

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة محمد بوضياف المسيلة

ميدان: العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

فرع: علوم الاقتصادية

تخصص: اقتصاد نقدي وبنكي



كلية: العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم: العلوم الاقتصادية

رقم:

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي

تحت عنوان:

دور التمويل الذاتي في سياسة الاستثمار في المؤسسات

الجزائرية.

تحت إشراف:

- الدكتور غربي حمزة

من إعداد:

- شردود مروة

- خزار فتيحة

لجنة المناقشة

الاسم و اللقب	الرتبة العلمية	الجامعة	الصفة
بوخرص عبد الحفيظ	استاذ محاضر أ	محمد بوضياف المسيلة	رئيسا
غربي حمزة	استاذ محاضر أ	محمد بوضياف المسيلة	مشرفا ومقررا
عايد لمين	استاذ مساعد أ	محمد بوضياف المسيلة	مناقشا

السنة الجامعية : 2019-2020

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ



شكر و عرفان

أحمد الله عز وجل على أن من علينا بإتمام هذا البحث و أسأله مزيدا من النجاح و التوفيق في نجاحات مقبلة بإذنه تعالى.

ثم أتوجه بخالص الشكر و العرفان و الامتنان للأستاذ "غري حمزة" ومصادقا لقول رسول الله صلى الله عليه وسلم "من استعاذكم فأعينوه، ومن سألكم بالله فأعطوه ، ومن دعا لكم فأجيبوه ، ومن صنع لكم معروفا فكافئوه، فإن لم تجدوا ماتكافئوه فادعوا له حتى تروا أنكم كافأتموه" الذي تفضل بالإشراف على هذا البحث و لم يبخل علينا بتوجيهاته القيمة ولأساتذتنا الكرام الذين تتلمذنا على أيديهم طيلة مشوارنا الدراسي و الجامعي .

كما لا يفوتنا تقديم الشكر إلى كل من كانت له يد عون في إخراج هذا البحث إلى النور، سائلين المولى عز و جل أن يجعل ذلك في ميزان حسناتهم.

ونشكر كل من ساعدنا من قريب أو من بعيد ولو بابتسامة.

امداء

الحمد لله وحده والصلاة والسلام على من لا نبي بعده

اهدي ثمرة جهدي الى:

ملاكي في الحياة الى معنى الحب والحنان والتفاني، الى بسمة الحياة وسر الوجود الى من كان
دعاؤها سر نجاحي، وحنانها بلسم جراحي الى اغلى الحبايب

امي الحبيبة.

الى من كلله الله بالهيبة والوقار، الى من علمني العطاء بدون انتظار، الى من احمل اسمه بكل
افتخار، ارجو من الله ان يمدده بطول العمر

والذي الحبيب.

الى النجوم التي اهتدي بها....الى من يعيش في ظل وجودهم املي

الى اخوتي واخواتي كل باسمه

ولا انسى ازواجهم وزوجاتهم، ابنائهم وبناتهم

واخص بالذكر: اية، هديل، سيف، هيثم، ميسم، وحببية قلبي حنين

الى زميلاتي وزملائي الذين جمعتنا بهم مقاعد الدراسة اخص بالذكر: امينة، خولة، مروة، سلمى.

الى كل من علمني حرفا طيلة مشواري الدراسي اساتذتي الكرام.

الى من كانت رفيقة دربي الى من شاركتني هذا الجهد فتبحة.

الى كل من نساهم قلبي واحتواهم قلبي.

مروة شرردود

الإهداء الإهداء

الحمد لله على جزيل عطائه والشكر كله على عظيم نعمه والصلاة والسلام على سيدي وحببي وقرّة عيني
محمد نور القلوب وضيء الدروب وعلى اله وصحبه ومن تبعه بإحسان إلى يوم الدين.

التي أوحانا الله بما خيرا والى التي وهبتني عطفا، «أمي» أطال الله في عمرها.

إلى الذي ليس ثوب الشقاء من أجلنا ولم يبذل علينا بكل عزيز ونالي في سبيل تربيتنا وتعليمنا والوصول
بنا إلى بر الأمان "أبي" الغالي حفظه الله وأطال في عمره ورعا.

إلى اخلي أناس على قلبي في هذا الوجود، إخوتي وأخواتي الأعماء، أحمد، سعيد، عبد القادر، بشير
، بن شبيبة، فاطمة، نور الصدي حفظهم الله جميعا وأحاطهم برعايته وحفظه.

إلى كل من ساعدوني من قريب وبعيد .

إلى الأصدقاء الأوفياء الذين لن أنساهم، مروة، حبيبة، آسيا، رشيدة، رحاب، هدى، صبرينة .

إلى من ذكرهم قلبي ولم يذكرهم قلبي .

إلى كل طلبة العلوم الاقتصادية تخصص اقتصاد نقدي وبنكي، دفعة 2020 .

فتيحة



فهرس

المحتويات

فهرس المحتويات

رقم الصفحة	قائمة المحتويات
	الشكر والعرهان
	إهداء
II-I	فهرس المحتويات
	قائمة الجداول والاشكال
أ- د	مقدمة
الفصل الأول: الإطار النظري للتمويل والاستثمار في المؤسسات الاقتصادية	
6	تمهيد
7	المبحث الأول : عموميات حول التمويل
7	المطلب الأول : تعريف التمويل
7	المطلب الثاني : أنواع التمويل
9	المطلب الثالث : أهمية التمويل
10	المبحث الثاني : التمويل الذاتي في المؤسسات الاقتصادية
10	المطلب الأول : تعريف التمويل الذاتي وأنواعه
10	الفرع الأول : تعريف التمويل الذاتي
11	الفرع الثاني : أنواع التمويل الذاتي
12	المطلب الثاني : محددات التمويل الذاتي ومكوناته
12	الفرع الأول : محددات التمويل الذاتي
14	الفرع الثاني : مكونات التمويل الذاتي
19	المطلب الثالث : تقييم التمويل الذاتي
21	المبحث الثالث : الاستثمار في المؤسسات الاقتصادية
21	المطلب الأول : ماهية الاستثمار
21	الفرع الأول : تعريف الاستثمار

22	الفرع الثاني : أنواع الاستثمار
23	الفرع الثالث : أهداف الاستثمار
24	المطلب الثاني : محددات الاستثمار وأهميته
24	الفرع الأول : محددات الاستثمار
26	الفرع الثاني : أهمية الاستثمار
27	المطلب الثالث : معايير تقييم المشاريع الاستثمارية
27	الفرع الأول : المعايير التي لا تأخذ الزمن بعين الاعتبار
30	الفرع الثاني : المعايير التي تأخذ الزمن بعين الاعتبار
36	خلاصة الفصل الأول
الفصل الثاني: دراسة ميدانية لعينة من المؤسسات الاقتصادية في الجزائر	
38	تمهيد
39	المبحث الأول : محددات الاستثمار في الدراسات التجريبية السابقة
39	المطلب الأول : رقم الأعمال والديون
40	المطلب الثاني : فرص النمو ومعدل تكلفة رأس المال
42	المطلب الثالث : الناتج الوطني الإجمالي
42	المبحث الثاني: دراسة احصائية لعينة من المؤسسات الجزائرية
42	المطلب الأول : منهجية الدراسة الاحصائية
42	الفرع الاول: وصف العينة وتحديد المتغيرات
43	الفرع الثاني: تقديم النموذج محل الدراسة
44	المطلب الثاني: تقدير واختبار النموذج محل الدراسة
44	الفرع الاول: تقدير الاحصائيات
45	الفرع الثاني: تقدير واختبار النموذج
49	المطلب الثالث: تحليل النتائج
54	الخاتمة
58	قائمة المصادر والمراجع
61	ملخص البحث

فهرس الجداول والاشكال

فهرس الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	الرقم
19	حالات المؤونة والتمويل الذاتي	1
35	مشاريع المؤسسة مع راس المال المستثمر لكل مشروع	2
44	احصائيات وصفية للمتغيرات	3
46	جدول تحليل التباين ANOVA	4
47	تحليل التباين لنموذج الانحدار الخطي	5
48	معاملات النموذج	6

فهرس الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	الرقم
11	انواع التمويل الذاتي	1
12	مراحل تشكل التمويل الذاتي	2

مقدمة

عامّة

مقدمة عامة

مقدمة:

يعتبر التمويل احد الركائز الأساسية لنشاط المؤسسة وضمان استمرارها ، وذلك بإمدادها بالأموال اللازمة في الأوقات المناسبة ، وتظهر الحاجة إلى التمويل إما بسبب السياسة الاقتصادية للمؤسسة التي تحاول استغلال كل إمكانياتها في خلق ثروة جديدة تضمن لها حصتها في السوق، أو توسيع نشاطها بسبب ملاءمة الظروف الاقتصادية مع ما يوافق إمكانيات المؤسسة .

ويقصد بالتمويل الذاتي مجموع الموارد المالية التي تستطيع المؤسسة الحصول عليها من عملياتها الجارية ، دون اللجوء إلى مصادر خارجية ، ومن مميزات هذه الأموال أنها تبقى ولمدة طويلة في خدمة المؤسسة ، حيث يتم رصدها لتغطية الاحتياجات المالية اللازمة لسداد الديون ، وتنفيذ الاستثمارات الرأسمالية ، وزيادة المال العامل .

يعتبر الاستثمار محور الحياة الاقتصادية والذي على أساسه تحقق الأهداف المسطرة مسبقا ، إلا أن ذلك مرتبط بمدى سلامة القرار الاستثماري المتخذ عند إنشاء المشاريع الاستثمارية ، ومدى سلامة طريقة إنجاز هذه المشاريع في نفس الوقت .

إن أهمية موضوع الاستثمار ناتج أساسا عن أهميته بالنسبة للمؤسسة باعتبارها الوحدة الأساسية للاقتصاد ، فلا يمكن أن تتصور مؤسسة ناجحة لا تفكر في زيادة نشاطها أو تحسينه أو الرفع من نوعية الأداء للأفراد ، فالتطور هو الهدف الأساسي للمؤسسة، بل في بعض الأحيان يصبح حتمية على المؤسسة إذا أرادت الاستمرار في النمو والبقاء، فالاستثمار إذا هو المؤسسة والعكس صحيح حيث لو وضعنا تعريفا دقيقا نجد كذلك المؤسسة تمثل المشروع الاستثماري .

1- إشكالية البحث :

مما سبق يمكن طرح الإشكالية الرئيسية التالية :

- ما هو دور التمويل الذاتي في سياسة الاستثمار في المؤسسات الجزائرية ؟

2- الأسئلة الفرعية :

- ماهي مصادر التمويل الذاتي الأكثر قوة وفعالية ؟

مقدمة عامة

- ماهي اهمية قرار التمويل بالنسبة للمشاريع الاستثمارية ؟

- ما هي العلاقة بين التمويل الذاتي والاستثمار؟

وللإجابة على هذه الأسئلة قمنا بصياغة مجموعة من الفرضيات نرى أنها تمثل الإجابات الأكثر احتمالاً وهي :

- مصادر التمويل الذاتي الأكثر قوة وفعالية هي الاهتلاكات و المؤونات والأرباح المحتجزة .

- للتمويل اهمية كبيرة بالنسبة للمشاريع الاستثمارية حيث لايمكن للمؤسسات الاقتصادية القيام بمشروع استثماري دون تمويل .

- توجد علاقة عكسية بين التمويل الذاتي و الاستثمار .

3- أسباب اختيار الموضوع :

- الرغبة الشخصية في التعرف على هذا الموضوع .

- الدور الذي يقوم به التمويل الذاتي داخل المؤسسة .

- صعوبة حصول المشاريع الاستثمارية على الأموال اللازمة من المصادر المختلفة.

- الرغبة في إبراز العلاقة بين التمويل الذاتي كمتغير مستقل والاستثمار كمتغير تابع .

4- أهمية الدراسة :

تكمن أهمية الدراسة في كون المؤسسات في ظل نظام السوق تسعى إلى مردودية اقتصادية ، والاستمرارية النمو في

السوق أكبر مدة ممكنة ، فهدفنا الأساسي ضمان أكبر قدر ممكن من الاستقلالية المالية وذلك عن طريق التمويل الذاتي .

5- أهداف الدراسة :

- التعرف على التمويل الذاتي ومحدداته .

- معرفة الطرق المختلفة لاختيار وتقييم الاستثمارات .

مقدمة عامة

- تهدف من خلال الدراسة إلى معرفة العلاقة بين التمويل الذاتي والاستثمار.

6- منهج الدراسة :

من اجل معالجة الموضوع والوصول إلى النتائج المرجوة، اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي في الجانب النظري ، وتم استخدام المنهج التحليلي في الجانب التطبيقي، من خلال تحليل استبيان على 206 مؤسسة اقتصادية .

7- الدراسات السابقة :

سيتم فيما يلي عرض موجز لأهم الدراسات التي تم الاطلاع عليها:

-**دراسة زواوي فضيلة :** تمويل المؤسسة الاقتصادية وفق الميكانيزمات الجديدة في الجزائر، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير ، تخصص مالية المؤسسة ، جامعة محمد بوقرة بومرداس، 2009 ، وفيها تناولت الباحثة كل من مصادر التمويل التقليدية والحديثة في المؤسسة الاقتصادية، وتطرقت إلى اثر سياسة التحرير المالي على ميكانيزمات التمويل ، وصدور قانون النقد والقرض في افريل 1990، الذي تغيرت من خلاله السياسة التمويلية ، من خلال إعطاء الاستقلالية للبنوك في عملية منح القروض ، وفتح المجال للبنوك والمؤسسات المالية لممارسة الوظائف البنكية ، وهذا ما أعطى فرص أكبر للمؤسسة لتوفير احتياجاتها التمويلية.

- **دراسة بن مسعود نصر الدين :** دراسة وتقييم المشاريع الاستثمارية ، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير، سنة 2010، هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على أهم الخطوات الأساسية والمراحل التي على أساسها يتم اتخاذ القرارات الاستثمارية المناسبة ، اما بالتخلي عن المشروع المقترح أو العمل على تنفيذه، وتم ذلك باستخدام المنهج الكمي التحليلي لتناسبه مع إشكالية البحث ، حيث استخلص جملة من النتائج أهمها :

ضرورة القيام بدراسة جدوى تفضيلية من اجل التقليل من المخاطر وعدم التأكد، من خلال تقييم التأثيرات المختلفة على أداة المشروع ، مثل تغيرات أسعار السلعة المنتجة، وأسعار مستلزمات الإنتاج ، وتكاليف التمويل وتغيرات الطلب .

- **دراسة محمد بوشوشة :** تأثير السياسة التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية ، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ، جامعة بسكرة، 2016، هدفت هذه الدراسة إلى توضيح مختلف

مقدمة عامة

سياسات التمويل التي يمكن أن تعتمد عليها المؤسسة الاقتصادية من اجل تمويل نشاطاتها الاستثمارية والاستغلالية .

فوظيفة التمويل في المؤسسة هي وظيفة محورية ، باعتبارها تضمن استمرار 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 .

8- صعوبات الدراسة :

- صعوبة التنقل بين المكتبات لعدم توفر وسيلة نقل نتيجة جائحة كورونا .

- قلة المراجع .

9- تقسيمات البحث :

للإمام بالموضوع بمختلف جوانبه تم تقسيم البحث على النحو التالي :

الفصل الأول : تحت عنوان: الاطار النظري للتمويل والاستثمار في المؤسسات الاقتصادية ، حيث تناول في المبحث

الأول عموميات حول التمويل ، والمبحث الثاني التمويل الذاتي في المؤسسات الاقتصادية ، أما المبحث الثالث الاستثمار في المؤسسات الاقتصادية .

أما الفصل الثاني : يتمحور عنوانه تحت دراسة ميدانية لعينة من المؤسسات الاقتصادية في الجزائر ، حيث تطرقنا في

المبحث الأول محددات الاستثمار في الدراسات التجريبية السابقة، اما في المبحث الثاني سنعرض عينة الدراسة والمتغيرات التابعة والمستقلة، مع تقدير واختبار النموذج واخيرا عرض و تحليل النتائج المتوصل اليها ومقارنتها مع الدراسات التجريبية السابقة.

الفصل الأول:

الإطار النظري للتمويل

والاستثمار في المؤسسات

الاقتصادية

الفصل الأول – الإطار النظري للتمويل و الاستثمار في المؤسسات الاقتصادية

تمهيد :

يزداد في الوقت الحاضر الاهتمام الواسع لدى الأوساط الأكاديمية و الرسمية بالموضوعات المتعلقة بالتمويل ، فالتمويل اليوم يشكل مبدأ جوهريا ثابتا على الفرد و الأسرة و المؤسسة و الدولة ، مراد ذلك أن عمليات التمويل و الاستثمار تربط بشكل وثيق بشتى مناحي الحياة الاقتصادية و المالية، لجميع الأشخاص الطبيعيين و الاعتباريين من ناحية ، ومن تأثيرها على جميع الأنشطة من ناحية أخرى، علاوة على ما يمثله التمويل من القطبية الجوهريّة من الأفراد والشركات و الدول في السعي نحو معالجة النقص في المدخرات.

