likelihood	-6.657057	Hannan-Quinn criter.	0.881825	
F-statistic	30.51229	Durbin-Watson stat	1.994713	
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: من إعداد الطالبين وباستخدام برنامج Eviwse9

يتضح من نتائج الجدول أعلاه أن المتغيرات المستقلة $X1$ ، $X2$ ، $X4$ ليس لها معنوية إحصائية لأن Prob. لهذه المتغيرات أكبر من 0,05 إلا أن المعنوية الكلية للنموذج مقبولة من خلال معامل التحديد ($R^2=0,889253$) والذي تدعمه قيمة فيشر لاختبار المعنوية الكلية للنموذج $\text{prob}(F\text{-ststistic})=0,0000$

بعد تقدير نموذج الآثار الفردية الثابتة لمعدل العائد على الأموال الخاصة سنقوم باستخراج الآثار الثابتة لكل مؤسسة من خلال الجدول التالي:

جدول رقم(2-16): نتائج تقدير التأثيرات الفردية الثابتة على معدل العائد على الأصول لكل مؤسسة

N°	COUNTRY	Effect
1	ENAFOR	0,004461
2	HALIBURTON	-0,25302
3	BAYAT CATERING	0,361959
4	ALPHA COMPUTERS	-0,051138
5	BAYAT CONSTRUCTION	0,194559
6	ENTP	-0,112534
7	BASP	-0,144287

المصدر: من إعداد الطالبين وباستخدام برنامج Eviwse9

الفرع الثاني: تحليل نتائج تقدير معاملات نموذج التأثيرات الفردية الثابتة لـ $Y2=ROE$

- من نتائج جدول نتائج تقدير معالم نموذج التأثيرات الفردية الثابتة لـ $Y2=ROE$ ومن قيم احتمال معاملات المتغيرات المفصلة للنموذج لاحظنا ما يلي:
- بالنسبة لنسبة إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة $X3$ لها معنوية إحصائية وتأثير سلبي على معدل العائد على الأموال الخاصة $Y2=ROE$ أي كلما زادت نسبة إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة $X3$ بوحدة واحدة تنقص $Y2=ROE$ بمقدار (0,130127)
 - بالنسبة لنسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول $X1$ ونسبة ديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول $X2$ ليس لها معنوية إحصائية ولها تأثير سلبي على العائد على الأموال الخاصة $Y2=ROE$
 - بالنسبة لنسبة ديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة $X4$ ليس لها معنوية إحصائية ولكن لها تأثير إيجابي على العائد على الأموال الخاصة $Y2=ROE$ أي كلما زادت نسبة ديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة $X4$ بوحدة واحدة زادت $Y2=ROE$ بمقدار (0,03747) وحدة
 - معامل التحديد $R^2=0,889253$ هذا يفسر أن التغيرات التي تحدث على المتغير التابع $Y2=ROE$ ناتجة عن التغيرات التي تحدث على المتغيرات المستقلة الداخلة نسبة 88,92% في النموذج

- يبين الأثر الفردي الثابت لكل مؤسسات عينة الدراسة أن ثلاث مؤسسات من بين سبع كان لها أثر موجب على معدل العائد على الأموال الخاصة $Y2=ROE$ وهي (ENAFOR, BAYAT CATERING, BAYAT CONSTRUCTION) أما بقية المؤسسات فكان لها أثر سلبي على معدل العائد على الأموال الخاصة وهذا ما يفسر أن هناك عوامل أخرى تؤثر على الأداء المالي لهذه المؤسسات. وبالنسبة لأكبر أثر فردي سالب فقد حققته مؤسسة HALIBURTON بنسبة 25,30% ، أما أكبر أثر فردي موجب محقق فكان لمؤسسة BAYAT CATERING بنسبة 36,20% مما يدل أن هذه المؤسسة لها عوامل أخرى تؤثر إيجاباً على النمو الداخلي مضافة إلى الاستدانة (الرافعة المالية) أي وجود عوامل آخر تؤثر على معدل العائد على الأموال الخاصة (الأداء المالي)

المبحث الثالث: مناقشة وتفسير نتائج الدراسة القياسية واختبار الفرضيات

بعد تتبع نتائج الدراسة التطبيقية للعوامل المؤثر على العائد أي معدل المردودية، اقتصادية كانت أو المالية من أجل الإجابة على التساؤل التالي ما هو أثر الاستدانة على النمو الداخلي؟ باستخدام مؤشرات العائد (نسب الأداء $Y1=ROA$ ، $Y2=ROE$). ومؤشرات الاستدانة (نسب الرافعة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول $X1$ ونسبة ديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول $X2$ ، إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة $X3$ ، ديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة $X4$) أظهرت الدراسة وجود تأثير لبعض مؤشرات الاستدانة (نسب الرافعة) على كل من العائد على الأصول والعائد على الأموال الخاصة لمؤسسات العينة وعليه قمنا في هذا المبحث بتحليل وتفسير نتائج الدراسة واختبار صحة الفرضيات خلال فترة الدراسة (2011-2017)

المطلب الأول: تحليل نتائج دراسة مؤشرات العائد

تُعتمد نماذج تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية في الغالب من أجل تفسير معظم نشاطات المؤسسة (تنوع، تخصيص، إنتاج جديد، توسع واندماج... إلخ) باستخدام البيانات المالية والمحاسبية والتقارير. وعليه قمنا من خلال هذا المطلب بتحليل نتائج العوامل المؤثر على معدل العائد على الأصول ومعدل العائد على الأموال الخاصة كمؤشرات لقياس عائد النمو الداخلي (الأداء المالي) عند التمويل عن طريق الاستدانة.

الفرع الأول: معدل العائد على الأصول

من خلال النتائج التطبيقية لتقدير معلمات النموذج الثابت ذو الأثر الفردي تبين وجود متغير ذو دلالة إحصائية له تأثير سلبي على (معدل العائد على الأصول) لمؤسسات العينة وهو نسبة الاستدانة (إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول) كما ساهمت المتغيرات المستقلة مجتمعة في تفسير التغيرات التي تطرأ على المتغير التابع (معدل العائد على الأصول) بنسبة 61,90% ويمكن التفسير أن زيادة نسبة الاستدانة تؤدي إلى انخفاض القدرة على تمويل أصول المؤسسة وهو ما يؤثر سلباً على معدل المردودية الاقتصادية (معدل العائد على الأصول على) وإيجاباً على معدل المردودية المالية (معدل العائد على حقوق الملكية) أي على أداء المؤسسة (وهذا يعكس عدم قدرة المؤسسة على زيادة أصولها من جديد من أجل النمو الداخلي أو التوسع أكثر).

وأظهرت النتائج وجود علاقة إيجابية دون دلالة إحصائية بين (ديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة) ومعدل العائد على الأصول لكن معامل هذا المتغير لا يفسر المتغير التابع وبالتالي لا يمثل أثر على الأداء المالي الناتج رغم أن الدلالة الإحصائية الكلية للنموذج مقبولة ويمكن التفسير أن زيادة نسبة ديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة لا تؤدي بالضرورة إلى انخفاض القدرة على الاقتراض من جديد لتمويل الاستثمار والتوسع والنمو).

