

جامعة 8 ماي 1945 قـالـمـة

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير



مذكرة تخرج مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم المالية والمحاسبة

تخصص: مالية المؤسسة

تحت عنوان:

تحليل أثر الرافعة المالية في تقييم الوضعية المالية للمؤسسة الاقتصادية

دراسة حالة مؤسسة مطاحن عمر بن عمر الفجوج للفترة 2010-2020

إشراف الأستاذة:

الدكتورة: شعابنة رزيقة

إعداد الطالبتين:

• مالك شهلة

• بحري هيام

السنة الجامعية: 2022/2021

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

"لَا يُكَلِّفُ اللَّهُ نَفْسًا إِلَّا وُسْعَهَا
لَهَا مَا كَسَبَتْ وَعَلَيْهَا مَا
اَكْتَسَبَتْ رَبَّنَا لَا تُؤَاخِذْنَا إِنْ
نَسِينَا أَوْ أَخْطَأْنَا رَبَّنَا وَلَا
تَحْمِلْ عَلَيْنَا إِمْرًا كَمَا حَمَلْتَهُ
عَلَى الَّذِينَ مِنْ قَبْلِنَا رَبَّنَا وَلَا
تُحَمِّلْنَا مَا لَا طَاقَةَ لَنَا بِهِ
وَاعْفُ عَنَّا وَارْحَمْنَا
أَنْتَ مَوْلَانَا فَانصُرْنَا عَلَى
الْقَوْمِ الْكَافِرِينَ (286)"

صدق الله العظيم

سورة البقرة الآية 286

شكر وتقدير

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

"...رَبِّ أَوْزَعْنِي أَنْ أَشْكُرَ نِعْمَتَكَ الَّتِي أَنْعَمْتَ عَلَيَّ وَعَلَى وَالِدَيَّ وَأَنْ أَعْمَلَ صَالِحًا تَرْضَاهُ

وَأَذِّنْ لِي بِرَحْمَتِكَ فِي عِبَادِكَ الصَّالِحِينَ" سورة النمل - الآية 19 -

الحمد والثناء والشكر لله العليّ القدير على نعمه الظاهرة والباطنة، الذي بحمده تتم

الصالحات أولاً وقبل ذكر فضل الآخرين، نشكر الله الذي وفقنا لإتمام هذا العمل

المتواضع وتقديمه على هذه الصورة.

واعترافاً بالفضل وتقديراً بالجميل، نتقدم بالشكر والامتنان إلى:

الأستاذة المشرفة الدكتورّة: "شعابنة رزيقة" لقبولها الإشراف على هذا العمل

وإرشاداتها الصائبة نرجو من المولى عز وجل أن يجزيها خير الثواب.

كما نتقدم إلى السادة أعضاء لجنة المناقشة بالشكر الجزيل على تشريفهم وتقييمهم

ومناقشتهم للمذكرة.

ولا يمكننا أن نبخل بهذا التعبير أيضاً إلى كل من ساهم ولو بالكلمة الطيبة في إعداد

هذا العمل المتواضع سائلين المولى تبارك وتعالى أن يجزيهم عنا وعن الأمة الإسلامية

كل الخير إنه ولي ذلك والقادر عليه.

إهداء

بسم الله الرحمن الرحيم

إلى من حصد الأشواق عن دربي ليمهد لي طريق العلم، إلى من جرع الكأس فارغاً
ليستقيني قطرة حبه (أبي وأمي)

إلى سندي وقوتي وملاذي بعد الله، إلى من أظهر لي أجمل ما في الحياة (إخوتي)

إلى من تقاسمت معي الفرح والحزن وكانت علاقتي بها قبل الكل توأمي منال

إلى فرحتي وسبب ابتسامتي أختي الصغيرة شفاء.

إلى كل عائلتي المحبين لي والساعين لفرحتي ونجاحي وخاصة خالتي وجدتي أطال الله
في عمرها.

إلى من يحمل كل معاني الأخوة والصدقة أسامة.

إلى كل من كان لهم أثر على حياتي وكل من أحبهم قلبي ونسيهم قلبي.

إلى كل الأساتذة الذين تابعوني في مشواري الدراسي وكل طلبة ماستر مالية

المؤسسة دفعة (2021 – 2022).

هيام

فهرس المحتويات

الصفحة	العنوان
	شكر وتقدير
	إهداء
V – I	فهرس المحتويات
VI	قائمة الجداول
VII	قائمة الأشكال
VIII	قائمة الملاحق
أ – د	مقدمة عامة
الفصل الأول: الإطار النظري لأثر الرفع المالي	
2	تمهيد
3	المبحث الأول: مصادر التمويل وتكلفتها في المؤسسة الاقتصادية
3	المطلب الأول: التمويل في المؤسسة الاقتصادية
3	1- مفهوم التمويل
4	2- أهمية التمويل
4	المطلب الثاني: مصادر تمويل المؤسسة الاقتصادية
5	1- التمويل الداخلي (الذاتي)
5	1-1 مكونات التمويل الذاتي
6	2- التمويل الخارجي
6	1-2-1 مصادر تمويل قصيرة الأجل
7	2-2-2 مصادر تمويل متوسطة الأجل
8	2-3-2 التمويل طويل الأجل
10	المطلب الثالث: تكلفة رأس المال
10	1- مفهوم تكلفة رأس المال (التمويل)
11	2- العوامل المؤثرة في تكلفة التمويل
11	2-1-2-1 المؤثرات التي لا تتحكم فيها المؤسسة

11	2-2- المؤثرات الخاضعة للمؤسسة
12	3- تقدير تكلفة رأس المال
12	3-1- تكلفة التمويل بالأسهم العادية
12	3-2- تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة
13	3-3- تكلفة الأرباح المحتجزة
15	3-4- تكلفة التمويل بالسندات
15	3-5- تكلفة التمويل بالمدىونية
17	4- حساب تكلفة رأس المال
18	المبحث الثاني: محددات الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية
18	المطلب الأول: مفهوم الهيكل المالي ومفهوم هيكل رأس المال
19	المطلب الثاني: محددات الهيكل المالي
20	1- استقرار مبيعات المؤسسة
21	2- هيكل الأصول
21	3- الرافعة التشغيلية
21	4- معدل النمو
21	5- المرونة المالية
22	6- التوقيت
22	7- الخطر
22	8- الإدارة والسيطرة
22	9- الربحية
23	10- اتجاهات المقرض
23	11- الملاءمة
23	12- الدخل أو المتاجرة بحقوق الملكية
23	13- المركز الضريبي
24	14- التكلفة
24	المطلب الثالث: الهيكل المالي الأنسب أو الأمثل

24	1- مفهوم الهيكل المالي الأمثل
24	2- اختيار الهيكل المالي الأمثل
27	المبحث الثالث: أثر الرافعة المالية على الوضعية المالية للمؤسسة الاقتصادية
27	المطلب الأول: مفهوم الرافعة المالية وأهميتها
27	1- مفهوم الرفع المالي
28	2- أهمية أثر الرافعة المالية
28	3- مزايا وعيوب الرفع المالي
28	3-1- مزايا الرفع المالي
29	3-2- عيوب الرفع المالي
29	4- نسب الرفع المالي
30	4-1- نسبة القروض إلى مجموع الأصول
30	4-2- معدل تغطية الفائدة
30	4-3- نسبة الاقتراض (الديون) إلى حقوق الملكية
31	4-4- معدل تغطية الأعباء الثابتة
31	4-5- درجة الرفع المالي
32	المطلب الثاني: المردودية وأثر الرفع المالي
32	1- مفهوم وحساب أثر الرفع المالي
32	1-1- مفهوم المردودية الاقتصادية
33	1-2- مفهوم المردودية المالية
33	2- مبدأ أثر الرفع المالي
35	3- الصيغة الرياضية لأثر الرافعة المالية
36	4- حالات أثر الرافعة المالية
36	4-1- حالة المؤسسة عديمة الاستدانة
36	4-2- حالة المؤسسة المستدينة
37	المطلب الثالث: علاقة الرفع المالي بالمخاطر المالية
37	1- الرفع المالي وعلاقته بالمخاطر المالية

38	1-1- العلاقة بين الرفع المالي والمخاطرة المالية
40	1-2- التكاليف الناجمة عن الإفراط في استخدام الرفع المالي
44	خلاصة
	الفصل الثاني: أثر الرفع المالي على الوضعية المالية لمؤسسة مطاحن عمر بن عمر
46	تمهيد
47	المبحث الأول: تقديم لمؤسسة مطاحن عمر بن عمر الفجوج -قائمة-
47	المطلب الأول: تعريف مؤسسة مطاحن عمر بن عمر الفجوج -قائمة-
47	1- نبذة تاريخية عن إنشاء المؤسسة
48	2- التعريف بمؤسسة مطاحن عمر بن عمر
48	3- طبيعة نشاط المؤسسة
49	المطلب الثاني: الهيكل التنظيمي لمؤسسة مطاحن عمر بن عمر
55	المطلب الثالث: أهداف المؤسسة وآفاقها المستقبلية
55	المبحث الثاني: تطور متغيرات الدراسة للفترة 2010 - 2020
55	المطلب الأول: تحليل القوائم المالية المختصرة لمؤسسة مطاحن عمر بن عمر للفترة 2010-2020
60	المطلب الثاني: تطور متغيرات الدراسة المستقلة لمؤسسة مطاحن عمر بن عمر للفترة 2010-2020
60	1- دراسة تحليلية إحصائية لنسب الرفع المالي لمؤسسة مطاحن عمر بن عمر للفترة 2010-2020
60	1-1- دراسة إحصائية وتحليلية لنسبة الرافعة المالية للفترة 2010-2020
62	1-2- دراسة إحصائية وتحليلية لنسبة القروض إلى حقوق الملكية للفترة 2010-2020
63	1-3- دراسة إحصائية وتحليلية لنسبة تغطية الفوائد للفترة 2010-2020
64	1-4- دراسة إحصائية وتحليلية لدرجة الرفع المالي للفترة 2010-2020
66	2- دراسة تحليلية إحصائية للمردودية المالية والمردودية الاقتصادية
66	1-2- دراسة إحصائية للمردودية الاقتصادية Re للفترة 2010 - 2020
68	2-2- دراسة إحصائية للمردودية المالية RF للفترة 2010 - 2020
69	المطلب الثالث: دراسة استقرارية السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة

70	المبحث الثالث: أثر تغير الرافعة المالية على المردودية لمؤسسة مطاحن عمر بن عمر للسنوات 2010 - 2020
71	المطلب الأول: دراسة قياسية لأثر تغير الرافعة المالية على المردودية الاقتصادية RE
71	1- اختبار عدد مدد التباطؤ الزمني لنموذج VAR
72	2- معايرة نموذج (VAR (Vector Auto Regression):
73	المطلب الثاني: دراسة قياسية لأثر تغير الرافعة المالية على المردودية المالية RF
73	1- اختبار عدد مدد التباطؤ الزمني لنموذج VAR
74	2- معايرة نموذج VAR (Vector Auto Regression)
76	خلاصة
78	الخاتمة العامة
82	قائمة المراجع
90	الملاحق
	الملخص

قائمة الجداول

الرقم	عنوان الجدول	الصفحة
01	الفرق بين الهيكل المالي وهيكل رأس المال	19
02	قوائم المركز المالي المختصرة لمطاحن عمر بن عمر للفترة 2010 - 2015	56
03	قوائم المركز المالي المختصرة لمطاحن عمر بن عمر للفترة 2016 - 2020	57
04	تطور نسبة الرافعة المالية لمؤسسة مطاحن عمر بن عمر للفترة 2010 - 2020	60
05	تطور نسبة حقوق الملكية لمؤسسة مطاحن عمر بن عمر للفترة 2010 - 2020	62
06	تطور نسبة تغطية الفوائد لمؤسسة مطاحن عمر بن عمر للفترة 2010 - 2020	63
07	تطور درجة الرفع المالي لمؤسسة مطاحن عمر بن عمر للفترة 2010 - 2020	65
08	تطور نسبة المردودية الاقتصادية للفترة 2010-2020	66
09	تطور نسب المردودية المالية RF للفترة 2010 - 2020 وبعض المقاييس الإحصائية	68
10	نتائج اختبار استقرارية السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة في مؤسسة عمر بن عمر	70
11	درجة التأخر المعتمدة في نموذج VAR للرافعة المالية والمردودية الاقتصادية RE	71
12	درجة التأخر المعتمدة في نموذج VAR للرافعة المالية والمردودية المالية RF	73

قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	الرقم
20	محددات الهيكل التمويلي	01
34	توزيع الثروة في المؤسسة	02
37	الحالات المحكمة لأثر الرافعة المالية على مردودية الأموال الخاصة	03
41	العلاقة بين المردودية المطلوبة من طرف المساهمين ونسبة الرفع المالي حسب نظرية الإفلاس	04
43	تأثير نسبة الرفع المالي على تكلفة الوكالة	05
54	الهيكل التنظيمي لمؤسسة مطاحن عمر بن عمر	06
58	التمثيل البياني لجانب الأصول لمؤسسة مطاحن عمر بن عمر للفترة 2015-2020	07
59	التمثيل البياني لجانب الخصوم لمؤسسة مطاحن عمر بن عمر للفترة 2015-2020	08
61	تطور نسبة القروض إلى إجمالي الموجودات للفترة 2010-2020 وبعض المقاييس الإحصائية في مؤسسة مطاحن عمر بن عمر	09
63	تطور نسبة القروض إلى حقوق الملكية للفترة 2010-2020 وبعض المقاييس الإحصائية لمؤسسة مطاحن عمر بن عمر	10
64	تطور معدل تغطية الفوائد للفترة 2010-2020 وبعض المقاييس الإحصائية في مؤسسة مطاحن عمر بن عمر	11
65	تطور درجة الرفع المالي لمؤسسة مطاحن عمر بن عمر للفترة 2010 - 2020	12
67	تطور نسبة المردودية الاقتصادية RE للفترة 2010 - 2020 وبعض المقاييس الإحصائية	13
69	تطور نسبة المردودية المالية RF للفترة 2010 - 2020	14

قائمة الملاحق

الرقم	عنوان الملحق
01	تطور متغيرات الدراسة في مؤسسة بن عمر
02	نتائج استقرارية السلاسل
03	نموذج VAR لأثر الرافعة المالية على المردودية الاقتصادية في مؤسسة مطاحن عمر بن عمر
04	نموذج VAR لأثر الرافعة المالية على المردودية المالية في مؤسسة مطاحن عمر بن عمر
05	القوائم المالية لمؤسسة مطاحن عمر بن عمر للفترة 2010 - 2020

المقدمة

العامّة



تمهيد:

تمثل المؤسسة الاقتصادية النواة الأولى لأي نشاط أو اقتصاد في مختلف دول العالم، باعتبارها مقياس يستند إليه في معرفة معدل نمو اقتصاديات البلدان. وهذا راجع إلى جملة من المواصفات التي تجعلها كذلك، من بينها أنها مركز لاتخاذ القرارات الاستراتيجية والمالية والمتعلقة بالموارد المتاحة بهدف بناء قيمة مضافة تكون مرتبطة بأهداف المؤسسة.

تعتبر المؤسسة الاقتصادية هي وحدة متكاملة الأقطاب تقوم بوظائف متنوعة منها: المالية، التمويل والانتاج، التسويق... إلخ؛ وذلك للوصول إلى الأهداف المسطرة من قبل القائمين عليها لتحقيق الأرباح وعقلنة الانتاج إضافة إلى أهداف اجتماعية، اقتصادية ومالية.

إن استمرار عمر المؤسسة الاقتصادية يرجع إلى عملية التمويل، حيث تسعى المؤسسة للحصول على الأموال من أجل تلبية حاجياتها المالية وذلك لسد النقص أو العجز في إمكانياتها، أو من أجل توسيع نشاطها. وذلك إما عن طريق اللجوء إلى التمويل الداخلي أو التمويل الذاتي حيث تعتمد فيه المؤسسة على الأموال المملوكة (الخاصة)، أو عن طريق التمويل الخارجي وهو ما يعرف بالاقتراض، فهنا تكون المؤسسة أمام قرار صعب في اختيار الهيكل التمويلي المناسب.

حيث تعتبر الوظيفة المالية داخل المؤسسة هي المسؤول الأول عن اتخاذ قرار اختيار الهيكل التمويلي المناسب ألا وهو البحث عن التوليفة المثلى لمصادر التمويل؛ أموال مملوكة وأموال دين وذلك بأقل تكلفة ممكنة، والمواءمة بين الخطر والعائد المتوقعين نتيجة هذه العملية بشكل يعظم قيمة المؤسسة.

إن قيام المؤسسة بعملية الاستدانة عن طريق القروض ينتج عنه ما يعرف بالرافعة المالية، وهي عبارة عن مجموع الديون إلى مجموع الموجودات؛ التي تعتبر كمؤشر مالي تسعى من خلاله المؤسسة إلى تحقيق مردودية مالية واقتصادية. إلا أن الاعتماد المفرط على عملية الاستدانة قد يعرض المؤسسة إلى مخاطر مالية، خاصة إذا كانت تكلفة الاستدانة تفوق قيمة العائد المتوقع من استثمارات. لذا تسعى المؤسسة دائماً إلى الاختيار السليم والأفضل للمصدر التمويلي المناسب وذلك في ضوء أكبر عائد مطلوب وبأقل تكلفة ممكنة.

1- مشكلة الدراسة وأسئلتها:

تسعى المؤسسة إلى تحقيق أهدافها من خلال التطور والنمو والتوسع، وذلك من خلال إما الاعتماد على أموالها المملوكة أو بالاستدانة عن طريق القروض، من أجل تمويل مختلف أنشطتها. وهذا قد يؤثر إما سلباً أو إيجاباً على الوضعية المالية للمؤسسة. ومن أجل الإلمام بجوانب الموضوع يمكننا طرح الإشكالية التالية:

ما مدى تأثير الرفع المالي على الوضعية المالية لمؤسسة مطاحن عمر بن عمر؟

ومن أجل المعالجة الدقيقة لهذه الإشكالية تم طرح الأسئلة الفرعية الآتية:

- ما هي مصادر التمويل المعتمدة من قبل المؤسسة الاقتصادية؟
- كيف تؤثر الرافعة المالية على مردودية المؤسسة؟
- كيف يمكن للمؤسسة اختيار الهيكل التمويلي الأمثل المناسب لوضعيتها المالية؟
- كيف يستخدم الرفع المالي في تحليل الوضعية المالية لمؤسسة مطاحن عمر بن عمر؟

2- فرضيات الدراسة:

على ضوء الإشكالية الرئيسية والتساؤلات الفرعية السابقة يمكن طرح الفرضيات الآتية:

- تتخذ مصادر التمويل تصنيفات عديدة من مؤسسة إلى أخرى، تبعا لمعايير مختلفة وتقسم مصادر التمويل إلى مصادر تمويل داخلية، ومصادر تمويل خارجية.
- تؤثر الرافعة المالية على مردودية المؤسسة الاقتصادية تأثير إيجابي.
- هناك عدة اعتبارات عند تحديد الهيكل التمويلي الأمثل للمؤسسة، حيث تختلف من مؤسسة إلى أخرى باختلاف طبيعة نشاطها ومركزها المالي ومرحلة دورة الاستغلال التي تمر بها، وكذلك الظروف الاقتصادية السائدة.
- إن اعتماد مؤسسة مطاحن عمر بن عمر على الرفع المالي قد أثر بالإيجاب على وضعيتها المالية.

3- أهمية الدراسة:

يشكل موضوع الدراسة أهمية بالغة من حيث الدور الكبير الذي يلعبه الاقراض في عملية تمويل المؤسسة باعتبارها عملية حيوية، وهي المحرك الأساسي لنشاط المؤسسة وتطورها ونموها. حيث تسعى

المؤسسة جاهدة إلى اختيار الهيكل المالي الأنسب لها من أجل تحسين وضعيتها المالية والوصول إلى مردودية عالية، لكن هذا لا يعني أن للمؤسسة نتيجة هذه العملية معرضة لجملة من المخاطر المالية.

وتبرز أهمية الدراسة في محاولة إظهار أثر الرفع المالي المتمثل في الفارق الموجود بين المردودية المالية والمردودية الاقتصادية وذلك من خلال مجموعة من النسب تعرف بنسب الرفع المالي، ومن جهة أخرى تبرز أهمية الدراسة التطبيقية من خلال نمذجة تحليلية قياسية وإحصائية لأثر الرفع المالي على الوضعية المالية لمؤسسة مطاحن عمر بن عمر خلال الفترة 2010 - 2020.

4- أهداف الدراسة:

التي يمكن حصرها فيما يلي:

- دراسة الإطار النظري للرفع المالي.
- معرفة مختلف مصادر التمويل التي تلجأ عليها المؤسسة، وكيفية تقدير تكلفتها.
- إبراز كل من الهيكل المالي، ومحدداته، والهيكل المالي الأنسب.
- التعرف على أهم نسب ومؤشرات الرفع المالي.
- التعرف على أثر الرفع على المردودية المالية والمردودية الاقتصادية.
- تحليل وقياس أثر الرفع المالي على مؤسسة مطاحن عمر بن عمر من خلال الفترة 2010 - 2020.

5- محددات الدراسة:

تم تحديد الدراسة فيما يلي:

- ❖ **الحدود الموضوعية:** سيتم التعرف على مصادر تمويل المؤسسة وتكلفة تقديرها، مفهوم كل من الهيكل المالي، الهيكل المالي الأنسب، المردودية، الرفع المالي وطرق قياسه. كما نسعى الوصول إلى تبيان أثر الرفع المالي على المردودية.
- ❖ **الحدود المكانية:** سيتم إسقاط الدراسة على مؤسسة مطاحن عمر بن عمر الفجوج -قائمة- الجزائر.
- ❖ **الحدود الزمنية:** من أجل الوصول إلى أهداف الدراسة تم تحليل وقياس أثر الرفع المالي على المردودية للفترة 2010 - 2020.

6- أسباب اختيار الدراسة:

من أهم أسباب ودوافع اختيار الموضوع ما يلي:

- الميول الشخصي لدراسة المواضيع التي لها صلة بتمويل المؤسسة؛
- توافق الموضوع مع تخصصنا مالية المؤسسة؛
- يعتبر موضوع أثر الرفع المالي من المواضيع الحساسة والجديرة بالاهتمام لما لها من أهمية واسعة في النشاط الاقتصادي؛
- محاولة استخدام بعض النماذج الإحصائية في تحديد أثر الرافعة المالية، وذلك من خلال الجانب التطبيقي للدراسة.

7- منهجية الدراسة:

اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي، وهو المنهج المتبع في العلوم الاجتماعية والسلوكية، حيث أن الاعتماد على هذا المنهج في الجانب النظري للدراسة وذلك من أجل وصف وتحليل وتحديد عناصر موضوع الدراسة، حيث تم وصف متغيرات الدراسة (الرفع المالي والمردودية)، وتحليل كل منهما تحليلًا وصفيًا وكميًا.

كما تم استخدام المنهج التحليلي الكمي في الجانب التطبيقي من خلال استعمال النماذج الإحصائية القياسية الكمية لتحديد أثر الرفع المالي على المردودية في مؤسسة مطاحن عمر بن عمر وذلك بالاعتماد على برنامج EViews10 وهو أحد البرامج التحليلية الإحصائية للبيانات، ويعد برنامجًا متقدمًا في التحليل القياسي وبناء وتقدير النماذج الاقتصادية وهو نسخة مطورة من برنامج (TSP).

8- هيكل الدراسة:

تم تقسيم الدراسة إلى فصلين وكل فصل إلى ثلاث مباحث، وكل مبحث إلى ثلاث مطالب.

الفصل الأول تحت عنوان "الإطار النظري للرفع المالي" تناولنا من خلاله مصادر التمويل وتكلفتها في المؤسسة الاقتصادية مبرزين مفهوم التمويل وأهميته في المؤسسة، مختلف مصادر التمويل، وتقدير تكلفتها. ثم انتقلنا إلى محددات الهيكل المالي من خلال مفهوم الهيكل المالي ومحدداته والهيكل المالي الأمثل. والمبحث الأخير خصص إلى إبراز أثر الرفع المالي على المردودية من خلال تحديد

مفهوم الرفع المالي وأهميته، مؤشرات قياسه، كيفية قياسه وتحليل المردودية المالية والاقتصادية. كما تم تحديد علاقة الرفع المالي بالمخاطر المالية وأثره على الهيكل التمويلي.

أما الفصل الثاني والذي خصصناه للدراسة التطبيقية تحت عنوان "الإطار التطبيقي للرفع المالي"، حيث قسمناه إلى ثلاث مباحث حيث تناولنا في المبحث الأول تقديم لمؤسسة مطاحن عمر بن عمر، الهيكل التنظيمي الخاص بها، إضافة على أهدافها وآفاقها المستقبلية. أما المبحث الثاني تناولنا فيه تطور متغيرات الدراسة للفترة 2010-2020 لمؤسسة مطاحن عمر بن عمر.

وفي الأخير، تعرضنا إلى إجراء دراسة قياسية لأثر الرفع المالي على المردودية من 2010-2020 لمؤسسة مطاحن عمر بن عمر.

9- الدراسات السابقة: هناك بعض الدراسات التي تناولت بعض من جوانب الدراسة نذكر منها:

➤ دراسة هيثم يعقوب إسحاق عبد الله، 2015، رسالة دكتوراه بعنوان: "الرافعة المالية وأثرها على القيمة السوقية لشركات المساهمة" -دراسة ميدانية لعينة من شركات المساهمة العامة المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية في الفترة 2004-2013-، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، كلية الدراسات العليا والبحث العلمي، السودان: وقد تناولت الدراسة أثر الرافعة المالية على القيمة السوقية لشركات المساهمة المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية، حيث تبين أن شركات عينة الدراسة في تزايد مستمر لاستخدام الرافعة المالية وذلك في ظل غياب القرارات التمويلية المثلى.

حيث تكمن أهمية هذه الدراسة في البحث عن الجوانب الإيجابية والسلبية لاستخدام الرافعة المالية في هذه الشركات، كما هدفت كذلك إلى دراسة أثر الرافعة المالية على الهيكل المالي وعلى القيمة السوقية للشركات.

أما من الجانب التطبيقي فقد تم التوصل إلى أن الاعتماد المتزايد للرافعة المالية يؤدي إلى زيادة الأعباء والمخاطر المالية التي تؤثر سلبا على الهيكل المالي للمؤسسة.

➤ دراسة أنفال حدة خبيزة، 2011-2012، مذكرة ماجستير بعنوان: "تأثير الهيكل المالي على استراتيجية المؤسسة الصناعية" -دراسة حالة مؤسسة المطاحن الكبرى للجنوب من 2008-2010 بسكرة: تهدف هذه الدراسة إلى تحليل الهيكل المالي وأثره على استراتيجية المؤسسة حيث تم تحليل الهيكل المالي للمؤسسة عينة الدراسة وذلك من خلال تحليل نسب الهيكل المالي

ومؤشرات الرفع المالي، وتم توضيح أهم الخيارات الاستراتيجية التي اتخذتها مؤسسة المطاحن الكبرى للجنوب خلال سنوات الدراسة من 2008-2010، حيث خلصت الدراسة إلى أنه يمكن بناء الخيار الاستراتيجي مع الأخذ بعين الاعتبار شكل الهيكل المالي المعتمد في التمويل. كما يمكن أيضا اختيار هيكل رأس المال على ضوء الخيار الاستراتيجي الذي تعتمد عليه المؤسسة وكنمط للتسيير الاستراتيجي.

➤ دراسة بسام محمد الأغا، 2005، مذكرة لنيل شهادة الماجستير بعنوان: "أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار" -دراسة تطبيقية على شركات المساهمة العاملة بفلسطين- الجامعة الإسلامية غزة: تهدف الدراسة إلى تحليل العلاقة بين الرافعة المالية وتكلفة التمويل وأثرهما على معدل العائد على الاستثمار، حيث تم تسليط الضوء على خمسة عشرة شركة مساهمة عامة متنوعة النشاط (تجاري، صناعي، خدمي) في فلسطين، وخلصت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية بين الاعتماد على مصادر التمويل وتكلفة هذه المصادر، كما أثبتت الدراسة غياب الرؤية الواضحة لدى متخذي القرار التمويلي في تحديد معايير اختيار مصادر التمويل. كما تم التوصل إلى مجموعة من التوصيات التي تتعلق بتحديد الإطار العملي لاتخاذ القرارات المالية بصدد تحديد المزيج الأمثل للهيكل التمويلي والذي يحقق أفضل عائد متوقع على مجموعة الاستثمارات.

➤ الفرق بين الدراسات السابقة والدراسة الحالية:

ما يميز دراستنا عن الدراسات السابقة أن كلاهما يشترك في نقاط وجوانب معينة، وقد تختلف في نقاط وجوانب أخرى، خاصة في الجانب الميداني، حيث تميزت دراستنا عن الدراسات السابقة بالاعتماد على أسلوب التحليل الإحصائي القياسي الكمي في تحديد مؤشرات ونسب الرفع المالي وأثره على المردودية المالية.

كذلك أن الإحصائيات والنتائج المتوصل إليها تعتبر حديثة (من سنة 2010 إلى سنة

2020)، بالإضافة إلى أنها دراسة شاملة لجميع جوانب الموضوع محل الدراسة.

10- صعوبات الدراسة:

خلال إعداد الدراسة تعرضنا لمجموعة من الصعوبات والعراقيل نذكر منها:

- صعوبة الحصول على موافقة مؤسسة مطاحن عمر بن عمر على إجراء التريص لديها؛
- صعوبة الحصول على القوائم المالية للمؤسسة خاصة سنة 2020؛

- صعوبة الحصول على المعلومات الكافية خاصة المعلومات المالية والمحاسبية بشكل كبير في الدراسة التطبيقية وذلك نتيجة الوضع القانوني السائد لدى المؤسسة؛
- تأثير الإضرابات والوضوح الصحي العالمي نتيجة تفشي فيروس كورونا؛
- صعوبة جمع وتحليل النتائج المتوصل إليها بسبب صعوبة تحديد المفاهيم واختلافها من مرجع إلى آخر.

الفصل الأول

الإطار النظري للرفع
المالي



تمهيد:

يعتبر الهيكل التمويلي المحدد الأساسي لمستوى أداء المؤسسة لذا فإن اختياره يتطلب الكثير من العناية، ويستند ذلك على مجموعة من المؤشرات والعوامل أهمها أثر الرفع المالي لأنه يتميز بتكلفته الثابتة. حيث تلجأ المؤسسة للرفع المالي لأجل تدعيم أموالها الخاصة، وتحقيق أرباح ولكن قد يؤدي التوسع في استخدامها إلى تأثير عكسي على المؤسسة وتعرضها للمخاطر.

وبغرض الإلمام بعناصر الفصل قسمناه إلى ثلاث مباحث كما يلي:

- ❖ **المبحث الأول:** مصادر التمويل وتكلفتها في المؤسسة الاقتصادية.
- ❖ **المبحث الثاني:** محددات الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية.
- ❖ **المبحث الثالث:** أثر الرافعة المالية على الوضعية المالية للمؤسسة الاقتصادية.

المبحث الأول: مصادر التمويل وتكلفتها في المؤسسة الاقتصادية

تعتمد المؤسسة عند القيام بنشاطها على مجموعة من الوظائف الحيوية من تموين، إنتاج، تسويق، موارد بشرية وغيرها وذلك بالاعتماد على مجموعة من الموارد المالية، والتي تقوم بتوفيرها عن طريق الوظيفة المالية.

هذه الأخيرة التي تقوم بالبحث وجلب المصادر المالية من جهات مختلفة سواء داخلية أو خارجية، لتغطية احتياجات المؤسسة سواء على المدى القصير، أو المدى الطويل. وذلك في ظل عناية ورقابة تضمن الاستخدام الأمثل والأفضل لهذه الموارد المالية. لأنه في المقابل تتحمل المؤسسة تكاليف هذه العملية.

المطلب الأول: التمويل في المؤسسة الاقتصادية

يعتبر التمويل النواة الأساسية والرئيسية لبناء أية مؤسسة اقتصادية، فالتمويل يعمل على إمداد المؤسسة بالأموال اللازمة من أجل القيام بوظائفها.

1- مفهوم التمويل:

هناك عدة تعاريف واردة في هذا الشأن نذكر منها:

- التمويل هو: "تلك الوظيفة الإدارية التي تختص بعمليات التخطيط للأموال، والحصول عليها من مصدر التمويل المناسب، لتوفير الاحتياجات اللازمة لأداء أنشطة المؤسسة المختلفة، بما يساعد على تحقيق أهدافها وتحقيق التوازن بين الرغبات المتعارضة للفئات المؤثرة في نجاح واستمرار المؤسسة، والتي تشمل المستثمرين والعمال والمديرين والمجتمع والمستهلكين"¹.
- "يعتبر تمويلا كل المصادر الضرورية لإنشاء مؤسسة أو شركة وضمان سير نشاطها وكذا توسيعها، أي كل الموارد التي تجعل المؤسسة تنتج أكثر في ظروف أحسن مما يجعلها قادرة على تحقيق تدفقات نقدية"².
- وفي تعريف آخر: "يعرّف التمويل بأنه الإمداد بالأموال في أوقات الحاجة إليها"³.

¹ محمد عثمان، إسماعيل حميد، "التمويل والإدارة المالية في منظمات الأعمال"، دون طبعة، دار النهضة العربية، القاهرة، 1995، ص17.

² يوسف حسن يوسف، "التمويل في المؤسسات الاقتصادية"، دون طبعة، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، 2012، ص214.

³ طارق الحاج، "مبادئ التمويل"، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2002، ص21.

وبذلك يمكن تعريف التمويل أنه عبارة عن مجموع الموارد المالية التي تتوفر عليها المؤسسة من أجل استخدامها في تنشيط دورة حياتها، سواء كان ذلك بالاعتماد على مصادرها الداخلية الذاتية، أو من مصادر خارجية.

2- أهمية التمويل:

تتمثل أهمية التمويل فيما يلي:

- ❖ تغطية جزء من تكاليف المشروع الاستثماري في الوقت المناسب¹؛
- ❖ إن الهدف الأساسي للمؤسسة الاقتصادية هو ضمان بقائها في ظل القيود المفروضة عليها من المحيط وبالتالي فإن التمويل يكفل للمؤسسة البقاء من أجل المنافسة وتحقيق الأفضل لها²؛
- ❖ يستلزم في التمويل التجاري وجود أطراف تنظم المخاطر (المصاريف المركزية) ويضبطها وكلاء التأمين ضد العجز عن السداد وضمان الحسابات³؛
- كما تكمن أهمية التمويل كذلك فيما يلي⁴:
- ❖ توفير الأموال والموارد المالية المجمدة سواء من داخل المؤسسة أو من خارجها؛
- ❖ يساعد على إنجاز المشاريع القديمة وأخرى جديدة، والتي تزيد الدخل الوطني؛
- ❖ يساعد التمويل في تحقيق رغبة المؤسسة في اقتناء أو استبدال المعدات؛
- ❖ يعتبر التمويل وسيلة سريعة تستخدمها المؤسسة للخروج من العجز المالي؛
- ❖ يضمن السيولة للمؤسسة لحمايتها من خطر الإفلاس والتصفية.

المطلب الثاني: مصادر تمويل المؤسسة الاقتصادية

يقصد بمصادر تمويل المؤسسة تشكيلة المصادر التي حصلت منها المؤسسة على أموال بهدف تمويل استثماراتها أو عملياتها الاستغلالية.

¹ رايح الولي، رقية حساني، "المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومشكلات تمويلها"، دون طبعة، إيتراك للنشر والتوزيع، الجزائر، 2007، ص98.

² ريان محمد الشحان وآخرون، "الإدارة المالية والبيئة المعاصرة"، بدون طبعة، المكتبة العصرية، القاهرة، 2000، ص68.

³ حسن الحمودي، "المؤسسات الاقتصادية"، دون طبعة، دار النهضة، بيروت، 1980، ص90.

⁴ مصطفى كامل السيد، "القرار الاستثماري في البنوك الإسلامية"، دون طبعة، المكتب الجامعي الحديث، القاهرة، 2006، ص2.

والتي نوضحها كما يلي:

1- التمويل الداخلي (الذاتي):

يقصد بالتمويل الذاتي الأموال المتولدة من العمليات الجارية للمؤسسة أو من مصادر عرضية دون اللجوء إلى مصادر خارجية. وهو يمكن المؤسسة من تغطية الاحتياجات المالية اللازمة لسداد الديون وتنفيذ الاستثمارات وزيادة رأس المال العامل.

ويتعبّر آخر تمثل الأموال الذاتية ذلك المصدر التقليدي لتمويل المؤسسة الذي يتم تغذيته إما من علاوات الإصدار المتعلقة بحصص المساهمين أثناء إصدار الأسهم من طرف المؤسسة والتي من الممكن أن تباع بقيمة أكبر من قيمتها الاسمية، أو عن طريق تلك الموارد المالية الداخلية الناتجة عن إعادة الاستثمار الجزئي أو الكلي للأرباح المحققة وكذا مخصصات الاهتلاكات والمؤونات.

حيث يمكن أن نكتب العلاقة التالية:

$$\text{التمويل الذاتي} = \text{الاهتلاكات} + \text{المؤونات} + \text{أرباح صافية غير موزعة}^1.$$

1-1 مكونات التمويل الذاتي: يتكون التمويل الذاتي في أي مؤسسة من العناصر التالية:

1-1-1-1 - حصص الاهتلاك: يعرف الاهتلاك على أنه التسجيل المحاسبي للخسارة التي

تتعرض لها الاستثمارات التي تنقص قيمتها مع الزمن بهدف إظهارها بالميزانية بقيمتها الصافية. ويعوض الاهتلاك نقص القيمة الناشئ عن الاستعمال لحجزه جزء من الأرباح يعادل هذا النقص بحيث يبقى رأس المال ثابتا بقيمته الأصلية لعدم توزيع أرباح وهمية، وكذلك يخصص الاهتلاك لمواجهة خسائر واقعة، ويسجل قبل الوصول إلى نتيجة الدورة.²

1-1-2 - الأرباح المحتجزة: عبارة عن ذلك الجزء من الأرباح الذي تقرر المؤسسة عدم

توزيعه على المساهمين، وذلك لأغراض تسديد الالتزامات أو تنفيذ بعض عمليات التوسع في المؤسسة، وهناك علاقة عكسية بين معدل توزيع الأرباح وبين معدل الأرباح المحتجزة، ففي الوقت الذي يكون فيه التوسع مطلوباً فإن توزيع الأرباح على المساهمين مطلوب أيضاً، فكلما زاد معدل الأرباح المحتجزة انخفض معدل توزيع الأرباح، والعكس صحيح.³

¹ أحمد بوراس، "تمويل المنشآت الاقتصادية"، دون طبعة، دار العلوم للنشر والتوزيع، الجزائر، 2008، ص ص 27-28.

² يوسف حسن يوسف، مرجع سبق ذكره، ص ص 230-231.

³ هيثم محمود الزعبي، "الإدارة والتحليل المالي"، الطبعة الأولى، دار الفكر للطباعة والنشر، الأردن، 2000، ص 94.

1-1-3- المؤونات والمخصصات: تعرف المؤونات على أنها مكون مالي من أموال المؤسسة يحتجز لغرض مواجهة خسائر محتملة، أو أعباء ممكنة الحدوث في المستقبل، حيث تبقى مجمدة داخل المؤسسة إلى حين تحقق الخطر أو العبء الذي كونت من أجله هذه المؤونات، أو زوال الخطر المحتمل¹.

1-1-4- الاحتياطات: هي عبارة عن مبالغ مالية غير مستحقة يتم تكوينها لمواجهة المخاطر المحتملة الوقوع، وتنقسم بدورها إلى قانونية وهي الحد الأدنى من الاحتياطات التي يجب على المؤسسة تكوينها وهي 5% من صافي الأرباح على ألا تتعدى 10% من رأس مال المؤسسة، أساسية أو نظامية وهي غير قانونية ويتم تجديدها لأغراض غير تجارية².

2- التمويل الخارجي:

تلجأ المؤسسة إلى التمويل الخارجي، عندما لا تستطيع تمويل احتياجاتها المالية من مصادرها الذاتية أو الداخلية.

فالتمويل الخارجي هو مجموع الأموال التي تحصل عليها المؤسسة من مصادر خارجية وهو ينقسم إلى تمويل قصير الأجل، وتمويل متوسط وطويل الأجل.

2-1- مصادر تمويل قصيرة الأجل:

وهو الحصول على الأموال المختلفة لمدة لا تزيد عن سنة وهي إما ائتمان مصرفي أي قروض لمدة سنة، وإما ائتمان تجاري أي بضاعة كالدائنين وأوراق الدفع:

2-1-1- الائتمان التجاري:

يمكن تعريف الائتمان التجاري بأنه نوع من التمويل القصير الأجل، تحصل عليه المؤسسة من الموردين، ويتمثل في قيمة المشتريات الآجلة للسلع التي تتجر فيها أو تستخدمها في العملية الصناعية، وتعتمد المؤسسة على هذا المصدر في التمويل بدرجة أكبر من اعتمادها على الائتمان المصرفي وغيره من المصادر الأخرى قصيرة الأجل. بل وقد يكون المصدر الوحيد -قصير الأجل- المتاح لبعض المؤسسات، وهذا ويطلق على الائتمان التجاري الائتمان التلقائي نظرا لأنه عادة ما يزيد وينقص مع التقلبات في حجم النشاط بمعنى أنه

¹ أحمد بوراس، مرجع سبق ذكره، ص 30.

² سليم مجلخ، "مطبوعة محاضرات في مقياس تمويل المؤسسة"، جامعة 08 ماي 1945، قالمة، الجزائر، 2006، ص 08.

تباع بالقدر الملائم وفي الوقت المناسب، وتعد هذه واحدة من أهم مزايا الائتمان التجاري، يضاف إليها أنه يتم دون إجراءات أو تعهدات رسمية¹.

2-1-2- الائتمان المصرفي: هو عبارة عن الخدمات المقدمة للعملاء التي يتم بمقتضاها تزويد الأفراد والمؤسسات والمنشآت في المجتمع بالأموال اللازمة، على أن يتعهد المدين بسداد تلك الأموال وفوائدها والعمولات المستحقة عليها والمصاريف دفعة واحدة، أو على أقساط في تواريخ محددة².