و تتميز وظيفة الاستثمار بأهمية بالغة داخل المؤسسة مهما كان حجمها أو طبيعة نشاطها، و يعد قرار الاستثمار من القرارات الأساسية التي يجب أن تعني بها المؤسسة ، فالاستثمار عنصر محدد لكفاءة متخذي القرارات المالية ، من خلال اختبار أفضل المشاريع الاستثمارية ، وتحقيق أكبر عائد بأقل مخاطرة وتكلفة ، مما يساعد على بلوغ الأهداف المسطرة .

سنحاول من خلال هذا الفصل تناول ثلاث مباحث رئيسية كالتالي :

المبحث الأول: عموميات حول التمويل في المؤسسات الاقتصادية.

المبحث الثاني: التمويل الذاتي في المؤسسة الاقتصادية.

المبحث الثالث: الاستثمار في المؤسسة الاقتصادية.

الفصل الأول – الإطار النظري للتمويل و الاستثمار في المؤسسات الاقتصادية

المبحث الأول: عموميات حول التمويل في المؤسسات الاقتصادية

يعتبر التمويل النواة الأساسية التي تعتمد عليها المنشأة في توفير مستلزماتها الإنتاجية ، و تلبية جميع مستحقاتها و نفقاتها، كذلك تختلف أنواع التمويل باختلاف الزاوية التي ينظر من خلالها .

المطلب الأول: تعريف التمويل

- يعرف التمويل بأنه الإمداد بالأموال في أوقات الحاجة إليها.¹
- التمويل هو قيام المدير المالي للمؤسسة بتحديد نوعية الاموال اللازمة ، بعد ذلك يقوم بعملية التمويل، اي البحث عن المصدر المناسب الذي يستخدمه للحصول على النوع المعين من الأموال.²
- و يعرف التمويل أيضا على انه المبالغ النقدية اللازمة لإنشاء او تطوير مشروع معين، ويكون ذلك بتحديد افضل مصدر للأموال عن طريق المفاضلة بين عدة مصادر متاحة من خلال دراسة التكلفة والعائد.³

المطلب الثاني: أنواع التمويل

ينقسم التمويل حسب المدة إلى ثلاثة أنواع ، و حسب مصدر الحصول عليه إلى نوعين ، و حسب الغرض الذي يستخدم لأجله إلى نوعين أيضا، و سوف نتطرق لهذه الأنواع فيما يلي:⁴

1. أنواع التمويل حسب المدة: بموجب معيار المدة تنقسم أنواع التمويل إلى:

1.1. تمويل قصير الأجل: يقصد به تلك الأموال التي لا تزيد فترة استعمالها عن سنة واحدة ، كالمبالغ النقدية التي

تخصص لدفع أجور العمال، و شراء المدخلات اللازمة لإتمام العملية الإنتاجية و التي يتم تمديدها .

2.1. تمويل متوسط الأجل: يستخدم التمويل متوسط الأجل لتمويل حاجة دائمة للمؤسسة ، كتغطية تمويل أصول

ثابتة أو لتمويل مشروعا تحت التنفيذ ، و التي تستغرق عددا من السنين، و تكون مدتها ما بين السنة و خمسة سنوات.

1 طارق الحاج، مبادئ التمويل، دار صفاء للطباعة و النشر و التوزيع، عمان، 2002، ص21.

2 جميل أحمد توفيق، أساسيات الإدارة المالية، دار النهضة العربية، بيروت، دون تاريخ، ص333.

3 أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر و التوزيع، عنابة، 2008، ص24.

4 بن لخضر عيسى، سياسة تمويل الاستثمارات في الجزائر وتحديات التنمية في ظل التطورات العالمية الراهنة (1988-2015)، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية،

تخصص اقتصاد مالي، جامعة سيدي بلعباس، 2018/2019، ص95 - 97 .

الفصل الأول – الإطار النظري للتمويل و الاستثمار في المؤسسات الاقتصادية

3.1. تمويل طويل الأجل:

و ينشأ من الطلب على الأموال اللازمة لحيازة التجهيزات الإنتاجية ذات المردودية على المدى الطويل ، و توجه أيضا إلى المشاريع الإنتاجية التي تفوق مدتها خمس سنوات ، كما انه ينشأ من الطلب على الأموال اللازمة لإجراء التحسينات ذات صيغة الاستثمار، كاستصلاح الأراضي، وبناء أو إنشاء المؤسسات الصناعية ، و غيرها من العمليات التي تؤدي إلى زيادة إنتاجية الوحدة المستثمرة في المدى البعيد ، و التي تزيد فترة احتياجها التمويلية عن خمسة سنوات فما فوق.

2. أنواع التمويل من حيث مصدر الحصول عليه: و ينقسم التمويل من حيث المصدر إلى¹

1.2. التمويل الذاتي:

ويقصد بالتمويل الذاتي أو الداخلي مجموع الوسائل التمويلية التي أنشأتها المؤسسة بفعل نشاطها الإنتاجي ، والتي تبقى تحت تصرفها بصورة دائمة أو لمدة طويلة ، و عليه فالتمويل الذاتي هو نمط من التمويل ، يستخدم تراكم المدخرات المتأتية من الأرباح التي حققها المشروع للوفاء بالتزاماته المالية ، وتختلف قدرة المشاريع في الاعتماد على هذا المصدر لتمويل احتياجاتها ، و يرجع ذلك إلى أن توسع إمكانيات التمويل الذاتي يرتبط أساسا بقدرة المشروع على تخفيض تكاليف الإنتاج من جهة، ورفع أسعار منتجاته (الأمر الذي يسمح بزيادة الأرباح) من جهة أخرى.

2.2. التمويل الخارجي:

و يتمثل في لجوء المشروع إلى المدخرات المتاحة في السوق المالية ، سواء كانت محلية أو أجنبية بواسطة التزامات مالية (قروض ،أسهم ،سندات) ، لمواجهة الاحتياجات التمويلية و ذلك في حالة عدم كفاية مصادر التمويل الذاتية المتوفرة لدى المؤسسة ،و يمكن التمييز هنا بين التمويل الخاص الذي يأتي من مدخرات القطاع الخاص (أفراد أو مؤسسات)، و الذي يكون في شكل أسهم وسندات ، و بين التمويل العام و الذي يكون مصدره موارد الدولة ومؤسساتها من قروض بنكية و سندات الخزينة.

3. أنواع التمويل حسب الغرض الذي يستخدم لأجله: و ينتج عن هذا التصنيف ما يلي:

1.3. تمويل الاستغلال: يصنف إلى تلك الأموال التي ترصد لمواجهة الاحتياطات و المعاملات قصيرة الأجل والتي

¹ بن لخضر عيسى، مرجع سبق ذكره، ص96.

الفصل الأول – الإطار النظري للتمويل و الاستثمار في المؤسسات الاقتصادية

تتعلق بتنشيط الدورة الانتاجية في المؤسسة.

2.3. تمويل الاستثمار:

و يتمثل في الأموال المخصصة لمواجهة النفقات التي يترتب عنها خلق طاقة إنتاجية جديدة ، و توسيع الطاقة الحالية للمشروع ، لاقتناء الآلات و التجهيزات و ما يليه من العمليات التي تؤدي إلى زيادة التكوين الرأسمالي للمشروع. و من وجهة نظر المخطط الجزائري الاستثمار هو حصيلة ثلاثة نشاطات، هي:¹

- اقتناء أو خلق سلعة مجهزة بهدف زيادة طاقة الإنتاج أو إنشاء مجموعة إنتاجية كاملة.
- تجديد التجهيزات الموجودة المتعلقة باستبدال سلعة أخرى معمرة، للمحافظة على طاقات الإنتاج .
- نفقات الصيانة و الإصلاحات الكبيرة للعتاد المخصص لإطالة الحياة الاقتصادية للتجهيزات الموجودة بمعنى المدة العادية للاستغلال.

المطلب الثالث: أهمية التمويل

يمكن إبراز العناصر الدالة على أهمية التمويل في ما يلي:²

- توفير المبالغ النقدية اللازمة للوحدات الاقتصادية ذات العجز في أوقات حاجتها إليها.
- تحقيق النمو الاقتصادي و الاجتماعي للبلاد ، مما يساهم في تحقيق التنمية الشاملة.
- توفير مناصب شغل جديدة تؤدي إلى القضاء على البطالة .
- تحقيق الأهداف المسطرة من طرف الدولة.
- تحقيق الرفاهية لأفراد المجتمع عن طريق تحسين الوضعية المعيشية .
- توفير السكن، توفير العمل... الخ.

¹ بن لخضر عيسى، مرجع سبق ذكره، ص 97.

² دريد محمد أحمد، الاستثمار (قراءة في المفهوم و الأنماط و المحددات)، دار أجد لل نشر التوزيع، عمان، طبعة أولى، 2016، ص 47.

الفصل الأول – الإطار النظري للتمويل و الاستثمار في المؤسسات الاقتصادية

المبحث الثاني: التمويل الذاتي في المؤسسات الاقتصادية

يعتبر التمويل الذاتي المصدر الوحيد الناتج من العمليات الإنتاجية للمؤسسة الاقتصادية ، و بذلك فهو يساهم بشكل كبير في نمو المؤسسة الاقتصادية ، لأنه يضمن تجديد وسائل الإنتاج من جهة، و يضمن التمويل الكلي أو الجزئي لتوسعات المؤسسة الاقتصادية من جهة أخرى، و بذلك فهو يحافظ على وجود المؤسسة الاقتصادية.

المطلب الأول: تعريف التمويل الذاتي و أنواعه:

الفرع الأول: تعريف التمويل الذاتي:

- التمويل الذاتي هو قدرة المؤسسة على تمويل نفسها من مصادرها الداخلية دون اللجوء إلى المصادر الخارجية، و يعتبر دليلا أساسيا على قدرة المؤسسة المالية في حالة شح المصادر الخارجية خلال نشاطها.¹
- التمويل الذاتي هو قدرة المؤسسة على تغطية احتياجاتها المالية اللازمة لسداد الديون، و تنفيذ الاستثمارات الرأسمالية، وكذلك زيادة رأسمالها العامل من الأموال الذاتية للمؤسسة.²
- يقصد بالتمويل الذاتي أيضا الأموال المتولدة من العمليات الجارية للشركة، أو من مصادر عرضية دون اللجوء إلى مصادر خارجية ، وهو ما يمكن المنشأة من تغطية الاحتياجات المالية اللازمة، لسداد الديون، و تنفيذ الاستثمارات، و زيادة رأس المال العامل، و بتعبير آخر تمثل الأموال الذاتية ذلك المصدر التقليدي لتمويل المنشأة، والذي يتم تغذيته إما من علاوات الإصدار المتعلقة بحصص المساهمين أثناء إصدار الأسهم من طرف المنشأة، و التي يمكن أن تباع بقيمة أكبر من قيمتها الاسمية، أو عن طريق تلك الموارد المالية الداخلية الناتجة عن إعادة الاستثمار الجزئي أو الكلي للأرباح المحققة ، و كذا مخصصات الاهتلاكات و المؤونات.

من خلال ما سبق يمكن استخلاص ما يلي:

إن التمويل الذاتي للمنشأة هو ذلك المتولد عن مجموع النشاط الاستغلالي و المالي، وكذا الاستثنائي للمنشأة خلال الدورة الإنتاجية، و المعبر عنه بقدرة التمويل الذاتي، حيث يمكن أن تكتب العلاقات التالية:³

¹ مبارك لسوس، التسيير المالي، المطبوعات الجامعية، الجزائر، الطبعة الثانية، 2004، ص36.

² منير محمد شاكر و آخرون، التحليل المالي (مدخل صناعات القرارات)، دار وائل للنشر، عمان، الطبعة الأولى، 2004، ص 289.

³ أحمد بوراس، مرجع سبق ذكره، ص ص 27 – 28.

الفصل الأول – الإطار النظري للتمويل و الاستثمار في المؤسسات الاقتصادية

قدرة التمويل الذاتي = نتيجة الدورة الصافية + حصص الإهلاكات + حصص المخصصات و المؤونات ذات طابع الاحتياطي.

أما التمويل الذاتي فهو المبلغ المتبقي لدى المنشأة من قدرة التمويل الذاتي بعد توزيع الأرباح على أصحاب هذه المنشأة ، و يمكن التعبير عنه بالعلاقة التالية:¹

التمويل الذاتي = قدرة التمويل الذاتي – الأرباح الموزعة .

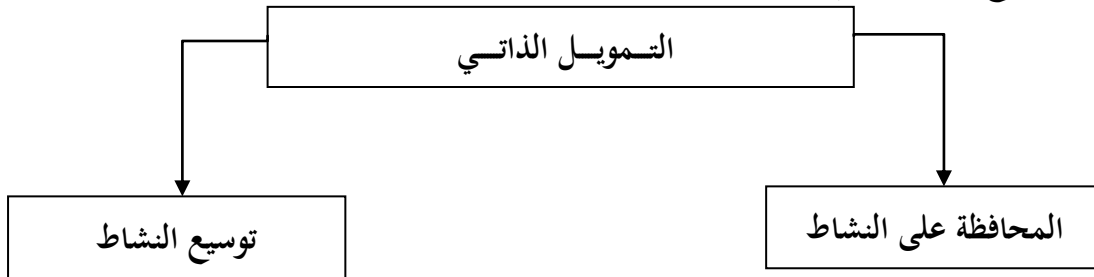
التمويل الذاتي = الإهلاكات + المؤونات + أرباح صافية غير موزعة .

الفرع الثاني: أنواع التمويل الذاتي

هناك نوعين من التمويل الذاتي و هما:²

1. تمويل ذاتي خاص بالمحافظة على مستوى النشاط: هو عبارة عن تمويل ذاتي هدفه المحافظة على الطاقة الإنتاجية للمؤسسة ، حيث أن المؤسسة تخصص أموالها لتحقيق الأهداف المسطرة لا أكثر، و يتكون عموماً من الإهلاكات.
2. تمويل ذاتي خاص بالتوسع : في بعض الأحيان نجد أن التمويل الذي يفوق الانخفاض الذي يحدث في عناصر الأصول ، و في هذه الحالة تلجأ المؤسسة إلى استعمال ذلك الفائض في شراء استثمارات جديدة، أو زيادة مخزونها أو حتى زيادة رأس مالها ،، و منه فإن هذا النوع من التمويل الذاتي يسمى بالتمويل الذاتي الخاص بالتوسع ، و الذي يتشكل من الأرباح بعد اقتطاع الضريبة و التوزيع .

شكل رقم (1) : انواع التمويل الذاتي



المصدر: سمير محمد عبد العزيز، التمويل و إصلاح علل الهياكل المالية، مكتبة و مطبعة الإشعاع الفنية، بدون دار النشر، 1997، ص 55.

¹ احمد بوراس، مرجع سبق ذكره، ص 28.

² سمير محمد عبد العزيز، التمويل و إصلاح علل الهياكل المالية، مكتبة و مطبعة الإشعاع الفنية، بدون دار النشر، 1997، ص 55.

الفصل الأول – الإطار النظري للتمويل و الاستثمار في المؤسسات الاقتصادية

المطلب الثاني : محددات التمويل الذاتي و مكوناته

الفرع الأول: محددات التمويل الذاتي

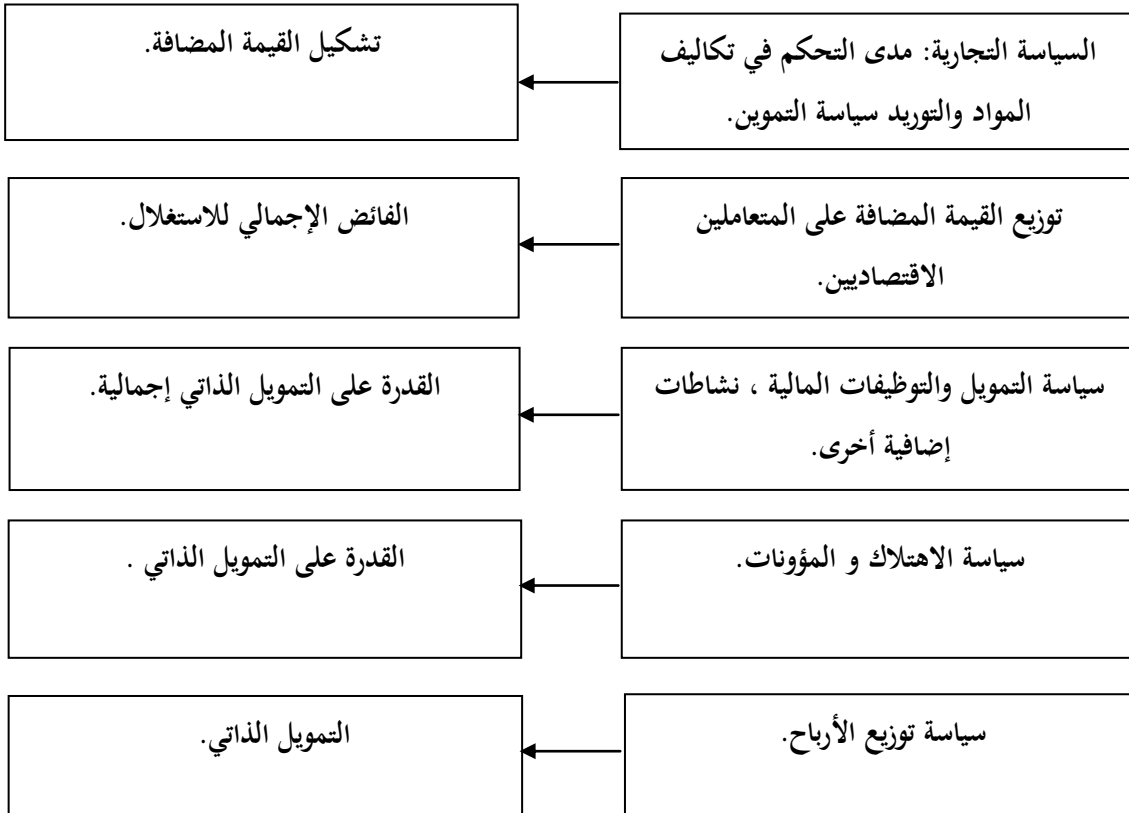
إن تحديد مفهوم دقيق للتمويل الذاتي يتوقف على دراسة المكونات الأساسية لهذا التدفق المالي، وذلك حسب منظورين¹:

– منظور مباشر: التمويل الذاتي هو ذلك الرصيد المتبقي بين التدفقات المحصلة و التدفقات المسددة، أي استبعاد التدفقات الوهمية المتمثلة في مخصصات الاهتلاك و المؤونات.