وجود علاقة سلبية بدون دلالة إحصائية بين (ديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول وإجمالي الديون إلى الأموال الخاصة) ومعدل العائد على الأصول وهذا يفسر عدم تأثير (ديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول وإجمالي الديون إلى الأموال الخاصة) على معدل العائد على الأصول. ويمكن التفسير أن زيادة كل من نسبي (ديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول وإجمالي الديون إلى الأموال الخاصة) لا تؤدي بالضرورة إلى عدم القدرة على الاقتراض لتمويل الاستثمار، التوسع والنمو أي لا تؤدي إلى عدم القدرة على تحقيق المردودية المطلوبة أو عدم تحقيق الأداء المالي جيد.

الفرع الثاني: معدل العائد على الأموال الخاصة

من خلال النتائج التطبيقية لتقدير معلمات النموذج الثابت ذو الأثر الفردي تبين وجود متغير ذو دلالة إحصائية له تأثير سلبي على معدل العائد لمؤسسات العينة أي على المتغير التابع (معدل العائد على الأموال الخاصة) والذي يمثل (إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة) كما ساهمت المتغيرات المستقلة مجتمعة في تفسير التغيرات التي تطرأ على المتغير التابع (معدل العائد على الأصول) بنسبة 88,92% ويمكن التفسير أن زيادة نسبة إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة تؤدي إلى عدم قدرة المؤسسة على الاقتراض من جديد وهو ما ينعكس سلباً على معدل العائد على الأموال الخاصة (حقوق الملكية) (أي عدم القدرة على النمو عند التمويل عن طريق الاستدانة وبالتالي عدم القدرة على تحقيق أداء مالي جيد)

وأظهرت النتائج وجود علاقة إيجابية بدون معنوية إحصائية بين (ديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة) ومعدل العائد على الأموال الخاصة لكن معامل هذا المتغير لا يفسر المتغير التابع وبالتالي لا يمثل أثر على الأداء المالي الناتج. رغم أن الدلالة الإحصائية الكلية للنموذج مقبولة ويمكن التفسير أن زيادة نسبة (ديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة) لا تؤدي بالضرورة إلى انخفاض القدرة على الاقتراض أي لا تفسر (عدم القدرة على الاقتراض من جديد لتمويل الاستثمار والتوسع والنمو)

وجود علاقة سلبية دون دلالة إحصائية بين (إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول وديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول) وبين معدل العائد على الأموال الخاصة وهذا يفسر عدم تأثير (إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول وديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول) على معدل العائد على الأموال الخاصة و يمكن التفسير أن (هذا لا يعكس بالضرورة عدم قدرة المؤسسة على زيادة أصولها من جديد من أجل النمو الداخلي أو التوسع أكثر) كما لا يعكس عدم القدرة على الاقتراض لتمويل الاستثمار، التوسع والنمو وبالتالي لا يعكس عدم القدرة على تحقيق المردودية المطلوبة أي الأداء المالي جيد)

المطلب الثاني: نتائج اختبار الفرضيات حسب النموذج المقترح

من خلال النتائج السابقة تم في هذا المطلب تلخيص نتائج اختبار الفرضيات المقترحة من خلال النماذج المقترحة التي تبين العوامل المؤثر في الأداء المالي (النمو الداخلي) معدل العائد على الأصول ومعدل العائد على الأموال الخاصة.

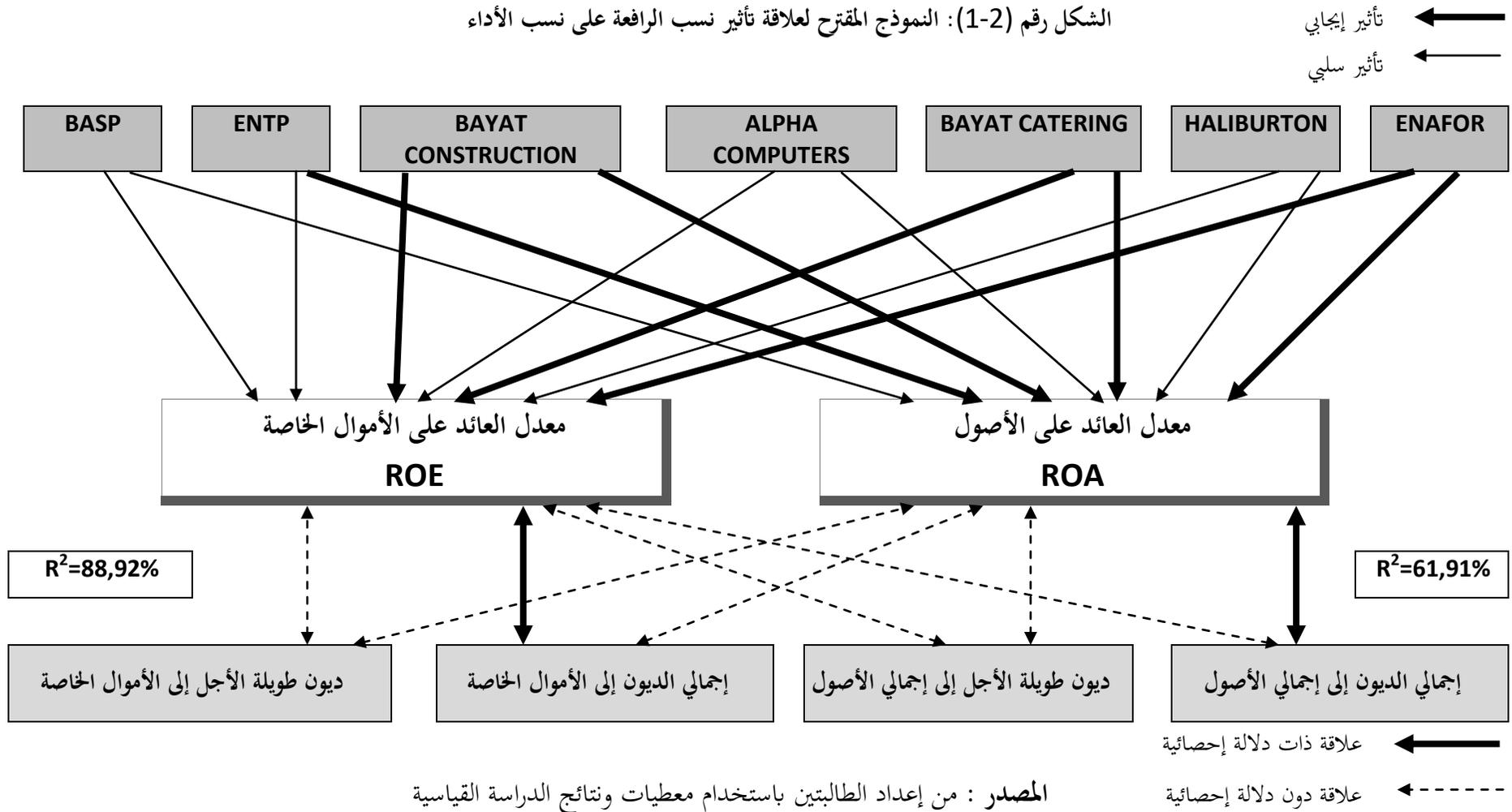
وبالاعتماد على النتائج المتحصل عليها من النموذج الأمثل قمنا باختبار فرضيات الدراسة باستخدام مؤشرات الأداء المالي (معدل العائد على الأصول ومعدل العائد على الأموال الخاصة). والتي قسمت إلى أربع فرضيات حسب عدد المتغيرات المستقلة والجدول التالي يوضح ذلك:

جدول رقم (2-17): نتائج اختبار الفرضيات

الفرضية		النتائج المتحصل عليها		الأثر المتوقع	المتغيرات المستقلة
نموذج ROE=Y2	نموذج ROA=Y1	نموذج ROE=Y2	نموذج ROA=Y1		
رفض	قبول	(-)	*(-)	تأثير سالب/ موجب	إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول
رفض	رفض	(-)	(-)	تأثير سالب	ديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول
قبول	رفض	*(-)	(-)	تأثير سالب	إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة
رفض	رفض	(+)	(+)	تأثير سالب/ موجب	ديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة

المصدر: من إعداد الطالبتين باستخدام نتائج الدراسة القياسية

الشكل رقم (1-2): النموذج المقترح لعلاقة تأثير نسب الرافعة على نسب الأداء



خلاصة

حاولنا من خلال الدراسة التطبيقية الإجابة على إشكالية البحث والمتمثلة في ما هو أثر الاستدانة في النمو الداخلي للمؤسسة الاقتصادية؟ في عينة الدراسة للفترة الممتدة بين (2011-2017) باستخدام مؤشري (العائد) وهما من (نسب الأداء) معدل العائد على الأصول ومعدل العائد على الأموال الخاصة. واعتمادهما كمتغيرين تابعين أما بالنسبة للمتغيرات المستقلة المؤثرة في نسب الأداء سألفة الذكر، فتم اعتماد مؤشرات الاستدانة (نسب الرافعة) وهي (إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول، ديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول، إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة وديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة). وقمنا بتحليل الإحصائي الوصفي للمتوسطات الحسابية من أجل المقارنة بين مؤسسات الدراسة وكذا التحليل الوصفي للمتغيرات باستخدام (الوسط الحسابي، الانحراف المعياري ومعامل الاختلاف). ولتحديد العوامل المؤثر في مؤشري العائد استخدمنا أدوات الاقتصاد القياسي كالنماذج الطولية (نماذج بانل) Panel data من أجل تقدير النموذج الأمثل للدراسة على أساس نماذج بانل (النموذج التجميعي، النموذج الثابت والعشوائي) وباستخدام برنامج Eviews10

وأظهرت نتائج الدراسة أن النموذج الملائم باستخدام كل من مؤشري العائد (معدل العائد على الأصول ومعدل العائد على الأموال الخاصة) هو نموذج الآثار الفردية الثابتة وتوصلت الدراسة التطبيقية إلى مجموع من النتائج القياسية الخاصة بالعوامل المؤثرة على النمو الداخلي للمؤسسات محل الدراسة عند التمويل عن طريق الاستدانة من خلال نموذجي الآثار الفردية الثابت لكل من معدل العائد على الأصول ومعدل العائد على الأموال نذكر منها:

- وجود تأثير سلبى ذو دلالة إحصائية لنسبة الاستدانة (إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول) على معدل العائد على الأصول
 - وجود تأثير سلبى ذو دلالة إحصائية لنسبة (إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة) على معدل العائد على الأموال الخاصة
- وحسب النتائج المتوصل إليها يجب على الإدارة المالية في هذه المؤسسات عند اتخاذ قرار النمو الداخلي الأخذ بعين الاعتبار نسبة الاستدانة (إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول) لأنها تؤثر سلباً على الأداء المالي ولها علاقة ذات دلالة إحصائية مع العائد على الأصول أما بالنسبة لنموذج معدل العائد على الأموال الخاصة فإنه يجب على الإدارة المالية لمؤسسات محل الدراسة عند اتخاذ قرار النمو الداخلي الأخذ بعين الاعتبار نسبة (إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة) لأنها تؤثر سلباً على الأداء المالي ولها علاقة ذات دلالة إحصائية مع معدل العائد على الأموال الخاصة .

ومما سبق فإن الأداء المالي سواء معدل العائد على الأصول أو معدل العائد على الأموال الخاصة لمؤسسات عينة الدراسة يتأثر سلباً بكل من نسبة الاستدانة ونسبة إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة على التوالي وهو ما يفسر وجود علاقة عكسية بين الأداء المالي والعوامل المؤثر فيه عند تبني إحدى استراتيجيات النمو الداخلي للمؤسسة الاقتصادية في حال كان التمويل عن طريق الاستدانة وهذا ما ينفي العلاقة الطردية بين الاستدانة والأداء المالي (النمو الداخلي) المذكورة في الفرضيات.

الخاتمة

منذ بداية الدراسات حول النمو، داخلي كان أو خارجي للمؤسسة الاقتصادية أخذت فرضية تأثير تنوع مصادر التمويل في الهيكل المالي على نشاط المؤسسة الاقتصادية نقاشاً مستفيضاً في البحث والدراسة لإثبات هذه الفرضية، كما انطوى الجدل أيضاً حول العلاقة بين نمو المؤسسة الاقتصادية وتمويل هذا النمو عن طريق الاستدانة. فبالرغم من أن العديد من الأدبيات النظرية والدراسات التطبيقية تناولت العلاقة بين التمويل عن طريق الاستدانة والنمو، إلا أنها لم تصل إلى إجماع حول طبيعة هذه العلاقة التي مازالت غامضة، الأمر الذي جعل منها محط اهتمام العديد من الباحثين. وعليه كان هدف الدراسة محاولة تبيان هذه العلاقة وذلك من خلال الإجابة عن الإشكالية الموضوعية في المقدمة والتأكد من صحة الفرضيات. بالتطرق لبعض ما تعلق بالجانب النظري والجانب التطبيقي لهذا الموضوع في عينة الدراسة وفي الفترة الممتدة بين (2011-2017)

ولتحقيق معدلات نمو إيجابية لأي مؤسسة اقتصادية تعتمد في تمويلها على الاستدانة كان من الضروري توضيح العلاقة بين النمو الداخلي (الأداء المالي) والعوامل المؤثر عليه انطلاقاً من تحديد أثر الاستدانة عن طريق نسب المديونية (نسب الرافعة) على النمو مُثلاً بنسب الأداء. ولقد توصلت الدراسة إلى جملة من النتائج وكذا بعض التوصيات سنوردها فيما يلي:

✓ نتائج الدراسة واختبار الفرضيات

من خلال هذا العنصر تم عرض اختبار الفرضيات، الاستنتاجات، التوصيات وآفاق البحث:

✚ اختبار الفرضيات

1. **الفرضية الأولى:** أظهرت نتائج الدراسة باستخدام نموذج الآثار الثابتة لكل من مؤشري العائد (معدل العائد على الأصول ومعدل العائد على الأموال الخاصة) وما خلصت إليه نتائج الدراسة القياسية الخاصة بالعوامل المؤثرة على النمو الداخلي للمؤسسات محل الدراسة عند التمويل عن طريق الاستدانة وجود تأثير سلبي ذو دلالة إحصائية لنسبة الاستدانة (إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول) على معدل العائد على الأصول وتأثير سلبي ذو دلالة إحصائية لنسبة (إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة) وهو ما يفسر وجود علاقة عكسية بين حجم الاستدانة و(الأداء المالي) عوائد النمو الداخلي ما ينفي العلاقة الطردية بين حجم الاستدانة والنمو الداخلي المذكورة في الفرضيات.

2. **الفرضية الثانية:** نتيجة العلاقة العكسية بين حجم الاستدانة والنمو الداخلي (الأداء المالي) هذا يفسر أن عوائد النمو المناسبة (المطلوبة) واتخاذ قرارات النمو مشروطة بوجود حجم استدانة يحقق معدل مردودية اقتصادية (معدل العائد على الأصول) يغطي تكلفة الاستدانة على الأقل

3. **الفرضية الثالثة:** بما أن بعض متغيرات النموذجين المقدرين ليس لها دلالة إحصائية رغم أنها تؤثر إيجاباً على الأداء المالي فإنه لا يمكن الجزم بأنه عند حجم استدانة أمثل يتحقق عائد (أداء مالي) أمثل، فعلى الأقل معدل المردودية المالية (معدل العائد على الأموال الخاصة) لا يدل دائماً على وجود نشاط فعلي يفسر النمو وهذا ما يفضي إلى وجود عوامل أخرى تؤثر على الأداء المالي تجعل منه أمثل.

استنتاجات

من خلال النتائج التطبيقية لتقدير معلمات النموذج الثابت ذو الأثر الفردي خلصنا إلى الاستنتاجات الخاصة بمؤسسات عينة الدراسة :

1. لا تعكس مؤشرات المديونية (نسب الرافعة) أثر الاستدانة على النمو الداخلي للمؤسسة الاقتصادية بصفة منفردة بل يوجد عوامل أخرى تساهم في التغيرات التي تطرأ على مؤشرات الأداء سواء بالنسبة إلى معدل العائد على الأصول أو معدل العائد على الأموال الخاصة

2. ساهمت التغيرات المستقلة مجتمعة في تفسير التغيرات التي تطرأ على المتغير التابع معدل العائد على الأصول (النمو الداخلي) بنسبة 61,90%

3. وأظهرت النتائج وجود علاقة إيجابية دون دلالة إحصائية بين (ديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة) ومعدل العائد على الأصول (النمو الداخلي)

4. وجود علاقة سلبية بدون دلالة إحصائية بين (ديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول وإجمالي الديون إلى الأموال الخاصة) ومعدل العائد على الأصول

5. وتبين وجود متغير ذو دلالة إحصائية له تأثير سلبي على معدل العائد لمؤسسات العينة وذلك لتفسير المتغير التابع معدل العائد على الأموال الخاصة (النمو الداخلي) ويمثل إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة (الاستدانة)

6. وساهمت التغيرات المستقلة مجتمعة في تفسير التغيرات التي تطرأ على المتغير التابع (معدل العائد على الأصول) بنسبة 88,92%

7. وأظهرت النتائج وجود علاقة إيجابية بدون دلالة إحصائية بين (ديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة) ومعدل العائد على الأموال الخاصة

8. وجود علاقة سلبية بدون دلالة إحصائية بين (إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول وديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول) (الاستدانة) ومعدل العائد على الأموال الخاصة (النمو الداخلي)

التوصيات

على ضوء ما توصلت إليه الدراسة من نتائج تفسر وجود علاقة عكسية بين نسبي إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول وإجمالي الديون إلى الأموال الخاصة (مثلة للاستدانة) وبين نسبي معدل العائد الأصول ومعدل العائد على الأموال الخاصة (مثلة للنمو الداخلي) على التوالي نوصي:

1. الإدارة المالية لمؤسسات عينة الدراسة بضرورة إجراء تقييم للهيكال المالي عند القيام بعمليات النمو خاصة إذا كان التمويل عن طريق أموال خارجية (استدانة)

2. أنه من الضروري على الإدارة المالية في مؤسسات عينة الدراسة ملاءمة مصادر التمويل مع طرق النمو بما يسمح من تقليل المخاطر وتحقيق العائد المطلوب
3. على الإدارة المالية إيجاد توليفة الهيكل المالي المتوازنة بين مصادر التمويل الخارجي والداخلي التي تسمح باستمرار النشاط
4. ضرورة اهتمام إدارة مؤسسات الدراسة بأهمية الإدارة المالية لتحقيق أداء مالي جيد يدعم استمرار هذه المؤسسات في محيطها ونخص المؤسسات الخاصة منها.

آفاق البحث

من خلال ما تم تناوله في هذه الدراسة لأثر الاستدانة على النمو الداخلي للمؤسسة الاقتصادية ومن خلال ما توصلنا إليه من نتائج واستنتاجات، توصي الدراسة بإمكانية مواصلة البحث في المواضيع التالية:

1. أثر توليفة الهيكل المالي المتوازنة في عملية نمو المؤسسة الاقتصادية
2. أثر التحفيز المالي الداخلي والخارجي (الإعفاءات الضريبية والقوانين التنظيمية الخاصة بالاستثمار...إلخ) على النمو باستخدام التحليل الإحصائي في برنامج SPSS عن طريق الاستبيانات
3. استخدام نماذج معدلات النمو كأداة لتقييم الأداء المالي
4. دور استراتيجيات النمو في تحسين الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية
5. أساليب اختيار استراتيجيات النمو في تحسين الأداء المالي (المفاضلة بين البدائل الإستراتيجية باستخدام النموذج المتعدد)

المراجع

قائمة المراجع

أولاً: المصادر والمراجع باللغة العربية

الكتب:

1. إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس وتطبيقات، الطبعة الثانية، عمان: دار وائل للنشر، 2011.
2. الياس بن ساسي، الخيارات الاستراتيجية لنمو المؤسسة، الطبعة الأولى: دار وائل للنشر، 2011.
3. بخرز يعدل فريدة، تقنيات وسياسة التمويل المصرفي، الطبعة الرابعة، الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية، 2008.
4. جليل كاظم مدلول العارض، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الأولى، عمان: دار صفاء للنشر، 2013.
5. عدنان تايه النعيمي، ارشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، الأردن: دار اليازوري، 2009.
6. محمد صلاح الحناوي، أدوات التحليل والتخطيط في الإدارة المالية، مصر: دار الجامعات المصرية.