2-2- مصادر تمويل متوسطة الأجل:

وهو حصول المؤسسة على الأموال من مصادر خارجية، والتي عادة ما تكون مدة استحقاقها تزيد عن السنة ولكن تقل عن سبع سنوات وأحياناً عشر سنوات. وينقسم هذا النوع إلى قسمين: قروض مباشرة والتمويل بالاستئجار.

2-2-1- قروض مباشرة متوسطة الأجل:

تسمى أيضاً بقروض المدة وتتميز بأجلها المتوسط، إذ أنها تستحق الدفع من سنة إلى خمس سنوات ويتم تسديدها بصورة منتظمة على مدار عدد هذه السنوات وتمثل البنوك وشركات التأمين المصدر الرئيسي لهذه القروض³.

2-2-2- الاستئجار:

هو عقد يتفق بموجبه طرفان هما المؤجر والمستأجر، بأن يقوم الأول بتقديم أصل معين للطرف الثاني للانتفاع به لمدة معينة على أن يقوم الطرف الثاني بدفع مبالغ بتواريخ محددة للطرف الأول⁴. وهناك نوعان من الاستئجار هما:

¹ منير إبراهيم هندي، "الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل"، الطبعة الثانية، منشأة المعارف للتوزيع، مصر، 1998، ص7.

² عصام حسين، "أسواق الأوراق المالية"، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص72.

³ دريد كامل آل شبيب، "مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة"، دون طبعة، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 1996، ص128.

⁴ عبد الحليم كراجة وآخرون، "الإدارة والتحليل المالي"، الطبعة الثانية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2006، ص65.

الاستئجار التشغيلي وهو يوفر للمؤسسة خدمة التمويل والصيانة. والتأجير التمويلي وتلجأ عليه الشركة من أجل شراء تجهيزات جديدة محددة، وبإمكان المؤسسة في هذه الحالة الحصول على قروض التجهيزات متوسطة الأجل بضمان التجهيزات التي تم شراؤها¹.

2-3- التمويل طويل الأجل:

تلجأ المؤسسة إلى هذا النوع من التمويل من أجل التوسع في نشاطها أو من أجل إقامة استثمارات جديدة، هذه الاستخدامات عادة ما تحتاج إلى أموال كبيرة ولمدة طويلة تزيد عن سبع سنوات. وينقسم بدوره إلى:

2-3-1- الأسهم: يعرف السهم بأنه صك قابل للتداول يصدر عن شركة مساهمة، ويعبر عن حصة المساهم في رأس مال الشركة، وعليه فإن رأس مال الشركة يقسم إلى أعداد مساوية من الأسهم، ويمثل كل سهم حصة متساوية من رأس المال. وينقسم رأس مال شركة المساهمة إلى وحدات كل منها يسمى سهما. وتحسب نسبة ملكية أي مساهم في الشركة بمقدار عد ما يمتلكه من أسهم منسوبا إلى إجمالي عدد الأسهم التي أصدرتها لشركة، فالمساهم الذي يمتلك 10 آلاف سهم من إجمالي أسهم الشركة المتداولة وعددها مليون سهم، يعتبر مالكا لنسبة 1% من أسهم الشركة (10 آلاف ÷ 1000 ألف سهم)².

وهناك نوعين من الأسهم: الأسهم الممتازة والأسهم العادية.

أ- **الأسهم العادية:** تعرف الأسهم العادية من وجهة نظر المستثمر: "السهم هو عبارة عن صك يمثل نصيب صاحبه من ملكية مشروع معين بقدر قيمته الاسمية، صك يعطيه الحق في المشاركة في أرباح النشاط الاقتصادي للمشروع، وكذلك في كل موجودات المشروع عند تصفيته".

من وجهة نظر المؤسسة: "هو وسيلة من الوسائل الرئيسية للتمويل الطويل، وعملية إصدار الأسهم بواسطة المساهمة لا يمكن اعتبارها روتينية عادية تقوم بها باستمرار بل هي

¹ سمير محمد عبد العزيز، التأجير التمويلي، الطبعة الأولى، دار الإشعاع الفنية للنشر والتوزيع، مصر، 2001، ص67.

² محب خلة توفيق، "الهندسة المالية"، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، مصر، 2011، ص109.

عملية خاصة قليلة الحدوث، ففي كثير من الحالات نجد شركات المساهمة تصدر الأسهم العادية مرة واحدة في مدة حياتها. وفي العادة نميز نوعين من هذه الأسهم:

✓ أسهم نقدية: تدفع قيمتها نقداً، وتصبح قابلة للتداول بعد إنشاء المؤسسة بصفة نهائية، وصدور المرسوم الرجعي بتأسيسها.

✓ أسهم عينية: وتمثل حصة عينية كعقار، أو مصنع، أو متجر... وتصبح قابلة للتداول وتبعد سنتين من إصدار لها¹.

ب- **الأسهم الممتازة:** تعرف الأسهم الممتازة على أنها حصة في رأس مال الشركة لها نسبة أرباح ثابتة تتمتع بحق الأولوية على حملة الأسهم العادية².

ونميز بين نوعين من الأسهم الممتازة:

✓ الأسهم الممتازة معتمدة الأرباح: في حالة وجود ربح كافي لحامل السهم الحق في الحصول على نسبة إضافية من الأرباح.

✓ الأسهم الممتازة المجملة: يحق لحامل السهم الحصول على عائد السهم في سنوات الخسارة معمقة في سنوات الأرباح³.

2-3-2- السندات: يمثل السند صك مستند لمديونية طويلة الأجل تصدره المؤسسات، تعطى لحامله الحق في الحصول على القيمة الإسمية، كما تعتبر السندات بمثابة عقد بين المؤسسات وبين حامل السند ويترتب بموجب هذا العقد حقوق والتزامات على طرفي العقد⁴. وهناك أنواع كثيرة للسندات نذكر منها:

أ- **سندات قابلة التحويل إلى أسهم عادية:** هذا النوع من السندات يتم إصداره بقرار من الجمعية العامة العادية للمساهمين، كما أنه يعطي الحق لحامله بتحويله إلى عدد معين من الأسهم خلال فترات زمنية معينة.

¹ محمد شفيق، حسن الطيب، "أساسيات الإدارة المالية في القطاع الخاص"، الطبعة الأولى، دار للنشر والتوزيع، 1997، ص166.

² عبد الحليم كراجه وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص305.

³ معروف هشام، "المفاضلة بين مصادر التمويل في المؤسسة"، مذكرة لنيل شهادة الماستر تخصص مالية وتأمينات وتسيير المخاطر، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، 2012-2013، ص45.

⁴ نور الدين خبابة، "الإدارة المالية"، الطبعة الأولى، دار النهضة العربية، لبنان، 1997، ص498.

ب- **سندات قابلة الاستدعاء:** تعطي الحق للمؤسسة المصدرة لها في رد قيمتها الإسمية وهو ما يعرف بتعويض الاستدعاء.

ج- **السندات المضمونة:** وهي تلك السندات التي تصدرها مؤسسة المساهمة، ولكن بضمان يقرر برهن على أموال المؤسسة.

د- **السندات العادية أو ذات الاستحقاق الثابت:** وهي التي يدفع المكتتب فيها قيمتها الإسمية بالكامل على أن يحصل خلال مدة القرض على فوائد ثابتة، إضافة إلى استرداد قيمة السند عند نهاية مدة القرض.

هـ- **سندات عادية ذات عائد متغير:** وهي السندات التي تصدر بقيمة إسمية محددة يدفعها المكتتب بالكامل ويحصل على فوائد متغيرة طول فترة القرض، وهذا يكون على أساس ما تحققه المؤسسة من أرباح. كما أن صاحب السند يسترد قيمتها بالكامل عند نهاية مدة القرض¹.

المطلب الثالث: تكلفة رأس المال.

تلجأ المؤسسة في تمويل استثماراتها إلى مصادر التمويل التي تضمن لها أكبر عائد بأقل تكلفة ممكنة، ومن خلال هذا المطلب سنحاول التعرف على تكلفة هذه المصادر.

1- مفهوم تكلفة رأس المال (التمويل):

تمثل تكلفة رأس المال متوسط العائد على المدى الطويل، الذي يتوقع المستثمرين الحصول عليه من استثماراتهم، ولهذا فهو متوسط العائد الذي ينبغي أن نتوقع الشركات سداؤه².

كما يمكن تعريفها على أنها معدل العائد الأدنى من رأس المال المستثمر والذي يضمن المحافظة على قيمة المنشأة بل وتعظيمها³.

كما يمكن أن تعرف بأنها عبارة عن معدل المردودية المفروض على الأصول الاقتصادية التي يتم تمويلها عن طريق كل من الأموال الخاصة والديون⁴.

¹ محمد سعيد عبد العادي، "الإدارة المالية: الاستثمار والتمويل والتحليل المالي"، الطبعة الأولى، دار حامة للنشر والتوزيع، مصر، 2008، ص218.

² برايان كوبان، هيكل رأس مال الشركات، ترجمة دار الفاروق، دار فاروق للنشر، الاردن، الطبعة الأولى، 2006، ص32.

³ نور الدين خبابة، مرجع سبق ذكره، ص506.

⁴ Pierre vernimmer, finance d'entreprise, dalloz, paris, 3eme edition, 1998, p487.

أما رياضيا فتعرف بأنها التكلفة المتوسطة المرجحة بين تكلفة الديون وتكلفة الأموال الذاتية¹. ومن خلال ما سبق، يمكن تعريف تكلفة رأسمال نظريا بأنها معدل العائد الأدنى الذي يجب أن يتحقق في مشاريع المؤسسة والعائد الأدنى الذي يطلبه المستثمرون، أما رياضيا فتكلفة رأس المال تعبر عن المتوسط الحسابي المرجح للتكاليف الناجمة عن مختلف الموارد المالية للمؤسسة وبذلك في تعبر عن تكلفة مصادر التمويل.

2- العوامل المؤثرة في تكلفة التمويل:

تتأثر تكلفة التمويل بمجموعة من العوامل بعضها يخضع لسيطرة المؤسسة بينما يخرج البعض الآخر عن سيطرتها إذ تعمل المؤسسة على التخفيف من حدتها وآثارها السلبية².

2-1-1- المؤثرات التي لا تتحكم فيها المؤسسة:

تتمثل أهم المؤثرات التي تتحكم فيها المؤسسة في:

2-1-1-1- معدلات الفائدة: عبارة عن المعدلات التي تدفع لأصحاب الديون (قروض، سندات) وتتبع على العموم معدلات الفائدة السائدة في الاقتصاد الوطني، حيث يؤدي إلى ارتفاع تكلفة التمويل وذلك من جراء ارتفاع معدلات الفائدة المدفوعة لأصحاب الديون، كما يكون لها تأثير أيضا على تكلفة الأسهم العادية والممتازة.

2-1-1-2- معدلات الضريبة: تحدد عن طريق التشريعات الضريبية للدولة، مما يعني عدم قدرة المؤسسة على التحكم فيها أو تعديلها، ويكون تأثيرها على التكلفة الإجمالية واضحا لكونها تأخذ في عين الاعتبار عند احتساب تكلفة الاقتراض، كما تعطي أفضلية للتمويل بمصدر على حساب آخر في حال صدور تسريبات تقضي بتحديد معدلات منخفضة لضريبة هذا المصدر.

2-2- المؤثرات الخاضعة للمؤسسة:

تتمثل المؤثرات التي تستطيع المؤسسة التحكم فيها وتعديلها حسب ما يناسب أهدافها، وهي:

2-2-1- سياسة التوزيعات: تمثل الأرباح المحتجزة الرصيد المتراكم للأرباح التي لم يتم توزيعها على المساهمين، وتبعاً لذلك فعند مستوى معين من الأرباح المحققة فإن ارتفاع نسبة الأرباح الموزعة يؤدي إلى انخفاض نسبة الأرباح المحتجزة بشكل قد يعرض المؤسسة لنقطة

¹ Aswath damo daran, finance d'entreprise, théorie et pratique, nouveau horizon, Belgique, 2eme édition, 2007,p572.

² عاطف وليم أندراوس، "التمويل والإدارة المالية للمؤسسات"، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006، ص ص425-427.

الانكسار، حيث لا تكفي الأرباح المحتجزة للتمويل احتياجاتها من الموارد الإضافية اللازمة لتنفيذ الاستثمارات الجديدة، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الأموال.

2-2-2- السياسة الاستثمارية للشركة: عند تقدير تكلفة الأموال يتم استخدام معدلات العائد المطلوب على الأرصدة الحالية للأسهم والسندات كنقطة بدء للتقدير، وتعكس هذه المعدلات الخطر المرتبط بأصول المؤسسة الحالية، فتغير السياسة الاستثمارية للمؤسسة ينعكس على تكلفة الاستثمار.

2-2-3- سياسة الشركة بشأن الهيكل المالي: تخطط المؤسسة عادة لهيكل مالي أمثل، ونظرا لاختلاف تكلفة التمويل كل عنصر ودرجة مخاطرته، فإن المؤسسة عندما تقرر تغيير هيكلها المالي يحدث بضرورة تغير على مستوى التكلفة.

3- تقدير تكلفة رأس المال:

بما أن تكلفة رأسمال تمثل المتوسط الحسابي المرجح لتكاليف مصادر التمويل، فإنه يجب تحديد تكلفة كل عنصر من عناصر الهيكل المالية للمؤسسة، ثم حساب تكلفة راس المال.

3-1-1- تكلفة التمويل بالأسهم العادية: يعتبر التمويل بالأسهم العادية من أهم مصادر التمويل في المؤسسة، غير أن هذا التمويل يكلف المؤسسة عائدا يجب أن تدفعه لحملة الأسهم والذي يمثل لها تكلفة.

3-1-1-1- تعريف تكلفة التمويل بالأسهم العادية: تعرف تكلفة التمويل عن طريق الأسهم العادية على أنها العائد الذي يطلبه حملة الأسهم لقاء امتلاكهم له، وتمثل تكلفة التمويل بأسهم العادية رياضيا بمعدل الخصم الذي يستخدمه المستثمرون لحساب القيمة الحالية لتوزيع أرباح السهم الدورية المتوقع توزيعها في المستقبل من قبل المؤسسة¹.

3-1-2- حساب تكلفة الأسهم العادية²: يمكن حساب كلفة الأسهم العادية باستخدام إحدى الطريقتين:

-طريقة الأرباح الموزعة على حملة الأسهم العادية.

-طريقة الأرباح المنسوبة إلى سعر السهم.

¹عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، "الإدارة المالية المتقدمة"، دار البيازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2009، 2009، ص372.

²عبد الستار صياح، سعود العامري، "الإدارة المالية"، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الثالثة، 2007، ص227.

ونظرا لأن الطريقة الثانية غير دقيقة وغير واقعية يفضل استخدام الطريقة الأولى وبموجب هذه الطريقة (طريقة الأرباح الموزعة) يتم حساب كلفة الأسهم العادية وفقا للمعادلة الآتية:

$$100x \left[\frac{\text{الأرباح المتوقعة لكل سهم}}{\text{السوقية القيمة (1-كلفة إصدار السهم)}} \right] = \text{الزيادة المتوقعة في الأرباح الموزعة للسهم}$$

3-2- تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة:

تمثل تكلفة الأسهم الممتازة معدل العائد الذي يرغب حاملو هذه الأسهم التي أصدرتها المؤسسة في الحصول عليه.

3-2-1- حساب تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة: تعبر تكلفة الأسهم عن العائد الذي يطلبه المستثمرون مقابل الاستثمار في المشروع وبالتالي فإن تكلفة الأسهم الممتازة هي عبارة عن نسبة التوزيعات التي يحصل عليها حملة هذه الأسهم إلى سعر السهم الممتاز بعد استبعاد تكاليف الإصدار¹.
وعليه تحسب كالتالي²:

$$\text{تكلفة الأسهم الممتازة} = 100x \frac{\text{الأرباح السنوية المدفوعة للأسهم الممتازة}}{\text{ثمن بيع السهم في السوق} - \text{مصاريف وعمولة السهم سنوية}}$$

3-3- تكلفة الأرباح المحتجزة:

بما أن الأرباح المحتجزة أرباحا قد تحققت، غير أن المؤسسة قررت احتجازها بدلا من توزيعها على المساهمين وذلك لاستخدامها في تمويل الاستثمارات لذا فإن المستثمرين يعتبرون هذه الأرباح كلفة، وتتمثل هذه الكلفة في مقدار العائد الذي كان بإمكانهم الحصول عليه لو ان المؤسسة قامت بتوزيع هذه الأرباح عليهم³.

3-3-1- حساب تكلفة الأرباح المحتجزة:

ونظرا لأن احتجاز الأرباح لا ينطوي على أي مصروفات، فإن تكلفة الاعتماد على هذه الأموال في التمويل تتساوى مع معدل العائد الذي يطلبه الملاك على الاستثمار ويمكن الاعتماد على طريقة لتقدير تكلفة الأموال المحتجزة وتتمثل في:

¹ نهال فريد مصطفى، "مبادئ وأساسيات الإدارة المالية"، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2003، ص279.
² عليان الشريف، رشاد العصار وآخرون، "الإدارة والتحليل المالي"، دار البركة للنشر والتوزيع، الأردن، 2007، ص101.
³ محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، "الإدارة المالية: مدخل لاتخاذ القرارات"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004، ص407.

- نموذج كوردون للتقسيم عن طريق القسائم¹: نظرا لكون احتجاز الأرباح لا ينطوي على أي مصروف لإصدار فإن تكلفة الاعتماد على هذا التمويل سيتم حسابها على أساس سر السهم، وليس على أساس الناتج الصافي من بيع السهم.
- حساب تكلفة الأرباح المحتجزة في غياب الضريبة على التوزيعات: في ظل غياب الضرائب على توزيعات المساهمين، تصبح الصيغة الرياضية لتكلفة الأرباح المحتجزة تحسب وفق المعادلة التالية:

$$\frac{D1}{p0} + g = kr$$

حيث أن:

Kr: هي تكلفة الدنيا لأرباح المحتجزة، لأن القسائم يمكن أن تحصل قيمة أعلى من معدل الفرصة للمستثمرين.

p0: سعر السهم السوقي.

d1: التوزيعات في السنة الأولى.

g: معدل النمو.

- حساب تكلفة الأرباح المحتجزة في حضور الضريبة على التوزيعات: يلعب الجانب الضريبي دورا أساسيا في تقدير تكلفة التمويل بالأرباح المحتجزة، لذا نجد أن تكلفة الأرباح المحتجزة تختلف باختلاف الشرائح الضريبية الذي ينتمي إليها ملاك المؤسسة. فنجد أن تكلفة الأرباح المحتجزة ترتفع إذا كان المساهمون ينتمون إلى شرائح ضريبية منخفضة، لأنهم يخضعون لضرائب أقل على قسائم أرباحهم مما يشجعهم على تفضيل حصولهم على أرباح الشركة بدلا من إبقائها داخل المؤسسة. ويمكن للتغير رياضيا عن تكلفة الأرباح المحتجزة في حضور ضريبة الدخل وفق المعادلة التالية:

$$Kr = (1 - te)kr$$

te = هو معدل الضريبة الهامشي المرجح لكل مساهمي المؤسسة.

k'r = تكلفة الأرباح المحتجزة بعد الضريبة على الدخل.

kr = تكلفة الأرباح المحتجزة قبل الضريبة على الدخل.

¹ سمير محمد عبد العزيز، "اقتصاديات الاستثمار والتحليل المالي"، مكتبة مطبعة الاشعة الفنية، 1997، ص176.

3-4- تكلفة التمويل بالسندات:

يترتب على اصدار السندات تكلفة تتحملها المؤسسة المصدرة وتتضمن تكاليف الإستثمار، رسوم الإصدار، أجور مدير الإصدار... إلخ¹.

3-5- تكلفة التمويل بالمديونية²:

يعتبر كل من نوعية الدين ومعدلات فائدة سندات المؤسسة المقررين الرئيسيين لتكلفة الدين، وهما يتأثران بعوامل مختلفة كالحجم، قطاع النشاط، الرافعة المالية، التدفق النقدي، الربحية وعدد من العوامل النوعية الأخرى، حيث تتمثل تكلفة التمويل بالديون في المؤسسة في تكلفة الاقتراض بعد خصم الضرائب.

حيث أن فوائد القروض من الأعداء التي تتضمنها قائمة الدخل، فإن المؤسسة تحقق من ورائها اقتصادا ضريبيا أو وفرات ضريبية تتمثل في مقدار الفائدة مضروبا في معدل الضريبة.

ومنه يمكن صياغة تكلفة للديون رياضيا كما يلي:

$$Kd = r - (r \times t)$$

تتوقف تكلفة الأموال الخاصة بهذا المصدر على عدة اعتبارات ك شروط الإصدار والسداد وكذلك معدل الفائدة الإسمي والذي يشكل أحد العناصر الأساسية المؤثرة في التكلفة الحقيقية لهذا المصدر³.

في عادة تصدر السندات بقيمة اسمية محددة، وقد يباع في السوق بخصم أقل في قيمته الإسمية، ولربما يباع بعلاوة أي اعلى من قيمته الإسمية، هذا من جانب ومن الجانب الآخر فإن القيمة السوقية للسند قد تختلف عن القيمة الإسمية لاعتبارات كثيرة، الأمر الذي يجعل معدل العائد المطلوب والذي يمثل كلفة الاقتراض عن طريق السندات متباين المقدار وطريقة حسابه مختلفة أيضا.

¹ طارق الحاج، مرجع سبق ذكره ، ص ص 119-120.

² Justin petti m stralegic corporate finance-applicationd in valuation and capital structure, johnviley sons incorated, new jersey, 2007, p14.

³ على حنفي، "التحليل المالي واقتصاديات الإستثمار والتمويل"، دار الكتاب الحديث، الإسكندرية، 2009، ص454.

وبالتالي سوف نقوم بحساب تكلفة السندات في كل من الحالات التالية¹:

$$\frac{1 + [(vn - vm)/n]}{(vn + vm)/2} = k$$

k: تكلفة السندات.

i: الفائدة السنوية.

VM: القيمة السوقية للسند.

VN: القيمة الإسمية للسند.

N: عدد سنوات الاستحقاق للسندات.

• عندما تصدر السندات بنفس القيمة الإسمية:

$$\frac{i}{(vn + vm)/2} = K$$

• عندما تصدر السندات بعلاوة الإصدار يتم في هذه الحالة بيع السندات بقيمة أكبر من قيمتها الإسمية، وذلك عندما يكون معدل الفائدة السائد في السوق اقل من معدل الفائدة على السندات

$$\frac{i - (p/n)}{(vn + vm)/2} = k$$

حيث p: مقدار العلاوة بيع السند التي تعتبر تعويض للمؤسسة عن فرق سعر الفائدة

يتم في هذه الحالة بيع السندات بقيمة أكبر من قيمتها الإسمية، وتتسا عندما يكون معدل الفائدة السائد في سوق أكبر من معدل الفائدة على السندات، لذلك يشير المستثمر السند بأقل من قيمته الإسمية، ويسترده في تاريخ الاستحقاق بنفس قيمته الإسمية، ويعتبر ذلك تعويضا للمستثمر عن فرق سعر الفائدة.

$$\frac{i + (s/n)}{(vn + vm)/2} = k$$

حيث s: مقدار الخصم.

¹ شرابي باية كنزة، "العوامل المحددة لبناء الهيكل المالي للمؤسسة"، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2014/2013، ص ص 64-65.

وبما أن قوانين الضرائب تعتبر الفائدة على الفروض من الأعباء الواجبة الخصم من الوعاء الضريبي وبالتالي فهي تحقق وفرا ضريبيا وبالتالي فإن:

$$\text{التكلفة الحقيقية للسندات} = \text{التكلفة المحسوبة} \times (1 - \text{الضريبة معدل})$$

حيث:

r: معدل الفائدة على الدين.

t: معدل الضريبة على الأرباح.

(r x t): الاقتصاد الضريبي.

ويتبسط العلاقة السابقة فإن تكلفة التمويل بالمديونية تصبح¹: $kd = r(1 - t)$

4- حساب تكلفة رأس المال:

بعد أن قمنا بحساب تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل يجب القيام بحساب التكلفة المرجحة للأموال، والمقصود بالمرجحة هو الحصة النسبية لكل عنصر من عناصر هيكل رأس المال وبالتالي يكون لكل مصدر من مصادر التمويل وزن معين مقابل مصادر التمويل الأخرى. ونظرا أيضا لأن نسبة العناصر المكونة للخليط ليست متساوية كما أن تكلفتها ليست متساوية أيضا، فإنه يصبح من الخطأ استخدام فكرة المتوسط الحسابي البسيط لتقدير تكلفة الأموال، ويصبح استخدام المتوسط الحسابي ضرورة لا مناص منها، ويتم ترجيح تكلفة كل عنصر من عناصر الهيكل المالي عن طريق منحه وزنا يمثل نسبة هذا العنصر إلى مجموع العناصر المكونة لهذا الهيكل والمتمثلة في الأموال الخاصة والديون².

وبالتالي يتم حساب التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال على النحو التالي³:

$$\frac{cp}{cp+d} = kcp \quad \frac{d}{cp+d} = kcp \quad kd(1-t)$$

حيث يمثل:

K_{cpc} : التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال

Cp: قيمة الأموال الخاصة.

¹ عبد الغفار الحنفي، الإدارة المالية: مدخل اتخاذ القرارات، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2007، ص 367.

² منير إبراهيم الهندي، مرجع سبق ذكره، ص 84.

³ شرابي باية كنزة، "مرجع سبق ذكره، ص 73.

d: قيمة الديون.

Kcp: تكلفة الأموال الخاصة معدل المردودية الذي يقابل به المساهمون في رأس مال المؤسسة

Kd: تكلفة الديون

kp(1-t): تكلفة الديون بعد الضريبة.

المبحث الثاني: محددات الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية

قبل التعمق في محددات الهيكل المالي والهيكل المالي الأنسب، نرى أنه لا بد من التعرف على مفهوم الهيكل المالي وهيكل رأس المال. حيث سوف نتناول من خلال هذا المبحث ثلاث مطالب وهي:

✓ المطلب الأول: مفهوم الهيكل المالي ومفهوم هيكل رأس المال.

✓ المطلب الثاني: محددات الهيكل المالي.

✓ المطلب الثالث: الهيكل المالي الأنسب أو الأمثل.

المطلب الأول: مفهوم الهيكل المالي ومفهوم هيكل رأس المال.

• يعرف الهيكل المالي بأنه: "تشكيلة المصادر التي حصلت منها المنشأة على أموال بهدف تمويل استثماراتها"¹.

• ويعرف أيضا على أنه: "تلك التوليفة من الأموال الخاصة والقروض التي تستعملها المؤسسة في تمويل استثماراتها"².

وعليه يمكننا القول أن: الهيكل التمويلي هو ذلك الخليط أو المزيج من الأموال التي تتحصل عليها المؤسسة من أجل تمويل أصولها سواء كانت هذه الأصول من مصادر داخلية أو خارجية، طويلة أو قصيرة المدى.

ولا بد أن نفرق بين المعنى المرتبط بمصطلحين شائعين في هذا المجال، الأول الهيكل المالي الذي يظهر كيفية قيام المؤسسة بتمويل موجوداتها المختلفة وهو ما يعبر عنه بهيكل التمويل

¹ السمانى محمد أحمد عبد الله، إسماعيل عثمان نجيب، "أثر تكلفة التمويل على الهيكل المالي والقيمة السوقية للمنشأة": دراسة حالة الشركة القومية للاتصالات سودايل 2007-2011، مجلة العلوم الاقتصادية، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، كلية الدراسات التجارية، المجلد 15، العدد 2، 2014، ص101.

² Georges Depallens, Jean pière Jobard, Gestion Financière de l'entreprise, 11 ième ed Dunod, 1997, p811.

الفصل الأول: الإطار النظري للرفع المالي

Financial Structure، والثاني هيكل رأس المال الدائم للمؤسسة، والذي يتكون عادة من القروض طويلة الأجل والأسهم الممتازة وحقوق الملكية، ويستبعد جميع أنواع الائتمان قصير الأجل. وعلى هذا الأساس فإن هيكل رأس المال لمؤسسة ما يعد جزءاً من هيكلها المالي.

يشير هيكل التمويل إلى الجانب الأيسر من الميزانية فهو يعبر عن تركيب أو مكونات الأموال التي بموجبها يتم تمويل الموجودات (الجانب الأيمن) من الميزانية¹.

جدول رقم (01): الفرق بين الهيكل المالي وهيكل رأس المال

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

المصدر: جليل كاظم مدلول العارضي، "الإدارة المالية المتقدمة: مفاهيم نظرية وتطبيقات عملية"، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2013، ص378.

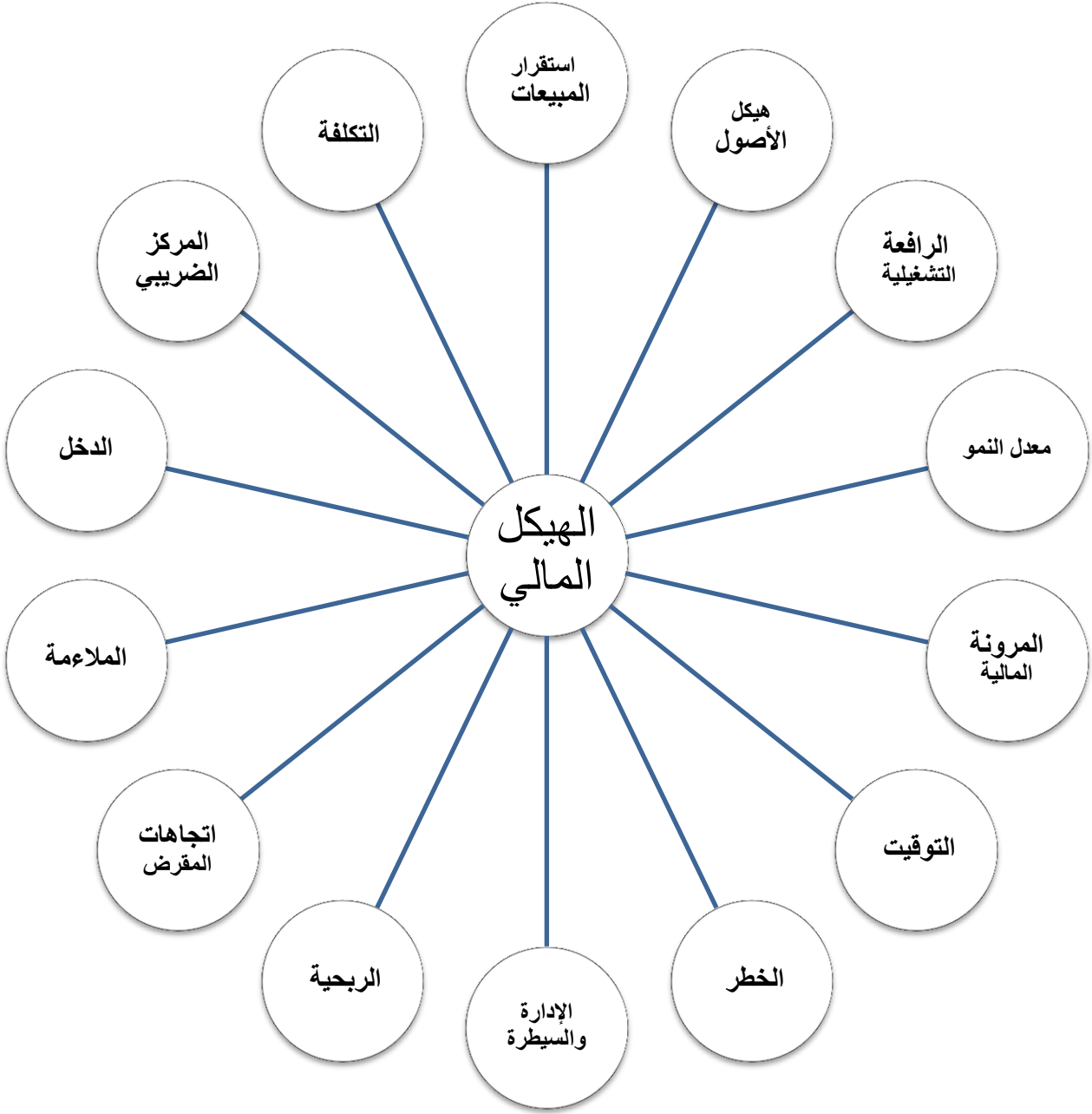
المطلب الثاني: محددات الهيكل المالي

هناك عدة اعتبارات عند تحديد أساليب تمويل الأصول، تختلف باختلاف طبيعة نشاط المؤسسة، مركزها المالي، والمرحلة ضمن دورة الاستغلال التي تمر بها، وكذلك الظروف السائدة في الاقتصاد. هذه الاعتبارات مرتبطة بمجموعة من العوامل الأساسية التي تباشر تأثيرها على القرارات الخاصة بتشكيل الهيكل المالي للمؤسسة.

ومن جملة محددات الهيكل المالي ما يوضحه الشكل التالي:

¹ جليل كاظم مدلول العارضي، "الإدارة المالية المتقدمة: مفاهيم نظرية وتطبيقات عملية"، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2013، ص377.

شكل رقم (01): محددات الهيكل التمويلي



المصدر: من إعداد الطالبتين.

وبذلك ومن خلال الشكل السابق يتضح أن محددات الهيكل التمويلي تتمثل في:

1- استقرار مبيعات المؤسسة: تكون المؤسسة في الجانب الأمين عند استخدامها نسبة مرتفعة من التمويل المنقرض (المديونية) عندما تكون مبيعاتها تتمتع باستقرار نسبي. وعليه فإن المؤسسة التي تعمل ضمن قطاع الخدمات (الكهرباء والماء) تكون أكثر قدرة على استخدام التمويل المنقرض

مقارنة بتلك المؤسسات الصناعية، وأن السبب في التفاوت في استخدام التمويل المقترض يعود إلى استقرار الطلب في الأولى وعدم استقراره في الثانية¹.

2- هيكل الأصول: يؤثر هيكل الأصول على مصادر التمويل بصور عديدة، فالمؤسسات التي تتميز بأن أصولها الثابتة تعيش لفترة طويلة وخاصة في حالة أن الطلب على منتجاتها مؤكد إلى حد كبير، تستخدم القروض طويلة الأجل المكفولة بضمانات معينة بكثافة (المثال على هذا النوع من المؤسسات هو شركات المرافق العامة). ومن ناحية أخرى فإن المؤسسات التي تتكون أغلبية أصولها من ذمم ومخزون والتي تتوقف قيمتها على استمرار تحقيق المؤسسة للأرباح تعتمد بصفة أساسية على القروض قصيرة الأجل وإن كانت تستخدم أيضا القروض طويلة الأجل ولكن بدرجة محدودة (المثال على هذه المؤسسات هو المؤسسات التي تعمل في تجارة الجملة والتجزئة)².

3- الرافعة التشغيلية: في حالة بقاء العوامل الأخرى ثابتة، أي بقائها دون تغيير، فإن المؤسسة ذات الرافعة التشغيلية المتدنية تكون أكثر قدرة على استخدام التمويل المقترض مقارنة بالمؤسسات ذات الرافعة المالية التشغيلية المرتفعة. حيث أن ارتفاع نسبة الكلف الثابتة من مجموع الكلف التشغيلية، التي تتجم عن استخدام التكنولوجيا في عمليات الإنتاج، يؤدي إلى ارتفاع درجة الرافعة المذكورة³.

4- معدل النمو: مع بقاء العوامل الأخرى على حالها، تعتمد المؤسسات التي تتميز بسرعة نموها على التمويل باستخدام القروض بشكل كبير، كما أن ارتفاع تكاليف التمويل بالأسهم مقارنة بتكاليف التمويل بالدين يشجع المؤسسات على زيادة الاعتماد على الاقتراض، بيد أنه في الوقت نفسه قد تواجه مؤسسات النمو السريع في اعتمادها المتزايد على الاقتراض مخاطر أكبر بشكل قد يقلل من رغبتها في اللجوء إلى الاقتراض⁴.

5- المرونة المالية: والمقصود بها قدرة المؤسسة في الحصول على قروض بشروط ملائمة وأسعار مناسبة وبأسعار فائدة معقولة في ظل الظروف المختلفة لأنه من المعروف أن المقرض يبحث دائما عن المؤسسة (المقترض) ذات المركز المالي القوي لضمان حقوقه وخاصة في الظروف الاقتصادية

¹ عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشة، مرجع سبق ذكره، ص 200.

² محمد صالح الحناوي وآخرون، "أساسيات ومبادئ الإدارة المالية"، دون طبعة، المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2007، ص 287.

³ عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشة، مرجع سبق ذكره، ص 200.

⁴ بوربيعة غنية، "محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة"، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، جامعة الجزائر 3، 2011-2012، ص 113.

الرديئة، وعليه فعندما تكون العوامل الأخرى مشجعة على استخدام الدين، والمرونة المالية غير متوفرة، فهذا يعني أن تركيبة رأس المال تكون ذات نسبة منخفضة من التمويل المقترض¹.

6- التوقيت: أن هذا العامل يرتبط ارتباطاً وثيقاً بالمرونة، ويعني التوقيت هو اختيار المؤسسة للوقت المناسب للحصول على الأموال بأقل تكلفة ممكنة وعن طريق الاقتراض أو أموال المكية. وتحقق المؤسسة وفورات كبيرة عن طريق التوقيت السليم لعمليات الاقتراض والتمويل خلال الدورات التجارية².

7- الخطر أو المخاطر المالية: ترتبط هذه المخاطر بقدرة المؤسسة على سداد التزاماتها، حيث أنه كلما زادت المخاطر المالية (عدم قدرتها على السداد) التي تواجهها المؤسسة قل اعتمادها على التمويل باستخدام الاقتراض³.

8- الإدارة والسيطرة: يؤثر التمويل بالاقتراض على مركز وقدرة الإدارة في الرقابة يا يمكنه من التأثير على الهيكل المالي للمؤسسة، فالإدارة إذا كانت في حالة سيطرة تصويتية في المؤسسة ولا يسمح لها بشراء أي أسهم، فسوف تفضل استخدام القروض في تمويل الاستثمارات الجديدة لأن إصدار أسهم جديدة يفقدها السيطرة على المؤسسة. وفي حالة إتسم الوضع المالي للمؤسسة بالضعف فسوف تصدر أسهم جديدة خوفاً من مخاطر عدم القدرة على سداد ديونها ومن ثم التعرض إلى الإفلاس، الأمر الذي قد يعرض المؤسسة إلى مخاطر الاستحواذ والاستيلاء عليها من مستثمرين آخرين. وبالتالي فإن لمعيار السيطرة تأثيراً على شكل الهيكل المالي التمويلي للمؤسسة⁴.

9- الربحية: يرصد البعض في الواقع العملي أن المؤسسات التي تتسم بارفاح معدلات عوائدها على الاستثمار تميل إلى استخدام أقل لمصادر الاقتراض، ورغم أنه ليس هناك تبرير نظري لهذه الحقيقة إلا أن أحد التفسيرات العلمية لذلك هو أن المؤسسات التي تحقق مستويات أرباح مرتفعة جداً كشركة مايكروسوفت لا تحتاج اللجوء إلى التمويل عن طريق الاقتراض في هذه المرحلة. إذ تمكنها الأرباح

¹ عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص 408.

² عبد الحليم كراجه وآخرون، "الإدارة والتحليل المالي: أسس - مفاهيم - تطبيقات"، دون طبعة، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2012، ص 114.

³ شرابي باية كنزة، مرجع سبق ذكره، ص 08.

⁴ سليم مجلخ، وليد بشيشي، "محددات الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية"، مجلة دراسات اقتصادية، جامعة 08 ماي 1945، قالمة، العدد 1، جوان 2019، ص 123.

المرتفعة جدا من أن تخلق مصادر ذاتية التمويل، متمثلة في تدعيم أرصدة أرباحها المحتجزة، تستخدم في تمويل أنشطتها المتنامية¹.

10- اتجاهات المقرض: يلاحظ في غالبية الأحوال أن المؤسسة تناقش هيكلها المالي مع المقرض المحتمل وتعطي وزنا كبيرا لرأيه، وكثيرا ما يرفض المقرض الزيادة غير الطبيعية في نسب الاقتراض لأن ذلك معناه تهديد مصالحه في المؤسسة. فالهيكل المالي إذا لا يتوقف على اتجاهات إدارة المؤسسة أو ظروفها الداخلية فقط، بل أن طرفا خارجيا - وهو المقرض - يلعب دورا هاما في تحديد هذا الهيكل².

11- الملاءمة: إن المقصود بهذا العامل هو الملاءمة بين أنواع الأموال المستخدمة لطبيعة الأصول التي ستقوم هذه الأموال بتحويلها، أي من الأموال التي تحصل عليها المؤسسة يجب أن تكون مناسبة لأنواع الأصول المستخدمة ومتماشية مع طبيعتها. فالأموال طويلة الأجل للاحتياجات طويلة الأجل كسواء الأصول الثابتة مثلا، والأموال قصيرة الأجل لتمويل الاحتياجات قصيرة الأجل مثل الاحتياجات الموسمية³.

12- الدخل أو المتاجرة بحقوق الملكية: إن المدير المالي يستطيع تحسين العائد المتوقع على أموال أصحاب المشروع عن طريق الاقتراض بكلفة أقل من العائد المحقق على الموجودات. حيث يطلق على هذه العملية اصطلاح "المتاجرة بالملكية أو الرفع المالي"، فالمتاجرة بالملكية هي الاستعانة برؤوس أموال الغير لمساعدة رؤوس أموال أصحاب المشروع في تمويل الاحتياجات اللازمة⁴.

13- المركز الضريبي: أحد الأسباب التي تدفع المؤسسة للتمويل من خلال القروض هو أن مدفوعات فوائد هذه القروض تعتبر من التكاليف الواجبة الخصم وصولا للدخل الخاضع للضريبة، حيث أن التكلفة الحقيقية للدين تكون أقل عندما تكون معدلات الضريبة مرتفعة وعليه كلما زادت إمكانية المؤسسة في الحصول على وفر ضريبي زادت رغبتها في الاعتماد على المديونية في التمويل، وبالمقابل في بعض الحالات قد لا تحقق المؤسسة أي وفر ضريبي لكونها غير مطالبة

¹ عاطف وليم أندراوس، مرجع سبق ذكره، ص 405.

