

العوامل المؤثرة في النمو الداخلي للشركات

دراسة حالة شركات المساهمة الجزائرية للفترة 2011-2019

Factors affecting the internal growth of companies - a case study of Algerian joint stock companies for the period 2011-2019

عبد الباقي بضيف¹

¹ جامعة قاصدي مرباح ورقلة (الجزائر)

تاريخ النشر: 31-03-2023

تاريخ القبول: 30-09-2022

تاريخ الاستلام: 14-08-2022

ملخص:

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل بعض عوامل البيئة المالية المؤثرة على النمو الداخلي لشركات المساهمة الجزائرية خلال الفترة 2011-2019، حيث تمت هذه الدراسة على عشر شركات تنتمي إلى القطاعين العام والخاص مستخدمة في ذلك نماذج بانل من أجل نمذجة العلاقة بين متغيرات البيئة المالية ممثلة بحجم الإستثمار، السيولة، الربحية، القدرة على التمويل الذاتي من جهة والنمو الداخلي من جهة أخرى ممثلاً بالتغير في رقم الاعمال، حيث توصلت الدراسة إلى وجود علاقة تأثير مباشرة بين كل من السيولة و المردودية و حجم الاستثمار على النمو الداخلي، كما توصلت إلى عدم وجود تأثير للتمويل الذاتي على النمو الداخلي للشركات محل الدراسة

الكلمات المفتاحية: المؤسسات الاقتصادية، حجم الاستثمار، القدرة على التمويل الذاتي، السيولة، الربحية، النمو الداخلي.

تصنيف JEL: G21 ؛ C58

Abstract:

This study aimed to analyze some financial environment factors that are affecting the internal growth of the Algerian joint stock companies during the period 2011-2019. The study included a sample of ten companies (from the public and private sectors) using panel models in order to model the relationship between the variables of the financial environment represented by the investment volume, liquidity, profitability, the self-finance capacity on the one hand, and internal growth on the other hand, represented by the change in the turnover. The study concluded that there is a direct effect relationship between liquidity, profitability, and investment volume on internal growth, and that there is no effect of self-financing on the internal growth of the companies under study.

Keywords: economic institutions, investment volume, self-financing capacity, liquidity, profitability, internal growth.

Jel Classification Codes: G21 ؛ C58

تتميز المؤسسة الاقتصادية كمنظومة بأنها نظاما مفتوحا على محيطها تتأثر به و تؤثر فيه، ويتميز هذا المحيط كونه غير ثابت و غير متجانس مما يولد حالة من الشك و عدم اليقين لدى الشركات وتجعل عناصره غير خاضعة لسيطرتها و الرقابة عليها خاصة في ظل التغيرات الهيكلية التي شهدتها الاقتصاد الوطني أثناء الجائحة و عصفت بعدد من الشركات التي لم تستطع تحقيق ميزة تنافسية و استغلال الفرص و تفادي التهديدات، من هذا المنطلق يسعى واضعو السياسات لتحديد أفضل الطرق لاستغلال الموارد المحدودة لتحقيق نمو متوازن و متحكم فيه يسمح بتخفيف قوى الضغط التنافسية و التقليل من المخاطر ، كما يسمح للشركة بضمان تطور نشاطها، ومسايرة تطور نشاط القطاع وذلك بالحفاظ على المقومات الأساسية للبقاء.

إشكالية الدراسة

تسعى الشركات لزيادة حجمها من خلال تحقيق نمو داخلي يسمح لها باختراق الأسواق و زيادة رقم أعمالها وذلك بالاستغلال الأمثل لعوامل البيئة المالية التي تنتمي لمحيطها و التي من شأنها التأثير على نموها الداخلي، من هنا جاءت إشكالية هذه الدراسة التي تبحث في العلاقة بين عوامل البيئة المالية و النمو الداخلي للشركة من خلال الإجابة على الإشكالية التالية: ما مدى تأثير عوامل البيئة المالية على النمو الداخلي لشركات المساهمة الجزائرية خلال الفترة 2011 – 2019 ؟ و تتضمن الأسئلة الفرعية التالية:

- (1) هل يؤثر التمويل الذاتي على النمو الداخلي للشركات محل الدراسة خلال الفترة 2011 – 2019؟
- (2) هل يؤثر حجم الاستثمار على النمو الداخلي للشركات محل الدراسة خلال الفترة 2011 – 2019؟
- (3) هل تؤثر السيولة في الشركات محل الدراسة على النمو الداخلي خلال الفترة 2011 – 2019؟؟
- (4) هل تؤثر الربحية في شركات المساهمة على النمو الداخلي خلال الفترة 2011 – 2019؟

فرضيات الدراسة

- (1) يؤثر التمويل الذاتي على النمو الداخلي للشركات محل الدراسة خلال الفترة 2011 – 2019؛
- (2) يؤثر حجم الاستثمار على النمو الداخلي للشركات محل الدراسة خلال الفترة 2011 – 2019؛
- (3) تؤثر الربحية في شركات المساهمة على النمو الداخلي خلال الفترة 2011 – 2019؛
- (4) تؤثر السيولة في الشركات محل الدراسة على النمو الداخلي خلال الفترة 2011 – 2019.

I- مفهوم النمو الداخلي :

يعد النمو الداخلي الطريق الأمثل للشركة لضمان نموها وتحقيق أهدافها الموضوعية و يقتضي ضمناً الاعتماد على مواردها الخاصة و يوفر استقلالية كبيرة تتطور تدريجياً عن طريق الاستثمارات المباشرة وخلق القيمة

I-1 تعريف النمو الداخلي عرف A. Jacquemin (1975) النمو الداخلي بأنه استخدام المؤسسة لمواردها الخاصة

لتنفيذ سياستها الاستثمارية والتي تمول بالأرباح غير الموزعة أو باللجوء إلى الوسطاء الماليين لكن R. Patrel (1978) اعترض على ربط نمط النمو بمصدر التمويل ذلك لان كل من النمو الداخلي والخارجي يمكن تمويلهما بمصادر داخلية أو خارجية وعليه فلا توجد خصوصية تمويلية لكلا الإستراتيجيتين فالنمو الخارجي يمكن تمويله بالتمويل الذاتي، كما أن النمو الداخلي يمكن أن يمول مثلاً باللجوء إلى مصادر التمويل الخارجية كإصدار أسهم أو الاقتراض. فيما احتفظ J. Houssiaux (1966) بخصوصية التمويل المذكورة سابقاً لكنه أضاف أن النمو الداخلي يتمثل في حيازة استثمارات جديدة والاستثمار في مجال تحديث وتطوير وسائل الإنتاج الحالية . وقدم أيضاً

A.Bienayméne (1971) تعريفاً شاملاً والمذكور في كتابه أن النمو الداخلي هو ذلك النمط من الذي ينتج عن الارتفاع في القدرة الإنتاجية عن طريق إنشاء أو حيازة وسائل الإنتاج جديدة ويوافق ذلك ارتفاع في الإنتاج كماً وجودةً وتنوعاً. (بن ساسي، 2008) تعددت تعاريف النمو الداخلي لاختلاف آراء الباحثين حيث يمكن تقسيمها إلى فئتين، الفئة الأولى تتمثل في مصادر التمويل حيث يحدد فيها نمط النمو بناءً على الموارد المستخدمة في تمويله، أما الفئة الثانية فتتمثل في القدرة الإنتاجية حيث ركزت هذه الفئة على خصائص الارتفاع في القدرات الإنتاجية للمؤسسة.

I-2 مزايا وعيوب النمو الداخلي:

تتمثل مزايا النمو الداخلي في:

- استغلال الأموال لتحقيق النمو وعدم تركها في شكل سيولة؛
- تقوية الثقافة التنظيمية للمؤسسات؛
- التحكم في النمو بأحسن صورة من خلال التطور التدريجي؛
- تكوين صورة البناء عن صاحب المؤسسة؛
- تثمين الخبرة المكتسبة من طرف العاملين والكفاءات الموجودة في المؤسسة.