المقالات:

1. الياس بن ساسي، محاولة ضبط مفهوم النمو الداخلي والنمو الخارجي للمؤسسة الاقتصادية كمنطلق للمفاضلة بينهما، مجلة الباحث، العدد 6، 2008.
2. سليمان شلال، علي البقوم، العوامل المحددة للهيكل المالي في شركات الأعمال، حالة تطبيقية في شركات المساهمة، مجلة المنارة، المجلد 14، العدد الأول، 2008.
3. دادن عبد الغاني، قراءة في الأداء والقيمة في المؤسسة الاقتصادية، مجلة الباحث، العدد 04، جامعة ورقلة الجزائر، 2006.
4. دادن عبد الوهاب، تحليل المقاربات النظرية حول امثليه الهيكل المالي، مجلة الباحث، العدد 04، 2006.
5. محمد الأمين وليد، دور الجباية في اختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة، مجلة الدراسات المالية، المحاسبية والادارية، العدد 6، 2016.
6. نجمة بوفليس، خصائص الاستدانة في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، {على الخط}، العدد 01، 2015، متاح على <http://asjp.cerist.dz/> {2020/5/1}.

الملتقيات:

1. دادن عبد الغاني، دور تكلفة رأس المال في اتخاذ قرار تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة والرفع المالي كاستراتيجية للنمو الداخلي، الدورة التدريبية الدولية حول تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطويرها في الاقتصاديات المغاربية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، 25-28 ماي 2003.
2. يوسف قريشي، إلياس بن ساسي، خصائص ومحددات الهياكل التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الملتقى الدولي "متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية"، يومي 17 و18 أفريل 2006، جامعة ورقلة.

الأطروحات والمذكرات:

1. أسماء ريم، مدى تأثير الرافعة المالية على تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة مكملة لنيل شهادة ماستر أكاديمي (غير منشورة)، علوم مالية ومحاسبة، ورقلة، جامعة قاصدي مرباح، 2015/05/23.
2. حليلة تلامي، محددات الهيكل المالي للمؤسسات الخدمائية المدرجة في البورصة، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي (غير منشورة)، علوم مالية و محاسبة، ورقلة، جامعة قاصدي مرباح. 2018/2017.
3. حنان عميرة، مصادر تمويل الاستثمارات في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي (غير منشورة)، مالية مؤسسة، سكيكدة، جامعة 20 أوت 1955، 2014/2013.
4. راضية بوزنادة، تقييم سياسة الاستدانة في المؤسسة الاقتصادية، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي (غير منشورة)، علوم مالية ومحاسبة، ورقلة، جامعة قاصدي مرباح، 2014/06/10.
5. رملة فراق، أثر التوليفات المالية على الأداء المالي للمؤسسة، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي (غير منشورة)، مالية وبنوك، أم البواقي، جامعة أم البواقي.
6. زغود تبر، محددات سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير (غير منشورة)، علوم مالية ومحاسبة، ورقلة، جامعة قاصدي مرباح، 2 جويلية 2009.
7. سعاد سعادة، أثر السياسة التمويلية على الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي غير (غير منشورة)، علوم مالية ومحاسبة، ورقلة، جامعة قاصدي مرباح، 2017/05/13.
8. سلمى كروط، تقييم القرارات المالية وأثرها على النمو الداخلي للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي (غير منشورة)، علوم مالية ومحاسبة، ورقلة، جامعة قاصدي مرباح، 2016/05/26.
9. سمية دربال، استراتيجية نمو المؤسسة ومنطقها المالي، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير (غير منشورة)، ورقلة، جامعة قاصدي مرباح، 2012/2011.
10. سهيلة قمو، محددات الهيكل المالي في المؤسسات البنوكية الوطنية، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي (غير منشورة)، علوم مالية ومحاسبة، ورقلة، جامعة قاصدي مرباح، 2016.
11. عادل لعجالي، دور تحليل الموارد والكفاءات في تحديد استراتيجيات نمو المؤسسة، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير (غير منشورة)، علوم التسيير، سطيف، جامعة فرحات عباس، 2012/2011.
12. عبد الرؤوف رحوني، أثر مصادر التمويل على قرار الاستثمار في المؤسسة الاقتصادية الجزائرية، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي (غير منشورة)، علوم مالية ومحاسبة، ورقلة، جامعة قاصدي مرباح، 2019/06/18.
13. عبد الوهاب دادن، دراسة تحليلية للمنطق المالي لنمو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية نحو بناء نموذج لترشيد القرارات المالية، أطروحة مقدمة ضمن نيل شهادة الدكتوراه، ورقلة، جامعة قاصدي مرباح، 2008.
14. علي الأبيض، دراسة أثر الرفع المالي على المردودية المالية، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي (غير منشورة)، علوم مالية ومحاسبة، ورقلة، جامعة قاصدي مرباح، 2016/05/25.
15. فاروق بوخبزة، أثر الاستدانة على الأداء المالي للمؤسسات البنوكية الجزائرية، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي (غير منشورة)، علوم مالية ومحاسبة، ورقلة، جامعة قاصدي مرباح، 2018/05/22.
16. فاطمة الزهراء شايب، قياس أثر الرفع المالي على الأداء المالي، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي غير منشورة، علوم مالية ومحاسبة، ورقلة، جامعة قاصدي مرباح، 2018/05/10.

17. محمد كربوش، استراتيجية نمو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه علوم التسيير، تلمسان، جامعة أبو بكر بلقايد، 2013-2014.
18. معاذ حراش، أحمد نمر، أثر الهيكل المالي على القرارات المالية للمؤسسة، مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير أكاديمي (غير منشورة)، علوم مالية ومحاسبة، لبويرة، جامعة أكلي محند أوالحاج، 2014/2015.
19. منيرة سعود، أثر الهيكل المالي على الأداء المالي، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماجستير أكاديمي (غير منشورة)، تقنيات الكمية في المالية، ورقلة، جامعة قاصدي مرباح، 2017/05/16.

ثانياً: المراجع باللغة الأجنبية

1. Alain Capiez, élément de gestion fainancière, Masson, 4 ed paris, 1994.
2. André Farber, Eléments d'analyse financière, université Libre de Bruxelles, 2002.
3. Dovogien, Gestion Financière de L'entreprise, Dunod, Paris, 2008.
4. Faris AL- Shubiri, "Determinants of Capital Structure Choice", GraduateStudies, Department of Finance and Banking, Jordan, Amman Arab University, Received: (29/10/2009).
5. Florence Dalahaya, JaquelineDalahaya, finance d'entreprise manuel et applications, 2édition, DUNOD, Paris, 2009.
6. Jonthan Berk, PerterDemazro, Edition française Dirigée par Cunther Capelle-Blancad, Nicolas Couderc, Finance D'entreprise, Pearson Education, France, 2008.
7. NimaSepehrSadeghian and others, Debt Policy andcorporatePerformance, International Journal of Economics and Finance, Vol. 4, No. 11: Published by Canadian Center of Science and Education, 20.
8. Sana Tauseef and others ,Effect of DebtFinancingonCorporateFinancial Performance, PAKISTAN BUSINESS REVIEW, JAN 2015.

