

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة 8 ماي 1945

قالمة

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير



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

تخصص مالية المؤسسات

الموضوع:

أثر تكلفة هيكل رأس المال على النمو الداخلي

دراسة حالة مؤسسة مطاحن عمر بن عمر للفترة

2020-2009

تحت إشراف الأستاذة:

أ.د. نسرين معياش

من إعداد الطالبتين:

- حياة قنطار

- ياسمين حزام

السنة الجامعية: 2023/2022

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

"يَرْفَعِ اللَّهُ الَّذِينَ آمَنُوا مِنْكُمْ وَالَّذِينَ أُوتُوا الْعِلْمَ دَرَجَاتٍ وَاللَّهُ بِمَا  
تَعْمَلُونَ خَبِيرٌ"

صدق الله العظيم

(المجادلة)

# شكر و عرفان

الشكر لله أولاً وأخيراً،  
ونحمده حمداً كثيراً على  
توفيقه لنا في اتمام هذا  
العمل المتواضع وعلى كل  
النعم التي أنعمها علينا،  
نتقدم بجزيل الشكر  
والعرفان لأستاذتنا  
الدكتورة " نسرین معیاش "  
التي تفضلت مشكورة  
بقبول الاشراف على هذا  
العمل وما قدمته لنا من  
نصائح وتوجيهات لإتمامه.

{وَأَخِرُّ دَعْوَاهُمْ أَنْ الْحَمْدُ لِلَّهِ رَبِّ الْعَالَمِينَ}

الحمد لله الذي ما تم جهد ولا ختم سعي إلا  
بفضله،

لمن كان عوناً لي والدي والدتي  
أهدي لكما تخرجني،

الى الأقرب والأحب الى قلبي... إخوتي.

ياسمين





## إهداء

{ الْحَمْدُ لِلَّهِ الَّذِي هَدَانَا لِهَذَا  
وَمَا كُنَّا لِنَهْتَدِيَ لَوْلَا أَنْ  
هَدَانَا اللَّهُ }

الى أمي وأبي اللذان كانا  
عونا وسندا لي،  
الى اعز الناس و أقربهم الى  
قلبي الى اخوتي.

## حياة

## فهرس الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
21	خصائص ومظاهر النمو الداخلي والخارجي	(01-1)
22	مزايا وعيوب النمو الداخلي والخارجي بالنسبة للمؤسسة	(02-1)
72	حساب تكلفة الديون لمؤسسة عمر بن عمر للفترة ما بين (2009-2020)	(01-3)
73	حساب تكلفة الأموال الخاصة للمؤسسة محل الدراسة للفترة ما بين (2009-2020)	(02-3)
74	حساب تكلفة رأس المال للمؤسسة محل الدراسة للفترة ما بين (2009-2020)	(03-3)
75	حساب مؤشر النمو الداخلي للمؤسسة محل الدراسة	(04-3)
80	معامل الارتباط بين متغيرات الدراسة	(05-3)
81	نتائج التقدير	(06-3)

## فهرس الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
11	النظرية التقليدية وكلفة رأس المال	(01-1)
12	العلاقة بين تكلفة الأموال والهيكل المالي وفق كدخل صافي الربح	(02-1)
15	قيمة المؤسسة في وجود الضريبة وتكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة	(03-1)
65	الهيكل التنظيمي لمطاحن عمر بن عمر	(01-3)
75	المتغيرات الإحصائية الوصفية لمعدل النمو الداخلي ( $\gamma$ ) للفترة 2020-2009	(02-3)
76	تطور النمو الداخلي لمؤسسة عمر بن عمر للفترة 2020-2009	(03-3)
77	المتغيرات الإحصائية الوصفية لتكلفة هيكل رأس المال ( $x$ )	(04-3)
77	تطور تكلفة رأس المال لمؤسسة عمر بن عمر للفترة 2020-2009	(05-3)

## فهرس الملاحق

---

رقم الملحق	عنوان الملحق
01	ميزانيات الأصول 2010-2020
02	ميزانيات الخصوم 2010-2020
03	جداول حسابات النتائج 2010-2020

# فهرس المحتويات

## فهرس المحتويات

	البسمة
	الشكر
	الاهداء
I	فهرس الجداول
II	فهرس الأشكال
III	فهرس الملاحق
IV-VII	فهرس المحتويات
أ-ز	مقدمة عامة
<b>الفصل الأول: مفاهيم أساسية حول النمو الداخلي للمؤسسة وهيكل رأس المال</b>	
2	تمهيد
3	المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لهيكل رأس المال
3	المطلب الأول: ماهية هيكل رأس المال
9-5	المطلب الثاني: محددات اختيار هيكل رأس المال
9	المطلب الثالث: النظريات المفسرة لهيكل رأس المال
16	المبحث الثاني: النمو الداخلي للمؤسسة
17	المطلب الأول: ماهية النمو في المؤسسة
23	المطلب الثاني: ماهية النمو الداخلي
32	خلاصة الفصل الأول
<b>الفصل الثاني: تمويل النمو الداخلي وتكلفة رأس المال</b>	
34	تمهيد
35	المبحث الأول: تمويل النمو
35	المطلب الأول: المصادر الداخلية
48	المطلب الثاني: المصادر الخارجية
55	المبحث الثاني: تكلفة هيكل رأس المال
55	المطلب الأول: ماهية تكلفة هيكل رأس المال
57-56	المطلب الثاني: أهمية تكلفة رأس المال
57	المطلب الثالث: العوامل المؤثرة في تكلفة رأس المال
58	خلاصة الفصل الثاني

## فهرس المحتويات

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لمطاحن عمر بن عمر قالمة للفترة الممتدة ما بين 2009-2020	
61	تمهيد
62	المبحث الأول: منهجية الدراسة
62	المطلب الأول: الحدود المكانية والزمانية للدراسة
69	المطلب الثاني: متغيرات الدراسة
74-73	المطلب الثالث: تقديم طريقة المربعات الصغرى
74	المبحث الثاني: مناقشة وتحليل نتائج الدراسة
74	المطلب الأول: الاحصاءات الوصفية وتطور المتغيرات
78	المطلب الثاني: تحديد العلاقة بين متغيرات الدراسة
79	المطلب الثالث: نتائج التقدير
80	خلاصة الفصل
83-81	الخاتمة العامة
90-84	قائمة المراجع
	الملخص باللغة العربية
	الملخص باللغة الإنجليزية

المقدمة العامة

مقدمة:

تعد المؤسسة الاقتصادية هي الوحدة الأساسية في النظام الاقتصادي، حيث تمثل مجموعة من الموارد والأفراد والمعدات التي تعمل معا لإنتاج سلع أو خدمات تستهدف إشباع احتياجات المستهلكين. وتهدف المؤسسة الاقتصادية إلى تحقيق أرباح من خلال بيع هذه السلع والخدمات، وبالتالي تحقيق التنمية والنمو وضمان استمرارية أنشطتها في بيئة تتنافس فيها المؤسسة على البقاء والنمو والتطور. يعتبر النمو الداخلي للمؤسسة من أهم العوامل التي تؤثر على نجاحها واستمراريتها في السوق، والتي تمكنها من الحفاظ على مركزها التنافسي، ولتحقيق ذلك يجب عليها اختيار المصدر المناسب للتمويل بحيث يكون الأكثر فعالية والأقل تكلفة لتحقيق أهدافها، وبناءا على تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل المتاحة أمامها والتي تكون بصدد بناء هيكل تمويلي مناسب يستند هذا الأخير إلى معايير محددة أهمها تكلفة رأس المال.