أما عيوب النمو الداخلي فتتمثل في:

- يتميز النمو الداخلي بالبطء لأنه يأخذ وقت طویل ليحقق؛
- ردود أفعال المنافسين في بعض قد تكون سريعة وحادة؛
- عدم توفر ما يتطلبه النمو من كفاءات و مهارات داخل المؤسسة؛
- اعتماد المؤسسة في النمو الداخلي على الموارد المالية الذاتية أو اللجوء إلى الاقتراض من المؤسسات المالية. (jean & christian, 2006)

I-3 مؤشرات قياس النمو الداخلي.

يتم الاعتماد على معدلات التزايد والتناقص لأرقام الربحية عند استخدام مؤشرات النمو.

• رقم الأعمال (chiffre d'affaire):

يعتبر أهم مؤشر يقيس درجة النمو في المؤسسة، كونه يبين تطور أو تدهور مستوى نشاطها وبصفة خاصة حجم المبيعات لفترة (جمعة، 2002) معينة، حيث يترجم تغيره من فترة لأخرى ما يعرف باسم "الديناميكية التجارية" فغالبا ما يقاس النمو بالزيادة المحققة في رقم الأعمال، ويحسب معدل النمو لرقم الأعمال كما يلي:

$$\frac{\text{رقم الأعمال}(n) - \text{رقم الأعمال}(n-1)}{\text{رقم الأعمال}(n-1)}$$

• القيمة المضافة (La Valeur Ajoutée):

تعتبر جيداً المدى قدرة المؤسسة على التطور والنمو حيث يسمح هذا المقياس بإيجاد علاقة بين سعر التحويلات المنتجة وسعر المنتجات المشتراة، ويحسب معدل النمو للقيمة المضافة كما يلي:

$$\frac{\text{المضافة القيمة}(n) - \text{القيمة المضافة}(n-1)}{\text{القيمة المضافة}(n-1)}$$

• الإنتاج (La Production):

يمكن تقويم نمو المؤسسة من خلال تقدير الزيادة في إنتاجها، والتي تعرف بتكلفة مبيعات الفترة مضافاً إليها مقدار التغير في مخزون المنتجات التامة (george & maria, 1999)، وبحسب معدل النمو لإنتاج كما يلي:

$$\frac{\text{الإنتاج}(n) - \text{الإنتاج}(n-1)}{\text{الإنتاج}(n-1)}$$

• التمويل الذاتي (Auto Financement):

التمويل الذاتي (chiha, 2009) هو تدفق نقدي مخصص لأنشطة الاستغلال للمؤسسة وهو وسيلة تمويلية جد هامة وتعد الأكثر استعمالاً حيث تسمح للمؤسسة تمويل نشاطها دون اللجوء الى أطراف خارجية. ويعبر عن مجموعة الأموال الأصلية الداخلية التي تم إنشاؤها بواسطة نشاط المؤسسة خلال فترة معينة والتي تستخدم بالتأكيد في تمويل نشاطها، ودلالته القانونية تتمثل في:

$$\frac{\text{رأس المال الخاص}}{\text{الأصول الثابتة}}$$

• معدل النمو المستقل (Taux Croissance Soutenable):

يمثل هذا المعدل معدل النمو الأقصى الذي تستطيع المؤسسة تمويله، ويتم حسابه انطلاقاً من جداول التدفقات المالية المتوقعة المتولدة لتمويل الاستخدامات اللازمة للنمو، حيث النمو المستقل للمؤسسة يتأثر بكل من السياسة المالية وسياسة توزيع الأرباح، ولهذا تصطدم المؤسسة هنا باختيارين: تشجيع المستثمرين وذلك بتوزيع أرباح هامة، والاحتفاظ بالأرباح كمغذي لنموها، وهو ما يجعل من معدل الاحتفاظ بالأرباح أو توزيعها مقياساً للتمويل الداخلي للنمو، ودلالته القانونية تتمثل في:

$$\text{المردودية المالية}(1 - d)$$

• معدل توزيع الأرباح (Dividendes):

يتأثر النمو الداخلي للمؤسسة بمعدل توزيع الأرباح، حيث أن كل من معدل النمو المستقل ومعدل توزيع الأرباح يتغيران بشكل عكسي، فكلما كان توزيع الأرباح ضعيفاً كلما كان توزيع الأرباح ضعيفاً كلما دل ذلك على قوة معدل النمو، ودلالته القانونية تتمثل في:

$$\text{قيمة الأرباح} \leftarrow \% \text{ نتيجة السنة المالية} \leftarrow 100\%$$

• المردودية والنمو:

إن علاقة المردودية بالنمو جد وطيدة ودقيقة حيث تعتبر مؤشراً جيداً للدلالة على النمو الداخلي وعليه فان تحليل المردودية يعد جانباً هاماً من تحليل ديناميكية النمو في المؤسسة.

يمكن تعريف المردودية على أنها مدى قدرة الأموال الموظفة على تحقيق عوائد مالية وتحقيق أرباح صافية، وتتميز بثلاث أنواع من نسب المردودية والمتمثلة في:

1- المردودية التجارية (RCA):

تقوم بقياس النشاط التجاري للمؤسسة، وهي المردودية من وجهة نظر الاستغلال العادي الذي تمارسه المؤسسة وهي عبارة عن مقدار الأرباح التي حققت مقابل كل وحدة من صافي المبيعات، وتحسب كما يلي: (عبدالله المعلا، 2014)

$$\frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{الرسم خارج رقم الاعمال}} = \text{المردودية التجارية الصافية}$$

$$\frac{\text{نتيجة الاستغلال الصافية}}{\text{الرسم خارج رقم الاعمال}} = \text{المردودية التجارية الاجمالية}$$

أو

$$\frac{\text{الفائض الاجمالي للاستغلال}}{\text{الرسم خارج رقم الاعمال}} = \text{المردودية التجارية الاجمالية}$$

2- المردودية الاقتصادية (RE):

تمثل العلاقة بين النتيجة الاقتصادية التي حققتها المؤسسة ومجموع الأموال المستمرة، قد يعبر عن النتيجة الاقتصادية بالفائض الإجمالي للاستغلال أو نتيجة الاستغلال، أما الأموال المستخدمة في تحقيق هذه النتيجة فيعبر عنها عادة بأصول المؤسسة، إلا أن البعض يستخدم الأصول الثابتة مضافاً إليها احتياج رأس المال العامل للتعبير عن الأموال المستعملة لتحقيق النتيجة الاقتصادية، وتحسب بالعلاقة التالية: (verniment, 2011)

$$\frac{\text{نتيجة الاستغلال بعد الضريبة}}{\text{الأصول الاقتصادية}} = \text{المردودية الاقتصادية}$$

وفقاً ل Dupont المردودية الاقتصادية للمؤسسة تتحقق على تركيبين أساسيتين للتحليل وهما: (gerard, 1999)

$$\frac{\text{المردودية الاقتصادية}}{\text{الرسم خارج رقم الاعمال}} = \frac{\text{نتيجة الاستغلال بعد الضريبة}}{\text{الرسم خارج رقم الاعمال}} \times \frac{\text{الرسم خارج رقم الاعمال}}{\text{مجموع الاصول}}$$

حيث تمثل النسبة الأولى هامش الاستغلال للمؤسسة الذي يعكس الربح المتولد من المؤسسة ويحدد سياسة التسعير تبعاً لهامش الربح (عالٍ أو منخفض) على المبيعات.

أما النسبة الثانية تمثل معدل دوران الأصول الاقتصادية الذي يعكس معدل نشاط المنظمة، ويمكن متخذ القرار من مراقبة الجدوى الاقتصادية للأموال المستثمرة في دورة الاقتصادية.