ثالثاً: مواقع الانترنت

1. <http://www.sciencedirect.com>

الملاحق

ملحق رقم 01: متغيرات دراسة تأثير نسب الرافعة على نسب الأداء (مؤشرات العائد)

المؤسسة	عدد مشاهدات	السنة	Y1	Y2	X1	X2	X3	X4
			العائد على الأصول النتيجة الصافية إلى إجمالي الأصول	العائد على حقوق الملكية النتيجة الصافية إلى الأموال الخاصة	إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول	ديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول	إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة	ديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة
ENAFOR	1	2011	0.049177118	0.075371676	0.347538492	0.225034315	0.532657465	0.344900522
	2	2012	0.044432889	0.067266327	0.339448259	0.217815935	0.513885951	0.329748484
المؤسسة الوطنية للتنقيب	3	2013	0.072471498	0.107466066	0.325633652	0.1176953	0.482873519	0.174527244
	4	2014	0.105411593	0.164977274	0.361053856	0.161088617	0.565077134	0.252116111
	5	2015	0.080004804	0.146170204	0.452659968	0.274936493	0.827017834	0.502313877
	6	2016	0.035006027	0.0710424	0.507251621	0.348563528	1.029433361	0.707386453
	7	2017	0.010370272	0.019947774	0.480128839	0.337318029	0.923553517	0.64884928
HALIBURTON	8	2011	0.118343291	0.143417477	0.174833545	0.002803633	0.211876699	0.003397658
	9	2012	0.124924903	0.173186278	0.278667435	0.004689444	0.386323102	0.006501085
شركة هاليبورتون لخدمة الأبار	10	2013	0.016317687	0.019576536	0.16646707	0.005513834	0.199712649	0.006615017
	11	2014	-0.008879431	-0.010625647	0.164339715	0.015732569	0.19665852	0.018826513
	12	2015	0.006897221	0.0082459	0.163557613	0.016021469	0.195539604	0.019154301
	13	2016	0.039803406	0.049618276	0.197807555	0.012861537	0.246583668	0.016032983
	14	2017	0.031030116	0.038470468	0.19340424	0.013360492	0.239778399	0.016564049
BAYAT CATERING	15	2011	0.087250151	0.217877338	0.599544625	0	1.497157141	0
	16	2012	0.033862017	0.097283932	0.651925899	0	1.872951468	0
شركة ذات أسهم بيات كاترينق	17	2013	0.028799923	0.114873091	0.74928921	0	2.988659605	0
	18	2014	0.029820869	0.128149026	0.767295091	0	3.297293491	0
	19	2015	0.026564886	0.095956727	0.72315765	0.207371069	2.612164104	0.74905833
	20	2016	0.026511082	0.08933853	0.703251414	0.282750076	2.369855987	0.952827036
	21	2017	0.018104119	0.063883576	0.716607619	0.234998863	0.528676378	0.829234938
ALPHA COMPUTERS	22	2011	0.025232577	0.040999195	0.384559214	0.012536576	0.62485169	0.020370077
	23	2012	0.016835978	0.032372636	0.479931802	0.002022174	0.922824748	0.003888286
شركة ذات أسهم ألفا كومبيوتر	24	2013	0.01452799	0.026419276	0.450098868	0.001174284	0.818508717	0.002135446
	25	2014	0.011983329	0.021630754	0.446005028	0.013621228	0.805070536	0.024587277
	26	2015	0.020184415	0.035247536	0.42735245	0.011037657	0.746274829	0.019274782
	27	2016	0.009840838	0.01948921	0.495062224	0.004980792	0.980442046	0.009864169
	28	2017	0.028202891	0.056760542	0.503125053	0.002918371	1.012578839	0.005873452

BAYAT CONSTRUCTI- ON	29	2011	0.025599287	0.15048895	0.829892579	0	4.878638383	0
	30	2012	0.0060689	0.037524758	0.838269454	0	5.18312396	0
شركة ذات أسهم بيات للبناء	31	2013	0.006856676	0.041892452	0.836326708	0	5.109732322	0
	32	2014	-0.139664278	-5.606709914	0.975093629	0	39.15037329	0
	33	2015	-0.134289729	1.255526622	1.106958886	0	-10.3493968	0
	34	2016	-3.80E-05	0.000350904	1.1082852	0	-10.2348727	0
	35	2017	-0.27443882	0.671470835	1.408712945	0	-3.44670502	0
ENTP	36	2011	0.050992947	0.082376036	0.380973532	0.074580224	0.61543981	0.120479863
	37	2012	0.093390794	0.130334959	0.288911386	0.061423648	0.40629449	0.86379737
المؤسسة الوطنية للأشغال في الأبار	38	2013	0.102395491	0.151819783	0.325545799	0.060922196	0.482680363	0.090328144
	39	2014	0.138857305	0.198541607	0.300613573	0.038056695	0.429824717	0.054414403
	40	2015	0.109894498	0.141366975	0.222629629	0.036370599	0.286388107	0.046786706
	41	2016	0.071541122	0.09326964	0.23296453	0.022919142	0.303720675	0.029880159
	42	2017	0.064004407	0.078944714	0.189250246	0.016722954	0.233426215	0.02062653
BASP	43	2011	0.09728127	0.146459041	0.33577832	0.031637106	0.505521471	0.047630342
	44	2012	-0.113207127	-0.145362928	0.221210468	0.037538556	0.284043967	0.048201156
بار ويد الجزائر لخدمات الأبار	45	2013	-0.130638614	-0.207683794	0.370973482	0.0340848	0.589758096	0.054186586
	46	2014	-0.048132866	-0.090986876	0.470991111	0.041586497	0.890327403	0.078612096
	47	2015	-0.046163264	-0.12334942	0.62575208	0.030119752	1.67202554	0.080480745
	48	2016	-0.03042975	-0.085318684	0.643340135	0.027403205	1.803791785	0.076832881
	49	2017	-0.080712159	-0.220561581	0.634060662	0.039698193	1.732693366	0.108482988