ترتكز المؤسسة على تحقيق أقصى قيمة لها وتحسين استخدام الأموال من خلال اختيار مصادر مالية توفر لها أعلى عائد بأقل تكلفة ممكنة، حيث تأخذ المؤسسات في الاعتبار هذه التكاليف عند اتخاذ قرارات الاستثمار وتستخدم طرق التمويل التي تناسب وضعها. ويعد الهدف الرئيسي من بحثنا هذا توضيح أثر تكلفة رأس المال على النمو الداخلي للمؤسسات وتقديم اقتراحات جديدة لتطويرها.

1. إشكالية البحث:

من خلال ما سبق يمكن طرح الإشكالية التالية: ما هو أثر تكلفة هيكل رأس المال على النمو الداخلي لمؤسسة عمر بن عمر للفترة 2009-2020؟

ويتفرع عن الإشكالية الرئيسية التساؤلات الفرعية التالية:

- ✓ ما المقصود بالنمو الداخلي وتكلفة هيكل رأس المال؟
- ✓ ما العلاقة بينهما؟
- ✓ ما أثر تكلفة هيكل رأس المال على النمو الداخلي لمؤسسة عمر بن عمر؟

## 2. فرضيات البحث:

وللإجابة على إشكالية موضوع البحث تمت صياغة الفرضيتين التاليتين:

- ✓ توجد علاقة عكسية بين تكلفة هيكل رأس المال والنمو الداخلي، أي كلما انخفضت تكلفة هيكل رأس المال أدى إلى رفع معدل النمو الداخلي والعكس صحيح في مؤسسة عمر بن عمر للفترة 2009-2020.
- ✓ توجد علاقة بين تكلفة هيكل رأس المال والنمو الداخلي ذات دلالة ومعنوية إحصائية في مؤسسة عمر بن عمر للفترة 2009-2020.

## 3. أهمية الدراسة:

يعد النمو الداخلي أحد العوامل الأساسية التي تساعد المؤسسات على المحافظة على مكانتها التنافسية في سوق المعرفة والاقتصاد المفتوح، ولتحقيق هذا النمو يحتاج المستثمرون إلى مصادر تمويل داخلية وأخرى خارجية تساهم في تمويل استثماراتهم، وبالتالي يسعى المستثمرون إلى تحقيق أكبر عائد بأقل تكلفة ممكنة من خلال اختيار التركيبة المناسبة لمصادر التمويل، لذلك فإن دراسة هذه المفاهيم لها أهمية كبيرة من أجل توضيح كل ما تهدف إليه، وتوضيح العلاقة بينهما، وكيف تؤثر تكلفة هيكل رأس المال على النمو الداخلي بدراسة تطبيقية لمؤسسة عمر بن عمر للفترة 2009-2020.

## 4. أهداف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة إلى تحقيق ما يلي:

- ✓ التعرف على ماهية النمو الداخلي ومؤشرات قياسه وكذا الحال بالنسبة لتكلفة رأس المال؛
- ✓ اختبار مدى أهمية تأثير تكلفة رأس المال على سلوك المؤسسة الاقتصادية في تمويل نموها الداخلي؛
- ✓ إسقاط الدراسة على المؤسسة الاقتصادية للتأكد من مدى تطابق المحتوى النظري مع الدراسة التطبيقية.

## 5. أسباب اختيار الموضوع:

تعود دوافع اختيار موضوعنا إلى الأسباب التالية:

- ✓ أهميته في مجال تخصصنا الدراسي؛
- ✓ الرغبة في التعمق في الموضوع واكتساب معلومات تخصصه؛
- ✓ الرغبة في الاطلاع أكثر في هذا المجال وإبراز أهميته في واقعنا المعاصر؛
- ✓ المساهمة في إثراء جامعتنا بمرجع إضافي في تخصص مالية المؤسسات؛

✓ إمكانية إسقاط الجانب النظري على الدراسة التطبيقية.

## 6. منهج الدراسة:

✓ للإجابة على إشكالية دراستنا واختبار صحة فرضياتها تم اعتماد المنهج الوصفي التحليلي وذلك بغية استيعاب وفهم الموضوع وشرح المتغيرات المتعلقة بالدراسة (النمو الداخلي وهيكل رأس المال)، وتحليل أثر تكلفة رأس المال على النمو الداخلي للمؤسسة؛  
✓ كما اعتمدنا على منهج دراسة حالة في دراستنا التطبيقية من خلال إسقاط المفاهيم النظرية في الجانب التطبيقي، من خلال دراسة حالة مؤسسة عمر بن عمر للفترة ما بين 2009-2020.

## 7. صعوبات الدراسة:

لا يخلو أي بحث علمي من الصعوبات، ومن العقبات التي واجهتنا في دراستنا ما يلي:  
✓ قلة المراجع المتعلقة بالنمو خاصة المراجع باللغة العربية؛  
✓ تناول المراجع المتوفرة تقريبا نفس المعلومة؛  
✓ صعوبة الحصول على الوثائق الخاصة بالمؤسسة والاطلاع عليها؛  
✓ انعدام دراسات سابقة تعالج الموضوع بطريقة مباشرة.

## 8. التوثيق العلمي:

بهدف الإلمام بجوانب الموضوع تم الاعتماد في إنجاز هذه الدراسة في الجانب النظري على مراجع مختلفة باللغة العربية والأجنبية، متمثلة في الكتب، المجالات، المطبوعات البيداغوجية والمذكرات، أما بالنسبة للجانب التطبيقي قمنا بدراسة ميدانية لمؤسسة عمر بن عمر وتم الاعتماد على الميزانيات المالية للمؤسسة (ميزانيات أصول وخصوم)، بالإضافة إلى جداول حسابات النتائج للفترة الممتدة من 2009-2020.

## 9. الدراسات السابقة:

❖ **الدراسة الأولى:** خرور الياس، سنة (2014)، > أثر تكلفة رأس المال على القرار الاستثماري في القطاع الصناعي-دراسة حالة ملبنة الاوراس، < باتنة-خلال الفترة 2011-2013، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي، شعبة علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، تناولت هذه الدراسة مدى تأثير تكلفة رأس المال في اتخاذ القرارات الاستثمارية في القطاع الصناعي، وقد توصلت إلى بعض النتائج التي تؤكد في مجملها على أهمية تكلفة رأس المال في تحديد مصادر التمويل المناسبة لاتخاذ القرار الاستثماري السليم، كما يجب على المؤسسة ضرورة تنويع واختيار مصادر التمويل المناسبة التي تحقق أكبر عائد وبأقل تكلفة ممكنة، ومن بين النتائج النظرية التي توصلت إليها هذه الدراسة أن تكلفة رأس المال هي المتوسط الحسابي المرجح لمختلف مصادر التمويل الدائمة في المؤسسة أو الهيكل المالي لها، وأن حساب تكلفة رأس المال يعتبر من أهم المهام التي يقوم بها المدير المالي في المؤسسة من حيث تحديد مصادر التمويل اللازمة لهيكل رأس المال المناسب وتحديد تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل ومقارنته مع معدلات العائد للوصول للنتيجة النهائية وهي تكلفة مصادر التمويل. أما فيما يخص النتائج التطبيقية التي توصلت إليها هذه الدراسة أنه من خلال تقدير تكلفة الأموال الخاصة وتكلفة الديون وحساب تكلفة رأس المال تبين أن مؤسسة الاوراس تعتمد في تمويل استثماراتها بشكل كبير على أموالها الخاصة.