² عبد الغفار حنفي، رسمية زكى قرياقص، "أساسيات التمويل والإدارة المالية: مدخل اتخاذ القرار"، دون طبعة، الدار الجامعية، مصر، 2004، ص 154.

³ عبد الحليم كراجة وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 109-110.

⁴ عبد الحليم كراجة وآخرون، المرجع نفسه، ص 111.

بدفع ضريبة بسبب تمتعها بالإعفاء الضريبي أو بسبب تكبدها خسائر رأسمالية أدت إلى انخفاض ربحيتها¹.

14- التكلفة: لا ينبغي على المؤسسة أن تعتمد على المصدر التمويلي (خاصة المديونية) إلا إذغ تحققت من أن العائد يفوق التكلفة المترتبة عليه، لأن هذه التكلفة تمثل أعلى عائد يتوقع الحصول عليه من استثمار ذلك المصدر.²

المطلب الثالث: الهيكل المالي الأنسب أو الأمثل

يمثل الهيكل المالي جميع أنواع وأشكال التمويل سواء ملكية أو اقتراض، من مصادر طويلة، متوسطة أو قصيرة الأجل.

حيث يقع على عاتق المؤسسة الاختيار السليم والأمثل للمصدر التمويلي المناسب وذلك في ضوء أكبر عائد مطلوب وبأقل تكلفة ممكنة.

1- مفهوم الهيكل المالي الأمثل:

يعرف الهيكل المالي الأمثل بأنه ذلك المزيج من التمويل الممتلك (E) والمقترض (D) الذي يجعل المعدل الموزون لكلفة التمويل في أدنى حد ممكن وإذا ما نجحت المؤسسة في تحقيق ذلك تمكنت من تعظيم ثروة المالكين.³

وكذلك تؤثر طريقة التمويل في المؤسسة على ربحيتها، وبالتالي لا بد من اختيار هيكل التمويل المناسب، أي الخليط المتجانس من مصادر التمويل، والذي من خلاله تتمكن الإدارة من تعظيم مستوى ربحيتها وبالتالي تحقيق هدفها المتمثل في تعظيم ثروة الملاك أو تعظيم القيمة السوقية للسهم الواحد.⁴

2- اختيار الهيكل المالي الأمثل:

¹ سليم مجلخ، وليد بشيشي، مرجع سبق ذكره، ص124.

² أنفال حدة خبيزة، "تأثير الهيكل المالي على استراتيجية المؤسسة الصناعية: دراسة حالة مؤسسة المطاحن الكبرى الجنوب -بسكرة"، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2012/2011، ص10.

³ محمد علي إبراهيم الغامري، "الإدارة المالية المتقدمة"، الطبعة الأولى، دار إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص161.

⁴ حمزة محمود الزبيدي، "الإدارة المالية المتقدمة"، الطبعة الثانية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص582.

تختار المؤسسة هيكلها المالي في ضوء العديد من الاعتبارات، ومع تغير هذه الاعتبارات يتغير هيكلها المالي، غير أنه يجب أن يكون لمدى إدارة المشروع دائماً تصور محدد لهيكلها المالي في ضوء هذه التغيرات. فإذا كانت النسبة الفعلية للأموال المقترضة بداخل الهيكل المالي للمؤسسة أقل من النسبة المستهدفة، فإن أي توسعات خاصة بالمؤسسة تستدعي زيادة هيكلها المالي، ويتم ذلك من خلال إصدار سندات أو الاقتراض من البنوك والمؤسسات المالية أما إذا كانت نسبة المدين أعلى من النسبة المستهدفة فإن التمويل الإضافي يتم من خلال أموال الملكية¹.

وتحدد قدرة الاستدانة المؤسسة بنسب الهيكل وقدرة التسديد، فإذا كانت هذه النسبة ضعيفة فإنه على المؤسسة أن تبحث عن وسيلة أخرى غير الاستدانة ولكل مؤسسة يوجد حجم أقصى للاستدانة والذي بعده تصبح الأخطار كبيرة وعلى ذلك يصبح التوازن المالي للمؤسسة محدد بسبب أي ظرف أو حادث تتعرض له.

ومن الأهمية أن يشتمل الهيكل المالي على مزيج تمويلي متناسق من الناحية المالية مع حجم الاستثمارات في الأصول، وهنا يرى البعض أن الاعتماد على مصادر التمويل الذاتية بشكل كبير، وعلى الديون بشكل محدود يضمن الأمان المالي للمؤسسة، إلا أنه لا يساعد على تحقيق مستوى رفيع من الربحية. وأن الحالة المعاكسة قد تؤدي إلى زيادة الربحية. مع عدم تحقيق الأمان نتيجة زيادة درجة المخاطر المالية².

وحتى يمكن تحقيق الأمان والحد من المخاطر المالية، يجب تحقيق معدل عائد على الأصول المستثمرة في الأصول يفوق معدل الفائدة التي يتم دفعها للدائنين، وإلا وقعت المؤسسة في دائرة الفشل المالي. إن اختيار مصدر التمويل لا يجب أن يؤخذ تبعاً لقيود التوازن المالي فقط لكن يجب أن يأخذ في الحسبان هدف المردودية، وذلك أن مصادر التمويل لها تأثيرات جد مختلفة على المردودية.

هنا يجب على المدبر المالي أن يهتم بتأثير مصادر التمويل المستخدمة على قيمة المؤسسة على المدى الطويل والمتوسط. وهذا يتطلب اختيار المؤسسة لهيكل مالي مناسب. والذي يوضع العناصر التي ينبغي أن تعتمد عليها المؤسسة في تمويل موجوداتها، ونسبة كل عنصر فيه، مع الأخذ بعين الاعتبار الموازنة بين العائد والمخاطر الناجمين عن الهيكل المستهدف. أي أن تكون المخاطر الناجمة عن

¹ عاطف وليم أندراوس، مرجع سبق ذكره، ص 401.

² بوربيعة غنية، مرجع سبق ذكره، ص ص 121-122.

استخدام مصدر التمويل منخفضة التكلفة ومتوازنة مع العائد الذي يحققه. والمتمثل في زيادة الربحية، وبالتالي تعظيم قيمة المؤسسة.

ولتحقيق هذا الهدف يجب المفاضلة بين الهياكل التمويلية البديلة والاختيار بينهما، وهذا ما يقتضي قياس العائد والمخاطرة في ظل كل هيكل والعمل على تحقيق التوازن بينهما، كل هذا يؤدي بالمؤسسة إذا كان اختيارها مناسب إلى تعظيم قيمتها في السوق¹.

وبصفة عامة تنطوي سياسة أي مؤسسة بخصوص الهيكل المالي على تحقيق موازنة بين الخطر والعائد، فتزايد الاعتماد على الاقتراض في تمويل أنشطة المؤسسة يرفع من درجة المخاطر التي تتعرض لها المؤسسة ومن ثم جملة الأسهم.

فيما يؤدي من ناحية أخرى إلى ارتفاع معدلات العائد المتوقعة، وتؤدي مستويات الخطر الأعلى إلى انخفاض أسعار أسهم المؤسسة، غير أن معدل العائد المتوقع الأعلى قد يرتفع هذا السعر، وتأسيسا على ما سبق فإن الهيكل المالي الأمثل يجب أن يحقق الموازنة بين العائد والخطر بشكل يعظم من قيمة سهم المؤسسة².

¹ بوربيعة غنية، مرجع سبق ذكره، ص 121-122.

² عاطف وليم أندراوس، مرجع سبق ذكره، ص 402.

المبحث الثالث: أثر الرافعة المالية على الوضعية المالية للمؤسسة الاقتصادية

يعتبر الربط بين الرافعة المالية وعلاقتها بنتائج الأداء المالي للمؤسسات ذو أهمية بالغة لأن تحليل الرفع المالي يمكن من معرفة ما إذا كانت المؤسسة قادرة على تحقيق أرباح تغطي تكاليف الاقتراض. لذلك سنتطرق في هذا المبحث إلى تعريف الرافعة المالية وأهميتها ونسب قياسها وتبيين تأثيرها على الوضعية المالية للمؤسسة الاقتصادية.

المطلب الأول: مفهوم الرافعة المالية وأهميتها

1- مفهوم الرفع المالي:

يعرف الرفع المالي بأنه مدى أو نسبة الزيادة في الأرباح نتيجة استخدام أموال الغير (الاقتراض) في عمليات المؤسسة من أجل تمويل الاحتياجات المالية في المؤسسة¹.

الرفع المالي هو الاستعانة بأموال الآخرين لتحقيق أرباح إضافية يستفيد منها ملاك الشركة، لذا فهو يعتمد على الاقتراض لتمويل عمليات المؤسسة بغية تحقيق عائد يترتب عليه زيادة أرباح الملاك².

ويعرف أيضا بأنه اعتماد المؤسسة على الاقتراض من المؤسسات المالية لسد احتياجاتها المالية وبالتالي تكون التكاليف الثابتة لديها في حالة متدنية او مدفوعة، أما إذا كانت المؤسسة تطرح أسهما ممتازة لسد هذه الاحتياجات، فإن التكاليف الثابتة هنا هي أرباح الأسهم الممتازة التي ستقوم المؤسسة بدفعها إلى المساهمين الممتازين³.

إذن يمكن أن نستخلص بأن الرفع المالي هو مدى الاعتماد على الاقتراض الثابت الكلفة لتمويل عمليات المؤسسة.

¹ شقر عامر، أيمن الشنطي، "الإدارة والتحليل المالي"، دون طبعة، دار البداية، عمان، 2004، ص229.

² بداح محمد السبيعي، "العلاقة بين الرفع المالي والعائد على الاستثمار من شركات المساهمة العامة الكويتية"، رسالة مقدمة للحصول على شهادة الماجستير، تخصص محاسبة، قسم المحاسبة، جامعة الشرق الأوسط، الكويت، 2012، ص15.

³ بسام محمد الأغا، "أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار"، مذكرة ماجستير في العلوم التجارية، غزة، 2012، ص80.

2- أهمية أثر الرافعة المالية:

إلى أمد غير بعيد من القرن الماضي وبالضبط خلال سنة 1960 اعتمدت في المؤسسات استراتيجية التسرب، مفاده تحقيق أعلى نمو، وتتسم هذه الأخيرة بخاصيتين¹:

- الحث على تقوية الاستثمار من أجل رفع حجم وسائل الصناعة.
 - هامش ربحي صغير لاكتساب ميزة تنافسية في السوق وتحقيق أعلى معدل دوران وسائل الانتاج.
- تسعى هذه الاستراتيجية لتحقيق هامش ربحي صغير مقابل توسيع قاعدة الاستثمارات وبالتالي مردودية اقتصادية قليلة، مما يجعل المؤسسة في حاجة إلى التمويل الذاتي متجهة إلى الاستدانة البنكية للرفع من مردودية الأموال الخاصة من خلال ميكانيزم أثر الرافعة المالية تحت شرط انخفاض القيمة الحقيقية لتكلفة الاستدانة أو كونها سالبة، خصوصا في أوقات التضخم.

وفي مطلع الثمانينات، إبان العمل بالقيمة الحقيقية للنقود (بعد إزالة أثر التضخم) تمكنت عدة مؤسسات من رفع مردودية أموالها الخاصة بفضل تخفيض الاستدانة، وهذا لن يتأتى إلا من خلال تحقيق مردودية اقتصادية كبيرة، وهو التوجه الذي تبنته مؤسسة Peugeot خلال العقد الماضي من الزمن، وعليه فالرافعة تبين وتحدد مصدر مردودية الأموال الخاصة وتقيس الأداء العملي (Performance Opérationnelle) ويساعد أيضا التوجه على تبني الهيكل المالي الأنسب.

3- مزايا وعيوب الرفع المالي:

للرفع المالي مجموعة من المزايا والعيوب سنحاول ذكرهم في النقاط التالية²:

3-1- مزايا الرفع المالي: يحقق الرفع المالي إذا ما تم في ظل عائد على الموجودات أعلى من

تكلفة الاقتراض المميزات التالية:

- تحسين العائد على حقوق المساهمين نتيجة الفرق بين تكلفة الاقتراض ومردود الاستثمار؛
- المحافظة على السيطرة في المؤسسة لأن الدائنين لا صوت لهم في الإدارة؛

¹ دادن عبد الغني، "قراءة في الأداء المالي والقيمة في المؤسسات الاقتصادية"، مجلة الباحث، عدد 04، 2006، ص45.

² مفلح محمد عقل، "الإدارة المالية والتحليل المالي"، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، 2006، ص ص400-401.

- عدم مشاركة الآخرين في الأرباح المحققة (عدا ما يدفع في شكل فوائد للمقرضين).
- الاستفادة من ميزة كون الفوائد قابلة للتتزيل من الضريبة.

- في فترات التضخم يتم اقتراض الأموال ذات قوة شرائية عالية وإعادتها بأموال ذات قوة شرائية أقل؛
- الاقتراض بحكمة يمكن المؤسسة من بناء سمعة في الأسواق المالية، وهذا أمر هي بحاجة إليه دائما خاصة عندما تحتاج إلى مزيد من الاقتراض.

3-2- عيوب الرفع المالي: في مقابل هذه المجموعة من الميزات هناك مجموعة أخرى من

السلبات إذا ما تم الرفع المالي في ظل عائد على الموجودات أقل من تكلفة الاقتراض، وهي كما يلي:

- انخفاض العائد على حقوق المساهمين نتيجة لكون مردود الاستثمار أقل من تكلفة الاقتراض؛
- احتمال تدخل الدائنين وسيطرتهم على المؤسسة؛
- في فترات انخفاض التضخم يتم الوفاء بأموال قوتها الشرائية أفضل من القوة الشرائية للأموال المقترضة؛
- قد يؤدي التأخر في الوفاء إلى إيذاء سمعة المؤسسة الانتمائية والحد من قدرتها على الاقتراض.

4- نسب الرفع المالي:

تهتم الإدارة المالية في معرفة أثر استخدام المديونية في هيكل تمويل الاستثمارات، لذلك تلجأ إلى هذه المجموعة من النسب لتحقيق ثلاث غايات هي:

- ✓ تعزيز نظرة الدائنين إلى حق الملكية، أو الأموال التي يوفرها الملاك، من أنها توفر لهم حد الأمان لتسديد ما بذمة الشركة عند الاستحقاق؛
- ✓ عندما يزداد تمويل الشركة بالمديونية فإن الملاك يستطيعون السيطرة على الإدارة باستثمارات قليلة؛
- ✓ إذا ما حققت شركة الأعمال أرباح تفوق كلفة المديونية ممثلة بالفوائد فإن العائد على حق الملكية (أو ربحية السهم الواحد) سوف يزداد، ولذلك فإن نسب المديونية تتحكم فيها رغبتين متعارضتين، رغبة الملاك الذين يفضلون زيادة اعتماد الإدارة المالية على مصادر التمويل المقترضة، أملا في

زيادة الأرباح على حق الملكية، ورغبة المقرضين الذين يميلون إلى نسبة اقراض أقل خوفا من تعرض الإدارة المالية في الشركة إلى احتمالات عدم تسديد قروضهم أو فوائد تلك القروض¹.
وأهم نسب هذه المجموعة هي:

4-1- نسبة القروض إلى مجموع الأصول:

يتم حساب هذه النسبة بقسمة مجموع القروض (مجموع الخصوم المتداولة وغير المتداولة) على مجموع الأصول. ويطلق على هذه النسبة أحيانا نسبة الاقتراض، وتعطى هذه النسبة مؤشرا للمدى الذي ذهبت إليه المؤسسة في تمويل أصولها بأموال الغير.
و تحسب وفق العلاقة الآتية:

$$\text{نسبة الاقتراض} = \text{مجموع القروض} / \text{مجموع الأصول}^2.$$

4-2- معدل تغطية الفائدة:

يتم حساب هذه النسبة بقسمة الإيراد قبل الفائدة والضريبة (إجمالي الدخل) على مجموع الفوائد. وتقيس هذه النسبة المدى الذي يمكن أن تخفضه الإيرادات قبل أن يفقد المشروع قدرته على مقابلة الفائدة المستحقة. وتحسب وفق العلاقة التالية:
معدل تغطية الفائدة = إجمالي الدخل / الفوائد.

$$= \text{(الربح قبل الضريبة + الفوائد)} / \text{الفوائد}^3.$$

4-3- نسبة الاقتراض (الديون) إلى حقوق الملكية: وتقيس هذه النسبة مدى مساهمة الدائنين في تمويل الأصول مقارنة مع حقوق الملكية وعادة ما يفضل الدائنون أن تكون هذه النسبة غير مرتفعة لأن انخفاضها يمثل وقاية يتمتع بها الدائنون في حالة التصفية. وتحسب كما يلي:

¹ حمزة محمود الزبيدي، "أساسيات الإدارة المالية"، دون طبعة، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2001، ص92.
² منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، طبعة ثالثة منقحة، المكتب العربي الحديث، مصر، 1996، ص ص59-60.

³ عبد العزيز النجار، "أساسيات الإدارة المالية"، دون طبعة، الناشر المكتب العربي الحديث، مصر، 2007، ص44.

نسبة الاقتراض إلى حقوق الملكية = الاقتراض (مجموع الالتزامات للغير) / حقوق الملكية¹.

4-4- معدل تغطية الأعباء الثابتة: تكمل هذه النسبة معدل تغطية الفائدة، حيث أنها تأخذ في الاعتبار المشاكل التي يمكن أن يتعرض لها المشروع في حالة فشله في سداد أقساط الإيجار أو عجزه عن الوفاء بمدفوعات الفائدة أو توقفه على دفع مرتبات العاملين...إلخ. وتحسب كما يلي:

معدل تغطية الأعباء الثابتة = صافي الربح قبل الفائدة / الأعباء الثابتة².

4-5- درجة الرفع المالي:

تعرف درجة الرفع المالي بأنها التغير النسبي في ربحية السهم نتيجة للتغير في الأرباح التشغيلية أو الأرباح قبل الفوائد والضرائب، وبما أن ربحية السهم الواحد ثابتة نسبياً خلال فترة التقييم فإن العلاقة التي تقيسها درجة الرفع المالي هي بين صافي الدخل من جهة والأرباح قبل الفوائد والضرائب من جهة أخرى، وتحسب درجة الرافعة المالية بالعلاقة التالية³:

درجة الرفع المالي = التغير النسبي في الأرباح بالأسهم / التغير النسبي قبل الفوائد والضريبة.

= الأرباح قبل الفوائد والضريبة / (الأرباح قبل الفوائد والضريبة - الفوائد).

تكون الرافعة المالية مرغوبة عندما يزداد عائد الأصول عن تكلفة القرض، وكلما ارتفعت الرافعة المالية ارتفع العائد على حقوق الملكية.

تكون الرافعة المالية غير مرغوبة إذا ما كان عائد الأصول أقل من تكلفة القرض، وعليه فالرافعة المالية غير مرغوبة في الحالات الاقتصادية السيئة.

¹ مؤيد عبد الرحمن الدوري، حسين محمد سلامة، "أساسيات الإدارة المالية"، الطبعة الأولى، دار الرياء للنشر والتوزيع، الأردن، 2013، ص122.

² سمير محمد عبد العزيز، "اقتصاديات الاستثمار والتمويل والتحليل المالي"، دون طبعة، مكتبة الإشعاع للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، 1998، ص242.

³ عدنان تايه النعيمي، راشد فؤاد التميمي، "التحليل والتخطيط المالي: اتجاهات معاصرة"، اليازوري للنشر والتوزيع، دون طبعة، عمان، 2008، ص ص340-341.

المطلب الثاني: المردودية وأثر الرفع المالي

تعتبر المردودية أداة لقياس الفعالية الاقتصادية للنشاط، وذلك لكونها معيارا لاتخاذ القرارات المالية، هذه الأخيرة التي تتطلب دراسة جيدة، خاصة عند تحديد مصادر التمويل سواء التمويل بحقوق الملكية أو التمويل بالاقتراض الذي ينتج عنه ما يسمى بالرفع المالي، هذا الأخير لديه تأثير كبير على مردودية المؤسسة وهو ما يعرف بأثر الاستدانة أو أثر الرفع المالي.

1- مفهوم وحساب أثر الرفع المالي:

من أجل حساب أثر الرفع المالي وتحديد مفهومه نجري الفرق بين المردودية الاقتصادية والمردودية المالية.

1-1 مفهوم المردودية الاقتصادية: تسمح المردودية بتقدير النتيجة المتحصل عليها فيما يتعلق

بالأصول الاقتصادية ورأس المال المستثمر، وبمعنى آخر الغرض من قياس المردودية الاقتصادية يتجلى في المقارنة بين التكاليف في عمليات الاستثمار والاستغلال¹.

هي العلاقة بين النتيجة الاقتصادية التي تحققها المؤسسة ومجموع الأموال التي استعملتها، 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 مضافا إليها احتياج رأس المال العامل للتعبير عن الأموال المستعملة لتحقيق النتيجة الاقتصادية².

وعليه يمكننا القول أن المردودية الاقتصادية هي عبارة عن العلاقة أو النسبة بين النتيجة التي حققتها المؤسسة والأموال التي استخدمتها في ذلك.

وتحسب وفق العلاقة التالية:

$$\text{معدل المردودية الاقتصادية (Re)} = \text{نتيجة الاستغلال بعد الضريبة} / \text{الأصول الاقتصادية}$$

¹ ميلودة ميلي، "أثر الرفع المالي على مردودية الأموال الخاصة ودرجة المخاطرة"، مذكرة لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2012-2013، ص 03.

² عادل عشي، "الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية: قياس وتقييم"، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص تسيير المؤسسات الصناعية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2001-2002، ص 83.

$$Re = Rexp(1-t) / AE$$

1-2- مفهوم المردودية المالية: في إطار اقتصاد السوق، على المؤسسة تحقيق مردودية مرتفعة

حتى تستطيع أن تمنح المساهمين أرباحا كافية، تمكنهم من تعويض المخاطر المحتملة التي يمكن أن يتعرضوا لها نتيجة مساهمتهم في رأس مال المؤسسة¹.

وتعرف كذلك بمردودية الأموال الخاصة؛ تهتم المردودية المالية بإجمالي أنشطة المؤسسة وتدخل في مكوناتها كافة العناصر والتدفقات المالية، حيث تأخذ النتيجة الصافية من جدول حسابات النتائج والأموال الخاصة من الميزانية².

وعليه يمكننا القول أن المردودية المالية تهدف إلى مقارنة الربح الصافي المحقق من حجم الأموال الخاصة الذي خصص لتمويل الاحتياجات المالية للمؤسسة.

وتحسب وفق العلاقة التالية:

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

$$Rcp = Rnet / Cp$$

واعتمادا على التعريف المقدم لكلا المفهومين السابقين يمكن تعريف أثر الرافعة المالية على أنها الفرق بين المردودية المالية والمردودية الاقتصادية بعد الضريبة، فهي تقيس تأثير القرارات المالية على المردودية الاقتصادية بمدى تأثير المردودية المالية بذلك³.

2- مبدأ أثر الرفع المالي:

يقوم مبدأ أثر الرافعة المالية على مبدأ بسيط، فهو نتاج المرونة المكافئة المخصصة لرأس المال الخارجي عن المؤسسة (أي الديون)، فإذا كانت مردودية الأصول تتجاوز التكاليف المالية المدفوعة للمقرضين يكون هذا الفائض في فائدة المساهمين، حيث نكون أمام حالة أثر رافعة مالية إيجابي، أما في

¹ مليكة زغيب، ميلود بوشنيقر، "التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد"، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010، ص 88.

² إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، "التسيير المالي: الإدارة المالية: دروس وتطبيقات"، الجزء الأول، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2011، ص 283.

³ إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، "التسيير المالي: الإدارة المالية - أجوبة - تمارين وحلول"، الجزء الثاني، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2011، ص 216.

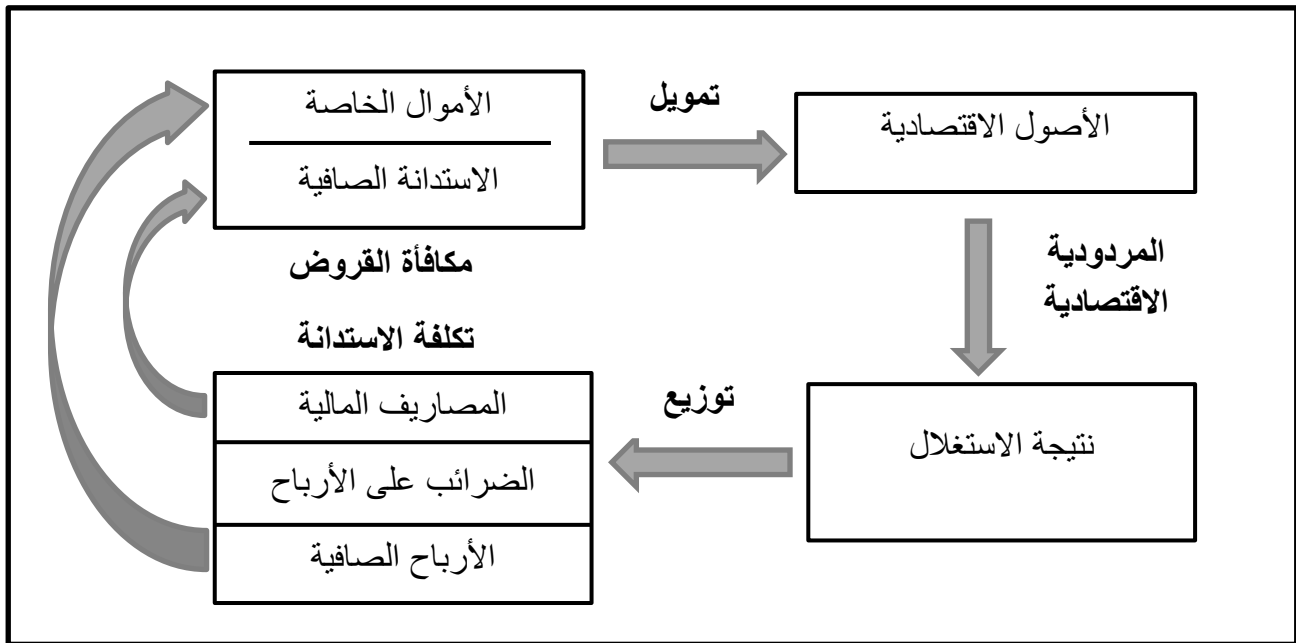
الفصل الأول: الإطار النظري للرفع المالي

الحالة العكسية أي إذا كانت هذه المردودية غير كافية من أجل تغطية التكاليف تتخضع مردودية المساهمين ويصبح أثر الرافعة المالي سلبى¹.

إذا يمكننا تفسير أثر الرافعة المالية بمعدل مردودية الأموال الخاصة بدلال معدل مردودية الأصول الاقتصادية وتكلفة الدين.

بهدف التبسيط سوف نعتبر في منهجيتنا أن الأموال المستخدمة في مجملها تأخذ إما شكل الأموال الخاصة أو شكل الاستدانة، هذه الأموال هي أموال مستثمرة في شكل أصول ينتظر منها توليد نتائج. كما هو مبين في الشكل التالي:

شكل رقم (02): توزيع الثروة في المؤسسة



المصدر: إلياس بن ساسي، يوسف قرشي، الجزء الأول، مرجع سبق ذكره، ص 285.

فمجموع الأموال المقدمة من قبل المقرضين والمساهمين يمول جميع الاستخدامات أي الأصول الاقتصادية، هذه الاستخدامات تولد نتائج توزع بدورها على التكاليف المالية (مكافأة المقرضين) والنتيجة قبل الضريبة التي تعود إلى المساهمين.

في نهاية الأمر عندما نقارن بين مردودية الأموال الخاصة والمردودية الاقتصادية (قبل الضريبة من أجل التجانس) نجد أن الفرق يعود إلى أثر الهيكل المالي. ومنه يمكننا أن نعرف الفرق بين مردودية

¹ إلياس بن ساسي، يوسف قرشي، الجزء الأول، مرجع سبق ذكره، ص 284-285.

الأموال الخاصة والمردودية الاقتصادية بعد الضريبة بأنه أثر رافعة الاستدانة أو بعبارة أخرى أثر الرافعة المالية.

3-الصيغة الرياضية لأثر الرافعة المالية:

للضريبة أثر واضح في حساب أثر الرافعة المالية حيث أن اللجوء إلى الاستدانة يؤدي إلى تقليل الوعاء الضريبي وهذا لأن الفوائد تطرح من الأرباح قبل حساب الضرائب، فالمؤسسات التي تدفع معدل مرتفع تفضل مثلا التمويل بالاقتراض بدلا من التمويل عن طريق الأموال الخاصة، لأن الوفر الضريبي لهذه المؤسسة سيكون أكبر.

نعتبر خلال تحليلنا أن أي نتيجة هي بعد الضريبة (نتيجة الاستغلال، النتيجة المالية والنتيجة الصافية) مع الإشارة إلى أن التحليل سيظل نفسه إذا اعتبرنا أن كل النتائج هي قبل الضريبة¹.

يمكن تحديد علاقة أثر الرافعة المالية انطلاقا من المعطيات التالية²:

Re: نتيجة الاستغلال، Rnet: النتيجة الصافية، Re: المردودية الاقتصادية

Rcp: مردودية الأموال الخاصة، Cp: الأموال الخاصة، D: الاستدانة

i: تكلفة الاستدانة، IS: معدل الضريبة على أرباح الشركات.

لدينا ما يلي؛ تحدد النتيجة الصافية بدلالة نتيجة الاستغلال.

$$Rnet = (Re - i.D) (1 - IS)$$

وبقسمة طرفي المعادلة السابقة على الأموال الخاصة Cp نجد:

$$\begin{aligned} Rcp &= \frac{Rnet}{Cp} = \frac{(Re - i.D)(1 - IS)}{Cp} \\ &= \frac{(Re - i.D)(1 - IS)}{Cp + D} \cdot \frac{Cp + D}{Cp} \\ &= \left[Re \cdot \frac{Cp}{Cp} + Re \cdot \frac{D}{Cp} - i \cdot \frac{D}{Cp} \right] \cdot (1 - IS) \end{aligned}$$

وبالتالي يمكن صياغة أثر الرافعة المالية رياضيا كالتالي:

¹ ميلودة ميللي، مرجع سبق ذكره، ص 15.

² إلياس بن ساسي، يوسف قرشي، الجزء الأول، مرجع سبق ذكره، ص 286-288.

$$Rcp = \left[Re + (Re - i) \frac{D}{Cp} \right] \cdot (1 - IS)$$

حيث:

(Re-i): الهامش بين المردودية الاقتصادية وتكلفة الاستدانة؛

D/Cp: الرافعة المالية وتقيس تركيبة الهيكل المالي؛

(Re-i)D/Cp: أثر الرافعة المالية.

فيكون لدينا: مردودية الأموال الخاصة = المردودية الاقتصادية + أثر الرافعة المالية.

وعليه: أثر الرافعة المالية = المردودية المالية (أموال خاصة) - المردودية الاقتصادية.

4- حالات أثر الرافعة المالية:

يتجلى الهدف من حساب الرفع المالي في دراسة أثر الاستدانة على المردودية المالية، حيث قد يكون للاستدانة أثر إيجابي على المردودية المالية. كما لا يمكن أن يصل الأثر السلبي له، هذا يختلف من مؤسسة إلى أخرى، ويتم توضيح ذلك من خلال الحالات التالية:

4-1- حالة المؤسسة عديمة الاستدانة: وهذا يعني أن المؤسسة تقوم بتمويل نشاطها بأموالها

الخاصة دون اللجوء إلى الاستدانة الخارجية، وفي هذه الحالة صياغة أثر الرافعة المالية تكتب بالشكل التالي:

$$Rcp = Re \cdot (1 - IS) \longrightarrow D=0$$

ويتبين في هذه الحالة أنه لا يوجد أثر للرافعة المالية، حيث تتساوى مردودية الأموال الخاصة

مع المردودية الاقتصادية بعد اقتطاع الضريبة على الأرباح.

4-2- حالة المؤسسة المستدينة: تعد الاستدانة من أهم مصادر التمويل، كما أنها تساهم في

تحسين مستويات المردودية المالية، الأمر الذي يؤدي إلى تحقيق نمو للقدر على التمويل الذاتي،

لكن من الضروري مراقبة مستويات الاستدانة. وهذا ما نحاول تحقيقه من خلال دراسة أثر الرافعة

المالية، هنا يجب التمييز بين ثلاث حالات يمكن أن تقع فيها المؤسسة¹:

4-2-1- حالة المردودية الاقتصادية أعلى من معدل الفائدة (Re > i):

$$(Re - i) > 0 \implies Rcp - Re = (D/Cp) \cdot (Re - i) > 0$$

أي أن زيادة اللجوء للاستدانة يؤدي إلى زيادة مردودية الأموال الخاصة.

¹ درغوم عبد الرحمن، "دراسة أثر الرفع المالي على المردودية المالية"، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر في العلوم

المالية والمحاسبة، تخصص مالية المؤسسة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2015-2016، ص 09.

4-2-2- حالة المردودية الاقتصادية أقل من معدل الفائدة ($Re < i$):

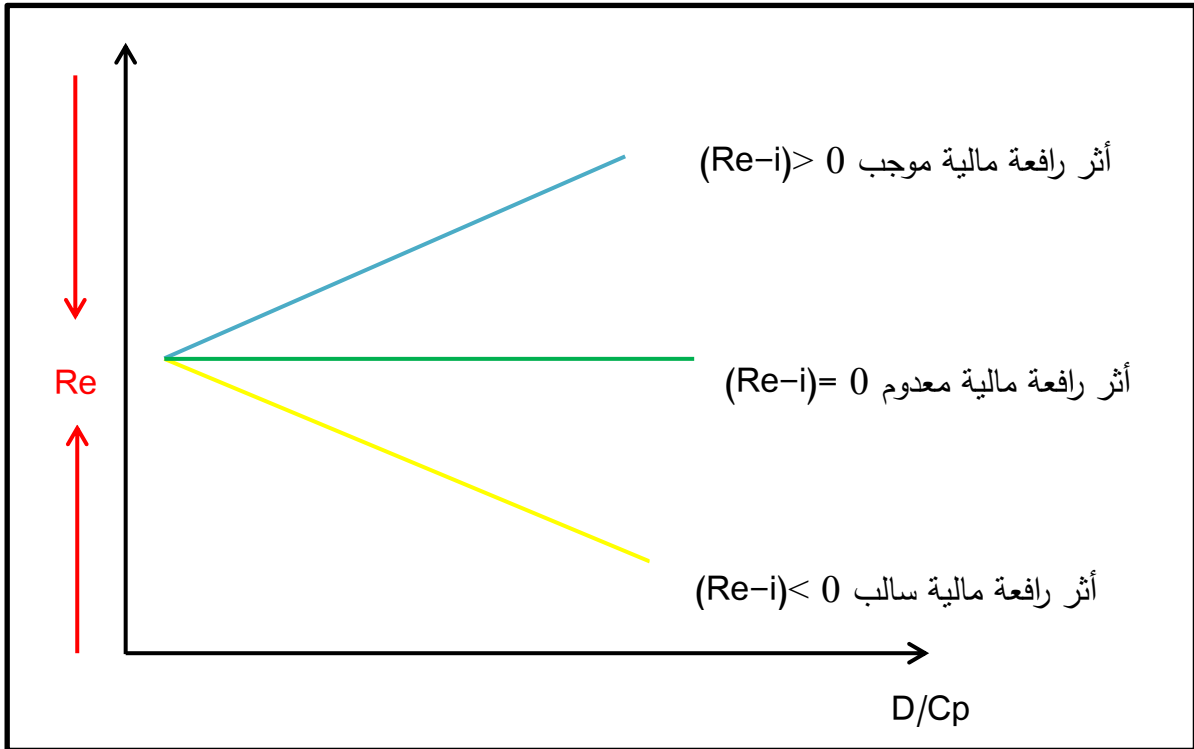
$$(Re-i) < 0 \Rightarrow R_{cp} - Re = (D/Cp).(Re-i) < 0$$

أي أن مردودية الأموال الخاصة تنخفض بزيادة اللجوء إلى الاستدانة وذلك بسبب ارتفاع المصاريف المالية.

4-2-3- حالة المردودية الاقتصادية تساوي معدل الفائدة ($Re = i$):

هذه الوضعية تؤدي إلى تحييد أثر الرافعة المالية، وحينها تتوحد دلالة كل من الأموال الخاصة والمردودية الاقتصادية بعد الضريبة. وهي نفس حالة انعدام الاستدانة¹.

شكل رقم (03): الحالات المحكمة لأثر الرافعة المالية على مردودية الأموال الخاصة



المصدر: ميلودي ميلي، مرجع سبق ذكره، ص 53.

المطلب الثالث: علاقة الرفع المالي بالمخاطر المالية

ترتبط المخاطر المالية باختيار المؤسسة للمزيج الذي يكون هيكلها المالي، فقد ينجم عن الرفع المالي ارتفاع في درجة المخاطرة التي يتعرض لها المساهمون والمؤسسة معاً.

¹ صويلح سلوى، "أثر الرافعة المالية في تشخيص الخطر المالي للمؤسسة الاقتصادية"، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، جامعة الصديق بن يحيى، جيجل، 2017-2018، ص ص 48-49.

لذلك تسعى المؤسسة إلى تعظيم قيمتها عن طريق الموازنة بين العائد المتوقع والمخاطر التي يتعرض لها هذا العائد.

1- الرفع المالي وعلاقته بالمخاطر المالية:

قبل التطرق إلى أثر الرافعة المالية وعلاقتها بالمخاطر المالية سنقوم أولاً بعرض معنى المخاطر المالية التي يمكن أن تتعرض لها المؤسسة. يقصد بها تلك المخاطر التي تتعرض لها جملة الأصول المالية، تظهر في المؤسسة عادة عند اعتمادها على مصادر التمويل المختلفة (قروض، أسهم...); مصدر هذه المخاطر المالية الخسائر المحتملة في الأسواق المالية نتيجة تقلبات المتغيرات المالية، وتكون هذه المخاطر في العادة مصاحبة لنظام الاستدانة (الرافعة المالية)، حيث أن المؤسسة المالية تكون في وضع مالي لا تستطيع فيه مقابلة التزاماتها من أصولها الجارية¹. وتعرف أيضاً على أنها احتمال الانحراف عن الطريق الذي يوصل إلى نتيجة متوقعة أو مأمولة². فقد عرفت إدارة المخاطر من طرف معهد إدارة المخاطر (IRM) على أنها: "الجزء الأساسي في الإدارة الاستراتيجية لأية مؤسسة؛ فهي عبارة عن الاجراءات التي تتبناها المؤسسات لمواجهة الأخطار المتعلقة بأنشطتها، بهدف تحقيق المزايا المستدامة من كل نشاط³. مما سبق نستخلص أن المخاطرة المالية هي تلك المخاطر الإضافية التي تتحملها المؤسسة نتيجة اعتمادها على القروض وما ينجم عن هذا الأخير من تكاليف الاقراض وعدم القدرة على السداد.

1-1- العلاقة بين الرفع المالي والمخاطرة المالية:

كلما اعتمدت المؤسسة على مصادر ذات تكلفة ثابتة (الاستدانة) في تمويل أصولها كلما تأثرت المردودية المالية ودرجة المخاطرة، أي وجود علاقة طردية بين المخاطر التي تتعرض لها المردودية المالية والاعتماد على الاستدانة في التمويل، فكلما زادت المؤسسة من استخدام الاستدانة زادت تقلبات المردودية المالية والعكس صحيح.

لذا سنقوم بقياس الخطر المالي بالاعتماد على الانحراف المعياري ومعامل الاختلاف.

¹ حطاطش عبد السلام، شوار حمزة، "تحليل أثر معيار الرفع المالي لبازل على التحكم في المخاطر المالية بين المصارف التقليدية المصارف الإسلامية"، مجلة تنمية الموارد البشرية، العدد 2، المجلد 07، الجزائر، 2016، ص208.

² عزمي سلام أسامة، "إدارة الخطر والتأمين"، دار حامة للنشر والتوزيع، الأردن، ص20.

³ سعاد شكري معمر، فضيلة زاوي، "دور إدارة المخاطر المالية والإنذار المبكر في التنبؤ بالفشل المالي للمؤسسة"، مجلة محاسبة التدقيق المالي، العدد الثاني، المجلد 02، الجزائر، 2020، ص73.

1-1-1- الانحراف المعياري: يقيس الانحراف المعياري درجة الانحراف في المردودية المالية عن وسطها الحسابي، أي أنه كلما كانت درجة الانحراف المعياري صغيرة دل ذلك على انخفاض درجة المخاطرة؛ والعكس عند ارتفاع درجة الانحراف المعياري، وتوضح المعادلة التالية كيفية قياس المخاطرة باستخدام هذا المقياس:

$$\delta = \sqrt{\sum_{i=1}^n p_i (x_i - E(x))^2}$$

حيث:

δ : الانحراف المعياري؛

x_i : قيمة التدفق (الحاد) المرتبط بالحالة الاقتصادية أي العائد المحتمل للسهم؛

$E(x)$: القيمة المتوقعة أو المتوسطة (الوسط الحسابي) للفوائد أي القيمة المتوقعة للعوائد المحتملة؛

p_i : احتمال تحقق الظروف الاقتصادية أي احتمال العائد.

بما أن الانحراف المعياري يقيس التذبذب (التغير) في العوائد التي نستطيع من خلالها تحديد الخطر، فكلما كان الانحراف المعياري أعلى كانت المخاطرة المالية أكبر والعكس أي في حالة اعتماد المؤسسة على قروض واستدانة أكثر كلما زادت عوائد الأصل الاستثماري المتوقع وزاد الانحراف المعياري، وبالتالي ترتفع المخاطرة المالية ونستنتج من ذلك أن استعمال الرافعة المالية يؤدي إلى زيادة المخاطر المالية¹.

