



جامعة قاصدي مرباح ورقلة

كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية و علوم التسيير

قسم علوم مالية ومحاسبية

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي، الطور الثاني

في ميدان: علوم اقتصادية، علوم التسيير، علوم تجارية

قسم علوم مالية ومحاسبية

تخصص: مالية مؤسسة

بـعـنـوان:

أثر مصادر التمويل على قرار الاستثمار في المؤسسة الاقتصادية الجزائرية "دراسة عينة من المؤسسات خلال الفترة (2012-2017)"

من إعداد الطالب: رحموني عبد الرؤوف

نوقشت و أجازت علنا بتاريخ: 2019/06/18

أمام اللجنة المكونة من السادة :

(أستاذ محاضر، جامعة ورقلة) رئيسا

الأستاذ: قوجيل محمد

(أستاذ محاضر أ، جامعة ورقلة) مشرفا

الأستاذ: شربي محمد الأمين

(أستاذ مساعد أ، جامعة ورقلة) مناقشا

الأستاذ: هتهات السعيد

السنة الجامعية: 2019/2018



جامعة قاصدي مرياح ورقلة

كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية و علوم التسيير

قسم علوم مالية ومحاسبية

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي، الطور الثاني

في ميدان: علوم اقتصادية، علوم التسيير، علوم تجارية

قسم علوم مالية ومحاسبية

تخصص: مالية مؤسسة

بـعـنـوان:

أثر مصادر التمويل على قرار الاستثمار في المؤسسة الاقتصادية الجزائرية

"دراسة عينة من المؤسسات خلال الفترة (2012-2017)"

من إعداد الطالب: رحموني عبد الرؤوف

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ: 2019/06/18

أمام اللجنة المكونة من السادة :

(أستاذ محاضر، جامعة ورقلة) رئيسا

الأستاذ: قوجيل محمد

(أستاذ محاضر أ، جامعة ورقلة) مشرفا

الأستاذ: شربي محمد الأمين

(أستاذ مساعد أ، جامعة ورقلة) مناقشا

الأستاذ: هتهات السعيد

السنة الجامعية: 2019/2018

الإهداء

اهدي هذا العمل إلى:

من ربّتي و أنارت دربي و أعانتني بالصلوات و الدعوات، إلى أعلى إنسان في هذا الوجود أمي الحبيبة.

إلى من عمل بكد في سبيلي و علمني معنى الكفاح و أوصلني إلى ما أنا عليه أبي الكريم أدامه الله لي.

إلى من شجعني على مواصلة مسيرتي العلمية، ووقفت إلى جانبي في الشدة و الرخاء رفيقة دربي زوجتي العزيزة.

إلى إخوتي وأخواتي.

إلى جميع أساتذة قسم علوم مالية و محاسبية.

إلى كل من شجعني و ساعدني على إتمام هذا العمل.

شكر و تقدير

قال رسول الله صلى الله عليه وسلم:

"من لم يشكر الناس لم يشكر الله"

صدق رسول الله صلى الله عليه وسلم

الحمد لله على إحسانه و الشكر له على توفيقه و امتنانه ونشهد أن لا اله إلا الله وحده لا شريك له تعظيماً لشأنه ونشهد أن سيدنا و نبينا محمد عبده ورسوله داعي إلى رضوانه صلى الله عليه وعلى اله وأصحابه وأتباعه وسلم.

بعد شكر الله سبحانه و تعالى على توفيقه لنا لإتمام هذا البحث المتواضع أتقدم بجزيل الشكر إلى الوالدين العزيزين الذين أعانوني و شجعوني على الاستمرار في مسيرة العلم و النجاح، و إكمال الدراسة الجامعية؛

كما أتوجه بالشكر الجزيل إلى من شرفني بإشرافه على مذكرة بحثي الأستاذ الدكتور "شربي محمد لمين" الذي لن تكفي حروف هذه المذكرة لإيفائه حقه بصبره الكبير علي، و لتوجيهاته العلمية التي لا تقدر بثمن، و التي ساهمت بشكل كبير في إتمام و استكمال هذا العمل؛

إلى كل أساتذة قسم علوم مالية و محاسبية، و كما أتوجه بخالص شكري و تقديري إلى الأستاذ "خمقاني بدر الزمان" على المساعدة و التوجيه والتشجيع لإتمام هذا العمل؛

كما يدعوني واجب العرفان أن أتقدم بالشكر إلى من دعمني بالقليل أو بالكثير لإكمال هذا البحث خاصة الذين ساعدوني في الحصول على المراجع و المعطيات الضرورية له.

ملخص :

تهدف هذه الدراسة إلى معرفة ما مدى تأثير مصادر التمويل على قرار الاستثمار في المؤسسة الاقتصادية الجزائرية، من خلال معرفة أهم المصادر التي ارتكزت عليها المؤسسة الاقتصادية في اتخاذ قرار الاستثمار والاعتماد عليها كمصدر تمويلي يعود عليها بالفائدة، ولتحقيق هذا الهدف قمنا بدراسة تطبيقية على عينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، حيث شملت الدراسة 07 مؤسسات خلال الفترة الممتدة من 2012 إلى 2017، وتم استخدام المتغيرات الوصفية ونموذج الانحدار الخطي البسيط لدراسة اثر مصادر التمويل كمتغير مستقل وقرار الاستثمار كمتغير تابع، وذلك بالاعتماد على البرنامج الإحصائي SPSS 25. توصلت الدراسة إلى عدة نتائج أهمها: إلى أن مكونات مصادر التمويل المعتمدة من طرف المؤسسات محل الدراسة هي التمويل الذاتي والاستدانة، بحيث أثرت بصفة ايجابية على رقم الأعمال والنتيجة الصافية، وكذلك وجود علاقة ايجابية غير دالة إحصائيا بين قرار الاستثمار و التمويل الذاتي، وعلاقة ايجابية ودالة إحصائيا مع الاستدانة، وفي ظل هذه النتائج أوصت الدراسة بضرورة قيام المؤسسات باختيار مصادر التمويل بشكل جيد ومدروس بما يسمح بتحقيق عائد وكذلك تخفيض التكاليف والمخاطر، وضرورة التنوع في هذه المصادر وإتباع وسائل حديثة لتقييم أي من المصادر التمويلية التي يمكن أن تحقق نتيجة ايجابية. ونمو في رقم الأعمال من خلال اتخاذ القرار الاستثماري الجيد.

الكلمات المفتاحية: مصادر التمويل، قرار الاستثمار، تمويل الذاتي، رأس المال، الاستدانة، نموذج الانحدار.

Abstract

This study aims at recognizing the extent to which the effect of finance recourses on the decision of investment in the Algerian economical companies, through recognizing the most important resources that have been depended on by the economical companies in making decision with regard to investment and relying on them as a financial resource which they benefit from. To realize this aim, a practical study is conducted on a sample of Algerian economical companies. This study has included 07 companies in the period of 2012 to 2017, descriptive variables and model of linear slope are used to study the effect of financial resources as independent variable and investment decision as a dependant variable, using the statistical program SPSS 25.0.

This study has came out with several findings, most important are: the components of financial resources accredited by the companies under study are self or borrowing financing, for they have positively affected on business record and net result. Besides, having a positive relation of no statistical denotation between investment decision and self financing, along with a positive relation of statistical denotation with the borrowing. Amid such findings, this study recommends the companies to choose finance resources well and thoughtfully enabling to realize the revenues and to reduce the costs and perils, along with the necessity to diversify these resources, and to adopt new ways of evaluation for every finance resource that can realize a positive result and can grew the business record through a good investment decision making.

Keywords: finance resources, investment decision, self financing, capital and borrowing.

قائمة المحتويات

I	الإهداء
II	الشكر
III	ملخص
IV	قائمة المحتويات
V	قائمة الجداول
VI	قائمة الأشكال
VII	قائمة الملاحق
VIII	قائمة الاختصارات
أ.ث	المقدمة
1	الفصل الأول: الأدبيات النظرية والتطبيقية لأثر مصادر التمويل على قرار الاستثمار
2	تمهيد
3	المبحث الأول: الأدبيات النظرية لمصادر التمويل و قرار الاستثمار
19	المبحث الثاني: الأدبيات التطبيقية حول العلاقة بين مصادر التمويل و قرار الاستثمار
24	خلاصة الفصل
26	الفصل الثاني: الدراسة التطبيقية لتقييم اثر مصادر التمويل على القرار الاستثماري
27	تمهيد
28	المبحث الأول: الطريقة و الأدوات المستخدمة
32	المبحث الثاني: نتائج الدراسة و مناقشتها
45	خلاصة الفصل
46	الخاتمة
50	المراجع
53	الفهرس
56	الملاحق

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم
17	جدول تدفقات الخزينة المتأتية من أنشطة الاستثمار حسب الطريقة المباشرة	1-1
28	جدول معلومات عامة عن المؤسسات مشمولة الدراسة	1-2
29	جدول المتغيرات المعتمدة في الدراسة	2-2
31	جدول بيان توضيح نموذج الدراسة	3-2
32	جدول الخصائص الوصفية لمتغيرات الدراسة	4-2
37	جدول معامل الارتباط بيرسون بين المتغيرات	5-2
38	جدول بيان توضيح نموذج الانحدار	6-2
39	جدول يبين جودة التوفيق النموذج	7-2
39	جدول يوضح معنوية النموذج الكلية	8-2
40	جدول يوضح المعنوية الجزئية للنموذج	9-2
40	جدول يوضح اعتدالية البواقي	10-2
43	جدول يوضح خلاصة النموذج	11-2

قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم
4	شكل مكونات التمويل الذاتي	1-1
10	شكل معايير المفاضلة بين البدائل التمويلية	2-1
33	شكل متوسطات التمويل الذاتي للمؤسسات محل الدراسة	1-2
34	شكل متوسطات الاستدانة للمؤسسات محل الدراسة	2-2
35	شكل متوسطات قرار الاستثمار للمؤسسات محل الدراسة	3-2
36	شكل تطور رقم الأعمال خلال سنوات الدراسة	4-2
36	شكل تطور النتيجة الصافية خلال سنوات الدراسة	5-2
41	شكل يوضح اعتدالية البواقي	6-2
41	شكل يوضح الاستقلال الذاتي للبواقي	7-2
42	شكل يوضح تجانس البواقي	8-2

قائمة الملاحق

الصفحة	عنوان الملحق	رقم
57	البيانات المجمعة من القوائم المالية	ملحق (1)
57	اختبار جودة التوفيق النموذج	ملحق (2)
58	يوضح معنوية النموذج الكلية	ملحق (3)
58	يوضح المعنوية الجزئية للنموذج	ملحق (4)
58	يوضح اعتدالية البواقي	ملحق (5)
59	يوضح المتغيرات الإحصائية لمتغيرات الدراسة بالنسبة لكل مؤسسة	ملحق (6)
61	يوضح الأشكال البيانية لمتغيرات الدراسة بالنسبة لكل مؤسسة	ملحق (07)

قائمة الاختصارات:

الدلالة باللغة العربية	الاختصار	رقم
الفائض الإجمالي للاستغلال	EBE	1
القدرة على التمويل الذاتي	CAF	2
المردودية الأموال الخاصة	RCP	3
نموذج توازن الأصول المالية	MEDAF	4
معيار العائد المحاسبي	TRC	5
معيار فترة الاسترداد	DR	6
القيمة الحالية الصافية	VAN	7
معدل العائد الداخلي	TRI	8
معدل الربحية	IP	9

المقدمة

توطئة

يعتبر الاستثمار أحد العوامل الأساسية التي تدخل في تطور المؤسسات وكذا الاقتصاد العام لأي مؤسسة ما أو في بلد معين، كما يسمح بخلق مناصب شغل جديدة وكذلك مواكبة العصر ما جاء معه من تطور تكنولوجي وتقدم، وباعتبار الاستثمارات الآلية الفعالة في تقدم الاقتصاد تسهر الدولة على تنشيطها وتوسيعها حسب أهدافها ومهامها وذلك بمنح التسهيلات اللازمة لذلك عن طريق الإعانات المالية والقروض المختلفة، وعليه لا بد من إعطاء الأهمية الكاملة لعملية التمويل وما ينجر عنها من مصادر التمويل وأنواع وكذلك ما يأخذه المسير على وجه الخصوص من معايير ومخططات.

ولتحسيد قرار الاستثمار لا بد من الاعتماد على مصادر تمويلية تؤدي إلى توفير الأموال اللازمة للقيام بالنشاط الاقتصادي والتي تعتبر مهمة صعبة وخاصة في ندرة الأموال وتفاوت درجة تكلفتها ودرجة المخاطرة المصحوبة بمصدر هذه الأموال ومنه تحقيق نشاط الاستثمار.

يوجد أمام المؤسسة الاقتصادية في وقتنا الراهن، مصادر تمويل متعددة، تتباين في خصائصها، وتختلف في تكاليف وشروط الحصول عليها، وعليه أصبح من الضروري على الإدارة المالية لهذه المؤسسات أن تحدد بدقة البدائل التمويلية المتاحة بغية المفاضلة بينها واختيار المزيج التمويلي الأمثل الذي يستجيب لأهداف المؤسسة.

وبناء على ما سبق ندرك أهمية قرار الاستثمار و مصادر التمويل لكونها تؤدي بالشركة إلى المزيد من الربحية و هو ما يهدف إليه صناع القرار.

إشكالية الدراسة:

يعتبر اختيار المزيج التمويلي الأفضل من خلال مصادر التمويل المتاحة للمؤسسة الاقتصادية، من أهم القرارات التي تؤثر بشكل كبير في تفعيل قرار الاستثمار داخل المؤسسة، و بالتالي على ربحية المؤسسة وضمان استمرارها، ويجب أن يتم الأخذ بعين الاعتبار عند عملية اختيار المزيج التمويلي عدة عوامل منها التكلفة وملائمة مصادر التمويل لأبواب الاستثمار، و من خلال ما سبق تأتي مشكلة الدراسة من خلال التساؤل التالي :

مامدى تأثير مصادر التمويل المتاحة على قرار الاستثمار في المؤسسة الاقتصادية الجزائرية خلال الفترة 2017-2012؟

الأسئلة الفرعية:

و معالجة هذه الإشكالية يمكن طرح الأسئلة الفرعية التالية:

- ✓ ما هو المصدر التمويلي المستخدم في مؤسسات الاقتصادية محل الدراسة ؟
- ✓ كيف يؤثر قرار الاستثمار للمؤسسات محل الدراسة على ربحية المؤسسة في ظل مصادر التمويل المستخدمة خلال فترة 2017-2012 ؟
- ✓ هل تؤثر مصادر التمويل على قرار الاستثمار في المؤسسات الاقتصادية محل الدراسة خلال الفترة 2017-2012 ؟

فرضيات البحث:

تقتضي معالجة الموضوع صياغة مجموعة من الفرضيات هي حصيلة مجموعة من القراءات تساعد على توجيه الدراسة وتمثل أكثر الإجابات احتمالا على الأسئلة المطروحة وأبرز هذه الفرضيات:

✓ المصدر التمويلي المعتمد من طرف المؤسسات الاقتصادية محل الدراسة هو التمويل الخارجي (الاستدانة) عن طريق القروض البنكية؛

✓ إن قرار الاستثمار المتخذ في ظل البدائل التمويلية المستخدمة في المؤسسات محل الدراسة تساهم في تحسين ربحية هذه المؤسسات؛

✓ قرار الاستثمار المتخذ يتأثر بشكل مباشر بمصادر التمويل المستخدمة.

أهداف الدراسة :

✓ تحديد العلاقة بين مصادر التمويل وقرار الاستثمار؛

✓ التعرف على أي نوع من مصادر التمويل يؤثر بشكل كبير على قرار الاستثمار؛

✓ توضيح بعض التوصيات التي قد تساعد متخذي القرار في اتخاذ قرار الاستثمار المناسب المرتبط بمصادر التمويل.

أهمية الدراسة :

إن اختيار مصدر من مصادر التمويل المتاحة للمؤسسة بطريقة سليمة قد تؤدي في النهاية إلى ضمان استمرارها لذا فإن قرار الاستثمار من خلال الإنفاق على الاستثمارات يعتبر إحدى أهم القضايا التي يجب على الإدارة الاهتمام بها لانعكاساتها على منفعة المؤسسة، وإن معرفة مصادر التمويل التي لها اثر على متخذي القرار الاستثمار من خلال دراسة و تحليل النتائج المترتبة على هذا القرار، وتأتي الأهمية هنا في مدى تأثير مصادر التمويل بمكوناتها على قرار الاستثمار.

إطار الدراسة :

نحاول في هذا البحث دراسة تأثير مصادر التمويل من خلال التمويل الذاتي، الرفع في رأس المال والاستدانة على قرار الاستثمار وذلك بالتطرق إلى الدراسة الإخبارية فنعتبر مصادر التمويل بمتغير مستقل وقرار الاستثمار بالمتغير تابع.

حدود الدراسة :

أخذ عينة من 07 مؤسسات اقتصادية جزائرية لمعرفة مدى تأثير مصادر التمويل على قرار الاستثمار، وتقع حدود الدراسة المكانية والزمنية في الجزائر خلال الفترة من 2012 إلى 2017.

منهج البحث :

للإجابة عن إشكالية الموضوع واختيار الفرضيات إضافة إلى تحقيق الأهداف المرجوة منه فقد حاولنا استخدام المنهج الوصفي في دراسة الموضوع في جانبه النظري والتطبيقي، حيث تم الاعتماد على القوائم المالية وكذلك اللقاءات مع مدير مصلحة المالية والمحاسبة للمؤسسات محل الدراسة. وإستخدامنا أيضا منهج التحليلي والقياسي في الجانب التطبيقي حيث اعتمدنا على نموذج الانحدار الخطي وبرمجيات Spss25.0 من خلال ربطه بالنظري وذلك في الفصل الثاني الذي يتناول أثر مصادر التمويل على قرار الاستثمار في المؤسسة الاقتصادية الجزائرية خلال الفترة 2012-2017 .

مرجعية الدراسة :

في دراستنا لموضوع أثر مصادر التمويل على القرار الاستثماري قمنا بالاعتماد على مجموعة من المراجع متمثلة في الكتب، المجلات والمقالات المنشورة في مجال التخصص، إضافة إلى المذكرات، وأيضا وثائق تحصلنا عليها من مصلحة المالية والمحاسبة والمتمثلة في القوائم المالية للمؤسسة بموضوع الدراسة.

صعوبة الدراسة:

- لقد واجهنا أثناء إجراء هذه الدراسة مجموعة من الصعوبات و العقبات نذكر منها:
- ✓ ضيق الوقت المخصص لإعداد المذكرة الشيء الذي حد من قدرتنا على الإلمام بكل جوانب الموضوع؛
 - ✓ صعوبة إجراء مقابلات مع بعض الإطارات في المؤسسة لتزامن فترة الدراسة مع فترة إعداد الميزانية الختامية.

هيكل البحث :

إن محاولة الإجابة عن الإشكالية واختيار الفرضيات المطروحة تم عبر فصل نظري و فصل تطبيقي تسبقهم مقدمة تتضمن مختلف المحاور الأساسية لموضوع البحث وهذه الفصول هي كالتالي:

الفصل الأول: تناولنا فيه الأسس النظرية والتطبيقية لعلاقة مصادر التمويل بقرار الاستثمار.

-المبحث الأول: تطرقنا فيه إلى الأدبيات النظرية؛

-المبحث الثاني: فتعرضنا فيه إلى الدراسات السابقة.

الفصل الثاني: فخصصناه لدراسة الحالة التي تمت على مستوى عينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية خلال الفترة 2012 إلى 2017 وقد تطرقنا في المبحث الأول إلى الطريقة والأدوات المستخدمة وفي المبحث الثاني إلى عرض النتائج ومناقشتها.

الفصل الأول: الأدبيات النظرية و

التطبيقية لمصادر التمويل و قرار

الاستثمار

تمهيد:

تعتبر المؤسسة كيان اقتصادي يتفاعل ويتأثر بمحيطه، وتواجهها فيه يتطلب منها الحيلة والحذر من العراقيل لذلك يجب معرفة كل العوامل المؤثرة فيها داخليا وخارجيا، وتنميطها بغية الوصول إلى أهدافها الإستراتيجية بأقل جهد ممكن، ومن الخيارات الإستراتيجية التي تواجهها هو اختيار مصادر التمويل لما تكتسيه من أهمية كبيرة باعتبارها همزة وصل بين الخطط والأهداف المراد تحقيقها، مما يجعل المؤسسة أمام تحدي كبير لإيجاد هذه المصادر بحيث تكون كافية لتغطية احتياجاتها المالية المتزايدة؛

ولتحقيق ذلك يجب إتباع منهج محدد يركز على بعض الأولويات من طرف المسير المالي الذي عليه اتخاذ القرارات المالية الإستراتيجية لصالح المؤسسة؛

ومن بين هذه القرارات : قرار الاستثمار الذي يعتبر قرار استراتيجي، يمتد دائما إلى أنشطة مستقبلية وبالتالي يرتبط بدرجة معينة من المخاطرة لذا على المسير المالي وضع الخطة المثلى التي تتوافق فيها القرارات الاستثمارية مع المصادر التمويلية المتاحة والمطبقة من طرف المؤسسة.