**الدراسة الثانية:** دربال سمية، سنة (2012) > سلوك المؤسسات الاقتصادية في تمويل نموها

**الداخلي-دراسة مقارنة بين المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والمؤسسات الكبيرة الجزائرية خلال الفترة الممتدة من 2005-2010،** < تناول هذا البحث إشكالية المنطق المالي لنمو المؤسسات الاقتصادية الجزائرية خلال الفترة الممتدة من 2005-2010، في محاولة تحليل سلوك المؤسسات الاقتصادية في تمويل نموها الداخلي، واختبار وجود أثر للحجم على هذا السلوك، وقد استخدمت أساليب التحليل الإحصائي متعدد الأبحاث لتحليل الظاهرة، وتوصلت الدراسة إلى أن الاستراتيجيات المنتهجة لتدعيم النمو في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تختلف عن تلك الاستراتيجيات المعتمدة في المؤسسات الكبيرة، كما كشفت الدراسة عن العوامل الداخلية المتحكمة في المنطق المالي لنمو كل من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والمؤسسات الكبيرة.

❖ **الدراسة الثالثة:** غراب زينب، سنة (2011)، تحت عنوان > الهيكل المالي وتأثيره على قيمة المؤسسة

المسعرة >، يدور محتوى الدراسة حول مدى إمكانية اختيار المؤسسة للمزيج التمويلي الأمثل الذي يتناسب مع وضعيتها المالية، والتي تحقق لها أكبر عائد بأقل تكلفة.

توصلت هذه الدراسة إلى أن الحصول على التمويل اللازم لنشاط أي مؤسسة اقتصادية يعتبر من أهم انشغالات المسير المالي للمؤسسة، كما أن اختيار المزيج التمويلي المناسب من خلال المفاضلة بين مختلف مصادر التمويل المتاحة يعتبر أمر بالغ التعقيد ومن أهم التحديات التي تواجه المسير المالي لأي مؤسسة وذلك نظرا لأن قرار التمويل له العديد من النتائج على الوضع المالي للمؤسسة خصوصا هيكلها المالي، التوازنات المالية، التدفقات المالية للمؤسسة.

❖ **الدراسة الرابعة:** دادن عبد الوهاب، سنة (2008)، أطروحة دكتوراه بعنوان > دراسة تحليلية للمنطق

المالي لنمو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية - نحو بناء نموذج لترشيد القرارات المالية- <

يحاول هذا البحث إيجاد طريقة علمية تسمح بالكشف عن السلوك والمنطق المالي الذي تتميز به المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية في تمويل نموها الداخلي وتهدف كذلك الدراسة إلى تبيان كيفية ترشيد القرارات المالية لتوجيهها نحو تسجيل معدلات نمو متوازنة، فيمكن تحليل معدل نمو المؤسسة ومردوديتها كنتيجة لقراراتها المالية واستنادا إلى الأسس النظرية والأبحاث العلمية المنجزة حول حجم ونمو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة فإنه يمكن القول أن هذه الأخيرة تتميز بخصوصيات تحدد سلوكها في تمويل النمو.

يكن الاختلاف بين الدراسات السابقة ودراستنا في أنها قد تناولت تحديد أثر تكلفة هيكل رأس المال على النمو الداخلي لمؤسسة عمر بن عمر للفترة 2009-2020 حيث اعتمدنا المنهج الوصفي التحليلي بالإضافة إلى منهج دراسة حالة في الجانب التطبيقي وذلك بهدف اختبار مدى أهمية تأثير تكلفة رأس المال على سلوك المؤسسة الاقتصادية في تمويل نموها الداخلي والتأكد من مدى تطابق المحتوى النظري مع الدراسة التطبيقية وذلك بهدف توضيح العلاقة بينهما حيث اعتمدنا في الجانب التطبيقي طريقة المربعات الصغرى بالإضافة إلى مخرجات 12. Eviews .

❖ **هيكل الدراسة:**

يهدف الإلمام الجيد بجوانب الموضوع تم تقسيم هذه الدراسة إلى ثلاثة فصول كالتالي:

❖ **الفصل الأول:** يتعلق بالمفاهيم الأساسية حول النمو الداخلي للمؤسسة وهيكل رأس المال وتم التطرق فيه إلى المبحثين التاليين، الأول تناولنا الإطار المفاهيمي لهيكل رأس المال والثاني حول النمو الداخلي للمؤسسة.

❖ **الفصل الثاني:** تم التطرق فيه إلى تمويل النمو الداخلي وتكلفة رأس المال وقد قسم كالتالي، المبحث

الأول تحت عنوان تمويل النمو والمبحث الثاني تطرقنا فيه إلى تكلفة هيكل رأس المال.

❖ **الفصل الثالث:** يعتبر بمثابة الدراسة التطبيقية للمؤسسة محل الدراسة، حيث تم التطرق فيه إلى مبحثين

الأول تناولنا فيه منهجية الدراسة من خلال التعريف بالحدود الزمانية والمكانية للمؤسسة، متغيرات الدراسة وتوصيفها، أما بالنسبة للمبحث الثاني قمنا فيه بتقدير نموذج الدراسة وتحليل ومناقشة النتائج.

الفصل الأول: مفاهيم أساسية حول النمو الداخلي للمؤسسة  
وهيكل رأس المال

**تمهيد**

يعبر موضوع النمو الداخلي وهيكل رأس المال من المواضيع الأكثر أهمية بالنسبة للمؤسسة، والتي علينا التعامل معها بدقة كبيرة، فالنمو الداخلي يتم ترجمته في نمو الطاقات المتاحة أمام المؤسسة، بهدف تدعيم وتقوية مركزها المالي في السوق بين الأطراف الأخرى المنافسة، أما هيكل رأس المال هو مصطلح يطلق على الطريقة التي تمول الشركة بها أصولها، فهو تشكيلة المصادر طويلة الأجل أي أنه جزء من الهيكل المالي.

وعليه تم تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين تحت عنوان:

المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لهيكل رأس المال

المبحث الثاني: النمو الداخلي للمؤسسة

## المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لهيكل رأس المال

قبل التطرق لمفهوم هيكل رأس المال يجب أولاً لفت الانتباه لمفهوم الهيكل المالي **Financial Structure** والذي يقصد به مجموع الأموال التي تم بواسطتها تمويل موجودات المنشأة، وهو يتضمن التمويل المقترض والتمويل الممتمك، وهما يشكلان الجانب الأيسر من الميزانية العمومية، أي أن الهيكل المالي يتكون من نوعين من التمويل هما: التمويل المقترض الذي يتضمن المقترض قصير الأجل، والتمويل المقترض طويل الأجل، والتمويل الممتمك الذي يتضمن رأس المال المدفوع والأرباح المحتجزة<sup>1</sup>.

إذا يكمن الفرق بين كل من هيكل رأس المال والهيكل المالي في أن الهيكل المالي يتضمن كل من مصادر التمويل طويلة وقصيرة الأجل، بينما هيكل رأس المال يتضمن فقط مصادر التمويل طويلة الأجل أي أنه جزء من الهيكل المالي.

### المطلب الأول: ماهية هيكل رأس المال

يتمثل هيكل رأس المال في توزيع الأموال والموارد بين مختلف أصحاب المصلحة في الشركة، ويشمل عادة الأسهم المصدرة والديون والأرباح المحتجزة.

#### 1. مفهوم هيكل رأس المال

❖ **التعريف الأول:** هو تشكيلة المصادر طويلة الأجل التي حصلت منها المؤسسة على الأموال بهدف تمويل استثماراتها، ومن ثم تتضمن كافة رؤوس الأموال الدائمة والاحتياطيات والقروض طويلة الأجل التي يتكون منها جانب الخصوم<sup>2</sup>.

❖ **التعريف الثاني:** هيكل رأس المال هو جزء من الهيكل المالي ويتأثران زيادة أو نقصان بمقدار التوسع في عناصر الأصول وكلما زاد حجم الاستثمار في الأصول الثابتة ورأس المال العامل الدائم زادت الحاجة لمصادر طويلة الأجل<sup>3</sup>.