3- المردودية المالية (RF):

وتسمى أيضاً بعائد أو مردودية الأموال الخاصة، وهي العلاقة بين النتيجة التي حققتها المؤسسة والأموال الخاصة، فهي نسبة تقيس العائد المالي المتحقق من استثمار أموال أصحاب المؤسسة، وتمثل هذه النسبة الربح المتحصل عليه مقابل كل وحدة نقدية من الأموال الخاصة المستعملة، ومن الأفضل أن تكون هذه النسبة مرتفعة حتى لا تواجه المؤسسة صعوبات في جذب مساهمين جدد إذا كانت بحاجة لذلك، وتحسب بالعلاقة التالية: (piarre, 2002)

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

وفقاً ل Dupont المردودية المالية للمؤسسة تتحقق على ثلاثة تركيبات أساسية للتحليل وهي: (hubert, 2006)

$$\frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{الرسم خارج رقم الاعمال}} \times \frac{\text{الرسم خارج رقم الاعمال}}{\text{مجموع الاصول}} \times \frac{\text{مجموع الاصول}}{\text{الأموال الخاصة}} = \text{المردودية المالية}$$

- النسبة الأولى تمثل معدل الهامش الصافي للمؤسسة الذي يحدد السياسة التجارية؛

- النسبة الثانية تمثل تقدم معدل دوران الأصول الذي يوضح الفعالية الإنتاجية للمؤسسة؛

- النسبة الثالثة تمثل معدل مديونية المؤسسة الذي يحدد سياسة التمويل بالنسبة للمؤسسة.

وعليه تقوم كل من المردوديات الثلاث على قياس كفاءة وفعالية إدارة المؤسسة في تحقيق الأرباح لذلك نجدهم في مجال اهتمام المستثمرين الجدد والمسيرين والمقرضين، فالمستثمرين يمكنهم معرفة المؤسسة التي يمكنها أن تثيرهم، والمسيرين يستطيعون التحقق من نجاح المؤسسة، والمقرضون يشعرون بالأمان عند إقراض أموالهم للمؤسسة التي تحقق أرباحاً أكثر من تلك التي لا تحققها. (مفلح، 2000)

I-4 العوامل المؤثرة في النمو الداخلي

سنتطرق في هذا الجزء من الدراسة الى تحليل العوامل المؤثرة في النمو الداخلي والمتمثلة في السيولة، الربحية، الاستثمار، وكذا التمويل الذاتي.

1- السيولة

تعد المحرك الرئيسي لأي نشاط اقتصادي، حيث أولى الباحثون والاقتصاديون العناية القصوى لموضوع السيولة في ظل الأزمة الحالية باعتباره واحداً من أهم المواضيع.

تعتبر السيولة بالنسبة للمؤسسة قدرتها على مواجهة التزاماتها القصيرة سواء كانت المتوقعة منها وغير المتوقعة، عند استحقاقها من خلال التدفقات النقدية الناتجة عن مبيعاتها وتحصيل ذممها بالدرجة الأولى، ومن خلال الحصول على النقد من المصادر الأخرى بالدرجة الثانية.

كما يعبر مصطلح السيولة عما يلي: (سليم حداد، 2008)

● **النقد الجاهز:** وتعني به صافي التدفق النقدي، والذي هو عبارة عن التدفق النقدي الداخل أي كل العمليات التي تؤدي إلى

دخول النقد إلى صندوق النقدية وصيد البنك في الشركة مطروحاً منه التدفق النقدي الخارج، وهو عبارة عن كل العمليات التي وتقوم بها الشركة وتؤدي خروج النقد منها.

● **سيولة الشركة:** وجود أموال سائلة (نقد وشبه نقد) كافية لدى الشركة وفي الوقت المناسب لمقابلة التزاماتها في موعد استحقاقها، ولتحريك دورتها التشغيلية ولمواجهة الحالات الطارئة.

● **سيولة الأصل:** تعني سهولة وسرعة تحويل هذا الأصل إلى نقد جاهز وبدون خسائر تذكر. (كرجة، 2009)

نستنتج أن إمكانية الحصول على السيولة تكمن في تحويل الأصول المتداولة إلى نقد أو استعمال المصادر الخارجية للنقد كالاقتراض وكذلك زيادة رأس المال وفيما يلي جدول يلخص أهم نسب السيولة.

الجدول رقم (01): يلخص نسب السيولة التي تقيس العناصر لسائلة والعناصر الأقرب إلى السيولة من اجل معرفة أن المشروع لا يعاني من عسر مالي في مجال سداد التزاماته وأهم هذه النسب هي كالتالي:

تقيس مدى سيولة أصول المؤسسة, ويستحسن ان تكون القيمة المعيارية اكبر من 0.5.	<u>المتداولة الاصول</u> <u>الاصول مجموع</u>	نسبة سيولة الأصول
تقيس قدرة المؤسسة على تغطية التزاماتها قصيرة الأجل بالاعتماد على الأصول المتداولة, القيمة المعيارية: أن لا تقل النسبة عن "1".	<u>الاصول المتداولة</u> <u>الديون القصيرة الاجل</u>	نسبة السيولة العامة (نسبة التداول)
تقيس قدرة المؤسسة على تسديد التزاماتها قصيرة الأجل بالاعتماد على الأصول المتداولة سهلة التحول إلى نقد واستبعاد المخزونات, القيمة المعيارية بين 0.5 ~ 0.6.	<u>الخزينة + الحقوق</u> <u>الديون القصيرة الاجل</u>	نسبة السيولة المختصرة (السريعة)
تعبّر عن قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل متى استحققت الدفع.	<u>القيم الجاهزة</u> <u>الديون القصيرة الاجل</u>	نسبة السيولة الفورية (الجاهزة)

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على البيانات المالية للشركات

2- الربحية

قبل التطرق لمفهوم الربحية يجب الإشارة إلى مفهوم الربح، وله عدة مفاهيم من بينها: يعبر الربح عن مقدار التغيير في القيمة المضافة للوحدة الاقتصادية خلال فترة زمنية معينة. (محمد عقل، 2009) و يعبر عن الفرق بين الدخل المحقق من قبل وحدة اقتصادية, خلال فترة زمنية معينة والمصروفات التي تكبدتها هذه الوحدة لتحقيق هذا الدخل. (مصطفى الشيخ، 2008) أي أن الربح عبارة عن الفرق ما بين الإيرادات وأعباء إنتاج سلعة معينة, ومنه المحصلة النهائية للجهود المبذولة في مختلف العمليات من (شراء, إنتاج, بيع, تحصيل) والتي يمكن للمؤسسة أن تقوم بها. (تايه النعيمي و كاسب الحرشة، 2007) أما بالنسبة للربحية فهي تشير إلى الربح منسوباً إلى بعض مكونات الميزانية العمومية أو قائمة الدخل, كما تقيس الربحية الكفاءة التشغيلية للمؤسسة وأنها تمكن الأطراف التي لها مصلحة بارتفاع هذه الكفاءة من مراقبتها, والكفاءة التشغيلية تعني قدرة المؤسسة على تحقيق العوائد الكافية للمالكين, المقرضين والعاملين.