1-1-2- معامل الاختلاف: يكون الانحراف المعياري مناسباً للمخاطرة عند المقارنة بين رقمين تكون المردودية المتوقعة بينهما متساوية، ولكن عند اختلافهما يكون معامل الاختلاف هو المناسب حيث يقيس درجة المخاطرة لوحده من العائد، ويحسب بالطريقة التالية²:

$$Cv = \frac{\delta i}{E(x)}$$

¹ سلماني عادل، دراسة العلاقات بين العائد والمخاطرة على أدوات الاستثمار في سوق رأس المال الإسلامي: دراسة حالة ماليزيا، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2013/2014، ص 187.

² قرميط حمزة، أثر مخاطر سعر الصرف على أداء محفظة الأوراق المالية، مذكرة لنيل شهادة ماستر أكاديمي في مالية الكمية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2014/2015، ص 09.

حيث:

Cv: معامل الاختلاف؛

δi : الانحراف المعياري للسهم؛

E(x): المردودية المتوقعة للسهم.

Cv > 1: مخاطر منخفضة؛

Cv < 1: مخاطر مرتفعة.

وبالرجوع إلى العلاقة الخاصة بالرفع المالي:

$$Rcp = Re + (Re - i) \frac{D}{Cp}$$

وبإدخال التباين على طرفي المعادلة واعتبار تكلفة الاستدانة (i) ثابتة، ومنه تشتتها معدوم سوف نحصل على ما يلي:

$$\delta(Rcp) = \delta(Re) + \delta\left(Re \cdot \frac{D}{Cp}\right)$$

يبدو من هذه المعادلة الأخيرة أن الخطر المالي الاجمالي عبارة عن المجموع الجبري لكل من خطأ الاستغلال (تشتت المردودية الاقتصادية) والخطر المالي (تشتت المردودية الاقتصادية المرتبط بالاستدانة)¹.

ومنه نستنتج أن المؤسسة عليها المفاضلة بين المردودية المالية والخطر المالي لأن مصادر التمويل التي تعتمد على الرافعة المالية تكون مردوديتها أعلى ويقابلها مخاطر أعلى.

1-2- التكاليف الناجمة عن الإفراط في استخدام الرفع المالي:

كما عرفنا سابقا أن المؤسسة الاقتصادية التي تعتمد في تمويلها على الاستدانة يعطي لها آثار ايجابية كرفع في المردودية المالية، ولكن الإفراط في الاستدانة عن الحد المعقول ينجر عنه تكاليف إضافية، وهي أثر سلبي للرافعة المالية. وعليه سنتطرق لذكر تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة.

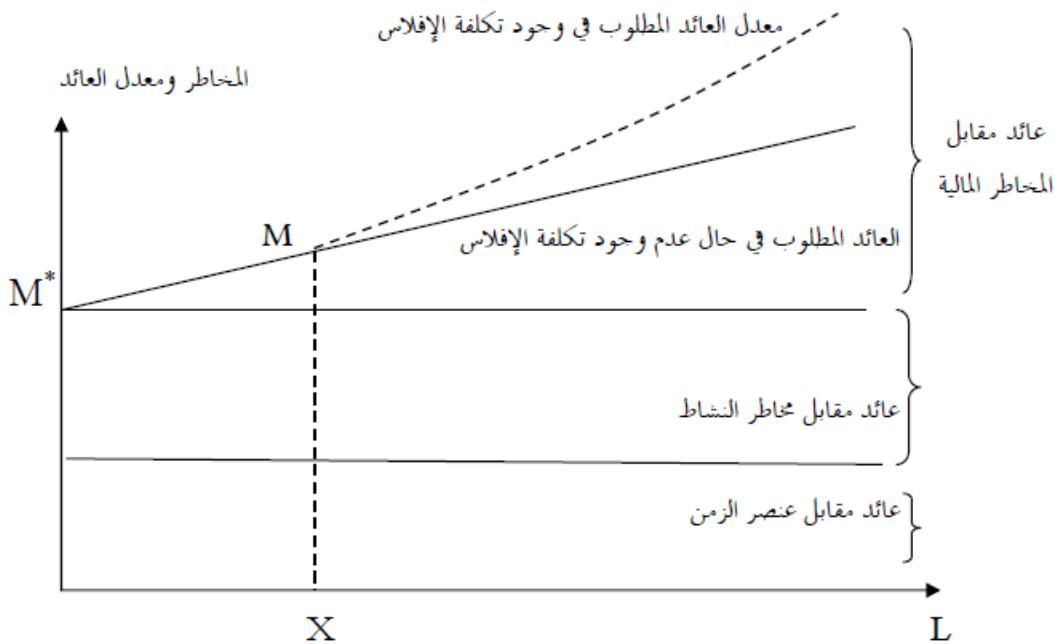
¹ بوقرن نهال، زدارة فتيحة، "أثر التمويل بالرفع المالي على الهيكل المالي للمؤسسة"، تخصص مالية المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة 08 ماي 1945، قالمة، 2012/2013، ص51.

1-2-1- تكلفة الإفلاس: يمكن تعريف الإفلاس على أنه الوضعية التشريعية المتعلقة بإعلان التصفية لأصول المؤسسة، بسبب عدم قدرتها على تسوية التزاماتها تجاه المقرضين. ويعرف أيضا على أنه العجز ومن ثم هو عدم قدرة المؤسسة على إنتاج فوائض توزع على المساهمين¹. أما تكاليف الإفلاس فهي إجمالي التكاليف التي تتحملها المؤسسة قبل وبعد إعلان التصفية والتي تقوم بالتأثير السلبي على قيمة المؤسسة، كونها ترتبط بمعدل العائد على حقوق الملكية، وهذا الأخير يرتبط بالنتائج التي تحققها المؤسسة، فانخفاض النتيجة بسبب ارتفاع تكاليف الإفلاس هو السبب الرئيسي في انخفاض قيمة المؤسسة. في هذه الحالة، إذا فإن مختلف نتائج التخوفات من احتمال تحقق الإفلاس والتكاليف المرتبطة بالتصفية يطلق عليها تسمية تكاليف الإفلاس².

ويمكن تمثيل العلاقة بين تكلفة الأموال الخاصة ونسبة الاستدانة من خلال الشكل أدناه:

شكل رقم (04): العلاقة بين المردودية المطلوبة من طرف المساهمين ونسبة الرفع المالي

حسب نظرية الإفلاس



¹ Louret p, Structure des capital : l'arbitrage entre le gain fiscal et les couts de faillite, cirage 94/01, Grenoble, 1994, p12.

² Josée st pierre, la gestion financière des PME : théories et pratique, presse de l'université de Québec, 1999, p239.

المصدر: سمية لزغم، "أثر الهيكل المالي على القرارات المالية في المؤسسات الصغيرة ومتوسطة"، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر في العلوم المالية والمحاسبية، تخصص مالية المؤسسة، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2011/2012، ص 65.

يظهر من خلال الشكل أن العائد الذي يطلبه المساهمون في حالة اعتماد المؤسسة على الأموال الخاصة فقط سوف يكون في النقطة (M)، إلى أن تصل نسبة الاستدانة إلى النقطة X أين يصبح معدل العائد المطلوب (M)، أما إذا تجاوزت نسبة الاقتراض النقطة X فسيرفع المقرضون من تكلفة الديون، هذا ما يؤدي إلى نقل المخاطر من المقرضين إلى المساهمين والنتيجة ترتفع المردودية المطلوبة من قبل المساهمين، بنسبة أكبر مما كانت ستكون عليه في حالة عدم وجود تكلفة الإفلاس.

1-2-2- تكلفة الوكالة: عرف الوكالة كل من Jensen و Meckling على أنها حق بموجبه يلزم شخص أو مجموعة من الأشخاص، شخصا آخر (العون) بتنفيذ لصالحه وظائفها مهما كان نوعها، مما ينشئ نيابة في سلطة اتخاذ القرار لدى العون، أما بالنسبة لـ Charreaux فعرفها على أنها كل اتفاق ينتج عن عقد بين طرفين¹.

تنشأ تكاليف الوكالة بإنشاء نظام للرقابة وتحفيز الموكل لكي يعمل بما يتماشى وأهداف المالك. أي أن تكاليف الوكالة تنشأ بسبب لجوء المالك إلى وضع نظام للرقابة على سلوك الإدارة بهدف التخفيف من حدة الصراع القائم بينهما والصراع القائم بين الملاك والدائنين.

وهناك نوعين من تكاليف الوكالة²:

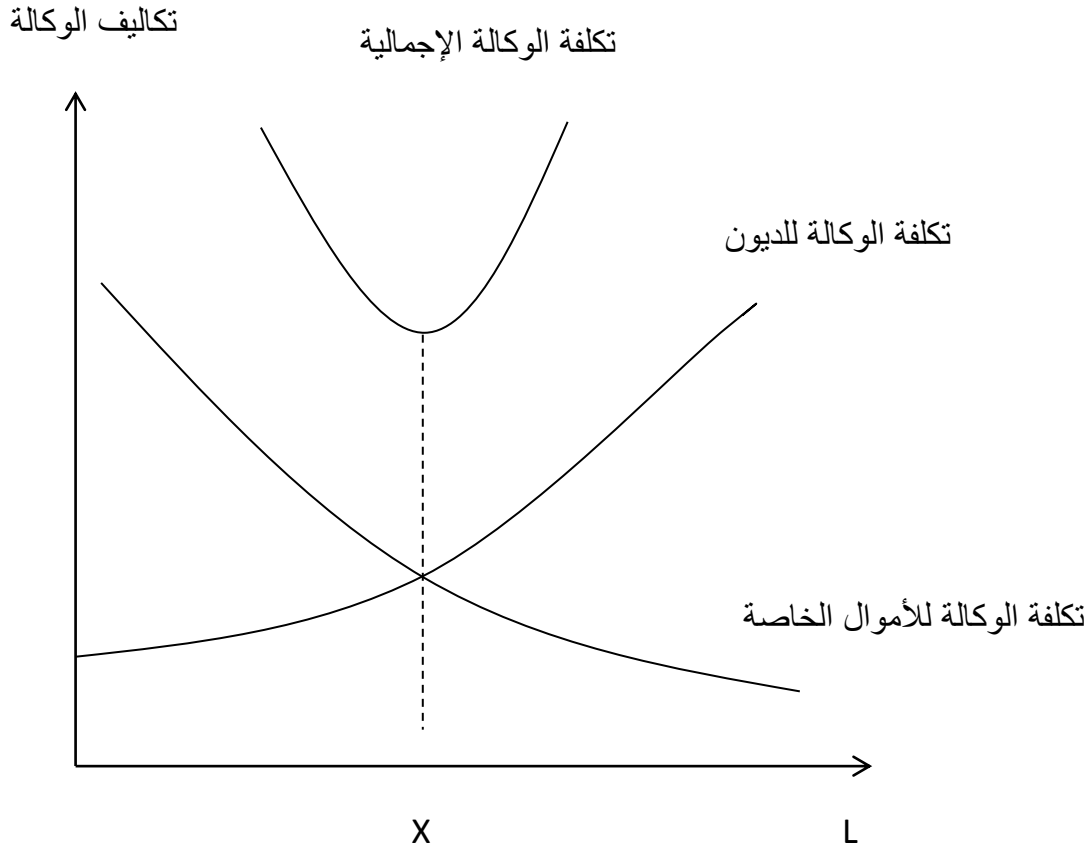
- تكاليف وكالة الديون: ناجمة عن تعارض المصالح بين المساهمين والدائنين، وقد تتمثل في الخسائر الناجمة عن تأثير القرارات الاستثمارية للمؤسسة، التكاليف التي يتحملها الدائنون للرقابة على قرارات الإدارة، أو تكاليف الإفلاس وإعادة التنظيم.
- تكاليف وكالة الأموال الخاصة: تنتج عن تعارض المصالح بين المساهمين والمسيرين، بحيث يتحملها المساهمون من أجل ردع تصرفات المسيرين، والحد من انحرافات التسيير، مثلا تحويل الموارد للمنافع الشخصية على حساب مصلحة الملاك.

¹ Benjamin c ivensteina, les nouvelles théories de l'entreprise, librairie générale française, paris, 1995, p.

² العايب ياسين، "إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية: دراسة حالة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2010/2011، ص 42.

وسواء نجمت تكلفة الوكالة عن تعارض المساهمين والمسيرين، أو عن تعارض بين المساهمين والمقرضين، فإن العديد من الدراسات قد أوضحت أن تكلفة الوكالة تزداد مع زيادة نسبة الرفع المالي في المؤسسة.

شكل رقم (05): تأثير نسبة الرفع المالي على تكلفة الوكالة.



المصدر: سمية لزعم، مرجع سبق ذكره، ص 80.

يتضح من خلال الشكل أن الزيادة من اعتماد المؤسسة على الاستدانة (الرفع المالي) يؤدي إلى رفع تكلفة الوكالة وعكس صحيح فكلما قل اعتماد المؤسسة على الرفع المالي أدى إلى خفض تكلفة الوكالة، ويعود السبب في ذلك إلى لجوء إلى قرارات أكثر حرص وصرامة في حال كان التمويل بالقروض مرتفع ويعود السبب أيضا للسياسات التي يعمل بها الدائنين لمواجهة مخاطر عدم التسديد، فكلما كانت القروض كبيرة أدى بهم إلى رفع معدل الفائدة وبالتالي ترتفع تكلفة الوكالة.

الفصل الأول: الإطار النظري للرفع المالي

ومن خلال ما سبق يتضح وجود علاقة طردية بين تكلفة الوكالة ونسبة الرفع المالي. يمكن استخلاص أن نسبة الرفع المالي في المؤسسة يجب أن تكون عند نقطة إستدانة مثلى لتجنب تكاليف إضافية كتكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة لذلك وجب تحقيق التوازن بين الإيرادات التي يحققها الرفع المالي وتكاليفه.

خلاصة:

يتطلب نشاط المؤسسة الاقتصادية إستخدام تشكيلة من مصادر التمويل قد تكون داخلية وتمثل في التمويل الذاتي أو خارجية طويلة أجل ومتوسطة وقصيرة الأجل.

وفي ظل التدخلات الكبيرة بين مختلف القرارات التي تتخذها المؤسسة، خاصة منها قرارات الاستثمار وعلاقتها بقرارات التمويل، فإن الوصول إلى الهيكل المالي الأمثل يساعد المؤسسة من أجل تحقيق أهدافها الاستراتيجية وخاصة ما يتعلق بتنظيم قيمتها.

وباعتبار المفاضلة بين مصادر التمويل من طرف المؤسسة يركز على عدة معايير من بينها التكلفة، وبما أن التكلفة هي الوجه الآخر للعائد فإن تكلفة الأموال تختلف باختلاف طبيعة ونسبة كل مصدر ضمن الهيكل المالي.

كما أن للرفع المالي تأثير واضح على الهيكل المالي من خلال تعظيم العوائد في حالة المردود الاقتصادي يفوق تكلفة الاقراض وتنظيم المخاطرة أيضا وتخفيض التكلفة الوسطية المرجحة.

ولكن يبقى استخدام الرفع المالي أداة ذو وجهين فالإفراط منه يؤدي إلى تحميل المؤسسة مخاطر مالية إضافية وتتجم عنه تكاليف إضافية، لذلك يفضل إستخدامه بنسب معقولة تحقق أكبر عائد بأقل تكلفة وبمخاطر مقبولة.

الفصل الثاني

أثر الرافعة المالية على
الوضعية المالية لمؤسسة
مطاحن عمر بن عمر



تمهيد:

بعد التطرق في الفصل الأول إلى الإطار النظري لأثر الرافعة المالية على مردودية المؤسسة الاقتصادية، نحاول من خلال هذا الفصل العمل على إسقاط الجانب النظري على الواقع التطبيقي. وذلك من خلال إجراء دراسة تطبيقية على مؤسسة مطاحن عمر بن عمر التي تعد من أهم المتعاملين الاقتصاديين الرئيسيين في مجال الصناعة الغذائية سواء على المستوى المحلي أو الوطني وحتى العالمي.

وعليه من خلال هذا الفصل سيتم التطرق إلى ما يلي:

- ❖ **المبحث الأول:** تقديم لمؤسسة مطاحن عمر بن عمر الفجوج -قائمة-.
- ❖ **المبحث الثاني:** تطور متغيرات الدراسة للفترة 2010- 2020.
- ❖ **المبحث الثالث:** أثر الرافعة المالية على الوضعية المالي لمؤسسة مطاحن عمر بن عمر.

المبحث الأول: تقديم لمؤسسة مطاحن عمر بن عمر الفجوج -قائمة-

تعتبر مؤسسة مطاحن عمر بن عمر بالفجوج، ولاية قالمة، من أهم المؤسسات الرائدة في مجال صناعة العجائن الغذائية.

حيث وقع اختيارنا على هذه المؤسسة من أجل إجراء الدراسة التطبيقية، ومن خلال هذا المبحث سوف نتطرق إلى تقديم مؤسسة مطاحن عمر بن عمر في ثلاث مطالب وهي:

✓ المطلب الأول: تعريف مؤسسة مطاحن عمر بن عمر الفجوج -قائمة-.

✓ المطلب الثاني: الهيكل التنظيمي لمؤسسة مطاحن عمر بن عمر.

✓ المطلب الثالث: أهداف المؤسسة وآفاقها المستقبلية.

المطلب الأول: تعريف مؤسسة مطاحن عمر بن عمر الفجوج -قائمة-

من خلال هذا المطلب سوف نتطرق إلى إعطاء لمحة تاريخية عن إنشاء المؤسسة والتعريف بها، وكذلك طبيعة نشاطها.

1- نبذة تاريخية عن إنشاء المؤسسة:

هي فرع من فروع المجمع الصناعي عمر بن عمر، الذي تأسس من قبل الأب الراحل عمر بن عمر. وذلك منذ تأسيس الشركة الأم عمر بن عمر للمصبرات CAB في سنة 1984، ببلدية بوعاتي محمود ولاية قالمة، والتي كان نشاطها الأساسي يتمثل في تغليب الطماطم، الهريسة والمريى.

بعد وفاة الأب عمر بن عمر، انتقلت إدارة المجمع إلى الأبناء، الذين وصلوا مشوار والدهم في ترقية جودة ونوعية مختلف منتوجات المجمع من خلال النمو والتوسع عن طريق خلق وإنشاء فروع جديدة.

في سنة 1994 بدأت الدراسات والبحوث بالطرق القانونية، وذلك بتكوين ملف الاستثمار للحصول على قروض بنكية، ناهيك عن تكوين ملفات لهيئات إدارية أخرى كالغرفة الجهوية للتجارة ومصالح الولاية خاصة الشق المتعلق بمخطط التنمية المحلية.

حيث أصبح المجمع يضم 07 مؤسسات وهي¹:

- مؤسسة عمر بن عمر للمصبرات الغذائية CAB.

¹ بالاعتماد على الوثائق الداخلية للمؤسسة.

- مؤسسة عمر بن عمر للآفاق والتنمية الزراعية HDA.
- مؤسسة عمر بن عمر للترقية التجارية BPI.
- مؤسسة عمر بن عمر للسياحة BPT.
- مؤسسة مطاحن عمر بن عمر. وهذه الأخيرة هي التي تتمحور دراستنا حولها.

2- التعريف بمؤسسة مطاحن عمر بن عمر:

تعتبر من ناحية الشكل القانوني شركة ذات مسؤولية محدودة، تسميتها مطاحن عمر بن عمر. بداية نشاطها في سنة 2000، برأس مال قدره: 500 مليون دينار جزائري.

تقع مؤسسة مطاحن عمر بن عمر ضمن منطقة فلاحية صناعية، زراعية، ببلدية الفجوج ولاية قالمة، والتي تتربع على مساحة قدرها: 42800 م²؛ يحدها من الجنوب المشتلة التجريبية عمر بن عمر، ومن الشمال مصنع الحليب بني فوغال، أما شرقا وغربا فأراضي فلاحية ملكا للخواص.

تقوم مؤسسة مطاحن عمر بن عمر بإنتاج مادة السميد وإنتاج العجائن الغذائية بنوعيات مختلفة، وتعبئة هذه المنتجات بأوزان متنوعة كذلك وذلك من خلال وحدات إنتاج وهي¹:

- وحدة إنتاج السميد 400 طن وهي مخصصة لتزويد وحدة إنتاج العجائن بمادة السميد الذي يعتبر كمادة أولية في إنتاج العجائن (عجائن قصيرة، عجائن طويلة، كسكس...).
- وحدة إنتاج السميد 300 طن والتي تقوم بتحويل القمح عبر مراحل مختلفة لتتصل على جميع أنواع السميد والنخالة كمنتوج نهائي: سميد عادي من القمح الصلب بوزن 25 كغ، سميد رفيع من القمح الصلب بوزن 25 كغ و 10 كغ، نخالة بوزن 40 كغ.
- وحدة إنتاج العجائن والعجائن الخاصة (الكسكس): والتي تقوم بتحويل السميد (مادة أولية) إلى عجائن غذائية مختلفة الأنواع للاستهلاك المباشر: عجائن قصيرة، عجائن طويلة، كسكس (رفيق، متوسط، خشن) ... الخ.

3- طبيعة نشاط المؤسسة:

تقوم المؤسسة بجلب المادة الأولية (القمح) من خلال الوطن عن طريق الشحن بالسفن لتنتجه برا إلى المخازن التي تصل طاقتها الاستيعابية حوالي 27 ألف طن وهذا بواسطة الشاحنات الضخمة التي توفرها الشركة.

¹ بالاعتماد على الوثائق الداخلية للمؤسسة.

الفصل الثاني: أثر الرافعة المالية على الوضعية المالية لمؤسسة مطاحن عمر بن عمر

يتم استقبال المادة الأولية من طرف مصالح مراقبة الجودة لمعرفة ما إذا كانت مطابقة للمواصفات المطلوبة أم لا، حيث يسهر على ضمان هذه السلسلة الإنتاجية يد عاملة تشتغل على مستوى وحدتي إنتاج السميد موزعة على أربع فرق متساوية تعمل بنظام التناوب 8*3 كالاتي¹:

- الفرقة أ من الساعة 05 صباحا إلى الساعة 01 زوالا.
- الفرقة ب من الساعة 01 زوالا إلى الساعة 09 مساء.
- الفرقة ج من الساعة 09 مساء إلى الساعة 05 صباحا.
- الفرقة د في حالة راحة.

كل الفرق تعمل بالتداول حسب الجدول الزمني لمدة يومين.

كذلك بالنسبة لوحدة إنتاج العجائن الغذائية والعجائن الخاصة، موزعة على أربع فرق متساوية

تعمل بنفس نظام التناوب في المطاحن ولكن مع اختلاف التوقيت وذلك حسب التوزيع الآتي:

- الفرقة أ من الساعة 04 صباحا إلى الساعة 12 زوالا.
- الفرقة ب من الساعة 12 زوالا إلى الساعة 08 مساء.
- الفرقة ج من الساعة 08 مساء إلى الساعة 04 صباحا.
- الفرقة د في حالة راحة.

فالمجمع اليوم يحتل مكانة مرموقة في السوق الجزائرية وحتى العالمية نظرا للإمكانيات العالية الجودة المعتمدة في الإنتاج. حيث أن وحدة إنتاج العجائن الغذائية والكسكس قد تحصلت على شهادة الجودة العالمية (ISO 09001) وشهادة سلامة المنتجات الغذائية (ISO 22000) سنة 2012. وهذا راجع إلى نظام تسيير الجودة الذي سهرت على تطبيقه المؤسسة.

المطلب الثاني: الهيكل التنظيمي لمؤسسة مطاحن عمر بن عمر

يعتبر الهيكل التنظيمي لأي مؤسسة المرآة العاكسة للوحدات والأقسام والفروع المكونة لهذه المؤسسة، وكذا العلاقات التي تربط هذه الأقسام. بالإضافة إلى أنه يبين لنا المهام الموكلة لكل فرع وقسم.

ومن أهم سمات المؤسسة الناجحة هي قوة جهازها التسييري وحسن تسيير الموارد البشرية يتوقف

على نجاعة هيكلها التنظيمي، والهيكل التنظيمي لمؤسسة مطاحن عمر بن عمر على النحو التالي¹:

¹ بالاعتماد على الوثائق الداخلية للمؤسسة.

➤ **مديرية الموارد البشرية:** مهمتها الرئيسية استقطاب اليد العاملة المؤهلة والضرورية من أجل ضمان سير كل نشاطات مختلف مصالح الشركة وهي تنقسم إلى:

✓ قسم تطوير الموارد البشرية: مهمته:

- التوظيف حسب حاجات المؤسسة؛
- تطوير الكفاءات والحفاظ عليها في إطار ما يعرف بالولاء الوظيفي؛
- ضمان تكوين اليد العاملة بصفة منتظمة.

✓ قسم تسيير المستخدمين: مهمته:

- التكفل بمختلف شؤون العمال وإدارتهم خاصة في الشق المتعلق بالأجور وتنظيم العلاقات فيما بينهم داخل الإطار القانوني قيد التطبيق؛
- متابعة مختلف علاقات العمل والتسيير الإداري للملفات داخليا كان أو خارجيا؛

➤ **مصلحة الأمن:**

- السير على أمن الموقع واستقبال مختلف الزوار؛
- الاشراف على حراسة الموقع أثناء وبعد ساعات العمل.

➤ **مساعدة المديرية العامة:** تعمل على:

- مساعدة المدير العام في إدارة وتسيير شؤون الشركة وفي تحقيق مختلف عمليات المراقبة، كما تساهم في حفظ أرشيف المديرية وأسرارها باعتبارها همزة وصل وحل بين المدير العام ومختلف المديرات والمصالح الأخرى.

➤ **مصلحة نظام المعلومات والإعلام الآلي:** تعمل على²:

- الإشراف على قيادة وصيانة النظام المعلوماتي للشركة.

➤ **مصلحة تسيير نظام الجودة وسلامة المنتوجات الغذائية:**

- السهر على التكفل وحفظ شهادات الجودة وسلامة المنتوجات الغذائية وذلك بتطوير مختلف الأنظمة المتعلقة بالإيزو (ISO).

➤ **المستشار القانوني:**

- توجيه المدير العام فيما يخص كل الإجراءات القانونية والتنظيمية للمحافظة على ممتلكات وفوائد الشركة.

¹ بالاعتماد على الوثائق الداخلية للمؤسسة.

² بالاعتماد على الوثائق الداخلية للمؤسسة.

➤ **مديرية التسويق والمبيعات: تعمل على:**

- ضمان تسويق وبيع مختلف منتوجات الشركة حسب الهدف المسطر من طرف المدير العام؛
- تطوير وترقية المنتج ومضاعفة رقم الأعمال وأرباح الشركة.
- تنظيم وتسيير كل نشاطات البيع حسب السياسة المنتهجة من طرف الشركة؛
- التكفل بمختلف نشاطات الاتصالية التي تربط الشركة بالزبون أو المستهلك (إعلانات، حملات إخبارية، ... الخ).

➤ **مصلحة إنتاج السميد: من بين المهام الرئيسية هي تحويل المادة الأولية (القمح) إلى سميد موجه للاستهلاك بالكميات والنوعيات المطلوبة وسيمر على ذلك كل من:**

- المسؤول الرئيسي للطحن: وهو الذي يعمل على المراقبة المستمرة على سير هذه العملية وكذا السير الحسن للوظائف المتفرعة عنها والتنسيق فيما بينها؛
- مصلحة التكييس: يتم فيها وضع المنتج النهائي (السميد) في أكياس مختلفة الأحجام وهذا حسب طلب مدير المبيعات.

➤ **مديرية إنتاج العجائن: تعمل على¹:**

- تحويل المادة الأولية (سميد) من أجل ضمان إنتاج مختلف العجائن الغذائية بالكمية والنوعية التي يحددها السوق؛
- الإشراف، التنسيق وتوفير كل الموارد البشرية والمادية اللازمة من أجل تلبية كل الطلبات المسطرة من طرف مدير المبيعات؛
- مصلحة التغليف: تسهر على تعبئة المنتج في الأكياس والعلب كل حسب نوعه.

➤ **المديرية التقنية: وتتكون من:**

✓ قسم المناهج والمتابعة التقنية:

- متابعة مختلف المشاريع الاستثمارية؛
- الإشراف على المراقبة التقنية لمختلف العمليات المتعلقة بالإنتاج وسلامة المنتج الغذائي؛

¹ بالاعتماد على الوثائق الداخلية للمؤسسة.

- تصميم وترشيد وتنظيم مختلف الحلول التقنية والمناهج المعتمدة في الإنتاج والإنتاجية.

✓ قسم الأشغال والدراسات:

- دراسة وإنجاز مختلف المشاريع المتعلقة بكل التوسيعات الجارية على مستوى الشركة وقياس مدى الجدوى منها.

✓ المخبر:

- مراقبة المنتوجات بصفة نظامية وهذا طيلة فترات الإنتاج والسهر على مطابقة المنتج للمعايير العالمية على مستويات متعددة (الشكل، الذوق، اللون، الوزن، المكونات الداخلية...).

➤ **مصلحة الصيانة:** تعتبر الصيانة في الوحدة من أهم الضروريات التي يقوم عليها المركب؛ فعمال الصيانة يسهرون على صيانة المعدات والآلات، حيث يتم تزويد هذه المصلحة بكل ما تحتاج عليه من موارد بشرية ومعدات وقطع غيار مختلف الآلات وهي منظمة كآلاتي¹:

✓ ورشة الكهرباء؛

✓ ورشة الميكانيك؛

✓ ورشة الخراطة والتلحيم.

ويتمثل دور كل هذه الورشات في مراقبة مختلف الآلات على مستوى الودعتين، إذ هم ملزمون بتصليحها إذا حدث لها عطل في أقل مدة ممكنة وذلك للحفاظ على وتيرة الإنتاج، حيث تقوم أيضا بإعداد تقارير شهرية حول التعطيلات والتدخلات التقنية التي قامت بها.

➤ **مديرية التموين:**

مهمتها الرئيسية شراء وتزويد الشركة بالمواد الأولية، المعدات، التجهيزات، قطع الغيار... إلخ،

والسهر على تخزينها، وهي تنقسم إلى:

✓ قسم المشتريات: وهو المكلف بضمان شراء كل ما تحتاجه المؤسسة.

¹ بالاعتماد على الوثائق الداخلية للمؤسسة.

✓ قسم التموين بالمادة الأولية (القمح): مهمته الوحيدة هي السهر على ضمان كل العمليات اللوجستكية المتعلقة باستيراد القمح ونقله إلى المخازن والعمل على تطوير ما يعرف بسلسلة الإمداد.

➤ **مديرية المالية والمحاسبة:** مهمتها ضمان السير المالي والمحاسبي للشركة في الإطار القانوني الذي يحكم مختلف صفقات ونشاطات الشركة، وتنقسم إلى:

✓ مصلحة المحاسبة العامة:

- مسؤولة على تسجيل ومحاسبة جميع العمليات التي تجري داخل المؤسسة؛
- التحليل والتحقق من مدفوعات ومقبوضات الشركة طيلة العام لإعداد الميزانية الختامية؛

- التكفل بالإجراءات الجبائية والحفاظ على ممتلكات الشركة.

✓ قسم المالية والخزينة¹:

- ترشيد السير على مستوى الموارد المالية ورؤوس الأموال من أجل ضمان الاستمرارية ومضاعفة الأرباح؛
- دراسة وإنجاز مختلف الصفقات المالية التي تعود بالفائدة على الشركة؛
- المتابعة البنكية.

✓ قسم مراقبة التسيير:

- السهر على تطبيق نهج قيادي فعال تبعا للاستراتيجية المنتهجة من طرف الشركة؛
- تحيين ومراقبة ميزانية الشركة.

➤ **مديرية الإدارة العامة:** مهمتها الرئيسية التكفل بمختلف العمليات اللوجستكية والإدارية الداعمة للمصالح الأخرى، كما تسهر على تحسين العلاقات الخارجية للشركة. وتنقسم إلى:

- ✓ مصلحة الوسائل العامة: مسؤولة على الدعم اللوجستي والإداري وتوفير كل الوسائل الضرورية التي تحتاجها مختلف المصالح؛
- ✓ مصلحة الشؤون القانونية وحفظ الممتلكات: مهمتها ما يلي:

- الحفاظ على ممتلكات الشركة في إطار كل النشاطات والنزاعات المحتملة؛

¹ بالاعتماد على الوثائق الداخلية للمؤسسة.

الفصل الثاني: أثر الرافعة المالية على الوضعية المالية لمؤسسة مطاحن عمر بن عمر

- تسيير مختلف الوثائق التنظيمية والتشريعية التي تعتبر كهوية للشركة وحفظها.

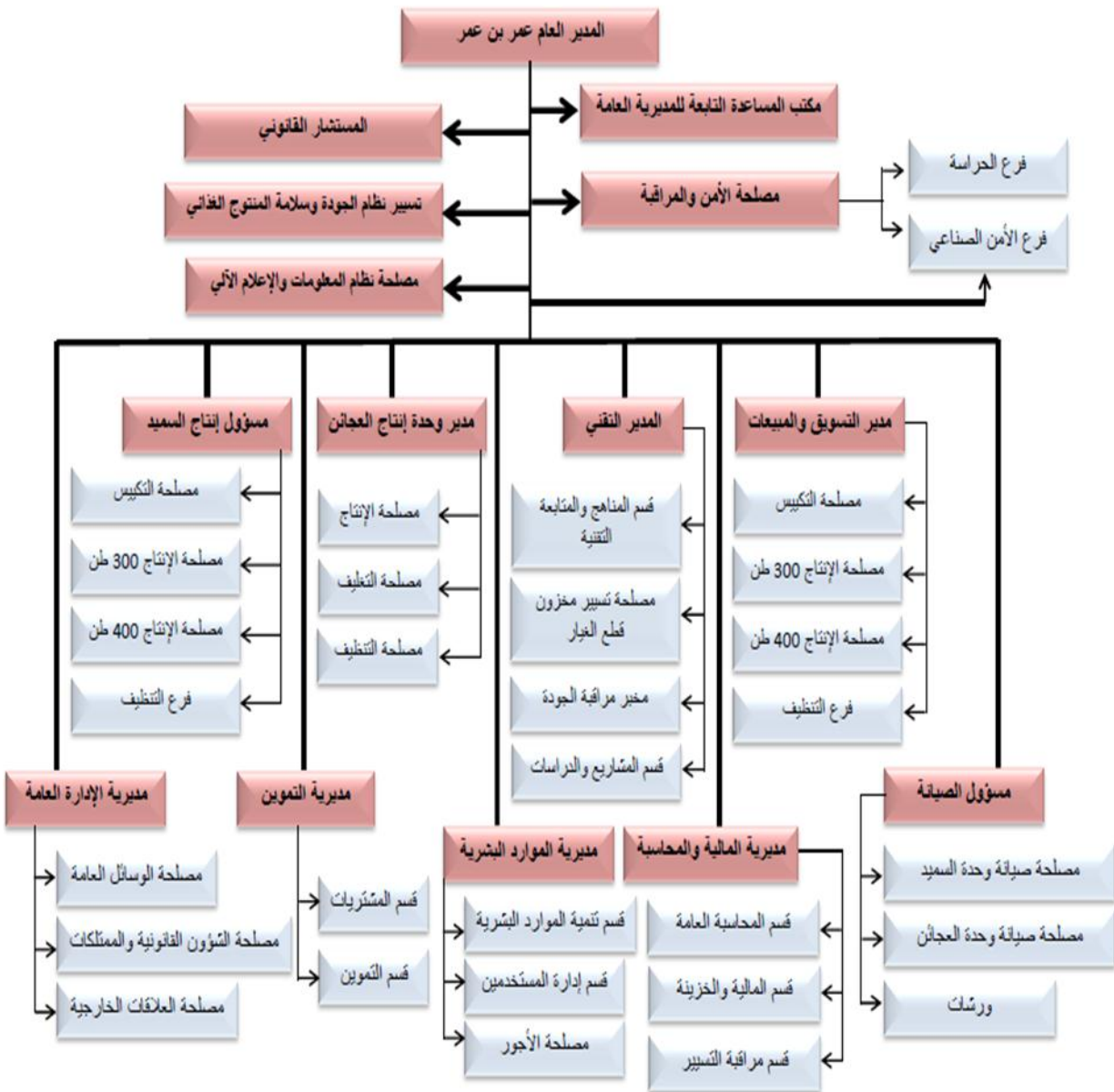
✓ مصلحة العلاقات الخارجية:

- التكفل بتسيير كل العلاقات الخارجية مع مختلف هيئات الدولة في إطار ما

يتعلق بالزيارات، الاستقبال، اللوجستيك وكل ما له علاقة بالمؤسسة.

والشكل الموالي يبين الهيكل التنظيمي لمطاحن عمر بن عمر:

شكل رقم (06): الهيكل التنظيمي لمؤسسة مطاحن عمر بن عمر



المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على المعلومات المقدمة من طرف المؤسسة.

المطلب الثالث: أهداف المؤسسة وآفاقها المستقبلية

تسعى مؤسسة مطاحن عمر بن عمر منذ نشأتها إلى تحقيق الأهداف التالية¹:

- ✓ ضمان البقاء والاستمرار؛
- ✓ تحقيق أكبر نسبة من المبيعات والأرباح؛
- ✓ تشجيع القطاع الخاص للنهوض بالاستثمار وتنمية الاقتصاد الوطني؛
- ✓ تشجيع اليد العاملة المحلية وامتصاص البطالة؛
- ✓ محاولة كسب أكبر حصة من السوق الوطنية؛
- ✓ الاستمرار في الحفاظ على الإنتاج من حيث الجودة، النوعية، السعر؛
- ✓ السحب إلى منافسة المؤسسات العالمية التي تنشط في نفس المجال؛
- ✓ تجسيد الشراكة الأجنبية المثمرة؛
- ✓ العمل على الحفاظ على الزبائن واكتساب زبائن جدد.

المبحث الثاني: تطور متغيرات الدراسة للفترة 2010 - 2020

تعتبر الدراسة التحليلية الإحصائية والقياسية من أنسب الطرق لتحليل الوضعية المالية للمؤسسة، وذلك من خلال قياس تغيرات نسب الرفع المالي: نسبة الرافعة، نسبة الاقتراض إلى إجمالي حقوق الملكية، معدل تغطية الفوائد، درجة الرفع المالي، بالإضافة إلى قياس تغيرات المردودية المالية والمردودية الاقتصادية. وذلك من خلال ثلاث مطالب:

- ✓ المطلب الأول: تحليل القوائم المالية المختصرة لمؤسسة مطاحن عمر بن عمر للفترة 2010-2020.
- ✓ المطلب الثاني: تطور متغيرات الدراسة لمؤسسة مطاحن عمر بن عمر للفترة 2010 - 2020.
- ✓ المطلب الثالث: تطور استقرارية السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة.

المطلب الأول: تحليل القوائم المالية المختصرة لمؤسسة مطاحن عمر بن عمر للفترة

2010-2020

بالاعتماد على الميزانيات المحاسبية لمؤسسة مطاحن عمر بن عمر للفترة 2010-2020 والتي تعتبر من أهم الوثائق المحاسبية والمالية التي يتم إعدادها وفقا للنظام المحاسبي SCF المعتمد في الجزائر. تم

¹ بالاعتماد على الوثائق الداخلية للمؤسسة.

الفصل الثاني: أثر الرافعة المالية على الوضعية المالية لمؤسسة مطاحن عمر بن عمر

إعداد القوائم المالية المختصرة، حيث تم ترتيب عناصر جانب الأصول وفقاً لدرجة الاستحقاق، أما عناصر جانب الخصوم فقد تم ترتيبها وفقاً لدرجة السيولة.

والجدولين التاليين يوضحان القوائم المالية المختصرة لمطاحن عمر بن عمر للفترة 2010-2020.

جدول رقم (02): قوائم المركز المالي المختصرة لمطاحن عمر بن عمر للفترة 2010-2015.

2015	2014	2013	2012	2011	2010	الوحدة دج
الأصول						
6479660593	4747039693	4280844113	3673682364	3736085987	2092328646	الأصول الثابتة
6146451583	6756290926	7130398553	5518501300	2222836655	2412266270	الأصول المتداولة
4273386583	3381180990	4215386412	4437136806	1848016720	501718583	قيم الاستغلال
1730673571	2470056915	1488989311	610354324	358763542,4	431892426	قيم قابلة للتحقيق
142391429	905053021	1426022830	47101067	16056392,68	1478655261	قيم جاهزة
12626112177	11503330620	11411242667	9192183664	5958922642	4504594916	مجموع الأصول
الخصوم						
3880704771	1942723926	1960774260	2253595283	2186131571	1237832501	الأموال الدائمة
2120427005	1942723926	1960774260	1656095283	1433431570	1206773961	الأموال الخاصة
1760277768			597500000	752700000	31058540	الديون طويلة الأجل
8745407405	9560606694	9450468407	6938588381	3772791073	3266762415	الخصوم المتداولة
12626112177	11503330620	11411242667	9192183664	5958922642	4504594916	مجموع الخصوم

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة.

الفصل الثاني: أثر الرافعة المالية على الوضعية المالية لمؤسسة مطاحن عمر بن عمر

جدول رقم (03): قوائم المركز المالي المختصرة لمطاحن عمر بن عمر للفترة 2016-2020.

الوحدة دج	2016	2017	2018	2019	2020
الأصول					
الاصول الثابتة	7513539932	7805882237	7835083693	8369110658	7718075246
الاصول المتداولة	5818837302	4307051798	6550667969	4724962546	4630547576
قيم الاستغلال	4145991023	3834886136	4757373535	3503213356	695764957
قيم قابلة للتحقيق	1654098976	343212507	1051405180	894352931	1296060627
قيم جاهزة	18747303	128953155	741889254	327396259	2638739993
مجموع الأصول	13332377234	12112934035	14385751662	13094073204	12348622822
الخصوم					
الأموال الدائمة	4639805721	4753204762	5066645179	5386756321	5275895164
الأموال الخاصة	2266998010	2174792900	2488203317	2808314459	2955197488
الديون طويلة الأجل	2372807711	2578441862	2578441862	2578441862	2320597676
الخصوم المتداولة	8692571512	7359699272	9319106482	7707316881	7072827657
مجموع الخصوم	13332377234	12112934035	14385751662	13094073204	12348622822

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة.

من خلال الجدولين السابقين نلاحظ من خلال جانب الأصول أن الأصول الثابتة في ارتفاع مستمر مقارنة بالأصول المتداولة من سنة إلى أخرى، بعد الاستقرار الطفيف في سنتي 2011 و 2012 بقيمة 3.736.085.987 دج و 4.280.844.113 دج على التوالي. لتصل إلى أعلى ذروة لها سنة 2019 بقيمة 8.369.110.658 دج، بعدها في سنة 2020 عرفت تراجع قليل. هذا يدل على أن المؤسسة تسعى جاهدة إلى توسيع نشاطها من خلال توسيع وزيادة استثماراتها.