❖ **التعريف الثالث:** خليط من مصادر مختلفة للتمويل الدائم للمؤسسة طويلة الأجل، كحقوق الملكية وقروض

<sup>1</sup> محمد علي ابراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، إثراء للنشر، عمان، الأردن، 2010، ص 159.

<sup>2</sup> محمد صالح الحناوي وآخرون، أساسيات الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2001، ص 71.

<sup>3</sup> عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2002، ص 151.

طويلة الأجل، الأرباح المحتجزة، وبطبيعته يحدد العلاقة بين مصادر التمويل المختلفة من جهة وعلاقتها بقوة وقيمة المؤسسة من جهة أخرى<sup>1</sup>.

❖ **التعريف الرابع:** ويعرف أيضا بأنه مزيج من الديون وحقوق الملكية التي تحتفظ به المؤسسة، من أجل تمويل احتياجاتها المالية<sup>2</sup>.

بناء على التعريفات المذكورة يتضح لنا أن هيكل رأس المال يتمثل في القروض طويلة الأجل والأسهم الممتازة والأرباح المحتجزة وأنه جزء من الهيكل المالي.

## 2. خصائص هيكل رأس المال

من بين الخصائص التي يتميز بها هيكل رأس المال ما يلي:

✓ **الربحية profitabilité:** فيجب أن يعود هيكل رأس المال للشركة بالنفع عليها عن طريق الوصول إلى أقصى استخدام ممكن للرفع المالي مع الالتزام بأقل تكلفة ممكنة.

✓ **القدرة على الوفاء بالدين Solvency:** فيجب ألا يتجاوز اقتراض الشركة الحد الذي يهدد قدرتها على الوفاء بالتزامات هذا الاقتراض، وفي نفس الوقت يجب الملاك (حملة الأسهم العادية) أي مخاطر مالية إضافية<sup>3</sup>.

✓ **المرونة flexibilité:** بمعنى عدم اتصاف هيكل رأس المال للمشروع بالجمود، وإنما يتعين تميزه بالمقدرة على تعديل مصادر الأموال (أموال الملكية والاقتراض بأنواعها) تبعا للتغيرات الرئيسية في الحاجة إلى الأموال وبأقل تكلفة ممكنة.

✓ **الرقابة control:** يجب أن يتضمن هيكل رأس المال أقل مخاطرة ممكنة لفقدان السيطرة والرقابة على إدارة الشركة وتعتبر المتطلبات السابقة هي السمات العامة لهيكل رأس المال المناسب وقد تعكس الصفات الخاصة للشركة بعض الملامح الإضافية المحددة، مثال ذلك قد تعطي شركة ما أهمية أكبر للمرونة عن الرقابة بينما تهتم شركة أخرى بالقدرة على الوفاء بالدين أكثر من أي متطلبات أخرى بل أكثر من ذلك فإنه قد تتغير

<sup>1</sup> حسين عطا غنيم، دراسات في التمويل، المكتبة الأكاديمية، القاهرة، مصر، 2005، ص504.

<sup>2</sup> عادلة حاتم ناصح، علاقة هيكل التمويل بربحية الشركة، مجلة العلوم الاقتصادية، جامعة بصره، العدد37، نوفمبر2014، ص87.

<sup>3</sup> سمير محمد عبد العزيز، اقتصاديات الاستثمار والتمويل والتحليل المالي، مركز الإسكندرية للكتاب، الإسكندرية، مصر، 2006، ص216.

الأهمية النسبية لهذه المتطلبات مع تغير الظروف، لذلك يجب أن يكون هيكل رأس المال للشركة قابلاً للتكيف بسهولة مع الظروف المتغيرة<sup>1</sup>.

### المطلب الثالث: محددات اختيار هيكل رأس المال

تأخذ العوامل التالية بعين الاعتبار كمحددات عند اختيار هيكل رأس المال:

#### 1. درجة استقرار المبيعات

ترتبط درجة استقرار المبيعات بنسب الاقتراض ارتباطاً مباشراً، فعندما تزيد درجة استقرار المبيعات والإيرادات، تتمكن المنشأة من دفع التزاماتها الثابتة على القروض بأقل درجة من الخطر وذلك بعكس الحال إذا كانت المبيعات والإيرادات تتعرض لتقلبات مستمرة حيث تجد الشركة صعوبة في دفع هذه الالتزامات<sup>2</sup>.

#### 2. الرافعة التشغيلية

في حالة بقاء العوامل الأخرى ثابتة، أي بقائها دون تغيير، فإن المنشأة ذات الرافعة التشغيلية المتدنية تكون أكثر قدرة على استخدام التمويل المقترض مقارنة بالمنشآت ذات الرافعة المالية التشغيلية المرتفعة، حيث أن ارتفاع نسبة الكلف الثابتة من مجموع الكلف التشغيلية، التي تنجم عن استخدام التكنولوجيا في عمليات الإنتاج يؤدي إلى ارتفاع درجة الرافعة المذكورة<sup>3</sup>.

#### 3. معدل النمو

مع بقاء العوامل الأخرى على حالها، تعتمد الشركات التي تتميز بسرعة نموها على التمويل باستخدام القروض بشكل كبير، كما أن ارتفاع تكاليف التمويل بالأسهم مقارنة بتكاليف التمويل بالدين يشجع الشركات على زيادة الاعتماد على الاقتراض، كما أنه في الوقت نفسه قد تواجه شركات النمو السريع في اعتمادها المتزايد على الاقتراض مخاطر أكبر بشكل قد يقلل من رغبتها في اللجوء إلى الاقتراض<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> سمير محمد عبد العزيز، التمويل واصلاح خلل الهياكل المالية، مكتبة الإشعار الفنية، الإسكندرية، مصر، 1997، ص ص 249-250.

<sup>2</sup> محمد صالح الحناوي وآخرون، الإدارة المالية التحليل المالي للمشروعات الجديدة، مرجع سبق ذكره، ص 318.

<sup>3</sup> عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشة، أساسيات في الادارة المالية، دار المسيرة، عمان، الاردن، 2007، ص 200.

<sup>4</sup> عاطف وليم اندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2008، ص ص 404-405.

## 4. الدخل

هي تشير إلى الربح منسوبا إلى بعض المكونات من الميزانية العمومية أو قائمة الدخل، والربحية تقيس الكفاءة التشغيلية للمؤسسة وأنها تمكن الأطراف التي لها مصلحة بارتفاع هذه الكفاءة من مراقبتها، والكفاءة التشغيلية تعني قدرة المؤسسة على تحقيق العوائد الكافية للمالكين، المقرضين والعاملين<sup>1</sup>.

الدخل هو العائد المتحقق للمنشأة جراء استخدام الأموال المتاحة لديها، فعندما تقبل المنشأة على الاقتراض لتمويل عملية معينة أنها تقارن بين معدل الفائدة التي ستدفعها للممول ومعدل العائد الذي ستحصل عليه فإذا كان فرقا إيجابيا مرضيا يتم اعتماد القرض وسيلة لتمويل تلك العملية وإلا فلا.

والهدف من عملية المنشأة تحقيق العائد المناسب على أموال المساهمين (الملاك) عن طريق المتاجرة بالملكية أي المتاجرة بأموال أصحاب المنشأة واستخدام أموال الغير<sup>2</sup>.

ويعرف العائد على أنه صافي الدخل الناتج عن عملية استثمار الأموال وعادة ما يكون العائد بشكل مبالغ مطلقة، ولكن الذي يعول عليه من كون الاستثمار فعال من عدمه هو معدلات العائد وليس العائد<sup>3</sup>.