وعليه تم تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين:

- المبحث الأول: الأدبيات النظرية؛
- المبحث الثاني: النظريات التطبيقية.

المبحث الأول: الأدبيات النظرية لمصادر التمويل و قرار الاستثمار

سيتم في هذا المبحث التطرق إلى مكونات مصادر التمويل وكذلك معايير اختيارها و القرار الاستثماري في المؤسسة الاقتصادية.

المطلب الأول: مصادر التمويل

تعتبر مصادر التمويل المحرك الأساسي لسير عمل المؤسسة، وسنحاول في هذا المطلب التطرق لمفاهيم هذه المصادر ومكوناتها وإيجابياتها وسلبياتها.

الفرع الأول : التمويل الذاتي

يعتبر التمويل الذاتي احد المصادر التمويلية الأساسية للمؤسسة، بحيث يعبر على قدرة المؤسسة ماليا وسنحاول التطرق إلى أهم جوانبه الأساسية.

1- مفهوم التمويل الذاتي:

يعرف التمويل الذاتي على انه تلك الموارد الجديدة المتكونة بواسطة النشاط الأساسي للمؤسسة والمحتفظ بها كمصدر تمويل دائم للعمليات المستقبلية؛¹

يعرف بأنه المتبقي من قدرة التمويل الذاتي بعد دفع العوائد للمساهمين في المؤسسة والتخصيصات الأخرى، فهو طريقة لتمويل نشاط المؤسسة باستعمال الموارد المالية الخاصة بالمؤسسة الناتجة عن الأرباح والادخارات السابقة المتراكمة ودون اللجوء إلى أطراف خارجية؛²

والتمويل الذاتي هو جزء من القدرة على التمويل الذاتي غير الموزع على المساهمين؛³

ويعتبر التمويل الذاتي احد المصادر الخاصة التي تستعين بها المؤسسة في تمويل نشاطها واحتياجاتها دون اللجوء إلى الغير كما يمثل كذلك رأس المال الضمني للمؤسسة الممكن إعادة استثماره في النشاط انطلاقا من الفوائض الناتجة عن الاستغلال؛

ويعتبر التمويل الذاتي دليلا أساسيا على قدرة المؤسسة ماليا في حالة صعوبة المصادر الخارجية خلال نشاطها.

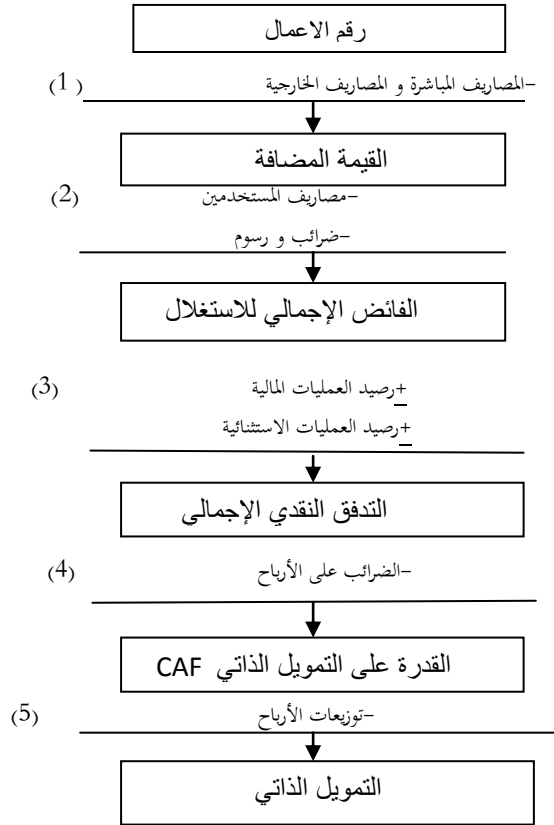
¹ إلياس بن ساسي، تمويل احتياجات النمو الداخلي للمؤسسة، دراسة حالة المؤسسة الوطنية للتقريب ENAFOR مذكرة ماجستير 202-2003 جامعة ورقلة ص 35.

² محمد بوشوشة، تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية دراسة عينة من مؤسسات الجزائرية مذكرة لنيل شهادة دكتوراه 2005-2016 جامعة بسكرة، ص 115.

³ Jacqueline Delahaye et florence Duprat. Finance d'entreprise en 20 fiches.2 4^e édition DCG6 EXPRESS .2011P108.

2- مكونات التمويل الذاتي

الشكل رقم (1-1) : مكونات التمويل الذاتي



Cohen . E ; **Gestion financière de l'entreprise et développement financier**

édition UREF. Paris 1991. P197

يتضح من الشكل أعلاه أن التمويل الذاتي يتكون تبعا للمراحل التالية:¹

- يتشكل رصيد القيمة المضافة (la valeur ajoutée) انطلاقا من الفرق بين رقم الأعمال والاستهلاكيات الوسطية؛
- يستخدم رصيد القيمة المضافة المحقق في تغطية مصاريف المستخدمين والضرائب ليتشكل الفائض الإجمالي للاستغلال؛
- الفائض الإجمالي للاستغلال (Excédent Brut d'Exploitation (EBE) عبر عن أداء دورة الاستغلال ويساهم في تغطية المصاريف المالية والمصاريف الاستثنائية والضرائب على الأرباح ليتكون رصيد القدرة على التمويل الذاتي؛

¹ نبر زغود ، محددات سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية ، دراسة ميدانية لعينة من المؤسسات الناشطة بالقطاع العام و الخاص في الجزائر رسالة ماجستير غير منشورة

- القدرة على التمويل الذاتي CAF التي تعد بمثابة المحصلة النهائية للتدفقات المالية الحقيقية يخصص منه جزء لتوزيعات الأرباح والرصيد المتبقي يمثل الفوائض المالية المعاد استثمارها وهو ما نستخدمه بالتمويل الذاتي.

أما حسب المنظور غير المباشر فان رصيد التمويل الذاتي يتحدد حسب العلاقة التالية:

التمويل الذاتي = الأرباح الغير الموزعة (النتيجة الصافية - مكافآت رأس المال) + مخصصات الإهلاك و

حيث يطلق على الأرباح الغير الموزعة مصطلح التمويل الذاتي للنمو وتخصص هذه الأرباح لتمويل عملية النمو المستقبلي للمؤسسة

أما مخصصات الإهلاك التي تغطي التآكل المادي للاستثمارات ومخصصات المؤونة لتعويض تآكل الأصول ومواجهة الأخطار والتكاليف فتسمى التمويل الذاتي للبقاء.¹

3-العناصر المؤثرة في التمويل الذاتي :

التمويل الذاتي يتأثر بعدة عناصر نذكر من بينها.

أ-معدلات الاقتطاع الضريبي: يؤثر معدل الاقتطاع الضريبي على التمويل الذاتي من خلال مدى إرتفاع هذا المعدل أو انخفاضه حيث تقوم السلطات المالية بتحديد معدلات الاقتطاع حسب السياسة المالية للدولة التي تأخذ بعين الاعتبار العديد من العوامل كإرتفاع النفقات ومدى قدرة الدولة على تحقيق الإيرادات، الوضعية الاقتصادية والمؤشرات الاقتصادية الكلية. انطلاقا من العلاقة: النتيجة الصافية = النتيجة الإجمالية - الضريبة.

ب- قدرة المؤسسة على تحقيق النتيجة: كلما كانت قدرة المؤسسة على تحقيق نتائج إيجابية وانشاء القيمة كلما زادت قدرتها على تحقيق مستويات مهمة من التمويل الذاتي لتدعيم نموها، والعكس ففي حالة عدم قدرة المؤسسة على تحقيق النتائج الإيجابية المهمة وخصوصا في حالة توزيعات مهمة للمساهمين فإن ذلك سوف يؤثر سلبيا على قدرة المؤسسة لتحقيق مستويات جيدة من التمويل الذاتي وبالتالي لجوئها إلى الاقتراض.²

4- ايجابيات وسلبيات التمويل الذاتي : ان التمويل بالاعتماد على التمويل الذاتي له ايجابيات وسلبيات:³

أ-الإيجابيات :

- يحافظ على الاستقلالية المالية للمؤسسة إذا لا يوجد رقابة للدائنين عليه؛
- يجنب التمويل الذاتي المؤسسة تحمل أعباء تعاقدية مثل دفع الفوائد وتسديد الديون عند اللجوء الى الاستدانة كمصدر تمويل؛

¹ Cohen.E; Gestion financière de l'entreprise et développement financier édition UREF. Paris1991.PP197- 199

²محمد بوشوشة,المرجع سبق ذكره ص ص 131 و 134

³نفس المرجع ص ص 19و20

- يفتح المجال للاستدانة إذا يعتبر التمويل الذاتي الركيزة الأساسية لإعداد مخطط التمويل وذلك لأن الوسطاء الماليين لا يمنحون اعتمادات مالية إلا عند مستوى تمويل ذاتي يضمن قدرة المؤسسة على السداد ويحقق الفعالية الاقتصادية للنشاط؛
- يساهم في استبعاد المخاطر المتعلقة بالبيئة المالية كالتوقف عن الدفع ومخاطر العسر المالي؛
- تشجيع الدولة بواسطة التخفيض الجبائي؛
- يعتبر مصدر التمويل المتاح بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وذلك بالنظر الى صعوبة وان لم يكن استحالة حصولها على الاموال من مصادر خارجية.

ب- السليبات :

- قد يؤدي الى فقدان اهتمام المساهمين بالمؤسسة نتيجة لتراجع الارباح الموزعة؛
- يكون التمويل الذاتي في بعض الأحيان غير كاف لتمويل كل الاحتياجات التمويلية للمؤسسة بالتالي فالاعتماد الكلي عليه قصد تحقيق عملية النمو المستقبلي تكون بشكل بطيء، ومن عدم التمكن من الاستفادة من الفرص الاستثمارية المتاحة المرحة بسبب هذا النوع من التمويل؛
- نمط تمويل غير كاف يمكن أن ينتج عنه استثمارات ذات مردودية ضعيفة.

الفرع الثاني : رأس المال (الأموال الخاصة)

تمثل الزيادة في رأس المال مصدر تمويل خارجي تلجأ إليه المؤسسة عند استحالة تغطية احتياجاتها التمويلية عن طريق الموارد الداخلية كالتمويل الذاتي؛¹

توجد عدة وسائل لزيادة رأس المال حسب الأهداف المحددة من طرف المسير المالي، غير أن زيادة رأس المال نقدا يعتبر الوسيلة الوحيدة التي تجلب للمؤسسة فعلا ماليا جديدة.

1- التمويل من خلال السوق المالي "الزيادة نقدا"

ويقصد بها العملية التي يتم بموجبها طرح أسهم جديدة للاكتتاب وذلك في مقابل الحصول على أموال من قبل الشركاء أو المساهمين، أما الأسهم المكتتب فيها فنذكر من بينها ما يلي:

أ- **الأسهم العادية** : وهي عبارة عن سند ملكية تمنح لحاملها الحق في التسيير والحق في الحصول على نصيب من الأرباح المحققة في المؤسسة إذا تقرر توزيعها؛

ب- **الأسهم الممتازة**: تعطي لحملة الأسهم الممتازة الأولوية في الحصول على توزيعات الأرباح، وتكون نسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم (عائد ثابت)؛

¹ barreau .j et Delahaye.j. **Gestion financière manuel & application** 9eme édition.dunod Paris 2000 p 357

ج- الأسهم ذات قسيمة الاكتتاب للأسهم: وهي عبارة عن أسهم عادية مصحوبة بقسيمة أو عدة فساتم تمنح لصاحبها الحق في الاكتتاب في أسهم المؤسسة بسعر محدد وخلال فترة محددة، حيث أن كل من السهم والقسيمة تعد قابلة للتداول في السوق المالي؛

د- التمويل بواسطة شبه الأموال الخاصة : يقصد بشبه الأموال الخاصة الأوراق المالية التي تقع بين الملكية والدين (أسهم وسندات)، وهي تضاف إلى حساب الأموال الخاصة للمؤسسة حيث لها خصائص قانونية ومحاسبية مختلفة عن الأموال الخاصة ولكن تضمن من الناحية المالية نفس الوظائف مثلها ونذكر على سبيل المثال أسهم ذات عائد ممتاز بدون حق التصويت، شهادات الاستثمار، سندات المساهمة، الأوراق المالية التابعة.

2- الطرق الأخرى لزيادة رأس المال :

أ- الرفع في رأس المال عينا

تشكل هذه العملية تمويلا غير مباشر حيث يكون في شكل مساهمات عينية من أصول ثابتة كالأراضي، ومتداولة كالحقوق والمخزونات أو معنوية كبراءات الاختراع والعلامات التجارية، والتي تسمح بالرفع في القدرات الإنتاجية للمؤسسة، لذلك لا يكون لها أي تأثير مباشر على الوضعية المالية لهذه الأخيرة ، كما إن هذه العملية تتم دون تحرير رأس المال بشكل كلي.¹

ب- الزيادة في رأس المال بضم الاحتياطات

يتمثل هذا النوع من التمويل في ضم الاحتياطات الموضوعية في شكل أرباح غير موزعة إلى الأموال الخاصة، وهذا لا يحدث أي تغيير على تركيبة الهيكل المالي، فهو مجرد إعادة ترتيب عمودي لموارد المؤسسة لكنه بالمقابل يحسن من صورتها أمام المساهمين.

إن طريقة الرفع في رأس المال بضم الاحتياطات تكون أكثر فعالية في حالة نمو المؤسسة وتكون بتخفيض معدل توزيع الأرباح أو عن طريق طرح أسهم جديدة في شكل أرباح غير موزعة.²

ج-زيادة رأس المال بتحويل ديون المؤسسة

وهي تحويل ديون الغير تجاه المؤسسة إلى أسهم و التي تسمى أيضا تركيز ديون المؤسسة، حيث لا تؤدي هذه العملية إلى زيادة السيولة النقدية و إنما فقط إلى ضم ديون المؤسسة إلى الأموال الخاصة ويتوقف أثر التحويل على المؤسسة حسب طبيعة هذه الديون.³

¹ محمد بوشوشة، المرجع سبق ذكره ص 23

² إلياس بن ساسي و يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس و تطبيقات. الجزء الأول، الطبعة الثانية 2011، دار وائل للنشر ص 263 و 264

³ محمد بوشوشة، نفس المرجع ص 24

د-الرفع في رأس المال بالاندماج أو الابتلاع الجزئي أو الكلي لمؤسسة أخرى

تعتبر عملية الابتلاع (الامتصاص) بمثابة مساهمة عينية ذلك لان المؤسسة التي تم ابتلاعها لها صافي مركز مالي يتكون من أصول وخصوم يساهم بهما في المؤسسة المبتلعة.

3-إيجابيات و سلبيات زيادة رأس المال

أ-الإيجابيات :

- الأموال المتحصل عليها لا تسدد؛
- يتوقف عائد الأموال المتحصل عليها على نتيجة المؤسسة؛
- طاقة الاستدانة تبقى على حالها.

ب-السلبيات:

- ذوبان رأس المال : بحيث تسمح لزيادة رأس المال (طرح أسهم جديدة) للمساهمين الجدد حق مقاسمة الاحتياطات مع المساهمين القدامى وهو الأمر الذي يخفض القيمة الدفترية للسهم؛
- ذوبان الربح : يؤدي ارتفاع عدد الأسهم بعد زيادة رأس المال إلى انخفاض صافي ربح السهم الواحد؛
- ذوبان السلطة (القدرة على الرقابة) : عند ارتفاع عدد أسهم المؤسسة تقلص نسبة الرقابة الممنوحة لكل مساهم.

الفرع الثالث : اللجوء إلى الاستدانة

يعتبر التمويل الذاتي في العادة مصدر غير كافي لتلبية جميع الاحتياطات التمويلية للمؤسسة و عليه عادة ما تبقى عاجزة عجزا جزئيا أو كليا عن تمويل مختلف احتياجاتها بنفسها وهو الأمر الذي يجعلها تلجأ للاستدانة قصد تغطية ذلك العجز، تتعدد تصنيفات الاستدانة باختلاف المصادر وطبيعة القروض وأجال الاستحقاق وأهمها¹.

1-الدعوة العامة للادخار : تعد الاستدانة بواسطة الدعوة العامة للادخار وسيلة من الوسائل التمويل خاصة بالنسبة للمؤسسات الكبرى والهيئات العامة حيث تلجأ إلى الجمهور من اجل الاكتتاب وإيداع الأموال لديها وتستخدم تقنيات من بينها إصدار أوراق مالية قصيرة الأجل، إصدار سندات.

2-الاقتراض من البنوك و الوسطاء الماليين (التمويل المصرفي): تلجأ المؤسسة بمختلف أحجامها وأشكالها إلى الاستدانة من البنوك بشكل أساسي تبعا للهدف الاقتصادي المحدد، حيث تقسم القروض حسب الاستخدامات إلى:²

- قروض الاستثمار: عادة ما تمثل الجزء الأكبر من حجم الديون، تقدم من طرف البنك و/أو الوسطاء الماليون بأجال متوسطة و طويلة الأجل بهدف تمويل الاستثمارات المادية و المعنوية؛
- قروض الاستغلال: تهدف قروض الاستغلال إلى تمويل دورة الاستغلال وهي قروض قصيرة الأجل تنتج أساسا عن التباعد الزمني بين العمليات البيع وأجال التحصيل؛

¹ تير زغدود مرجع سبق ذكره ص ص 25.28

² الياس بن سامي و يوسف قريشي، المرجع سبق ذكره ص 267

- **قروض التخزينية:** هي قروض قصيرة الأجل تخصص لدعم التوازن المالي بتوفير السيولة النقدية للتخزين الخاصة عند معدل نمو مرتفع، حيث يزداد معدل استهلاك السيولة النقدية بمستويات مرتفعة.

3- **اللجوء إلى قرض الإيجار :** هو عبارة عن عقد كراء استثمار (منقولات، عقارات) لمدة متفق عليها تنتهي بشرائه بسعر محدد مسبقاً، ولا يمكن للطرفين التراجع أثناء فترة الكراء، ويمكن أن ينتهي العقد بخيار التحلي عن التملك قبل نهاية العقد، بحيث يسمح للمؤسسة بتمويل استثماراتها كلياً وبسرعة وسهولة كبيرة دون أن يحدث ذلك تأثير على مستوى الميزانية.

4- ايجابيات و سلبيات اللجوء إلى الاستدانة

أ- الايجابيات :

- زيادة حجم المنشأة بدرجة أكبر؛
- تحقق الاستدانة مزايا ضريبية تتمثل في خصم المصاريف المالية من النتيجة الخاضعة للضريبة؛
- تعتبر الاستدانة عاملاً مهماً في المراحل نمو المؤسسة.

ب- السلبيات: ¹

- **إحتمال الإفلاس:** من خلال التكاليف العالية التي ترهق كاهل المؤسسة؛
- **فقدان المرونة :** يقصد بالمرونة ذلك الهامش التي تحققه المؤسسة من اجل مواجهة الظروف الغير متوقعة التي قد تصيب المؤسسة، وكذلك فقدان مرونة المؤسسة في إعادة استثمار التدفقات النقدية المحققة، واعتماد سياسة معينة لتوزيع الأرباح، وذلك من خلال أولية الديون في الحصول على جزء من الأرباح؛
- فقدان الحرية في اتخاذ القرارات.

المطلب الثاني: محددات ومعايير اختيار مصادر التمويل

بعد تطرقنا لأهم مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة، سنتناول في هذا المطلب القيود المتحكمة في عملية اختيار تشكيلة الموارد المالية، كما نتناول محددات ومعايير المعتمدة في عملية الاختيار، ومنها تكلفة رأس المال والمردودية.