– منظور غير مباشر: حيث يظهر التمويل الذاتي في شكل تدفق نقدي محقق من طرف المؤسسة.

و يتشكل التمويل الذاتي بواسطة عدة عناصر أساسية، تتضح من خلال المراحل التي نعرضها في الشكل التالي:

شكل رقم (2): مراحل تشكل التمويل الذاتي



المصدر: زواوي فضيلة، تمويل المؤسسات الاقتصادية وفق الميكانيزمات الجديدة في الجزائر، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، جامعة محمد بوقرة ، بومرداس ، ص20.

¹ زواوي فضيلة، تمويل المؤسسة الاقتصادية وفق الميكانيزمات الجديدة في الجزائر، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير ، تخصص مالية المؤسسة، جامعة أحمد بوقرة ، بومرداس 2008-2009، ص20، ص21.

الفصل الأول – الإطار النظري للتمويل و الاستثمار في المؤسسات الاقتصادية

يتضح من الشكل السابق كيفية تكوين التمويل الذاتي و ذلك تبعا للمراحل التالية:¹

- ينطلق من الإجراءات التجارية المحققة ، حيث يغطي رقم الأعمال الاستهلاكيات الوسطية، ليكون مؤشر القيمة المضافة ، حيث يسمح مؤشر القيمة المضافة في تحديد سياسة التموين، و علاقة المؤسسة بمقدمي الخدمات الخارجية ، والمقاولة بالباطن و قدرتها على التحكم في استهلاكياتها المباشرة.
- رصيد القيمة المضافة المحقق في المرحلة السابقة، يوجه لتغطية مصاريف المستخدمين و مصاريف الضرائب و الرسوم ، ليشكل الفائض الإجمالي للاستغلال.
- القدرة على التمويل الذاتي هي النتيجة الإجمالية المحققة حسب المراحل السابقة ، و هي بمثابة المحصلة النهائية للتدفقات المالية الحقيقية قبل توزيع الأرباح.
- بعد توزيع الأرباح على المساهمين يشكل للمؤسسة التمويل الذاتي ، و هو الذي يسمح للمؤسسة بالتوجه نحو الاستثمارات المختلفة، و هنا تبرز للمؤسسة أهمية تحقيق قدرة على التمويل الذاتي و هو الأمر الذي يمكنها من تسديد مستحققاتها اتجاه المساهمين ، و الرصيد المتبقي يشكل التمويل الذاتي.

¹ زاوي فضيلة، مرجع سبق ذكره، ص 21.

الفصل الأول – الإطار النظري للتمويل و الاستثمار في المؤسسات الاقتصادية

الفرع الثاني: مكونات التمويل الذاتي

يمكن حصر مكونات التمويل الذاتي في العناصر التالية:

أولاً: الاهتلاكات

1. تعريف الاهتلاك

- حسب مفهوم النظام المحاسبي المالي للاهتلاك: هو استهلاك المنافع الاقتصادية المرتبطة بأصل مادي.¹

- كما يعرف على انه مصروف لا يستخدم أموال حاضرة، و إن كان يترتب عليه خصم جزء من الإيرادات و احتجازه لفترة إلى أن يحين وقت إحلال الأصول التي خصم لحسابها أقساط الاهتلاك.²

- الاهتلاك هو التعبير المحاسبي للخسارة التي تلحق بقيمة الاستثمارات التي تنفذ نتيجة مرور الزمن ، وتسمح بإعادة تكوين الأصول المستثمرة.³

2. أنواع الاهتلاك: هناك نوعين من الاهتلاك⁴

1.2. الاهتلاك المادي : و هو الاهتلاك الناتج عن تلف الممتلكات و التآكل و الصدأ أو العفن و غيرها ، و ينتج عن ذلك عجز الممتلكات عن المبادرة في تأدية أعمالها.

2.2. الاهتلاك الوظيفي : ينتج هذا النوع من الاهتلاك نتيجة عجز الأصول أو الممتلكات عن المثابرة في أداء أعمالها، من جزاء التغير في الطلب عليها ، أي أن هذه الأصول لا تواكب التطور التكنولوجي.

3. طرق حساب الاهتلاك :

يمكن حساب الاهتلاك بطرق مختلفة ، كل واحدة تهدف إلى أن تلائم استعمال اقتصاد المؤسسة، و من الممكن أن نجد

طرق مختلفة داخل المؤسسة الواحدة و من هذه الطرق نذكر ما يلي:

¹ محمد بوشوشة تأثير السياسة التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، 2015 - 2016، ص 102.

² منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، الجزء الثاني، الإسكندرية، 1998، ص 83.

³ إبراهيم الأعمش، أسس المحاسبة العامة، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، 1999، ص 237.

⁴ عبد الغفار حنفي ، الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرارات، مؤسسة سباب الجامعة، كلية التجارة، الإسكندرية، 2007، ص 451.

الفصل الأول – الإطار النظري للتمويل و الاستثمار في المؤسسات الاقتصادية

– الاهتلاك الثابت (الخطي). – الاهتلاك المتناقص.

– الاهتلاك المتصاعد. – الاهتلاك المتغير.

1.3. الاهتلاك الثابت (الخطي): وتقوم هذه الطريقة على الافتراض أن الاهتلاكات هي دالة لعامل الزمن و تخصص الاهتلاكات بطريقة ثابتة على السنوات المقدره كحياة إنتاجية الاستثمار بغض النظر عن استخدامه أو تفاديه، و يحسب بطريقة التالية:

$$\text{قيمة الاهتلاك} = \text{تكلفة الاستثمار} / \text{عدد السنوات} .$$

2.3. الاهتلاك المتناقص: يستعمل خاصة في المؤسسات التي تزيد توزيع العبء (إهتلاك + المصاريف) بالتساوي على مدة استعمال الاستثمار.

3.3. الاهتلاك المتصاعد : تكون فيه المخصصات ضعيفة في السنوات الأولى، ثم ترتفع في السنوات الأخيرة.

4.3. الاهتلاك المتغير: يقيس تدهور الاستثمارات وفق هذه الطريقة بالأخذ بعين الاعتبار استعمالها، حيث أن التدهور في القيمة يزداد كلما زاد الاستعمال.¹

4. أهمية الاهتلاك: للاهتلاك أهمية بالغة نوجزها في النقاط التالية²

1.4. المحافظة على رأس المال: ويكون ذلك عن طريق استرداد كل ما ينفقه المشروع من أموال لشراء الأصول تدريجيا من الإيرادات المحققة، و لاسيما أن العمر الإنتاجي للأصل الثابت يكون طويلا.

2.4. تحديد تكاليف الإنتاج: إن الاهتلاكات من أهم عناصر التكلفة، و تجاهلها يؤدي إلى عدم صحة و دقة التكاليف ، و ذلك باحتمال احتسابها بأقل من ما قد تكون عليه حقيقة.

3.4. قياس الربح: يتمثل الربح في الإيرادات مطروحا منها التكاليف، و بما أن الاهتلاك هو عنصر من عناصر التكاليف ، فان إهماله يؤدي إلى اختلالات في المركز المالي للمنشأة ، كما انه لا يعتبر خسارة بمفهومها الدقيق لأنه يؤدي إلى تعويض إهتلاك.

¹ بن ربيع حنيفة ، الواضح في المحاسبة العامة ، دار هومة للنشر و التوزيع ، الجزائر، 2000، ص220.

² أحمد بوراس، مرجع سبق ذكره، ص 29.

ثانياً: الأرباح المحتجزة

1. تعريف الأرباح المحتجزة

- إن الهدف الأساسي من نشاط المؤسسة هو تحقيق الربح، و هذه الأرباح يمكن الاحتفاظ بها بغرض إعادة استثمارها، أو توزيعها على المساهمين فيها، و كل هذه الإجراءات تتخذ من طرف الجمعية العامة للمؤسسة.¹
- و هي التي تم احتجازها كلياً أو جزئياً من صافي الأرباح بموجب قرار إداري، و في بعض السنوات، و بعد موافقة الجمعية العمومية على ذلك، حيث تفضل الإدارة اللجوء لهذا المصدر عند الرغبة في التوسعات و زيادة حجم النشاط، نظراً لسهولة الحصول عليه، كما أن المساهمين لا يعترضون على ذلك بل يفضلونه، حتى لا يتيحوا فرصة دخول مساهمين جدد، و حتى لا تلجأ المنظمة للاستدانة بواسطة القروض و السندات، بالإضافة إلى أن استثمار الأرباح المحتجزة سوف يحقق لهم عائداً قد لا يحققونه إذا سحبوا هذه الأرباح و استثماروها في مجال آخر.²
- الأرباح المحتجزة هي عبارة عن المبالغ التي تم احتجازها (أي عدم توزيعها) من الأرباح المحققة، بهدف استخدامها كمصدر من مصادر التمويل لأغراض التوسعات المستقبلية للمشروع.³

2. مبررات احتجاز الأرباح:

هناك الكثير من الأمور التي تبرر عملية حجز الأرباح و عدم توزيعها، بل و تجعل عملية الحجز عملية مالية ضرورية و سليمة من بينها:⁴

- تطبيق قوانين الدولة و تطبيق النظام الأساسي للمؤسسة، حيث أن هذه القوانين تنص على أن تحتفظ المؤسسات المساهمة بجزء من الأرباح باسم احتياطي قانوني، و ذلك بنص النظام الداخلي على الاحتفاظ بجزء من الأرباح كاحتياطات.

- المحافظة على السيولة، و مركز رأس المال العامل، فوجود الربح و تحقيقه في المؤسسة تظهره الحسابات الختامية التي

¹ جميل أحمد توفيق، مرجع سبق ذكره، ص 404.

² عبد الله عبد الله السنفي، الإدارة المالية، جامعة العلوم و التكنولوجيا، صنعاء، الطبعة الثانية، 2013، ص 241.

³ دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، دار المسيرة للنشر و التوزيع و الطباعة، عمان، الطبعة الثانية، 2009، ص 323.

⁴ غربي حمزة، براق محمد، مدخل إلى السياسة المالية للمؤسسة، المكتب الجامعي الحديث، الجزائر، 2014، ص 45.

الفصل الأول – الإطار النظري للتمويل و الاستثمار في المؤسسات الاقتصادية

تبين نتائج عمل المؤسسة، فقد تنتج عن بيع بضاعة على الحساب بسعر يزيد عن تكلفتها و لكن هذه الأرباح لم تحصل فعلا.

في حين أن عملية احتجاز الأرباح جزئيا أو كليا تؤدي إلى المحافظة على السيولة، وأيضا إلى قدرة المؤسسة على تمويل عملياتها التوسعية بدون اللجوء إلى المصادر الخارجية بشكل كبير.

- تمويل عمليات التوسع و النمو، فالمؤسسات تلجأ إلى تمويل عمليات التوسع و النمو خاصة إذا كانت الأرباح كافية لهذه العمليات ، و هذا ما يعفي المؤسسة من اللجوء إلى الاقتراض.

- تخفيض تكلفة الاقتراض، و ذلك بحجز جزء من الأرباح و القيام بتسديد القروض كليا أو جزئيا ، مما يؤدي إلى تخفيض الفوائد التي تتحملها المؤسسة لتسديد هذه القروض.

- تكون المؤسسة الصغيرة و المتوسطة التي ترغب في توسيع نشاطها الإنتاجي خاصة الحديثة منها غالبا غير قادرة على الحصول على الأموال من مصادر خارجية، و بالتالي فانه من الأفضل لها الاعتماد على الأرباح المحتجزة لمقابلة النمو، حتى تبلغ مرحلة النضج ثم تبدأ في توزيع الأرباح.

ثالثا: المؤونات

تعريف المؤونات :

- و هي الأرصدة المشككة بغرض مواجهة الخسائر و التكاليف المتوقع حدوثها بفعل الأحداث الجارية، ولأنها متوقعة الحدوث فقط فإنها تكلفة غير أكيدة، فإذا تحققت فعلا تصبح تكلفة نهائية، و تخصم من نتيجة السنة المالية، و هو ما يقلص الوعاء الضريبي و يحقق وفورات ضريبية، كما أن المؤونة غير المحققة ترفع من قدرة التمويل الذاتي للمؤسسة و لو مؤقتا.¹

- المؤونة هي النقص المحاسبي الملاحظ في أحد عناصر الأصول و الناتج عن أسباب آثارها غير قابلة للنفي، فهي الانخفاض في قيمة احد عناصر الأصول ، وهي مؤونة تدهور القيمة أو ارتفاع في قيمة احد عناصر الخوصم في المستقبل ، و تسمى في هذه الحالة مؤونة الاعباء والخسائر.

¹ زواق الحواس، إسهامات السياسة الضريبية في التأهيل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية، مجلة العلوم الاقتصادية و التسيير و العلوم التجارية جامعة المسيلة ، العدد3، 2009، ص 128.

الفصل الأول – الإطار النظري للتمويل و الاستثمار في المؤسسات الاقتصادية

و لقد قسم النظام المحاسبي المالي المؤونات كما يلي:¹

- المؤونات للمعاشات و الالتزامات المماثلة .
- المؤونات لتجديد التثبيتات .
- المؤونات للضرائب .
- المؤونات الأخرى للأعباء.

2. دور المؤونات في التمويل :

تسجل المؤونات محاسبيا في هيكل التكاليف ، و هي تكاليف وهمية لا يقابلها خروج نقدي، فهي خسارة تحمل إلى النتيجة ، و هو ما يؤدي إلى زيادة التكاليف و تخفيض النتيجة و مقدار الضرائب الذي سوف يدفع إلى إدارة الضرائب ، و استفادة المؤسسة من الفرق غير المدفوع في التمويل الذاتي و هنا يجب التفريق بين حالتين من المؤونة و هما :

1.2. الحالة الأولى: المؤونة لحسابات مخزونات الحقوق

و هي المؤونة التي يتم تشكيلها لمواجهة النقص في قيمة الاستثمارات و المخزونات و خطر عدم تحصيل حقوق المؤسسة حيث و في نهاية كل سنة :

- إذا كانت قيمة المؤونة المشككة غير كافية يتم الرفع من قيمة المؤونة و بالتالي تزداد معها القدرة على التمويل الذاتي .
- أما إذا كانت المؤونة المشككة أكبر من قيمة التدني أو لم يصبح هناك مبرر لوجودها فإنه يتم إلغاء هذه المؤونة أو التخفيض منها .

- وأما في حالة تساوي المؤونة فان قدرة التمويل الذاتي سوف تكون بمقدار المؤونة المشككة .

2.2. الحالة الثانية: مؤونة الخسائر و التكاليف

لقد سبق القول انه يتم تسجيل هذا النوع من المؤونات عندما يكون العبء الحالي ناتج في حادث سابق ، و يكون تقدير هذه التكلفة بصفة دقيقة، و بالتالي فانه يتم تسجيل مبلغ المؤونة إلى غاية تنفيذ التزام المؤسسة، و مهما يكون فان حساب المؤونة يجب تقييمه كذلك في نهاية السنة المالية :

- إذا كان مبلغ المؤونة اقل من التكلفة فإنه سوف يتم رفع مبلغ المؤونة ، و بالتالي الاستفادة من القدرة على التمويل الذاتي.

- إذا كان مبلغ المؤونة يساوي التكلفة فإنه لا تكون هناك تسوية، و تستفيد المؤسسة من التمويل الذاتي في انتظار تحقق العبء .

¹ محمد بوشوشة، المرجع سبق ذكره، ص 108- ص 109.

الفصل الأول – الإطار النظري للتمويل و الاستثمار في المؤسسات الاقتصادية

– إذا كان مبلغ المؤونة أكبر من التكلفة فإنه يتم استرجاع الفائض و يدرج في الإيرادات، و هو ما يخفض من التمويل الذاتي بالمقدار المسترجع .