## 5. الإدارة والسيطرة

أن رغبة الملاك الباقين في الاحتفاظ بسيطرتهم على الشركة من العوامل التي تلعب دورا في تخطيط أنواع الأموال المستخدمة، وفي العادة أن الدائنين لا يتدخلون في إدارة الشركة عندما تكون الأمور طبيعية، فإنه لو جعلت الشركة على احتياجاتها المالية عن طريق الدائنين أو الملاك الممتازين فإن سيطرة الباقين على الإدارة ستبقى كما هي دون مساس.

وإذا كان هدفهم الرئيسي المحافظة على السيطرة فإنه من الأفضل الحصول على الأموال من هذا المصدر، ولكن هذا لا يحدث دائما، فلو توسعت الشركة في الاقتراض إلى حد عجزها عن دفع الفائدة أو سداد الأصل، فإن الدائنين قد يضعوا أيديهم على أصول الشركة للحصول على حقوقهم، وفي هذه الحالة يفقد جميع الأطراف السيطرة على الشركة لأنها ستخفي من الوجود.

<sup>1</sup> عبد الحليم كراجه وآخرون، الإدارة والتحليل المالي أسس مفاهيم تطبيقات، دار صفاء للنشر، عمان، الأردن، ص26.

<sup>2</sup> هيثم محمد الزعبي، الإدارة والتحليل المالي، دار الفكر للطباعة والنشر، عمان، الاردن، 2000، ص 118.

<sup>3</sup> محمد علي العامري، الإدارة المالية، دار المناهج للنشر، عمان، الاردن، 2007، ص413.

وبالتالي سيكون من الأفضل التضحية بجزء من السيطرة عن طريق زيادة أموال الملكية ودخول بعض الملاك الباقين الجدد وذلك بدلا من فقد المشروع<sup>1</sup>.

## 6. المرونة

بمعنى عدم اتصاف الهيكل المالي للمشروع بالجمود، وإنما يتعين تميزه بالمقدرة على تعديل مصادر الأموال (أموال الملكية والاقتراض بأنواعها) تبعا للتغيرات الرئيسية في الحاجة إلى الأموال وبأقل تكلفة ممكنة<sup>2</sup>. توفر المرونة للمنشأة المزايا التالية<sup>3</sup>:

- ✓ تمكينها من الحصول على أكبر عدد من بدائل التمويل في حالات التوسع والانكماش الاقتصادي؛
- ✓ زيادة قدرتها على المساومة للحصول على شروط جيدة عند التعامل مع مصادر التمويل المتاحة؛
- ✓ زيادة قدرتها على التخلص من الأموال الفائضة عن حاجتها في الوقت المناسب.

وتفقد المؤسسة مرونتها في الحالات التالية<sup>4</sup>:

- ✓ إذا زادت التزاماتها لأن الزيادة تحد من القدرة على الاقتراض بشروط معقولة بالرغم من توافر الأموال في الأسواق وقد لا تستطيع الاقتراض فتضطر للجوء إلى زيادة رأس المال؛
- ✓ تقديم ضماناتها للقروض الأولى التي حصلت عليها يجعل من أية قروض جديدة تتطلب ضماناتها أسوة بالقروض القديمة؛
- ✓ الالتزام بموجب اتفاقيات الاقتراض السابقة بشروط تحد من قدرتها على الاقتراض.

## 7. التوقيت

إن هذا العامل يرتبط ارتباطا وثيقا بالمرونة، ويعني التوقيت هو اختيار المؤسسة للوقت المناسب للحصول على الأموال بأقل تكلفة ممكنة وعن طريق الاقتراض أو أموال الملكية، وتحقق المؤسسة وفورات كبيرة عن طريق التوقيت السليم لعمليات الاقتراض والتمويل خلال الدورات التجارية<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> عبد الحلیم كراجه وآخرون، الإدارة والتحليل المالي، مرجع سبق ذكره، ص ص 112-113.

<sup>2</sup> سمير محمد عبد العزيز، التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية، مرجع سبق ذكره، ص 268.

<sup>3</sup> عدنان تايه النعيمي وياسين كاسب الخرشه، مرجع سبق ذكره، ص ص 203-204.

<sup>4</sup> ايمن الشنطي وعامر شقر، الإدارة والتحليل المالي، دار البداية، عمان، الأردن، 2005، ص 121.

<sup>5</sup> عبد الحلیم كراجه وآخرون، الإدارة والتحليل المالي، مرجع سبق ذكره، ص 114.

لكن في بعض الأحيان حاجة المؤسسة إلى الأموال قد تلغي قدرتها على التوقيت، إذ قد تضطر إلى الدخول إلى سوق الاقتراض على الرغم من عدم مناسبة التوقيت، وفي كل الأحوال، يجب أن ينظر للتوقيت في إطار قدرة المؤسسة على قراءة الأسواق المالية والأحداث المتوقعة<sup>1</sup>.

## 8. الملائمة (هيكل الأصول)

يؤثر هيكل الأصول على مصادر التمويل بصور عديدة، فالمنشآت 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 المنشآت هو شركات المرافق العامة)، ومن ناحية أخرى فإن الشركات التي تتكون أغلبية أصولها من نمم ومخزون والتي تتوقف قيمتها على استمرار تحقيق الشركة للأرباح تعتمد بصفة أساسية على القروض قصيرة الأجل وإن كانت تستخدم أيضاً القروض طويلة الأجل ولكن بدرجة محدودة (المثال على هذه الشركات هو المنشآت التي تعمل في تجارة الجملة والتجزئة)<sup>2</sup>.

تعني أيضاً الملائمة أن تكون أنواع الأموال التي يحصل عليها المشروع مناسبة لأنواع الأصول المستخدمة ومتماشية مع طبيعتها وكقاعدة عامة ينبغي تمويل الأصول الدائمة، الأصول الثابتة والأصول المتداولة كالأجل الأدنى للمخزون والنقدية، عن طريق القروض طويلة الأجل وأموال الملكية ويرجع ذلك إلى فكرة أن الأصول الثابتة تستمر في تقديم خدماتها لفترة زمنية طويلة.

وببيع هذه الخدمات يحصل المشروع على تدفق نقدي داخل يتضمن استرداد جزء من قيمة الأموال بتمويل هذه الأصول بسداد ما أقرضه بمعدل أسرع من معدل الحصول على التدفقات النقدية المتولدة منها وإلا قد يترتب على ذلك مشاكل خاصة بالسيولة<sup>3</sup>.

## 9. المخاطرة

يدعو مبدأ المخاطرة إلى الاعتماد على الأسهم العادية في التمويل لأن التمويل ببيع سندات أو أسهم ممتازة يعرض الشركة إلى مخاطر كبيرة، فإذا أصدرت الشركة سندات بناء على توقعاتها في زيادة المبيعات والربحية وجاءت الظروف عكس ذلك فإن إيرادات الشركة قد يعجز عن خدمة الدين و عندها ليس من المستبعد أن يحبس

<sup>1</sup> محمد عقل مفلح، الإدارة المالية والتحليل المالي، مكتبة المجتمع العربي للنشر، عمان، الأردن، 2009، ص 158.

<sup>2</sup> محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، الإدارة المالية التحليل المالي لمشروعات الأعمال، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2008، ص 280-281.

<sup>3</sup> سمير محمد عبد العزيز، مرجع سابق ذكره، ص 219.

حملة السندات الأصول المرهونة لهم استيفاء لحقهم و هذا يقود إلى افلاس الشركة، وبالمثل إذا كان ضمن الهيكل التمويلي للشركة أسهما ممتازة بنسبة عالية فإن المساهمين العاديين قد لا يأخذون أي ربح في زمن تراجع أرباح الشركة التي تصبح بالكاد كافية لتوزيع أرباح الأسهم الممتازة<sup>1</sup>.