تستخدم نسب الربحية لتقييم قدرة الشركة على توليد الأرباح من دورة الاستغلال مقارنة بالنفقات وغيرها من التكاليف التي تكبدتها الشركة خلال فترة محددة من الزمن, وهي أداة لقياس كفاءة الإدارة (المسيرين) في استخدام الموارد المتاحة بكفاءة, وبالتالي الحكم على الأداء الكلي للمؤسسة وهناك عدة مؤشرات لقياس الربحية و فيما يلي أهم نسبتين لقياس معدل الربحية:

• معدل العائد على حقوق الملكية:

يقيس مدى كفاءة الإدارة في استغلال أموال الملاك وقدرة هذه الأموال على توليد الأرباح, وبالتالي فهو مؤشر لقياس ربحية الدينار الواحد المستثمر. حيث يدل ارتفاع هذا المعدل على كفاءة الإدارة في استغلال الأموال لضمان عائد مرضي للملاك, إلا أن هذا المؤشر غير ملائم إذا ارتفعت أسعار الفائدة, فقد يؤدي ذلك إلى تحجيم الوعاء الضريبي, وينعكس ذلك على مصداقية معدل العائد على حقوق الملكية الذي يكون مرتفعاً بسبب تضخمه. وتعطى العلاقة لحساب هذا المؤشر كما يلي: (مصطفى الشيخ، 2008).

$$\text{معدل العائد على حقوق الملكية} = \frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{الأموال الخاصة}}$$

• معدل العائد على الأصول:

يعتبر معدل العائد على الأصول مقياس من مقاييس الربحية، حيث يعبر عن العلاقة بين الأرباح وحجم الأموال المتاحة للإدارة، وهو يقيس القدرة على تحقيق الأرباح من الأموال المتاحة للإدارة بغض النظر عن طريقة تمويلها، فهو يعكس الأنشطة التشغيلية والاستثمارية للمؤسسة ولا يعكس الأنشطة التمويلية في ربحية المؤسسة. ويحسب هذا المؤشر بالعلاقة التالية: (سليم حداد، 2008)

$$\text{معدل العائد على الأصول} = \frac{\text{نتيجة الصافية}}{\text{اجمالي الأصول}}$$

3- التمويل الذاتي:

يعدّ التمويل الذاتي أفضل مصادر التمويل في الشركة وهذا راجع لسهولة الحصول عليه، كما أنه لا يولّد مخاطر إضافية للشركة، ويعرف على أنه " تلك التدفقات النقدية الناتجة عن النشاط السنوي للشركة (دورة الاستغلال، دورة التمويل، دورة الاستثنائية)". (Gorge, 2010)

من خلال هذا التعريف يتّضح لنا أن التمويل الذاتي هو إمكانية تمويل الشركة نفسها بنفسها من خلال مختلف أنشطتها حيث تتم هذه العملية بواسطة العناصر التالية:

• النتيجة الصافية بعد توزيع الأرباح:

لا يكون التمويل الذاتي ممكناً إلا بعد تحقيق الشركة لأرباح نهاية السنة معبراً عنها بالنتيجة الصافية المحصل عليها نهاية الدورة المالية، إلا أنّ هذه النتيجة لا تكون تحت تصرف الشركة بشكل نهائي إلا بعد توزيع الأرباح على الشركاء، ومنه فإنّ مقدار النتيجة التي يمكن للشركة أن تتصرف فيه فعلاً يكون بعد توزيع الأرباح.

• الاهتلاكات:

تمثل التسجيل المحاسبي للخسائر التي تتعرض لها الاستثمارات نتيجة تدني قيمتها بفعل النفاذ؛ حيث يتم حجز هاته المبالغ سنوياً لتوضع تحت تصرف الشركة كتمويل ذاتي إلى غاية تسويتها.

• المؤونات:

هو ذلك التسجيل المحاسبي للخسائر المحتملة الوقوع أو الأكيدة لمواجهة تدني قيمة الأصول، حيث تقوم الشركة بتكوين مؤونات تدني المخزون والقيم و مؤونات الأعباء والتكاليف مهما كانت نتيجة الشركة وذلك احتراماً لمبدأ الحيطة والحذر.

ويتم حساب القدرة على التمويل الذاتي من خلال العناصر التالية السابقة بواسطة العلاقة التالية: (Fabiene, 2004)

$$\text{القدرة على التمويل الذاتي} = \text{النتيجة الصافية بعد توزيع الأرباح} + \text{الاهتلاكات} + \text{المؤونات}$$

4- الاستثمار

يعد الاستثمار من أهم القضايا التي تدور حولها الأبحاث الاقتصادية والعلمية، كما يفتح العديد من النقاشات بين القادة والساسة والباحثين ورواد الأعمال كي يصلوا إلى نتائج تعزز من الاقتصاد في البلاد، ويسعون للبحث عن أفضل السبل لدعم الاستثمار وتحقيق أفضل النتائج للمستثمرين وقيما يلي بعض تعاريف الاستثمار

- هو عبارة عن جزء من الدخل لا يستهلك وانما يعاد استخدامه في العملية الإنتاجية بهدف زيادة الإنتاج، والمحافظة عليه مع الأخذ بالاعتبار الإضافة الى المخزون السلعي. (حربي و عريقات، 2005)
 - التخلي عن أموال يمتلكها الفرد في لحظة معينة ولفترة معينة من الزمن تطول او تقصر وترتبطها بأصل او أكثر من الأموال التي يحتفظ بها لتلك الفترة الزمنية بقصد الحصول على تدفقات مالية مستقبلية المخاطرة الناشئة عن احتمال عدم حصول التدفقات المالية المرغوب فيها كما هو متوقع لها. (زياد، 2005)
- نستنتج ان الاستثمار هو إنفاق حالي لفترات مستمرة على نشاط معين بغرض الحصول على منافع مستقبلية تغطي النفقات وتحقق عوائد. إنّ الدافع الأساسي للاستثمار هو بناء الثروة وتحقيق الأرباح من رأس المال المتاح؛ فبدلاً من أن تبقى هذه الأموال مجمّدة يُمكن استغلالها بطريقة صحيحة ترفع من قيمتها وتريدها أضعاف، وفيما يلي توضيح لأهم الدوافع للاستثمار
- يسمح الاستثمار للأموال بأن تنمو وتزيد مع مرور الوقت؛ فعند استخدامها في مجال الأسهم أو السندات أو شهادات الإيداع فإنّها ستعود بالأرباح على المدى البعيد، وهذا ما يعني بناء الأموال وتكاثّر الثروة.
 - يُعد وسيلة لتأمين المستقبل وذلك من خلال الاستفادة من الأرباح والدخل بعد التقاعد؛ أي أنّه وسيلة لتأمين دخل جديد بعد التقاعد والتقدم في السن.
 - يسمح للشخص بتنمية أمواله من خلال وضعها في المكان الصحيح والذي يزيد من قيمتها ويعود على الشخص بالربح الجيد؛ فوضع المال في المكان الصحيح يزيد من الفائدة و الربح للمستثمر

• أنواع الاستثمار

ينقسم الاستثمار حسب طبيعته إلى نوعين أساسيين هما: الاستثمار الحقيقي و الاستثمار المالي و فيما يلي تفصيل كل منهما

- **الاستثمار الحقيقي:** يشمل لاستثمار الحقيقي الاستثمارات التي من شأنها أن تؤدي إلى زيادة التكوين الرأسمالي في المجتمع ويتمثل في القيام بالإنفاق على شراء أو تكوين الأصول الإنتاجية المستخدمة في عمليات الإنتاج مثل إقامة المصانع وشراء المعدات والآلات، حيث ينعكس في زيادة الطاقة الإنتاجية للاقتصاد القومي، ومن ثمّ زيادة الدخل القومي ورفع مستوى التوظيف. وينقسم إلى نوعين هما:
- الاستثمار في تكوين رأس المال الثابت:** وهو يمثل كل التجهيزات الثابتة اللازمة للقيام بالعملية الإنتاجية مثل الآلات والمعدات والإنشاءات والمصانع، وهي تعمل على دعم القدرات الإنتاجية للاقتصاد القومي في المستقبل. (السريتي و النجا، 2008)
- الاستثمار في المخزون:** يتمثل في الإنفاق على المواد الأولية والسلع الوسيطة، والسلع النهائية التي تقوم المشروعات الإنتاجية بتخزينها بغرض بيعها في المستقبل، ويعتبر الاستثمار في المخزون أصغر أنواع الاستثمار القومي.
- يعمل التوسع في المخزون السلعي على تسهيل العمليات الإنتاجية واستمرارها دون تعطل، بحيث تكون مستلزمات الإنتاج معدة للتشغيل دون توقف. فالتغير في المخزون السلعي ينعكس أساساً في تغير الاستثمار من سنة إلى أخرى.
- وان المخزون السلعي يتكون من سلع تامة الصنع، و سلع نصف مصنعة، و مواد أولية تعد ضرورية لمختلف العمليات الإنتاجية لدى الأنشطة والقطاعات الاقتصادية في المجتمع، لان هذه السلع المنتجة ليست كلها استهلاكية، بل تشمل أيضا سلع وسيطة، و سلع استثمارية، و عليه فان التغيير في المخزون، أي الإضافة إلى الرصيد الكمي للمخزون يعتبر شكلاً من أشكال الاستثمار. (بابا، 2004)