الفرع الأول: محددات الاختيار مصادر التمويل:

عند اتخاذ المنظمة لقرار التمويل فإنه لا بد من أن يأخذ بعين الاعتبار العوامل التالية: ²

- حجم الأموال المطلوبة والفترة الزمنية اللازمة؛
- مواءمة مصادر التمويل لأبواب الاستثمار؛
- تكلفة التمويل الفعلية مقارنة مع العائد المتوقع على الاستثمار؛
- مدى تزامن مواعيد التسديد مع التدفقات النقدية الداخلة؛
- القيود المفروضة من مصادر التمويل.

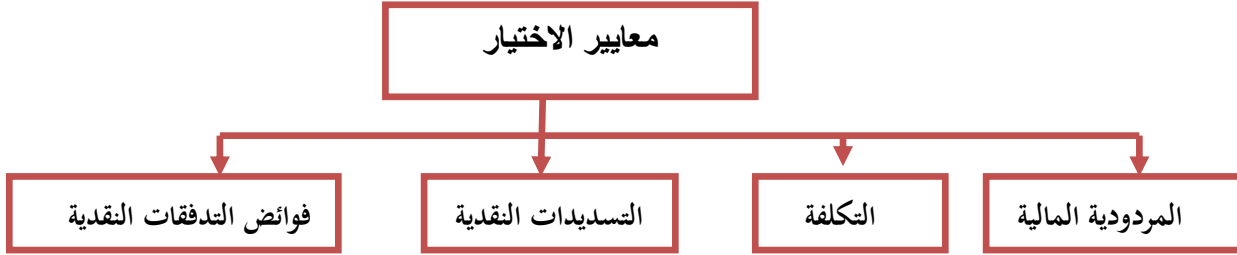
¹ محمد بوشوشة، المرجع سبق ذكره ص 163 و164

² الدكتور فيصل محمود الشواوة. مبادئ الإدارة المالية، إطار نظري و محتوى عملي، دار المسيرة للنشر و التوزيع و الطباعة. الاردن 2013 ص 79.

الفرع الثاني : معايير اختيار مصادر التمويل

أمام متخذ القرار التمويلي مجموعة من المعايير المالية الكمية، والتي تتعلق بقيود التوازن المالي والمردودية، وسنقتصر في هذه الحالة على المعايير المردودية المالية و تكلفة مصادر التمويل.¹

الشكل رقم (2/1) معايير المفاضلة بين البدائل التمويلية



المصدر: إلیاس بن ساسي و يوسف قريشي , التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس و تطبيقات. دار وائل للنشر الطبعة الثانية 2011 ص 318

1-معايير المردودية المالية :

تعرف المردودية المالية بأنها مردودية الأموال الخاصة أي مدى مشاركة الأموال الخاصة في تحقيق نتائج المؤسسة حيث تهتم المردودية بإجمالي أنشطتها، والتي تحسب اعتمادا على العلاقة التالية:²

$$\text{المردودية المالية (Rcp) = النتيجة الصافية / الأموال الخاصة}$$

هذه هي العلاقة الأبسط والأسهل حسابيا للمردودية المالية، إذ تسعى المؤسسة إلى أن تكون نسبة النتيجة الصافية إلى الأموال الخاصة أكبر ما يمكن، أي تحقيق نتيجة موجبة بأقل حجم من الأموال الخاصة ممكن، وبالتالي يتعاظم الربح على الأسهم ، كما تتعاظم القدرة على التمويل الذاتي.

2-معايير تكلفة رأس المال :

تتحمل المؤسسة في سعيها نحو التمويل احتياجاتها المالية تكاليف مصادر هذه الاحتياجات، حيث تؤثر هذه التكاليف على نتائج والمردودية الإجمالية، ومنه استوجب الأمر قياس تكلفة كل مصدر على حدى والمتمثلة في تكلفة الأموال الخاصة، تكلفة الديون، تكلفة التمويل الذاتي ... الخ

2-1 تكلفة الأموال الخاصة: تتمثل تكلفة الأموال الخاصة في المعدل المردودية المنتظر من طرف المساهمين وتحسب إما بالتحين أو الاستعانة بنموذج توازن الأصول المالية (MEDAF).³

¹ إلیاس بن ساسي و يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره ص 318 .

² دربال سمية، سلوك المؤسسات الاقتصادية في تمويل نموها الداخلي، دراسة مقارنة بين لمؤسسات الصغيرة والمتوسطة والمؤسسات الكبيرة الجزائرية 2005-2010

مأذرة ماجيستير 2012 ص 60

³ إلیاس بن ساسي و يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره ص 321

- نماذج التقييم : تتعلق بنماذج تقييم الأسهم انطلاقاً من الأرباح الأسهم المأمول تحقيقها، كما يتعلق بالفترات المستقبلية، تعتبر النظرية المالية أن قيمة السهم تساوي القيمة الحالية (المحسوبة اعتماداً على معدل المردودية المنتظرة من طرف المساهمين) لمجموع الأرباح المنتظرة لفترات زمنية مستقبلية.
- نموذج الأصول المالية المتوازنة MEDAF : عادة ما يستخدم هذا النموذج في تقييم المردودية المنتظرة من استثمار مرتبط بمخاطر معينة، وعلى هذا الأساس تعرف المردودية المنتظرة من طرف المساهمين على أنها مردودية الأصول دون مخاطر مقدرة بمعدل مخاطرة يعادل β مرة مخاطر السوق و تحسب من خلال العلاقة التالية :

$$E(R_x) = R_f + \beta [E(R_m) - R_f]$$

2-2 تكلفة الديون :

- تكلفة القروض المالية المتوسطة و طويلة الأجل : تكلفة القروض هي معدل التكلفة المحسوب أخذاً بعين الاعتبار الوفورات الضريبية المحققة على الفوائد وعلى اهتلاكات أقساط القروض المسددة ومصاريف الإصدار ويمكن حسابها باستخدام العلاقة التالية :

$$D = \sum_{i=1}^n \left(\frac{RB + FF(1-IS)}{(1+KD)} \right)$$

- تكلفة قرض الإيجار: هو معدل التكلفة الذي يضمن تعادل قيمة الأقساط المدفوعة مع إجمالي القرض المتحصل عليه.
- تكلفة القروض القصيرة الأجل : تدعى بالقروض البنكية غير المالية لأنها لا تنتج تدفقا مالياً نقدياً من البنك مباشرة نحو الخزينة، بل مجرد تعجيل في التحصيل الحقوق (كخصم الأوراق التجارية) أو تغطية بنكية (السحب على المكشوف) أو ما يصطلح عليه بالاعتمادات البنكية الجارية رغم ذلك تبقى من مصادر التمويل قصيرة الأجل المهمة.

2-3 التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال: ومن ثم يمكن تجميع هذه التكاليف وتحديد التكلفة الإجمالية للتمويل والمصطلح عليه بتكلفة رأس المال، والتي تعرف بتكلفة رأس المال والمتمثلة في المتوسط الحسابي المرجح لتكاليف مختلفة مصادر رأس المال، ويحسب بالعلاقة التالية:¹

$$K = k_{cp} \cdot \frac{CP}{CP+D} + i \cdot \frac{D}{D+CP}$$

¹ إلياس بن ساسي و يوسف قرشي، مرجع سبق ذكره ص 324 و 325 و 326

المطلب الثالث: القرار الاستثماري

يعتبر القرار الاستثماري من أهم القرارات التي تتخذها المؤسسة في الوقت الحاضر لتظهر نتائجها في المستقبل، ولكونه يتعلق بنشاط مستقبلي وأثار تلازم المؤسسة لفترة زمنية طويلة، وجب على المدير المالي اختيار البديل الأحسن بالاعتماد على المعايير تمتاز بالدقة في تقديم إجابات غير قابلة للخطأ.

الفرع الأول: تعريف القرار الاستثماري

يعرف القرار الاستثماري على انه: هو قرار يؤدي إلى تكاليف ثابتة إضافية وبمجرد تنفيذه لا يمكن الرجوع فيه، حيث يتوقع تحقيق أرباح مستقبلية ولكنها غير مؤكدة الحدوث؛¹

ويعرف كذلك، بذلك القرار الذي يقوم على اختيار البديل الاستثماري الذي يعطي أكبر عائد استثماري من بين بديلين على الأقل والمبني على مجموعة من دراسات الجدوى التي تسبق عملية الاختيار وتمر بعدة مراحل تنتهي باختيار قابلية هذا البديل للتنفيذ في إطار منهجي معين وفقا لأهداف وطبيعة المشروع الاستثماري.²

إن أي قرار استثماري ينطوي على عدد من الخصائص لعل من أهمها:

- إن القرار الاستثماري هو قرار استراتيجي يحتاج إلى أداة التنبؤ بالمستقبل؛
- انه قرار غير متغير حيث إن كل المجالات التطبيقية لدراسات الجدوى كلها لا يتم القيام بها إلا على فترات زمنية متباعدة؛
- إن القرار الاستثماري يترتب عليه تكاليف ثابتة مستغرقة ليس تعديلها أو الرجوع فيها؛
- يحيط بالقرار الاستثماري عدد من المشكلات والظروف التي من الضروري التغلب عليها، مثل ظروف عدم التأكد وتغير قيمة النقود ومشاكل عدم قابلية بعض المتغيرات للقياس الكمي وكلها تحتاج إلى أسس ومنهجية علمية للتعامل معها؛
- يمتد القرار الاستثماري دائما إلى أنشطة مستقبلية وبالتالي يرتبط غالبا بدرجة معينة من المخاطر تكون معبرة عن دوافع أعضاء الإدارة ومستوى تكوينهم، وكذلك ثقافتهم.

وإن لعملية اتخاذ القرار الاستثماري كذلك عدة صعوبات ومن بين الأسباب التي تجعل اتخاذ القرار الاستثماري من أصعب القرارات في المؤسسة ما يلي:³

- اعتماده كلياً على التنبؤات،
- مراعاة أن يكون الاستثمار الجيد متماشياً مع أنشطة المؤسسة وأهدافها وسياساتها،

¹ إبراهيم طاطه سالم، تطور الموازنة باستخدام تحليل التكلفة و العائد لرفع كفاءة الانفاق الاستثماري، رسالة دكتوراه، غير منشورة، جامعة المنصورة 1979 ص 23

² عبد المطلب عبد الحميد، دراسة الجدوة الاقتصادية لاتخاذ القرارات الاستثمارية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006 ص 39

³ طاهر حيدر حردان، أساسيات الاستثمار، دار المستقبل للنشر و التوزيع الأردن سنة 2009 ص 15

- إن عملية التنسيق بين القرارات الاستثمارية من جهة، وأهداف وسياسات المؤسسة من جهة أخرى صعب إذا لم تكن معلنة بطريقة واضحة هذا يعني إن سياسة الاستثمار غير المدروسة قد تتعارض مع هذه الأهداف وهو ما يؤدي للتأثير على مستقبل المؤسسة.

الفرع الثاني: مراحل وأسس اتخاذ القرار الاستثماري

إن عملية اتخاذ القرار الاستثماري تمر بعدة مراحل من اجل الوصول إلى أفضل القرارات وبالتالي إلى أفضل النتائج.

1- مراحل اتخاذ القرار الاستثماري

إن خصائص القرار الاستثماري تجعل منه قرار استراتيجي وهما يتطلب دراسة دقيقة ومعقدة تتمثل فيما يلي¹:

- **تحديد الأهداف الإستراتيجية للمؤسسة:** يعتبر الهدف من حيازة استثمار ما أو انجازه وتحقيق الأهداف الإستراتيجية للمؤسسة على المدى المتوسط والطويل، والتي تحدد بناء على التوجه الاستراتيجي للمؤسسة؛
- **البحث عن الاستثمارات أو المشاريع:** في هذه المرحلة يتم البحث عن الاستثمارات الضرورية التي من شأنها تحقيق الأهداف العامة للمؤسسة وبمشاركة جميع المستويات الإدارية وتليها عملية وصف المشروع الاستثماري، والذي يتضمن عدة استثمارات (أراضي، مباني، آلات، الاحتياج في التمويل المرتبط بعمليات الاستغلال)؛
- **بهدف جمع المعلومات:** إن الطابع الاستراتيجي للاستثمار يتطلب القيام بمجموعة من الدراسات والبحوث والمعلومات الضرورية عنه، وهو ما يعرف بتحليل جدوى المشروع والتي تشمل عدة جوانب يمكن جمعها فيما يلي :
- **دراسة الجدوى التسويقية:** تتضمن الدراسة التسويقية دراسة العوامل المؤثرة في العرض والطلب وتقدير الطلب على منتجات المشروع، بالإضافة إلى التحليل البيانات والمعلومات من مصادرها، وتحديد هيكل ونوع السوق الذي يعمل في إطاره المشروع، وتعد الدراسة التسويقية أساس الدراسة الفنية للمشروع أو تحديد الطاقة الإنتاجية وما يرتبط بذلك من تقدير التكاليف²؛
- **دراسة الجدوى التقنية و الهندسية:** يقصد بها الدراسات التي تقوم على تحديد كل من الاحتياجات الضرورية واللازمة لإنشاء وتشغيل المشروع الاستثماري من خلال تحديد (قيمة الاستثمارات الضرورية، تكاليف الاستغلال، مصاريف ثابتة ومتغيرة)، آجال الاستسلام والإنجاز، مدة حياة الاستثمار، للوصول إلى فرز واختيار أساليب الإنتاج التي تؤدي إلى التقليل من المخاطر التي قد يتعرض لها المشروع³؛
- **الدراسة البشرية:** تركز على تخطيط التشغيل وتحديد الاحتياجات من الموارد البشرية من حيث العدد والمؤهلات والكفاءات اللازمة؛

¹ نير زغود , مرجع سبق ذكره ص 6 و 7.

² تحليل عطية، دراسات الجدوى الاقتصادية ، مركز تطوير الدراسات العليا و البحوث، جامعة القاهرة الطبعة الأولى 2008 ص 16

³ نادية عوا ريب، دراسة السلوك الاستثماري في المؤسسات الصغيرة و المتوسطة (عينة ورقلة، غرداية) رسالة ماجستير، منشورة جامعة ورقلة ص 95

- **الدراسة الجبائية و القانونية:** تتمثل في تحديد الامتيازات التي يمكن للمؤسسة الاستفادة منها في ما يخص (الإهلاك، الرسم على القيمة المضافة، معدل الضريبة على أرباح الشركات، وكذلك مختلف التنظيمات القانونية)؛
- **دراسة الجدوى المالية:** تعتمد على نتائج دراسات الجدوى التسويقية والجدوى الفنية للمشروع كما تدور دراسات الجدوى المالية على بحث جدوى الهيكل المالي للمشروع واختيار هيكل التمويل الأمثل.

2- ظروف اتخاذ القرار الاستثماري

تتعدد الظروف البيئية التي يتم في ظلها اتخاذ القرارات الاستثمارية وهو ما يؤدي إلى اختلاف حجم ونوع وطبيعة المعلومات المتاحة في كل مرحلة، ويتم اتخاذ القرار الاستثماري من خلال مجموعة من البيانات والمعلومات، وهذه الأخيرة تخضع لأحد الظروف التالية:¹

- **التأكد التام:** هي الظروف التي تكون فيها كل البيانات والمعلومات المتعلقة بالمستقبل محددة ومعلومة على وجه الدقة ولا يوجد أي احتمالات للأحداث المتوقعة سواء كانت ذاتية أو موضوعية، بحيث توجد نتيجة واحد فقط لكل حدث نظرا لوجود حالة واحدة من الحالات الطبيعية؛
- **ظروف المخاطرة:** هي الحالة التي تكون نتائج البدائل المطروحة غير مؤكدة، ويتخذ القرار بالاعتماد على البديل الذي يعطي أكبر قيمة متوقعة، ذلك بالرجوع إلى الخبرة السابقة؛
- **ظروف عدم التأكد:** هي حالات طبيعة تؤثر على اتخاذ القرار الاستثماري دون معرفة الأحداث المستقبلية المحيطة بالمشروع والمؤثرة فيه، فمتخذ القرار يعتمد في بناء قراراته على ميوله الشخصي وتوقعاته للمستقبل إذا كان متفائل أو متشائم.

3- أسس اتخاذ القرار الاستثماري

أ- القرار الاستثماري في ظل ظروف التأكد :

في ظل حالة التأكد التام يكون أمام متخذ القرار معلومات كاملة بشأن ما سيحدث في المستقبل، ولهذا تظهر تقديراته بالنسبة للتدفقات النقدية بقيم واحدة، وهناك العديد من المعايير التي تم وضعها في هذه الحالة، إذ يمكن التمييز بين نوعين من الأدوات : الأدوات المتركزة على المدرودية وأدوات على التحيين²

➤ وهناك من يضع تقييم آخر لهذه المعايير متمثلة في:

¹حسين بلعوز، مدخل لنظرية القرار، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر ص 10

²حفصة زيار، دراسة الجدوى المالية في اتخاذ القرار الاستثماري، دراسة حالة فرض استثماري لدى البنك الجزائري-الفترة 2010.2013 مذكورة ماستر جامعة ورقلة 2013. ص 10

أولاً: معايير لا تأخذ بعين الاعتبار القيمة الحالية النقود (الأساليب التقليدية)

تعتبر هذه من أبسط وأقدم طرق تقييم البدائل الاستثمارية وأكثرها شيوعاً وهذه الطرق لا تأخذ بعين الاعتبار أثر تغير القيمة الزمنية للنقود وهي تتضمن معيارين هما :

- **معييار العائد المحاسبي (TRC)**: وهو عبارة عن نسبة صافي الربح إلى رأس المال المستثمر، ويقصد بصافي الربح بعد طرح كل أنواع التكاليف والأقساط الاهتلاكات، وتتميز هذه بسهولة احتساب الربح وأساليب متعددة، ويقاس معدل العائد المحاسبي للمشروع الاستثماري كما يلي:

معدل العائد المحاسبي = (متوسط صافي الأرباح المحاسبية / متوسط قيمة الاستثمار)

ويطلق كذلك على المتوسط صافي الأرباح المحاسبية متوسط صافي الأرباح بعد الضريبة، وفي حالة تعدد المشاريع يختار المشروع ذو معدل العائد المحاسبي الأكبر.

- **معايرة فترة الاسترداد (DR)**: ويقصد بها تلك الفترة الزمنية اللازمة لاسترداد جميع الأموال التي أنفقت على مستوى المشروع من خلال ما يولده من تدفقات، ويعتبر هذا المعيار من أبسط المعايير وأكثرها استخداماً في المفاضلة بين المشاريع الاستثمارية، وعند المفاضلة بين المشروعات الاستثمارية يتم اختيار المشروع الذي يحقق أفضل فترة إرجاع أو استحقاق، إما عندما نكون عند اختيار مشروع واحد فإنه يمكن قبول هذا المشروع وفق هذا المعيار إذا كانت فترة الاسترداد القصوى المطلوبة والمحددة سابقاً من قبل المستثمر.¹

ثانياً: معايير التقييم المخصصة (الأساليب الديناميكية)

- **القيمة الحالية الصافية (VAN)**: تعرف القيمة الحالية الصافية لمشروع استثماري بأنها الفرق بين القيم الحالية للتدفقات النقدية للمشروع وتكلفة الاستثمار (رأس المال المستثمر)²

ويعتبر معيار (VAN) كمقياس لقبول أو رفض أي مشروع، ونكون أمام حالة رفض المشاريع الاستثمارية إذا كانت (VAN) سالبة، أما إذا كانت (VAN) موجبة فإنه سوف يقبل المشروع، أما إذا كانت (VAN) معدومة فإن هذا يعني تساوي التدفقات النقدية والقيمة الأولية للاستثمار وهي أيضاً حالة رفض الاستثمار.³

- **معدل العائد الداخلي (TRI)**: وهو يمثل ذلك المعدل الذي يجعل القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلية مساوية للتكاليف الاستثمارية، أو معدل الخصم الذي يجعل صافي القيمة الحالية مساوية للصفر، حيث يعد هذا المعيار من أهم المعايير المستخدمة في المفاضلة بين المشاريع الاستثمارية المختلفة، ويقوم معيار العائد الداخلي على فكرة القيمة الحالية

¹ إسماعيل إبراهيم جمعة، زينبات محمد محرم، صبحي محمود، المحاسبة الإدارية- نماذج بحوث العليا في اتخاذ القرار، الدار الجامعية للنشر و الطبع و التوزيع، مصر، 2002 ص 326 .