بينما الأصول المتداولة عرفت تذبذبات من سنة إلى أخرى، حيث عرفت أدنى قيمة لها سنة 2011 بقيمة 2.222.836.655 دج، وأعلى قيمة لها سنة 2013 بقيمة 7.130.398.553 دج.

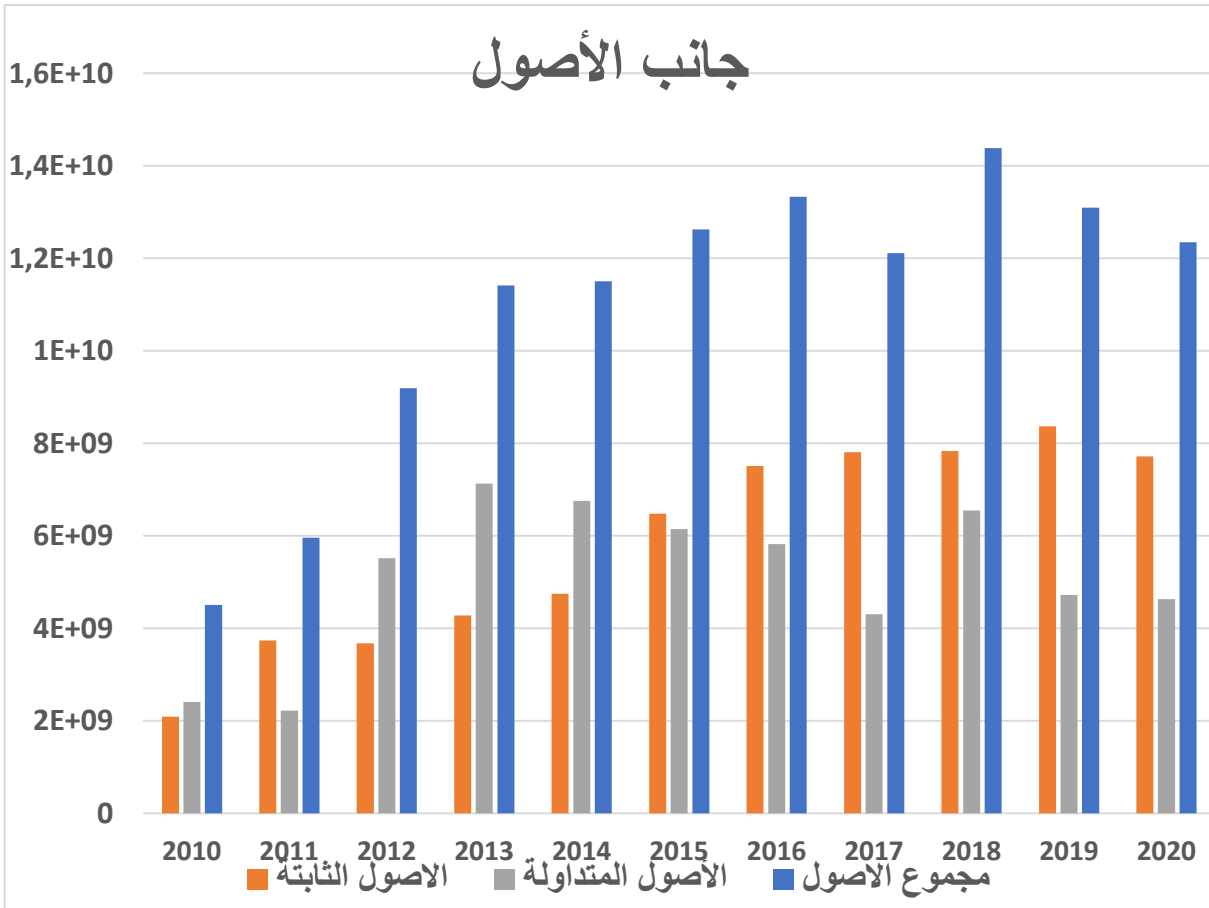
أما من خلال جانب الخصوم فإن الأموال الدائمة عرفت ارتفاعا ملحوظا من سنة 2010 إلى سنة 2012، لتعرف استقرارا سنتي 2013 و 2014، وذلك لانعدام الديون طويلة الأجل، ثم بعدها عرفت ارتفاعا مستمرا لتصل إلى أعلى ذروة لها سنة 2019 بقيمة 5.386.756.321 دج، وهذا بسبب ارتفاع الديون طويلة الأجل إلى جانب الأموال الخاصة، يعني أن المؤسسة لجأت إلى الاقتراض خلال

الفصل الثاني: أثر الرافعة المالية على الوضعية المالية لمؤسسة مطاحن عمر بن عمر

هذه الفترة. بينما الخصوم المتداولة نلاحظ أنها قادرة على تغطية الأصول المتداولة، أي أن المؤسسة قادرة على تغطية وتمويل أصولها المتداولة من خلال الديون القصيرة الأجل. حيث عرفت الخصوم المتداولة تذبذبات بين الارتفاع والانخفاض خلال السنوات لتعرف استقرارا خلال سنتي 2013 و2014 وهو أعلى مستوى لها. لترجع إلى الانخفاض سنة 2017 وتستقر سنة 2020 عند قيمة تقدر بـ: 7.072.827.657 دج.

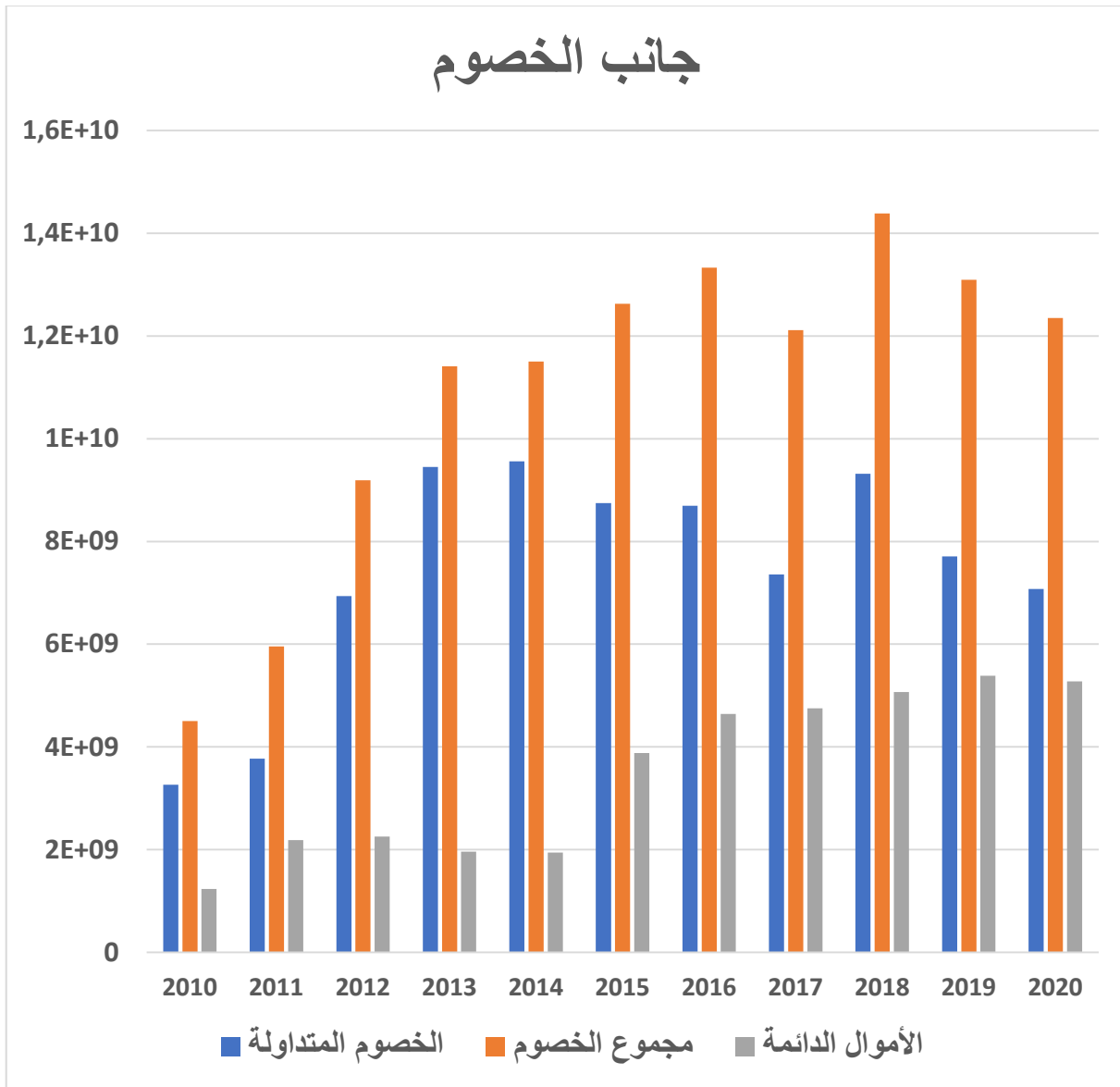
والشكلان التاليان يعكسان ويمثلان جانب الأصول وجانب الخصوم لمؤسسة مطاحن عمر بن عمر للفترة 2010-2020.

شكل رقم (07): التمثيل البياني لجانب الأصول لمؤسسة مطاحن عمر بن عمر للفترة 2015-2020



المصدر: من إعداد الطالبتان بالاعتماد على الجدولين (02)، (03).

شكل رقم (08): التمثيل البياني لجانب الخصوم لمؤسسة مطاحن عمر بن عمر للفترة 2015-2020.



المصدر: من إعداد الطالبتان بالاعتماد على الجدولين (02)، (03).

المطلب الثاني: تطور متغيرات الدراسة المستقلة لمؤسسة مطاحن عمر بن عمر للفترة

2020-2010

من خلال هذا المطلب سوف نتطرق إلى دراسة تطور متغيرات الدراسة لمؤسسة مطاحن عمر بن عمر من سنة 2010 إلى سنة 2020، وذلك من خلال الدراسة الإحصائية والتحليلية لهذه المتغيرات.

1- دراسة تحليلية إحصائية لنسب الرفع المالي لمؤسسة مطاحن عمر بن عمر للفترة

2020-2010:

سوف نقوم بقياس وتحليل نسب الرفع المالي كما يلي:

1-1- دراسة إحصائية وتحليلية لنسبة الرافعة المالية للفترة 2020-2010.

جدول رقم (04): تطور نسبة الرافعة المالية لمؤسسة مطاحن عمر بن عمر للفترة 2010 - 2020.

البيان	2010	2011	2012	2013	2014	2015
اجمالي القروض	3297820955	4525491072	75366088381	9450468407	9560606694	10505685173
اجمالي الموجودات	4504594916	5958922642	9192183664	1141124266 7	11503330620	12626112177
نسبة الرافعة %	73.21	75.94	81.98	82.81	83.11	83.20
البيان	2016	2017	2018	2019	2020	
اجمالي القروض	11065379223	9938141134	11897548314	1028575874	3027882533	
اجمالي الموجودات	13332377234	12112934035	14385751662	13094073203	12348622822	
نسبة الرافعة %	83	82.04	82.7	78.55	76.06	

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على القوائم المالية للمؤسسة.

الفصل الثاني: أثر الرافعة المالية على الوضعية المالية لمؤسسة مطاحن عمر بن عمر

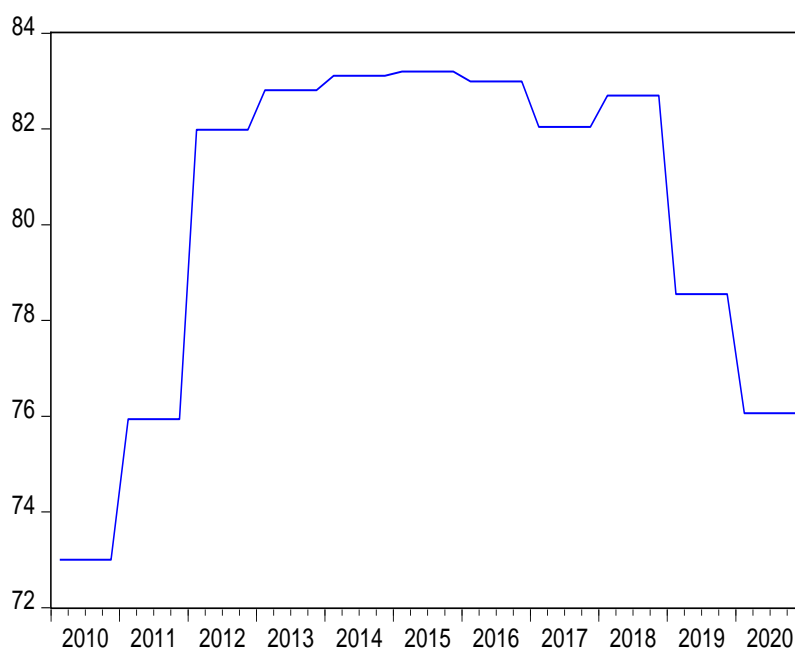
تعتبر هذه النسبة عن مدى درجة اعتماد المؤسسة على مصادر تمويل مقترضة أي عن مدى استعداد الدائنين أو المقرضين لمنح الثقة في المؤسسة ومنحها القروض لسد حاجياتها. حيث نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن هذه النسبة بالنسبة لمؤسسة مطاحن عمر بن عمر قد عرفت تذبذبات بين الارتفاع والانخفاض من سنة إلى أخرى، حيث تصل إلى 73% كأدنى حد و83% كأقصى حد، وبما أن النسبة المثلى في هذه الحالة يجب أن لا تتفوق 50%، فإنه يمكننا القول أن المؤسسة في حالة مالية حرجة، بحيث لا يمكنها مواجهة المخاطر المالية، لذا يتوجب عليها إعادة النظر في هذه النسبة والعمل على تحسينها. والشكل الموالي يوضح تطور نسبة القروض إلى إجمالي الموجودات للفترة 2010-2020، وبعض المقاييس الإحصائية في مؤسسة عمر بن عمر.

شكل رقم (09): تطور نسبة القروض إلى إجمالي الموجودات للفترة 2010-2020 وبعض المقاييس

الإحصائية في مؤسسة مطاحن عمر بن عمر.

ELF

	ELF
Mean	80.21636
Median	82.04
Maximum	83.2
Minimum	73.21
Std. Dev.	3.670355
Skewness	-0.878129
Kurtosis	2.221469
Jarque-Bera	1.691504
Probability	0.429235
Sum	882.38
Sum Sq. Dev.	134.7151
Observations	11



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews 10.

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ أن قيمة الوسط الحسابي هي 80,21636 بينما قيمة الوسيط هي 82,04، أما الانحراف المعياري فيصل إلى 3,670355 حيث نجد أن نسبة القروض إلى إجمالي الموجودات تنحصر بين: 83,2 كأعلى قيمة و 73,21 كأدنى قيمة، وهي قيم متقاربة عموماً.

1-2- دراسة إحصائية وتحليلية لنسبة القروض إلى حقوق الملكية للفترة 2010 - 2020:

جدول رقم (05): تطور نسبة حقوق الملكية لمؤسسة مطاحن عمر بن عمر للفترة 2010 - 2020.

البيان	2010	2011	2012	2013	2014	2015
اجمالي القروض	3297820955	4525491072	75366088381	9450468407	9560606694	10505685173
حقوق الملكية	1206773961	1433431569.62	1656095283	1960774260	1942723926	2120427005
نسبة الاقراض الى حقوق الملكية %	2.732	3.157	4.55	4.819	4.921	4.954
البيان	2016	2017	2018	2019	2020	
اجمالي القروض	11065379223	9938141134	11897548314	408030360	146883029	
حقوق الملكية	2266998010	2174792900	2488203317	2808314459	2955197488	
نسبة الاقراض الى حقوق الملكية %	4.881	4.569	4.78	3.66	3.17	

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على القوائم المالية للمؤسسة.

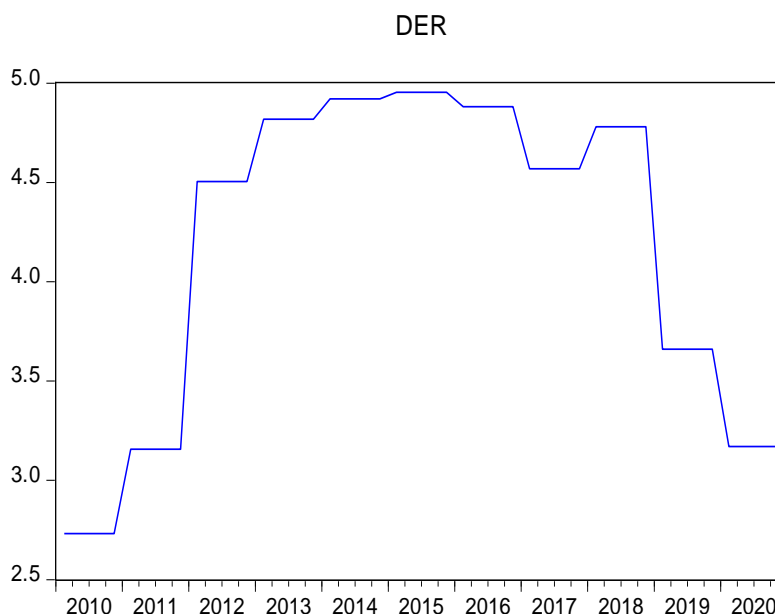
تعتبر هذه النسبة عن مدى اعتماد المؤسسة على التمويل من مصادرها الذاتية، ففي مؤسسة عمر بن عمر نجد أن هذه النسبة في ارتفاع من سنة إلى أخرى، حيث في سنة 2010 تقدر بـ: 2.273%، وتصل إلى أعلى ارتفاع لها بمعدل 4.954%، لتصل سنة 2020 إلى 3.17%، وبما أن النسبة المتلى هي 1%؛ فيمكننا القول أن نسبة القروض إلى حقوق الملكية لمؤسسة مطاحن عمر بن عمر عالية جدا. مما يعرض المؤسسة لمخاطر مالية لأن ديونها فاقت بكثير حقوق الملكية لديها، مما يضعف سمعتها في السوق خاصة مع الموردين والمقرضين. والشكل التالي يوضح تطور نسبة القروض إلى حقوق الملكية للفترة من 2010 إلى 2020، وبعض المقاييس الإحصائية في مؤسسة مطاحن عمر بن عمر.

الفصل الثاني: أثر الرافعة المالية على الوضعية المالية لمؤسسة مطاحن عمر بن عمر

شكل رقم (10): تطور نسبة القروض إلى حقوق الملكية للفترة 2010-2020 وبعض المقاييس

الإحصائية لمؤسسة مطاحن عمر بن عمر.

	DER
Mean	4.199364
Median	4.569
Maximum	4.954
Minimum	2.732
Std. Dev.	0.844139
Skewness	-0.678288
Kurtosis	1.76132
Jarque-Bera	1.546705
Probability	0.461463
Sum	46.193
Sum Sq. Dev.	7.125709
Observations	11



المصدر: من إعداد الطالبتان بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews 10.

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ أن قيمة الوسط الحسابي هي: 4,19364 في حين أن قيمة الوسيط تصل إلى: 4,569 بينما الانحراف المعياري يساوي 0,844139 حيث أن نسبة القروض إلى حقوق الملكية تنحصر بين 4,954 كأعلى قيمة و 2,732 كأدنى قيمة وهي قيم متقاربة عموماً.

1-3- دراسة إحصائية وتحليلية لنسبة تغطية الفوائد للفترة 2010-2020:

جدول رقم (06): تطور نسبة تغطية الفوائد لمؤسسة مطاحن عمر بن عمر للفترة 2010 - 2020.

2015	2014	2013	2012	2011	2010	البيان
285787153	180734305	390179616	275353661	286608587	454543349	الأرباح قبل تغطية الفوائد والضرائب
57795714	472649	13378186	37192002	46352075	24530684	الفوائد
4.94	382.38	29.17	7.40	6.18	18.53	معدل تغطية الفوائد%
2020	2019	2018	2017	2016	البيان	
243279147	522249752	321901237	200023172	354208829	الأرباح قبل تغطية الفوائد والضرائب	
61596392	13189671	9696214	80383706	156881030	الفوائد	
3.95	39.59	33.19	2.49	2.26	معدل تغطية الفوائد%	

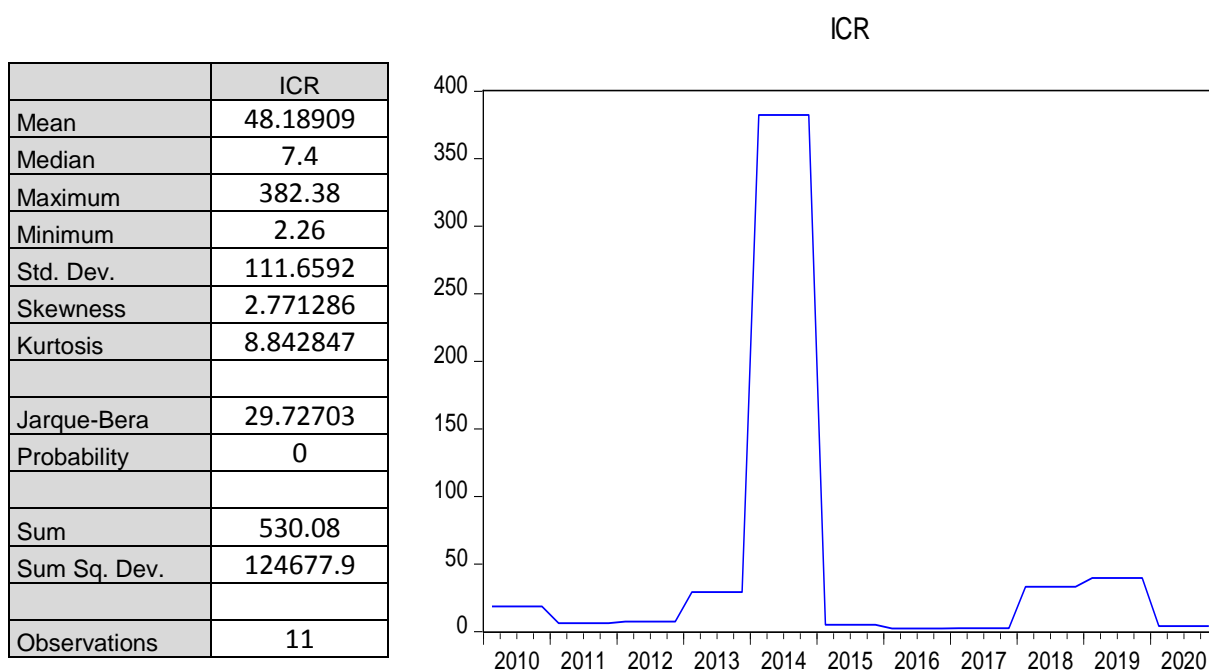
المصدر: من إعداد الطالبتين اعتماداً على القوائم المالية للمؤسسة.

الفصل الثاني: أثر الرفعة المالية على الوضعية المالية لمؤسسة مطاحن عمر بن عمر

تقيس هذه النسبة قدرة المؤسسة على تغطية فوائد القروض المتحصل عليها. ومن الملاحظ في مؤسسة مطاحن عمر بن عمر أن هذه النسبة تفوق 1 وهو مؤشر جيد، وهذه النسبة بين الارتفاع والانخفاض، وتقدر على التوالي بـ: 19%، 6%، 7%، 29%، 382%، 5%، 2%، 2%، 33%، 40%، 4% وعليه يمكننا القول أن مؤسسة مطاحن عمر بن عمر قادرة على تغطية فوائد قروضها من خلال الأرباح المحققة كل سنة. والشكل التالي يوضح تطور معدل تغطية الفوائد للفترة 2010-2020 وبعض المقاييس الإحصائية في مؤسسة مطاحن عمر بن عمر.

شكل رقم (11): تطور معدل تغطية الفوائد للفترة 2010-2020 وبعض المقاييس الإحصائية

في مؤسسة مطاحن عمر بن عمر.



المصدر: من إعداد الطالبتان بالاعتماد على مخرجات برنامج 10 EViews.

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ أن قيمة الوسط الحسابي هي: 48,18016 بينما قيمة الوسيط هي: 7,4 بينما الانحراف المعياري هو: 111,6592، حيث نلاحظ أن هناك تباين وتشتت كبير بين القيم الإحصائية؛ إذا فمؤسسة مطاحن عمر بن عمر قادرة طيلة هذه الفترة على تغطية تكاليف ديونها.

4-1- دراسة إحصائية وتحليلية لدرجة الرفع المالي للفترة 2010-2020:

الفصل الثاني: أثر الرافعة المالية على الوضعية المالية لمؤسسة مطاحن عمر بن عمر

جدول رقم (07): تطور درجة الرفع المالي لمؤسسة مطاحن عمر بن عمر للفترة 2010 - 2020.

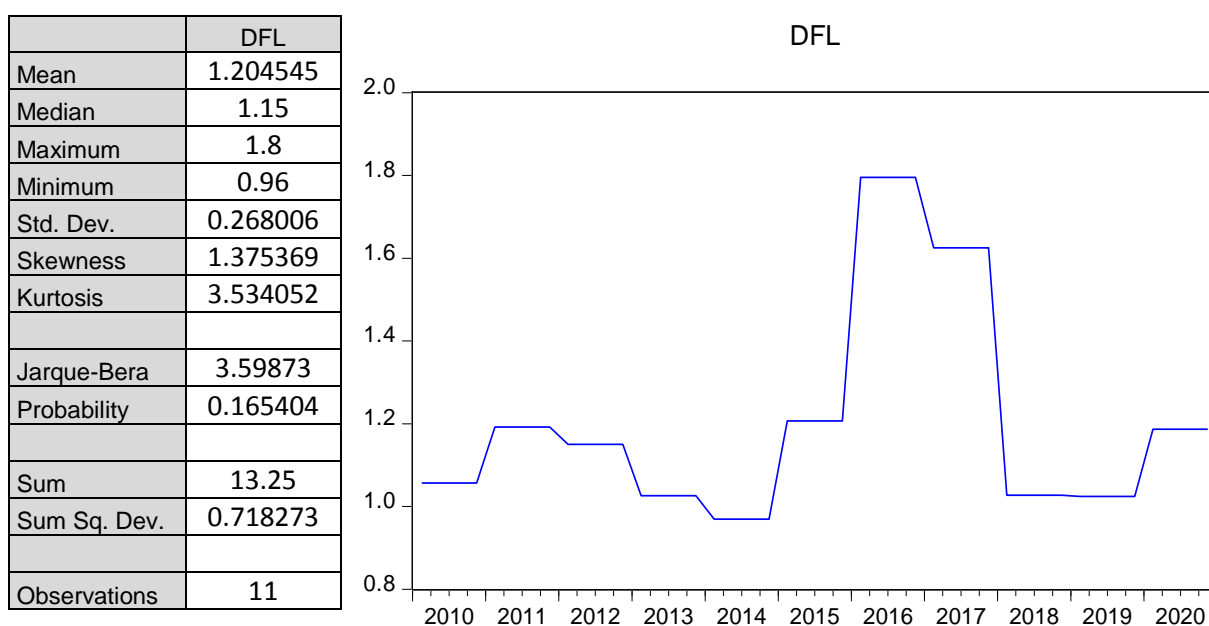
2015	2014	2013	2012	2011	2010	البيان
285787153	180734305	390179616	275353661	286608587	454543349	صافي الربح الفوائد والضرائب
236593686	186443923	379963053	239319893	240387076	430012665	صافي الربح قبل الضريبة
1.20	0.96	1.02	1.15	1.19	1.06	درجة رفع المالي%
2020	2019	2018	2017	2016	2015	البيان
243279147	522249752	321901237	200023172	354208829		صافي الربح الفوائد والضرائب
204829354	509972780	313410417	123085891	197327799		صافي الربح قبل الضريبة
1.19	1.02	1.03	1.63	1.80		درجة رفع المالي%

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتماداً على القوائم المالية للمؤسسة.

وتقيس مجمل المخاطر المالية التي قد تتعرض لها المؤسسة جراء عملية الاستدانة. حيث نلاحظ أن مؤسسة عمر بن عمر قد سجلت خلال هذه الفترة معدلات على التوالي: 1%، 1%، 1%، 1%، 1%، 2%، 2%، 1%، أعلى نسبة سنة 2016 وسنة 2017 فهي على العموم كلها قيم متقاربة. والشكل التالي يوضح تطور درجة الرفع المالي للفترة 2010-2020 وبعض المقاييس الإحصائية في مؤسسة مطاحن عمر بن عمر.

شكل رقم (12): تطور درجة الرفع المالي للفترة 2010-2020 وبعض المقاييس الإحصائية في مؤسسة

مطاحن عمر بن عمر.



المصدر: من إعداد الطالبتان بالاعتماد على مخرجات برنامج EVIEWS 10.

الفصل الثاني: أثر الرافعة المالية على الوضعية المالية لمؤسسة مطاحن عمر بن عمر

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ أن قيمة الوسط الحسابي هي: 1,204545، بينما قيمة الوسيط فهي: 1,15، في حين أن الانحراف المعياري هو 0,268006 حيث تصل درجة الرفع المالي في مؤسسة مطاحن عمر بن عمر إلى 1,795 كأعلى قيمة لها و 0,969 كأدنى قيمة. ومن الملاحظ أن هناك تشتت ضعيف بين القيم.

2- دراسة تحليلية إحصائية للمردودية المالية والمردودية الاقتصادية:

تتغير المردودية المالية والاقتصادية من فترة إلى أخرى نتيجة لتغير الظروف المختلفة.

2-1- دراسة إحصائية للمردودية الاقتصادية RE للفترة 2010 - 2020:

جدول رقم (08): تطور نسبة المردودية الاقتصادية للفترة 2010 - 2020.

البيان	2010	2011	2012	2013	2014	2015
نتيجة الاستغلال	454543349	272879120.1	258697482	323331587	126240049	226896545
الأصول الاقتصادية	344763115	2300200406	1856136887	534751429	1037670904	6267207939
المردودية الاقتصادية %	131.8	11.86	13.94	60.46	12.17	3.6
البيان	2016	2017	2018	2019	2020	
نتيجة الاستغلال	303452036	154732171	321901237	420307329	185332822	
الأصول الاقتصادية	8212710202	6603106917	9821057833	5059360063	2651519171	
المردودية الاقتصادية %	3.7	23.44	5.6	8.3	6.9	

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على القوائم المالية للمؤسسة.

من خلال الجدول نلاحظ تذبذب في نسبة المردودية المالية خلال الفترة (2010 - 2020)، نلاحظ انخفاض نسبة الضريبة بسبب ارتفاع الأصول الاقتصادية في سنة 2011 حيث قدرت بـ 12% وارتفعت في سنة 2012 إلى 14% والسبب في ذلك راجع لانخفاض الأصول الاقتصادية، وفي سنة 2013 ارتفعت ارتفاع كبير فقدرت بـ 60% وهذا راجع لارتفاع كبير نقص الاحتياج في رأس المال العامل BFR مما أدى إلى انخفاض الأصول الاقتصادية، ويرجع السبب أيضا في ارتفاع نتيجة الاستغلال، أما في سنة 2014 قدرت بـ 12% وهذا راجع لارتفاع المردودية الاقتصادية وانخفاض نتيجة الاستغلال.

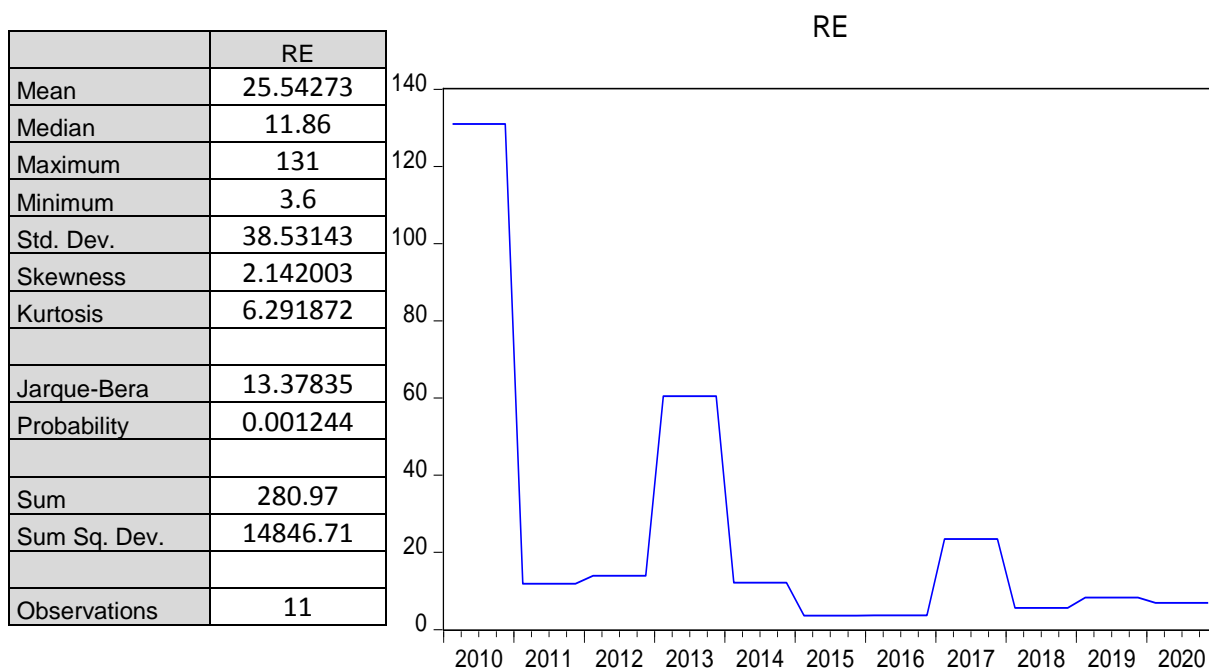
الفصل الثاني: أثر الرافعة المالية على الوضعية المالية لمؤسسة مطاحن عمر بن عمر

ولكل من سنة 2015، 2016 و 2017 حققت المردودية انخفاضا كبيرا وهذا راجع لانخفاض النقص في احتياج رأس المال العامل BFR وتحقيقها لاحتياج رأس مال عامل سنة 2016 مما أدى إلى ارتفاع الأصول الاقتصادية.

أما في سنة 2017 فارتفعت ارتفاع كبير قدر بـ 23% وهذا راجع لانخفاض الأصول الاقتصادية وبالرغم من انخفاض نتيجة الاستغلال أيضا.

أما في كل من السنوات 2018، 2019 و 2020 سجلت المردودية تذبذب طفيف وهذا راجع لارتفاع الأصول الاقتصادية. ومن خلال هذه النتائج يمكن القول أن المؤسسة عليها تحسين أدائها المالي. و الشكل التالي يوضح تطور نسبة المردودية الاقتصادية من سنة 2010 إلى سنة 2020 وبعض المقاييس الإحصائية لمؤسسة مطاحن عمر بن عمر.

شكل رقم (13): تطور نسبة المردودية الاقتصادية RE للفترة 2010 – 2020 وبعض المقاييس الإحصائية.



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews 10.

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ أن قيمة الوسط الحسابي 25,54273 أما قيمة الوسيط فهي 11,86 في حين أن أكبر نسبة للمردودية الاقتصادية 131 وأدنى نسبة 3,6، أما قيمة الانحراف

المعياري فهي 38,53143 وتبين أن هناك تشتت ضعيف بين القيم، أي أن هناك تباعد بين قيم نسب المردودية الاقتصادية.

2-2- دراسة إحصائية للمردودية المالية RF للفترة 2010 - 2020:

الجدول الموالي يوضح تطور نسب المردودية المالية RF للفترة 2010 - 2020 وبعض المقاييس الإحصائية لمؤسسة مطاحن عمر بن عمر.

جدول رقم (09): تطور نسب المردودية المالية RF للفترة 2010 - 2020 وبعض المقاييس الإحصائية.

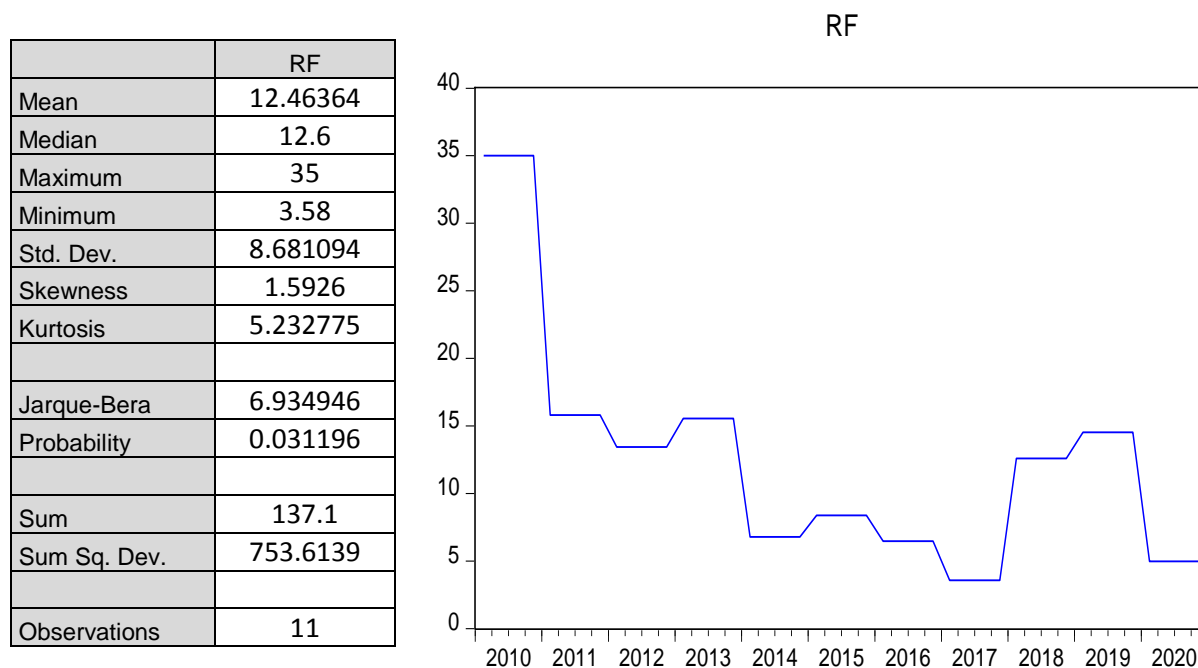
2015	2014	2013	2012	2011	2010	البيان
177703078	131949667	304678976	222663714	226657608.9	419766467	النتيجة الصافية
2120427005	1942723926	1960774260	1656095283	1433431569.62	1206773961	الأموال الخاصة
8.38	6.79	15.54	13.44	15.81	34.78	المردودية المالية %
	2020	2019	2018	2017	2016	البيان
	146883029	408030360	313410417	77794890	146571006	النتيجة الصافية
	2955197488	2808314459	2488203317	2174792900	2266998010	الأموال الخاصة
	4.97	14.52	12.6	3.58	6.47	المردودية المالية %

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على القوائم المالية للمؤسسة.

من خلال الجدول نلاحظ أن المردودية المالية RF لمؤسسة مطاحن عمر بن عمر في حالة تذبذب حيث كان التغيير طفيف في سنوات 3 أولى 2011، 2012 و 2013، أما في سنة 2014 قدرت نسبة المردودية المالية بـ 7% وهذا راجع لارتفاع كبير في الأموال الخاصة ومقابلها انخفاض النتيجة الصافية وهي نفس العوامل المؤثرة بالنسبة للسنوات: 2015، 2016 و 2017، أما في كل من سنة 2018 و 2019 فقد ارتفعت إلى 13% و 14% على التوالي بسبب الارتفاع في النتيجة الصافية، وانخفاض المردودية المالية RF مرة أخرى سنة 2020 إلى 5% وهذا راجع لنتيجة المؤسسة الصافية المحققة في تلك السنة. ومن خلال هذه النتائج يمكن أن نقول أن على المؤسسة تحسين أداءها المالي.

والشكل الموالي يوضح تطور نسبة المردودية المالية RF للفترة 2010 - 2020 وبعض المقاييس الإحصائية لمؤسسة عمر بن عمر.

شكل رقم (14): تطور نسبة المردودية المالية RF للفترة 2010 - 2020 .



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews 10.

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ أن قيمة الوسط الحسابي قدرت بـ 12,46364 أما قيمة الوسيط فهي 12,6 في حين أن أكبر نسبة للمردودية الاقتصادية 35% وأدنى قيمة 3,58%، أما الانحراف المعياري فقيمته 8,681094 وتبين أن هناك تشتت ضعيف بين القيم أي أن هناك تباعد بين نسب المردودية المالية.

المطلب الثالث: دراسة استقرارية السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة:

يجب تحديد استقرارية السلاسل الزمنية وفقا لاختبار ديكي فولر ADF ومن ثم القيام باختيار جذر الوحدة لاستقرارية السلاسل الزمنية Unit Root Test من أجل تحديد أثر المتغيرات المفسرة على المتغيرات التابعة لمؤسسة عمر بن عمر للفترة الممتدة من 2010 إلى 2020. والجدول التالي يبين نتائج الاختبار.

جدول رقم (10): نتائج اختبار استقرارية السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة في مؤسسة عمر بن عمر.

اختبار ADF						المتغيرات	درجة التكامل
اختبار الفروق الثانية بالقاطع والاتجاه العام	اختبار الفروق الثانية بالقاطع	اختبار الفروق الأولى بالقاطع والاتجاه العام	اختبار الفروق الأولى بالقاطع	اختبار المستوى بالقاطع والاتجاه العام	اختبار المستوى بالقاطع		
-4.456733	-4.54060	-4.715553	-1.596566	-1.759187	-2.055440	ELF	I ₁
-	-	-	-	-4.173315	-3.919579	RE	I ₀
8.105179	7.611735	-2.500991	-3.002731	-2.691796	-2.029476	RF	I ₂

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews 10 (ملحق 02)

من الجدول أعلاه نلاحظ أن استقرارية المردودية الاقتصادية RE عند المستوى سواء بالقاطع أو القاطع والاتجاه العام (حيث القيم المحسوبة بالقيمة المطلقة أقل من القيم جدولية بالقيم المطلقة).