ملحق رقم 02: البيانات الخام لمؤسسات العينة

المؤسسة	السنة	الأموال الخاصة	النتيجة الصافية	ديون طويلة الأجل	إجمالي الديون	إجمالي الأصول
ENAFOR المؤسسة الوطنية للتنقيب	2011	29 037 227 440	2 188 584 505	10 014 954 910	15 466 895 945	44 504 123 386
	2012	31 109 874 410	2 092 646 970	10 258 433 917	15 986 927 403	47 096 801 814
	2013	33 923 699 382	3 645 646 501	5 920 609 758	16 380 856 090	50 304 555 473
	2014	40 446 443 328	6 672 743 946	10 197 199 990	22 855 360 290	63 301 803 619
	2015	47 019 257 844	6 872 814 516	23 618 425 695	38 885 764 794	85 905 022 638
	2016	50 184 484 017	3 565 226 173	35 499 824 145	51 661 582 076	101 846 066 094
	2017	51 001 857 539	1 017 373 522	33 092 518 554	47 102 944 913	98 104 802 452
HALIBURTON شركة هاليبورتون لخدمة الآبار	2011	4 896 464 553	702 238 594	16 636 512	1 037 446 748	5 933 911 301
	2012	5 497 423 588	952 078 332	35 739 219	2 123 781 735	7 621 205 322
	2013	5 607 193 004	109 769 416	37 091 676	1 119 827 369	6 727 020 373
	2014	5 548 239 371	58 953 631-	104 454 002	1 091 108 544	6 639 347 916
	2015	5 594 369 989	46 130 617	107 156 247	1 093 920 891	6 688 290 881
	2016	5 886 445 256	292 075 267	94 377 274	1 451 501 263	7 337 946 520
	2017	6 121 959 917	235 514 661	101 404 447	1 467 913 748	7 589 873 666
BAYAT CATERING شركة ذات أسهم بيات كاترينق	2011	2 680 296 666	583 975 903	0	4 012 825 293	6 693 121 959
	2012	2 543 790 725	247 469 963	0	4 764 396 572	7 308 187 298
	2013	2 707 318 848	310 998 085	0	8 091 254 480	10 798 573 328
	2014	2 863 242 502	366 921 739	0	9 440 950 866	12 304 193 368
	2015	3 167 152 047	303 909 545	2 372 381 624	8 273 120 889	11 440 272 937
	2016	3 477 858 844	310 706 796	3 313 797 935	8 242 024 602	11 719 883 447
	2017	3 715 199 044	237 340 200	3 080 772 848	9 394 536 063	13 109 735 108
ALPHA COMPUTERS شركة ذات أسهم ألفا كومبيوتر	2011	235 668 872	9 662 234	4 800 593	147 258 093	382 926 966
	2012	228 077 597	7 383 473	886 831	210 475 651	438 553 249
	2013	234 266 755	6 189 158	500 264	191 749 381	426 016 137
	2014	239 446 157	5 179 401	5 887 329	192 771 046	432 217 204
	2015	248 194 398	8 748 241	4 783 893	185 221 232	433 415 632
	2016	253 127 656	4 933 258	2 496 894	248 176 997	501 304 654
	2017	268 359 910	15 232 254	1 576 199	271 735 566	540 095 478
BAYAT CONSTRUCTION شركة ذات أسهم بيات للبناء	2011	53 028 611	7 980 220	0	258 707 417	311 736 029
	2012	55 096 078	2 067 467	0	285 569 802	340 665 881
	2013	57 505 108	2 409 030	0	293 835 709	351 340 817
	2014	8 704 046	48 801 061-	0	340 766 650	349 470 697
	2015	34 063 167-	42 767 213-	0	352 532 892	318 469 725
	2016	33 975 089-	11 922-	0	347 730 710	313 755 620
	2017	103 415 747-	69 440 658-	0	356 443 574	253 027 826
ENTP	2011	39 315 403 705	3 238 647 125	4 736 714 449	24 196 264 596	63 511 668 303

المؤسسة الوطنية للأشغال في الأبار	2012	44 437 586 092	5 836 208 569	3 838 507 013	18 054 746 400	62 492 332 493
	2013	50 225 568 559	7 625 234 937	4 536 782 392	24 242 895 673	74 468 464 233
	2014	61 995 023 083	12 308 591 500	3 373 422 158	26 646 993 276	88 642 016 360
	2015	69 150 711 834	9 775 626 975	3 235 334 053	19 803 941 460	88 954 653 295
	2016	73 310 962 702	6 837 687 123	2 190 543 222	22 266 055 054	95 577 017 757
	2017	79 268 816 754	6 257 854 052	1 635 040 602	18 503 419 871	97 772 236 626
BASP بار ويد الجزائر لخدمات الأبار	2011	3 801 009 383	556 692 190	181 043 376	1 921 491 854	5 722 501 238
	2012	3 318 606 959	482 402 424-	159 960 692	942 630 285	4 261 237 244
	2013	2 747 910 484	570 696 474-	148 899 888	1 620 602 456	4 368 512 940
	2014	2 518 738 351	229 172 133-	198 003 300	2 242 501 774	4 761 240 125
	2015	2 242 168 203	276 570 147-	180 451 368	3 748 962 500	5 991 130 703
	2016	2 065 907 678	176 260 525-	158 729 639	3 726 467 298	5 792 374 977
	2017	1 692 587 830	373 319 848-	183 616 985	2 932 735 705	4 625 323 536

ملحق رقم 03 نتائج تقدير نماذج بانل لدراسة المتغيرات التابعة مؤشرات العائد

نموذج التأثيرات الفردية الثابتة لـ $Y1=ROA$

Dependent Variable: Y1
Method: Panel Least Squares
Date: 08/08/20 Time: 20:45
Sample: 2011 2017
Periods included: 7
Cross-sections included: 7
Total panel (balanced) observations: 49

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
X1	-0.237605	0.075705	-3.138546	0.0033
X2	-0.165057	0.273029	-0.604539	0.5491
X3	-0.001357	0.001329	-1.020669	0.3139
X4	0.028462	0.073776	0.385784	0.7018
C	0.145043	0.038871	3.731425	0.0006

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.619099	Mean dependent var	0.017800
Adjusted R-squared	0.518861	S.D. dependent var	0.077394
S.E. of regression	0.053684	Akaike info criterion	-2.816660
Sum squared resid	0.109515	Schwarz criterion	-2.391966
Log likelihood	80.00817	Hannan-Quinn criter.	-2.655532
F-statistic	6.176334	Durbin-Watson stat	1.761353
Prob(F-statistic)	0.000016		

نموذج التأثيرات الفردية الثابتة لـ $Y2=ROE$

Dependent Variable: Y2
Method: Panel Least Squares
Date: 08/08/20 Time: 21:10
Sample: 2011 2017
Periods included: 7
Cross-sections included: 7
Total panel (balanced) observations: 49

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
X1	-0.571577	0.443868	-1.287719	0.2056
X2	-0.200915	1.600795	-0.125510	0.9008
X3	-0.130127	0.007794	-16.69661	0.0000
X4	0.003747	0.432556	0.008663	0.9931
C	0.455787	0.227902	1.999922	0.0527