² Jacqueline Delahaye. Florence Delahaye. DCG6. **Finance d'entreprise. Manuel et application.** 2e édition. DUNOD. Paris 2009 p300

³ عبد الحفيظ الأرقم، تحليل المقترحات الاستثمارية، الجزء الثاني، ديوان المطبوعات الجامعية 1999 ص 12

والصعوبات التي تقابلنا هي تحديده وطريقة حسابه، ويتم قبول المشروع إذا كان TRI أكبر من معدل تكلفة الأموال، أما إذا كنا بصدد المفاضلة بين عدة مشاريع فانه سوف يتم حساب معدل العائد الداخلي لكل مشروع ويتم اختيار الفرص الاستثمارية ذات TRI الأكبر.¹

كما يمكن تعريفه أيضا بأنه معدل الفائدة أو الخصم الذي لو خصمت به التدفقات النقدية الداخلة والخارجة للمشروع لكانت صافي القيمة الحالية للمشروع تساوي الصفر.²

● **مؤشر الربحية (IP):** ويقصد بمؤشر الربحية ذلك المعدل الناتج عن قسمة القيمة الحالية للتدفقات النقدية (محصومة على أساس معدل العائد المطلوب) على القيمة الأولية للمشروع، ويعد هذا المعيار مكمل لمعيار القيمة الحالية الصافية، ويهدف إلى تجنب التأثيرات السلبية للقيمة الحالية الصافية وذلك من خلال تحديد اثر الحجم على VAN³

ب- معايير التقييم في ظروف الخطر وعدم التأكد النسبي :

تقوم عملية اختيار الاستثمارات في ظل الظروف على تحديد ما يسمى بمفهوم المستقبل الاحتمالي، وهو الوضع الذي من خلاله يمكن قياس القيم التي تأخذ التدفقات النقدية باحتمال وقوعها، ومن بين هذه المعايير ما يلي :

● **معيار الأمل الرياضي: E(VAN)** يقصد به القيمة المتوقعة لصافي القيمة الحالية للمشروع، ويستخدم هذا المعيار المرادفة المتوقعة من المشروع، وتحسب القيمة المتوقعة لكل تدفق نقدي مخصوم وفق الاحتمالات المقبلة؛

ونجد أن هذا المعيار في حالة وجود مشروع واحد فانه يكون مقبول إذا كانت E(VAN) أكبر من الصفر، إما إذا كانت E(VAN) أقل من الصفر فان المشروع مرفوض، أما في حالة المفاضلة بين المشاريع فان المستثمر أمام مجموعة من الخيارات ويتم الاختيار بناء على أكبر قيمة متوقعة لصافي القيمة الحالية.⁴

● **معايير التباين و الانحراف المعياري:** يقيس الانحراف المعياري المخاطر لأنه يعبر عن التشتت، حيث كلما كانت قيمة الانحراف المعياري متدنية أشار ذلك إلى تماسك المتغيرات، وكلما كان كبيرا عبر ذلك عن تبعثر وتشتت المتغيرات، ولحساب الانحراف المعياري لابد من المرور بحساب التباين؛

ويكون اختيار المشروع حسب طبيعة الشخص المستثمر وميوله للمخاطرة، حيث إذا كان محبا للمخاطرة سيختار المشروع الأكثر مخاطر باعتباره يحقق أكبر عائد ممكن، أما إذا كان غير محب للمخاطر فيختار المشروع الأقل مخاطر.

● **معامل الاختلاف:** يعد معامل الاختلاف مقياسا نسبيا للتشتت أو المخاطرة، ويتم حسابه عن طريق قسمة الانحراف المعياري على القيمة المتوقعة.¹

¹ حفصة زيار، مرجع سبق ذكره ص 13

² محمد مطر، إدارة الاستثمارات، الإطار النظري و التطبيقي، دار وائل للنشر، طبعة 4، عمان، الأردن 2006 ص 340 .

³ علي عباس، الإدارة المالية، إثراء للنشر و التوزيع، عمان، 2008، ص 204

⁴ حرور إلياس، اثر تكلفة رأس المال على القرار الاستثماري في القطاع الاستثماري، دراسة حالة مؤسسة ملينة الاوراس - باتنة، خلال الفترة ما بين 2011-2013 مذكورة

ماستر جامعة ورقلة 2014 ص 18

الفرع الثالث : تدفقات دورة الاستثمار:

تعتبر دورة الاستثمار مكون من مكونات جدول تدفقات الخزينة بحيث سوف نتطرق إلى جانب التدفقات الخزينة المتأتية من دورة أو أنشطة الاستثمار من خلال مفهومه ومكوناته.

1- مفهوم تدفقات دورة الاستثمار : يضم هذا القسم الخزينة المتولدة عن إجمالي عمليات الاستثمار، وتسمح دراسة هذه الدورة بأخذ فكرة عن مختلف الجهود المبذولة في مجال الاستثمار في شكل نمو داخلي (الحيازة على الاستثمارات المادية والمعنوية) أو في شكل نمو خارجي (استثمارات مالية)؛

وكذلك تتميز دورة الاستثمار بضخامة الاعتماد المالي واستمرارها لعدة دورات استغلال عكس دورة الاستغلال التي تركز على دورة واحدة.

2- مكونات جدول تدفقات الخزينة المتأتية من أنشطة الاستثمار :²

وتتمثل في عمليات تسديد أموال من أجل اقتناء استثمار، وتحصيل أموال التنازل عن أصل طويل الأجل وتحدد كما يلي:

جدول رقم (1-1) تدفقات الخزينة المتأتية من أنشطة الاستثمار حسب الطريقة المباشرة

ن-1	ن	الملاحظة	تدفقات الخزينة المتأتية من أنشطة الاستثمار
			-تسديدات لحيازة قيم ثابتة مادية و معنوية. +التحصيلات عن عمليات التنازل للقيم الثابتة المادية و المعنوية. -تسديدات لحيازة قيم ثابتة مالية. +التحصيلات عن عمليات التنازل عن القيم الثابتة المالية. +الفوائد المحصلة من توظيفات الأموال. +الحصص و الأقساط المقبوضة من النتائج المستلمة.
			تدفقات الخزينة الصافية المتأتية من أنشطة الاستثمار

المصدر : إلياس بن ساسي و يوسف قريشي، المرجع سبق ذكره ص 220

¹ محمد فريد الصحن، إسماعيل السيد، إبراهيم سلطان، مبادئ الإدارة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003 ص 165 .

²الدكتور حود ميسة، الأستاذ دشايش عبد القادر، مداخلة بعنوان قراءة مالية للمعيار المحاسبي الدولي السابع (IAS07)، بناءو تحليل جدول تدفقات الخزينة، دراسة حالة مجمع SAIDAL الملتقى الدولي حول الإصلاح المحاسبي، نوفمبر 2011 ص ص 12 و13

ويتم حساب العناصر المكونة لتدفقات الخزينة المتأتبة من أنشطة الاستثمار على النحو التالي:

- ✓ تسديدات لحيازة قيم ثابتة مادية و معنوية و تحسب حسب العلاقة الآتية :
التغير في القيم الثابتة المادية والمعنوية للسنة المالية + القيمة المحاسبية الصافية للتنازل عن القيم الثابتة المادية والمعنوية؛
- ✓ التحصيلات عن عمليات التنازل للقيم الثابتة المادية والمعنوية وتتمثل في سعر التنازل عن القيم الثابتة المادية والمعنوية؛
- ✓ تسديدات لحيازة قيم ثابتة مالية و تحسب العلاقة الآتية : التغير في القيم الثابتة المالية + القيمة المحاسبية الصافية للتنازل عن القيم الثابتة المادية والمعنوية؛
- ✓ التحصيلات عن عمليات التنازل عن القيم الثابتة المالية . تتمثل في سعر التنازل عن القيم الثابتة المالية؛
- ✓ الفوائد المحصلة من توظيفات الأموال وتتمثل في المنتجات المالية.

المبحث الثاني: الأدبيات التطبيقية حول العلاقة بين مصادر التمويل وقرار الاستثمار

بعد التطرق للأدبيات النظرية لقرار الاستثمار ومصادر التمويل، سوف نحاول القيام بإجراء دراسة مسحية لبعض البحوث التي أجريت حول الموضوع في المبحث الثاني حول الأدبيات التطبيقية، والتي تساعد في وضع الإطار النظري للدراسة وكذلك صياغة فروضها واختبارها.

المطلب الأول: عرض الدراسات السابقة

سننظر في هذا المطلب إلى الأبحاث والدراسات العلمية السابقة التي تناولت موضوع مصادر التمويل وقرار الاستثماري.

أولاً: محمد بوشوشة 2016¹

هدفت هذه الدراسة إلى توضيح مختلف سياسات التمويل التي يمكن أن تعتمدها المؤسسة الاقتصادية من أجل تمويل نشاطاتها الاستثمارية والاستغلالية فوظيفة التمويل في المؤسسة هي وظيفة محورية باعتبارها تضمن إستمرار وتطور المؤسسة، وهذا بدراسة عينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية للفترة ما بين 2010 إلى 2013، وهذا باستخدام المنهج الوصفي التحليلي، ومنهج دراسة حالة، بحيث توصلت نتائج الدراسة أن المؤسسات تعتمد في تمويلها على سياسة التمويل الذاتي كأول مصدر تمويل لنشاط هذه المؤسسات حيث يشكل هذا التمويل أهمية كبيرة للمؤسسات في تمويل أنشطتها الاستثمارية، بالإضافة إلى اعتمادها على التمويل الخارجي في تمويل استثماراتها، حيث أن أول مصدر تعتمد عليه هو القروض البنكية ثم بواسطة طرح السندات ويأتي التمويل الخارجي الخاص عن طريق الرفع من رأس المال.

ثانياً : العايب ياسين (2010-2011)²

هدفت هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على مختلف التدابير والإصلاحات المنتهجة من طرف الدولة لمعالجة الاختلال المالي للمؤسسة الاقتصادية بصفة عامة، وقد تم الاعتماد على المنهج التاريخي والمنهج الوصفي والتحليلي، واعتمدت على الأدوات الإحصائية وقد توصلت هذه الدراسة إن إشكالية التمويل بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ناتجة عن هشاشة خصائصها التي تساعدها على الحصول على التمويل من المصادر الحالية في الجزائر ونخص بالذكر البنوك التجارية، حيث تظهر هذه الأخيرة غير متخصصة في معالجة المخاطر الناتجة عن خصوصية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تجاه عدم تماثل المعلومات ومختلف المخاطر، وجاءت التوصيات التي خرجت بها الدراسة على ضرورة تنوع مصادر التمويل بما يتلائم مع وضعية المؤسسة الصغيرة والمتوسطة، والتركيز على الخصوص على المؤسسات المالية وتوحيد سلطة اتخاذ القرار ومن خلال هذه التوصيات ضرورة القيام بدراسات حول وضعية وتنافسية المؤسسة الصغيرة والمتوسطة والبحث عن آثار تنوع مصادر التمويل في معالجة إشكالية التمويل.

¹محمد بوشوشة (2016) المرجع سبق ذكره.

²العايب ياسين (2010-2011)، إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية "دراسة حالة المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر" مذكرة مقدمة لنيل شهادة دكتور العلوم الاقتصادية .

ثالثا : إلياس بن ساسي (2002-2003) ¹

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة ما هي السياسة المالية المثلى لمواجهة الاحتياجات المالية في مرحلة النمو، وقد تمت هذه الدراسة على مستوى مؤسسة ENAFOR للفترة الممتدة بين 1997 إلى سنة 1999، وتم إتباع المنهج الوصفي التحليلي، بحيث توصلت نتائج الدراسة إلى انه في حالة عدم تمكن المؤسسة من تمويل جميع احتياجاتها بالتمويل الذاتي تلجأ المؤسسة إلى الاستدانة بهدف تمويل كل من احتياجات الاستثمار والاستغلال، وكذلك غياب سياسة محددة للاستدانة، وكذلك أهم ما يعاب على السلوك المالي هو تدني درجة الاستقلالية المالية بشكل كبير و غياب تام لدورة رأس المال في تمويل احتياجات المؤسسة للنمو، وأوصت الدراسة على أنه لسير عمل مجال تسيير العمليات المالية والتي جاء ضرورة تحديد المحيط الذي تنشط فيه المؤسسة وذلك ببناء سوق للمال لإضافة المرونة على العمليات المالية وتصحيح المسار السابق عن طريق الإصلاحات والإدماج التدريجي لأدوات التسيير الحر دون تغيير الواقع الاقتصادي.

رابعا : زغدود تبر (2009) ²

هدفت هذه الدراسة إلى معالجة الإشكالية ما هي العوامل المحددة لسياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية بقطاعين العام و الخاص في الجزائر للفترة ما بين 2003 إلى 2007، حيث تمت هذه الدراسة حول المؤسسات بالقطاع العام و الخاص الواقعة في الجنوب الشرقي، و تم الاعتماد على منهج الدراسة الميدانية بتوزيع إستمارات البيانات من حيث التعريف بعينة الدراسة، حدود الدراسة وتصميم الدراسة، وتوصلت نتائج الدراسة إلى عدم وجود هيكل مالي أمثل و وحيدا لمؤسسات عينة الدراسة، وانه توجد هيكل تمويلية ملائمة في الظروف المختلفة حيث تختار كل مؤسسة هيكل تمويلي ملائم في الظروف المختلفة حيث تختار كل مؤسسة هيكلها المالي وفقا لخصائصها ترتبط بالبيئة الداخلية والخارجية لها، وقدمت هذه الدراسة التوصيات من بينها تفعيل دور السوق المالي في الجزائر وضرورة تكيف برامج تمويلية تستجيب لمتطلبات واحتياجات المؤسسات.

خامسا : أسيا قاسمي (2015) ³

هدفت هذه الدراسة إلى دراسة مدى تأثير التقييم المالي للمشاريع الاستثمارية على اتخاذ القرار الاستثماري في المؤسسات الاقتصادية ومعرفة كيف يتم تطبيق هذا التقييم على المشروع الاستثماري في الواقع العملي وأهم الصعوبات التي تحد من فعاليته، وتنعكس سلبا على اتخاذ القرار الاستثماري بشكل سليم للفترة الممتدة بين 2003 إلى 2014 وهذا بإتباع منهج دراسة حالة والاستعانة برنامج EXCEL، بحيث توصلت نتائج الدراسة إلى تقييم المشاريع الاستثمارية ماليا يساعد المستثمرين بشكل كبير على اتخاذهم للقرار الاستثماري، والقرار الاستثماري من القرارات الأكثر أهمية وخطورة لهذا يجب توخي الحذر في اتخاذه، وقد توصلت إلى ضرورة تشجيع متحذي القرار على تقييم مشاريعهم الاستثمارية بشكل علمي وسليم، وكذلك على المؤسسة التنويع في تطبيق معايير التقييم المشاريع الاستثمارية.

¹ إلياس بن ساسي (2002-2003) المرجع سبق ذكره .

² زغدود تبر (2009) المرجع سبق ذكره .

³ أسيا قاسمي (2015)، اثر التقييم المالي للمشاريع الاستثمارية على اتخاذ القرار الاستثماري في المؤسسات الاقتصادية "دراسة عينة من المشاريع للفترة (2003-

2014) مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي. جامعة ورقلة .

سادسا : خورور الياس (2014)¹

تناولت هذه الدراسة مدى تأثير تكلفة رأس المال في اتخاذ القرارات الاستثمارية في القطاع الصناعي، حيث تمت على دراسة حالة مؤسسة ملبنة الأوراس خلال الفترة (2011-2013)، بحيث اعتمدت هذه الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي في الجانب النظري، ومنهج دراسة حالة في الجانب الميداني، وإستخدام المقابلة كأسلوب لجمع البيانات، و قد توصلت نتائج هذه الدراسة إلى إن مؤسسة ملبنة الاوراس بوضعية مالية جيدة ومستقرة، وتميز باستقلالية مالية، والمؤسسة تعتمد على الأموال الخاصة في تمويل استثماراتها، وقرارات المؤسسة كانت صائبة، ومن أهم التوصيات هي محاولة الربط بين قرار الاستثمار وقرار التمويل وهذا بتنوع مصادر التمويل وضرورة اختيار مصادر تمويلية أخرى.

سابعا : (هباش فارس، مناع ريمة، 2018)²

هدفت هذه الدراسة إلى بيان اثر ومنفعة المعلومات المالية لإتخاذ القرارات الاستثمارية بالشركات المدرجة في سوق عمان المالي، وذلك من خلال دراسة مدى فهم وكفاية المعلومات المالية لعينة من المستثمرين الأفراد، ومدى إدراكهم لأهمية هذه المعلومات من بين مصادر المعلومات الأخرى لاتخاذ قراراتهم الاستثمارية، ومدى استخدام هذه المعلومات وقد اعتمد الباحث على عينة مكونة من 41 مستثمر فرديا، وهذا مستعينا بالمنهج الوصفي التحليلي، وقد توصلت هذه الدراسة إلى انه هناك انتشار وعي وفهم كافي للمعلومات المالية من قبل المستثمرين الأفراد بسوق عمان المالي، ووجود اثر كبير للمعلومات المالية في ترشيد القرارات الاستثمارية.

ثامنا : (حسين وليد حسين، ابتهاج طالب خضير، عبد الناصر علك حافظ 2013)³

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على أهم العوامل التي من الممكن أن تؤثر في ترشيد قرارات الاستثمار التي يقوم المستثمرون في أسواق الأوراق المالية باتخاذها، وقد استعملت الاستبيان لجمع البيانات وكان سوق العراق لأوراق المالية ميدانيا للبحث إذ تم اختيار عينة عشوائية بحجم 48 فردا من الأفراد المعاملين في السوق المذكور، وقد تم استخدام البرنامج الإحصائي الجاهز (SPSS) في إدخال وتحليل بيانات البحث، وقد أكدت نتائج البحث بأن هناك مجموعة من العوامل الداخلية والخارجية التي تؤثر في قرارات المستثمرين في أسواق الأوراق المالية، وعليه توصل البحث على ضرورة قيام الجهات المسؤولة في سوق العراق لأوراق المالية بتوفير كافة المعلومات التي من الممكن أن تساعد المستثمرين على ترشيد قراراتهم.

تاسعا : (م.د علاء عبد الحسين الساعدي، م.د الهام جعفر الشاوي 2013)⁴

تناولت هذه الدراسة قائمة التدفقات وتأثيرها على قرار الاستثمار من خلال طريقة إعدادها، والغرض من إعدادها وتأثيرها على قرار الاستثمار، بحيث تم الاعتماد على أسلوب جمع البيانات وهو أسلوب الاستبيان، وكذلك طرق إعداد كشف

¹ خورور الياس (2014)، اثر تكلفة راس المال على قرار الاستثماري في القطاع الصناعي "دراسة حالة مؤسسة ملبنة الاوراس -باتنة- خلال الفترة 2011-2013 مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماستر اكااديمي (2014).

² هباش فارس، مناع ريمة، اثر المعلومات المالية في اتخاذ القرارات الاستثمارية في سوق عمان المالي، مجلة الدراسات المالية و المحاسبية و الإدارية العدد التاسع جوان 2018

³ حسين وليد حسين، ابتهاج طالب خضير، عبد الناصر علك حافظ، قرارات الاستثمار و العوامل المؤثرة في ترشيدها في اسواق الاوراق

المالية بالنسبة لصغار المستثمرين، مجلة دراسات محاسبية و مالية-المجلد الثامن- العدد 22 -الفصل الأول- 2013

⁴ م.د علاء عبد الحسين الساعدي، م.د الهام جعفر الشاوي، اهمية قائمة التدفقات النقدية و تأثيرها على القرار الاستثماري، مجلة القادسية للعلوم الادارية و الاقتصادية/المجلد

التدفقات النقدية وأهميتها وتأثيرها على قرار الاستثماري، وتم اختيار عينة من 20 فردا، وقد توصلت هذه الدراسة إلى أن قائمة التدفقات النقدية تساعد الإدارة المالية وبصورة كبيرة أيضا في تقييم مدى حاجتها لتوسيع أنشطتها الاستثمارية والتمويلية، إلى جانب نتائج أخرى توضح أهمية قائمة التدفقات النقدية، وأوصت إلى ضرورة حث الشركات على الاهتمام بقائمة التدفقات النقدية، والالتزام بالمعايير الدولية والمحلية التي تحكمها لكونها تساعد الإدارة المالية في العديد من الأمور و منها تقييم الحاجة للاقتراض وللتوسع في الأنشطة الاستثمارية والتمويلية.