أما سلاسل الرافعة المالية ELF والمردودية المالية RF غير مستقرة عند المستوى سواء القاطع أو بالقاطع والاتجاه العام، إلا أنهم استقروا بعد إجراء اختبار الفروق الثابتة سواء بالقاطع أو بالقاطع والاتجاه العام (حيث القيم المحسوبة المطلقة أقل من القيم الجدولية) إذا السلاسل الزمنية للمردودية المالية RF والرافعة المالية ELF مستقرة ومتكاملة من الدرجة الثانية I₂ أما المردودية الاقتصادية RE مستقرة ومتكاملة عن المستوى I₀.

المبحث الثالث: أثر تغير الرافعة المالية على المردودية لمؤسسة مطاحن عمر بن

عمر للسنوات 2010 - 2020

قمنا سابقا بتحويل بيانات متغيرات الدراسة من سنوية إلى بيانات ربع سنوية من خلال برمجة EViews10 في مؤسسة مطاحن عمر بن عمر الذي يساعدنا لدراسة استقرارية السلاسل الزمنية من أجل اختبار النموذج المناسب للدراسات التي تكون فيها نسبة الرافعة المالية كمتغير مستقل ومؤثرة على

المردودية المالية والاقتصادية كمتغيرات تابعة. وسنتطرق في هذا المبحث لقياس هذا التأثير باستخدام نموذج الانحدار الذاتي VAR، حيث قسمنا هذا المبحث إلى:

✓ المطلب الأول: دراسة قياسية لأثر تغير الرافعة المالية على المردودية الاقتصادية RE.

✓ المطلب الثاني: دراسة قياسية لأثر تغير الرافعة المالية على المردودية المالية RF.

المطلب الأول: دراسة قياسية لأثر تغير الرافعة المالية على المردودية الاقتصادية RE

انطلاقاً من مخرجات اختبار الاستقرار المالية ADF الذي توصلنا لنتائجه سابقاً، حيث تمثلت الاستقرار المالية لنسبة الرافعة المالية في الفروق الثانية ونسبة المردودية الاقتصادية عند المستوى فإننا نقوم بالاعتماد على نموذج الانحدار الذاتي VAR لتفسير أثر تغير نسبة الرافعة المالية على المردودية الاقتصادية.

1- اختبار عدد مدد التباطؤ الزمني لنموذج VAR:

لاعتماد نموذج الانحدار الذاتي VAR فإنه أولاً يجب تحديد العدد الأمثل لمدد التباطؤ الزمني من خلال مجموعة من المعايير الإحصائية، والجدول الموالي يوضح ذلك:

جدول رقم (11): درجة التأخر المعتمدة في نموذج VAR للرافعة المالية والمردودية الاقتصادية RE.

VAR Lag Order Selection Criteria
Endogenous variables: RE ELF
Exogenous variables: C
Date: 06/14/22 Time: 15:06
Sample: 2010Q1 2020Q4
Included observations: 41

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-168.9255	NA	14.32627	8.337830	8.421419	8.368268
1	-81.02117	162.9446	0.239238	4.244935	4.495702	4.336251
2	-54.43510	46.68773*	0.079648*	3.143176*	3.561120*	3.295368*
3	-51.75084	4.451952	0.085295	3.207358	3.792480	3.420427

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات برنامج EVIEWS 10.

من خلال الجدول أعلاه وحسب عدد المشاهدات 40 في دراستنا نأخذ درجة التأخر والتي تقابل أصغر قيمة لكل من معيار شيوارتز SIC ومعيار أكايك A/C ومعيار هاتن كون HQ ومقياس FPE، والتي توافق $2(p=2)$.

2- معايرة نموذج (Vector Auto Regression) VAR:

من خلال نموذج متجه الانحدار الذاتي VAR يعتمد كل متغير على القيم السابقة له والقيم السابقة للمتغيرات الأخرى وفقا لفترات التباطؤ المحددة. والمعادلة الآتية توضح ذلك:

$$RE = 1.317100 * RE(-1) - 0.488606 * RE(-1) + 1.582770 * ELF(-1)$$

$$(0.13161) \quad (0.10644) \quad (1.60230)$$

$$= 1.395651 * ELF(-2) - 3.147210$$

$$(1.56358) \quad (9.15126)$$

$$R - Squared = 0.904300$$

$$F = 87.40647$$

$$N = 40$$

من خلال المعادلة أعلاه نلاحظ ما يلي:

- ✓ المتغير التابع (الرافعة المالية) يعرف من خلال هذه المعادلة بثابت وتأخيرين واحد بالنسبة لكل من المردودية الاقتصادية ونسبة الرافعة المالية.
- أي أن المردودية الاقتصادية في السنة t تعرف وتتأثر بالمردودية الاقتصادية ونسبة الرافعة المالية خلال السنة السابقة (t-1, t-2).
- ✓ قيمة الثابت سالبة وهو يمثل قيمة الرفع المالي في غياب المتغير (المردودية الاقتصادية) وهي مقبولة اقتصاديا.
- ✓ هناك علاقة طردية بين المردودية الاقتصادية وقيمتها المؤخرة الأولى (الإشارة موجبة) ويعني ذلك أنه في حالة ارتفاع المردودية الاقتصادية لسنة ما فيتوقع أن يستمر هذا الارتفاع في السنة المقبلة، وإن انخفاض المردودية الاقتصادية لسنة ما فيتوقع أن يستمر هذا الانخفاض في السنة المقبلة.
- يرجع هذا التغير إلى توجهات النشاط الاقتصادي لمؤسسة مطاحن عمر بن عمر خلال الدورات الاقتصادية المتكررة والمتعاقبة.
- ✓ هناك علاقة عكسية بين نسبة الرافعة المالية والمردودية الاقتصادية لتأخر الثاني، أدى إلى زيادة الرافعة المالية لسنتين متتاليتين يؤدي لتراجع المردودية الاقتصادية وهذا نتيجة الاعتماد الكبير للمؤسسة على القروض في تمويل استثماراتها.

✓ أما من الناحية الإحصائية نلاحظ أن قيمة معامل التحديد 0.9 وهي قيمة موجبة مرتفعة تقترب من الواحد وهو ما يفسر شدة العلاقة بين المتغير التابع ومتغير التفسير أي تغير المردودية الاقتصادية يرجع للرافعة المالية بنسبة 90% والباقي يعود لعوامل أخرى.

مما سبق وبناء على نتائج النموذج يتبين لنا أن مؤسسة مطاحن عمر بن عمر تعتمد في تمويل استثماراتها على الديون بالدرجة الأولى وهذا ما يفسر وجود علاقة عكسية بين الرافعة المالية والمردودية الاقتصادية.

المطلب الثاني: دراسة قياسية لأثر تغير الرافعة المالية على المردودية المالية RF

انطلاقاً من مخرجات اختبار الاستقرار المالية ADF الذي توصلنا لنتائجه سابقاً حيث تمثلت الاستقرار المالية لنسبة الرافعة المالية في الفروق الثانية ونسبة المردودية المالية أيضاً فإننا سنقوم بالاعتماد على نموذج الانحدار الذاتي VAR بتفسير أثر تغير نسبة الرافعة المالية على المردودية الاقتصادية.

1- اختبار عدد مدد التباطؤ الزمني لنموذج VAR:

لإعتماد نموذج الانحدار الذاتي VAR فإنه أولاً يجب تحديد العدد الأمثل لمدد التباطؤ الزمني من خلال مجموعة من المعايير الإحصائية. والجدول الموالي يوضح ذلك:

جدول رقم (12): درجة التأخر المعتمدة في نموذج VAR للرافعة المالية والمردودية المالية RF.

VAR Lag Order Selection Criteria

Endogenous variables: RF ELF

Exogenous variables: C

Date: 06/14/22 Time: 16:00

Sample: 2010Q1 2020Q4

Included observations: 41

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-114.3113	NA	0.997991	5.673724	5.757313	5.704162
1	-12.55580	188.6200	0.008480	0.905161	1.155928	0.996476
2	12.91225	44.72438*	0.002981*	-0.142061*	0.275883*	0.010131*
3	15.24402	3.867318	0.003248	-0.060684	0.524439	0.152386

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews 10.

من خلال الجدول أعلاه وحسب عدد المشاهدات 40 في دراستنا نأخذ درجة التأخر والتي تقابل أصغر قيمة لكل من معيار شيوارتس SIC ومعيار أكيك A/C ومعيار هاتن كون HQ ومقياس FPE، والتي توافق $2(p=2)$.

2- معايرة نموذج (Vector Auto Regression) VAR:

من خلال نموذج متجه الانحدار الذاتي VAR يعتمد كل متغير على القيم السابقة له والقيم السابقة للمتغيرات الأخرى، وفقا لفترات التباطؤ المحددة. والمعادلة التالية توضح ذلك:

$$RF = 1.457235 * RF(-1) - 0.523557 * RF(-2) + 0.461463 * ELF(-1)$$

$$(0.14369) \quad (0.13442) \quad (0.33315)$$

$$= 0.348420 * ELF(-2) - 2.183258$$

$$(0.31294) \quad (2.44348)$$

$$R - Squared = 0.943131 \quad F = 135.4048 \quad N = 40$$

من خلال المعادلة نلاحظ ما يلي:

- ✓ المردودية المالية تعرف من خلال هذه المعادلة بثابت وتأخير DK واحد بالنسبة لكل من المردودية المالية ونسبة الرافعة المالية، أي أن المردودية المالية في السنة t تعرف وتتأثر بالمردودية المالية ونسبة الرافعة المالية خلال السنة السابقة (t-1, t-2).
- ✓ قيمة الثابت سالبة وهو يمثل قيمة المردودية المالية في غياب الرافعة المالية وهي مقبولة اقتصاديا وهذا يعني أن الرافعة المالية لا تحمل خسارة مالية للمؤسسة.
- ✓ هناك علاقة طردية بين المردودية المالية وقيمتها المؤخرة الأولى (إشارة موجبة) ويعني ذلك أنه في حالة ارتفاع المردودية المالية لسنة ما فيتوقع أن يستمر هذا الارتفاع في السنة المقبلة وأن انخفاض المردودية المالية لسنة ما فيتوقع أن يستمر هذا الانخفاض في السنة المقبلة، وهذا راجع لتغيرات في توجهات النشاط الاقتصادي لمؤسسة مطاحن عمر بن عمر أي سنوات من الراجح الاقتصادي وتليها سنوات أخرى من الانكماش في النشاط الاقتصادي وهكذا وهي مقبولة اقتصاديا.

الفصل الثاني: أثر الرافعة المالية على الوضعية المالية لمؤسسة مطاحن عمر بن عمر

- ✓ هناك علاقة عكسية بين الرافعة المالية والمردودية المالية للتأخير الثاني. فزيادة الرافعة المالية لسنة ما يؤدي إلى نقص المردودية المالية للسنة القادمة نتيجة لزيادة الاستدانة في المؤسسة واعتمادها على ديون يؤدي لزيادة المردودية المالية.
- ✓ أما من الناحية الإحصائية الكلية نلاحظ أن قيمة معامل التحديد 0.94 وهي قيمة موجبة ومرتفعة تقترب من الواحد وهو ما يفسر شدة العلاقة بين المتغير التابع ومتغير التفسير، أي أن تغير المردودية المالية يرجع إلى الرافعة المالية بنسبة 94% أما الباقي يعود لعوامل أخرى. مما سبق وبناء على نتائج نموذج var تبين لنا أن مؤسسة مطاحن عمر بن عمر تعتمد في تمويل استثماراتها على ديون وتلجأ للاستدانة لتغطيتها بصفة أساسية وهذا ما يفسر العلاقة العكسية بين الرافعة المالية والمردودية المالية.

خلاصة:

قمنا في هذا الفصل بتجسيد الفصل النظري على أرض الواقع من خلال استخدام دراسة تحليلية قياسية لمتغيرات الدراسة لمؤسسة مطاحن عمر بن عمر، حيث قمنا بتحليل القوائم المالية للمؤسسة من سنة 2010 إلى سنة 2020 وقياس أثر المتغيرات المستقلة (المردودية المالية والمردودية الاقتصادية)، على المتغير التابع (الرافعة المالية).

وتوصلنا إلى وجود علاقة عكسية بين المتغيرات المستقلة على المتغير التابع بالنسبة لكل دراسة ولكل فترة بالنسبة لمؤسسة مطاحن عمر بن عمر باستخدام نموذج الانحدار الذاتي VAR.

الخاتمة

العامّة



الخاتمة العامة:

تسعى الدراسة لتحديد أثر الرافعة المالية على الوضعية المالية للمؤسسة الاقتصادية، وبحكم أن الرافعة المالية تعتبر وسيلة لزيادة العائد على حقوق الملكية وفي المقابل إلى زيادة المخاطر التي تتحملها المؤسسة الاقتصادية بصفة عامة ومصاريف على وجه الخصوص باعتبار أن نشاطها قائم على الاستدانة فهي تمثل مقياس للحكم على مدى كفاءة وفعالية الوضعية المالية للمؤسسة، ولمعالجة إشكالية الدراسة التي تدور حول مدى تأثير الرفع المالي على الوضعية المالية للمؤسسة الاقتصادية؟.

تعرضنا إلى فصلين للدراسة، فصل نظري وآخر تطبيقي، حيث تطرقنا في الفصل النظري إلى تحديد مصادر التمويل وتسليط الضوء على الهيكل المالي ومحدداته والهيكل المالي الأمثل، وتعرضنا أيضا للرافعة المالية وتناولنا مفهومها وأنواعها وتأثيرها على المردودية الاقتصادية والمخاطر المالية. أما في الفصل التطبيقي أجرينا دراسة تحليلية إحصائية وقياسية على مؤسسة مطاحن عمر بن عمر وتوصلنا من خلال الدراسة إلى مجموعة من النتائج النظرية والتطبيقية.

1- نتائج اختبار الفرضيات:

من خلال ما توصلنا إليه في الدراسة يمكن إثبات أو نفي الفرضيات:

➤ الفرضية الأولى: نصت على أن المؤسسة تعتمد على أنواع مختلفة من مصادر التمويل سواء ملكية أو اقتراض وسواء من مصادر قصيرة الأجل أو مصادر طويلة الأجل، ويمكن تقسيمها إلى مصادر تمويل داخلية وتتمثل في: احتياطات ومؤنات، اهتلاكات وأرباح محتجزة؛ التمويل قصير الأجل والذي يتمثل في الائتمان المصرفي والائتمان التجاري؛ وتمويل متوسط الأجل متمثل في القروض المباشرة متوسطة الأجل والاستئجار؛ والتمويل طويل الأجل المتمثل في الأسهم والسندات، مما يؤكد صحة الفرضية؛

➤ الفرضية الثانية: نصت على أن هناك محددات لاختيار الهيكل المالي المناسب في المؤسسة يمكن تقسيم هذه المحددات إلى قسمين: محددات كمية وتتمثل في الربحية، المردودية، السيولة، هيكل الأصول، حجم المؤسسة؛ ومحددات كيفية تتمثل في المرونة والملاءة، مما يؤكد صحة الفرضية؛

➤ للفرضية الثالثة: نصت على وجود تأثير إيجابي بين المردودية والرافعة المالية، فتوصلنا من خلال الدراسة إلى وجود تأثير كبير بين المردودية والرافعة المالية، أما ما إذا كان هذا التأثير إيجابيا أو

سلبيا فهو يتوقف على نسبة الاقتراض أو السياسة المالية المتبعة لكل سنة من سنوات الدراسة، وهذا ما يثبت عدم صحة الفرضية الأولى؛

➤ الفرضية الرابعة: تنص على أن اعتماد مؤسسة مطاحن عمر بن عمر على الرفع المالي قد أثر بالإيجاب على وضعيتها المالية، وتوصلنا من خلال الدراسة التطبيقية واستعمال للموضوع لوجود تأثير سلبي لأن هناك علاقة عكسية بين نسب الرافعة المالية والمردودية، فارتفاع الرافعة المالية لسنة ما يؤدي إلى خفض المردودية للسنة القادمة، مما يؤكد عدم صحة الفرضية.

2- نتائج الدراسة:

من خلال الدراسة النظرية والتطبيقية لموضوع تحليل أثر الرافعة المالية على الوضعية المالية لمؤسسة مطاحن عمر بن عمر توصلنا إلى نتائج نظرية وأخرى تطبيقية تتمثل في:

2-1- النتائج النظرية: من خلال الدراسة النظرية توصلنا إلى ما يلي:

- ✓ لتحديد السياسة المالية للمؤسسة يجب حصر مختلف مصادر التمويل المتاحة للمؤسسة والتعرف على إيجابيات وسلبيات كل مصدر وطريقة الحصول عليه؛
- ✓ اختيار الهيكل المالي يكون وفق محددات كمية وكيفية ومحددات أخرى تؤثر عليه؛
- ✓ يعرف الرفع المالي بأنه مدى اعتماد المؤسسة على الاقتراض ثابت الكلفة لتمويل عمليات المؤسسة.
- ✓ يمكن قياس الرفع المالي باستخدام نسب الرفع المالي والتي تتمثل في نسبة الرافعة المالية ونسبة تغطية الفوائد ونسبة القروض على حقوق الملكية ودرجة الرفع المالي؛
- ✓ تسمح المردودية بتقدير أثر الرافعة المالية؛
- ✓ استعمال الرافعة المالية في المؤسسة يؤثر على حجم المخاطرة المالية للمؤسسة.

2-2- النتائج التطبيقية: من خلال الدراسة التطبيقية توصلنا إلى النتائج التالية:

- ✓ يعتمد الهيكل التمويلي لمؤسسة مطاحن عمر بن عمر على الأموال الخاصة والديون معا نتيجة تذبذب من فترة إلى أخرى خلال 2010 - 2020؛
- ✓ لتفسير وقياس الرافعة المالية كمتغير تابع والمردودية المالية والاقتصادية كمتغيرات مستقلة وذلك لقياس أثر الرافعة المالية على الوضعية المالية للمؤسسة يفضل استخدام برنامج EVIEWS10؛

- ✓ من خلال مخرجات EViews10 توصلنا لاستقرار المردودية الاقتصادية فقط عند المستوى أما المردودية المالية والرافعة المالية فاستقرت عند الفروق الثانية من خلال اختبار ADF بالنسبة لمؤسسة مطاحن عمر بن عمر؛
- ✓ تم تطبيق نموذج الانحدار الذاتي VAR لدراسة أثر الرافعة المالية على المردودية في مؤسسة مطاحن عمر بن عمر؛
- ✓ تحصل على فترة واحد للتباطؤ في نموذج الانحدار الذاتي VAR لمؤسسة مطاحن عمر بن عمر؛
- ✓ هناك علاقة عكسية بين الرافعة المالية والمردودية المالية والاقتصادية في مؤسسة مطاحن عمر بن عمر؛
- ✓ هناك دلائل تفسيرية كثيرة تفسر العلاقة بين المتغير المستقل والمتغير التابع.

3- التوصيات: تتمثل في:

- ❖ عند اختيار المؤسسة لمصادر تمويلها يجب أن يكون توازن بين العائد المتوقع والمخاطرة؛
- ❖ يجب على المؤسسة القيام بدراسة معمقة لمختلف تقنيات تسيير الأصول والخصوم كما يجب إدراج بند يتعلق بتقدير وتسيير الرافعة المالية؛
- ❖ يجب على المؤسسة عدم الإفراط في استخدام الديون لكي لا يؤثر بتكلفة مرتفعة على المردودية؛
- ❖ العمل على تحسين المردودية المالية وذلك عن طريق زيادة في حجم الأموال الخاصة.

4- آفاق الدراسة:

- إن موضوع الرافعة المالية لا يزال واسعاً وجديراً بالاهتمام والبحث، فمن خلال دراستنا تبين لنا أن هناك بعض الجوانب جديرة بالبحث والتحليل منها:
- ❖ أثر الرافعة المالية على الأداء المالي لمؤسسة مطاحن عمر بن عمر؛
 - ❖ تحليل أثر الرافعة المالية على الوضعية المالية لمؤسستين مختلفتين من حيث الهيكل المالي لأجل مقارنة النتائج مع بعضها البعض؛
 - ❖ قياس نسب رفع مالي أخرى على المردودية لمؤسسة مطاحن عمر بن عمر.

قائمة

المراجع



قائمة المراجع

I . المراجع باللغة العربية:

أولاً: الكتب

1. أحمد بوراس، "تمويل المنشآت الاقتصادية"، دون طبعة، دار العلوم للنشر والتوزيع، الجزائر، 2008.
2. إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، "التسيير المالي: الإدارة المالية - أجوبة - تمارين وحلول"، الجزء الثاني، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2011.
3. إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، "التسيير المالي: الإدارة المالية: دروس وتطبيقات"، الجزء الأول، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2011.
4. برايان كوبان، هيكل رأس مال الشركات، ترجمة دار الفاروق، دار فاروق للنشر، الأردن، الطبعة الأولى، 2006.
5. جليل كاظم مدلول العارضي، "الإدارة المالية المتقدمة: مفاهيم نظرية وتطبيقات عملية"، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2013.
6. حسن الحمودي، "المؤسسات الاقتصادية"، دون طبعة، دار النهضة، بيروت، 1980.
7. حمزة محمود الزبيدي، "أساسيات الإدارة المالية"، دون طبعة، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2001.
8. حمزة محمود الزبيدي، "الإدارة المالية المتقدمة"، الطبعة الثانية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.
9. دريد كامل آل شيب، "مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة"، دون طبعة، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 1996.
10. رابح الولي، رقية حساني، "المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومشكلات تمويلها"، دون طبعة، إيتراك للنشر والتوزيع، الجزائر، 2007.
11. ريان محمد الشحان وآخرون، "الإدارة المالية والبيئة المعاصرة"، بدون طبعة، المكتبة العصرية، القاهرة، 2000.

12. سمير محمد عبد العزيز، "اقتصاديات الاستثمار والتحليل المالي"، مكتبة مطبعة الاشعة الفنية، 1997.
13. سمير محمد عبد العزيز، "اقتصاديات الاستثمار والتمويل والتحليل المالي"، دون طبعة، مكتبة الاشعاع للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، 1998.
14. سمير محمد عبد العزيز، "التأجير التمويلي"، الطبعة الأولى، دار الإشعاع الفنية للنشر والتوزيع، مصر، 2001.
15. شقر عامر، أيمن الشنطي، "الإدارة والتحليل المالي"، دون طبعة، دار البداية، عمان، 2004.
16. طارق الحاج، "مبادئ التمويل"، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2002.
17. عاطف وليم أندراوس، "التمويل والإدارة المالية للمؤسسات"، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006.
18. عبد الحليم كراجه وآخرون، "الإدارة والتحليل المالي"، الطبعة الثانية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2006.
19. عبد الحليم كراجه وآخرون، "الإدارة والتحليل المالي: أسس - مفاهيم - تطبيقات"، دون طبعة، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2012.
20. عبد الستار صياح، سعود العامري، "الإدارة المالية"، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الثالثة، 2007.
21. عبد العزيز النجار، "أساسيات الإدارة المالية"، دون طبعة، الناشر المكتب العربي الحديث، مصر، 2007.
22. عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية: مدخل اتخاذ القرارات، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2007.
23. عبد الغفار حنفي، رسمية زكى قرياقص، "أساسيات التمويل والإدارة المالية: مدخل اتخاذ القرار"، دون طبعة، الدار الجامعية، مصر، 2004.
24. عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، "الإدارة المالية المتقدمة"، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2009، 2009.
25. عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، "التحليل والتخطيط المالي: اتجاهات معاصرة"، اليازوري للنشر والتوزيع، دون طبعة، عمان، 2008.

26. عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشة، أساسيات في الإدارة المالية، دون طبعة، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 2006.
27. عزمي سلام أسامة، "إدارة الخطر والتأمين"، دار حامة للنشر والتوزيع، الأردن.
28. عصام حسين، "أسواق الأوراق المالية"، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، 2008.
29. على حنفي، "التحليل المالي واقتصاديات الاستثمار والتمويل"، دار الكتاب الحديث، الإسكندرية، 2009.
30. عليان الشريف، رشاد العصار وآخرون، "الإدارة والتحليل المالي"، دار البركة للنشر والتوزيع، الأردن، 2007.
31. محب خلة توفيق، "الهندسة المالية"، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، مصر، 2011.
32. محمد سعيد عبد العادي، "الإدارة المالية: الاستثمار والتمويل والتحليل المالي"، الطبعة الأولى، دار حامة للنشر والتوزيع، مصر، 2008.
33. محمد شفيق، حسن الطيب، "أساسيات الإدارة المالية في القطاع الخاص"، الطبعة الأولى، دار للنشر والتوزيع، 1997.
34. محمد صالح الحناوي وآخرون، "أساسيات ومبادئ الإدارة المالية"، دون طبعة، المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2007.
35. محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، "الإدارة المالية: مدخل لاتخاذ القرارات"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004.
36. محمد عثمان، إسماعيل حميد، "التمويل والإدارة المالية في منظمات الأعمال"، دون طبعة، دار النهضة العربية، القاهرة، 1995.
37. محمد علي إبراهيم الغامري، "الإدارة المالية المتقدمة"، الطبعة الأولى، دار إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.
38. مصطفى كامل السيد، "القرار الاستثماري في البنوك الإسلامية"، دون طبعة، المكتب الجامعي الحديث، القاهرة، 2006.
39. مفلح محمد عقل، "الإدارة المالية والتحليل المالي"، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، 2006.

40. مليكة زغيب، ميلود بوشنيقر، "التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد"، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010.
41. منير إبراهيم هندي، "الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر"، طبعة ثالثة منقحة، المكتب العربي الحديث، مصر، 1996.
42. منير إبراهيم هندي، "الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل"، الطبعة الثانية، منشأة المعارف للتوزيع، مصر، 1998.
43. مؤيد عبد الرحمن الدوري، حسين محمد سلامة، "أساسيات الإدارة المالية"، الطبعة الأولى، دار الرابية للنشر والتوزيع، الأردن، 2013.
44. نهال فريد مصطفى، "مبادئ وأساسيات الإدارة المالية"، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2003.
45. نور الدين خبابة، الإدارة المالية، دار النهضة العربية، الطبعة الأولى، لبنان، 1997.
46. هيثم محمود الزعبي، "الإدارة والتحليل المالي"، الطبعة الأولى، دار الفكر للطباعة والنشر، الأردن، 2000.
47. يوسف حسن يوسف، "التمويل في المؤسسات الاقتصادية"، دون طبعة، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، 2012.

ثانياً: الرسائل العلمية

1. أنفال حدة خبيزة، "تأثير الهيكل المالي على استراتيجية المؤسسة الصناعية: دراسة حالة مؤسسة المطاحن الكبرى الجنوب -بسكرة"، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2012/2011.
2. بسام محمد الأغا، "أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار"، مذكرة ماجستير في العلوم التجارية، غزة، 2012.
3. حمزة قريميط، "أثر مخاطر سعر الصرف على أداء محافظة الأوراق المالية"، مذكرة لنيل شهادة ماستر أكاديمي في مالية الكمية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2015/2014.

4. سلوى صويلح، "أثر الرافعة المالية في تشخيص الخطر المالي للمؤسسة الاقتصادية"، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، جامعة الصديق بن يحيى، جيجل، 2017-2018.
5. عادل سلماني، "دراسة العلاقات بين العائد والمخاطرة على أدوات الاستثمار في سوق رأس المال الإسلامي: دراسة حالة ماليزيا"، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2013/2014.
6. عادل عشي، "الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية: قياس وتقييم"، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص تسيير المؤسسات الصناعية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2001-2002.
7. عبد الرحمن درغوم، "دراسة أثر الرفع المالي على المردودية المالية"، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر في العلوم المالية والمحاسبة، تخصص مالية المؤسسة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2015-2016.
8. غنية بوربيعة، "محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة"، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، جامعة الجزائر 3، 2011-2012.
9. كنزة شرابي باية، "العوامل المحددة لبناء الهيكل المالي للمؤسسة"، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، جامعة الجزائر 3، 2013/2014.
10. محمد بداح السبيعي، "العلاقة بين الرفع المالي والعائد على الاستثمار من شركات المساهمة العامة الكويتية"، رسالة مقدمة للحصول على شهادة الماجستير، تخصص محاسبة، قسم المحاسبة، جامعة الشرق الأوسط، الكويت، 2012.
11. ميلودة ميلوى، "أثر الرفع المالي على مردودية الأموال الخاصة ودرجة المخاطرة"، مذكرة لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2012-2013.
12. نهال بوقرن، فتيحة زدادرة، "أثر التمويل بالرفع المالي على الهيكل المالي للمؤسسة"، تخصص مالية المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة 08 ماي 1945، قالمة، 2012/2013.

13. هشام معروف، "المفاضلة بين مصادر التمويل في المؤسسة"، مذكرة لنيل شهادة الماستر تخصص مالية وتأمينات وتسيير المخاطر، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، 2012-2013.

14. سمية لزغم، "أثر الهيكل المالي على القرارات المالية في المؤسسات الصغيرة ومتوسطة"، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر في العلوم المالية والمحاسبية، تخصص مالية المؤسسة، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2012/2011.

15. ياسين العايب، "إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية: دراسة حالة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2011/2010.

ثالثا: المجالات العلمية

1. سعاد شكري معمر، فضيلة زاوي، "دور إدارة المخاطر المالية والإنذار المبكر في التنبؤ بالفشل

المالي للمؤسسة"، مجلة محاسبة التدقيق المالي، العدد الثاني، المجلد 02، الجزائر، 2020.

2. سليم مجلخ، وليد بشيشي، "محددات الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية"، مجلة دراسات اقتصادية، جامعة 08 ماي 1945، قالمة، العدد 1، جوان 2019.

3. عبد السلام حطاطش، شوار حمزة، "تحليل أثر معيار الرفع المالي لبازل على التحكم في المخاطر المالية بين المصارف التقليدية المصارف الإسلامية"، مجلة تنمية الموارد البشرية، العدد 2، المجلد 07، الجزائر، 2016.

4. عبد الغني دادن، "قراءة في الأداء المالي والقيمة في المؤسسات الاقتصادية"، مجلة الباحث، عدد 04، 2006.

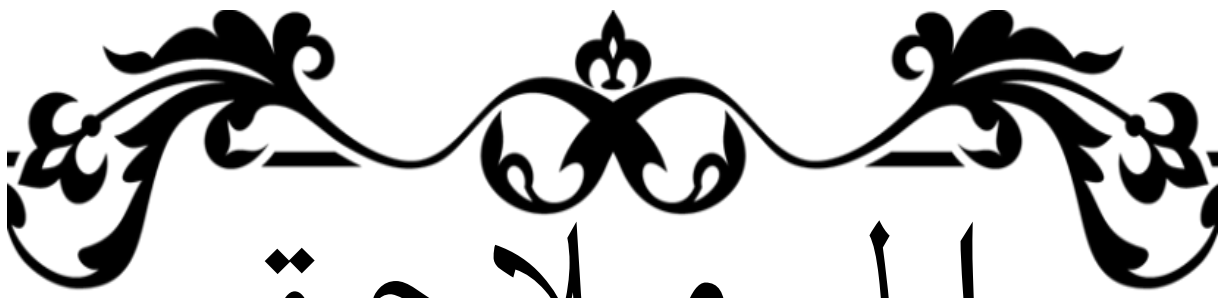
5. محمد أحمد عبد الله السمان، إسماعيل عثمان نجيب، "أثر تكلفة التمويل على الهيكل المالي والقيمة السوقية للمنشأة": دراسة حالة الشركة القومية للاتصالات سودايل 2007-2011، مجلة العلوم الاقتصادية، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، كلية الدراسات التجارية، المجلد 15، العدد 2، 2014.

رابعا: المحاضرات

1. سليم مجلخ، "مطبوعة محاضرات في مقياس تمويل المؤسسة"، جامعة 08 ماي 1945، قالمة، الجزائر، 2006.

II . المراجع باللغة الأجنبية:

1. Aswath damo daran, **finance d'entreprise, théorie et pratique**, nouveau horizon, Belgique, 2eme édition, 2007.
2. Benjamin c ivensteina, **les nouvelles théories de l'entreprise**, librairie générale française, paris, 1995.
3. Georges Depallens, Jean pière Jobard, **Gestion Financière de l'entreprise**, 11 ième ed Dunod, 1997.
4. Justin petti m, **strategic corporate finance–applicationd in valuation and capital structure**, johnviley sons incorated, new jersey, 2007.
5. Louret p, **Structure des capital : l'arbitrage entre le gain fiscal et les couts de faillite**, cirage 94/01, Grenoble, 1994.
6. Pierre vernimmer, **finance d'entreprise**, dalloz, paris, 3eme edition, 1998.



الملاحق



الملحق رقم 01: تطور متغيرات الدراسة في مؤسسة بن عمر

	ELF	RE	RF
2010Q1	18.1439063	50.5485938	11.4689063
2010Q2	18.1823438	37.4201563	9.48109375
2010Q3	18.2692188	26.1857813	7.75609375
2010Q4	18.4045313	16.8454688	6.29390625
2011Q1	18.5882813	9.39921875	5.09453125
2011Q2	18.8204688	3.84703125	4.15796875
2011Q3	19.1010938	0.18890625	3.48421875
2011Q4	19.4301563	-1.57515625	3.07328125
2012Q1	20.1322656	1.5540625	3.40757813
2012Q2	20.4283594	2.3784375	3.32929688
2012Q3	20.6430469	3.8971875	3.32085938
2012Q4	20.7763281	6.1103125	3.38226563
2013Q1	20.6453906	14.4572656	4.11195313
2013Q2	20.6889844	15.8833594	4.07367188
2013Q3	20.7242969	15.8280469	3.86585938
2013Q4	20.7513281	14.2913281	3.48851563
2014Q1	20.7575781	6.018125	2.11390625
2014Q2	20.7730469	3.620625	1.72859375
2014Q3	20.7852344	1.84375	1.50484375
2014Q4	20.7941406	0.6875	1.44265625
2015Q1	20.8032813	1.36476563	2.08265625
2015Q2	20.8042188	0.96460938	2.12734375
2015Q3	20.8004688	0.69992188	2.11734375
2015Q4	20.7920312	0.57070313	2.05265625
2016Q1	20.7960938	0.1484375	1.83484375
2016Q2	20.7714063	0.4615625	1.70015625
2016Q3	20.7351563	1.0815625	1.55015625
2016Q4	20.6873438	2.0084375	1.38484375
2017Q1	20.5361719	5.47734375	0.70070313
2017Q2	20.5019531	6.12390625	0.70617188
2017Q3	20.4928906	6.18328125	0.89773438
2017Q4	20.5089844	5.65546875	1.27539063
2018Q1	20.8010156	2.27015625	2.58171875
2018Q2	20.7671094	1.47609375	3.03453125
2018Q3	20.6580469	1.00296875	3.37640625
2018Q4	20.4738281	0.85078125	3.60734375
2019Q1	19.9617188	1.98203125	3.89804688
2019Q2	19.7282812	2.08671875	3.83882813
2019Q3	19.5207812	2.12734375	3.60039063
2019Q4	19.3392187	2.10390625	3.18273438
2020Q1	19.1835937	2.01640625	2.58585938
2020Q2	19.0539062	1.86484375	1.80976563
2020Q3	18.9501562	1.64921875	0.85445313
2020Q4	18.8723437	1.36953125	-0.28007812

الملحق رقم 02: نتائج استقرارية السلاسل

1- استقرارية ELF (الرفع المالي) في المستوى بالقاطع

Null Hypothesis: ELF has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 5 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.055440	0.2631
Test critical values:		
1% level	-3.615588	
5% level	-2.941145	
10% level	-2.609066	

2- استقرارية ELF (الرفع المالي) في المستوى بالقاطع والاتجاه العام

Null Hypothesis: ELF has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 4 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.759187	0.7050
Test critical values:		
1% level	-4.211868	
5% level	-3.529758	
10% level	-3.196411	

3- استقرارية ELF (الرفع المالي) في الفروق الأولى بالقاطع

Null Hypothesis: D(ELF) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 4 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-1.536566	0.5046
Test critical values:		
1% level	-3.615588	
5% level	-2.941145	
10% level	-2.609066	

4- استقرارية ELF (الرفع المالي) في الفروق الأولى بالقاطع والاتجاه العام

Null Hypothesis: D(ELF) has a unit root
Exogenous: Constant, Linear Trend
Lag Length: 3 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.715554	0.0027
Test critical values:		
1% level	-4.211868	

5% level	-3.529758
10% level	-3.196411

5- استقرارية ELF (الرفع المالي) في الفروق الثانية بالقاطع

Null Hypothesis: D(ELF,2) has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 3 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.540604	0.0008
Test critical values:		
1% level	-3.615588	
5% level	-2.941145	
10% level	-2.609066	

6- استقرارية ELF (الرفع المالي) في الفروق الثانية بالقاطع والاتجاه العام

Null Hypothesis: D(ELF,2) has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 Lag Length: 3 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.456733	0.0055
Test critical values:		
1% level	-4.219126	
5% level	-3.533083	
10% level	-3.198312	

7- استقرارية RE (المردودية الاقتصادية) في المستوى بالقاطع

Null Hypothesis: RE has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.919579	0.0042
Test critical values:		
1% level	-3.596616	
5% level	-2.933158	
10% level	-2.604867	

8- استقرارية RE (المردودية الاقتصادية) في المستوى بالقاطع والاتجاه العام

Null Hypothesis: RE has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

t-Statistic	Prob.*
-------------	--------

Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.173315	0.0105
Test critical values:	1% level	-4.192337
	5% level	-3.520787
	10% level	-3.191277

9- استقرارية RF (المردودية المالية) في المستوى بالقاطع

Null Hypothesis: RF has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.029426	0.2736
Test critical values:	1% level	-3.596616
	5% level	-2.933158
	10% level	-2.604867

10- استقرارية RF (المردودية المالية) في المستوى بالاتجاه العام

Null Hypothesis: RF has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.691796	0.2450
Test critical values:	1% level	-4.192337
	5% level	-3.520787
	10% level	-3.191277

11- استقرارية RF (المردودية المالية) في الفروق الأولى بالقاطع

Null Hypothesis: D(RF) has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.002731	0.0428
Test critical values:	1% level	-3.596616
	5% level	-2.933158
	10% level	-2.604867

12- استقرارية RF (المردودية المالية) في الفروق الأولى بالاتجاه العام

Null Hypothesis: D(RF) has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend

Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=9)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.500991	0.3262
Test critical values:		
1% level	-4.192337	
5% level	-3.520787	
10% level	-3.191277	

الملحق 03: نموذج VAR لأثر الرافعة المالية على المردودية الاقتصادية في مؤسسة مطاحن عمر

بن عمر.

Vector Autoregression Estimates

Date: 06/14/22 Time: 15:08

Sample (adjusted): 2010Q3 2020Q4

Included observations: 42 after adjustments

Standard errors in () & t-statistics in []

	RE	ELF
RE(-1)	1.317100 (0.13161) [10.0079]	0.002577 (0.00915) [0.28175]
RE(-2)	-0.488606 (0.10644) [-4.59053]	-0.001883 (0.00740) [-0.25459]
ELF(-1)	1.582770 (1.60230) [0.98781]	1.666503 (0.11134) [14.9675]
ELF(-2)	-1.395651 (1.56358) [-0.89260]	-0.721566 (0.10865) [-6.64114]
C	-3.147210 (9.15126) [-0.34391]	1.109264 (0.63591) [1.74438]
R-squared	0.904300	0.976168
Adj. R-squared	0.893954	0.973592
Sum sq. resids	134.2951	0.648463
S.E. equation	1.905150	0.132386
F-statistic	87.40647	378.8830
Log likelihood	-84.00519	27.99182
Akaike AIC	4.238342	-1.094848
Schwarz SC	4.445208	-0.887983
Mean dependent	4.595268	20.14414
S.D. dependent	5.850362	0.814648
Determinant resid covariance (dof adj.)		0.061549
Determinant resid covariance		0.047767
Log likelihood		-55.32100
Akaike information criterion		3.110524
Schwarz criterion		3.524255
Number of coefficients		10

الملحق رقم 04: نموذج VAR لأثر الرافعة المالية على المردودية المالية في مؤسسة مطاحن عمر

بن عمر.