و يطبق التحليل السابق في نهاية الدورة المالية ما لم يتم وقوع التكلفة، أما في الحالة الثانية و هي حدوث التكلفة أو زوال السبب الذي أدى إلى إنشاء المؤونة، و لذا فإن مقدار المؤونة سوف يعود إلى أصله و هو ربح إجمالي قبل الضريبة، فالمؤسسة مطالبة بدفع ضريبة على المؤونة الغير مبررة .
يمكن تمثيل مساهمة المؤونة في التمويل الذاتي كما يلي :¹

جدول (1) : حالات المؤونة و التمويل الذاتي

حالات المؤونة	المؤونة = التكلفة	المؤونة < التكلفة	المؤونة > التكلفة	المؤونة غير مبررة
التمويل الذاتي	تدعيم التمويل الذاتي بمقدار المؤونة المشكّلة.	تخفيض التمويل الذاتي بمقدار المؤونة الزائدة. تدعيم التمويل الذاتي بمقدار المؤونة المتبقية.	تدعيم التمويل الذاتي بمقدار المؤونة بعد الرفع من مبلغها.	إلغاء مبلغ المؤونة و عدم استفادة المؤسسة من تدعيم التمويل الذاتي.

المصدر: محمد بوشوشة، ص 109.

المطلب الثالث: تقييم التمويل الذاتي:

ينطوي التمويل الذاتي على العديد من المزايا و العيوب من أهمها ما يلي:²

1. المزايا

– التمويل الذاتي يزيد من رأس المال الخاص للمنشأة و يجنبها الوقوع في أزمات السيولة الطارئة، أو الناجمة عن زيادة الأعباء الأخرى كتسديد فوائد و أقساط القروض.

– يرفع من القدرة المالية و الافتراضية للمنشأة كما يكسبها حرية واسعة في التصرف في أموالها الخاصة.

¹ محمد بوشوشة، مرجع سبق ذكره، ص 109.

² أحمد بوراس، مرجع سبق ذكره، ص 32 – 33.

الفصل الأول – الإطار النظري للتمويل و الاستثمار في المؤسسات الاقتصادية

- يشجع المنشأة على القيام باستثمارات جديدة، و خاصة الاستثمارات التي تكون تكاليفها مرتفعة، و إمكانيات إنجازها تتطلب خبرات فنية مما يجعل درجة المخاطرة فيها مرتفعة.
- إن الطبيعة القانونية للمنشأة الصغيرة و المتوسطة تمنعها من الدخول إلى السوق، لهذا فهو يحقق لها درجة كافية من الاستقلالية و إدارة أعمالها بنفسها، دون تدخل الشركات الأخرى و المؤسسات المالية و المصرفية.
- تنظيم التدفقات النقدية الداخلية بشكل يمكن المنشأة من مواجهة التزاماتها اتجاه الغير.
- إن أهم المزايا التي يحققها التمويل الذاتي، و التي تجعل أصحاب المنشأة الاقتصادية و خاصة الصغيرة و المتوسطة منها تفضل هذا النوع التمويلي بشكل خاص، و اللجوء إليه بشكل نظامي، هو ما يوفره لها من استقلالية و حرية، يتمتع بها المسير في اتخاذ قراراته الاستثمارية و التمويلية.
- إن عدم تحمل الأعباء التعااقبية و فوائد و أقساط القروض كما هو في حالة الاستدانة يكسب هذا النوع من التمويلات مرونة عالية.

2. العيوب:¹

- يرى البعض أن الأموال الناتجة عن التمويل الذاتي ليس لها أي تكلفة، لهذا تلجأ بعض المنشآت إلى توظيفها في استثمارات ذات ربحية ضعيفة ، مما ينتج عنه في النهاية سوء استخدام الموارد المالية للمنشأة.
- يكون التمويل الذاتي عائقا لتطور المنشأة عندما نعتمد عليه بصورة كبيرة، لأنه عادة ما لا يكفي لتغطية كل الاحتياجات المالية، فيتوجب عليها إما اللجوء إلى القروض الخارجية و إما الاستثمار بقدر الأموال المتاحة لها وبالتالي تفويت الفرصة.
- إن تدعيم سياسة التمويل الذاتي عن طريق تعظيم أقساط الاهتلاك في السنوات الأولى يؤدي إلى زيادة تكلفة السلع المنتجة، و التي من شأنها أن تؤدي إلى ارتفاع الأسعار و الذي يكون على حساب المستهلك و كذا انخفاض تنافسية المنشأة في السوق.
- لا يعتبر التمويل الذاتي حافزا للعمال لزيادة إنتاجيتهم، حيث أنهم قد يرمون من موارد مالية كانت قد توجه للتوزيع مما يضعف من القدرة الشرائية لهم ، خاصة عند ارتفاع مستوى الأسعار، مما ينعكس سلبا على الأداء و منه على

¹ احمد بوراس، مرجع سبق ذكره، ص 33.

الفصل الأول – الإطار النظري للتمويل و الاستثمار في المؤسسات الاقتصادية

المنشأة حيث تنخفض إنتاجيتها .

– الاعتماد المفرط على هذا النوع من مصادر التمويل يؤدي إلى النمو البطيء، و حرمان المنشأة من الاستفادة من الفرص الاستثمارية المربحة.

– يتميز التمويل الذاتي في المنشآت الصغيرة و المتوسطة باعتماده على مدخرات صغيرة جدا، غالبا ما لا تكفي لمواجهة احتياجات هذه المنشآت من أجل تغطية نفقاتها المختلفة، و تتجلى المشكلة التمويلية خاصة لهذه المنشآت إذا تعرضت إلى مشاكل سيولة نتيجة عدم قدرتها على بيع منتجاتها في فترة مناسبة، أو إذا فوجئت بارتفاع شديد في أسعار المواد الأولية التي تحتاجها.

المبحث الثالث: عموميات حول الاستثمار في المؤسسات الاقتصادية

المطلب الأول: ماهية الاستثمار

الفرع الأول: تعريف الاستثمار

اختلفت الآراء و الأفكار في إعطاء أو تحديد معنى دقيق و متكامل لمفهوم الاستثمار فهناك من يعرفه على أساس الحاجة إليه و الهدف من قيامه، و هناك من يعرفه على أساس وظيفته .

حيث يعرفه بيار درني pierre dorny كما يلي:¹

*الاستثمار هو عبارة عن تلك المصاريف التي من خلالها نتحصل على الأرباح.

و يعرفه بيار ماس pierre masse كالآتي:

*الاستثمار يشير في نفس الوقت إلى عملية في حد ذاتها و نتيجة لهذه العملية، فالاستثمار هو تلك الأموال التي تقبل المؤسسة دفعها حاليا مقابل أرباح مستقبلية محصل عنها من هذه الأموال.

و حسب كينز :

*الاستثمار هو ارتفاع التجهيزات في رأس المال الثابت أو المتداول، فالاستثمار يقوم على التضحية باشباع رغبة استهلاكية حاضرة، و ذلك أملا في الحصول على إشباع أكبر في المستقبل، و يمكن القول أنها ممتلكات منقولة أو غير منقولة، ملموسة أو غير ملموسة ، مقتناة أو منتجة لغرض البيع أو التمويل حيث تستمدتها المؤسسة في استعمالها طوال فترة وجودها كأدوات إنتاج.

¹ دريد محمد احمد ، مرجع سبق ذكره، ص ص 9-10.

الفصل الأول – الإطار النظري للتمويل و الاستثمار في المؤسسات الاقتصادية

من التعريفات السابقة الاستثمار هو توظيف الاموال المتاحة (المؤكدّة)، في اصول متنوعة للحصول على تدفقات مالية اكثر في المستقبل (غير مؤكدة)، معنى ذلك الحصول على عائد يزيد من ثروة المستثمر.¹

الفرع الثاني: أنواع الاستثمار

تتعدد أنواع الاستثمارات باختلاف الأداة التي يختارها المستثمر أو من حيث طبيعتها أو من حيث القائم عليها كما يلي:²

1. طبيعة الاستثمار: قد يتبادر إلى الذهن أن الاستثمار هو استخدام الأموال للحصول على أصول مادية ملموسة فقط كالمباني أو العقارات و الآلات وغيرها إلا أن هذا النوع من الاستثمارات هو ما يمكن تسميته بالاستثمار المادي، و هو لا يمثل كل أنواع الاستثمارات فهناك جانب آخر و هو ما يطلق عليه بالاستثمار المالي مثل الأوراق المالية كالأسهم و السندات.

2. القائم بالاستثمار:

1.2. استثمار شخصي (فردى): و هو ما يقوم به شخص واحد بحيث يمكن للفرد أن يستخدم ما يتاح إليه من موارد أو أموال في القيام باستثمارات مالية كإشراء الأسهم أو السندات أو القيام بعمل استثمارات مادية كإشراء مباني أو عقارات .

2.2. استثمار مؤسسى: و هو ذلك الاستثمار الذي تقوم به المؤسسة (شركة أو هيئة)، كما يمكن أن يقوم به شخص طبيعى، فالاختلاف في الشخص القائم بالاستثمار ذاته إلا أن وجه الاختلاف قد يترك في الاستثمار ذاته.

3. تعدد الاستثمارات:

1.3. الاستثمار الفردى: و هو القيام بعمل استثمار واحد فقط، كأن يقوم الشخص (طبيعى، اعتبارى) بإشراء أصل

مادى أو أصل مالى و ما تجدر الإشارة إليه انه مهما تعددت أو تكررت الوحدات المشتراة من هذا الأصل فانه يظل

استثمارا فرديا.

¹ دريد كامل ال شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثمارى، جامعة الزيتونة الاردنية، عمان، 2008، ص 9.

² دريد محمد أحمد، مرجع سبق ذكره، ص 16-17.

الفصل الأول – الإطار النظري للتمويل و الاستثمار في المؤسسات الاقتصادية

2.3. الاستثمار المتعدد (المحفظة): و المحفظة تعريفا هي تلك التي تشمل أكثر من أصل ذات طبيعة مختلفة، و لذلك فهي تحتوي على استثمارات متعددة.

والخلاصة هنا ان الاستثمار قد يكون فرديا حتى لو تعددت وحداته طالما انه من نفس النوع وقد يكون متعدد (محفظة)، حتى و لو ضم استثماريين فقط و لكنهما ليسا من نفس النوع.

4. أطراف الاستثمار: و يقسم إلى التالي:

1.4. الاستثمار العام (الحكومي) : وهو الاستثمار الذي تقوم به الدول لتنفيذ الخطط الاقتصادية و الاجتماعية الثقافية و غيرها من الخطط التي تخدم أهداف الدولة .

2.4. الاستثمار الخاص: و هو الاستثمار الذي يقوم به فرد أو مجموعة من الأفراد المستثمرين بنشاط محدود يتمثل في شركات مساهمة أو فردية من مستثمرين يمثلون شرائح مختلفة من المجتمع.¹

5. جنسية الاستثمار: و قد يتم تصنيف الاستثمار على أساس جنسيته، فقد يكون الاستثمار محليا (وطنيا) أو دوليا. فالاستثمار الوطني هو ما يقوم به أفراد أو منشآت وطنية ، بينما الاستثمار الدولي هو ما يقوم به الشركات أو الهيئات الأجنبية و قد يتم ذلك بدون المشاركة مع الجانب الوطني أو بمشاركته.²

الفرع الثالث: أهداف الاستثمار

يستطيع الاستثمار تحقيق الأهداف التي يسعى إليها المستثمر و هذه الأخيرة تتمثل فيما يلي:³

1. تحقيق أكبر عائد ممكن باقل درجة من المخاطر: يركز المستثمر بالغ اهتمامه على الاستثمارات التي تحقق أكبر عائد حالي ممكن بغض النظر عن الاعتبارات الأخرى.

2. تعظيم ثروة المستثمر: يميل إلى تحقيق مثل هذا الهدف المضاربون حيث يختارون الاستثمارات التي لها درجة مخاطرة عالية، و يقبلون عندها ما يترتب على اختيارهم، إما بتحقيق توقعاتهم أو خبطها.

3. تأمين المستقبل: عادة ما يقوم بمثل هذا النوع من الاستثمارات الأشخاص الذين بلغوا سنا معينة، و هم على أبواب التقاعد حيث ميلهم لتأمين مستقبلهم يحملهم على استثمار ما لديهم من أموال في الأوراق المالية ذات العائد

¹ قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار (بين النظرية و التطبيق)، دار الثقافة للنشر و التوزيع ، الطبعة الأولى، عمان، 2009، ص 37 .

² دريد محمد احمد، مرجع سبق ذكره، ص 18.

³ دريد كامل ال شبيب، مرجع سبق ذكره، ص-ص 20.19.

الفصل الأول – الإطار النظري للتمويل و الاستثمار في المؤسسات الاقتصادية

المتوسط المضمون دوريا مع درجة ضعيفة من المخاطرة.

4. تحقيق تنمية مستمرة في الثروة مع عائد مقبول : يكون هدف المستثمر تحقيق عائد جاري مقبول مع نسبة زيادة مقبولة في قيمة راس المال المستثمر على الدوام، حيث ان المكاسب المالية التي يمكن الحصول عليها تعتبر هدف المستثمر و مضافا إليها العائد المحصل.

5. انعاش الاقتصاد.

6. تحقيق الرفاهية.

المطلب الثاني: محددات الاستثمار و أهميته

الفرع الأول: محددات الاستثمار

هناك مجموعة من المحددات التي يجب مراعاتها حينما يتخذ المستثمر قراره بالاستثمار و تختلف أهمية هذه العوامل من المستثمر الخاص إلى المستثمر العمومي، وهي عديدة و متشابكة يمكن تصنيفها وفقا لإمكانية قياسها، فهناك محددات قابلة للقياس و هناك محددات غير قابلة للقياس.

1. محددات الاستثمار القابلة للقياس:¹

1.1. سعر الفائدة: تتميز العلاقة بين الاستثمار و سعر الفائدة بأنها علاقة عكسية، و هذا يعود إلى كون الاستثمار يعتبر بمثابة طلب على النقود المدخرة، على ذلك فان ارتفاع معدل الفائدة يعني انخفاض في مستوى الإنفاق الاستثماري حيث يصبح أكثر تكلفة بالنسبة للمؤسسات التي تقوم بالاقتراض من اجل الاستثمار.

إن سعر الفائدة يؤثر على تكلفة الفرصة البديلة للمشروع الاستثماري فإذا قامت المنشأة أو المؤسسة الإنتاجية بالاقتراض فان سعر الفائدة يؤثر مباشرة على تكلفة الاستثمار، أما إذا كانت المؤسسة تستخدم أرصدها المالية فمعنى ذلك أنها تتنازل عن الفائدة التي كان من الممكن الحصول عليها لو أنها أقرضت هذا المال إلى شخص آخر بدلا من استثماره.

2.1. الكفاية الحدية لرأس المال: تعرف الكفاية الحدية لرأس المال بأنها "معدل الخصم" الذي يجعل القيمة الحالية لصافي

العلاوة المتوقعة مساوية لثمن الأصل، فالعلاقة بين الكفاية الحدية لرأس المال و رصيد رأس المال علاقة عكسية، فكلما

¹ دريد محمد أحمد، مرجع سبق ذكره، ص ص 29 – 30.

الفصل الأول – الإطار النظري للتمويل و الاستثمار في المؤسسات الاقتصادية

ارتفع الرصيد الرأسمالي انخفضت الكفاية الحدية لرأس المال و العكس بالعكس، حيث تعني زيادة الإنفاق الاستثماري زيادة الطلب على السلع الرأسمالية فترتفع أسعار هذه الأخيرة الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض العائد من هذه الأصول الرأسمالية (وفقا لقانون تناقص الغلة).

الدخل الوطني: عندما تحدث زيادة ايجابية في الدخل القومي، يتوقع لرجال الأعمال حدوث زيادة في المبيعات في المستقبل و يشعر رجال الأعمال بالتفاؤل مما يدفعهم إلى زيادة مستوى المخزون من السلع و الخدمات الذي يعتبر جزء من الاستثمار و يتم التخطيط من أجل مواجهة الإنفاق الجديد على المعدات الرأسمالية، مما يؤدي إلى توسيع السوق. كما يعتبر مستوى الدخل القومي من المؤشرات الإستراتيجية في تحديد مستوى طلب المستهلكين على منتجات المشروعات المختلفة، فزيادة الدخل القومي تؤدي إلى زيادة طلب المستهلكين مما يدفع المؤسسات الإنتاجية إلى زيادة انفاقها الاستثماري من اجل التوسع لتلبية احتياجات الطلب الاستهلاكي المتوقع نظرا لتوقعها الحصول على عائدات كبيرة من استثماراتها.¹

4.1. النمو السكاني: يلعب النمو السكاني دور مهم في قرار الاستثمار من خلال زيادة الطلب على مختلف السلع و الخدمات، فكلما زاد عدد السكان حتما سيقابله زيادة في الطلب مما يعني ارتفاع حجم الاستثمار لتلبية الطلب المتزايد.