عاشرا: دراسة (Guillaume Lysy 2009-2010) ¹

تناولت هذه الدراسة موضوع حول قرارات الاستثمار في سوق الكهرباء، حيث اعتبر ليزي في دراسته أن الاستثمار وتقييم المشاريع الاستثمارية في المؤسسة هو قرار جد مهم وحاسم باعتباره قرار يؤثر على مستقبل المؤسسة، فإذا كان الاستثمار جيد فمنه سوف يخلق قيمة للمؤسسة، وعلى عكس ذلك فقد يولد للمؤسسة تكاليف ضخمة ويمكن أن يؤدي بها إلى الإفلاس، وبالتالي هناك مجموعة من المعايير لتقييم المشاريع الاستثمارية تساعد صانعي القرار من اجل اتخاذهم للقرار الاستثماري من أهمها (القيمة الحالية الصافية، المعدل العائد والداخلي (في حالة اليقين))، أما بالنسبة للدراسة التطبيقية فقد هدفت إلى دراسة القرار الاستثماري في سوق الكهرباء بحيث حاول ليزي دراسة هذا السوق ودراسة المخاطر والمشاكل التي تحيط به، فخلص أن سوق الكهرباء يتميز بعدم اليقين، وعلى عدد كبير من المخاطر، وتقلبات الأسعار فيه كبيرة مما تؤثر بشكل كبير على أرباح المؤسسات، وانه هناك تجاهل لبعض التكاليف الخاصة بالكهرباء، وأستنتج في الأخير على أن الهدف الوحيد الذي يعتمدون عليه المستثمرون في بناء قرارهم الاستثماري هو تعظيم الأرباح، كذلك رأى أن المستثمرون يأخذون قدرا من المخاطر بعين الاعتبار في تقييمهم للمشاريع وهو عكس ما هو شائع، ولا يستنجدون في تقييمهم معايير في حالة اليقين.

الحدي عشر: دراسة (Fabien Kelleter.2004-2005) ²

موضوع هذه المقالة يحول حول طريقة اتخاذ قرار الاستثمار في الشركات ذات القطاع الصناعي، بحيث هدف فايان من خلال هذه المقالة إلى تبيان مفهوم الاستثمار، محدداته، وشرح أهم المعايير الرئيسية المستخدمة في تقييم المشاريع الاستثمارية، وتوصل في الأخير على أن المعايير الأكثر استخداما في تقييم المشاريع الاستثمارية (القيمة الحالية الصافية، معدل العائد الداخلي، فترة الاسترجاع العادية، فترة الاسترجاع المحينة، مؤشر الربحية)، و التي على أساسها يتخذ القرار الاستثماري في الشركات ذات القطاع الصناعي، إضافة أن كل المشاريع الاستثمارية يحيط بها عدة مخاطر يجب أخذها في عين الاعتبار عند تقييم هذه المشاريع لأنها قد تؤثر بشكل سلبي عليها.

¹ Guillaume lysy. " **Décisions d'investissement-application sur marché de électricité** " travail de fin d'études réalisé vue d'obtenir le grade de maitre. Université catholique de louvain.2009-2010.

² Fabien kelleter, "**La Décision d'investissement en entreprises industrielles**",séminaire d'échanges des pratiques, université de liège, 2004-2005

الثاني عشر: دراسة (Simon Gilchrist and Charles Himmelberg 1998)¹

هدفت هذه الدراسة إلى معالجة إشكالية التمويل وتأثيرها على القرار الاستثماري، وهذا من خلال تحديد نموذج هيكلي للاستثمار، ووضع نموذج مقياس محسنة للربحية الهامشية لرأس المال MPK، بحيث يمكن تحسين قدرتنا على تحديد وقياس تأثير العوامل المالية على قرار الاستثمار، وتم ذلك على مجموعة من الشركات لسنوات 1980-1993، وهذا باستخدام عدة نماذج لقياس MPK والتدفق النقدي، وتوصلت الدراسة لوجود تأثير العوامل المالية والتدفقات النقدية على الاستثمار على مستوى الشركة.

المطلب الثاني: موقع الدراسة الحالية ضمن الدراسات السابقة

من خلال الدراسات السابقة المتاحة أعلاه، تشير أغلبية الدراسات إلى وجود أهمية كبيرة لمصادر التمويل على الأنشطة الاستثمارية، بحيث قامت كل من دراسة (محمد بوشوشة، العايب ياسين، الياس بن ساسي، زغودو تبر) إلى دراسة السياسة التمويلية من خلال العوامل المحددة لها و السياسة التمويلية التي يمكن أن تعتمد عليها المؤسسة الاقتصادية، وأي مصدر تمويلي له تأثير على السياسة التمويلية للمشاريع الاستثمارية، وتوصلت إلى أن التمويل الذاتي يمثل المصدر الذي تعتمد عليه أغلبية المؤسسات إلى جانب التمويل الخارجي، واعتمدت على المنهج الوصفي والتحليلي ودراسة حالة لمعالجة الإشكالية.

أما بالنسبة لدراسة (أسيا قاسمي و Fabien kelleter) فقد ركزت على أثر التقييم المالي للمشاريع الاستثمارية على اتخاذ القرارات الاستثمارية؛ ودراسة (خورور الياس) فقد تناولت دراسة مدى تأثير تكلفة رأس المال في اتخاذ القرار الاستثماري في القطاع الصناعي، وقامت دراسة (هباش فارس، مناع ريمة وحسن وليد حسن، ابتهاج طالب خضير، عبد الناصر علك حافظ) إلى التركيز على أهم العوامل التي تؤثر على القرار الاستثماري ومنها معلومات المالية، وقدمت الدراسة حول سوق الأوراق المالية.

ودراسة (م.د علاء عبد الحسين الساعدي، م.د الهام جعفر الشاوي) ركزت على دراسة قائمة التدفقات وتأثيرها على القرار الاستثماري من حيث طريقة إعدادها والغرض من إعدادها، إضافة إلى دراسة (Guillaume lysy) فتناولت دراسة أهم المعايير التي تقوم بتقييم المشاريع الاستثمارية وأي من هذه المعايير التي يمكن أن تساعد متخذ القرار الاستثماري وقامت بدراسة سوق الكهرباء، بينما دراسة (Simon Gilchrist and charles himmelberg) فقد عالجت مشكل التمويل وتأثيرها على القرار الاستثماري من خلال تحديد نموذج هيكلي للاستثمار، وكما اختلفت جميع الدراسات في الأدوات المستخدمة لمعالجة الموضوع .

أما الدراسة الحالية تهدف إلى إيجاد العلاقة بين مصادر التمويل والقرار الاستثماري، على خلاف الدراسات السابقة بحيث ركزت على كيفية تأثير مصادر التمويل على القرار الاستثماري وتحديد أي مصدر له تأثير والمساهمة في اتخاذ القرار الاستثماري، وتمت الدراسة التطبيقية على عينة من المؤسسات الاقتصادية مكونة من 7 مؤسسات خلال الفترة 2012 إلى 2017، وفيما يخص الأساليب المستخدمة في الدراسة فتمثلت في استعمال SPSS 25.0 على خلاف الدراسات السابقة.

¹ Simon Gilchrist and Charles Himmelberg: **Investment.Fundamentals and finance**.NBER Macroeconomics annual . The university of chicao press on behalf of the national bureau of economic research. 1998

خلاصة الفصل

تناولنا في هذا الفصل الأدبيات النظرية والتطبيقية، حيث تم التطرق في المبحث الأول للمفاهيم المتعلقة بمصادر التمويل ومكوناتها، وكذلك معايير اختيارها بالإضافة إلى المفاهيم المتعلقة بالقرار الاستثماري ومراحل وأسس اتخاذ القرار الاستثماري، وأثر مصادر التمويل على القرار الاستثماري، بحيث نستطيع القول أن مصادر التمويل هي الأساس لاتخاذ القرار الاستثماري بالنسبة للمؤسسة، ووجب على المؤسسة التحكم الجيد بهذه المصادر واستعمالها بما يتلائم مع طبيعة الاستثمار المراد تحقيقه.

أما المبحث الثاني فكان بعنوان الأدبيات التطبيقية، وكان يتمحور حول أهم الدراسات السابقة التي لها علاقة بموضوع الدراسة، من خلال استعراض لأهم جوانب هذه الدراسات من حيث الهدف، العينة المستخدمة، طريقة معالجتها وأهم النتائج المتوصل إليها وتقديم أوجه التشابه والاختلاف بينها وبين الدراسة الحالية.

الفصل الثاني: الدراسة التطبيقية لتقييم أثر
مصادر التمويل على قرار الاستثمار في
المؤسسات الاقتصادية الجزائرية خلال الفترة
(2017-2012)

تمهيد:

سوف نحاول في الفصل الثاني من الدراسة بعد التطرق إلى جانب الأدبيات النظرية وكذا الدراسات السابقة التي لها صلة بالموضوع في الفصل الأول، إلى اختبار مدى تطابق الجانب النظري مع الجانب التطبيقي والمقارنة بين النتائج دراستنا مع نتائج الدراسات السابقة، وذلك من خلال دراسة العلاقة بين المتغير المستقل مصادر التمويل (التمويل الذاتي، رفع في رأس المال والاستدانة) و المتغير التابع قرار الاستثمار، وذلك من خلال تبني مجموعة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية.

ولتحقيق ذلك واختبار مدى صحة الفرضيات الدراسة سنقوم بتقسيم فصل الدراسة التطبيقية إلى مبحثين، أولهما يتعلق بالطريقة والأدوات المستخدمة وهذا من خلال تحديد منهجية الدراسة، مجتمع وعينة الدراسة، ثم التطرق إلى تحديد متغيرات الدراسة ومصادرها من خلال تحديد متغيرات الدراسة، كيفية جمع البيانات، خطوات الدراسة، وبعد ذلك تحديد الأسلوب والأدوات الإحصائية المستخدمة، أما المبحث الثاني سنعرض فيه التحليل الإحصائي لمتغيرات الدراسة باستخدام برنامج SPSS 25.0، إضافة إلى النتائج المتواصل إليها ومناقشتها لتحديد نوع العلاقة، بالإضافة إلى برنامج Excel2007 الذي تم به حساب بعض النتائج و تقديمها.

المبحث الأول: الطريقة و الأدوات المستخدمة في الدراسة

سنتناول في هذا المبحث عرض أهم الخطوات المتبعة في الدراسة بغية الإجابة على الأسئلة المتعلقة بمصادر التمويل والقرار الاستثماري في المؤسسة الاقتصادية، ومدى تأثير مصادر التمويل على القرار الاستثماري.

المطلب الأول: الطريقة المستخدمة في الدراسة

من خلال هذا المطلب سوف يتم التطرق إلى منهجية الدراسة، بالإضافة إلى مجتمع الدراسة وكيفية اختيار عينة هذه الدراسة.

الفرع الأول: منهجية الدراسة

من أجل الوصول إلى النتائج المرجوة، وبغرض تحقيق الهدف بخطوات منهجية صحيحة مع الإجابة على فرضيات الدراسة تم الاعتماد على المنهج الوصفي، حيث تم دراسة وتحليل القوائم المالية للمؤسسات محل الدراسة (الميزانية، جدول حسابات النتائج و جدول تدفقات الخزينة) لحساب مختلف متغيرات الدراسة وإيجاد العلاقة بين المتغير التابع و المستقل خلال سنوات الدراسة، كما استخدم أسلوب دراسة حالة الإجراء تحليلات مالية وإحصائية اللازمة، وترتيبها في هيئة جداول لتسهيل عملية ملاحظة البيانات والتعليق عليها في إطار تحديد العلاقة بين متغيرات الدراسة.

الفرع الثاني: مجتمع الدراسة

أولاً : مجتمع الدراسة من أجل تطبيق هذه الدراسة قمنا بتحديد مجتمع الدراسة مكون من مؤسسات الاقتصادية الجزائرية. ثانياً: عينة الدراسة تم اختيار عينة عشوائية تتألف من 7 مؤسسات اقتصادية، تم اختيارها بطرق مدروسة تفيد في دراستنا وتناسب مع متطلبات البحث، بحيث تخضع لنفس البيئة وهذا في حدود مقدرة الباحث لصعوبة التنقل والحصول على القوائم المالية.

الجدول رقم (2-1) معلومات عامة عن مؤسسات مشمولة الدراسة

رقم	اسم المؤسسة	تاريخ بداية النشاط	النشاط الرئيسي	رأس المال (دج)
01	SNC ELAMEL	1995/03/26	مؤسسة أشغال وانجاز الكهربائية والغازية	250 000 000.00
02	EPTP BOUSSADA	1980/05/01	مؤسسة الأشغال العمومية الكبرى والهيدروليكي	70 000 000.00
03	SARL BIG ROAD	1997/05/20	مؤسسة الأشغال العمومية الكبرى والهيدروليكي	185 370 000.00
04	KARG	1999/12/27	مؤسسة أشغال البناء لجميع هيئات الدولة	49 000 000.00
05	SARL FLASH	1996/12/31	مؤسسة الخدمات و المساعدات الإدارية و الفنية	764 200 000.00
06	SARL ILAS	1995/12/31	مؤسسة اللوجيستيك والخدمات والمساعدات الإدارية و الفنية	30 600 000.00
07	ETTR	1977/12/31	مؤسسة التسوية و أشغال الطرق	246 000 000.00

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على القوائم المالية

المطلب الثاني: تحديد متغيرات الدراسة ومصادر جمع البيانات وخطوات الدراسة

سوف نحاول في هذا المطلب بتحديد متغيرات الدراسة ومصادرها.

الفرع الأول: تحديد متغيرات الدراسة

سنحاول فيما يلي تحديد متغيرات دراستنا

أولاً: المتغير التابع تم التعبير عن المتغير التابع للدراسة بقرار الاستثمار من خلال قيمة وحجم الاستثمارات لدى المؤسسة محل الدراسة خلال سنوات الدراسة من 2012 إلى 2017.

ثانياً: المتغير المستقل و يتمثل في مصادر التمويل وقد تم التعبير عنه من خلال الفرضيات بأنواع مصادر التمويل وهي كل من التمويل الذاتي و الاستدانة، و تم استبعاد متغير الرفع في رأس المال لعدم لجوء مؤسسات محل الدراسة إلى هذا المصدر، وسوف يتم اعتماد طريقة حساب متغيرات الدراسة وفق الجدول التالي:

الجدول رقم (2-2) المتغيرات المعتمدة في الدراسة

المتغير	كيفية الحساب
التمويل الذاتي	الأرباح الغير الموزعة (النتيجة الصافية - مكافآت رأس المال) + مخصصات الاهتلاك و المؤنات
الاستدانة	جميع أنواع القروض التي تحصلت عليها المؤسسة
قرار الاستثمار	المعبر عنها من خلال قيمة الاستثمارات الجديدة المتحصل عليها

المصدر: من إعداد الطالب اعتماداً على مراجع سابقة

الفرع الثاني : مصادر جمع البيانات

بغرض الوصول إلى الأهداف المسطرة للدراسة واختبار الفرضيات تم جمع المعطيات اللازمة والمتمثلة في:

- البيانات الأساسية : تتمثل في المعطيات، البيانات، القوائم المالية من الميزانية، جداول حسابات النتائج وجدول تدفقات الخزينة للمؤسسات خلال فترة الدراسة؛

- البيانات الثانوية: وتتمثل في الكتب والمجلات بالإضافة إلى الدراسات والمقالات ذات الصلة بالموضوع.

الفرع الثالث: خطوات الدراسة

بغرض الوصول إلى نتائج الدراسة، سوف نتبع الخطوات التالية :

- 1- جمع البيانات المالية من خلال الميزانية، جدول حسابات النتائج وجدول التدفقات الخزينة للمؤسسات محل الدراسة خلال الفترة الممتدة من سنة 2012 إلى 2017، اعتمادا على معطيات وبيانات التقارير السنوية؛
- 2- حساب القيم المتعلقة بمتغيرات الدراسة لكل مؤسسة وخاصة بكل سنة من سنوات المحددة الدراسة؛
- 3- تتبع حركة قيم المتغيرات المعتمدة باستعمال مجموعة من أساليب الإحصاء الوصفي؛
- 4- بعد اختيار نموذج الدراسة، نقوم باختبار الدالة الإحصائية لأثر مصادر التمويل على قرار الاستثمار من خلال مجموعة من الاختبارات التالية:

- اختبار النموذج (Prob.T-statistique) : لمعرفة الدلالة الإحصائية للمتغير المستقل على المتغير التابع؛
 - اختبار النموذج (Prob.F-statistique) : لمعرفة المعنوية الإحصائية للنموذج ككل؛
 - معامل التحديد (R^2) : لمعرفة القوة التفسيرية للمتغير المستقل على المتغير التابع.
- و من اجل حساب وتقدير ما سبق تم الاستعانة بالبرامج الإحصائية المتمثلة في:
- برنامج الجدول الالكتروني Microsoft Excel 2007؛
 - برنامج الحزم الإحصائية SPSS25.0.

المطلب الثالث: الأسلوب والأدوات الإحصائية المستخدمة

الفرع الأول: الأساليب الإحصائية المستخدمة في تحليل البيانات

تم استخدام الأساليب الإحصائية المناسبة لتحليل البيانات باستخدام البرامج الإحصائية (SPSS25.0) و قد روعي اختبار الأساليب الملائمة في التحليل التي تعتمد على نوعية البيانات المراد تحليلها وفيما يلي الأساليب التي تم استخدامها.

1- الأساليب الإحصائية الوصفية (Descriptive Statistics)

تم استخدام هذه الأساليب للحصول على قراءات عامة عن عينة الدراسة وتضمنت الأساليب الإحصائية، استخدام المتوسطات الحسابية، الانحراف المعياري و النسب المئوية.

2- إختبار نموذج الانحدار (Régression Test)

حيث يعتبر نموذج الانحدار أسلوبا إحصائيا عاما تم استخدامه في هذه الدراسة لتحديد العلاقة بين المتغير التابع و مجموعة من المتغيرات المستقلة و ذلك لاختبار فروض الدراسة المبينة على أن قرار الاستثمار دالة في متغيرات مصادر التمويل، من خلال العلاقة التالية : قرار الاستثمار = د (متغيرات مصادر التمويل).

الفرع الثاني : نموذج الدراسة (نموذج الانحدار)

يمكن صياغة نموذج الانحدار الخطي المتعدد على النحو التالي:

$$Y_i = B_0 + B_1(\text{التمويل الذاتي}) + B_2(\text{الاستدانة}) + \epsilon_i = \text{قرار الاستثمار}$$

حيث أن :

B_0 : ثابت الانحدار

B_1, B_2 , معاملات الانحدار لمتغيرات مصادر التمويل

ϵ_i بند الخطأ العشوائي

I : (1.....42) و هو عبارة عن عدد مشاهدات الدراسة بالنسبة للمؤسسات .

و لتوضيح المتغيرات و التعريف الإجرائي لها والعلاقة المتوقعة بالإفصاح في القوائم المالية ومصادر الحصول على المعلومات وهي

كالتالي :

الجدول رقم (2-3) بيان توضيح نموذج الانحدار

مصادر البيانات	العلاقة المتوقعة بمستوى الإفصاح	التعريف الإجرائي للمتغيرات	المتغيرات
			اسم المتغير
المتغير التابع			
التقارير المالية و جدول تدفقات الخزينة		تتمثل في قيمة الاستثمارات خلال سنوات الدراسة	قرار الاستثمار
متغيرات مصادر التمويل			
التقارير المالية و جدول تدفقات الخزينة	+	النتيجة الصافية غير موزعة + الاهتلاكات و المؤونات	التمويل الذاتي
لتقارير المالية و جدول تدفقات الخزينة	+	جميع أنواع القروض خلال سنوات الدراسة	الاستدانة

المصدر : من إعداد الطالب اعتمادا على دراسات سابقة

المبحث الثاني: نتائج الدراسة و مناقشتها

من خلال هذا المبحث سنقوم بعرض الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة في المطلب الأول وعرض النتائج الخاصة بنموذج الانحدار الخطي في المطلب الثاني، يليه في المطلب الثالث التفسير و مناقشة النتائج والفرضيات والخروج بنتائج الدراسة.

المطلب الأول : الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة

سنقوم من خلال هذا المطلب بحساب بعض الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة وذلك لمعرفة خصائص هذه المتغيرات خلال فترة الدراسة، وتحليل قيمها.

الفرع الأول : الخصائص الوصفية لمتغيرات الدراسة

بحيث تتمثل متغيرات الدراسة في مصادر التمويل (التمويل الذاتي و الاستدانة) وقرار الاستثمار المتمثل في قيمة الاستثمارات، ويوضح الجدول التالي الخصائص الوصفية لهذه المتغيرات بالاعتماد على متوسطات قيمها وهذا بعد استبعاد جميع قيم المتغيرات التي لم يتم من خلالها القيام بعملية الاستثمار.