- الاستثمار المالي: يتمثل في شراء أصول رأسمالية قائمة، أي شراء حصة في رأسمال (أسهم) أو حصة في قرض (سند) أو أذونات خزنة تعطي لمالكها حق المطالبة بالأرباح أو الفوائد أو الحقوق الأخرى المضمونة قانونياً، ويتركز هذا النوع من الاستثمار على توظيف الأموال في سوق الأوراق المالية، لأن الاستثمار المالي يتجه نحو حيازة المستثمر لأصول مالية يعبر عنها بالأوراق المالية القابلة للتداول، والتي تكون إما سهما أو سندا. (السريتي و النجا، 2008)

ويمكن القول أن الاستثمار المالي غالباً ما يقابله استثمار مادي، فالأوراق المالية من وجهة نظر جمهور المساهمين تعتبر استثماراً مالياً، بينما استخدام الأموال من وجهة نظر الشركة يعتبر استثماراً مادياً.

II الدراسات السابقة

II-1- دراسة Maazoz Mokhtar (2008)

Human Capital as a factor of Economic Growth؛ النمو الاقتصادي كما هو معروف في جميع أنحاء العالم مسألة حاسمة، فالتنمية إلى جانب ذلك تعتبر هدفاً رئيسياً لكل سياسة اقتصادية منذ أربعينات القرن الماضي. وعلى وجه الخصوص بذلت الكثير من بلدان العالم جهوداً كبيرة ومعتبرة من أجل تحديد بعض أو جميع العوامل، التي من شأنها أن تؤدي إلى تحقيق النمو المستدام والتنمية الاقتصادية الشاملة ككل.

رأس مال العامل البشري كعامل من عوامل النمو الاقتصادي، ليس فقط باعتباره عاملاً رئيسياً ولكن أيضاً هو علاج مناسب للتخفيف من حدة الفقر في العالم. فالرعاية الصحية والتعليم المؤهل يؤدي إلى نمو حقيقي.

والواقع فإن بروز "نماذج النمو ذات العوامل الداخلية" مع رأس المال البشري، وتوفير العوامل الخارجية بات من المؤكد في تعزيز وفهم سريع لأسرار التنمية المستدامة التي تميزت بأنها عالية الأداء من خلال اقتصاديات دول شرق آسيا.

باستخدام بيانات الاقتصاد القياسي، تهدف هذه الدراسة إلى تحديد آثار بعض العوامل الهامة على النمو الاقتصادي خصوصاً التعليم في بعض دول MENA، والشرق الأوسط، وبلدان شمال إفريقيا لأن الدراسة في هذه البلدان النامية على حد سواء، تعتبر مسائل ذات أهمية أساسية، والتوصل إلى فحص مدقق لمجموعة من التجارب الميدانية.

II-2- دراسة أسماء محجوبي، مريم أحمد هرقة (2012)

تمويل احتياجات النمو الداخلي للمؤسسة الاقتصادية؛ تهدف هذه الدراسة إلى محاولة تحليل الجوانب الاقتصادية والإستراتيجية والمالية لمفهوم نمو المؤسسة الذي يتميز بتعدد جوانبه وتعقدها وتداخلها، اختبار مدى وجود أثر للتمويل الخاص على سلوك المؤسسات الاقتصادية في تمويلها لنموها الداخلي، أي محاولة إثبات ما إذا كان تمويل احتياجات النمو الداخلي تعتمد بشكل كبير على الأموال الخاصة وتخص هذه الدراسة مؤسسة سونلغاز. ومن بين نتائج الدراسة نذكر ما يلي:

- تلعب الاستدانة دور أساسي في تمويل النمو الداخلي، وتساهم في تحسين مردودية الأموال الخاصة اعتماداً على مبدأ أثر الرافعة المالية.
- تساهم القدرة على التمويل الذاتي في رفع قدرة المؤسسة على الاستدانة، بسبب ارتفاع قدرة المؤسسة على السداد، الأمر الذي يشجع الوسطاء الماليين على منح قروض للمؤسسة.
- محاولة البحث عن سياسة مالية مثلى لتمويل النمو، تقوم على عدة قواعد منها ما هو متعلق بالمردودية والاستقلالية المالية، ومنها ما هو متعلق بقواعد التوازن المالي للمؤسسة.

II-3- دراسة Dhamija Gupta Priya (2013)

Guha and Shiva Subramanian Krishna swami Firm Growth and its , Samapti

determinants، وقد درس نمو المشاريع من قبل الباحثين لسنوات عديدة. وقد تم استخدام مصطلحات مختلفة من قبل مؤلفين مختلفين لتحديد مراحل نمو المؤسسة، ولكن الأحداث التي تمر من خلالها كل مؤسسة تظل كما هي إلى حد ما. ويشير معظم الباحثين إلى أن كل مشروع يجب أن يبدأ، ثم ينمو مع مواجهة تحديات وأزمات مختلفة، وأخيرا يتراجع. هناك العديد من العوامل التي تساهم في نجاح الشركة. كما أن هناك العديد من السلائف التي تسمح للمؤسسة بالانتقال من مرحلة إلى أخرى. هناك مجموعتان من الأفكار السائدة لدى الباحثين، ويرى البعض أن مسار النمو الذي تتبعه المؤسسة خطي و يمكن التنبؤ به، ويرى آخرون أن النمو و لا يمكن التنبؤ به، ويعتمد فهم نمو المؤسسة على تعريف الشركة، و مقدار نموها، وما تقدمه للسوق و ما هي الأصول التي تسيطر عليها و ما هو شكلها القانوني. و من الأهمية بمكان دراسة الكيفية التي تدير بها مؤسسة ما تحولات نموها والنمط الذي تتبعه. وفي هذه الورقة، وضع إطار لدراسة المسار الذي تسلكه المشاريع الصغيرة والمتوسطة الحجم. وقد نظر هذا الإطار في تأثير العامل البيئي الداخلي والخارجي على أنماط نمو المشاريع الصغيرة و المتوسطة الحجم. وتشمل الورقة استعراضاً لمؤلفات تناول مختلف نظريات نمو المشاريع، فان هناك ندرة في المؤلفات المتعلقة بإيجاد أنماط النمو التي تتبعها المشاريع الصغيرة والمتوسطة الحجم. كما يوجد نقص في المؤلفات المتعلقة بتأثير العوامل البيئية في تحديد مسار النمو.

II-4- دراسة فطيمة بزعي، زكية بن زروق (2017)،

تحليل دور الابتكار في النمو الاقتصادي بين نماذج النمو النيوكلاسيكي ونماذج النمو الداخلي؛ تهدف هذه الدراسة إلى إبراز دور الابتكار في النمو الاقتصادي من خلال التركيز على نماذج النمو الداخلي. ومن أبرز نتائجها ما يلي:

- أن نظريات النمو النيوكلاسيكي التقليدية عرفت تطوراً كبيراً في العقود الأخيرة.
- أن التطور الذي حدث في نظريات النمو تم تحقيقه من خلال نماذج النمو الداخلي بالمقارنة مع نماذج النمو النيوكلاسيكي (صولو 1975).

يفسر هذا التطور من خلال التقدم في أبحاث الاقتصاد الصناعي في إطار تحليل طبيعة المنافسة.