## 10. المتاجرة بحقوق الملكية

المقصود بهذا العامل هو الاستفادة من التمويل الممتلك (حقوق الملكية) لتوفير الأموال من مصادر التمويل المقترض (المديونية) وذلك بهدف زيادة الأرباح المحققة لحمولات الأسهم العادية.

## 11. التخطيط الضريبي

إن التخطيط الضريبي له تأثير مهم في قرارات هيكل رأس المال، حيث تسمح القوانين الضريبية بطرح الفوائد على التمويل المقترض (المديونية) من أرباح المنشأة، أي أن الفوائد تعد من بين الكلف التي تظهر في قائمة الدخل (قائمة الأرباح والخسائر) عند حساب الربح الصافي. في حين أن مقسوم الأرباح الموزعة على حملة الأسهم الممتازة والعادية لا يمكن طرحها من الأرباح التشغيلية للمنشأة<sup>2</sup>.

## المطلب الثاني: النظريات المفسرة لهيكل رأس المال

سنتطرق في هذا المطلب إلى مختلف النظريات المفسرة لهيكل رأس المال في ظل كمال الأسواق وعلاقته بتكلفة الأموال وقيمة المؤسسة، بين مؤيدة ومعارضة لوجود هيكل مالي أمثل.

## 1. النظرية التقليدية Traditionnel Theory

يطلق مؤيدي هذه النظرية الصفة التقليدية عليها ليس لكونها قديمة من الناحية التاريخية، وإنما بسبب كون الأفكار التي جاءت بها مسلم بها من الناحية التحليلية والاستنتاجية.

إضافة إلى ذلك أن المضمون النظري لأفكار مؤيدي هذه النظرية يعتمد وجهة نظر وسيطه بين نظرية صافي الربح (NI) ونظرية صافي ربح العمليات (NOI).

يؤكد مؤيدي هذه النظرية بوجود هيكل تمويل أمثل Optimal Financial Structure ينشأ عن نقطة اقتراض مثلى يتحقق من تشكيلة مميزة من الأموال المقترضة والأموال المملوكة، هذه التشكيلة المميزة من

<sup>1</sup> سليمان أبو صباحا، الإدارة المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات بالتعاون مع جامعة القدس المفتوحة، مصر، 2008، ص377.

<sup>2</sup> عدنان تايه النعيمي، مرجع سبق ذكره، ص ص205-206.

مصادر التمويل المقترضة والممتلكة تجعل من كلفة الأموال المرجحة WACC في حدها الأدنى لتكون القيمة السوقية للشركة في حدها الأعلى وذلك عند مستويات مقبولة ومميزة من الرفع المالي.

إضافة إلى ذلك أن هذه النظرية تفترض أن كلفة التمويل الممتلك سوف تزداد مع كل زيادة في نسبة الرفع المالي، وذلك بسبب زيادة درجات الخطر التي يتعرض لها الملاك في شركة الأعمال، وهم يفترضون ضمن تحليل هذه النظرية أن معدل العائد المطلوب من قبل الملاك الذي يمثل كلفة التمويل الممتلك يبدأ بالارتفاع منذ اللحظة الأولى التي يبدأ فيها التمويل المقترض في المساهمة في تشكيلة هيكل التمويل بسبب زيادة المخاطر التي يتعرض لها عائد الملاك.

كما يفترض مؤيدي هذه النظرية أن كلفة التمويل المقترض تظل ثابتة لمستويات عالية من الرفع المالي، إلا أن هذه الكلفة سوف تبدأ بالارتفاع التدريجي إذا ما تجاوزت الشركة الحدود المقبولة من الرفع المالي المتعارف عليها.

ونظرا لارتفاع كلفة التمويل الممتلك مع تناقص قيمته في تشكيلة هيكل التمويل، وأيضا تزايد مقدار القروض وبسبب انخفاض كلفته أصلا فإن كلفة الأموال المرجحة WACC سوف تبدأ بالانخفاض منذ اللحظة الأولى، الذي يتم فيها تغير الرفع في تشكيلة التمويل لصالح التمويل المقترض، حتى نصل إلى أدنى حد لها عند مستوى معين من الرفع المالي يسمى بنقطة الاقتراض المثلى لتكون القيمة السوقية للشركة عند حدها الأعلى<sup>1</sup>.

رغم ما قدمته هذه النظرية من إسهامات حاولت من خلالها تفسير السلوك المالي للمؤسسة فقد تعرضت لحملة من الانتقاضات انطلقت أساسا من الافتراضات التي استندت إليها والأدوات التي اعتمدت عليها والنتائج التي توصلت إليها، نذكر ما يلي<sup>2</sup>:

✓ اعتمادها الأساسي على آلية أثر الرفع المالي في عملية البحث عن هيكل رأس المال الأمثل أدى إلى تجاهل عدة تكاليف من بينها تكلفة الإفلاس وتكاليف المراقبة بين كل من المسيرين والمقرضين والمساهمين؛

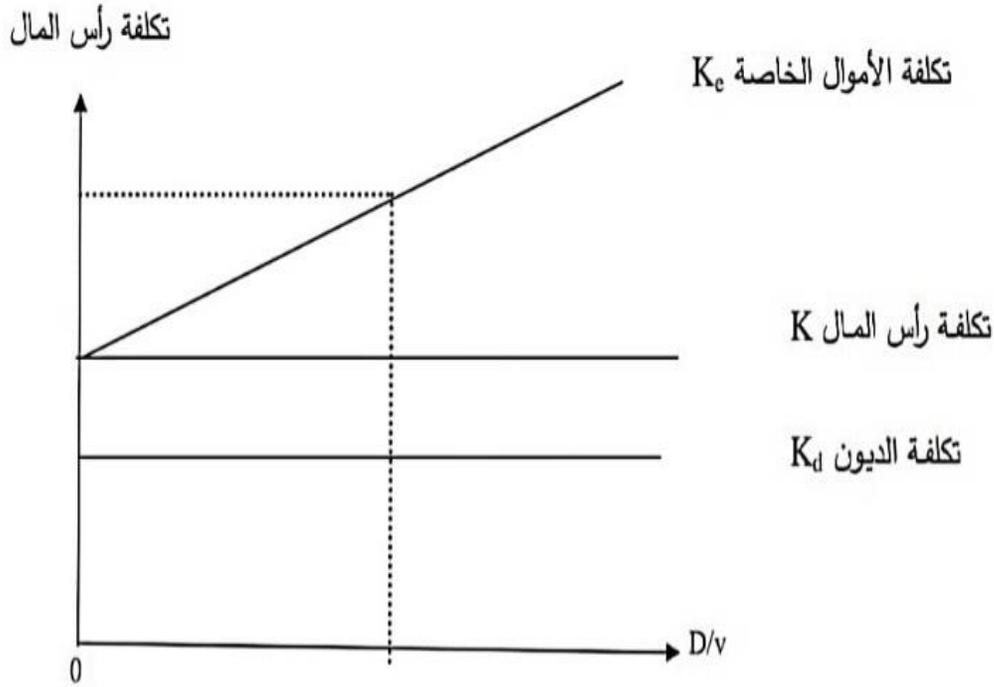
✓ يعاب عليها أيضا تجاهلها للمخاطر المالية المرتبطة بأثر الرافعة المالية التي كان من المفترض أن تؤدي إلى ارتفاع تكلفة الأموال الخاصة نتيجة لتعرض مردودية السهم (المردودية المالية) أكبر مع زيادة نسبة الاستدانة؛

<sup>1</sup> حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، الوراق للنشر، الطبعة الثانية، عمان الأردن، 2008، ص547.