الجدول رقم (2-4) : الخصائص الوصفية لمتغيرات الدراسة

المؤسسات	المتغير المستقل		المتغير التابع
	الاستدانة	التمويل الذاتي	قرار الاستثمار
SNC EL AMEL	75 000 000,00	151 857 069,00	225 110 533,00
EPTP BOUSSAADA	25 000 000,00	267 293 235,50	224 473 600,50
SARL BIG ROAD	17 500 000,00	66 448 288,75	5 564 868,00
KAGR	58 784 429,50	102 076 718,00	111 005 150,50
FLASH	24 678 293,50	138 373 742,0383	17 871 174,2183
SARL ILAS	32 369 676,5567	76 813 155,46	12 003 979,9250
ETTR	226 271 800,00	185 219 225,87	172 806 747,4660
Moyenne	65 657 742.79	141 154 490.70	109 833 721.90
Ecart type	73 813 985.17	69 788 797.96	99 413 095.73
Minimum	17 500 000.00	66 448 288.75	5 564 868.00
Maximum	226 271 800.00	267 293 235.50	225 110 533.00

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على مخرجات Spss25.0

يبين الجدول أعلاه كل من المتوسطات وأعلى قيمة وأدنى قيمة، إضافة إلى الانحراف المعياري لكل من متغيرات مصادر التمويل و قرار الاستثمار، خلال الفترة الممتدة من 2012 إلى 2017 وهذا بمهدف بيان مستوى أداء كل مؤسسة من المؤسسات محل الدراسة ومن تم الحكم على مستوى العام للمؤسسات من خلال استقراء النتائج.

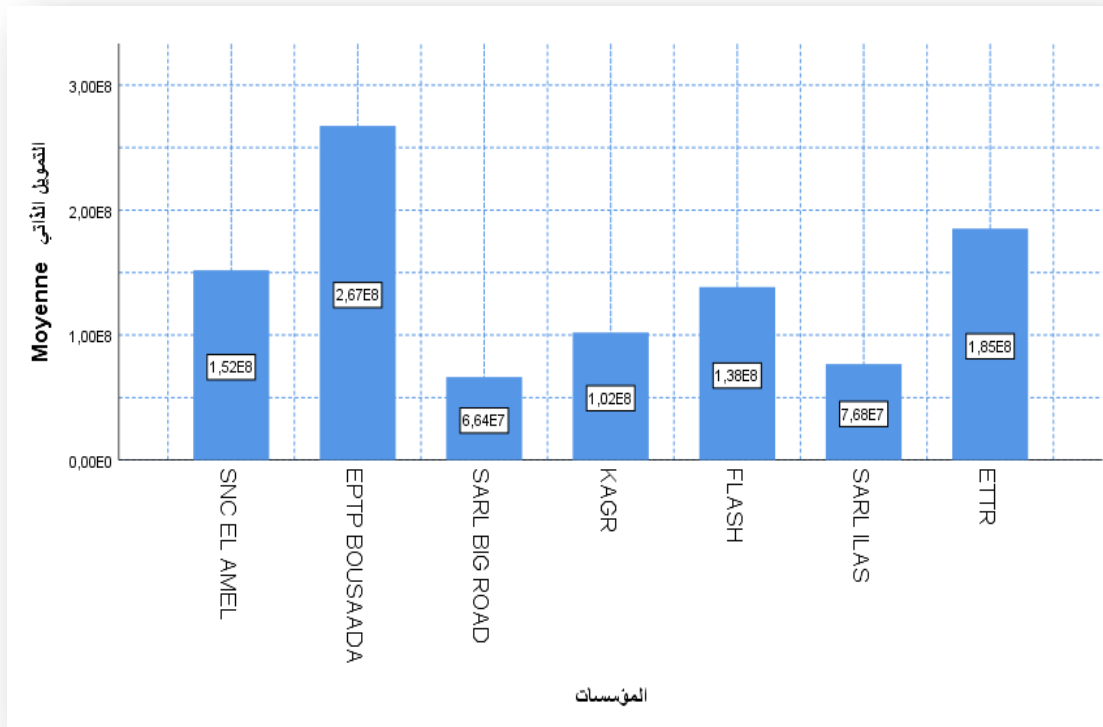
الفرع الثاني: تحليل قيم متغيرات الدراسة

من خلال الاعتماد على جدول الخصائص الوصفية لمتغيرات الدراسة إضافة إلى الأشكال البيانية لمتوسطات قيم المتغيرات نستخلص ما يلي :

❖ التمويل الذاتي:

من خلال الجدول (2-4) و الشكل رقم (2-1) نلاحظ أن قيم متوسط التمويل الذاتي كانت محصورة بين أدنى قيمة بمتوسط تقدر بـ **66 448 288.75** لمؤسسة SARL BIG ROAD، وأعلى قيمة بمتوسط يقدر بـ **267 293 235.50** لمؤسسة EPTP BOUSSAADA. كما نلاحظ أن متوسط عام قدره **141 154 490.70** حيث نجد أن 57.14% من المؤسسات كانت نسبتها اقل من المتوسط، إضافة إلى انحراف معياري قدره **69 788 797.96**.

الشكل رقم (2-1) متوسطات التمويل الذاتي للمؤسسات محل الدراسة

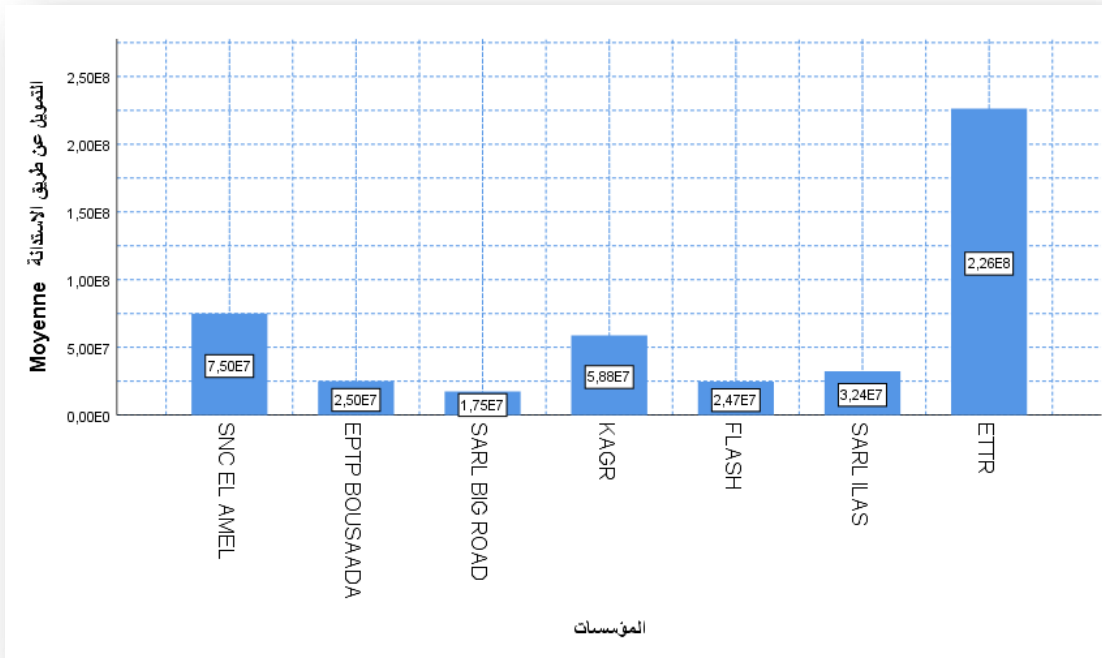


المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على مخرجات Spss25.0

❖ الاستدانة:

من خلال الجدول (2-4) و الشكل رقم (2-2) نلاحظ أن قيم متوسط الاستدانة كانت محصورة بين أدنى قيمة بمتوسط تقدر بـ 17 500 000.00 لمؤسسة SARL BIG ROAD ، و أعلى قيمة بمتوسط يقدر بـ 226 271 800.00 لمؤسسة ETTR. كما نلاحظ أن متوسط عام قدره 65 657 742.79 حيث نجد أن 57.14% من المؤسسات كانت نسبتها اقل من المتوسط، إضافة إلى انحراف معياري قدره 73 813 985.17

الشكل رقم (2-2) متوسطات الاستدانة للمؤسسات محل الدراسة

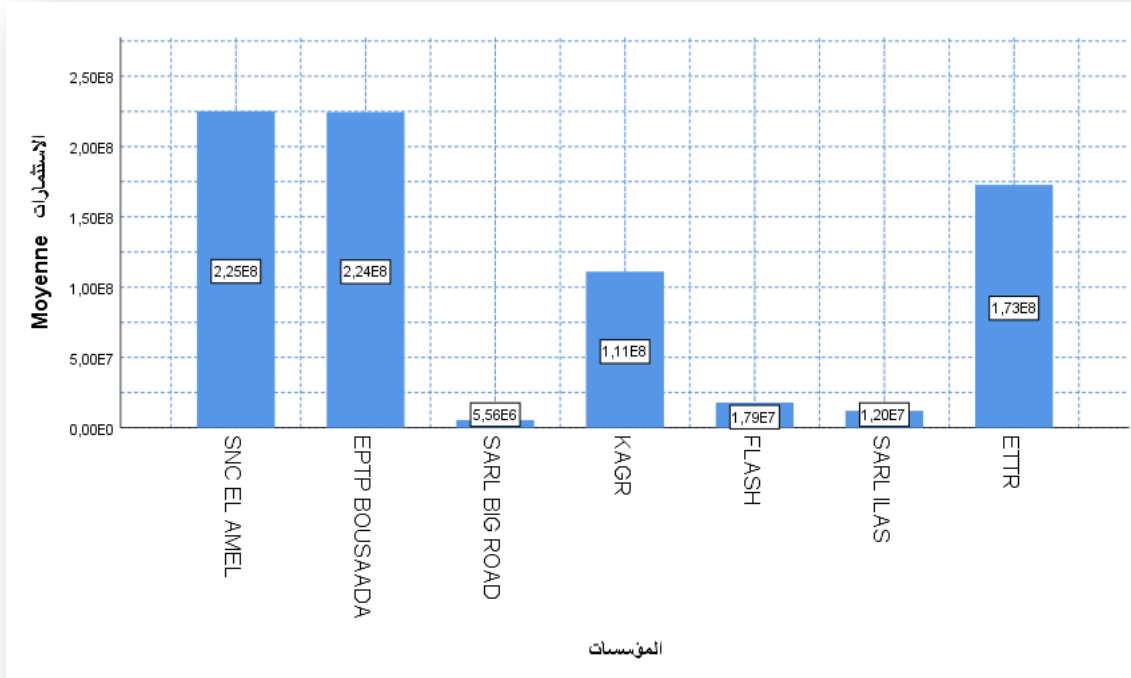


المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على مخرجات Spss25.0

❖ قرار الاستثمار:

من خلال الجدول (2-4) و الشكل رقم (2-3) نلاحظ أن قيم متوسط الاستثمارات كانت محصورة بين أدنى قيمة بمتوسط تقدر بـ 5 564 868.00 لمؤسسة SARL BIG ROAD ، وأعلى قيمة بمتوسط يقدر بـ 225 110 533.00 لمؤسسة SNC EL AMEL. كما نلاحظ أن متوسط عام قدره 109 833 721.90، حيث نجد أن 42.86 % من المؤسسات كانت نسبتها اقل من المتوسط، إضافة إلى الانحراف المعياري قدره 99 413 095.73.

الشكل رقم (2-3) متوسطات قرار الاستثمار للمؤسسات محل الدراسة



المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على مخرجات Spss25.0

الفرع الثالث : دراسة تطور رقم الأعمال والنتيجة الصافية (ربحية المؤسسة)

بحيث سنتطرق إلى دراسة تحليل تطور رقم الأعمال والنتيجة الصافية للمؤسسات الاقتصادية محل الدراسة خلال الفترة 2012 إلى 2017 .

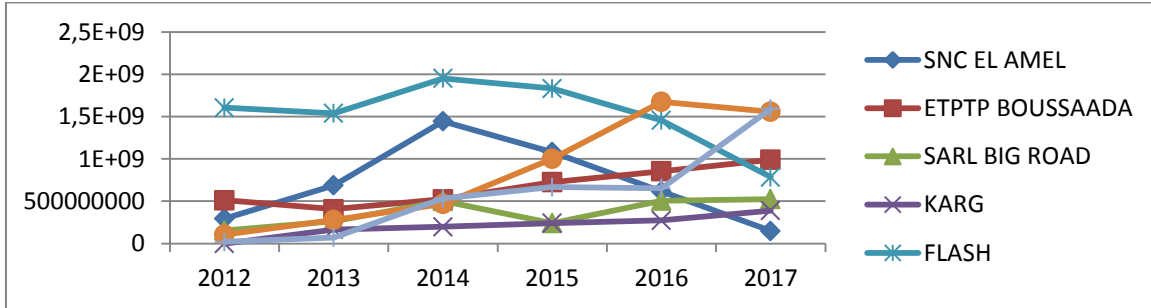
1- رقم الأعمال

من خلال الملحق رقم (1) و الشكل البياني رقم (2-4) يمكن تقديم الملاحظات التالية:

نلاحظ أن أغلبية المؤسسات يتأثر رقم أعمالها مباشرة بالاستثمارات التي تقوم بها المؤسسة، بحيث سجلت كل من مؤسسات ETPTBOUSSADA,ETTR,KARG نمو موجبا خلال الفترة 2012 إلى 2017، أما بالنسبة لمؤسسة SARL BIG ROAD فقد شهدت نموا تصاعديا خلال الفترة 2012 إلى 2014 مع انخفاض خلال سنة 2015 مع تسجيل نموا مرة أخرى خلال الفترة 2016 و 2017 ، و اما بالنسبة لمؤسسة SARL ILAS فقد شهدت ارتفاعا و نموا موجبا خلال الفترة 2012 إلى غاية 2016 مع تسجيل انخفاض بالنسبة لسنة 2017، أما فيما يخص مؤسسة

اعمالها خلال الفترة 2015 الى 2017 . SNCEL AMEL وFLASH فقد سجلت نموا خلال الفترة 2012 الى 2014 و تسجيل انخفاضا ملحوظا لرقم

الشكل رقم (2-4) تطور رقم الأعمال خلال سنوات الدراسة



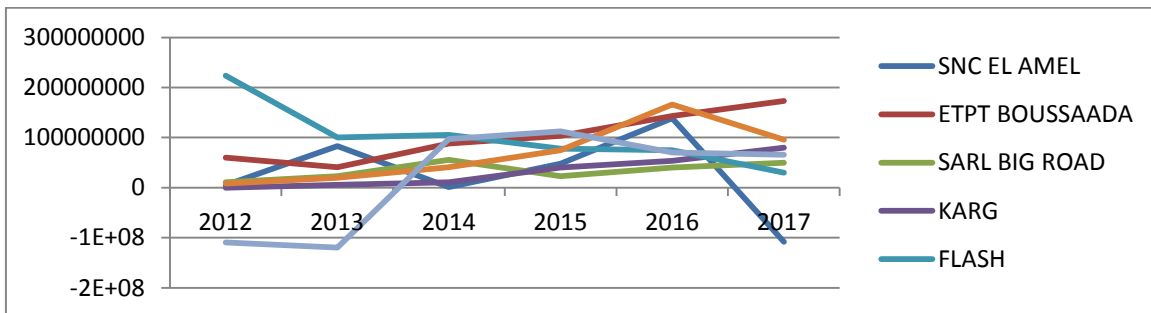
المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا البيانات في الملحق رقم (1)

2- النتيجة الصافية

من خلال الملحق رقم (1) و الشكل البياني رقم (2-5) يمكن تقديم الملاحظات التالية:

نلاحظ أن أغلبية المؤسسات تتأثر النتيجة الصافية مباشرة بالاستثمارات التي تقوم بها المؤسسة، بحيث سجلت كل من مؤسسات ETPTBOUSSAADA,ETTR,KARG نموا موجبا خلال الفترة 2012 إلى 2017، أما بالنسبة لمؤسسة SARL BIG ROAD فقد شهدت نموا تصاعديا خلال الفترة 2012 إلى 2014 مع انخفاض خلال سنة 2015 مع تسجيل نموا مرة أخرى خلال الفترة 2016 و 2017 ، و أما بالنسبة لمؤسسة SARL ILAS فقد شهدت ارتفاعا و نموا موجبا خلال الفترة 2012 إلى غاية 2016 مع تسجيل انخفاض بالنسبة لسنة 2017، أما فيما يخص مؤسسة SNCELAMEL فقد سجلت نموا خلال الفترة 2012 إلى 2014 و تسجيل نتيجة سالبة خلال الفترة 2017، أما بالنسبة لمؤسسة FLASH فقد سجلت انخفاضا في النتيجة الصافية خلال الفترة 2012 إلى 2017 .

الشكل رقم (2-5) تطور النتيجة الصافية خلال سنوات الدراسة



المطلب الثاني: نتائج تقدير نموذج الدراسة

لتحقيق الهدف المتمثل في تقدير النموذج الذي يوصلنا إلى نتائج التي من خلالها يتم تفسير طبيعة العلاقة بين مصادر التمويل وقرار الاستثمار، سوف نقوم باختبار فرضيات متغيرات الدراسة وبعد ذلك اختيار نموذج الدراسة.

الفرع الأول: اختبار فرضيات متغيرات الدراسة

و لتسهيل عملية اختبار وتحليل قمنا بتقسيم فرضيات الدراسة المذكورة سابقا في الفرضية الثالثة إلى فرضيات جزئية.

✓ توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التمويل الذاتي و قرار الاستثمار.

✓ توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الاستدانة و قرار الاستثمار.

الجدول رقم (2-5) معامل ارتباط بيرسون بين المتغيرات

		التمويل عن طريق	
		التمويل الذاتي	الاستدانة
التمويل الذاتي	Corrélation de Pearson	1	-,306
	Sig. (bilatérale)		,107
	N	29	29
التمويل عن طريق الاستدانة	Corrélation de Pearson	-,306	1
	Sig. (bilatérale)	,107	
	N	29	29
الاستثمارات	Corrélation de Pearson	,223	,665**
	Sig. (bilatérale)	,246	,000
	N	29	29

** La corrélation est significative au niveau 0.01 (bilatéral).

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على مخرجات Spss 25.0

1- اختبار الفرضية الأول :

- شروط قبول أو رفض الفرضية :

H_0 لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التمويل الذاتي و قرار الاستثمار عند معنوية إحصائية $Sig \geq 0.05$

H_1 توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التمويل الذاتي و قرار الاستثمار عند معنوية إحصائية $Sig < 0.05$

من الجدول رقم (2-6) نلاحظ أن معامل الارتباط بيرسون بين التمويل الذاتي و قرار الاستثمار يساوي 0.223 عند مستوى معنوية $Sig = 0.246$ و هي أكبر من مستوى المعنوية $\alpha = 0.05$ و منه نقبل الفرضية الصفرية H_0 التي تنص على انه لا يوجد ارتباط خطي دال احصائيا بين التمويل الذاتي و قرار الاستثمار.

2- اختبار الفرضية الثانية :

- شروط قبول أو رفض الفرضية:

H_0 لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الاستدانة و قرار الاستثمار عند معنوية إحصائية $Sig \geq 0.05$

H_1 توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الاستدانة و قرار الاستثمار عند معنوية إحصائية $Sig < 0.05$

من الجدول رقم (2-6) نلاحظ أن معامل الارتباط بيرسون بين الاستدانة و قرار الاستثمار يساوي 0.665 عند مستوى معنوية $Sig = 0.000$ و هي أصغر من مستوى المعنوية $\alpha = 0.05$ و منه نرفض الفرضية الصفرية H_0 و نقبل الفرضية البديلة H_1 التي تنص على انه يوجد ارتباط خطي دال إحصائيا بين الاستدانة و قرار الاستثمار.

الفرع الثاني: اختبار نموذج الدراسة

على ضوء البيانات الوصفية لمتغيرات الدراسة و اختبار فرضيات الدراسة سوف يتم حذف المتغير الثاني المتعلق بالتمويل الذاتي و يتم الاعتماد على النموذج الانحدار الخطي البسيط كما يلي :

$$Y_i = B_0 + B_1 X_i + \epsilon_i$$

قرار الاستثمار = $B_0 + B_1$ (الاستدانة) + ϵ_i

حيث أن :

B_0 : ثابت الانحدار

B_1 : معامل الانحدار لمتغير مصادر التمويل (الاستدانة)

ϵ_i بند الخطاء العشوائي

I: (1.....29) و هو عبارة عن عدد مشاهدات الدراسة بالنسبة للمؤسسات بعد استبعاد جميع المشاهدات التي لم يتم فيها الاستثمار (اتخاذ قرار الاستثمار).