Vector Autoregression Estimates

Date: 06/14/22 Time: 16:01

Sample (adjusted): 2010Q3 2020Q4

Included observations: 42 after adjustments

Standard errors in () & t-statistics in []

	RF	ELF
RF(-1)	1.457235 (0.14369) [10.1418]	-0.052189 (0.04832) [-1.08012]
RF(-2)	-0.523557 (0.13442) [-3.89502]	0.036363 (0.04520) [0.80447]
ELF(-1)	0.461463 (0.33315) [1.38515]	1.681857 (0.11203) [15.0125]
ELF(-2)	-0.348420 (0.31294) [-1.11337]	-0.734382 (0.10523) [-6.97853]
C	-2.183258 (2.44348) [-0.89350]	1.097797 (0.82168) [1.33603]
R-squared	0.943131	0.977166
Adj. R-squared	0.936983	0.974698
Sum sq. resids	5.494255	0.621298
S.E. equation	0.385348	0.129583
F-statistic	153.4046	395.8533
Log likelihood	-16.88212	28.89049
Akaike AIC	1.042006	-1.137642
Schwarz SC	1.248871	-0.930777
Mean dependent	2.765476	20.14414
S.D. dependent	1.535058	0.814648
Determinant resid covariance (dof adj.)		0.002246
Determinant resid covariance		0.001743
Log likelihood		14.20760
Akaike information criterion		-0.200362
Schwarz criterion		0.213369
Number of coefficients		10

IMPRIME DESTINE A L'ADMINISTRATION

N.I.F 0 9 9 9 2 4 2 0 1 0 6 5 6 2 0

Designation de l'entreprise : SARL LES MOULINS AMOR BENAMOR

Activité : SEMOULERIE

Adresse : ZONE INDUSTRIELLE EL FEDJOUJ W.GUELMA

BILAN ACTIF

Exercice clos le : 31/12/2010



ACTIF	N			N-1
	MONTANT BRUT N	AMORT-PROV et pertes de valeurs	NET	NET
TIF IMMOBILISATION NON COURANT				
Int d'acquisition-goodwill positif ou négatif				
Immobilisations incorporelles				
Immobilisation corporelles				
Terrains	406 267 773 /		406 267 773	406 267 773
Plantations et aménagements de terrains				
Construction	491 493 550 /	101 230 078	390 263 472	410 845 293
Atell, tech., matériel et outillage industriels	1 121 991 347 /	345 129 802	776 861 545	687 044 868
Autres immobilisations corporelles	230 992 846 /	90 104 403	140 888 443	108 296 314
Immobilisations en concession				
Immobilisation en cours	285 256 582 /		285 256 582	208 072 925
Immobilisation financières				
Titres mis en équivalence-entreprises associées				
Autres participations et créances rattachées	82 000 000		82 000 000	
Autres titres immobilisés				
Autres et autres actifs financiers non courants	10 790 831		10 790 831	6 996 698
Provisions différées actif				
Autres produits différés - Hors cycle d'exploit.				
TOTAL ACTIF NON COURANT	2 628 792 929	536 464 283	2 092 328 646	2 027 526 871
TIF COURANT				
Stock et en cours	501 718 583		501 718 583	594 054 652
Provisions et Emplois assimilés				
Autres	2 286 389		2 286 389	52 736 850
Autres débiteurs	420 153 545		420 153 545	587 850 122
Autres et assimilés	9 452 491		9 452 491	3 000
Autres créances et emplois assimilés				
Provisions et assimilés				
Autres et autres actifs financiers courants				
Trésorerie	1 478 655 261		1 478 655 261	139 548 848
TOTAL ACTIF COURANT	2 412 266 270		2 412 266 270	1 374 193 472
TOTAL GENERAL ACTIF	5 041 059 199	536 464 283	4 504 594 916	3 401 719 343

IMPRIME DESTINE A L'ADMINISTRATION

N.I.F 0 9 9 9 2 4 2 0 1 0 6 5 6 2 0

Nom de l'entreprise : SARL LES MOULINS AMOR BENAMOR

Nature de l'activité : SEMOULERIE

Adresse : ZONE INDUSTRIELLE EL FEDJOU DJ W. GUELMA



BILAN PASSIF

Exercice clos le : 31/12/2010

PASSIF	NOTE	MONTANT NET N	MONTANT NET N-1
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis (ou compte de l'exploitant)		500 000 000	500 000 000
Capital non appelé			
Reserves et réserves (Réserves consolidées) [1]		24 498 751	24 498 751
Part de réévaluation			
Part d'équivalence [1]			
Résultat net (Résultat part du groupe) [1]		419 766 467	-113 478 962
Autres capitaux propres-Report à nouveau		262 508 743	375 987 705
Part de la société consolidante [1]			
Part des minoritaires [1]			
TOTAL I		1 206 773 861	787 007 494
PASSIFS NON COURANTS			
Emprunts et dettes financières		31 058 540	331 657 006
Autres (différés et provisionnés)			
Autres dettes non courantes			
Provisions et produits constatés d'avance			582 590
Autres charges différées - Hors cycle d'exploit.			
TOTAL PASSIFS NON COURANTS II		31 058 540	332 239 696
PASSIFS COURANTS			
Emprunts et comptes rattachés		853 299 048	683 155 232
Autres		670 147	753 483
Autres dettes		1 827 207 346	1 210 841 029
Autres passifs		585 585 875	387 722 500
Part de liaisons des établissements et sociétés de participation			
TOTAL PASSIFS COURANTS III		3 266 762 415	2 282 472 254
TOTAL GENERAL PASSIF		4 504 594 816	3 401 719 343

IMPRIME DESTINE A L'ADMINISTRATION

N.I.F 0 9 9 9 2 4 2 0 1 0 6 5 6 2 0

Signature de l'entreprise : SARL LES MOULINS AMOR BENAMOR

Activité : SEMOULERIE

Adresse : ZONE INDUSTRIELLE EL FEDJOU DJ W.GUELMA

Exercice du 01/01/2010 au 31/12/2010



COMPTES DE RESULTAS

Désignation	N		N-1	
	Debit en dinars	Credit en dinars	Debit en dinars	Credit en dinars
Produits fabriqués		7 430 852 031		4 510 668 666
Prestations de services				
Vente de travaux				
Rabais, remises, ristournes accordés				
Produit net des Rabais, remises, ristournes		7 430 852 031		4 510 668 666
Juction stockée ou déstockée		-371 786 647		389 751 806
Juction immobilisée				9 164 841
PRODUCTION DE L'EXERCICE		7 059 065 384		4 909 585 313
Charges de marchandises vendues	5 741 089 210		4 550 309 226	
Charges premières				
Charges approvisionnements	393 109 590		107 724 544	
Charges des stocks				
Charges d'études et de prestations de services				
Charges consommations	63 192 264		45 947 051	
Charges, remises, ristournes obtenus sur achats				
Sous-traitance générale				
Locations	3 999 238		1 022 226	
Entretien, réparations et maintenance	13 708 913		4 014 318	
Primes d'assurances	13 610 485		8 695 360	
Documentations et divers	928 655		11 260	
Personnel extérieur à l'entreprise				
Rémunération d'intermédiaires et honoraires	1 737 335		1 247 230	
Publicité	29 375 000		14 392 682	
Déplacement, missions et réceptions	35 400 979		24 797 439	
Charges services	38 478 715		18 362 805	
Charges, remises, ristournes obtenus sur services extérieurs				
CONSOMMATION DE L'EXERCICE	6 334 630 384		4 776 524 143	
RESULTAT AJOUTER D'EXPLOITATION (I-II)		724 435 000		133 061 170

Cabinet d'Audit & Conseil
 Commissaire Aux Comptes
 ALAYAT Mahmoud

IMPRIME DESTINE A L'ADMINISTRATION

N.I.F 0 9 9 9 2 4 2 0 1 0 6 5 6 2 0

Désignation de l'entreprise : SARL LES MOULINS AMOR BENAMOR

Activité : SEMOULERIE

Adresse : ZONE INDUSTRIELLE EL FEDJOUJ W.QUELMA

Exercice du 01/01/2010 au 31/12/2010



Page 2 of 2

COMPTES DE RESULTAS

Désignation	N		N-1	
	Debit en dinars	Credit en dinars	Debit en dinars	Credit en dinars
Salaires de personnel	165 624 789		127 570 267	
Cotisations, taxe et versement assimilés	3 272 907		2 729 501	
EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION		555 537 303		2 761 402
Produits opérationnels		61 830 089		16 020 621
Charges opérationnelles	186 552		11 571 491	
Provisions aux amortissements	163 928 869		96 298 577	
Provisions				
Reprise de valeur				
Provision sur pertes de valeurs et provisions		1 291 378		13 875 948
RESULTAT OPERATIONNEL		454 543 349	75 212 097	
Revenus financiers				
Charges financières	24 530 684		38 266 866	
RESULTAT FINANCIER	24 530 684		38 266 866	
RESULTAT ORDINAIRE (V+VI)		430 012 665	113 478 962	
Produits extraordinaires (produits)				
Charges extraordinaires (Charges)	10 246 198			
RESULTAT EXTRAORDINAIRE	10 246 198			
Provisions exigibles sur résultats ordinaires				
Provisions différées (Variations) sur résultats ordinaires				
RESULTAT DE L'EXERCICE		419 766 467	113 478 962	

BILAN ACTIF

Du 01/01/2011 au 31/12/2011

ACTIF	NOTE	MONTANT BRUT N	AMORT-PROV N	MONTANT NET	MONTANT NET N-1
ACTIF IMMOBILISATION NON COURANT					
Ecart d'acquisition-goodwill positif ou négatif					
Immobilisations incorporelles					
Immobilisation corporelles					
- Terrains		406 267 773.00		406 267 773.00	406 267 773.00
- Agencements et aménagements de terrains					
- Construction		550 682 237.57	128 161 777.32	422 500 460.25	390 263 472.12
- Install. tech., matériel et outillage industriels		1 917 199 872.12	473 403 983.79	1 443 795 888.33	776 861 545.25
- Autres immobilisations corporelles		257 542 592.69	112 698 569.07	144 844 023.62	140 888 442.67
Immobilisations en concession					
Immobilisation en cours		1 236 219 529.84		1 236 219 529.84	285 256 561.84
Immobilisation financières					
- Titres mis en équivalence-entreprises associées					
- Autres participations et créances rattachées		70 000 000.00		70 000 000.00	82 000 000.00
- Autres titres immobilisés					
- Prêts et autres actifs financiers non courants		12 458 212.44		12 458 212.44	10 790 830.72
Impôts différés actif					
Autres produits différés - Hors cycle d'exploit.					
TOTAL ACTIF NON COURANT		4 450 350 317.62	714 264 330.18	3 736 085 987.44	2 092 328 645.60
ACTIF COURANT					
Stock et en cours		1 848 016 719.69		1 848 016 719.69	501 718 583.34
Créances et Emplois assimilés					
Clients		59 602 380.52		59 602 380.52	2 286 389.28
Autres débiteurs		280 250 235.46		280 250 235.46	420 153 545.29
Impôts et assimilés		18 910 926.45		18 910 926.45	9 452 491.00
Autres créances et emplois assimilés					
Disponibilités et assimilés					
Placements et autres actifs financiers courants					
Trésorerie		16 056 392.68		16 056 392.68	235 253 935.39
TOTAL ACTIF COURANT		2 222 836 654.80		2 222 836 654.80	1 158 864 944.30
TOTAL GENERAL ACTIF		6 673 186 972.42	714 264 330.18	5 958 922 642.24	3 251 193 589.90



BILAN PASSIF

Du 01/01/2011 au 31/12/2011

PASSIF	NOTE	MONTANT NET N	MONTANT NET N-1
Part de la société consolidante [1]			
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis (ou compte de l'exploitant)			
Capital non appelé		500 000 000,00	500 000 000,00
Primes et réserves (Réserves consolidées) [1]			
Ecart de réévaluation		224 208 589,00	24 488 751,00
Ecart d'équivalence [1]			
Résultat net (Résultat part du groupe) [1]			
Autres capitaux propres-Report à nouveau		226 657 606,90	419 786 487,06
		482 565 371,72	262 508 742,06
Part des minoritaires [1]			
TOTAL I		1 433 431 668,62	1 206 773 960,72
PASSIFS NON COURANTS			
Emprunts et dettes financières			
Impôt (différés et provisionnés)		752 700 000,00	31 058 539,95
Autres dettes non courants			
Provisions et produits constatés d'avance			
Autres charges différées - Hors cycle d'exploit.			
TOTAL PASSIFS NON COURANTS II		752 700 000,00	31 058 539,95
PASSIFS COURANTS			
Fournisseurs et comptes rattachés			
Impôt		700 788 869,02	653 299 048,28
Autres dettes		14 481 679,48	670 148,81
Comptes transition crédoeurs		2 002 691 463,12	1 827 207 345,18
Trésorerie passif		24 523 711,74	
Comptes de liaisons des établissements et sociétés de participation		130 126 229,26	585 585 875,00
TOTAL PASSIFS COURANTS III		3 772 791 072,62	3 266 762 415,27
TOTAL GENERAL PASSIF		5 958 922 642,24	4 504 594 915,94



COMPTES DE RESULTAT

Du 01/01/2011 au 31/12/2011

Par Nature

Désignation	Note	N	N-1
Vente et produit annexes			
Variations stocks produits finis et en cours		4 222 833 522.00	7 430 852 030.66
Production immobilisée		129 507 619.87	-371 786 646.89
Subvention d'exploitation		336 183 153.49	
I-PRODUCTION DE L'EXERCICE		4 688 534 295.36	7 059 065 383.77
Achats consommés			
Services extérieurs et autres consommations		3 789 384 061.27	6 197 391 064.08
II-CONSOMMATION DE L'EXERCICE		128 045 892.36	137 239 319.78
III-VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I-II)		3 895 429 953.63	6 334 630 383.86
Charges de personnel			
Impôts, taxe et versement assimilés		793 104 341.73	724 434 999.91
IV-EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION		266 535 553.07	165 624 789.23
Autres produits opérationnels			
Autres charges opérationnelles		20 219 215.97	3 272 907.34
Dotations aux amortissement, Provisions et pertes de valeurs		516 349 572.69	555 537 303.34
Reprise sur pertes de valeurs et provisions			
V-RESULTAT OPERATIONNEL		14 383 418.38	61 830 088.58
Produits financiers			
Charges financières		66 324 356.35	186 551.76
VI-RESULTAT FINANCIER		177 800 047.10	163 928 869.13
VII-RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V+VI)		286 608 587.62	454 543 348.68
Impôt exigibles sur résultats ordinaires			
Impôt différés (Variations) sur résultats ordinaires		130 584.49	
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES		46 352 075.73	24 530 683.51
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES		-46 221 511.24	-24 530 683.51
III-RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES		240 387 076.38	430 012 665.17
Éléments extraordinaires (produits) (à préciser)			
Éléments extraordinaires (Charges) (à préciser)			
K-RESULTAT EXTRAORDINAIRE			
L-RESULTAT NET DE L'EXERCICE		13 729 467.48	430 012 665.17
Part dans les résultats nets des sociétés mises en équivalence			
I-RESULTAT NET DE L'ENSEMBLE CONSOLIDE		4 703 048 278.23	7 122 186 850.00
Part des minoritaires			
Part du groupe		4 476 390 669.33	6 692 174 184.83
		226 657 608.90	10 246 198.11
			-10 246 198.11
		226 657 608.90	419 766 467.06



IMPRIME DESTINE A L'ADMINISTRATION

N.I.F 0 9 9 9 2 4 2 0 1 0 6 5 6 2 0

Désignation de l'entreprise : SARL LES MOULINS AMOR BENAMOR

Activité : SEMOULERIE ET PRODUCTION PATES ALIMENTAIRES

Adresse : ZONE INDUSTRIELLE EL FEDJOUJ W.GUELMA

BILAN ACTIF

Exercice clos le : 31/12/2012

ACTIF	N			N-1
	MONTANT BRUT N	AMORT-PROV et pertes de valeurs	NET	NET
ACTIF IMMOBILISATION NON COURANT				
Part d'acquisition-goodwill positif ou négatif				
Immobilisations incorporelles				
Immobilisations corporelles				
Terrains	264 214 023		264 214 023	406 267 773
Agencements et aménagements de terrains				
Construction	556 318 338	128 161 777	428 156 569	422 500 460
Install. tech., matériel et outillage industriels	2 429 554 257	655 015 890	1 774 538 367	1 443 795 968
Autres immobilisations corporelles	301 215 464	112 698 569	188 516 895	144 844 024
Immobilisations en concession				
Immobilisation en cours	833 308 562		833 308 562	1 236 219 530
Immobilisations financières				
Titres mis en équivalence-entreprises associées				
Autres participations et créances rattachées	45 000 000		45 000 000	70 000 000
Autres titres immobilisés				
Nets et autres actifs financiers non courants	139 947 959		139 947 959	12 458 212
Impôts différés actif				
Autres produits différés - Hors cycle d'exploit.				
TOTAL ACTIF NON COURANT	4 669 556 601	895 876 236	3 673 682 364	5 756 085 987
ACTIF COURANT				
Stock et en cours	4 437 136 309		4 437 136 309	1 848 016 720
Créances et Emplois assimilés				
Titres	27 345 992		27 345 992	59 602 381
Titres débiteurs	562 546 990		562 546 990	280 250 235
Impôts et assimilés	30 461 842		30 461 842	18 910 626
Autres créances et emplois assimilés				
Disponibilités et assimilés				
Recevements et autres actifs financiers courants				
Provisions	471 010 167		471 010 167	16 246 476
TOTAL ACTIF COURANT	5 518 501 300		5 518 501 300	2 223 025 738
TOTAL GENERAL ACTIF	10 088 059 900	895 876 236	9 192 183 664	6 959 111 725

IMPRIME DESTINE A L'ADMINISTRATION

N.I.F 0 9 9 9 2 4 2 0 1 0 6 5 6 2 0

Désignation de l'entreprise : SARL LES MOULINS AMOR BENAMOR

Activité : SEMOULERIE ET PRODUCTION PATES ALIMENTAIRES

Adresse : ZONE INDUSTRIELLE EL FEDJOU DJ W.GUELMA

BILAN PASSIF

Exercice clos le :

31/12/2012

PASSIF	NOTE	MONTANT NET N	MONTANT NET N-1
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis (ou compte de l'exploitant)			
Capital non appelé		500 000 000	500 000 000
Primes et réserves (Réserves consolidées) [1]			
Ecart de réévaluation		933 431 570	224 208 589
Ecart d'équivalence [1]			
Résultat net (Résultat part du groupe) [1]			
Autres capitaux propres-Report à nouveau		222 883 714	228 657 609
Part de la société consolidante [1]			482 585 372
Part des minoritaires [1]			
TOTAL I		1 656 095 283	1 433 431 570
PASSIFS NON COURANTS			
Emprunts et dettes financières			
Impôt (différés et provisionnés)		597 500 000	752 700 000
Autres dettes non courants			
Provisions et produits constatés d'avance			
Autres charges différées - Hors cycle d'exploit.			
TOTAL PASSIFS NON COURANTS II		597 500 000	752 700 000
PASSIFS COURANTS			
Fournisseurs et comptes rattachés			
Impôt		656 118 188	700 768 989
Autres dettes		29 928 101	14 481 679
Trésorerie passif		6 178 990 320	2 927 415 175
Compte de liaisons des établissements et sociétés de participation		73 651 771	130 314 313
TOTAL PASSIFS COURANTS III		6 938 688 381	3 772 980 156
TOTAL GENERAL PASSIF		9 192 183 664	5 959 111 725

IMPRIME DESTINE A L'ADMINISTRATION

N.I.F 0 9 9 9 2 4 2 0 1 0 6 5 6 2 0

Désignation de l'entreprise : SARL LES MOULINS AMOR BENAMOR

Activité : SEMOULERIE ET PRODUCTION PATES ALIMENTAIRES

Dresse : ZONE INDUSTRIELLE EL FEDJOUJ W.GUELMA

Exercice du 01/01/2012 au 31/12/2012

Page 1 of 2

COMPTES DE RESULTAS

Désignation	N		N-1	
	Débit en dinars	Credit en dinars	Débit en dinars	Credit en dinars
Produits fabriqués		4 937 728 939		4 222 833 522
Prestations de services		117 000		
Vente de travaux				
Rabais, remises, restournes accordés				
Différence d'affaires net des Rabais, remises, ristourne		4 937 845 939		4 222 833 522
Production stockée ou déstockée		170 676 511		129 507 620
Production immobilisée				336 193 153
PRODUCTION DE L'EXERCICE		5 108 522 450		4 688 534 295
Charges de marchandises vendues	3 689 084 822		3 449 648 693	
Charges premières	333 582 202		252 958 862	
Charges approvisionnements				
Charges des stocks				
Charges d'études et de prestations de services				
Charges consommations	89 043 662		66 776 507	
Charges, remises, ristournes obtenus sur achats				
Sous-traitance générale				
Locations	24 904 047		1 223 000	
Entretien, réparations et maintenance	13 045 089		3 818 441	
Primes d'assurances	10 533 537		8 830 373	
Documentations et divers	2 390 000		1 738 297	
Personnel extérieur à l'entreprise				
Rémunération d'intermédiaires et honoraires	5 105 180		3 979 058	
Publicité	80 944 362		55 343 609	
Déplacement, missions et réceptions	50 847 362		37 217 918	
Charges services	25 358 606		13 895 198	
Charges, remises, ristournes obtenus sur services extérieurs				
CONSOMMATION DE L'EXERCICE	4 324 838 870		3 895 429 954	
VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I-II)		783 683 580		793 104 342

IMPRIME-DESTINE A L'ADMINISTRATION

N.I.F 0 9 9 9 2 4 2 0 1 0 6 5 6 2 0

Désignation de l'entreprise : SARL LES MOULINS AMOR BENAMOR

Activité : SEMOULERIE ET PRODUCTION PATES ALIMENTAIRES

Adresse : ZONE INDUSTRIELLE EL FEDJOUJ W.GUELMA

Exercice du 01/01/2012 au 31/12/2012

Page 2 of 2

COMPTES DE RESULTAS

Désignation	N		N-1	
	Debit en dinars	Credit en dinars	Debit en dinars	Credit en dinars
Charges de personnel	307 292 872		256 535 553	
Impôts, taxe et versement assimilés	11 824 433		20 219 216	
- EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION		464 566 275		516 349 573
Autres produits opérationnels		32 447 221		14 383 418
Autres charges opérationnelles	40 047 929		66 324 356	
Dotations aux amortissements	181 611 906		177 800 047	
Provisions				
Sorte de valeur				
Prise sur pertes de valeurs et provisions				
- RESULTAT OPERATIONNEL		275 353 661		286 608 588
Produits financiers		1 168 234		130 564
Charges financières	37 192 002		46 352 076	
- RESULTAT FINANCIER	36 033 768		46 221 511	
- RESULTAT ORDINAIRE (V+VI)		239 319 893		240 387 076
Produit extraordinaires (produits)				
Charges extraordinaires (Charges)				
I - RESULTAT EXTRAORDINAIRE				
Impôt exigibles sur résultats ordinaires	16 656 179		13 729 467	
Impôt différés (Variations) sur résultats ordinaires				
RESULTAT DE L'EXERCICE		222 663 714		226 657 609

IMPRIME DESTINE A L'ADMINISTRATION

N.I.F 0 9 9 9 2 4 2 0 1 0 6 5 6 2 0

Al
AC
ac

Désignation de l'entreprise : SARL LES MOULINS AMOR BENAMOR

Activité : SEMOULERIE ET PRODUCTION PATES ALIMENTAIRES

Adresse : ZONE INDUSTRIELLE EL FEDJOU DJ W.GUELMA

BILAN ACTIF

Exercice clos le :

31/12/2013

ACTIF	N			N-1
	MONTANT BRUT N	AMORT-PROV. et pertes de valeurs	NET	NET
ACTIF IMMOBILISATION NON COURANT				
Ecart d'acquisition-goodwill positif ou négatif				
Immobilisations incorporelles				
Immobilisation corporelles				
- Terrains	264 214 023		264 214 023	264 214 023
- Agencements et aménagements de terrains				
- Construction	601 318 338	186 919 573	414 398 763	428 156 558
- Install. tech., matériel et outillage industriels	3 276 094 683	823 218 320	2 452 876 363	1 774 536 367
- Autres immobilisations corporelles	347 614 552	189 102 979	158 511 583	188 518 895
Immobilisations en concession				
Immobilisation en cours				833 308 582
Immobilisation financières				
Titres mis en équivalence-entreprises associées				
Autres participations et créances rattachées	845 315 188		845 315 188	45 000 000
Autres titres immobilisés				
Prêts et autres actifs financiers non courants	144 174 905		144 174 905	139 847 959
Impôts différés actif	1 353 288		1 353 288	
Autres produits différés - Hors cycle d'exploit.				
TOTAL ACTIF NON COURANT	5 480 084 985	1 199 240 871	4 280 844 113	5 673 682 364
ACTIF COURANT				
Stock et en cours	4 215 386 412		4 215 386 412	4 437 136 309
Créances et Emplois assimilés				
Clients	6 342 440		6 342 440	27 345 992
Autres débiteurs	1 449 020 551		1 449 020 551	552 546 900
Impôts et assimilés	33 626 321		33 626 321	30 481 842
Autres créances et emplois assimilés				
Responsabilités et assimilés				
Placements et autres actifs financiers courants				
Trésorerie	1 426 022 830		1 426 022 830	471 010 167
TOTAL ACTIF COURANT	7 130 398 553		7 130 398 553	5 518 501 300
TOTAL GENERAL ACTIF	12 610 483 538	1 199 240 871	11 411 242 557	9 192 183 664

IMPRIME DESTINE A L'ADMINISTRATION

N.I.F 0 9 9 9 2 4 2 0 1 0 6 5 6 2 0

Désignation de l'entreprise : SARL LES MOULINS AMOR BENAMOR

Activité : SEMOULERIE ET PRODUCTION PATES ALIMENTAIRES

Adresse : ZONE INDUSTRIELLE EL FEDJOU DJ W.GUELMA

BILAN PASSIF

Exercice clos le :

31/12/2013

PASSIF	NOTE	MONTANT NET N	MONTANT NET N-1
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis (ou compte de l'exploitant)		500 000 000	500 000 000
Capital non appelé			
Primes et réserves (Réserves consolidées) [1]		1 156 095 283	933 431 570
Ecart de réévaluation			
Ecart d'équivalence [1]			
Résultat net (Résultat part du groupe) [1]		304 678 976	222 663 714
Autres capitaux propres-Report à nouveau			
Part de la société consolidante [1]			
Part des minoritaires [1]			
TOTAL I		1 560 774 250	1 658 095 283
PASSIFS NON COURANTS			
Emprunts et dettes financières			597 500 000
Impôt (différés et provisionnés)			
Autres dettes non courants			
Provisions et produits constatés d'avance			
Autres charges différées - Hors cycle d'exploit.			
TOTAL PASSIFS NON COURANTS II			597 500 000
PASSIFS COURANTS			
Fournisseurs et comptes rattachés		380 938 786	656 118 188
Impôt		105 448 014	29 928 101
Autres dettes		8 984 081 607	6 178 990 320
Trésorerie passif			73 551 771
Compte de faissons des établissement et sociétés de participation			
TOTAL PASSIFS COURANTS III		9 450 468 407	6 938 588 381
TOTAL GENERAL PASSIF		11 411 242 657	9 192 183 664

IMPRIME DESTINE A L'ADMINISTRATION

N.I.F 0 9 9 9 2 4 2 0 1 0 6 5 6 2 0

Désignation de l'entreprise : SARL LES MOULINS AMOR BENAMOR

Activité : SEMOULERIE ET PRODUCTION PATES ALIMENTAIRES

Adresse : ZONE INDUSTRIELLE EL FEDJOU DJ W.GUELMA

Exercice du 01/01/2013 au 31/12/2013

Page 1 of 2

COMPTES DE RESULTAS

Désignation	N		N-1	
	Debit en dinars	Credit en dinars	Debit en dinars	Credit en dinars
Produits de marchandises				
Juction Produits fabriqués		6 391 078 393		4 937 728 939
Jue Prestations de services		56 000		117 000
Vente de travaux				
Charges annexes				
Rabais, remises, restournes accordés				
Produit d'affaires net des Rabais, remises, ristourne		6 391 134 393		4 937 845 939
Juction stockée ou déstockée		-152 872 328		170 676 511
Juction immobilisée				
Charges d'exploitation				
PRODUCTION DE L'EXERCICE		6 238 262 065		5 108 522 450
Charges de marchandises vendues				
Charges premières	4 171 489 231		3 689 084 822	
Charges approvisionnements	430 680 294		333 582 202	
Charges des stocks				
Charges d'études et de prestations de services				
Charges consommations	81 665 384		89 043 662	
Charges, remises, ristournes obtenus sur achats				
Sous-traitance générale				
Locations	7 752 113		24 904 047	
Entretien, réparations et maintenance	23 228 354		13 045 089	
Primes d'assurances	13 279 004		9 933 537	
Documentations et divers	3 234 581		2 390 000	
Personnel extérieur à l'entreprise				
Rémunération d'intermédiaires et honoraires	9 460 635		5 105 180	
Publicité	287 451 154		80 944 362	
Déplacement, missions et réceptions	37 997 909		50 847 362	
Charges services	40 841 888		25 358 606	
Charges, remises, ristournes obtenus sur services extéri				
CONSOMMATION DE L'EXERCICE	5 107 080 548		4 924 238 670	
VALEUR AJOUTER D'EXPLOITATION (I-II)		1 131 181 517		784 283 580

IMPRIME DESTINE A L'ADMINISTRATION

N.I.F 0 9 9 9 2 4 2 0 1 0 6 5 6 2 0

Signature de l'entreprise : SARL LES MOULINS AMOR BENAMOR

Activité : SEMOULERIE ET PRODUCTION PATES ALIMENTAIRES

Adresse : ZONE INDUSTRIELLE EL FEDJOUJ W/GUELMA

Exercice du 01/01/2013 au 31/12/2013

Page 2 of 2

COMPTES DE RESULTAS

Désignation	N		N-1	
	Debit en dinars	Credit en dinars	Debit en dinars	Credit en dinars
Salaires de personnel	362 099 388		307 292 872	
Cotisations, taxe et versement assimilés	73 834 761		11 824 433	
EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION		695 247 368		465 166 275
Produits opérationnels		96 075 706		32 447 221
Charges opérationnelles	98 393 861		40 047 929	
Dotations aux amortissements	303 364 635		181 611 906	
Provisions				
Reprise de valeur				
Provision sur pertes de valeurs et provisions		615 038		
RESULTAT OPERATIONNEL		390 179 616		275 953 661
Produits financiers		3 161 622		1 158 234
Charges financières	13 378 186		37 192 002	
RESULTAT FINANCIER	10 216 563		36 033 768	
- RESULTAT ORDINAIRE (V+V)		379 963 053		239 919 893
Produits extraordinaires (produits)				
Charges extraordinaires (Charges)				
- RESULTAT EXTRAORDINAIRE				
Impôt exigibles sur résultats ordinaires	68 201 317		16 656 179	
Impôt différés (Variations) sur résultats ordinaires		1 353 288		
RESULTAT DE L'EXERCICE		313 115 024		223 263 714

IMPRIME DESTINE A L'ADMINISTRATION

N.I.F 0 0 0 0 2 4 0 3 8 2 2 7 5 5 0 8

Désignation de l'entreprise : SARL LES MOULINS AMOR BENAMOR

Activité : SEMOULERIE ET PRODUCTION PATES ALIMENTAIRES

Adresse : ZONE INDUSTRIELLE EL FEDJOUJ W. GUELMA

BILAN ACTIF

Exercice clos le : 31/12/2014

ACTIF	N			N-1
	MONTANT BRUT N	AMORT-PROV et pertes de valeurs	NET	NET
ACTIF IMMOBILISATION NON COURANT				
Ecart d'acquisition-goodwill positif ou négatif				
immobilisations incorporelles				
immobilisation corporelles				
- Terrains	264 214 023		264 214 023	264 214 023
- Agencements et aménagements de terrains				
- Construction	637 305 950	217 150 214	420 155 736	414 398 763
- Install. tech., matériel et outillage industriels	3 264 105 349	991 075 263	2 293 030 086	2 452 876 363
- Autres immobilisations corporelles	361 186 325	213 679 358	147 506 968	158 511 583
- Immobilisations en concession				
immobilisation en cours	390 242 424		390 242 424	
immobilisation financières				
- Titres mis en équivalence-entreprises associées				
- Autres participations et créances rattachées	1 181 610 346		1 181 610 346	845 315 188
- Autres titres immobilisés				
- Prêts et autres actifs financiers non courants	50 278 121		50 278 121	144 174 905
- Impôts différés actif				1 353 286
autres produits différés - Hors cycle d'exploit.				
TOTAL ACTIF NON COURANT	6 166 544 538	1 421 904 845	4 747 039 693	4 280 844 113
ACTIF COURANT				
Stock et en cours	3 381 180 990		3 381 180 990	4 215 388 412
Créances et Emplois assimilés				
Clients	125 571 726		125 571 726	6 342 440
Autres débiteurs	2 303 725 236		2 303 725 236	1 449 020 551
Impôts et assimilés	40 759 954		40 759 954	33 626 321
Autres créances et emplois assimilés				
Disponibilités et assimilés				
Placements et autres actifs financiers courants				
Trésorerie	905 053 021		905 053 021	1 426 022 630
TOTAL ACTIF COURANT	6 756 290 926		6 756 290 926	7 130 398 553
TOTAL GENERAL ACTIF	12 922 835 464	1 421 904 845	11 503 330 620	11 411 242 667

IMPRIME DESTINE A L'ADMINISTRATION

N.I.F 0 0 0 0 2 4 0 3 8 2 2 7 5 5 0

Signature de l'entreprise : SARL LES MOULINS AMOR BENAMOR

Activité : SEMOULERIE ET PRODUCTION PATES ALIMENTAIRES

Adresse : ZONE INDUSTRIELLE EL FEDJOUJ W, GUELMA

BILAN PASSIF

Exercice clos le :

31/12/2014

PASSIF	NOTE	MONTANT NET N	MONTANT NET N-1
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis (ou compte de l'exploitant)		500 000 000	500 000 000
Capital non appelé			
Primes et réserves (Réserves consolidées) [1]		1 310 774 280	1 156 095 283
Ecart de réévaluation			
Ecart d'équivalence [1]			
Résultat net (Résultat part du groupe) [1]		131 949 067	304 678 978
Autres capitaux propres-Report à nouveau			
Part de la société consolidante [1]			
Part des minoritaires [1]			
TOTAL I		1 942 723 928	1 960 774 260
PASSIFS NON COURANTS			
Emprunts et dettes financières			
Impôt (différés et provisionnés)			
Autres dettes non courants			
Provisions et produits constatés d'avance			
Autres charges différées - Hors cycle d'exploit.			
TOTAL PASSIFS NON COURANTS II			
PASSIFS COURANTS			
Fournisseurs et comptes rattachés		401 628 908	380 938 788
Impôt		82 110 104	105 448 014
Autres dettes		9 098 867 682	8 984 061 607
Résorerie passif			
Compte de liaisons des établissements et sociétés de participation			
TOTAL PASSIFS COURANTS III		9 580 606 694	9 450 488 407
TOTAL GENERAL PASSIF		11 503 330 620	11 411 242 667

IMPRIME DESTINE A L'ADMINISTRATION

N.I.F 0 0 0 0 2 4 0 3 8 2 2 7 5 5 0 8

Désignation de l'entreprise : SARL LES MOULINS AMOR BENAMOR

Activité : SEMOULERIE ET PRODUCTION PATES ALIMENTAIRES

Adresse : ZONE INDUSTRIELLE EL FEDJOU DJ W. GUELMA

Exercice du 01/01/2014 au 31/12/2014

Page 1 of 2

COMPTES DE RESULTAS

Désignation	N		N-1	
	Debit en dinars	Credit en dinars	Debit en dinars	Credit en dinars
Produits de marchandises				
Production				
Produits fabriqués		7 339 493 811		6 391 078 393
Prestations de services				56 000
Produit de travaux				
Produits annexes				
Rabais, remises, restournes accordés				
Produit d'affaires net des Rabais, remises, ristourne		7 339 493 811		6 391 134 393
Production stockée ou déstockée		-2 039 287		-152 872 328
Production immobilisée				
Production d'exploitation				
PRODUCTION DE L'EXERCICE		7 337 454 524		6 238 262 065
Coûts de marchandises vendues				
Matières premières	5 603 664 558		4 171 489 231	
Coûts d'approvisionnements	522 668 636		430 680 294	
Variations des stocks				
Coûts d'études et de prestations de services				
Coûts de consommations	77 858 690		81 681 764	
Rabais, remises, ristournes obtenus sur achats	-639 473			
Sous-traitance générale				
Locations	19 450 842		7 752 113	
Entretien, réparations et maintenance	15 070 995		23 228 354	
Primes d'assurances	9 053 825		13 279 004	
Documentations et divers	3 648 519		3 234 581	
Personnel extérieur à l'entreprise				
Rémunération d'intermédiaires et honoraires	6 909 553		17 896 683	
Publicité	22 066 095		287 362 857	
Déplacement, missions et réceptions	52 549 505		38 069 626	
Coûts de services	17 092 308		40 841 888	
Rabais, remises, ristournes obtenus sur services extérieurs				
SOMMATION DE L'EXERCICE	6 349 394 052		5 115 516 596	
VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I-II)		988 060 472		1 122 745 469

IMPRIME DESTINE A L'ADMINISTRATION

N.I.F 0 0 0 0 2 4 0 3 8 2 2 7 5 5 0 8

Désignation de l'entreprise : SARL LES MOULINS AMOR BENAMOR

Activité : SEMOULERIE ET PRODUCTION PATES ALIMENTAIRES

Adresse : ZONE INDUSTRIELLE EL FEDJOUJ W. GUELMA

Exercice du 01/01/2014 au 31/12/2014

Page 2 of 2

COMPTES DE RESULTAS

Désignation	N		N-1	
	Debit en dinars	Credit en dinars	Debit en dinars	Credit en dinars
Salaires de personnel	441 734 280		362 099 388	
Cotisations, taxe et versement assimilés	58 013 469		73 834 761	
- EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION		488 312 723		666 811 320
Produits opérationnels		98 672 971		96 075 706
Charges opérationnelles	172 623 416		98 393 861	
Dotations aux amortissements	233 627 973		303 364 635	
Provisions				
Reprise sur pertes de valeurs et provisions				615 038
- RESULTAT OPERATIONNEL		180 734 305		381 743 569
Produits financiers		6 182 266		3 161 622
Charges financières	472 649		13 378 186	
- RESULTAT FINANCIER		5 709 617		10 216 563
- RESULTAT ORDINAIRE (V+VI)		186 443 923		371 527 005
Produits extraordinaires (produits)				
Charges extraordinaires (Charges)				
- RESULTAT EXTRAORDINAIRE				
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	53 140 968		68 201 317	
Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires	1 353 288			1 353 288
RESULTAT DE L'EXERCICE		131 949 667		304 678 976

LE COMPTE DESTINE A L'ADMINISTRATION

N.I.F 0 0 0 0 2 4 0 3 8 2 2 7 5 5 0 8

Dénomination de l'entreprise : SARL LES MOULINS AMOR BENAMOR

Activité : BOULANGERIE ET PRODUCTION PATES ALIMENTAIRES

Adresse : ZONE INDUSTRIELLE EL FEDJOUJ W. GUELMA

BILAN ACTIF

Exercice clos le : 31/12/2015

ACTIF	N			N-1
	MONTANT BRUT N	AMORT-PROV et pertes de valeurs	NET	NET
ACTIF NON COURANT				
Immobilisations incorporelles				
Immobilisations corporelles				
Immobilisations financières				
Titres et valeurs en équivalence				
Autres actifs financiers non courants				
TOTAL ACTIF NON COURANT	8 141 735 300	1 662 074 707	6 479 660 593	4 747 039 68
ACTIF COURANT				
Disponibilités				
Créances et emplois assimilés				
Autres actifs financiers courants				
TOTAL ACTIF COURANT	6 146 451 884		6 146 451 884	6 758 290 32
TOTAL GENERAL ACTIF	14 288 186 885	1 662 074 707	12 626 112 177	11 505 330 00

FORMULAIRE DESTINE A L'ADMINISTRATION

N.I.F 0 0 0 0 2 4 0 3 8 2 2 7 5 5 0 8

Dénomination de l'entreprise : SARL LES MOULINS AMOR BENAMOR

Activité : SEMOULERIE ET PRODUCTION PATES ALIMENTAIRES

Adresse : ZONE INDUSTRIELLE EL FEDJOUJ W.GUELMA

BILAN PASSIF

Exercice clos le :

31/12/2015

PASSIF	NOTE	MONTANT NET N	MONTANT NET N-1
CAPITAUX PROPRES			
Capital versé (ou compte de trésorerie)		500 000 000	500 000 000
Capital non appelé			
Réserves et réserves (Réserves consolidées) [1]		1 442 723 926	1 310 774 260
Plus de réévaluation			
Part d'équivalence [1]			
Résultat net (Résultat part de groupe) [1]		177 703 078	131 949 667
Autres capitaux propres-Rapport à nouveau			
Part de la société consolidante [1]			
Part des minoritaires [1]			
TOTAL I		2 120 427 005	1 942 723 926
PASSIFS NON COURANTS			
Emprunts et dettes financières		1 760 277 768	
Autres (différés et provisionnés)			
Autres dettes non courants			
Provisions et produits constatés d'avance			
Autres charges différées - Hors cycle d'exploit.			
TOTAL PASSIFS NON COURANTS II		1 760 277 768	
PASSIFS COURANTS			
Emprunts et comptes rattachés		888 547 196	401 628 906
Autres		64 831 817	62 110 104
Autres dettes		5 283 133 696	9 096 867 682
Trésorerie passif		2 528 804 596	
Compte de liaisons des établissements et sociétés de participation			
TOTAL PASSIFS COURANTS III		8 745 407 405	9 560 606 694
TOTAL GENERAL PASSIF		12 626 112 177	11 503 330 620

nom de l'entreprise : SARL LES MOULINS AMOR BENAMOR
 activité : MANUFACTURIERE ET PRODUCTION PATES ALIMENTAIRES
 adresse : ZONE INDUSTRIELLE EL FEDJOUDJ W.GUELMA

Exercice du 01/01/2015 au 31/12/2015

COMPTES DE RESULTAS

Designation	N		N-1	
	Debit en dinars	Credit en dinars	Debit en dinars	Credit en dinars
Produits				
Produits fabriqués		8 345 672 578		7 339 493 811
Prestations de services				
Vente de travaux				
Produits annexes				
Rabais, remises, ristournes accordés				
Produits avant des Rabais, remises, ristournes		8 345 672 578		7 339 493 811
Charges				
Charges déduites au déstockage		33 171 264		-2 039 267
Charges immobilisées				
Charges d'exploitation				
CHARGES DE L'EXERCICE		8 378 843 842		7 337 454 524
Produits de marchandises vendues				
Produits premiers	6 559 779 266		5 603 664 558	
Reprises sur déstockages	550 410 385		522 668 636	
Produits des stocks				
Produits et de prestations de services				
Consommations	80 695 334		77 858 690	
Rabais, remises, ristournes obtenus sur achats	-279 420		-639 473	
Sous-traitance générale				
Locations	33 923 009		19 450 842	
Entretien, réparations et maintenance	12 677 831		15 070 995	
Primes d'assurances	10 621 256		9 053 625	
Documentations et divers	3 806 432		3 648 519	
Personnel extérieur à l'entreprise				
Rémunération d'intermédiaires et honoraires	6 859 255		7 614 974	
Publicité	232 590 383		22 066 095	
Déplacement, missions et réceptions	66 467 752		52 549 505	
Services	72 901 858		16 386 887	
Rabais, remises, ristournes obtenus sur services extérieurs	-434 178			
CONSOMMATION DE L'EXERCICE	7 630 019 162		6 349 394 052	
PLUS MOINS AJOUTER D'EXPLOITATION (I-II)		748 824 680		988 060 472