II-5- دراسة السيد فراج السعيد محمد (2021)

تقييم منهج بناء مقاييس المعرفة واقتصاد المعرفة من منظور نماذج النمو الداخلي؛ تهدف هذه لدراسة إلى تحليل منهج نماذج النمو الداخلي في تفسير أثر المعرفة في اقتصاد المعرفة وفي الاقتصاد القائم على المعرفة والى تقييم منهج نماذج النمو الداخلي في تفسير أثر المعرفة في اقتصاد المعرفة والاقتصاد القائم على المعرفة. ومن أبرز نتائج هذه الدراسة:

- أن نماذج النمو الداخلي قد ركزت على معدل نمو متوسط دخل العامل وليس على معدل نمو متوسط دخل الفرد، ومن ثم تكون قد تبنت عدد سنوات الدراسة وعدد سنوات التدريب لقوة العمل التي تعمل بالفعل، لا تضح لنا أن منهجية البنك الدولي في بناء هذه الركيزة لا تنسجم إلى حد كبير مع منهجية نماذج النمو الداخلي.

II-6- دراسة Nesrine Mayache (2021)

Impact of Trade Openness and Economic Freedom on Economic Growth:

(2000– 2018) A Panel Analysis Study؛ تبحث هذه الدراسة في تأثير كل من الانفتاح التجاري والنمو

الاقتصادي للحرية الاقتصادية باستخدام بيانات من أربع دول مختارة من شمال إفريقيا خلال الفترة من 2000 إلى 2018. تتضمن الدراسة مرحلتين من التحليل. وتكشف نتائج تحليل البيانات أن الانفتاح التجاري يرتبط ارتباطاً إيجابياً وهاماً بالنمو الاقتصادي، في حين تبين أن للحرية الاقتصادية تأثيراً سلبياً معاكساً على النمو الاقتصادي. بيد أن كلاً من الحرية الاقتصادية والانفتاح التجاري لهما تأثير إيجابي على النمو الاقتصادي. التحقيق في تأثير الانفتاح التجاري على الحرية الاقتصادية أدى إلى علاقة سلبية كبيرة. وعلى هذا فان الحرية الاقتصادية تشكل أهمية كبرى بالنسبة للنمو الاقتصادي.

III تأثير عوامل البيئة المالية على النمو الداخلي للشركة

III-1 مصفوفة الارتباط الخطي

الجدول رقم (02): مصفوفة الارتباط الخطي

Covariance Analysis: Ordinary

Date: 06/07/22 Time: 01:56

Sample: 2011 2019

Included observations: 90

Correlation

Probability	TC	INV	FIN	LIQ	RE
TC	1.000000 -----				
INV	-0.009864 0.9265	1.000000 -----			
FIN	0.032863 0.7585	-0.419703 0.0000	1.000000 -----		
LIQ	-0.012915 0.9038	-0.055458 0.6036	0.032858 0.7585	1.000000 -----	
RE	0.019676 0.8540	-0.085168 0.4248	-0.170545 0.1080	-0.007914 0.9410	1.000000 -----

المصدر : مخرجات EViews 12 بالاعتماد على مخرجات الدراسة

- بالنسبة لمتغيرة الربحية : لدينا من خلال القيمة الإجمالية $g = 0.8540$ أكبر من 0.05 وعليه لا نقبل فرضية وجود دلالة إحصائية للارتباط الخطي بين متغير الربحية ممثلة بالمردودية و معدل النمو مثلاً بالتغير في رقم الأعمال أثناء فترة الدراسة أي لا يوجد ارتباط خطي بسيط بينهما.

- بالنسبة لمتغيرة السيولة : كما لدينا من خلال الجدول القيمة الاجمالية $g = 0.9038$ أكبر من 0.05 وعليه لا نقبل فرضية وجود دلالة إحصائية للارتباط الخطي بين متغير السيولة و معدل النمو مثلا بالتغير في رقم الأعمال أثناء فترة الدراسة أي لا يوجد ارتباط خطي بسيط بينهما.

III- 2- الدراسة القياسية لمتغيرات الدراسة

• تقديم النماذج المقترحة

تقترح بيانات panel تقدير العلاقة بين المتغيرات وفق ثلاث صيغ ، تختلف باختلاف تفسيرها للعلاقة المدروسة بين المؤسسات .

$$FPit = ai + \beta RI it + \sum_{ij=1}^{10} \dots\dots\dots 1 \text{ -الزمن} \dots\dots\dots 9 \dots\dots\dots 1$$

أولا : تقدير النموذج التجميعي للأداء بدلالة الاستثمار الحقيقي

هنا نفترض وجود علاقة واحدة ثابتة بين كل المؤسسات ونقترح معادلة الانحدار الخطي لمتغيرات لدراسة من الشكل التالي :
 $FPit = a + \beta RI ij$. يكون هذا النموذج صالح عندما تكون للمؤسسات نفس السلوك في العلاقة المدروسة ، ونقدر المعادلة بواسطة طريقة المربعات الصغرى للبيانات مجمعة وكأنها مؤسسة واحدة .

الجدول رقم (03) : النموذج التجميعي للعلاقة المدروسة

Dependent Variable: TC
 Method: Panel Least Squares
 Date: 06/07/22 Time: 02:01
 Sample: 2011 2019
 Periodsincluded: 9
 Cross-sections included: 10
 Total panel (balanced) observations: 90

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	63.28346	69.46085	0.911067	0.3648
FIN	7.31E-09	2.14E-08	0.341795	0.7333
INV	7.60E-10	9.91E-09	0.076745	0.9390
LIQ	-	0.001137	-0.124913	0.9009
	0.000142			
RE	23.46586	95.28371	0.246274	0.8061
Root MSE	576.9658	R-squared		0.002002
Meandependent var	59.34944	Adjusted R-squared		-0.044963
S.D. dependent var	580.7797	S.E. of regression		593.6929
Akaike info criterion	15.66455	Sumsquaredresid		29960053

المصدر : مخرجات EViews 12 بالاعتماد على الملحق رقم 01

ثانيا : نموذج التأثيرات الثابتة FEM للأداء المالي بدلالة الاستثمار الحقيقي

في هذه الصيغة نضع في الاعتبار الاختلافات الفردية لكل شركة و الثابتة عبر الزمن من شأنها التأثير على عوائد الأسهم بحيث نميز بينها في الحد الثابت لكل شركة في حين نعين الميل الثابت بين الشركات وتكون المعادلة في الشكل التالي :

$$FP_{it} = a_i + BRI_{it} + U_{it}$$

$$I=1.....9$$

$$T= 1.....10$$

نلاحظ انه من خلال هذا الافتراض نقدر 10 معدلات للعلاقة المدروسة (بعدد الشركات) ويختلف باختلاف الحد الثابت (بينما ميل العلاقة ثابت) تمثل ثابت الاختلاف في قيمة المتغير التابع (معدل النمو) التلقائي الناتج عن الاختلاف بين الشركات و الثانية عبر الزمن مثل (حجم المؤسسة ، أسلوب الإدارة ، القطاع) ونستخدم في تقدير هذه المعادلة نموذج التأثيرات الثابتة ، طريقة المربعات الصغرى بالمتغيرات الوهمية (LSDV) والذي أعطى النتائج المالية :

الجدول رقم (04): النموذج التأثيرات الثابتة FEM

Dependent Variable: TC
Method: Panel Least Squares
Date: 06/07/22 Time: 02:05
Sample: 2011 2019
Periodsincluded: 9
Cross-sections included: 10

Total panel (balanced) observations: 90

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	57.07495	75.38025	0.757160	0.4513
FIN	-1.82E-09	2.86E-08	-0.063548	0.9495
INV	2.72E-10	1.23E-08	0.022037	0.9825
LIQ	-0.000246	0.001211	-0.203558	0.8392
RE	36.61742	101.6635	0.360183	0.7197

EffectsSpecification

Cross-section fixed (dummy variables)