5.1. الضرائب: لهيكل الضرائب التي تفرض على دخل قطاع الأعمال تأثير مباشر و غير مباشر على الاستثمار، إذ أن الضرائب التي تفرض على الأرباح تؤدي إلى تخفيض الأرباح، و يؤدي توقع المستثمرين زيادة الضرائب في المستقبل إلى تقليل الإنفاق الاستثماري، بينما يؤدي التوقع بتخفيض الضرائب إلى زيادة الإنفاق الاستثماري في المستقبل، كما أن الضرائب التي تفرض على دخول الأفراد تؤدي إلى تقليل الطلب الاستهلاكي، و بالتالي يؤثر ذلك على الإيرادات السنوية للمؤسسات، فإذا توقعت المؤسسة زيادة الضرائب على دخل الأفراد، فإنها تقلل من الاستثمار، و يحدث العكس إذا توقعت انخفاضاً في الضرائب في المستقبل على دخل الأفراد فإنها تتوسع في إنفاقها الاستثماري.²

6.1. التغير في الأسعار: إن التغير في أسعار السلع و الخدمات الإنتاجية له تأثير إيجابي و تأثير سلبي، فحين ترتفع أسعار السلع و الخدمات التي تدخل في استثمار ما فينخفض حجم هذا الاستثمار، و عندما ترتفع أسعار السلع و الخدمات التي يتم الاستثمار فيها فان ذلك يدفع المستثمرين إلى زيادة الاستثمار، إن الطلب على المال يتوقف

¹ دريد محمد احمد، مرجع سبق ذكره، 32.

² حمزة غربي، براق محمد، مدخل إلى السياسة المالية للمؤسسة، المكتب الجامعي الحديث، الجزائر، 2014، ص 77 ص 78.

الفصل الأول – الإطار النظري للمويل و الاستثمار في المؤسسات الاقتصادية

على ثمن مستلزمات الإنتاج مثل المواد الأولية، البترول، الأجرور فإذا زاد معدل رأس المال إلى العمل بسبب زيادة الأجرور فان ذلك يدفع المروعات إلى إحلال رأس المال مكان العمالة، لان انخفاض تكاليف مستلزمات الإنتاج تعمل على التوسع في الاستثمار ، أما ارتفاع التكاليف فتعمل على تقليل الاستثمار بسبب انخفاض العائد.

2.المحددات غير القابلة للقياس:¹

1.2.تكنولوجيا: إن التكنولوجيا الحديثة لها تأثير كبير على تخفيض التكاليف و من ثم زيادة الإنتاج، و من ثم زيادة زيادة الأرباح، وهي تعتبر من العوامل الهامة التي تؤثر على قرارات الاستثمار.

2.2. التوقعات: إن عامل التوقع يتميز هو كذلك بأهمية من أجل اتخاذ القرار الصائب، وقد تنقسم التوقعات إلى متفائلة و متشائمة، فعندما يسود الشعور بالتفاؤل لدى المستثمرين فانه حتما يؤدي إلى زيادة مستوى الاستثمار و يبني هذا التفاؤل انطلاقا من الظروف المحيطة بالاستثمار كالظروف الاقتصادية و السياسية في الوقت الحاضر و في المستقبل ، و العكس إن ساد الشعور بالتشاؤم لدى المستثمرين بشأن مستقبل أي استثمار فإنهم غالبا ما يؤجلون اتخاذ قراراتهم بخصوص هذا الاستثمار أو يتنازلون عنه.

3.2. شخصية المستثمر: رغم توفر الظروف الملائمة و الجيدة للاستثمار فان القرار الأخير يكون للمستثمر و هنا تلعب شخصية متخذ القرار دورا مهما و تميزها عدة صفات منها :

- الرغبة: و يقصد بها نزوح المستثمر باتجاه الاستثمار في مشروع ما من تلقاء نفسه، فكلما كانت هناك رغبة كلما زاد الإقبال على الاستثمار.

- الشجاعة: و هي الجرأة على الشروع في استثمار و التوسع فيه، فالتخوف و التردد يربك المستثمر في اتخاذ القرار مما يؤثر في حجم الاستثمار.

كما أن هناك عوامل أخرى تؤثر في الاستثمار كالعادات و التقاليد في المجتمع و المستوى الثقافي.

الفرع الثاني: أهمية الاستثمار

ترجع أهمية الاستثمار إلى حاجة كل فرد إلى امتلاك الخبرة الكافية التي تمكنه من تحقيق عوائد بالمقارنة بمستوى المخاطر الذي يكون على استعداد لتحملها و بالتالي فان أهمية الاستثمار تكمن في:²

¹ دريد محمد أحمد، مرجع سبق ذكره، ص 36.

² مصطفى يوسف كافي، بيئة و تكنولوجيا إدارة المشروعات الصغيرة و المتوسطة، مكتبة المجتمع العربي للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2014، ص 189.

الفصل الأول – الإطار النظري للتمويل و الاستثمار في المؤسسات الاقتصادية

1. اتاحة فرص عمل وتقليل نسبة البطالة
2. تقديم منتجات وخدمات جديدة
3. توفير احتياجات المشروعات الكبيرة
4. تقديم الخبرة المتكاملة للعاملين
5. توفير التخصصات المختلفة من الفنيين و الإداريين و العمالة الماهرة.
6. إنتاج السلع و الخدمات التي تشبع حاجات المواطنين و تصدير الفائض منها للخارج.
7. تنمية الصادرات و تخفيض الواردات
8. المساهمة في تخفيض حدة الفقر

المطلب الثالث: معايير تقييم المشاريع الاستثمارية

هناك عدة معايير تستخدم في تقييم و ترتيب أساليب الإنفاق الرأسمالي المتاحة، و هي تتفاوت فيما بينها من حيث الدقة و الصعوبة، فهناك المعايير التي تعتمد على التقدير الشخصي و المعايير لتقييم المشروعات تجدر الإشارة إلى انه يوجد معيار واحد يمكن الاعتماد عليه فقط عند قرار قبول أو رفض احد المشاريع و نظرا لتعدد هذه المعايير و تفاوتها، فإننا سنقتصر على مناقشة أهمها بحيث يمكن تبويب هذه المعايير داخل قسمين أساسيين هما:

1. المعايير التي لا تأخذ الزمن بعين الاعتبار¹

ترتكز هذه الطرق على أن قيمة النقود ثابتة حسب الزمن، أي أن قيمة الوحدة النقدية اليوم هي نفسها في المستقبل.

- 1.1 فترة الاستيراد (pay back period) (المعيار الزمني): يقصد بفترة الاستيراد تلك الفترة التي تسترجع فيها المشاريع التكاليف الاستثمارية، أو الفترة التي تتساوى عندها التدفقات الداخلة و الخارجة ، وكلما كانت فترة الاستيراد أقصر يكون المشروع أفضل.
- و توجد طريقتان لحساب معيار فترة الاستيراد وهما:

¹ قاسم نايف، مرجع سبق ذكره، ص 83 - 84.

الفصل الأول – الإطار النظري للتمويل و الاستثمار في المؤسسات الاقتصادية

الطريقة 1: فترة الاستيراد = الكلفة الاستثمارية الأولية / المتوسط الحسابي للتدفقات السنوية.

إذا استخدمنا طريقة فترة الاستيراد لرأس المال المستثمر فإننا سنختار المشروع الذي يحقق أقصر مدة ممكنة، و لكن إذا كان الهدف اختيار الاستثمار ذي الربحية العظمى فإننا سنختار الاستثمار في المشروع الذي يحقق أكبر دخل إجمالي، و منه نستنتج أن هذه الطريقة تهمل ثلاث نقاط مهمة و هي:

1. ربحية الاستثمار.

2. تطورات الدخل خلال حياة الاستثمار.

3. مدة الفترة الإنتاجية للاستثمار.

الطريقة 2: و هي الطريق الأكثر شيوعا و استعمالا من الطريقة الاولى.

فترة الاستيراد = الكلفة الاستثمارية / صافي التدفق السنوي (صافي العائد السنوي)

و يعتبر المشروع الأفضل هو المشروع الذي يحقق فترة استيراد أقل، يمكن القول إن معيار فترة الاستيراد يعتبر أكثر المعايير شيوعا و استخداما نظرا لسهولة و توفر المعلومات اللازمة لاستخدامه، كما يعتبر أكثر ملائمة خاصة في حالة المشروعات التي تخضع لعوامل التقلب السريعة و عدم التأكد، أو التي تتعرض لتغيرات تكنولوجية سريعة، كما يمكن اعتبار هذا المعيار معيارا لقياس درجة المخاطرة التي يمكن أن يتعرض لها كل مال مستثمر.

على الرغم من المزايا التي يتميز بها معيار فترة الاستيراد إلا انه يواجه بعض الانتقادات و منها:¹

1. إهماله للمكاسب الإضافية التي يمكن أن يحققها المشروع خلال عمره الإنتاجي، حيث يركز هذا المعيار على السنوات التي يستطيع فيها المشروع استيراد رأسماله الأصلي و يهمل المكاسب التي يمكن أن يحققها المشروع بعد استيراد رأسماله.

2. إهماله للقيمة الزمنية للنقود أي إهماله للتوقيت الزمني للتدفقات النقدية و ما يترتب على ذلك الإهمال من اختلافات كبيرة.

2.1. طريقة مردودية الوحدة النقدية: تعتبر طريقة مردودية الوحدة المستثمرة « critère de rendement » من

بين الطرق المستعملة في عملية تقييم و اختيار المشاريع في حالة التأكد و في حالة ثبات قيمة الوحدة النقدية على مر

¹ قاسم نايف علوان، مرجع سبق ذكره، ص 84.

الفصل الأول – الإطار النظري للتمويل و الاستثمار في المؤسسات الاقتصادية

الزمن فهي تعبر عن مردودية كل وحدة نقدية مستثمرة في المشروع، و حتى يتم قبول المشروع يجب أن تفوق مردودية الوحدة النقدية له الواحد، و في حالة المفاضلة بين المشاريع، فإن المشروع الذي له أكبر مردودية للوحدة النقدية يكون أفضل مشروع.¹

فإذا كان المشروع ذو مدة حياة n وتكلفة أولية I_0 ، يعطي تدفقات نقدية سنوية cf_t ، فإن مردودية الوحدة النقدية لهذا المشروع r تعطى رياضيا كما يلي:

$$r = \frac{\sum_{t=1}^n cf_t}{I_1}$$

لا تختلف مزايا هذه الطريقة مع طريقة معيار فترة الاستيراد، خاصة في سهولة الحساب، إلا أنها تختلف مع الطريقة السابقة في كونها تأخذ بعين الاعتبار جميع التدفقات النقدية، و كذلك الأمر فيما يتعلق بالعيوب، فطريقة مردودية الوحدة النقدية لا تأخذ بعين الاعتبار القيمة الزمنية للنقود.

3.1. طريقة معدل العائد المحاسبي (المعيار المحاسبي المالي)

يطلق على طريقة أو معيار متوسط معدل العائد الطريقة المحاسبية، نظرا لاعتمادها الأساسي على البيانات المحاسبية إذ يتم حساب متوسط معدل العائد لاقتراح استثماري بقسمة متوسط صافي الربح بعد الضريبة على متوسط التكلفة المبدئية المترتبة على ذلك الاقتراح، و يعطى معدل العائد المحاسبي رياضيا كما يلي:²

$$TRC = \frac{BNM}{MI}$$

حيث: BNM = متوسط صافي الربح.

MI = متوسط الاستثمار.

وتتم المفاضلة بين المشروعات بناء على متوسط معدل العائد حيث نختار المشروع الذي يعطي أعلى متوسط معدل للعائد إذا كان أماننا أكثر من مشروع واحد، أما إذا كان أماننا مشروع واحد فقط فيتم مقارنة متوسط معدل العائد بعائد الفرصة البديلة، سواء كان سعر الفائدة السائد بالسوق أو كلفة الحصول على الأموال أو أي معدل يقرره

¹ حمزة غربي، براق محمد، مرجع سبق ذكره، ص 91 – 92.

² شقيري نوري موسى و أسامة قومي سلام، دراسة الجدوى الاقتصادية و تقييم المشروعات الاستثمارية، دار المسيرة للنشر و التوزيع، الطبعة الثانية، عمان، 2011، ص 145 – 146.

الفصل الأول – الإطار النظري للتمويل و الاستثمار في المؤسسات الاقتصادية

المشروع، تتلخص مزايا طريقة متوسط العائد المحاسبي في كونها تتميز ب:

- بسهولة الحساب و الفهم.
- يفيد في تقييم أداء المشروع من خلال العائد السنوي على وحدة رأس المال المستثمر (إنتاجية رأس المال مقارنة بتكلفة الوحدة الواحدة من رأس المال) أي انه مقياس نسبي و ليس مقياس مطلق.

و أما عن عيوب هذه الطريقة فهي تتمثل في عدم أخذها بعين الاعتبار القيمة الزمنية للنقود، كما أن اعتماد الطريقة على البيانات المحاسبية التي من مبادئها التكلفة التاريخية و الذي له عدة انتقادات بسبب تأثيره على ثقة البيانات.

4. المعايير التي تأخذ الزمن بعين الاعتبار:

ظهرت عدة طرق لتقييم المشاريع و المفاضلة بينها و التي تأخذ بعين الاعتبار القيمة الزمنية للنقود. لأن من عيوب الطرق التقليدية ثبات القيمة الزمنية للنقود .

1.2. معيار القيمة الحالية الصافية (VAN) Valeur Actuelle Nette :

يشير صافي القيمة الحالية VAN للمشروع الاستثماري إلى الفرق بين القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة للمشروع و القيمة الحالية للتدفقات النقدية الخارجة، بمعنى خصم التدفقات النقدية بمعدل خصم يتمثل في معدل العائد المطلوب على الاستثمار و يمكن التعبير عن صافي القيمة الحالية باستخدام المعادلة التالية:¹

$$VAN = \sum_{t=1}^n \frac{cft}{(1+k)^n} - I_0$$

حيث:

cft = تمثل التدفق النقدي في الفترة الزمنية t .

K = التكلفة الحدية لرأس المال (معدل الخصم).

I_0 = الاستثمار المبدئي (التدفق النقدي الخارج).

¹ قاسم نايف علوان، مرجع سبق ذكره ، ص ص 87- 88 .

الفصل الأول – الإطار النظري للتمويل و الاستثمار في المؤسسات الاقتصادية

$$VAN = \left[\frac{f_1}{(1+k)^1} + \frac{f_2}{(1+k)^2} + \frac{f_3}{(1+k)^3} + \dots + \frac{f_n}{(1+k)^n} \right] - I_0$$

حيث أن :

f_1, f_2, f_3 التدفقات النقدية خلال السنوات 1، 2، 3.

(k) يمثل معدل الخصم الحد الأدنى للعائد الذي يقبله المشروع للاستثمار المقترح، أي ممثل معدل العائد المطلوب على الاستثمار Required Rate of Return. وطالما أننا نفترض أن جميع الاقتراحات الاستثمارية تنطوي على نفس الدرجة من المخاطر، وأنها متماثلة من حيث الخصائص، كما أن درجة المخاطر التي ينطوي عليها كل اقتراح استثماري تعادل تماما درجة المخاطر التي تنطوي عليها الاستثمارات القائمة، فإنه يمكن استخدام تكلفة الأموال المتاحة للمشروع cost of capital لتمثل الحد الأدنى لمعدل العائد المطلوب على الاستثمار، و لعل استخدام تكلفة الأموال لهذا الغرض يعد أمرا منطوقيا و متسقا مع هدف المشروع، إذ يعني قبول الاقتراحات التي يتولد عنها عائد يقل عن تكلفة الأموال المستخدمة في تمويلها.

و بالرجوع إلى المعادلة السابقة لصافي القيمة الحالية نجد أنها عبارة عن فرق بين مجموعتين و بالتالي فإن ناتج المعادلة سيكون إما موجبا أو سالبا أو صفرا.

فإذا كان صافي القيمة الحالية موجبا فهذا يعني أن معدل العائد الذي سيتولد عن المشروع المقترح أكبر من معدل العائد المطلوب أي أن:¹

Required Rate of Return < Expected Rate of Return

أما إذا كان صافي القيمة الحالية سالبا فهذا يعني أن معدل العائد الذي سيتولد عن المشروع المقترح أقل من معدل العائد المطلوب، و بالتالي نرفض المشروع المقترح.

وأما إذا كان صافي القيمة الحالية صفرا فهذا يعني أن معدل العائد المتوقع من المشروع يساوي كلفة رأس المال، وبالتالي يتوقع أن يرفض مثل هذا المشروع أيضا، لأنه لا ينجم عنه ربحية تجارية و قد يقبل إذا أدى إلى ربحية إجتماعية غير مالية (منفعة عامة)، و يسمى هذا المشروع (صافي القيمة الحالية له صفرا) مشروعاً حدياً.

ومن الطبيعي في حالة المفاضلة بين أكثر من مشروع استثماري فإنه يتم اختيار المشروع الذي يحقق أكبر قيمة موجبة في

¹ قاسم نايف علوان، مرجع سبق ذكره، ص ص 87- 88.