<sup>2</sup> إلياس بن ساسي يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية) الجزء الثاني، دار وائل للنشر، الطبعة الثانية، 2011، ص289.

✓ تنطلق من أنّ معدل المردودية المطلوب من قبل المساهمين يبقى ثابتا في مجال معين وأن المساهمين يضلّون دون رد فعل أمام ارتفاع معدل الاستدانة ما دامت المردودية المالية في مستوى مقبول، وهذا غير واقعي فالمساهمون لا ينتظرون المستوى الأقصى للاستدانة للمطالبة بعلاوات مخاطرة تعوّضهم عن الخسائر المحتملة.

الشكل رقم (1-1): النظرية التقليدية وكلفة رأس المال



Source : Abdellah Bou Ghaba, *Analyse Evaluation de Projet*, 2éme Edition, Alger, 2006.

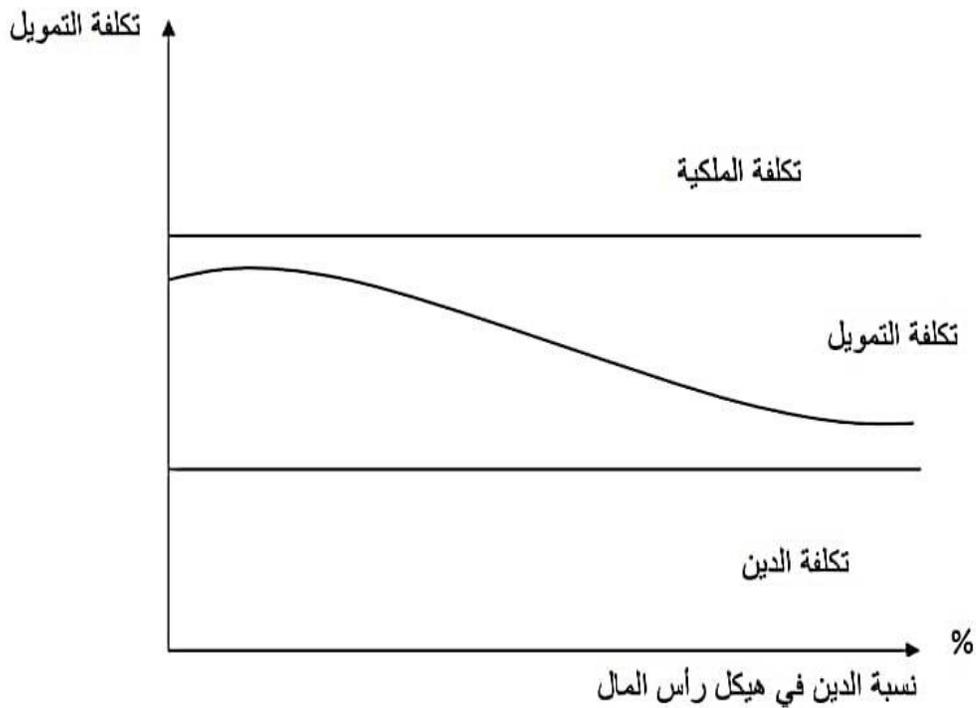
## 2. نظرية مودكلياني - ميلر - Modigliani Miller Approach

من أبرز المناقشات في تطور النظرية المالية الحديثة تلك التي أثارها مودكلياني وميلر والتي جددت الاهتمام بمفهوم الهيكل المالي الأمثل، فقد قدم الباحثان تحليلا ينفي علاقة الهيكل المالي بكلفته، أي أن كلفة التمويل لا تتأثر بتغيير نسبة الاقتراض التي يتضمنها الهيكل المالي، ويقوم هذا التحليل على مجموعة من الافتراضات النظرية البحتة هي<sup>1</sup>:

<sup>1</sup> محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص ص 165-166.

- ✓ أن المنشأة تعمل في ظل سوق المنافسة الكاملة ويترتب على ذلك أن المعلومات متوافرة ومتاحة عن المنشآت العاملة في السوق المالية، وأيضا يمكن للمستثمر أن يشتري ما يحتاجه من استثمارات مالية مهما صغر المقدار الذي يرغب في شرائه، وكذلك يتصرف المستثمر بشكل رشيد؛
  - ✓ يمكن تبويب المنشآت في مجموعات على أساس درجة المخاطر التي تطوي عليها النشاط الذي تنتمي إليه، وبذلك فإن كل منشأة داخل المجموعة تتعرض لنفس الدرجة من المخاطرة؛
  - ✓ تساوي الفرد والمنشأة من حيث المقدرة على الاقتراض؛
- وقد خلاص هذا التحليل إلى استنتاج وهو أن المنشآت المتماثلة (باستثناء الهيكل المالي) متساوية في القيمة، وبالتالي لا توجد علاقة بين الهيكل المالي وكلفته وقيمة المنشأة.

الشكل (1-02): العلاقة بين تكلفة الأموال والهيكل المالي وفق مدخل صافي الربح



المصدر: سمير محمد عبد العزيز، تمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية، مرجع سبق ذكره، ص 202.

## 3. النظريات الحديثة

سنتعرض في هذا الجزء إلى بعض النظريات المعاصرة التي تطرقت إلى قيمة المؤسسة من بينها نظرية الإفلاس ونظرية الوكالة وكذا نظرية الإشارة.

## 1.3. تكلفة الإفلاس: أدى تطور النظريات المالية إلى إدخال مجموعة من التعديلات على نموذج

Modigliani و Miller و خلصت إلى أنه يمكن تحديد هيكل مالي أمثل، حيث يؤدي ارتفاع مستوى الاستدانة إلى ارتفاع أثر الرافعة المالية كما يؤدي ظهور تكلفة الإفلاس التي لها انعكاس سلبي على قيمة المؤسسة، والناجحة عن فشل المؤسسة في سداد قيمة القروض و الفوائد في تواريخ الاستحقاق، الأمر الذي يؤدي بالمقرضين إلى اتخاذ إجراءات قانونية قد تنتهي بإعلان إفلاس المؤسسة، أما بالنسبة للمؤسسة التي يتكوّن هيكل تمويلها من أموال خاصة فقط، فإنها لا تلتزم تجاه المساهمين برد قيمة الأسهم التي يمتلكونها أو القيام بتوزيع للأرباح حتى لو تحققت، من تم لا تكون عرضة لمثل هذه الإجراءات القانونية، وتتضمن تكلفة الإفلاس نوعين من التكاليف<sup>1</sup>:

- ✓ تكاليف مباشرة: والمتمثلة في التكاليف الإدارية وتكاليف إعادة التنظيم، التكاليف المالية وتكاليف الإنابة وتكاليف البيع القصري والمستعجل للأصول والتكاليف الاجتماعية؛
- ✓ تكاليف غير مباشرة: وشملت التكاليف الناتجة عن تدهور سمعة المؤسسة أي تضرر المصدقية المالية والتجارية إضافة إلى تكاليف ضياع الفرص.

ويمكن تفسير دور تكلفة الإفلاس في تفسير السلوك التمويلي للمؤسسة من خلال ملاحظة التغيّر في مستوى الاستدانة، فعندما تكون نسبة الاستدانة في مستوياتها الدنيا، فإن مخاطر الإفلاس تزداد بشكل متناسب مع الزيادة في نسبة الاستدانة و تستمر العلاقة الخطية على هذا النحو إلى أن تصل نسبة الاستدانة إلى نقطة معينة تبدأ بعدها مخاطر الإفلاس في الارتفاع بوتيرة أعلى من وتيرة الارتفاع في نسبة الاستدانة وكقاعدة عامة كلما زادت مخاطر الإفلاس زادت آثارها العكسية على كل من تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة، حيث يترتب عن ارتفاع مخاطر الإفلاس ارتفاعا في معدل المردودية المنتظر من طرف المساهمين والدائنين، الأمر الذي يعني ارتفاع تكلفة رأس المال و انخفاض في القيمة السوقية للمؤسسة تبعا لذلك، كما يترتب على الإفلاس تحمل المؤسسة لبعض التكاليف إضافة إلى التكاليف المذكورة سابقا لتشمل الانخفاض في قيمة الأصول، إذ من

<sup>1</sup> الياس بن ساسي ويوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص ص 296-297.