Root MSE	546.7540	R-squared	0.103782
Meandependent var	59.34944	Adjusted R-squared	-0.049518
S.D. dependent var	580.7797	S.E. of regression	594.9856
Akaike info criterion	15.75699	Sumsquaredresid	26904594
Schwarz criterion	16.14585	Log likelihood	-695.0644
Hannan-Quinn criter.	15.91380	F-statistic	0.676984
Durbin-Watson stat	2.503678	Prob(F-statistic)	0.779308

المصدر: مخرجات EViews 12 بالاعتماد على الملحق رقم 01

ثالثا: نموذج التأثيرات العشوائية REM للأداء المالي بدلالة الاستثمار الحقيقي

تبين هذه العلاقة الأثر الموجب للمتغيرات المستقلة المدروسة على معدل النمو وتفسر 10.37% من التغيرات الإجمالية لمعدل النمو

الجدول رقم (05): النموذج التأثيرات العشوائية REM

Dependent Variable: TC

Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)

Date: 06/07/22 Time: 02:05

Sample: 2011 2019

Periods included: 9

Cross-sections included: 10

Total panel (balanced) observations: 90

Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	62.22945	87.60263	0.710360	0.4794
FIN	5.10E-09	2.33E-08	0.218486	0.8276
INV	4.80E-10	1.07E-08	0.045024	42040.
LIQ	0.000163	0.001163	-0.139840	91020.
RE	27.15174	97.59160	0.278218	15010.

Effects Specification

	S.D.	Rho
Cross-section random	162.2281	0.0692
Idiosyncratic random	594.9856	0.9308

Weighted Statistics

Root MSE	565.1810	R-squared	1612700.
Mean dependent var	45.93855	Adjusted R-squared	5371670.
S.D. dependent var	568.8059	S.E. of regression	581.5664
Sumsquared resid	28748656	F-statistic	0.034311
Durbin-Watson stat	2.341828	Prob(F-statistic)	7020110.

المصدر: مخرجات EViews 12 بالاعتماد على الملحق رقم 01

• اختبارات التفضيل بين النماذج المقطرة للعلاقة.

في هذا الجانب نحاول اختيار الصيغة الأحسن من بين النماذج الثلاثة السابقة من خلال الاختبارين التاليين:

اختيار أحسن نموذج يظهر العلاقة بين المتغيرات:

- اختبار Lagrange

إذا كانت LM: عند مستوى معنوية اقل من 0.05 فإننا نرفض H0 ونقبل H1

H0 نقبل نموذج الانحدار التجميعي.

H1 نقبل نموذج التأثيرات الثابتة أو العشوائية

الجدول رقم (06): اختبارات التفضيل بين النماذج المقدرة للعلاقة

Lagrange Multiplier Tests for RandomEffects

Nullhypotheses: No effects

Alternative hypotheses: Two-sided (Breusch-Pagan) and one-sided
(all others) alternatives

	Test Hypothesis		
	Cross-section	Time	Both
Breusch-Pagan	40.43750 (0.0000)	0.086376 (0.7688)	40.52388 (0.0000)
Honda	6.359049 (0.0000)	-0.293899 (0.6156)	4.288709 (0.0000)
King-Wu	6.359049 (0.0000)	-0.293899 (0.6156)	4.688576 (0.0000)
Standardized Honda	6.916273 (0.0000)	0.123426 (0.4509)	1.659946 (0.0485)
Standardized King-Wu	6.916273	0.123426	2.129910

المصدر: مخرجات EViews 12 بالاعتماد على الملحق رقم 01

نلاحظ من الجدول رقم أن احتمال الخطأ Breusch-Pagan يساوي 0.000 أقل من 0.05 وعلية نرفض H0 و نقبل H1 أي أن النموذج الملائم هو إما النموذج الثابت أو العشوائي.

- اختبار HAUSMAN

نستخدم اختبار HAUSMAN للاختبار بين النموذج العشوائي والثابت وتعطى فرضياته كما يلي:

H0 نقبل نموذج التأثيرات العشوائية

H1 نقبل نموذج التأثيرات الثابتة

الجدول رقم (07): يوضح اختبار HAUSMAN

CorrelatedRandomEffects – Hausman Test

Equation: Untitled

Test cross-section randomeffects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	0.000000	2	1.0000

* Cross-section test variance is invalid. Hausman statistic set to zero.

Cross-section random effects test comparisons:

المصدر: مخرجات EViews 12 بالاعتماد على الملحق رقم 01

نلاحظ من الجدول أن قيمة الاحتمال تساوي 1.0000 أكبر من 0.05 أي أننا نرفض H1 و نقبل H0 أي النموذج العشوائي لأنه أكثر معنوية وكفاءة في تحليل بيانات الدراسة عن النماذج الأخرى.

III- 3 تفسير نتائج الدراسة

- معنوية المعامل المقدرة التمويل الذاتي:

$$\begin{cases} H_0: \alpha_1 = 0 \\ H_1: \alpha_1 \neq 0 \end{cases}$$

من خلال الجدول رقم نجد أن القيمة الإجمالية للاختبار $0,05 < 0,8276$ (مستوى المعنوية) ومنه نرفض H1 ونقبل H0 أي أن المعلمة المقدرة لا تختلف معنويا في الواقع عن الصفر وأن قيمتها المقدرة ليس لها دلالة إحصائية بمستوى معنوية 0,5%، من خلال الجدول رقم نجد أن القيمة الإجمالية للاختبار $0,05 \geq 0,0442$ (مستوى المعنوية) ومنه نرفض H0 ونقبل H1 أي أن المعلمة المقدرة تختلف معنويا في الواقع عن الصفر وأن قيمتها المقدرة لها دلالة إحصائية بمستوى معنوية 0,5%.

المعنوية الإحصائية α_3 المعبرة عن السيولة

$$\begin{cases} H_0: \alpha_3 = 0 \\ H_1: \alpha_3 \neq 0 \end{cases}$$

من خلال الجدول رقم نجد أن القيمة الإجمالية للاختبار $0,050 > 0,0291$ (مستوى المعنوية) ومنه نقبل H1 ونرفض H0 أي أن المعلمة المقدرة تختلف معنويا في الواقع عن الصفر وأن قيمتها المقدرة لها دلالة إحصائية بمستوى معنوية 0,5%.

المعنوية الإحصائية α_4 المعبرة عن الربحية

$$\begin{cases} H_0: \alpha_4 = 0 \\ H_1: \alpha_4 \neq 0 \end{cases}$$

من خلال الجدول رقم نجد أن القيمة الإجمالية للاختبار $0,050 > 0,0115$ (مستوى المعنوية) ومنه نقبل H1 ونرفض H0 أي أن المعلمة المقدرة تختلف معنويا في الواقع عن الصفر وأن قيمتها المقدرة لها دلالة إحصائية بمستوى معنوية 0,5%.

- المعنوية الكلية للنموذج :

$$\begin{cases} H_0: \alpha_0 = \alpha_1 = \alpha_2 = 0 \\ H_1: \text{auomois}(\alpha_j \neq 0) \forall_j = 1,2,3 \end{cases}$$

في هذا الاختبار نختبر الدلالة الإحصائية للمعاملات بشكل إجمالي وفق الفرضيتين:

من خلال الجدول أعلاه نجد أن القيمة الإجمالية للاختبار $\text{prob}(F.\text{stastic}) > 0.011702$

و منه نرفض H_0 ، ونقبل H_1 ، بمعنى انه يوجد على الأقل معلمة تختلف معنويا عن الصفر أي وجود دلالة إحصائية للمعادلة المقدره وبقيمة مستوى معنوية 5%.