الفصل الأول – الإطار النظري للتمويل و الاستثمار في المؤسسات الاقتصادية

حالة المشروعات المستقلة فيمكن اختيار جميع المشروعات ذات القيم الموجبة، و ذلك في حالة توافر الموارد المالية لتغطية تكاليف هذه الاستثمارات، أما إذا كانت هذه الموارد غير كافية فيتم ترتيب المشروعات بناء على صافي القيمة الحالية لها و اختيار المشروعات التي تعطي أعلى قيمة موجبة لصافي القيمة الحالية.

للقيمة الحالية الصافية VAN عدة مزايا و عدة عيوب:

مميزات القيمة الحالية:¹

1. يستخدم التدفق النقدي و ليس صافي الربح (التدفق النقدي=صافي الربح+الاهتلاك) لذلك تعتبر القيمة الحالية متوافقة تماما مع النظرية الحديثة للتمويل.
2. يأخذ بعين الاعتبار قيمة الزمن المالية، المشروع الأطول عمرا نستخدم له معدل خصم أعلى حيث أن قيمة الزمن المالية تعكس معدل الخصم.
3. بما أن الشركة لا تقبل إلا المشاريع ذات VAN الموجبة فإنها بذلك تقبل فقط المشاريع التي تزيد قيمتها و ثروتها ما يعني أن القيمة الحالية الصافية VAN متوافقة تماما مع الهدف الرئيسي لإدارة الشركة ، و هو زيادة قيمة الشركة.

عيوب القيمة الحالية:

1. تفترض أداة ال VAN أن الإدارة قادرة على عمل تنبؤ مفصل للدفعات النقدية المستقبلية، و هذا شيء صعب على أرض الواقع ويزداد صعوبة كلما طال عمر المشروع، حيث أن أي تضخيم أو تقليل في تقدير قيمة التدفقات سيعطي نتيجة غير دقيقة للقيمة الحالية الصافية، و ربما يجعلنا نقبل المشروع الواجب رفضه و نرفض المشروع الواجب قبوله.
2. تعتبر أداة ال VAN أن معدل الخصم ثابت خلال عمر المشروع، بينما في الحقيقة انه متغير من عام إلى آخر كمعدلات الفائدة، بالرغم من هذه العيوب النابعة من طبيعة السوق نفسه إلا انه يعتبر التكتيك الأفضل في تقييم المشروعات و هو صاحب الكلمة الفاصلة في قبول أو رفض المشروع.

¹ مصطفى يوسف كافي، بيئة و تكنولوجيا إدارة المشروعات الصغيرة و المتوسطة، مرجع سابق، ص 189.

الفصل الأول – الإطار النظري للتمويل و الاستثمار في المؤسسات الاقتصادية

2.2. معدل العائد الداخلي : Internal Rate of Return

بموجب هذه الطريقة يكون معدل الخصم مجهولا (عكس طريقة صافي القيمة الحالية)، و معدل العائد الداخلي هو معدل الخصم الذي يخفض صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة إلى أن يتساوى مع الإنفاق الاستثماري المطلوب.

-أو هو الذي يتساوى عنده صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة مع الإنفاق الاستثماري المطلوب¹:

$$\sum IRR = \frac{f1}{(1+IRR)^1} + \frac{f2}{(1+IRR)^2} + \dots + \frac{fn}{(1+IRR)^n} - I_0 = 0$$
$$\sum_{t=1}^n \frac{ft}{(1 + IRR)^t} - I_0 = 0$$

حيث أن:

IRR = معدل العائد الداخلي.

I₀ = تكلفة

المشروع.

n = عمر المشروع.

يستخدم نموذج معدل العائد الداخلي للحكم على الجدوى الاقتصادية للمشروع ، ودعم القرار الاستثماري، حيث يكون المشروع مقبولا إذا كان استخدام معدل العائد الداخلي أكبر من أسعار الفائدة السائدة في السوق (معدل العائد الداخلي < تكلفة رأس المال) ، أو يحقق معدل العائد المطلوب تحقيقه، كما يستخدم معدل العائد الداخلي في المفاضلة بين أكثر من مشروع باختيار المشروع ذو أكبر معدل عائد داخلي².

¹ عبد الله عبد الله السنفي ، مرجع سبق ذكره، ص 138.
² مصطفى يوسف كافي ، مرجع سبق ذكره، ص 195.

3.2. معيار مؤشر الربحية: Indice de Profitabilité

إذا كانت القيمة الحالية تقيس الميزة المطلقة لمشروع معين، فإن مؤشر الربحية يقيس الميزة النسبية للمشروع، أي يقيس ربحية كل وحدة نقدية مستثمرة في المشروع، و بالتالي يمكن المقارنة بين عدة مشاريع حتى و لو اختلف حجمها.¹ إذن يمكن تعريف مؤشر الربحية بأنه نسبة مئوية ناتجة عن حاصل قسمة مجموع صافي التدفقات النقدية و قيمة الاستثمار المبدئي، كذلك يمثل نسبة العوائد على التكاليف أو ما يسمى بمردودية كل وحدة نقدية مستثمرة. يمكن قياس مؤشر الربحية IP بواسطة الصيغة التالية:

$$IP = \frac{\sum_{t=1}^N cf_t (1 + K)^{-t} + VF(1 + K)^{-N}}{\sum_{t=0}^N I_t(1 + K)^t}$$

$$IP = \frac{VAN}{\sum_{t=0}^N I_t(1+K)^t} + 1$$

حيث تمثل:

VF هي القيمة المتبقية للمشروع في نهاية مدة حياته.

N مدة حياة المشروع.

cf_t تدفقات النقدية خلال الفترة t .

K معدل الاستحداث.

I_t تكلفة المشروع في الفترة t .

– يستخدم هذا المعيار في المفاضلة بين المشاريع كما يلي:

* إذا كان $IP > 1$ = يعني النسبة أكبر من الواحد الصحيح، فإن التدفقات النقدية الداخلة أكبر من الخارجة أي المشروع مقبول.

* إذا كان $IP < 1$ = يعني النسبة أقل من الواحد الصحيح، فإن التدفقات النقدية الداخلة أقل من الخارجة أي المشروع

³ بن مسعود نصر الدين، دراسة وتقييم المشاريع الاستثمارية، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير السنة الدراسية 2009-2010، جامعة تلمسان، ص 162-163.

الفصل الأول – الإطار النظري للتمويل و الاستثمار في المؤسسات الاقتصادية

مرفوض (غير مريح).

* إذا كان $IP=0$ يعني أن القيمة الحالية الصافية تساوي الصفر وبالتالي المشروع مرفوض.

4.2. محدودية رأس المال:

لقد تم افتراض في معايير تقييم واختيار المشاريع أن مشكلة التمويل غير مطروحة، لكن في الواقع يتسم بالندرة و قلة كمية التمويل، مما يفرض على المؤسسة تخطيط استثماراتها بطريقة تؤدي إلى الاستغلال الأمثل لمواردها، ومن الأسباب الجوهرية التي تؤدي إلى محدودية رأس المال هي سوق التمويل نفسها التي تحدد نسب التمويل من أجل التقليل من مخاطر الإسراف في تمويل المشاريع، و كذا ضرورة تفادي المؤسسة للتنمية السريعة حتى لا تؤدي بها إلى عدم التحكم و اختلال وظائفها. و لهذا فإنه يفرض على المؤسسة دراسة الاستخدام الأمثل للموارد المالية في ظل فرضية الندرة النسبية للأموال اللازمة للتمويل.

فإذا كانت تواجه مؤسسة ما n مشروع، لكل مشروع قيمة حالية صافية، فإنه لكل مشروع يستلزم رأس مال، يوضح الجدول التالي مشاريع المؤسسة مع القيمة الحالية الصافية و رأس المال المستثمر لكل مشروع.

الجدول (2): مشاريع المؤسسة مع رأس المال المستثمر لكل مشروع¹

المشروع j	القيمة الحالية الصافية VAN_j	رأس المال المستثمر I_j
1	VAN_1	I_1
2	VAN_2	I_2
.....
N	VAN_n	I_n

تكون المؤسسة أمام محدودية رأس المال لما:

$$\sum_{j=1}^n I_j > I_0$$

¹ غربي حمزة، براق محمد، مرجع سبق ذكره، ص 103.

الفصل الأول – الإطار النظري للتمويل و الاستثمار في المؤسسات الاقتصادية

حيث: I_0 تمثل رأس المال المتاح.

وبالتالي تتضح مشكلة المؤسسة في تعظيم مجموع القيمة الحالية الصافية للمشاريع في ظل محدودية رأس المال، و يمكن صياغة مشكلة اختيار المشاريع بالنسبة للمؤسسة بافتراض قابلية التجزئة و التعدد للمشاريع بالبرنامج الخطي الآتي:

$$\left\{ \begin{array}{l} \text{Max } Z = a_1 VAN_1 + a_2 VAN_2 + \dots + a_n VAN_n \\ s/c: a_1 I_1 + a_2 I_2 + \dots + a_n I_n \leq I_0 \end{array} \right\}$$

و إذا كانت المشاريع غير قابلة للتعدد و قابلة للتجزئة، فإنه يجب إضافة القيد $a_j \leq 1$ ، أما إذا كانت المشاريع غير قابلة للتعدد و غير قابلة للتجزئة، فإنه يجب إضافة القيد $a_j \in \mathbb{N}$ ، حيث \mathbb{N} هي مجموعة الأعداد الطبيعية.

الفصل الأول – الإطار النظري للتمويل و الاستثمار في المؤسسات الاقتصادية

خلاصة الفصل الأول:

لقد تطرقنا في هذا الفصل إلى المفاهيم المتعلقة بالتمويل والاستثمار في المؤسسات الاقتصادية، وذلك من خلال تعريف كل من التمويل وأنواعه، وبشكل خاص التمويل الذاتي مكوناته ومحدداته، حيث يعتبر التمويل الذاتي المورد المتاح للمؤسسة والناتج عن نشاطها، حيث يتم احتسابه انطلاقاً من الاهتلاكات والمؤونات والأرباح الصافية الغير موزعة، هذا مايعطي له صفة المورد المالي المستقل، ويمكن للمؤسسة تحقيق القيمة المثلى للتمويل الذاتي وهذا مايعرف بقدرة التمويل وذلك بعدم توزيع الأرباح على الشركاء، كما يعتبر التمويل الذاتي بداية التمويل حيث ان الموارد المالية الأخرى تعتبر موارد مكتملة له.

حيث يلعب التمويل الذاتي دورا اقتصاديا أساسيا وهذا مايعرف بالقدرة الإنتاجية للمؤسسة، عن طريق اقتناء معدات جديدة أي يعمل على توليد التثبيتات للمؤسسة، كما يلعب دورا ماليا مهما حيث يتيح للمؤسسة تحقيق قدرة سداد كافية وتحقيق الاستقلال المالي والإداري.

كما يلعب الاستثمار دورا مهما في المؤسسة الاقتصادية وذلك لما يحقق لها من النمو ورفع قيمتها السوقية، وهو الامر الذي اجبر المؤسسات على تقييم المشاريع تقييما دقيقا، بهدف معرفة العائد الاقتصادي لهذه المشاريع، وكذا المفاضلة بينها في حالة ما إذا واجهت المؤسسة عدة مشاريع سواء مستقلة أو متنافية.

يتم تقييم المشاريع الاستثمارية تحت عدة معايير، منها المعايير التي لا تأخذ بعين الاعتبار القيمة الزمنية للنقود. مثل معيار فترة الاستيراد والذي يهتم بمدة استرجاع تكلفة المشروع الأولية، والمعايير التي تأخذ بعين الاعتبار القيمة الزمنية للنقود، مثل القيمة الحالية الصافية، والتي تعتبر ذات أهمية كبيرة جدا في تقييم المشاريع في حالة التأكد التام، إضافة إلى معيار معدل العائد الداخلي.

الفصل الثاني:

دراسة ميدانية لعينة من

المؤسسات الاقتصادية في الجزائر

الفصل الثاني – دراسة ميدانية لعينة من المؤسسات الاقتصادية في الجزائر

تمهيد:

تناولت العديد من الدراسات الهيكل التمويلي للمؤسسات الاقتصادية سواء من حيث إشكالية تمويلها أو من حيث محددات الاستثمار لها ، وسيتم في هذا الفصل دراسة محددات الاستثمار للمؤسسات الاقتصادية في الجزائر(مع التركيز على التمويل الذاتي)، ومقارنة نتائجها مع مثيلاتها من الدراسات السابقة، ولكي يكون المام أكثر بموضوع الدراسة تطبيقيا تم اخذ عينة من المؤسسات الاقتصادية في الجزائر لمعرفة مدى تأثير التمويل الذاتي في الاستثمار في هذه المؤسسات.

حيث تم تقسيم هذا الفصل الى مبحثين:

-المبحث الأول تحت عنوان محددات الاستثمار في الدراسات التجريبية السابقة.

-أما المبحث الثاني فقد تم التطرق فيه إلى منهجية الدراسة وتقدير واختبار النموذج محل الدراسة بالإضافة الى عرض وتحليل النتائج.

الفصل الثاني – دراسة ميدانية لعينة من المؤسسات الاقتصادية في الجزائر

المبحث الأول: محددات الاستثمار في الدراسات التجريبية

ظهرت العديد من الدراسات التجريبية التي تحاول تحديد أهم العوامل المؤثرة على الاستثمار في المؤسسات، كما لم تستثني بعض هذه الدراسات التجريبية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ومن بين أهم العوامل رقم الأعمال، الديون، فرص النمو، معدل تكلفة رأس المال، الناتج الوطني الإجمالي.

المطلب الأول: رقم الأعمال و الديون

1. رقم الأعمال: اظهر كل من هال وجور جونسن 1967 ، وجور جونسن 1971 ، و شرينكو 1993 ، بأن معامل رقم الأعمال متغير مهم جدا وله دلالة إحصائية كبيرة جدا في شرح وتفسير الاستثمارات الكبيرة في المؤسسات ، حيث تتوافق هذه النظرية مع حجة موديقلياني وميلر 1958 ، هذه الأخيرة أكدت بأن قرارات الاستثمار ليست مرتبطة بقرارات الهيكل المالية للمؤسسات ، كما بين ايزنر 1963 وشرينكو 1993 بان رقم الأعمال هو المتغير المفسر الأكثر قوة إحصائية من أي متغير آخر لتفسير مستوى الاستثمارات في المؤسسة. ويقل دور رقم الأعمال في مستوى الاستثمار في المؤسسات ، وذلك لاتسام هذه المؤسسات بالتقلب وعدم الاستقرار ، فحسب ديفيرو وساياتنارلي 1990، فان التقلب في رقم أعمال المؤسسات يؤدي بها للحفاظ على مستوى مناسب من الأصول الجارية وتجنب الديون غير المرغوبة.¹

كما أن عمر المؤسسة له دور على تأثير رقم الأعمال على مستوى الاستثمار في المؤسسات ، فالمؤسسات الأكبر سنا لها حافز لرفع مستوى الاستثمار ، باعتبار الاستثمار وسيلة لتوسيع حصتها السوقية ، بينما هدف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بدرجة كبيرة هو البقاء في السوق ،بالإضافة إلى ذلك فان المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في بداية حياتها تتحمل تكاليف مرتفعة على الاستدانة بسبب القيود المفروضة على المؤسسات الجديدة ،وهو ما يؤدي بها إلى تخصيص جزء كبير من رقم أعمالها لتسديد ديونها والفوائد الناجمة عن الديون بدل توجيهها إلى الاستثمار. و هذا ما يبرر أن المؤسسات ذات العمر الطويل نسبيا توجه رقم أعمالها إلى الاستثمار عكس المؤسسات الجديدة والتي تتمثل أساسا في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.و من المهم الإشارة إلى النظرية النيوكلاسيكية للمبيعات فالمبيعات بشكل عام تعتبر اكبر مفسر لمستوى الاستثمار في المؤسسات الكبيرة.

1 غربي حمزة، براق محمد، مرجع سبق ذكره، ص ص 128-129.

الفصل الثاني – دراسة ميدانية لعينة من المؤسسات الاقتصادية في الجزائر

2. الديون: كثيرا ما تتداخل وتتضارب المصالح بين مالكي المؤسسة والمسيرين، بينما لا تطرح مشاكل الوكالة بشدة غالبا في اغلب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بين المساهمين والمسيرين، رغم ذلك إلا أن لمشكلة الوكالة أهمية خاصة في هذا النوع من المؤسسات.

أوضح جونسون وماكلاين 1676، بان مالكي ومسيري المؤسسة قد يستثمرون في مشاريع عالية المخاطر والتي تسعى إلى رفع قيمتها السوقية بدلا من الاستدانة، بالنظر إلى نجاح المشروع فالملاك يحصلون على معظم الأرباح في حين إذا كان المشروع غير ناجح، فإن الدائنين سيتحملون معظم التكاليف، وبالتالي فإن الدائنين يقيدون مستوى القروض الممنوحة للمؤسسات خاصة الصغيرة والمتوسطة أو زيادة تكلفة التمويل بالافتراض، وهو ما ذهب إليه أيضا جونسون وويس 1981.¹

أكدت العديد من الدراسات التجريبية العلاقة العكسية بين مستوى الاستدانة في المؤسسة و حجم الاستثمار، من بينها دراسة مايريز 1977، جونسون 1986، ستيليز 1990، ماك كونال و سيرباس 1995، لانغ و آخرون 1996، ايفازيان وآخرون 2005، آهن و آخرون 2005، فيرث و آخرون 2008، و دراسة لي و راتي 2008.