و لتوضيح المتغيرات والتعريف الإجرائي لها والعلاقة المتوقعة بالإفصاح في القوائم المالية ومصادر الحصول على المعلومات وهي كالتالي :

الجدول رقم (2-6) بيان توضيح نموذج الانحدار

مصادر البيانات	العلاقة المتوقعة بمستوى الإفصاح	التعريف الإجرائي للمتغيرات	المتغيرات
			اسم المتغير
المتغير التابع			
التقارير المالية و جدول تدفقات الخزينة		تمثل في قيمة الاستثمارات خلال سنوات الدراسة	قرار الاستثمار
المتغير المستقل			
لتقارير المالية و جدول تدفقات الخزينة	+	جميع أنواع القروض خلال سنوات الدراسة	الاستدانة

المصدر : من إعداد الطالب اعتمادا على دراسات سابقة

أولاً : تحليل الانحدار (الانحدار الخطي البسيط)

1- جودة توفيق النموذج:

الجدول رقم (2-7) يبين جودة توفيق النموذج

النموذج	معامل الارتباط	معامل التحديد	معامل التحديد المصحح
	0.665	0.443	0.422

المصدر: من إعداد الطالب اعتماداً على مخرجات برنامج Spss25.0 في الملحق (02)

من الجدول رقم (2-8) نلاحظ أن معامل الارتباط بيرسون بين المتغير التابع قرار الاستثمار والمتغير المستقل الاستدانة يساوي 0.665 ومعامل التحديد يساوي 0.443 بمعنى أن المعادلة المقدرة تستطيع تفسير بما يقارب 44.3% من تغيرات المتغير التابع قرار الاستثمار والباقي تفسره متغيرات أخرى، في حين كانت قيمة معامل التحديد المصحح تساوي 0.422.

2- اختبار المعنوية الكلية للنموذج:

من أجل معرفة المعنوية الكلية للنموذج نستخدم الجدول التالي:

جدول رقم (2-8) يوضح معنوية النموذج الكلية

النموذج	مجموع المربعات	درجة الحرية	متوسط المربعات	قيمة F	مستوى المعنوية
الانحدار	188897993917464640.00	1	188897993917464640.00	21.454	0.000
البواقي	237733051192557312.0	27	8804927821946567.00		
الكلية	426631045110021950.00	28			

المصدر: من إعداد الطالب اعتماداً على مخرجات برنامج Spss25.0 في الملحق (03)

من الجدول (2-9) نلاحظ أن مجموع مربعات الانحدار تساوي إلى 188897993917464640.00 بدرجة حرية 1، ومتوسط مربعات الانحدار تساوي 188897993917464640.00، وأما مجموع مربعات البواقي يساوي 237733051192557312.0 ودرجة حرية 27، ومتوسط مربعات البواقي يساوي 8804927821946567.00 . ونلاحظ أن قيمة الاختبار F تساوي 21.454 عند مستوى معنوية اختبار $Sig = 0.000$ وهي اصغر من مستوى معنوية $\alpha = 0.05$ ومنه النموذج معنوي.

3- اختبار المعنوية الجزئية لمعالم النموذج:

من أجل اختبار المعنوية الجزئية للنموذج نستخدم الجدول التالي:

الجدول (2-9) يوضح المعنوية الجزئية للنموذج

النموذج	المعامل B	قيمة T	مستوى المعنوية sig
الثابت	69300778.763	3.550	0.001
الاستدانة	0.393	4.632	0.000

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على مخرجات برنامج Spss25.0 في الملحق (04)

بالنسبة للثابت :

من الجدول (2-10) نلاحظ أن المعامل الثابت يساوي 69300778.763 بقيمة اختبار T المحسوبة تساوي 3.550 عند مستوى معنوية Sig = 0.001 وهي أصغر من مستوى معنوية $\alpha = 0.05$ ومنه معامل الثابت معنوي.

بالنسبة لمتغير الاستدانة :

من الجدول (2-10) نلاحظ أن معامل الاستدانة يساوي 0.393 بقيمة اختبار T المحسوبة التي تساوي إلى 4.632 عند مستوى معنوية Sig = 0.000 وهي أصغر من مستوى معنوية $\alpha = 0.05$ ومنه معامل الاستدانة معنوي.

ومنه نستنتج أن المعنوية الجزئية.

ثانياً : شروط الطريقة المستخدمة في تقدير الانحدار (طريقة المربعات الصغرى)

1- اختبار الاعتدالية للبواقي

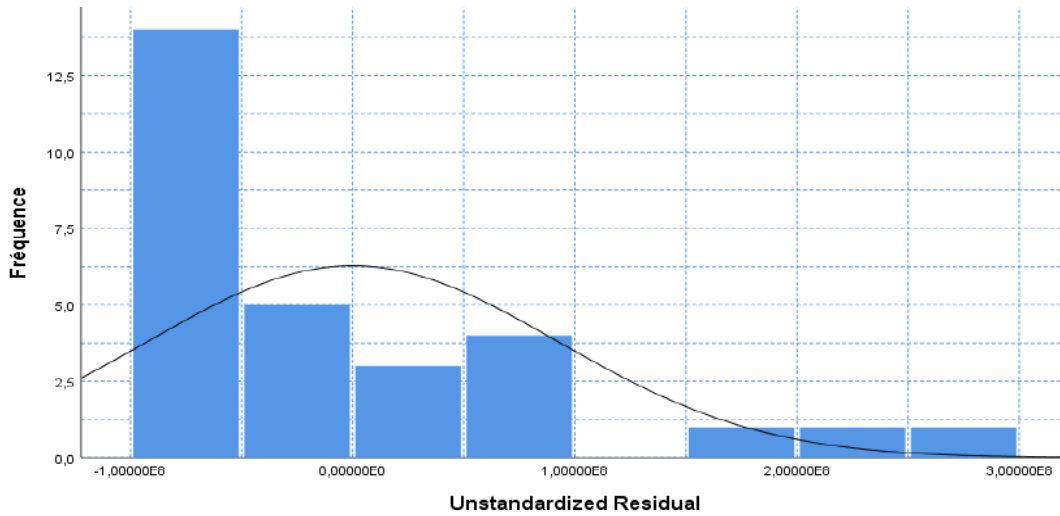
الجدول رقم (2-10) يوضح اعتدالية البواقي

اختبار شايبرو-ويليك			
مستوى معنوية الاختبار sig	درجة الحرية	قيمة الاختبار	
0.00	29	0.800	البواقي

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على مخرجات برنامج Spss25.0 في الملحق (05)

من الجدول رقم (2-11) نلاحظ ان قيمة الاختبار يساوي 0.800 بدرجة حرية 29 عند مستوى معنوية Sig = 0.000 وهي أصغر من مستوى معنوية $\alpha = 0.05$ و منه نستنتج أن الاعتدالية غير متوفرة و الشكل رقم (2-5) يوضح ذلك.

الشكل رقم (2-6) يوضح اعتدالية البواقي

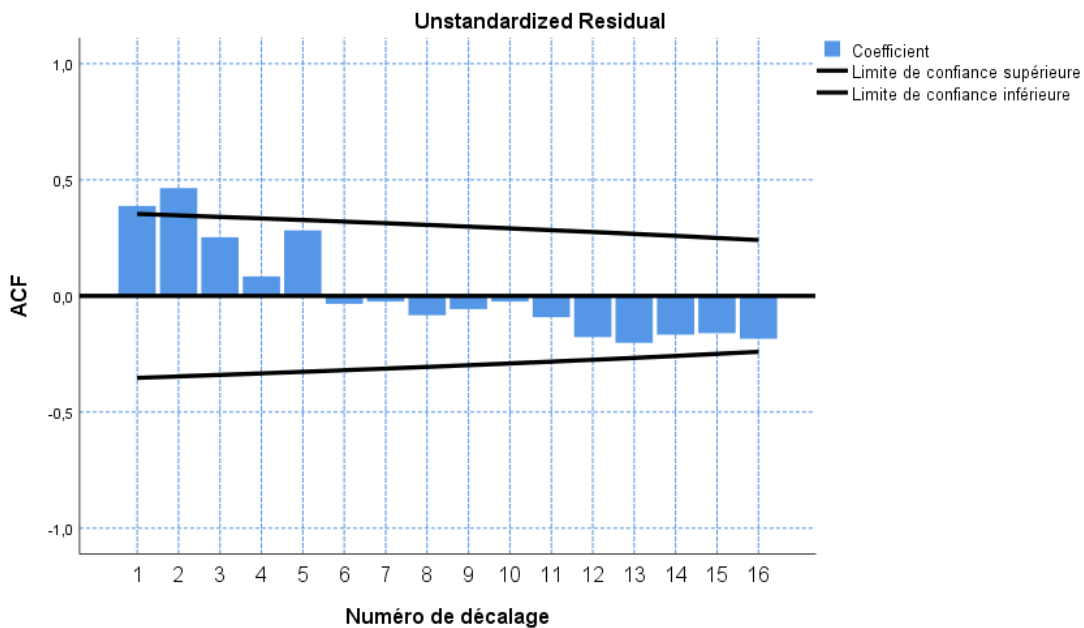


المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على مخرجات Spss25.0

2- اختبار الاستقلال الذاتي للبواقي

ترجع أهمية دراسة الارتباط الذاتي للبواقي في تحليل الانحدار إلى أن وجود هذا الارتباط من شأنه أن يجعل قيمة التباين المقدر للخطأ يكون بأقل من قيمته الحقيقية وبالتالي فإن قيمة إحصائيات الاختبار التي تعتمد على هذا التباين مثل (T) ، (F) و (R^2 مربع) تكون أكبر من قيمتها الحقيقية مما يجعل القرار الخاص بجودة توفيق النموذج قرار مشكوك في صحته.

الشكل رقم (2-7) يوضح الاستقلال الذاتي للبواقي



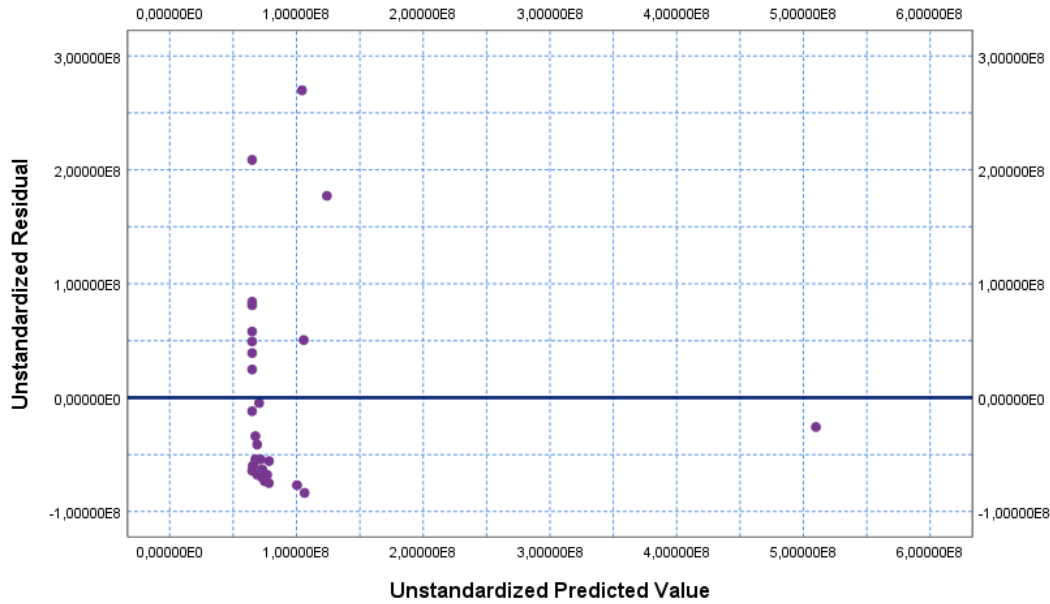
المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على مخرجات Spss25.0

3- تجانس تباين البواقي

إن عدم ثبات التباين في نموذج الانحدار من شأنه أن يترتب عليه نفس الآثار المترتبة في حالة وجود ارتباط ذاتي بين البواقي حيث تكون الأخطاء المعيارية مقدرة بأقل من قيمتها الحقيقية وبالتالي تصبح هذه التقديرات متحيزة، والأمر الذي يجعل نتائج الاستدلال الإحصائي مشكوك في صحتها.

وذلك من خلال فحص شكل انتشار البواقي المعيارية مع القيم الاتجاهية للمتغير التابع ويظهر من الانتشار أن التوزيع غير عشوائي وهو ما يعني عدم تجانس البواقي.

الشكل رقم (2-8) يوضح تجانس تباين البواقي



المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على مخرجات Spss25.0

ثالثا : خلاصة النموذج

الجدول رقم (2-11) يوضح خلاصة النموذج

النموذج	جودة التوفيق		اختبار المعنوية الكلية	اختبار المعنوية الجزئية	توفر شروط الطريقة المستخدمة			النتيجة
	AD R-DEUX	R-DEUX			اختبار التجانس	الاستقلال الذاتي للبيانات	الاعتدالية	
	0.422	0.443	✓	✓	.	.	.	غ / مقبول
معادلة النموذج	قرار الاستثمار = $69300778.763 + 0.393$ الاستدانة							

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على مخرجات Spss25.0

الفرع الثالث : تحليل نموذج الدراسة و مناقشة نتائجه

أولا: تحليل نموذج الدراسة

يتضح لنا من معادلة النموذج الانحدار البسيط مايلي :

✓ B_0 معلمة الحد الثابت، وهي القيمة المقدرة للمتغير التابع (قرار الاستثمار) عند انعدام المتغير المستقل (الاستدانة)،

أي عندما تساوي الاستدانة الصفر فإن قيمة المقدرة لقرار الاستثمار تساوي 69300778.763 ؛

✓ B_1 المتغير المستقل الاستدانة، يشير إلى أن زيادة قدرها وحدة واحدة في قيم المتغير ينشأ عنها زيادة في المتغير التابع

وهو قرار الاستثمار ب (0.393)؛

✓ معامل التحديد $R^2 = 0.443$ معنى ذلك أن نسبة 44.3% من المتغير المستقل يؤثر على المتغير التابع؛

✓ كما يتضح لنا من الجدول (2-9) معنوية النموذج الكلية، حيث بلغت قيمة F المحسوبة لمؤشر الانحدار البسيط

المستخدمة 21.454 و بدلالة إحصائية و هذا يعني و جود تأثير للمتغير المستقل " الاستدانة " على المتغير التابع "

قرار الاستثمار " في القوائم المالية بدرجات متفاوتة؛

✓ و تشير قيمة معامل التحديد المعدل ($Adj.R^2$) إلى أن 42.2% من الاختلاف في المتغير التابع في نموذج الانحدار المستخدم من قبل الباحث يمكن تفسيره بواسطة الاختلافات في المتغير المستقل وذلك عند مستوى معنوية 5 بالمائة، في حين أن نسبة 57.8 بالمائة تعود إلى أسباب أخرى تؤثر على قرار الاستثمار؛

✓ و كما يتضح من دراسة الفرضيات الاختبار أن هناك فرضية تم رفضها و هي التمويل الذاتي، وذلك لعدم وجود دلالة إحصائية للمتغير المستقل والمتغير التابع، وتم قبول متغير مستقل واحد وهو الاستدانة له علاقة ارتباط إيجابية ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5 بالمائة على قرار الاستثمار.

ثانيا: مناقشة نتائج اختبار الفرضيات

تم اختبار فرضيات الدراسة بالاعتماد على معامل الارتباط لبيرسون بين المتغيرات الدراسة، حيث توصلت النتائج كما يلي:

- **الفرضية الأولى:** "توجد علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين التمويل الذاتي في المؤسسات الاقتصادية محل الدراسة و قرار الاستثمار"، حيث أن معامل الارتباط لبيرسون بين المتغيرين يساوي 0.223 عند مستوى معنوية **Sig = 0.246** و هي أكبر من مستوى معنوية 5% و منه لا توجد علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية، و على ما تقدم نرفض الفرضية الأولى.

- **الفرضية الثانية:** "توجد علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين الاستدانة و قرار الاستثمار في المؤسسات الاقتصادية محل الدراسة"، حيث أن معامل الارتباط لبيرسون بين المتغيرين يساوي 0.665 عند مستوى معنوية **Sig = 0.000** و هي اصغر من مستوى معنوية 5% و منه توجد علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية، و على ما تقدم نقبل الفرضية الثانية.

عرض نتائج الدراسة

من خلال مختلف نتائج اختبار فرضيات الدراسة، سنحاول عرض أهم نتائج المتوصل إليها وتحليلها :

- إن جميع المؤسسات الاقتصادية محل الدراسة وخلال فترة الدراسة تعتمد على تمويل استثماراتها عن طريق التمويل الذاتي والاستدانة؛
- وأن قيم التمويل الذاتي تتأثر بشكل كبير بالنتيجة الصافية، بحيث جميع المؤسسات محل الدراسة حققت نتيجة صافية موجبة وبشكل تصاعدي خلال فترة الدراسة، مما جعل التمويل الذاتي لها يرتفع بشكل تصاعدي، وهذا ما يجعل لهذه المؤسسات قدرة تمويلية داخلية كبيرة تسمح لها بتمويلي استثماراتها بأقل تكلفة ومخاطرة؛
- أما بالنسبة للاستدانة فإن أغلبية المؤسسة لجأت إليها كمصدر تمويلي خارجي لأجل تمويل استثماراتها الكبيرة، بحيث لجأت لهذا المصدر اعتمادا على القروض البنكية و هذا نظرا لسهولة الحصول على هذا النوع من القروض.
- إن المزيج التمويلي المعتمد من طرف مؤسسات محل الدراسة في تفعيل قرار الاستثمار له اثر إيجابي على ربحية المؤسسة وهذا يظهر من خلال النتيجة الصافية الإيجابية المحققة، و النمو المحقق في رقم الأعمال خلال سنوات الدراسة؛
- إن التمويل الذاتي لا يؤثر على قرار الاستثمار، بحيث لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% بين المتغيرين؛
- وان الاستدانة تؤثر على قرار الاستثمار، بحيث توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% للاستدانة على قرار الاستثمار في المؤسسات الاقتصادية محل الدراسة.

خلاصة الفصل

لقد خصص هذا الفصل للجانب التطبيقي من الدراسة، وكان الهدف منه اختبار مدى تطابق الجانب النظري مع الواقع واختبار صحة فرضيات الدراسة التي تم وضعها من قبل، وعليه تم البدء بوضع الجوانب الأساسية للدراسة والمتمثلة في كل من طريقة وأدوات جمع المعلومات، التي يمكن من خلالها التوصل إلى المعطيات وتلخيصها ومعالجتها وكذلك تحديد عينة الدراسة ومتغيراتها، و بعد هذه الخطوة قمنا بتقدير نموذج الانحدار.

وبناء على النتائج المتوصل إليها من الدراسة التطبيقية لتأثير مصادر التمويل على قرار الاستثمار، يمكن تلخيص أهم النتائج المتوصل إليها من تحليل النموذج والمتغيرات الوصفية كما يلي :

- مصادر التمويل المعتمدة من طرف المؤسسات الاقتصادية محل الدراسة تتمثل في التمويل الذاتي و الاستدانة؛
- تسهم مصادر التمويل المعتمدة في قرار الاستثمار بشكل ايجابي على النتيجة الصافية و نمو رقم الأعمال؛
- وجود علاقة ايجابية غير دالة إحصائية بين التمويل الذاتي و قرار الاستثمار في المؤسسات الاقتصادية محل الدراسة؛
- وجود علاقة ايجابية ذات دلالة إحصائية بين الاستدانة و قرار الاستثمار للمؤسسات الاقتصادية محل الدراسة.

الختامة

الخاتمة

حاولنا من خلال هذه الدراسة تسليط الضوء على أثر مصادر التمويل بمكوناتها على القرار الاستثماري، حيث تعتمد هذه الأخيرة تحدياً في توفير الموارد المالية اللازمة لتلبية احتياجات مشاريعها وكذلك كيفية توظيف هذه الموارد بما يسمح بتعظيم العائد وتخفيض التكاليف والمخاطر من جهة أخرى وهنا تبرز كفاءة وفعالية المسير أو المستثمر في مدى قدرته على تحقيق الأهداف المسطرة.

وقد تمحورت إشكالية الدراسة حول ما مدى تأثير مصادر التمويل على قرار الاستثمار في المؤسسة الاقتصادية الجزائرية، فانطلقنا من فرضيات مفادها أن المزيج التمويلي المعتمد من طرف المؤسسات الاقتصادية محل الدراسة هو التمويل الخارجي (الاستدانة) عن طريق القروض البنكية، إن قرار الاستثمار المتخذ في ظل البدائل التمويلية المستخدمة في المؤسسات محل الدراسة ساهم في تحسين ربحية هذه المؤسسات، وكذلك قرار الاستثمار المتخذ يتأثر بشكل مباشر بالمزيج التمويلي المستخدم.