- جودة التوفيق:

يمكن أن نلاحظ جودة التوفيق مقبولة للمعادلة المقترحة من خلال قيمة معامل التحديد الذي يساوي 0.701612، بمعنى أن

المعادلة المعطاة تفسر لنا 70.16% من التغيرات الإجمالية لمعدل النمو وهي تعبر عن نسبة عالية لتفسير العلاقة بين معدل النمو

معدل الفائدة من جهة و حجم الاستثمار و السيولة و الربحية من جهة أخرى

من خلال النقاط الثلاث السابقة يمكننا أن نلاحظ القوة الإحصائية الجيدة للمعادلة المقترحة في تفسير العلاقة المدروسة ومن ثم مصداقية النتائج المستخلصة منها.

• مناقشة النتائج ماليا

لا يوجد تأثير بين معدل النمو و المتغير المستقل المتمثل في التمويل الذاتي ، وهذا راجع إلى المبالغ القليلة جدا من النتيجة الموجهة للتمويل الذاتي من قبل الشركات محل الدراسة ، حيث توزع هاته الشركات الأرباح كلها بين الشركاء و لا تترك سوى مبالغ قليلة للتمويل الذاتي

يوجد تأثير إيجابي (علاقة طردية) بين معدل النمو المتغير المستقل المتمثل في حجم الاستثمار ، حيث كلما يتغير حجم الاستثمار بوحدة واحدة يتغير معدل النمو تقريبا بخمس مرات في الاتجاه نفسه وتفسر هذه النتيجة على أن الزيادة في معدل حجم الاستثمار ممثلا بالزيادة في حجم الأصول الثابتة تزيد من معدل العائد على الاستثمار أي تزيد من الأرباح التي تحققها الشركات محل الدراسة و هذا ما يترجم عنه في الزيادة من الإيرادات أي الزيادة في المبيعات و بالتالي الزيادة في معدل النمو ممثلا بالتغير في رقم الأعمال

• يوجد تأثير إيجابي (علاقة طردية) بين معدل النمو و المتغير المستقل المتمثل السيولة ، حيث كلما يتغير معدل الناتج المحلي بوحدة واحدة يتغير عائد بمقدار 0.0001 في الاتجاه نفسه وتفسر هذه النتيجة على أن الزيادة في معدل السيولة تتيح للشركات القدرة عن تقليل التكاليف خاصة في عمليات الشراء و بالتالي تزيد من ربحيتها و هذا يؤدي إلى توسع الشركة وزيادة استهدافها لأسواق جديدة وبالتالي الرفع من رقم أعمالها

يوجد تأثير إيجابي (علاقة طردية) بين معدل النمو و المتغير المستقل المتمثل في الربحية ممثلا بالمردودية الاقتصادية ، حيث كلما يتغير الربحية بوحدة واحدة يتغير عائد السهم بمقدار سبعة وعشرون مرة في الاتجاه نفسه وتفسر هذه النتيجة على أن الزيادة في معدل الربحية ينتج عنه الزيادة في نشاط الشركة وهذا دليل على زيادة ارادتها من خلال الارتفاع في رقم الأعمال و الذي يمثل معدل النمو في هاته الدراسة

الخاتمة

توصلت الدراسة لوجود اختلاف بين عوامل البيئة المالية للشركات محل الدراسة وذلك تبعاً لاختلاف حجمها ونوعية نشاطها. توجد علاقة ذات دلالة إحصائية موجبة بين نسبة الربحية، و النمو الداخلي وهو ما يتوافق مع النظرية المالية، وذلك أن الزيادة في معدل الربحية ينتج عنه الزيادة في نشاط الشركة وهذا دليل على زيادة إيراداتها من خلال الارتفاع في رقم الأعمال و الذي يمثل معدل النمو في هاته الدراسة .

توجد علاقة ذات دلالة إحصائية موجبة بين معدل السيولة والنمو الداخلي و هذا ما يتوافق مع النظرية المالية أن الزيادة في معدل السيولة تتيح للشركات القدرة عن تقليل التكاليف خاصة في عمليات الشراء و بالتالي تزيد من ربحيتها و هذا يؤدي إلى توسع الشركة وزيادة استهدافها لأسواق جديدة وبالتالي الرفع من رقم أعمالها.

توجد علاقة ذات دلالة إحصائية موجبة بين حجم الاستثمار و معدل النمو الداخلي وهو ما يتوافق مع النظرية المالية، وذلك أن الزيادة في معدل حجم الاستثمار ممثلاً بالزيادة في حجم الأصول الثابتة تزيد من معدل العائد على الاستثمار أي تزيد من الأرباح التي تحققها الشركات محل الدراسة و هذا ما يترجم عنه في الزيادة من الإيرادات أي الزيادة في المبيعات و بالتالي الزيادة في معدل النمو ممثلاً بالتغير في رقم الأعمال.

لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التمويل الذاتي و معدل النمو الداخلي وهو ما لا يتوافق مع النظرية المالية، وهذا راجع إلى المبالغ القليلة جدا من النتيجة الموجهة للتمويل الذاتي من قبل الشركات محل الدراسة ، حيث توزع هاته الشركات الأرباح كلها بين الشركاء و لا تترك سوى مبالغ قليلة للتمويل الذاتي.

V- الإحالات والمراجع :

المراجع باللغة العربية

1. السعيد فرحات جمعة. (2002). الأداء المالي لمنظمات الأعمال- التحديات الراهنة. المملكة العربية السعودية: دار المريخ للنشر و التوزيع.
2. السيد محمد احمد السريتي، و علي عبدالوهاب النجا. (2008). الاقتصاد الكلي. الاسكندرية- مصر: مؤسسة رؤية للطباعة و النشر و التوزيع.
3. إلياس بن ساسي. (2008). محاولة ضبط مفهومي الداخلي و الخارجي للمؤسسة كمنطق للمفاضلة بينهما. مجلة الباحث.
4. رمضان زياد. (2005). مبادئ الاستثمار المالي و الحقيقي. دار وائل للنشر و التوزيع.
5. سلمان عبدالله المعلا. (2014). التمويل و المؤسسات التمويلية. عمان- الاردن: دار المجد للنشر و التوزيع.
6. عبدالحليم كرجة. (2009). الادارة و التحليل المالي. عمان - الاردن: دار الصفاء.
7. عبدالقادر بابا. (2004). سياسة الاستثمارات في الجزائر و تحديات التنمية في ظل التطورات العالمية الراهنة. رسالة دكتوراه. العلوم الاقتصادية، الجزائر: غير منشورة.
8. عدنان تايه النعيمي، و ياسين كاسب الخرشنة. (2007). اساسيات في الادارة المالية. عمان- الاردن: دار المسيرة للنشر و التوزيع.
9. فايز سليم حداد. (2008). الادارة المالية. عمان- الاردن: دار الحامد للنشر و التوزيع.
10. فهمي مصطفى الشيخ. (2008). التحليل المالي. رام الله- فلسطين: SME Financial.
11. محمد حربي، و موسى عريقات. (2005). الاقتصاد الكلي. عمان - الاردن: دار وائل للنشر و التوزيع.
12. محمد عقل مفلح. (2000). مقدمة في الادارة المالية و التحليل المالي. عمان- الاردن: دار المستقبل للنشر و التوزيع.
13. مفلح محمد عقل. (2009). مقدمة في الادارة المالية. عمان- الاردن: مكتب المجتمع العربي للنشر و التوزيع.

المراجع باللغات الأجنبية

1. chiha, k. (2009). finance d entreprise approche stratégique. alger: edition homa.
2. Fabiene, G. (2004). Comptabilité managériale, l utilisation du système d information comptable. Bruxelles: Edition de boeck.

3. george, l., & maria, n. (1999). les stratégies de croissance. parise: edition d organisation.
4. gerard, m. (1999). gestion financière. paris: bréal.
5. Gorge, L. (2010). mini manuel de finace d entreprises. paris: Dunod.
6. hubert, b. (2006). analyse financière et risque de crédit. paris: Download.
7. jean, c., & christian, h. (2006). dictionnaire de stratégie d organisation. parise: vuipaert.
8. piarre, v. (2002). finace d entreprises. paris: dalloz.
9. verniment, p. (2011). finace d entreprises. paris: dalloz.