FORME DESTINE A L'ADMINISTRATION

A A ac

N.I.F 0 0 0 0 2 4 0 3 8 2 2 7 5 5 0 8

Nom de l'entreprise : SARL LES MOULINS AMOR BENAMOR

Activité : MOULINERIE ET PRODUCTION PATES ALIMENTAIRES

Adresse : ZONE INDUSTRIELLE EL FEDJOUJ W.GUELMA

Exercice du 01/01/2015 au 31/12/2015

Page 2 of

COMPTES DE RESULTAS

Désignation	N		N-1	
	Debit en dinars	Credit en dinars	Debit en dinars	Credit en dinars
Salaires et personnel	510 368 959		441 734 280	
Charges de versement assimilés	58 885 703		58 013 469	
RESULTAT BRUT D'EXPLOITATION		179 570 018		488 312 723
Produits opérationnels		518 498 513		98 672 971
Charges opérationnelles	170 144 479		172 623 416	
Dotations aux amortissements	242 136 900		233 627 973	
Dotations				
Reprises				
Charges sur pertes de valeurs et provisions				
RESULTAT OPERATIONNEL		285 787 153		180 734 305
Produits financiers		8 602 247		6 182 286
Charges financières	57 795 714		472 649	
RESULTAT FINANCIER	49 193 467			5 709 617
RESULTAT ORDINAIRE (V+VI)		236 593 666		186 443 923
Produits extraordinaires (produits)				
Charges extraordinaires (Charges)				
RESULTAT EXTRAORDINAIRE				
Dotations sur résultats ordinaires	58 890 608		53 140 968	
Reprises (Variations) sur résultats ordinaires			1 353 288	
RESULTAT DE L'EXERCICE		177 703 078		131 949 667

IMPRIMÉ DESTINÉ A L'ADMINISTRATION

N.I.F 0 0 0 0 2 4 0 3 8 2 2 7 5 5 0 8

Désignation de l'entreprise : SARL LES MOULINS AMOR BENAMOR

Activité : SEMOULERIE ET PRODUCTION PATES ALIMENTAIRES

Adresse : ZONE INDUSTRIELLE EL FEDJOUJ W.GUELMA

BILAN ACTIF

Exercice clos le :

31/12/2016

ACTIF	N			N-1
	MONTANT BRUT N	AMORT-PROV et pertes de valeurs	NET	NET
ACTIF IMMOBILISATION NON COURANT				
Ecart d'acquisition-goodwill positif ou négatif				
Immobilisations incorporelles				
Immobilisation corporelles				
- Terrains	284 214 023		284 214 023	284 214 023
- Agencements et aménagements de terrains				
- Construction	642 486 600	261 438 485	381 048 115	394 051 816
- Install. tech., matériel et outillage industriels	3 316 866 221	1 326 483 621	1 990 382 600	2 126 676 956
- Autres immobilisations corporelles	459 162 459	295 393 359	163 769 100	162 797 618
- Immobilisations en concession				
Immobilisation en cours	3 841 915 034		3 841 915 034	2 645 907 143
Immobilisation financières				
- Titres mis en équivalence-entreprises associées				
- Autres participations et créances rattachées	820 000 000		820 000 000	820 000 000
- Autres titres immobilisés				
- Prêts et autres actifs financiers non courants	72 211 059		72 211 059	66 012 638
- Impôts différés actif				
Autres produits différés - hors cycle d'exploit.				
TOTAL ACTIF NON COURANT	9 418 885 396	1 885 315 464	7 533 569 932	6 479 680 693
ACTIF COURANT				
Stock et en cours	4 145 991 023		4 145 991 023	4 273 386 563
Créances et Emplois assimilés				
- Clients	37 349 808		37 349 808	34 429 976
- Autres débiteurs	1 586 472 514		1 586 472 514	1 638 629 765
- Impôts et assimilés	51 276 654		51 276 654	57 713 830
- Autres créances et emplois assimilés				
Disponibilités et assimilés				
- Placements et autres actifs financiers courants				
- Trésorerie	18 747 303		18 747 303	142 391 429
TOTAL ACTIF COURANT	6 815 837 302		6 815 837 302	6 148 481 584
TOTAL GENERAL ACTIF	16 234 722 698	1 905 315 464	13 329 402 634	12 628 162 277

IMPRIME DESTINE A L'ADMINISTRATION

N.I.F 0 0 0 0 2 4 0 3 8 2 2 7 5 5 0 8

Désignation de l'entreprise : SARL LES MOULINS AMOR BENAMOR

Activité : SEMOULERIE ET PRODUCTION PATES ALIMENTAIRES

Adresse : ZONE INDUSTRIELLE EL FEDJOUJ W. GUELMA

BILAN PASSIF

Exercice clos le :

31/12/2016

PASSIF	NOTE	MONTANT NET N	MONTANT NET N-1
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis (ou compte de l'exploitant)		500 000 000	500 000 000
Capital non appelé			
Primes et réserves (Réserves consolidées) [1]		1 620 427 005	1 442 723 826
Ecart de réévaluation			
Ecart d'équivalence [1]			
Résultat net (Résultat part du groupe) [1]		146 571 005	177 703 078
Autres capitaux propres-Report à nouveau			
Part de la société consolidante [1]			
Part des minoritaires [1]			
TOTAL I		2 266 998 010	2 120 427 005
PASSIFS NON COURANTS			
Emprunts et dettes financières		2 372 807 711	1 780 277 768
Impôt (différés et provisionnés)			
Autres dettes non courants			
Provisions et produits constatés d'avance			
Autres charges différées - Hors cycle d'exploit.			
TOTAL PASSIFS NON COURANTS II		2 372 807 711	1 780 277 768
PASSIFS COURANTS			
Fournisseurs et comptes rattachés		1 085 603 273	888 547 198
Impôt		62 187 187	94 831 917
Autres dettes		3 953 118 270	5 283 133 899
Trésorerie passif		3 581 651 783	2 528 894 596
Compte de liaisons des établissements et sociétés de participation			
TOTAL PASSIFS COURANTS III		8 682 571 512	8 745 407 405
TOTAL GENERAL PASSIF		13 332 377 234	12 626 112 177

IMPRIME DESTINE A L'ADMINISTRATION

N.I.F 0 0 0 0 2 4 0 3 8 2 2 7 5 5 0 8

Designation de l'entreprise : SARL LES MOULINS AMOR BENAMOR

Activité : SEMOULERIE ET PRODUCTION PATES ALIMENTAIRES

Dressé : ZONE INDUSTRIELLE EL FEDJOUJ W.GUELMA

Exercice du 01/01/2016 au 31/12/2016

Page 1 of 2

COMPTES DE RESULTAS

Désignation	N		N-1	
	Debit en dinars	Credit en dinars	Debit en dinars	Credit en dinars
Produit de marchandises				
Production		8 120 386 772		8 345 672 578
Produite				
Produits annexes				
Rabais, remises, restournes accordés				
Chiffre d'affaires net des Rabais, remises, ristourne		8 120 386 772		8 345 672 578
Production stockée ou déstockée		90 982 479		33 171 264
Production immobilisée				
Subvention d'exploitation				
PRODUCTION DE L'EXERCICE		8 211 369 250		8 378 843 842
Charges de marchandises vendues				
Matières premières	5 877 306 095		6 559 779 266	
Autres approvisionnements	385 681 725		550 410 385	
Variations des stocks				
Charges d'études et de prestations de services				
Autres consommations	93 613 036		80 695 334	
Rabais, remises, ristournes obtenus sur achats			-279 420	
Sous-traitance générale				
Locations	20 205 820		33 923 009	
Entretien, réparations et maintenance	35 587 488		12 677 631	
Services	11 236 615		10 621 256	
Documentations et divers	12 375 400		3 806 432	
Personnel extérieur à l'entreprise				
Rémunération d'intermédiaires et honoraires	4 072 982		9 182 850	
Publicité	221 612 646		232 590 363	
Déplacement, missions et réceptions	71 490 126		66 487 752	
Autres services	133 180 159		70 578 263	
Rabais, remises, ristournes obtenus sur services extérieurs			-434 178	
CONSOMMATION DE L'EXERCICE	6 866 342 094		7 630 019 162	
- VALEUR AJOUTER D'EXPLOITATION (I-II)		1 345 027 156		748 824 680

IMPRIME DESTINE A L'ADMINISTRATION

N.I.F 0 0 0 0 2 4 0 3 8 2 2 7 5 5 0 8

Désignation de l'entreprise : SARL LES MOULINS AMOR BENAMOR

Activité : SEMOULERIE ET PRODUCTION PATES ALIMENTAIRES

Adresse : ZONE INDUSTRIELLE EL FEDJOUJ.W.GUELMA

Exercice du 01/01/2016 au 31/12/2016

Page 2 of 2

COMPTES DE RESULTAS

Désignation	N		N-1	
	Debit en dinars	Credit en dinars	Debit en dinars	Credit en dinars
Charges de personnel	530 670 679		510 368 959	
Impôts, taxe et versement assimilés	55 701 836		58 885 703	
IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION		758 654 641		179 570 018
Autres produits opérationnels		29 157 028		518 498 513
Autres charges opérationnelles	188 588 363		170 144 479	
Dotations aux amortissements	245 014 477		242 136 900	
Provisions				
Perte de valeur				
Reprise sur pertes de valeurs et provisions				
V - RESULTAT OPERATIONNEL		354 208 829		285 787 153
Produits financiers		475 831		8 602 247
Charges financières	157 356 861		57 795 714	
VI - RESULTAT FINANCIER	156 881 030		49 193 467	
VII - RESULTAT ORDINAIRE (V+VI)		197 327 799		236 593 686
Éléments extraordinaires (produits)				
Éléments extraordinaires (Charges)				
VIII - RESULTAT EXTRAORDINAIRE				
Impôt exigibles sur résultats ordinaires	50 756 793		58 890 608	
Impôt différés (Variations) sur résultats ordinaires				
IX-RESULTAT DE L'EXERCICE		146 571 006		177 703 078

IMPRIME DESTINE A L'ADMINISTRATION

N.I.F 0 0 0 0 2 4 0 3 8 2 2 7 5 0 8

Désignation de l'entreprise : SARL LES MOULINS AMOR BENAMOR

Activité : SEMOULERIE ET PRODUCTION PATES ALIMENTAIRES

Adresse : ZONE INDUSTRIELLE EL FEDJOU DJ W.GUELMA

BILAN ACTIF

Exercice clos le : 31/12/2017

ACTIF	N		NET	N-1 NET
	MONTANT BRUT N	AMORT-PROV et pertes de valeurs		
ACTIF IMMOBILISATION NON COURANT				
Ecart d'acquisition-goodwill positif ou négatif				
Immobilisations incorporelles				
Immobilisation corporelles				
- Terrains	314 214 023		314 214 023	294 214 023
- Agencements et aménagements de terrains				
- Construction	642 488 800	313 517 952	328 968 848	361 048 116
- Instal. tech., matériel et outillage industriels	3 929 829 803	1 498 465 393	1 831 364 410	1 990 352 500
- Autres immobilisations corporelles	457 741 451	338 476 438	159 265 013	163 769 100
- Immobilisations en concession				
Immobilisation en cours	4 276 865 100		4 276 865 100	3 841 815 034
Immobilisation financières				
- Titres mis en équivalence-entreprises associées				
- Autres participations et créances rattachées	820 000 000		820 000 000	820 000 000
- Autres titres immobilisés				
- Prêts et autres actifs financiers non courants	75 205 043		75 205 043	72 211 059
- Impôts différés actif				
Autres produits différés - Hors cycle d'exploit.				
TOTAL ACTIF NON COURANT	9 958 342 023	2 150 459 783	7 805 882 237	7 613 839 932
ACTIF COURANT				
Stock et en cours	3 834 888 136		3 834 888 136	4 145 991 023
Créances et Emplois assimilés				
- Clients	164 181 688		164 181 688	37 349 808
- Autres débiteurs	120 839 580		120 839 580	1 585 472 514
- Impôts et assimilés	58 191 254		58 191 254	51 276 654
- Autres créances et emplois assimilés				
Responsabilités et assimilés				
Placements et autres actifs financiers courants				
Trésorerie	128 953 155		128 953 155	18 747 303
TOTAL ACTIF COURANT	4 307 061 788		4 307 061 788	5 818 837 302
TOTAL GENERAL ACTIF	14 265 393 811	2 150 459 783	12 112 934 039	13 332 377 234

IMPRIME DESTINE A L'ADMINISTRATION

N.I.F 0 0 0 0 2 4 0 3 8 2 2 7 5 5 0 8

Désignation de l'entreprise : SARL LES MOULINS AMOR BENAMOR

Activité : SEMOULERIE ET PRODUCTION PATES ALIMENTAIRES

Adresse : ZONE INDUSTRIELLE EL FEDJOU DJ W.GUELMA

BILAN PASSIF

Exercice clos le : 31/12/2017

PASSIF	NOTE	MONTANT NET N	MONTANT NET N-1
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis (ou compte de l'exploitant)		500 000 000	500 000 000
Capital non appelé			
Primes et réserves (Réserve consolidées) [1]		1 596 998 010	1 520 427 005
Ecart de réévaluation			
Ecart d'équivalence [1]			
Résultat net (Résultat part du groupe) [1]		77 794 890	146 571 006
Autres capitaux propres-Report à nouveau			
Part de la société consolidante [1]			
Part des minoritaires [1]			
TOTAL I		2 174 792 900	2 266 998 010
PASSIFS NON COURANTS			
Emprunts et dettes financières		2 578 441 862	2 372 807 711
Impôt (différés et provisionnés)			
Autres dettes non courants			
Provisions et produits constatés d'avance			
Autres charges différées - Hors cycle d'exploit.			
TOTAL PASSIFS NON COURANTS II		2 578 441 862	2 372 807 711
PASSIFS COURANTS			
Fournisseurs et comptes rattachés		1 877 850 917	1 085 603 273
Impôt		77 751 798	62 197 187
Autres dettes		3 427 271 240	3 863 119 270
Trésorerie passif		1 976 625 318	3 591 651 783
Compte de liaisons des établissements et sociétés de participation			
TOTAL PASSIFS COURANTS III		7 358 699 272	8 692 571 612
TOTAL GENERAL PASSIF		12 112 934 038	13 332 377 234

IMPRIME DESTINE A L'ADMINISTRATION

N.I.F 0 0 0 0 2 4 0 3 8 2 2 7 5 5 0 8

Désignation de l'entreprise : SARL LES MOULINS AMOR BENAMOR

Activité : SEMOULERIE ET PRODUCTION PATES ALIMENTAIRES

Adresse : ZONE INDUSTRIELLE EL FEDJOU DJ.W.GUELMA

Exercice du 01/01/2017 au 31/12/2017

Page 1 of 2

COMPTES DE RESULTAS

Désignation	N		N-1	
	Debit en dinars	Credit en dinars	Debit en dinars	Credit en dinars
Vente de marchandises				
Production vendue				
Produits fabriqués		7 059 128 028		8 120 386 772
Prestations de services				
Vente de travaux				
Produits annexes				
Rabais, remises, restournes accordés				
Chiffre d'affaires net des Rabais, remises, ristourne		7 059 128 028		8 120 386 772
Production stockée ou déstockée		170 107 031		90 982 479
Production immobilisée				
Subvention d'exploitation				
- PRODUCTION DE L'EXERCICE		7 229 235 059		8 211 369 250
Achats de marchandises vendues				
Matières premières	4 966 455 552		5 877 306 095	
Autres approvisionnements	560 905 823		385 661 725	
Variations des stocks				
Achats d'études et de prestations de services				
Autres consommations	108 239 234		93 613 036	
Rabais, remises, ristournes obtenus sur achats				
Sous-traitance générale				
Locations	6 730 706		20 205 820	
Entretien, réparations et maintenance	30 007 900		35 587 488	
Services extérieurs				
Primes d'assurances	17 357 089		11 236 615	
Documentations et divers	5 543 505		12 375 400	
Personnel extérieur à l'entreprise				
Rémunération d'intermédiaires et honoraires	3 573 950		5 018 237	
Publicité	168 661 743		221 612 646	
Déplacement, missions et réceptions	114 826 564		71 490 126	
Autres services	91 412 264		132 234 905	
Rabais, remises, ristournes obtenus sur services extéri				
I - CONSOMMATION DE L'EXERCICE	6 073 714 329		6 866 342 094	
II - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I-II)		1 155 520 730		1 345 027 156

IMPRIME DESTINE A L'ADMINISTRATION

N.I.F 0 0 0 0 2 4 0 3 8 2 2 7 5 5 0 8

désignation de l'entreprise : SARL LES MOULINS AMOR BENAMOR

activité : SEMOULERIE ET PRODUCTION PATES ALIMENTAIRES

dresse : ZONE INDUSTRIELLE EL FEDJOUJ W.GUELMA

Exercice du 01/01/2017 au 31/12/2017

Page 2 of 2

COMPTES DE RESULTAS

Désignation	N		N-1	
	Debit en dinars	Credit en dinars	Debit en dinars	Credit en dinars
charges de personnel	517 230 383		530 670 679	
impôts, taxe et versement assimilés	60 702 174		55 701 836	
I - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION		577 588 172		758 654 641
autres produits opérationnels		10 684 379		29 157 028
autres charges opérationnelles	143 105 060		188 588 363	
dotations aux amortissements	245 144 319		245 014 477	
provisions				
perte de valeur				
prise sur pertes de valeurs et provisions				
- RESULTAT OPERATIONNEL		200 023 172		354 208 829
produits financiers		3 446 424		475 831
charges financières	80 383 706		157 356 861	
I - RESULTAT FINANCIER	76 937 281		166 861 030	
II - RESULTAT ORDINAIRE (V+VI)		123 085 891		197 327 799
élément extraordinaires (produits)				
élément extraordinaires (Charges)				
III - RESULTAT EXTRAORDINAIRE				
impôt exigibles sur résultats ordinaires	45 291 001		50 756 793	
impôt différés (Variations) sur résultats ordinaires				
IV - RESULTAT DE L'EXERCICE		77 794 890		146 571 006

IMPRIME DESTINE A L'ADMINISTRATION

N.I.F 0 0 0 0 2 4 0 3 8 2 2 7 5 5 0 8

Désignation de l'entreprise : SARL LES MOULINS AMOR BENAMOR

Activité : SEMOULERIE ET PRODUCTION PATES ALIMENTAIRES

Adresse : ZONE INDUSTRIELLE EL FEDJOUJ W.GUELMA

BILAN PASSIF

Exercice clos le :

31/12/2018

PASSIF	NOTE	MONTANT NET N	MONTANT NET N-1
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis (ou compte de l'exploitant)		500 000 000	500 000 000
Capital non appelé			
Primes et réserves (Réserves consolidées) [1]		1 674 792 900	1 596 998 010
Ecart de réévaluation			
Ecart d'équivalence [1]			
Résultat net (Résultat part du groupe) [1]		313 410 417	77 794 890
Autres capitaux propres-Report à nouveau			
Part de la société consolidante [1]			
Part des minoritaires [1]			
TOTAL I		2 488 203 317	2 174 792 900
PASSIFS NON COURANTS			
Emprunts et dettes financières		2 578 441 862	2 578 441 862
Impôt (différés et provisionnés)			
Autres dettes non courants			
Provisions et produits constatés d'avance			
Autres charges différées - Hors cycle d'exploit			
TOTAL PASSIFS NON COURANTS II		2 578 441 862	2 578 441 862
PASSIFS COURANTS			
Fournisseurs et comptes rattachés		2 040 085 445	1 677 850 917
Impôt		96 993 050	77 751 798
Autres dettes		5 723 385 704	3 427 271 240
Trésorerie passif		1 458 642 284	1 976 825 318
Compte de liaisons des établissements et sociétés de participation			
TOTAL PASSIFS COURANTS III		9 319 106 482	7 359 699 272
TOTAL GENERAL PASSIF		14 385 751 662	12 112 934 035

IMPRIME DESTINE A L'ADMINISTRATION

N.I.F 0000240382275508

Désignation de l'entreprise : SARL LES MOULINS AMOR BENAMOR

Activité : SEMOULERIE ET PRODUCTION PATES ALIMENTAIRES

Adresse : ZONE INDUSTRIELLE EL FEDJOUJ W.GUELMA

BILAN ACTIF

Exercice clos le : 31/12/2018

ACTIF	N			N-1
	MONTANT BRUT N	AMORT-PROV et pertes de valeurs	NET	NET
ACTIF IMMOBILISATION NON COURANT				
Ecart d'acquisition-goodwill positif ou négatif				
Immobilisations incorporelles				
Immobilisation corporelles				
- Terrains	314 214 023		314 214 023	314 214 023
- Agencements et aménagements de terrains				
- Construction	734 843 208	347 136 696	387 706 513	328 968 648
- Install. tech., matériel et outillage industriels	7 145 349 847	1 697 541 807	5 447 808 040	1 831 364 410
- Autres immobilisations corporelles	488 784 517	257 220 157	211 564 360	159 265 013
- Immobilisations en concession				
Immobilisation en cours	581 059 263		581 059 263	4 276 865 100
Immobilisation financières				
- Titres mis en équivalence-entreprises associées				
- Autres participations et créances rattachées	820 000 000		820 000 000	820 000 000
- Autres titres immobilisés				
- Prêts et autres actifs financiers non courants	72 731 494		72 731 494	75 205 043
- Impôts différés actif				
Autres produits différés - Hors cycle d'exploit.				
TOTAL ACTIF NON COURANT	10 136 982 353	2 301 896 660	7 835 083 693	7 805 882 237
ACTIF COURANT				
Stock et en cours	4 757 373 536		4 757 373 535	3 834 886 136
Créances et Emplois assimilés				
- Clients	348 159 142		348 159 142	164 181 688
- Autres débiteurs	478 684 943		478 684 943	120 839 566
- Impôts et assimilés	224 561 095		224 561 095	59 191 254
- Autres créances et emplois assimilés				
Disponibilités et assimilés				
- Placements et autres actifs financiers courants				
- Trésorerie	741 889 254		741 889 254	128 953 155
TOTAL ACTIF COURANT	6 550 667 969		6 550 687 969	4 307 051 798
TOTAL GENERAL ACTIF	16 687 650 322	2 301 896 660	14 385 751 662	12 112 934 035

IMPRIME DESTINE A L'ADMINISTRATION

N.I.F 01000240382275508

Désignation de l'entreprise : SARL LES MOULINS AMOR BENAMOR

Activité : SEMOULERIE ET PRODUCTION PATES ALIMENTAIRES

Adresse : ZONE INDUSTRIELLE EL FEDJOUJ W.GUELMA

Exercice du 01/01/2018 au 31/12/2018

Page 1 of 2

COMPTES DE RESULTAS

Désignation	N		N-1	
	Debit en dinars	Credit en dinars	Debit en dinars	Credit en dinars
Vente de marchandises				
Production				
Produits fabriqués		8 714 365 902		7 059 128 028
Prestations de services				
Vente de travaux				
Produits annexes				
Rabais, remises, restournes accordés				
Chiffre d'affaires net des Rabais, remises, ristourne		8 714 365 902		7 059 128 028
Production stockée ou déstockée				
Production immobilisée		-23 884 051		170 107 031
Subvention d'exploitation				
I - PRODUCTION DE L'EXERCICE		8 690 481 851		7 229 235 059
Achats de marchandises vendues				
Matières premières	5 840 297 218		4 966 455 552	
Autres approvisionnements	793 345 932		560 905 823	
Variations des stocks				
Achats d'études et de prestations de services				
Autres consommations	132 976 629		108 239 234	
Rabais, remises, ristournes obtenus sur achats				
Sous-traitance générale				
Locations	59 602 401		6 730 706	
Entretien, réparations et maintenance	37 476 917		30 007 900	
Primes d'assurances	19 129 120		16 208 289	
Documentations et divers	13 284 771		5 543 505	
Personnel extérieur à l'entreprise				
Rémunération d'intermédiaires et honoraires	2 870 251		5 488 707	
Publicité	138 713 181		168 661 743	
Déplacement, missions et réceptions	108 539 500		114 826 564	
Autres services	128 917 922		89 497 507	
Rabais, remises, ristournes obtenus sur services extéri				
II - CONSOMMATION DE L'EXERCICE	7 275 153 841		6 072 565 529	
III - VALEUR AJOUTER D'EXPLOITATION (I-II)		1 415 328 009		1 156 669 530

IMPRIME DESTINE A L'ADMINISTRATION

N.I.F 0 0 0 0 2 4 0 3 8 2 2 7 5 5 0 8

Désignation de l'entreprise : SARL LES MOULINS AMOR BENAMOR

Activité : SEMOULERIE ET PRODUCTION PATES ALIMENTAIRES

Adresse : ZONE INDUSTRIELLE EL FEDJOUJ W.GUELMA

Exercice du 01/01/2018 au 31/12/2018

Page 2 of 2

COMPTES DE RESULTAS

Désignation	N		N-1	
	Debit en dinars	Credit en dinars	Debit en dinars	Credit en dinars
Charges de personnel	698 993 602		517 230 383	
Impôts, taxe et versement assimilés	63 910 298		60 702 174	
IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION		652 424 109		578 736 972
Autres produits opérationnels		40 557 520		10 684 379
Autres charges opérationnelles	52 699 578		143 105 060	
Dotations aux amortissements	318 380 814		245 144 319	
Provisions				
Perte de valeur				
Reprise sur pertes de valeurs et provisions				
V - RESULTAT OPERATIONNEL		321 901 237		201 171 972
Produits financiers		1 205 395		3 446 424
Charges financières	9 696 214		80 383 706	
VI - RESULTAT FINANCIER	8 490 819		76 937 281	
VII - RESULTAT ORDINAIRE (V+VI)		313 410 417		124 234 691
Elément extraordinaires (produits)				
Elément extraordinaires (Charges)				
VIII - RESULTAT EXTRAORDINAIRE				
Impôt exigibles sur résultats ordinaires			45 291 001	
Impôt différés (Variations) sur résultats ordinaires				
IX-RESULTAT DE L'EXERCICE		313 410 417		78 943 690



ع من ع طاحن

Site : Sidi Bel Abbes
Exercice : 2019
Statut : Définitif

Date impression : 10/06/2020 15:28:31

BILAN ACTIF
Du 01/01/2019 au 31/12/2019

ACTIF	NOTE	MONTANT BRUT N	AMORT-PROV N	MONTANT NET	MONTANT NET N-1
ACTIF IMMOBILISATION NON COURANT					
cart d'acquisition-goodwill positif ou négatif					
immobilisations incorporelles		56 737 920.61	459 907.45	56 278 013.16	
immobilisation corporelles					
Terrains		314 214 023.00		314 214 023.00	314 214 023.00
Agencements et aménagements de terrains					
Construction		983 820 296.12	385 295 740.39	598 524 555.73	367 706 612.82
Instal. tech., matériel et outillage industriels		7 277 619 944.52	1 962 740 983.05	5 314 872 961.47	5 447 806 039.85
Autres immobilisations corporelles		532 884 465.16	308 586 998.83	224 297 466.33	211 064 359.78
immobilisations en concession					
immobilisation en cours		426 203 698.67		426 203 698.67	581 059 263.37
immobilisation financières					
Titres mis en équivalence-entreprises associées					
Autres participations et créances rattachées		820 000 000.00		820 000 000.00	820 000 000.00
Autres titres immobilisés					
Prêts et autres actifs financiers non courants		614 919 939.16		614 919 939.16	72 731 494.33
pôts différés actif					
autres produits différés - Hors cycle d'exploit.					
TOTAL ACTIF NON COURANT		11 026 200 287.24	2 657 089 629.72	8 369 110 657.52	7 836 083 693.18
ACTIF COURANT					
stock et en cours		3 503 213 356.25		3 503 213 356.25	4 757 373 534.87
crédances et Emplois assimilés					
clients		38 647 297.76		38 647 297.76	348 150 141.91
autres débiteurs		761 397 174.81		761 397 174.81	478 684 943.37
pôts et assimilés		93 308 457.91		93 308 457.91	224 561 095.11
autres créances et emplois assimilés					
disponibilités et assimilés					
comptes et autres actifs financiers courants					
trésorerie		327 396 256.53		327 396 256.53	741 889 253.83
TOTAL ACTIF COURANT		4 724 962 545.26		4 724 962 545.26	6 550 687 968.09
TOTAL GENERAL ACTIF		15 751 162 832.50	2 657 089 629.72	13 094 073 202.78	14 385 751 661.27



Sarl Les Moulins Amor Benamor
capital social 500 000 000 DA - F 099921201005520
Al 21202003561 RC 00 B 0382275

BP 63 Zone industrielle El Fedjoudj - Guéma
Tel +213 37 23 62 42 Fax +213 37 23 65 65
www.amorbenamor.com



BILAN PASSIF
 Du 01/01/2019 au 31/12/2019

PASSIF	NOTE	MONTANT NET N	MONTANT NET N-1
Part de la société consolidante [1]			
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis (ou compte de l'exploitant)			
Capital non appelé		500 000 000.00	500 000 000.0
Primes et réserves (Réserves consolidées) [1]			
Ecart de réévaluation		1 900 284 096.27	1 674 792 900.0
Ecart d'équivalence [1]			
Résultat net (Résultat part du groupe) [1]			
Autres capitaux propres-Report à nouveau		408 030 362.78	225 491 198.2
Part des minoritaires [1]			
TOTAL I		2 508 314 459.05	2 400 284 096.2
PASSIFS NON COURANTS			
Emprunts et dettes financières			
Impôt (différé et provisionné)		2 578 441 882.47	2 578 441 882.4
Autres dettes non courants			
Provisions et produits constatés d'avance			
Autres charges différées - Hors cycle d'exploitation			
TOTAL PASSIFS NON COURANTS II		2 578 441 882.47	2 578 441 882.4
PASSIFS COURANTS			
Fournisseurs et comptes rattachés			
Impôt		2 838 582 901.21	2 040 085 445.2
Autres dettes		116 737 783.00	184 912 270.8
Comptes transition crédoeurs		4 751 996 187.05	5 723 385 703.6
Tréorerie passif			1 450 042 283.6
Compte de liaisons des établissements et sociétés de participation			
TOTAL PASSIFS COURANTS III		7 707 316 881.26	9 407 025 703.2
TOTAL GENERAL PASSIF		13 094 073 202.78	14 385 751 682.0



COMPTES DE RESULTAT

Du 01/01/2019 au 31/12/2019

Par Nature

Désignation	Note	N	N-1
Vente et produit annexes		11 185 772 107,14	8 714 365 801,73
Variations stocks produits finis et en cours		57 934 877,76	-23 884 051,16
Production immobilisée			
Subvention d'exploitation			
-PRODUCTION DE L'EXERCICE		11 243 706 984,90	8 690 481 850,57
Achats consommés		9 134 348 440,58	6 766 619 779,48
Services extérieurs et autres consommations		241 814 816,28	508 534 061,90
I-CONSOMMATION DE L'EXERCICE		9 376 163 256,86	7 275 153 841,38
II-VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I-II)		1 867 543 728,04	1 415 328 009,19
Charges de personnel		798 014 416,32	698 993 602,24
Impôts, taxe et versement assimilés		106 891 463,64	63 910 298,10
IV-EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION		964 637 858,08	652 424 108,85
Autres produits opérationnels		9 668 199,00	40 557 519,63
Autres charges opérationnelles		87 461 463,13	62 689 678,26
Dotations aux amortissement, Provisions et pertes de valeurs		364 492 841,76	318 380 813,61
Reprise sur pertes de valeurs et provisions			
V-RESULTAT OPERATIONNEL		522 249 752,19	321 901 236,61
Produits financiers		912 704,15	1 205 394,90
Charges financières		13 189 670,56	9 686 214,27
VI-RESULTAT FINANCIER		-12 276 966,41	-8 480 819,37
VII-RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V+VI)		509 972 785,78	313 410 417,24
Impôt exigibles sur résultats ordinaires		101 942 423,00	87 919 221,00
Impôt différés (Variations) sur résultats ordinaires			
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES		11 254 185 888,05	8 732 244 765,10
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES		10 846 155 525,27	8 506 753 568,66
VIII-RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES		408 030 362,78	225 491 196,24
Elément extraordinaires (produits) (à préciser)			
Elément extraordinaires (Charges) (à préciser)			
IX-RESULTAT EXTRAORDINAIRE			
X-RESULTAT NET DE L'EXERCICE		408 030 362,78	225 491 196,24
Part dans les résultats nets des sociétés mises en équivalence			
XI-RESULTAT NET DE L'ENSEMBLE CONSOLIDE			
Dont part des minoritaire			
Part du groupe			

IMPRIME DESTINE A L'ADMINISTRATION

N.I.F 0 0 0 0 2 4 0 3 8 2 2 7 5 5 0 8

Désignation de l'entreprise : SARL LES MOULINS AMOR BEHAMOR
 Activité : SEMOULERIE ET PRODUCTION PATES ALIMENTAIRES
 Adresse : ZONE INDUSTRIELLE EL FEDJOUJ W. GUELMA

Exercice du 01/01/2020 au 31/12/2020

BILAN (ACTIF)

ACTIF	Montants Bruts	Amortissements, provisions et pertes de Valeurs	N-1	
			Net	Net
ACTIFS NON COURANTS				
Ecart d'acquisition - goodwill positif ou négatif				
Immobilisations incorporelles	58 633 171	12 091 779	46 541 392	56 278 013
Immobilisations corporelles				
Terrains	314 214 023		314 214 023	314 214 023
Agencements et aménagements terrains				
Construction	1 077 470 468	438 813 884	638 656 583	598 524 556
Install tech, matériel et outillage industriels	7 562 844 974	2 351 006 185	5 211 838 788	5 314 872 961
Autres immobilisations corporelles	581 024 504	367 665 311	213 359 194	224 097 466
Immobilisations en concession				
Immobilisations en cours	76 151 306		76 151 306	426 203 699
Immobilisations financières				
Titres mis en équivalence				
Autres participations et créances rattachées	820 000 000		820 000 000	820 000 000
Autres titres immobilisés				
Prêts et autres actifs financiers non courants	396 154 961		396 154 961	614 919 909
Impôts différés actif	1 159 000		1 159 000	
Autres produits différés- Hors				
TOTAL ACTIF NON COURANT	10 887 652 406	3 169 577 160	7 718 075 246	8 369 110 658
ACTIFS COURANTS				
Stocks et encours	695 746 957		695 746 957	3 503 213 356
Créances et emplois assimilés				
Clients	169 345 639	3 034 369	166 311 270	39 647 298
Autres débiteurs	1 000 087 637		1 000 087 637	761 397 175
Impôts et assimilés	129 661 720		129 661 720	93 308 458
Autres créances et emplois assimilés				
Disponibilités et assimilés				
Placements et autres actifs financiers courants				
Trésorerie	2 638 739 993		2 638 739 993	327 396 259
TOTAL ACTIF COURANT	4 633 581 945	3 034 369	4 630 547 576	4 724 962 545
TOTAL GENERAL ACTIF	15 521 234 351	3 172 611 529	12 348 622 822	13 094 073 203

IMPRIME DESTINE A L'ADMINISTRATION

N.I.F 0 0 0 0 2 4 0 3 8 2 2 7 5 5 0 8

Désignation de l'entreprise : SARL LES MOULINS NAOR BENMOR

Activité : SECTORIELLE ET PRODUCTION PATES ALIMENTAIRES

Adresse : ZONE INDUSTRIELLE EL FEDJOUJ W GUEMA

Exercice du 01/01/2020 au 31/12/2020

BILAN (PASSIF)

PASSIF	N	
CAPITAUX PROPRES :		
Capital émis	500 000 000	500 000 000
Capital non appelé		
Primes et réserves- Réserves consolidées (1)	✓ 2 308 314 459	1 900 284 096
Ecart de réévaluation		
Ecart d'équivalence (1)		
Résultat net - Résultat net part du groupe (1)	146 883 029	408 030 363
Autres capitaux propres - Report à nouveau		
Part de la société consolidante (1)		
Part des minoritaires (1)		
TOTAL I	2 955 197 488	2 808 314 459
PASSIFS NON-COURANTS :		
Emprunts et dettes financières	2 320 597 676	2 578 441 862
Impôts (différés et provisionnés)		
Autres dettes non courantes		
Provisions et produits constatés d'avance		
Autres charges différées- Hors cycle d'exploit		
TOTAL II	2 320 597 676	2 578 441 862
PASSIFS COURANTS :		
Fournisseurs et comptes rattachés	1 630 752 142	2 838 582 901
Impôts	67 935 078	116 737 793
Autres dettes	5 359 676 439	4 751 996 187
Tresorerie Passif	14 463 999	
Compte de liaisons des établissement et sociétés de participation		
TOTAL III	7 072 827 657	7 707 316 881
TOTAL PASSIF (I+II+III)	12 348 622 822	13 094 073 203

(1) à utiliser uniquement pour la présentation d'états financiers consolidés

IMPRIME DESTINE A L'ADMINISTRATION

NIF 0 0 0 0 2 4 0 3 8 2 2 7 5 5 0 8

Désignation de l'entreprise : SARL LES MOULINS ANOR GZUAMOR

Activité : SEMOULÈRE ET PRODUCTION PATES ALIMENTAIRES

Adresse : ZONE INDUSTRIELLE EL FEDJOUJ W GUELMA

Exercice du 01/01/2020 au 31/12/2020

Page 2 of 2

COMPTE DE RESULTAT

Désignation	N		N-1	
	DEBIT (en Dinars)	CREDIT (en Dinars)	DEBIT (en Dinars)	CREDIT (en Dinars)
Charges de personnel	841 747 794		796 014 416	
Impôts et taxes et versements assimilés	81 740 134		106 891 454	
IV-Excédent brut d'exploitation		861 856 877		964 637 858
Autres produits opérationnels		11 206 897		9 566 199
Autres charges opérationnelles	113 425 976		87 461 463	
Dotations aux amortissements	516 358 651		364 492 842	
Provision				
Pertes de valeur				
Reprise sur pertes de valeur et provisions				
V-Résultat opérationnel		243 279 147		522 249 752
Produits financiers		23 146 600		912 704
Charges financières	61 596 392		13 189 671	
VI-Résultat financier	38 449 792		12 276 966	
VII-Résultat ordinaire (V+VI)		204 829 354		509 972 786
Éléments extraordinaires (produits) (*)				
Éléments extraordinaires (Charges) (*)				
VIII-Résultat extraordinaire				
Impôts exigibles sur résultats	59 105 325		101 942 423	
Impôts différés (variations) sur résultats		1 159 000		
IX - RESULTAT NET DE L'EXERCICE		146 883 029		408 030 363

(*) À détailler sur état annexe à joindre.

IMPRIME DESTINE A L'ADMINISTRATION

N I F 0 0 0 0 2 4 0 3 8 2 2 7 5 6 0 8

Désignation de l'entreprise : SARL LES MOULINS AMOR BEHACH

Activité : SEMOULIERIE ET PRODUCTION PATES ALIMENTAIRES

Adresse : ZONE INDUSTRIELLE EL FEZOUJOU W GUEMAK

Exercice du

01/01/2020

au

31/12/2020

Page 1 of 2

COMPTE DE RESULTAT

Désignation	N		N-1		
	DEBIT (en Dinars)	CREDIT (en Dinars)	DEBIT (en Dinars)	CREDIT (en Dinars)	
Ventes de marchandises					
Production vendue	Produits fabriqués	8 638 058 842		11 185 772 107	
	Prestations de services				
	Vente de travaux				
Produits annexes		1 110 175			
Rabais, remises, ristournes accordés					
Chiffre d'affaires net des Rabais, remises, ristournes		8 639 169 017		11 185 772 107	
Production stockée ou déstockée		-180 509 663		57 934 878	
Production immobilisée					
Subventions d'exploitation					
Production de l'exercice		8 458 659 354		11 243 706 985	
Achats de marchandises vendues					
Matières premières	5 682 532 964		8 084 473 997		
Autres approvisionnements	648 223 955		912 848 155		
Variations des stocks					
Achats d'études et de prestations de services					
Autres consommations	101 725 702		137 026 289		
Rabais, remises, ristournes obtenues sur achats					
Services	Sous-traitance générale	2 526 600			
	Locations	64 746 347		5 788 179	
Dépenses	Entretien, réparations et maintenance	37 885 542		31 668 291	
	Primes d'assurances	17 441 049		15 798 805	
	Documentation et divers	7 012 285		24 990 778	
	Personnel extérieur à l'entreprise	281 800			
	Rémunération d'intermédiaires et honoraires	9 013 542		14 414 494	
	Publicité	26 557 576		36 753 827	
	Déplacements, missions et réceptions	27 793 062		72 526 505	
	Autres services	47 574 122		39 873 939	
	Rabais, remises, ristournes obtenues sur services extérieurs				
	Dotations de l'exercice	6 673 314 549		9 376 163 257	
Valeur ajoutée d'exploitation (I-II)		1 785 344 805		1 867 543 728	

الملخص:

تهدف الدراسة النظرية إلى تحديد الإطار النظري للهيكل المالي والرافعة المالية وتحديد أثر الرافعة المالية على وضعية المؤسسة الاقتصادية من جهة، ومن جهة أخرى تهدف الدراسة التطبيقية لتحليل أثر الرافعة المالية على وضعية المؤسسة بالاعتماد على مردوديتها (الاقتصادية والمالية) لمؤسسة مطاحن عمر بن عمر للفترة 2010 – 2020.

توصلت الدراسة إلى توضيح العلاقة بين الرافعة المالية والمردودية المالية والاقتصادية وتقدير أثرها في مؤسسة مطاحن عمر بن عمر، إلى وجود علاقة عكسية بين أثر الرفع المالي وكل من المردودية المالية والاقتصادية.

الكلمات المفتاحية:

الرافعة المالية (الرفع المالي)، المردودية المالية، المردودية الاقتصادية.

Abstract :

L'étude théorique vise à déterminer le cadre théorique de la structure financière et du levier financier et à déterminer l'impact de levier financier sur le statut de l'institution économique d'une part, et d'autre part l'étude appliquée vise à analyser l'impact de l'effet de levier financier sur le statut de l'institution économique "Moulins Omar ben Omar" pour la période 2010 – 2020.

L'étude a permis de clarifier la relation entre le levier financier et la rentabilité financière et économique et d'estimer son impact. Moulins Omar ben Omar corporation grâce à l'existence d'une relation inverse entre le levier financier et le rendements financier et économique.

Mots clés : effet de levier financier, rendement monétaire, irradiation économique.