وانطلاقاً من ذلك قمنا في الجانب النظري التطرق إلى ماهية مصادر التمويل وقرار الاستثمار وذلك باستخدام المنهج الوصفي، وأما في الجانب التطبيقي فقمنا بدراسة على عينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية خلال فترة (2012-2017) وذلك باستخدام نموذج الانحدار الخطي وأدوات الإحصاء الوصفي وبعض البرامج الإحصائية، لنخلص في النهاية إلى جملة من النتائج التي من خلالها يمكن تأكيد صحة أو خطأ الفرضيات التي تم وضعها من قبل، ومن ثم الإجابة على الإشكالية الرئيسية للموضوع، وتقديم توصيات وأفاق البحث بشكل عام على النحو التالي :

نتائج اختبار الفرضيات:

من خلال نتائج الدراسة التطبيقية يمكن إثبات أو نفي الفرضيات التي اقترحتها كحلول مبدئية في المقدمة كما يلي:

✓ بالنسبة للفرضية الأولى التي تنص على أنه " أن المصادر التمويلية المعتمد من طرف المؤسسات الاقتصادية محل الدراسة هو التمويل الخارجي (الاستدانة) عن طريق القروض البنكية"، توصلنا من خلال الدراسة التطبيقية للموضوع إن المصدر الذي تعتمد عليه المؤسسات الاقتصادية الجزائرية محل الدراسة هي التمويل الذاتي والاستدانة من خلال الدراسة الوصفية للمتغيرات الإحصائية والقوائم المالية وهذا ما يتنافى والفرضية الأولى التي ركزت على الاستدانة كمصدر تمويلي وحيد.

✓ الفرضية الثانية التي تنص على أنه " إن قرار الاستثمار المتخذ في ظل البدائل التمويلية المستخدمة في المؤسسات محل الدراسة ساهم في تحسين ربحية هذه المؤسسات"، توصلنا من خلال الدراسة التطبيقية للموضوع أن ربحية المؤسسة من خلال رقم الأعمال والنتيجة الصافية خلال سنوات الدراسة بالنسبة للمؤسسات الاقتصادية شهدت نمواً تصاعدياً وإيجابياً وهذا ما يدل على صحة قرارات الاستثمارية والمصادر التمويلية المعتمدة، وهذا ما يوافق الفرضية الثانية.

✓ بالنسبة للفرضية الثالثة التي تنص على انه " قرار الاستثمار المتخذ يتأثر بشكل مباشر بمصادر التمويل المستخدمة"، توصلنا في هذه الدراسة من خلال الدراسة التطبيقية للموضوع وإجراء اختبار الفرضية وبالاعتماد على النموذج الانحدار الخطي إلى النتائج التالية :

-إن التمويل الذاتي لا يؤثر على قرار الاستثمار، بحيث لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% بين المتغيرين، وهذا ما يتنافى بما جاء في الفرضية.

-أما بالنسبة لوجود علاقة ذات دلالة إحصائية لتأثير الاستدانة على قرار الاستثمار، فقد توصلت الدراسة التطبيقية للموضوع انه توجد علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% للاستدانة على قرار الاستثمار في المؤسسات الاقتصادية محل الدراسة، وأن المتغير المستقل يساهم في تفسير التغيرات التي تطرأ على المتغير التابع ب 44.3%، وهذا ما يتوافق والفرضية الثالثة في جزئها المتعلق بالاستدانة.

التوصيات:

بناءً على ما تقدم ذكره من نتائج يمكن أن نقدم بعض التوصيات والاقتراحات التي من الممكن أن تساعد وتساهم إلى حد ما في تفسير تأثير مصادر التمويل على قرار الاستثمار وهي كالتالي:

- ❖ يجب على المؤسسات أن تقوم باختيار مصادر التمويل بشكل جيد ومدروس بما يسمح بتحقيق عائد وكذلك تخفيض التكاليف والمخاطر؛
- ❖ ضرورة إتباع وسائل حديثة لتقييم أي من المصادر التمويلية التي يمكن أن تحقق نتيجة إيجابية ونمو في رقم الأعمال من خلال اتخاذ القرار الاستثماري الجيد؛
- ❖ يجب على المؤسسة أن تحقق نتائج إيجابية تلائم الوسائل المسخرة لها، وذلك من اجل تحقيق معدلات مرد ودية جيدة؛
- ❖ ضرورة التنوع في مصادر التمويل للسماح للمؤسسة والمسير من اتخاذ قرار الاستثمار الجيد وجعل عدة خيارات لمتخذ القرار لأجل استغلالها بشكل جيد بما يتوافق و أهداف المؤسسة، والتقليل من الاعتماد على المصادر الخارجية التي تجعل المؤسسة في خطر دائم، من جراء فقدان الاستقلالية في اتخاذ قراراتها؛
- ❖ التعمق أكثر في تحليل أثار مصادر التمويل على اتخاذ قرار الاستثمار.

أفاق الدراسة:

من خلال إجرائنا لهذه الدراسة تبين لنا أن هناك بعض الجوانب المكتملة ما زالت تحتاج إلى المزيد من التحليل والدراسة، وعليه نجد أن البحث في مجال تأثير مصادر التمويل على قرار الاستثمار مازال مفتوحاً بكل جوانب المختلفة للموضوع، لذلك نقترح الأفاق البحثية التالية المكتملة لهذه الدراسة:

- دراسة مقارنة لعلاقة أثر مصادر التمويل على قرار الاستثمار بين قطاعين عام وخاص.
- دراسة تقييمية و تحليلية لأثر مصادر التمويل في قطاع معين.

- دراسة تنبؤية وإستشرافية لأثر مصادر التمويل و قرار الاستثمار لمؤسسات قطاع معين في الجزائر.

المراجع

المراجع باللغة العربية

الكتب باللغة العربية

- 1- عبد المطلب عبد الحميد، دراسة الجدوى الاقتصادية لاتخاذ القرارات الاستثمارية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006
- 2- طاهر حيدر حردان، أساسيات الاستثمار، دار المستقبل للنشر و التوزيع الأردن سنة 2009
- 3- خليل عطية، دراسات الجدوى الاقتصادية، مركز تطوير الدراسات العليا و البحوث، جامعة القاهرة الطبعة الأولى 2008
- 4- حسين بلعحوز، مدخل لنظرية القرار، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر
- 5- اسماعيل إبراهيم جمعة، زينات محمد محرم، صبحي محمود، المحاسبة الإدارية- نماذج بحوث العليا في اتخاذ القرار، الدار الجامعية للنشر و الطبع و التوزيع، مصر، 2002
- 6- عبد الحفيظ الأرقم، تحليل المقترحات الاستثمارية، الجزء الثاني، ديوان المطبوعات الجامعية 1999
- 7- محمد مطر، إدارة الاستثمارات، الإطار النظري و التطبيقي، دار وائل للنشر، طبعة 4، عمان، الأردن 2006
- 8- علي عباس، الإدارة المالية، إثراء للنشر و التوزيع، عمان، 2008
- 9- محمد فريد الصحن، إسماعيل السيد، إبراهيم سلطان، مبادئ الإدارة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003
- 10- إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس و تطبيقات. دار وائل للنشر الجزء الاول، الطبعة الثانية 2011
- 11- الدكتور فيصل محمود الشواوة، مبادئ الإدارة المالية، إطار نظري و محتوى عملي، دار المسيرة للنشر و التوزيع و الطباعة الاردن 2013.

رسائل التخرج باللغة العربية

1. ابراهيم طاطه سالم، تطور الموازنة باستخدام تحليل التكلفة و العائد لرفع كفاية الإنفاق الاستثماري، رسالة دكتوراه، غير منشورة، جامعة المنصورة 1979
2. تبر زغود، محددات سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية، دراسة ميدانية لعينة من المؤسسات الناشطة بالقطاع العام و الخاص في الجزائر رسالة ماجستير غير منشورة جامعة ورقلة 2009.
3. نادية عواريب، دراسة السلوك الاستثماري في المؤسسات الصغيرة و المتوسطة (عيننة ورقلة، غرداية) رسالة ماجستير، منشورة جامعة ورقلة.
4. حفصة زيار، دراسة الجدوى المالية في اتخاذ القرار الاستثماري، دراسة حالة قرض استثماري لدى البنك الجزائري-الفترة 2010.2013 مذكرة ماستر جامعة ورقلة 2013.
5. خورور إلياس، اثر تكلفة راس المال على القرار الاستثماري في القطاع الاستثماري، دراسة حالة مؤسسة ملينة الاوراس- باتنة، خلال الفترة ما بين 2011-2013 مذكرة ماستر جامعة ورقلة 2014
6. إلياس بن ساسي، تمويل احتياجات النمو الداخلي للمؤسسة، دراسة حالة المؤسسة الوطنية للتنقيب ENAFOR مذكرة ماجستير 2003-2002 جامعة ورقلة.

7. محمد بوشوشة , تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية دراسة عينة من مؤسسات الجزائرية مذكرة لنيل شهادة دكتوراه 2005-2016 جامعة بسكرة .
8. دربال سمية، سلوك المؤسسات الاقتصادية في تمويل نموها الداخلي، دراسة مقارنة بين لمؤسسات الصغيرة و المتوسطة و المؤسسات الكبيرة الجزائرية 2005-2010 مذكرة ماجستير 2012
9. أسيا قاسمي، اثر التقييم المالي للمشاريع الاستثمارية على اتخاذ القرار الاستثماري في المؤسسات الاقتصادية "دراسة عينة من المشاريع للفترة (2003.2014) مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي. جامعة ورقلة .
10. خورور الياس (2014)، اثر تكلفة رأس المال على قرار الاستثماري في القطاع الصناعي "دراسة حالة مؤسسة ملبنة الاوراس -باننة- خلال الفترة 2011-2013 مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماستر أكاديمي (2014) .
11. العايب ياسين (2010-2011)، إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية" دراسة حالة المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر " مذكرة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه العلوم الاقتصادية .

مقالات باللغة العربية

1. حود ميسة، دشاش عبد القادر، مداخلة بعنوان قراءة مالية للمعيار المحاسبي الدولي السابع (IAS07)، بناء و تحليل جدول تدفقات الخزينة، دراسة حالة مجمع SAIDAL الملتقى الدولي حول الإصلاح المحاسبي، نوفمبر 2011

المراجع باللغة الأجنبية

كتب باللغة الأجنبية

1. Jacqueline Delahaye. Florence Delahaye. DCG6. Finance d'entreprise. Manuel et application. 2e édition. DUNOD. Paris2
2. Jacqueline Delahaye et florence Duprat. Finance d'entreprise en 20 fiches. 2 é édition DCG6 EXPRESS. 201121Cohen.E; Gestion financière de l'entreprise et développement financier édition UREF. Paris1991.
3. barreau .j et Delahaye. Gestion financière manuel & application 9eme édition, dunod Paris 2000

المقالات باللغة الأجنبية

1. Fabien kelleter, "La Décision d'investissement en entreprises industrielles", séminaire d'échanges des pratiques, université de liège, 2004-2005.

الفهرس

الفهرس

I	الإهداء
II	الشكر
III	ملخص
IV	قائمة المحتويات
V	قائمة الجداول
VI	قائمة الأشكال
VII	قائمة الملاحق
VIII	قائمة الاختصارات
أ.ث	المقدمة
1	الفصل الأول: الأدبيات النظرية والتطبيقية لأثر مصادر التمويل على قرار الاستثماري
2	تمهيد
3	المبحث الأول: الأدبيات النظرية
3	المطلب الأول: مصادر التمويل
9	المطلب الثاني: محددات و معايير اختيار مصادر التمويل
12	المطلب الثالث : القرار الاستثماري
19	المبحث الثاني: الأدبيات التطبيقية
19	المطلب الأول : عرض الدراسات السابقة
23	المطلب الثاني : موقع الدراسة الحالية ضمن الدراسات السابقة
24	خلاصة الفصل
26	الفصل الثاني: الدراسة التطبيقية لتقييم اثر مصادر التمويل على القرار الاستثماري
27	تمهيد
28	المبحث الأول: الطريقة و الأدوات المستخدمة
28	المطلب الأول: الطريقة المستخدمة في الدراسة

29	المطلب الثاني : تحديد متغيرات الدراسة ومصادر جمع البيانات و خطوات الدراسة
30	المطلب الثالث: الأسلوب و الأدوات الإحصائية المستخدمة
32	المبحث الثاني: نتائج الدراسة و مناقشتها
32	المطلب الأول: الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة
37	المطلب الثاني: نتائج تقدير نموذج الدراسة
45	خلاصة الفصل
46	الخاتمة
50	المراجع
53	الفهرس
56	الملاحق

الملاحق

الملحق رقم (01) البيانات المجمعة من القوائم المالية

2017	2016	2015	2014	2013	2012	البيان	اسم المؤسسة
149 395 986,32	617 092 027,00	1 081 650 484,00	1 443 735 538,00	687 510 326,00	295 068 954,00	رقم الأعمال	SNC EL AMEL
-108 373 697,68	138 609 880,00	47 527 748,00	898 309,00	83 270 318,00	4 636 018,00	النتيجة	
0,00	149 135 719,00	0,00	301 085 347,00	0,00	0,00	الاستثمارات	
990 652 605,00	854 514 007,00	726 244 161,00	522 944 883,00	407 012 881,00	512 457 062,00	رقم الأعمال	ETPTP BOUSSAADA
173 094 351,00	143 065 163,00	103 698 286,00	88 086 639,00	40 480 939,00	60 083 082,00	النتيجة	
374 058 836,00	104 097 691,00	273 673 562,00	146 064 313,00	0,00	0,00	الاستثمارات	
525 094 294,00	507 131 401,00	242 665 000,00	503 010 605,00	264 403 118,00	155 427 541,00	رقم الأعمال	SARL BIG ROAD
49 846 288,00	40 103 334,00	23 013 979,00	55 623 610,00	22 818 071,00	10 412 558,00	النتيجة	
0,00	741 437,00	9 839 230,00	2 666 060,00	9 012 745,00	0,00	الاستثمارات	
388 512 020,00	274 216 355,00	242 121 817,00	199 380 413,00	166 515 011,00	0,00	رقم الأعمال	KARG
79 924 539,00	53 364 216,00	40 201 850,00	10 764 791,00	5 353 238,00	0,00	النتيجة	
65 804 385,00	156 205 916,00	0,00	0,00	0,00	0,00	الاستثمارات	
784 315 592,97	1 455 515 485,83	1 832 400 820,39	1 950 237 151,09	1 537 957 772,64	1 605 281 303,20	رقم الأعمال	FLASH
29 707 838,29	74 452 104,20	78 153 484,70	105 340 993,71	100 433 135,12	223 904 778,87	النتيجة	
3 162 222,40	5 697 501,44	27 731 989,43	33 650 525,04	23 519 000,24	13 465 806,76	الاستثمارات	
1 558 493 726,63	1 674 070 399,24	1 001 563 137,69	469 376 998,16	280 388 945,75	105 231 023,03	رقم الأعمال	SARL ILAS
95 489 135,63	165 802 062,30	74 464 091,68	40 542 179,90	19 879 702,30	8 291 111,12	النتيجة	
6 522 454,00	22 690 602,63	22 709 655,46	17 409 220,50	1 303 266,84	1 388 680,12	الاستثمارات	
1 592 564 705,86	653 330 467,01	667 064 259,10	533 639 641,59	72 016 281,46	21 181 262,85	رقم الأعمال	ETTR
65 562 058,93	69 934 018,38	112 566 402,25	97 272 303,84	-119 913 724,68	-109 696 997,29	النتيجة	
114 254 129,42	53 034 510,68	123 027 183,60	89 705 104,84	167 999 159,33	484 012 808,79	الاستثمارات	
855 575 561,54	862 267 163,15	827 672 811,31	803 189 318,55	487 972 047,98	384 949 592,30	متوسط رقم الأعمال	
55 035 787,60	97 904 396,84	68 517 977,38	56 932 689,49	21 760 239,82	28 232 935,81	متوسط النتيجة الصافية	

الملحق رقم (02) اختبار جودة توفيق النموذج

Récapitulatif des modèles^b

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation	Durbin-Watson
1	,665 ^a	,443	,422	93834576,89970	1,083

a. Prédicteurs : (Constante), التمويل عن طريق الاستدانة

b. Variable dépendante: الاستثمارات

الملحق رقم (03) يوضح معنوية النموذج الكلية

ANOVA^a

Modèle	Somme des carrés	ddl	Carrémoyen	F	Sig.
1 Régression	188897993917464640,000	1	188897993917464640,000	21,454	,000 ^b
de Student	237733051192557312,000	27	8804927821946567,000		
Total	426631045110021950,000	28			

a. Variable dépendante: الاستثمارات

b. Prédicteurs : (Constante), التمويل عن طريق الاستدانة

الملحق رقم (04) يوضح المعنوية الجزئية للنموذج

Coefficients^a

Modèle	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.
	B	Erreur standard	Bêta		
1 (Constante)	64971730,780	18300778,763		3,550	,001
التمويل عن طريق الاستدانة	,393	,085	,665	4,632	,000

a. Variable dépendante: الاستثمارات

الملحق رقم (05) يوضح اعتدالية البواقي

Tests de normalité

	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
	Statistiques	ddl	Sig.	Statistiques	ddl	Sig.
Unstandardized Residual	,204	29	,003	,800	29	,000

a. Correction de signification de Lilliefors

الملحق رقم (06) يوضح المتغيرات الإحصائية لمتغيرات الدراسة بالنسبة لكل مؤسسة

Statistiques^a

	التمويل الذاتي	التمويل عن طريق الاستدانة	الاستثمارات
Moyenne	151857069,0000	75000000,0000	225110533,0000
Ecart type	107347993,28699	106066017,17798	107444612,35757
Minimum	75950575,00	,00	149135719,00
Maximum	227763563,00	150000000,00	301085347,00

a. المؤسسات = SNC EL AMEL

Statistiques^a

	التمويل الذاتي	التمويل عن طريق الاستدانة	الاستثمارات
Moyenne	267293235,5000	25000000,0000	224473600,5000
Ecart type	82674195,85615	50000000,00000	123064691,45047
Minimum	180612902,00	,00	104097691,00
Maximum	350939808,00	100000000,00	374058836,00

a. المؤسسات = EPTP BOUSAADA

Statistiques^a

	التمويل الذاتي	التمويل عن طريق الاستدانة	الاستثمارات
Moyenne	66448288,7500	17500000,0000	5564868,0000
Ecart type	14939362,85015	12583057,39212	4539698,98954
Minimum	53856500,00	,00	741437,00
Maximum	84444421,00	30000000,00	9839230,00

a. المؤسسات = SARL BIG ROAD

Statistiques^a

	التمويل الذاتي	التمويل عن طريق الاستدانة	الاستثمارات
Moyenne	102076718,0000	58784429,5000	111005150,5000
Ecart type	33828841,18274	63231118,25483	63923535,59975
Minimum	78156115,00	14073277,00	65804385,00
Maximum	125997321,00	103495582,00	156205916,00

a. المؤسسات = KAGR

Statistiques^a

	التمويل الذاتي	التمويل عن طريق الاستدانة	الاستثمارات
Moyenne	138373742,0383	24678293,5000	17871174,2183
Ecart type	61768930,32499	33968640,97486	12345690,44415
Minimum	62140931,56	1315000,00	3162222,40
Maximum	246411491,87	90029000,00	33650525,04

a. المؤسسات = FLASH

Statistiques^a

	التمويل الذاتي	التمويل عن طريق الاستدانة	الاستثمارات
Moyenne	76813155,4600	32369676,5567	12003979,9250
Ecart type	62293261,74957	37324171,96701	10151541,71658
Minimum	8978354,51	3000000,00	1303266,84
Maximum	168828877,44	105225546,25	22709655,46

a. المؤسسات = SARL ILAS

Statistiques^a

	التمويل الذاتي	التمويل عن طريق الاستدانة	الاستثمارات
Moyenne	185219225,8700	226271800,0000	172806747,4660
Ecart type	105099115,90488	505959126,19124	176073066,06590
Minimum	,00	,00	53034510,68
Maximum	248656707,45	1131359000,00	484012808,79

a. المؤسسات = ETTR

الملحق رقم (07) يوضح الأشكال البيانية لمتغيرات الدراسة بالنسبة لكل مؤسسة