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.889253	Mean dependent var	-0.024188
Adjusted R-squared	0.860108	S.D. dependent var	0.841542
S.E. of regression	0.314754	Akaike info criterion	0.720696
Sum squared resid	3.764669	Schwarz criterion	1.145391
Log likelihood	-6.657057	Hannan-Quinn criter.	0.881825
F-statistic	30.51229	Durbin-Watson stat	1.994713
Prob(F-statistic)	0.000000		

النموذج التجميعي لـ Y1=ROA

Dependent Variable: Y1
 Method: Panel Least Squares
 Date: 08/08/20 Time: 20:44
 Sample: 2011 2017
 Periods included: 7
 Cross-sections included: 7
 Total panel (balanced) observations: 49

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
X1	-0.160917	0.033210	-4.845392	0.0000
X2	-0.016556	0.182033	-0.090952	0.9279
X3	-0.000900	0.001512	-0.595027	0.5549
X4	0.054815	0.067273	0.814812	0.4196
C	0.092606	0.020040	4.620992	0.0000
R-squared	0.381046	Mean dependent var		0.017800
Adjusted R-squared	0.324778	S.D. dependent var		0.077394
S.E. of regression	0.063596	Akaike info criterion		-2.576068
Sum squared resid	0.177958	Schwarz criterion		-2.383025
Log likelihood	68.11367	Hannan-Quinn criter.		-2.502828
F-statistic	6.771928	Durbin-Watson stat		1.150746
Prob(F-statistic)	0.000245			

النموذج التجميعي لـ Y2=ROE

Dependent Variable: Y2
 Method: Panel Least Squares
 Date: 08/08/20 Time: 21:08
 Sample: 2011 2017
 Periods included: 7
 Cross-sections included: 7
 Total panel (balanced) observations: 49

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
X1	-0.057078	0.166447	-0.342921	0.7333
X2	-0.135231	0.912332	-0.148225	0.8828
X3	-0.127542	0.007577	-16.83178	0.0000
X4	0.184388	0.337167	0.546875	0.5872
C	0.162576	0.100440	1.618633	0.1127
R-squared	0.868499	Mean dependent var		-0.024188
Adjusted R-squared	0.856544	S.D. dependent var		0.841542
S.E. of regression	0.318739	Akaike info criterion		0.647562
Sum squared resid	4.470159	Schwarz criterion		0.840605
Log likelihood	-10.86528	Hannan-Quinn criter.		0.720803
F-statistic	72.64935	Durbin-Watson stat		1.628440
Prob(F-statistic)	0.000000			

الفهرس

الفهرس

العنوان	الصفحة
إهداء	III
شكر	V
ملخص	VI
قائمة المحتويات	VII
قائمة الجداول	VIII
قائمة الأشكال	IX
قائمة الملاحق	X
مقدمة	أ
الفصل الأول: الأدبيات النظرية (الإطار المفاهيمي للدراسة)	
مدخل	17
المبحث الأول: الهيكل المالي الأمثل	17
المطلب الأول: مفهوم الهيكل المالي ومكوناته	17
الفرع الأول: مفهوم الهيكل المالي والهيكل المالي الأمثل	18
الفرع الثاني: مكونات الهيكل المالي	18
المطلب الثاني: النظريات المفسرة للهيكل المالي الأمثل	20
المطلب الثالث: نسب الهيكل المالية	24
الفرع الأول: تعريف نسب الهيكل المالية	24
الفرع الثاني: أنواع نسب الهيكل المالية	25
المبحث الثاني: الاستدانة والأداء المالي	28
المطلب الأول: مفاهيم حول الاستدانة	28
الفرع الأول: أنواع الاستدانة	28
الفرع الثاني: أهمية الاستدانة	29
المطلب الثاني: الأداء المالي وأثر الرافعة المالية	30
الفرع الأول: مفاهيم حول الأداء المالي	30
الفرع الثاني: الرافعة المالية	33
المبحث الثالث: ماهية نمو المؤسسة الاقتصادية	36
المطلب الأول: النظريات المفسرة للنمو	36
الفرع الأول: النظرية الاقتصادية التقليدية	36
الفرع الثاني: النظرية التطورية (دورة الحياة)	37
الفرع الثالث: نظرية التطور الداخلي للنمو	38
المطلب الثاني: مفاهيم حول النمو	38
الفرع الأول: مفهوم النمو	38
الفرع الثاني: استراتيجيات النمو	40
الفرع الثالث: طرق النمو	45
المبحث الرابع: الدراسات السابقة	51
المطلب الأول: دراسات باللغة العربية	51

56	المطلب الثاني: دراسات باللغة الأجنبية.....
58	المطلب الثالث: مناقشة الدراسات السابقة.....

الفصل الثاني: الدراسة التطبيقية

61	التمهيد.....
61	المبحث الأول: وصف الدراسة القياسية.....
61	المطلب الأول: عرض مرتكزات الدراسة القياسية.....
61	الفرع الأول: مجتمع الدراسة.....
62	الفرع الثاني: عينة الدراسة.....
62	الفرع الثالث: فترة الدراسة ومصادر البيانات.....
63	المطلب الثاني: منهج وأدوات الدراسة القياسية.....
63	الفرع الأول: منهج الدراسة القياسية.....
63	الفرع الثاني: أدوات الدراسة القياسية.....
63	المطلب الثالث: تحديد متغيرات وفرضيات الدراسة القياسية.....
64	الفرع الأول: متغيرات الدراسة.....
65	الفرع الثاني: فرضيات الدراسة.....
66	المطلب الرابع: التحليل الإحصائي للمتغيرات.....
66	الفرع الأول: الإحصاءات الوصفية للمتغيرات.....
67	الفرع الثاني: الارتباط بين المتغيرات.....
69	الفرع الثالث: التحليل الإحصائي لمتوسطات متغيرات الدراسة.....
70	المبحث الثاني: نتائج اختبار الدراسة القياسية.....
70	المطلب الأول: نتائج تقدير النماذج القياسية باستخدام مؤشر $(ROA=Y1)$
71	الفرع الأول: عرض خطوات اختيار النموذج الملائم للدراسة.....
74	الفرع الثاني: تحليل نتائج تقدير معلمات نموذج التأثيرات الفردية الثابتة لـ $ROA=Y1$
75	المطلب الثاني: نتائج تقدير النماذج القياسية باستخدام مؤشر $(ROE=Y2)$
75	الفرع الأول: عرض خطوات اختيار النموذج الملائم للدراسة.....
78	الفرع الثاني: تحليل نتائج تقدير معلمات نموذج التأثيرات الفردية الثابتة لـ $ROE=Y2$
79	المبحث الثالث: مناقشة وتفسير نتائج الدراسة القياسية واختبار الفرضيات.....
79	المطلب الأول: تحليل نتائج دراسة مؤشرات العائد.....
79	الفرع الأول: معدل العائد على الأصول.....
80	الفرع الثاني: معدل العائد على الأموال الخاصة.....
81	المطلب الثاني: نتائج اختبار الفرضيات وباستخدام النماذج المقترح.....
83	خلاصة.....

85	الخاتمة
89	المراجع
93	الملاحق
100	الفهرس