فإذا كان هناك مستوى عالي من الديون في المؤسسة فهذا يعني استخدام جزء كبير من السيولة النقدية لتسديد هذه الديون و فوائدها، وسيكون من الصعب على المؤسسات الوفاء بالتزاماتها مع الدائنين، و بالتالي مع وجود نسبة استدانة كبيرة فإن الحساسية اتجاه الاستثمار ترتفع و هو ما يؤكد العلاقة العكسية بين مستوى الاستدانة و حجم الاستثمار في المؤسسة.

المطلب الثاني: فرص النمو و معدل تكلفة رأس المال

1. فرص النمو: أبرزت العديد من الأبحاث و الدراسات عن وجود علاقة طردية بين الاستثمار و النمو، مثل دراسة فازاري و آخرون 1988، أسيوقلي و آخرون 2008، كارابنتر و قيارقليا 2008، جونلي و آخرون 2009، ودراسة سان و نوبوشني 2009.²

¹عربي حمزة، براق محمد، مرجع سبق ذكره، ص ص 130-131.
²المرجع نفسه، ص 132.

الفصل الثاني – دراسة ميدانية لعينة من المؤسسات الاقتصادية في الجزائر

وفقا كارابنتر و قيارقليا 2008 ، فان القوة التفسيرية لمتغير النمو لمستوى الاستثمار في المؤسسة يرتفع و يصبح أكبر أهمية في المؤسسات الصغيرة و المتوسطة باعتبار تعرض هذه المؤسسات أكثر من غيرها من القيود المالية ، وهو نفس تحليل شيفرد و باتزلت .

للمؤسسة في المرحلة الأولى من دورة حياتها المزيد من فرص النمو مقارنة بالمؤسسات التي وصلت إلى مستوى النضج ، حيث تتسم المشاريع الاستثمارية في المؤسسات التي وصلت لمرحلة النضج بالندرة وبأقل ربحية ، و بالتالي فان العلاقة بين النمو و الاستثمار تكون ذو دلالة تفسيرية في المؤسسات الصغيرة و المتوسطة أكبر من تفسيرها في المؤسسات الكبيرة ، حيث فسّر فاقبولو ولازي 2006 ، ذلك بان المؤسسات الصغيرة تستفيد من زيادة فرص النمو و تحتاج إلى مستويات أعلى من الاستثمار لتلبية فرص النمو المتعددة التي تواجه هذه المؤسسات .

2. معدل تكلفة رأس المال: يعبر معدل الفائدة عن تكلفة رأس المال ، و الذي يعتبر كمحدد للاستثمار في المؤسسات حسب النظرية النيوكلاسيكية ، فقد بين كل من برنانك و جوتلر 1995 و جيلشريست و آخرون 2005 بان هناك علاقة بين السياسة النقدية و الاستثمار ، فالسياسة النقدية تؤثر على تكلفة رأس المال والذي بدوره يؤثر على حجم الاستثمار في المؤسسة ، فقد بين جيلشريست و آخرون 2005 بان أي تأثير في السياسة النقدية مثل الزيادة في سعر الفائدة يؤدي إلى انخفاض مستوى الاستثمار في المؤسسة ، وهو الأمر الذي يؤدي إلى انتشار الصدمات خلال دورات الائتمان ، كما أكد على وجود علاقة عكسية بين سعر الفائدة و الاستثمار.¹

وحسب ميلز و آخرون 1994 فان التغييرات في السياسة النقدية من خلال التغيير في سعر الفائدة تؤثر على استثمارات المؤسسة و قدرتها على تسديد ديونها ، وذلك بالتأثير على التدفقات النقدية في المؤسسات ، كما أن التدفقات النقدية في المؤسسات التي تحتوي هيكلتها المالية على نسبة معتبرة من الديون تكون أكثر حساسية للتغيرات في سعر الفائدة من تلك المؤسسات التي لديها مستوى أدنى من الديون .

وفي إطار نظرية الوكالة فقد وجد غوش و غوش 2006 علاقة عكسية بين معدل الفائدة و الاستثمار ، ويرجع ذلك بسبب التباين و عدم تماثل المعلومات الذي يؤدي بالدائنين إلى الرفع في تكلفة الاستدانة ، وهو الأمر الذي يؤثر على ارتفاع تكلفة راس المال، حيث استنتجا أن رفع سعر الفائدة يؤدي إلى انخفاض في مستوى الاستثمار في المؤسسة .

¹عربي حمزة، براق محمد، مرجع سبق ذكره. صص 132-133.

الفصل الثاني – دراسة ميدانية لعينة من المؤسسات الاقتصادية في الجزائر

المطلب الثالث: الناتج الوطني الإجمالي

أبرز بارنانك و جرتلر 1989 بانك و جرتلر 1996 ، فارمولان 2002 ، وكانك و بانداهايري 2011 بأن المؤسسات التي لديها قيود تمويلية أكبر و تنشط في أسواق غير كاملة مثل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة تكون أكثر تأثرا بفترات الركود الاقتصادي ، مما يساهم في تفاقم القيود التمويلية اتجاهها.

ففي فترات الركود الاقتصادي تكون أسواق الائتمان أكثر تقييدا ، و هو ما يؤثر سلبا على استثمارات المؤسسة ، لاسيما استثمارات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ، وفي هذه الحالة ستضطر المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لتمويل نفسها بواسطة التدفقات النقدية الخاصة بها ، والتي تقل بسبب سلوك المستثمرين في السوق ، كما أكد كوفمان و فالدراما 2008 . وحسب فوس و فرمولان 2004 فان المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في فترة النمو الاقتصادي لديها سهولة الوصول إلى الاستدانة ، ومستوى أعلى من التدفقات النقدية ، والتي تحفز استثماراتهم ، عكس حالة اليقين السائدة في فترات الركود الاقتصادي الذي يؤثر سلبا على الاستثمار.¹

المبحث الثاني: دراسة احصائية لعينة من المؤسسات الجزائرية

سنحاول في هذا المبحث القيام بتصميم للدراسة الميدانية، حيث سنقدم في المطلب الاول منهجية الدراسة الاحصائية ، اما في المطلب الثاني سيتم التطرق الى تقدير واختبار النموذج محل الدراسة، اما في المطلب الثالث سيتم تحليل النتائج.

المطلب الاول: منهجية الدراسة الاحصائية

تتمثل منهجية الدراسة الاحصائية في تقديم ووصف العينة، وكذلك تحديد متغيرات الدراسة، وتقديم النموذج محل الدراسة.

الفرع الاول: وصف العينة وتحديد المتغيرات

اولا: وصف العينة

تتكون عينة الدراسة من مجموعة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، تحتوي كل مؤسسة على الشكل القانوني وكذا الميزانيات المالية لسنة 2012 و 2013، بالإضافة الى جدول حساب النتائج. وللحصول على هذه البيانات تم التوجه الى المركز الوطني للسجل التجاري الذي يقع على عاتقه مهمة تسيير الإشهارات القانونية.

¹عربي حمزة، براق محمد، مرجع سبق ذكره. ص ص 133-134.

الفصل الثاني – دراسة ميدانية لعينة من المؤسسات الاقتصادية في الجزائر

فهو عبارة عن مؤسسة عمومية تم انشاؤها بموجب المرسوم 248.63 المؤرخ في 10 جويلية 1963، وهو هيئة ادارية مستقلة موضوعة تحت اشراف وزير التجارة منذ 1997، حيث يصدر المركز الوطني لسجل التجاري نشرات رسمية دورية، تسمى بالنشرة الرسمية للإعلانات القانونية متوفرة ومتاحة.¹

من خلالها تم اختيار 206 مؤسسة اقتصادية لتكون عينة الدراسة.

ثانيا: تحديد متغيرات الدراسة

بالنسبة لمتغيرات الدراسة، فهي تتمثل فيما يلي:

- الشكل القانوني، وهو عبارة عن متغيرة ثنائية البعد، تأخذ القيمتين 0 أو 1، وتتمثل في الشركات ذات المسؤولية المحدودة SARL، الشركات ذات الشريك الوحيد ذات المسؤولية المحدودة EURL والشركات ذات أسهم SPA.

- الاستثمار، ويرمز له بالرمز Inv، وهي المتغيرة التابعة، ويتم حسابها باستعمال فرق الاستثمارات الصافية بين سنة 2013 و 2012 مقسومة على مجموع الميزانية لسنة 2013.

- التمويل الذاتي، ويرمز له بالرمز Eq، وتم الحصول عليه من خلال الميزانية المالية لسنة 2013.

- الضمانات، ويرمز لها بالرمز GA، وهي عبارة عن نسبة المخزونات إضافة إلى الخزينة على مجموع الميزانية لسنة 2013.

- الحجم، ويرمز لها بالرمز TA، وتحسب باستعمال اللوغاريتم النيبيري لرقم الأعمال.

- النمو، ويرمز لها بالرمز CR، وهي عبارة عن نسبة نمو رقم الأعمال بين سنة 2012 و 2013.

الفرع الثاني: تقديم النموذج محل الدراسة

من اجل القيام بهذه الدراسة اقترحنا نموذج الانحدار الخطي المتعدد والذي يتناول دراسة العلاقة بين متحول كمي تابع

Y ومجموعة من المتحولات المستقلة $x_1, x_2, x_3, \dots, x_n$ حيث P هو عدد المتحولات المستقلة.²

وباعتبار ان المتغير التابع هو الاستثمار Inv والمتغيرات المستقلة تتمثل في (الشكل القانوني، التمويل الذاتي، الضمانات،

الحجم، النمو)، وباعتبار ان العلاقة خطية، سيكون نموذج الدراسة على الشكل التالي:

$$Inv = B_0 + B_1 JUR + B_2 EQ + B_3 GA + B_4 TA + B_5 CR + \varepsilon$$

¹ شرابي اية كنزة، العوامل المحددة لبناء الهيكل المالي للمؤسسة (حالة عينة من المؤسسات الجزائرية)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علو التسيير، تخصص مالية المؤسسة، جامعة الجزائر 3، 2013-2014، ص 143.

² ابراهيم محمد العلي، اسس التحليل الاحصائي متعدد المتغيرات، اللاذقية-سوريا، 2000، ص 329.

الفصل الثاني – دراسة ميدانية لعينة من المؤسسات الاقتصادية في الجزائر

حيث تمثل كل من:

Inv الاستثمار

B ثابتة

Jur الشكل القانوني

Eq التمويل الذاتي

Ga الضمانات

Ta الحجم

Cr النمو

ε تأثير العوامل الاخرى التي اهملتها المعادلة.

المطلب الثاني: تقدير واختبار النموذج محل الدراسة

الفرع الاول: تقدير الاحصائيات

بعد التعريف بمتغيرات الدراسة وكيفية حسابها، يمكن إجراء الإحصاء الوصفي للمتغيرات، وذلك بمعرفة أقل وأكبر قيمة لكل متغيرة، المتوسط الحسابي، الانحراف المعياري والتباين.

يوضح الجدول التالي احصائيات وصفية للمتغيرات

جدول رقم (3): إحصائيات وصفية للمتغيرات

	N	Min	Max	Moy	Ecart type	Vari
SARL	206	0	1	,61	,490	,240
EURL	206	0	1	,30	,460	,211
SPA	206	0	1	,07	,252	,064
SNC	206	0	1	,02	,154	,024
Inv	206	,000282	,9622	,22362	,22989	,053
GAR	206	,000000	1,0005	,51369	,276396	,076
@EQ	206	,000605	,9662	,395308	,26655	,071
TA	206	11,715	22,971	17,28202	1,90106	3,614
Cr	206	-,895171	,992466	,12240	,395748093	,157
N valide (listwise)	206					

المصدر: تم اعداد الجدول بناء على برنامج spss .

الفصل الثاني – دراسة ميدانية لعينة من المؤسسات الاقتصادية في الجزائر

من الجدول نلاحظ ان متوسط الاستثمار Inv في العينة يساوي 22.36% بانحراف معياري يساوي 0.22، كما ان نسبة الضمانات 51.36% بانحراف معياري 0.27، كما ان نسبة التمويل الذاتي في العينة 39.53% بانحراف معياري 0.26، اما متوسط حجم المؤسسات فهو 17.28% بانحراف معياري قدره 1.90 كما يوضح الجدول نسبة كل شكل قانوني من العينة، حيث ان:

- نسبة شركة SARL الشركات ذات المسؤولية المحدودة هي: 61%
- نسبة شركة EURL الشركات ذات الشريك الوحيد ذات المسؤولية المحدودة هي: 30%
- نسبة شركة SPA الشركات ذات اسهم هي: 7%
- نسبة شركة SNC شركة التضامن هي: 2%

الفرع الثاني: تقدير واختبار النموذج

لاختبار صلاحية النموذج ككل نضع الفرضيتين كما يلي:¹

فرضية العدم H_0 : المتغير المفسر ليس له اثر على المتغير التابع

$$H_0: \beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = \dots = \beta_p = 0$$

الفرضية البديلة H_1 : المتغير المفسر له اثر على المتغير التابع

$$H_1: \beta_j \neq 0$$

من اجل j واحدة على الاقل

ثم نقوم بتحليل جدول التباين كمايلي:

1 ابراهيم محمد العلي، مرجع سبق ذكره، 347.

الفصل الثاني – دراسة ميدانية لعينة من المؤسسات الاقتصادية في الجزائر

جدول رقم (4): تحليل التباين ANOVA				
قيمة f	متوسط مربعات الخطأ	درجات الحرية	الرموز	مصدر التباين
$F = \frac{mssx}{mse}$	$M_{SSX} = \frac{ssx}{p}$	P	Ssx	المتحولات $X_1, X_2, X_3, \dots, X_p$
	$M_{se} = \frac{sse}{n-p-1}$	n-p-1	Sse	البواقي (الاحطاء)
		n-1	sst	الاجمالي

المصدر: ابراهيم محمد العلي، اساس التحليل الاحصائي متعدد المتغيرات، اللاذقية- سوريا، 2020، ص 347.

ومنه نحسب قيمة مؤشر الاختبار F بالعلاقة التالية:¹

$$F = \frac{mssx}{mse} = \frac{\frac{ssx}{p}}{\frac{sse}{n-p-1}}$$

وهو متحول عشوائي يخضع للتوزيع F بدرجتي حرية $v_1 = p$ و $v_2 = n - p - 1$ لذلك نقوم بمقارنة القيمة المحسوبة ل f مع القيمة الحرجة $F_{v_1, v_2}(\alpha)$ المقابلة لدرجتي الحرية v_1 و v_2 ، ونتخذ القرار حول صلاحية النموذج لتمثيل العلاقة بين المتغير التابع y والمتغيرات المستقلة $X_1, X_2, X_3, \dots, X_p$ كما يلي:²

- إذا كانت $F \leq F_{v_1, v_2}(\alpha)$ فإننا نقبل الفرضية h_0 التي تقول ان جميع β معدومة، اي ان المتغيرات $X_1, X_2, X_3, \dots, X_p$ لا تؤثر على y ولا ترتبط به، اي ان النموذج غير صالح لتمثيل العلاقة بين y والمتحولات $X_1, X_2, X_3, \dots, X_p$ وعندها تكون $(p \geq \alpha)$.

- اما اذا كانت $F > F_{v_1, v_2}(\alpha)$ فإننا نرفض الفرضية h_0 ونقبل h_1 ، التي تقول ان واحدة على الاقل من المعلمات β لا تساوي الصفر، اي ان النموذج يمثل العلاقة بين y و x وعندها تكون $(P < \alpha)$.

¹ ابراهيم محمد العلي، مرجع سبق ذكره، ص 347-348.

الفصل الثاني – دراسة ميدانية لعينة من المؤسسات الاقتصادية في الجزائر

يوضح الجدول رقم (5): الموالى تحليل التباين لنموذج الانحدار الخطي، وذلك باستعمال إحصائية فيشر Fisher.

تحليل التباين لنموذج الانحدار الخطي

Modèle	Somme des carrés مجموع المربعات	Ddl درجة الحرية	Moyenne des carrés المتوسط التربيعي	D احصائية فيشر	Sig. مستوى الدلالة
Régression الانحدار	3,677	7	,525	14,534	,000 ^b
Résidu البواقي	7,157	198	,036		
Total المجموع	10,834	205			

a. Variable dépendante : Inv

b. Valeurs prédites : (constantes), EQ, SARL, CR, SNC, GAR, TA, SPA

المصدر: تم اعداد الجدول بناءا على برنامج spss.

يوضح الجدول أن مستوى الدلالة 1%، وبالتالي فإن نموذج الانحدار الخطي صالح لتفسير مستوى الاستثمار في عينة الدراسة.

بعد التأكد من صلاحية النموذج باستعمال إحصائية فيشر، سيتم الآن معرفة المتغيرات المؤثرة وغير المؤثرة باستعمال إحصائية ستيودنت Student. والجدول الموالى يوضح معالم النموذج ومستوى الدلالة لكل متغيرة.

الفصل الثاني – دراسة ميدانية لعينة من المؤسسات الاقتصادية في الجزائر

الجدول رقم(6): المتغيرات المفسرة لمستوى الاستثمار في عينة الدراسة.

معاملات النموذج

Modèle	Coefficients non standardisés		T	Sig. مستوى الدلالة	95% intervalles de confiance	
	A	Erreur standard			Borne inférieure	Limite supérieure
(Constante)	,030	,130	,231	,818	-,227	,287
SARL	,029	,030	,970	,333	-,030	,089
SPA	,120	,060	2,007	,046	,002	,239
SNC	,111	,089	1,243	,215	-,065	,286
GAR	-,456	,050	-9,136	,000	-,554	-,357
TA	,026	,008	3,319	,001	,010	,041
CR	-,008	,035	-,216	,829	-,077	,062
EQ	-,106	,053	-2,007	,046	-,210	-,002

a. Variable dépendante : Inv

المصدر: تم اعداد الجدول بناء على برنامج spss.

يوضح الجدول قبول أربع متغيرات لتفسير نسب الاستثمار في المؤسسات، وهي الشكل القانوني المتمثل في الشركات ذات أسهم SPA والتمويل الذاتي EQ بمستوى دلالة 5%، والضمانات GAR والحجم TA بمستوى دلالة 1%، في حين تم استبعاد باقي المتغيرات.

وحسب الجدول أيضا، فإن العلاقة عكسية بين كل من التمويل الذاتي والضمانات، بينما العلاقة طردية بين الشركات ذات أسهم والحجم.

ومنه، يمكن كتابة صيغة النموذج كما يلي:

$$Inv = 0,030 + 0,120.SPA + 0,026.TA - 0,456.GAR - 0,106.EQ + \varepsilon$$

الفصل الثاني – دراسة ميدانية لعينة من المؤسسات الاقتصادية في الجزائر

حسب الصيغة الرياضية، فإن ارتفاع الحجم بنسبة 1% تؤدي إلى ارتفاع الاستثمار بنسبة 0,26%، وارتفاع الضمانات بنسبة 1% تؤدي إلى انخفاض الاستثمار بنسبة 4,56%، وارتفاع التمويل الذاتي بنسبة 1% تؤدي إلى انخفاض الاستثمار بنسبة 1,06%.

ومنه فان المتغيرات المؤثرة على الاستثمار بالنسبة للمؤسسات الاقتصادية في العينة هي التمويل الذاتي والضمانات بعلاقة عكسية، حيث ان الارتفاع في نسبة التمويل الذاتي او الارتفاع في الضمانات يقابله انخفاض في نسبة الاستثمار، بينما العلاقة طردية بين كل من الشركات ذات اسهم والحجم وبين نسبة الاستثمار، حيث ان الارتفاع في الحجم يؤدي الى الارتفاع في نسبة الاستثمار، وما يهم هنا هو التمويل الذاتي وأثره على الاستثمار، وبالتالي يمكن القول أن للتمويل الذاتي أثر عكسي على الاستثمار في الشركات الجزائرية، وهذا بسبب العلاقة العكسية بين التمويل الذاتي ونسب الاستثمار.

المطلب الثالث: تحليل النتائج

من خلال الدراسة التطبيقية التي قمنا بها من اجل معرفة دور التمويل الذاتي في الاستثمار، تبين وجود علاقة عكسية بين نسب التمويل الذاتي وحجم الاستثمار في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، فالعلاقة العكسية تؤكد ان الشركات الجزائرية تقوم بتمويلها للاستثمار باستعمال التمويل الخارجي -الديون-، فارتفاع الاستدانة البنكية في المؤسسات يعني انخفاض التمويل الذاتي (علاقة عكسية بين نسب التمويل الذاتي والاستدانة البنكية)، وعلاقة طردية بين مستوى الاستدانة وحجم الاستثمار، اي ارتفاع الاستدانة البنكية يعني ارتفاع الاستثمار في المؤسسات الجزائرية. وهي نتيجة تتوافق مع عدة دراسات تجريبية سابقة، اجريت على مؤسسات اقتصادية، من بين هذه الدراسات، ما قام به راجان وزينقلاس(1995)، والدراسة التي قام بها هاريس ورافيف(1991)، ولم تختلف العلاقة بالنسبة للدراسات التجريبية التي اجريت على المؤسسات الفرنسية، مثل دراسة ديبو(1985)، وكذا دراسة دريو وسيدويوت (1993)، ودراسة نخيلي(1994)، ودراسة بيايس هيليون وماليكون(1995)، وكرامب وستوس (2001)، والعديد من الدراسات الاخرى، التي اكدت هذه العلاقة العكسية بين التمويل الذاتي ومستوى الاستدانة، وهو ما يؤكد نظرية الترتيب السلمي، حيث ان هذه النظرية تحاول المفاضلة بين التمويل الخارجي (الاستدانة)، والتمويل الداخلي (التمويل الذاتي)، ففي حالة عدم كفاية الموارد الداخلية (التمويل الذاتي) في تمويل الاستثمارات، فان المؤسسة تلجأ الى القروض لتمويل

الفصل الثاني – دراسة ميدانية لعينة من المؤسسات الاقتصادية في الجزائر

استثماراتها، هذا يعني ان المؤسسات الجزائرية تعاني من نقص في التمويل الذاتي، مما يضطرها الى زيادة التمويل الخارجي بالتوجه الى المؤسسات المالية واهمها البنوك.

اما بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، توجد دراسة ادريس زيان، التي اظهر فيها العلاقة العكسية بين مستوى الاستدانة والتمويل الذاتي في المؤسسات الفرنسية، نفس النتائج اكدتها بوسعا نجاة، على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الفرنسية، اضافة الى دراسة ميلكاي وساسيتو(1995).

الفصل الثاني – دراسة ميدانية لعينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

خلاصة الفصل الثاني:

حاولنا من خلال هذا الفصل معرفة دور التمويل الذاتي في الاستثمار لعينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، وقد تم التحليل عبر ثلاث خطوات.

تمثلت الخطوة الاولى في تحديد منهجية الدراسة الاحصائية، وذلك من خلال وصف وتقديم عينة الدراسة، وتحديد المتغيرات التابعة والمستقلة، اما الخطوة الثانية فقد تمثلت في وضع نموذج لاختبار العلاقة بين الاستثمار كمتغير تابع، وكل متغير مستقل على حدا (الشكل القانوني، التمويل الذاتي، الضمانات، الحجم، النمو)، حيث اظهرت النتائج قبول اربع متغيرات لتفسير نسب الاستثمار في المؤسسات الاقتصادية، وهي الشكل القانوني المتمثل في الشركات ذات اسهم SPA، التمويل الذاتي GQ، الضمانات GAR، والحجم TA، في حين تم استبعاد باقي المتغيرات.

وحسب النتائج فان العلاقة بين التمويل الذاتي ونسب الاستثمار علاقة عكسية، وايضا العلاقة عكسية بين الضمانات ونسب الاستثمار، بينما العلاقة طردية بين كل من الشكل القانوني المتمثل في الشركات ذات اسهم والحجم مع نسب الاستثمار في المؤسسات الاقتصادية.

اما في الخطوة الثالثة والاحيرة فقد قمنا بتفسير النتائج المتوصل اليها، ومقارنتها مع الدراسات التجريبية السابقة، حيث توصل البحث الى وجود علاقة عكسية بين التمويل الذاتي وحجم الاستثمار في المؤسسات، وهي نتيجة أكدتها العديد من الدراسات التجريبية السابقة.

الخاتمة

خاتمة

لكي تقوم المؤسسة بتمويل المشاريع الاستثمارية وجب عليها اختيار احسن مصادر التمويل، وذلك بالمزج بين مصادر التمويل الداخلية (التمويل الذاتي)، ومصادر التمويل الخارجية.

لذا جاء هذا البحث ليركز على دور التمويل الذاتي في الاستثمار في المؤسسات الجزائرية، حيث يلعب التمويل دورا متميزا ضمن الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية، حيث بإعتمادها على مواردها الذاتية تضمن هذه الاخيرة الاستقلالية المالية وعدم تدخل الغير في شؤونها المالية، كما ان للتمويل الذاتي عدة محددات اهمها الاهتلاكات، والمؤونات والارباح المحتجزة، حيث ان التمويل الذاتي يتاثر سلبا بكل من سياسة توزيع الارباح وكذا معدل الضريبة، ومن اجل إلمام أكثر بموضوع البحث قمنا بدراسة تطبيقية لعينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية.

من خلال ماتم التطرق له في فصلي الدراسة التطبيقية والنظرية من شرح وتحليل، وانطلاقا من الفروض السابقة، يمكن عرض نتائج اختبار الفرضيات ونتائج الدراسة، والتوصيات المقدمة، وآفاق البحث كمايلي:

اولا: اختبار الفرضيات

-بخصوص الفرضية الاولى والتي تنص على ان مصادر التمويل الذاتي المعتمدة هي الاهتلاكات، المؤونات والارباح المحتجزة، فقد تم اثباتها والتوصل اليها من خلال الفصل الاول النظري، اي ان هذه هي العناصر الاساسية التي يقوم عليها التمويل الذاتي.

-اما بخصوص الفرضية الثانية والتي تنص على انه لايمكن قيام مشروع استثماري دون تمويل، فقد تم اثباتها حيث لايمكن القيام بمشروع استثماري دون تمويل ومن هذا المنطلق يستمد التمويل اهميته.

-بخصوص الفرضية الثالثة التي تنص على ان للتمويل الذاتي اثر على حجم الاستثمار، تم اثباتها والتوصل اليها من الدراسة الاحصائية التي قمنا بها لعينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، والتي اثبتت وجود علاقة عكسية بين حجم الاستثمار ومستوى التمويل الذاتي.

ثانيا: نتائج الدراسة

بعد معالجة الاشكالية تم التوصل الى عدة نتائج حيث تتمثل اهم النتائج بنسبة للمؤسسات الاقتصادية فيمايلي:

خاتمة

-تعتمد المؤسسة على التمويل الذاتي لتمويل احتياجاتها يضمن لها الاستقرار والاستمرار في نشاطها، وتعظيم ارباح المساهمين.

-يعتبر التمويل الذاتي افضل وسيلة للتمويل واقلها تكلفة، لكنه يكون في اغلب الاحيان غير كافي لتغطية احتياجات المؤسسة، وهذا ماتوصلنا له من خلال الدراسة الاحصائية لعينة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية.

-للمويل الذاتي علاقة عكسية مع حجم الاستثمار في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، فالعلاقة العكسية تؤكد ان الشركات الجزائرية تقوم بتمويلها للاستثمار باستعمال التمويل الخارجي (الديون).

ثالثا: الاقتراحات

من خلال معالجة الموضوع، سنحاول تقديم بعض الاقتراحات والتوصيات التي يمكن ان تسهم في اعطاء المؤسسة بعض الامدادات:

-ينبغي على المؤسسة ان تستغل كل الفرص المتاحة التي من شأنها ان تعظم مواردها المالية المتاحة.

-الاهتمام بتطوير المعارف والخبرات التي تساهم في تطبيق افضل لمحددات التمويل الذاتي.

-تخصيص الجزء الاكبر من الارباح لتدعيم مركزها المالي.

-العمل على تقييم المشاريع تقييما دقيقا. من اجل معرفة المشروع الذي يحقق اكبر عائد ممكن باقل تكلفة.

رابعا: آفاق البحث

لا يمكن الامام بكل جوانب الموضوع ويبقى يثير عدة تساؤلات لذا نقترح الاشكاليات التالية:

- دور التمويل الذاتي في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ؟

- علاقة التمويل الذاتي وسياسة توزيع الارباح ؟

الخاتمة

__ المفاضلة بين مصادر التمويل في المؤسسة.

قائمة المصادر

و المراجع

المراجع باللغة العربية :

أولا - الكتب

- 1- الأعمش إبراهيم، أسس المحاسبة العامة ، ديوان المطبوعات الجامعية ، بن عكنون ، 1999.
- 2- الحاج طارق ، مبادئ التمويل ، دار صفاء للطباعة والنشر والتوزيع ، عمان ، 2002.
- 3- السنفي عبد الله عبد الله ، الإدارة المالية، جامعة العلوم والتكنولوجيا ، صنعاء ، الطبعة الثانية ، 2013.
- 4- بن ربيع حنيقة ، الواضح في المحاسبة العامة ، دار هومة للنشر والتوزيع ، الجزائر ، 2000.
- 5- بوراس احمد ، تمويل المنشآت الاقتصادية ، دار العلوم للنشر والتوزيع ، عنابة ، 2008.
- 6- حنفي عبد الغفار ، الإدارة المالية "مدخل اتخاذ القرارات" ، مؤسسة شباب الجامعة ، كلية التجارة ، الإسكندرية ، 2007.
- 7- جميل احمد توفيق ، أساسيات الإدارة المالية ، دار النهضة العربية ، بيروت ، دون تاريخ .
- 8- دريد محمد احمد ، الاستثمار "قراءة في المفهوم والأنماط والمحددات" ، دار امجد للنشر والتوزيع ، عمان ، الطبعة الأولى ، 2016.
- 9- دريد كامل آل شيب ، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة ، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة ، عمان ، الطبعة الثانية ، 2009.
- 10- سمير محمد عبد العزيز ، التمويل والإصلاح خلل الهياكل المالية ، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية ، بدون دار النشر ، 1997.

11- شقيري نوري موسى وأسامة فرمي سلام ، دراسة الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات الاستثمارية ، دار المسيرة للنشر والتوزيع ، الطبعة الثانية ، عمان ، 2011.

12- علوان قاسم نايف ، إدارة الاستثمار "بين النظرية والتطبيق" ، دار الثقافة للنشر والتوزيع ، الطبعة الأولى ، عمان .

13 - غربي حمزة ، براق محمد ، مدخل إلى السياسة المالية للمؤسسة ، المكتب الجامعي الحديث ، الجزائر ، 2014.

14- كافي مصطفى يوسف ، بيئة وتكنولوجية إدارة المشروعات الصغيرة والمتوسطة ، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع ، الطبعة الأولى ، عمان ، الأردن ، 2014.

15- منير محمد شاكر وآخرون ، التحليل المالي "مدخل صناعة القرارات" ، دار وائل للنشر ، عمان ، الطبعة الأولى ، 2004.

16 - محمد العلي ابراهيم ، اسس التحليل الاحصائي متعدد المتغيرات ، اللاذقية - سوريا ، 2020.

17- لسوس مبارك ، التسيير المالي ، ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر ، الطبعة الثانية ، 2004.

18- هندي منير إبراهيم ، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل ، منشأة المعارف ، الجزء الثاني ، الإسكندرية ، 1998.

ثانيا : المذكرات والرسائل الجامعية

1- بن مسعود نصر الدين ، دراسة وتقييم المشاريع الاستثمارية ، مذكرة شهادة الماجستير ، 2010.

2- بن لخضر عيسى ، سياسة تمويل الاستثمارات في الجزائر وتحديات التنمية في ظل التطورات العالمية

الراهنة (1988-2015) ، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ، تخصص اقتصاد مالي ، جامعة سيدي بلعباس ، 2019.

3- زواوي فضيلة، تمويل المؤسسة الاقتصادية وفق الميكانيزمات الجديدة في الجزائر، مذكرة شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، جامعة بومرداس، 2009.

4- شرابي اية كنزة، العوامل المحددة لبناء الهيكل المالي للمؤسسة (حالة عينة من المؤسسات الجزائرية)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، جامعة الجزائر 3، 2013-2014.

5- محمد بوشوشة، تأثير السياسة التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية ، رسالة شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ، جامعة بسكرة ، 2016.

ثالثا: مجلات العلمية

1- زوااق الحواس ،إسهامات السياسة الضريبية في التأهيل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية ،مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية ،جامعة المسيلة ،العدد03، 2009

الملخص

تعتبر اشكاليات التمويل من الاشكاليات ذات الاهمية الكبيرة بالنسبة للمؤسسات الاقتصادية ، حيث يهدف هذا البحث الى التعرف على دور التمويل الذاتي في الاستثمار في المؤسسات الجزائرية، حيث قمنا في هذا الاطار بدراسة ميدانية لعينة من المؤسسات الاقتصادية (206 مؤسسة)، باستخدام نموذج الانحدار الخطي المتعدد ، من اجل دراسة العلاقة بين نسب التمويل الذاتي وحجم الاستثمار في هذه المؤسسات.

وقد خلصت الدراسة الى ان العلاقة بين التمويل الذاتي وحجم الاستثمار علاقة عكسية، فالعلاقة العكسية تعني ان المؤسسات الاقتصادية الجزائرية تعتمد بشكل كبير على التمويل الخارجي-الديون-، فارتفاع الاستدانة البنكية يعني انخفاض التمويل الذاتي اي ارتفاع الاستثمار ، هذا يعني ان المؤسسات الجزائرية تعاني من نقص في التمويل الذاتي مما يضطرها الى زيادة التمويل الخارجي بالتوجه الى المؤسسات المالية واهمها البنوك.

الكلمات المفتاحية: التمويل الذاتي، الاستثمار، هيكل مالي امثل.