المتوقع أن تكون إيرادات بيع أصول المؤسسة أقل من قيمتها المحاسبية و تشمل كذلك الخسائر (أو الانخفاض المحتمل في الأرباح) بسبب انخفاض أداء المؤسسة قبيل وقوع الإفلاس.

تؤثر تكلفة الإفلاس على كل من المقرضين والمساهمين من خلال تحليل ردود أفعالهم الناتج عن ارتفاع مستوى الاستدانة وارتفاع مخاطر الإفلاس نتيجة لذلك وذلك على النحو التالي<sup>1</sup>:

✓ تأثير تكلفة الإفلاس على المقرضين: يدرك المقرضون جيدا أنهم في عرضة لتحمل جزء من تكلفة الإفلاس في حالة حدوثه، إذ قد لا تكفي أموال التصفية لسداد مستحقاتهم بالكامل، ولكي يتجنبوا مثل هذه المخاطر إذا ما وقعت يقومون منذ البداية بنقل هذه التكاليف إلى المساهمين (أو المالك) تحسبا لوقوع الإفلاس ويأخذ ذلك شكل ارتفاع معدل الفائدة على القروض التي يقدمونها لها وبالطبع تزداد هذه التكاليف مع زيادة احتمال حدوث الإفلاس؛

✓ تأثير تكلفة الإفلاس على المساهمين: نتيجة لقيام المقرضين بنقل تكلفة الإفلاس إلى المساهمين يعني أن الأخيرين أصبحوا يتحملون وحدهم مخاطر الإفلاس وهذا يجعلهم في مأزق لا يمكنهم الخروج منه بسهولة، فمخاطر الإفلاس التي تزداد مع زيادة نسبة الهيكل المالي لا يمكن التخلص منها بالتنوع (أي بتنوع محفظة الأوراق المالية الخاصة بهم) بالرغم من أن الإفلاس يعتبر أساسا من بين المخاطر الخاصة أي المخاطر غير النظامية، ونتيجة لذلك فإن السبيل الوحيد لإقناع المساهمين بتحمل هذه المخاطر هو حصولهم على معدل مردودية مالية مرتفع لتعويضه، وهذا يعني وجود علاقة مباشرة بين نسبة الهيكل المالي وبين معدل المردودية المالية المنتظر من طرف المساهمين.

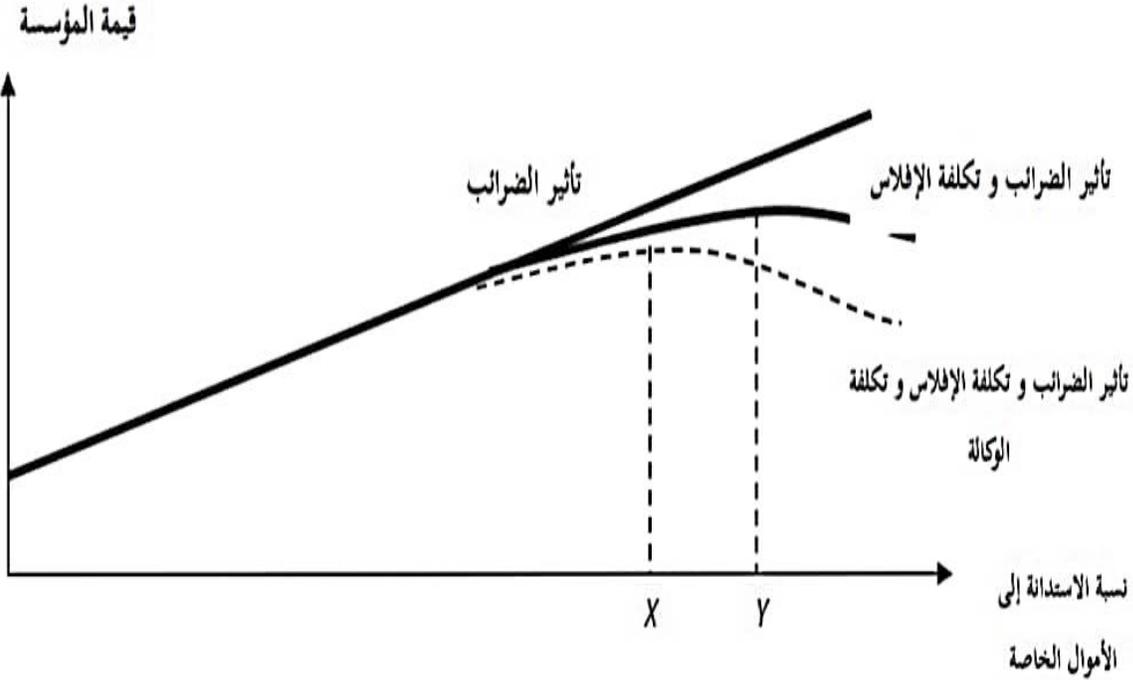
**2.3. تكلفة الوكالة:** يعد الملاك الطرف الرئيسي في المؤسسة ويعرفون بأصحاب المصلحة الرئيسية في استمرار وبقاء المؤسسة، الأمر الذي يدعو إلى موائمة الأهداف الغدارة التي يصبو إليها الملاك، وباعتبار الإدارة الجهاز الذي يتخذ ويبني القرارات المالية المهمة في حياة المؤسسة، فمن البديهي أن تأثر هذه القرارات حتما أو بشكل آخر في مصالح الملاك، فتقترح هذه النظرية تفسير سلوك مختلف المتعاملين المعنيين بتمويل المؤسسة مثل المدراء، الملاك أو المساهمون، والمدينون بشكل عام ومحاولة تأثير سلوكهم على تحديد هيكل التمويل وتنطلق هذه النظرية من فرضيتين<sup>2</sup>:

<sup>1</sup> إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، المرجع نفسه، ص ص 296-297.

<sup>2</sup> إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، المرجع نفسه، ص ص 379-380.

✓ ليس بالضرورة أن تكون أهداف المدراء والملاك متطابقة، ثم أن المتعاملين ليسوا متساويين في الحصول على المعلومة المتعلقة بالمؤسسة ومحيطها فعلاقة الوكالة ينجم عنها نوعان من تضارب المصالح، فهي تؤدي إلى بروز تناقض في المصالح بين المسير والمساهمين من جهة، وبين المساهمين والمدنيين من جهة أخرى؛ ✓ وعليه تعرض نموذج ميلر وموديكلياني إلى مجموعة من التعديلات بعد ادخال أثر تكلفة الإفلاس، ومن ثم الأخذ بعين الاعتبار تكلفة الوكالة، وهذا كاستجابة للانتقادات الشهيرة التي وجهت للنظرية السابقة فعلاقة الوكالة تقود إلى صنفان من التكاليف: تكاليف وكالة الأموال الخاصة أي النفقات التي يقوم بها المساهمون من أجل تأمين الانحرافات التي يقع فيها المدراء، وتكاليف وكالة الديون أو النفقات التي يقوم بها المدنيون من أجل رضع المدنيين.

الشكل رقم (1-03): قيمة المؤسسة في وجود الضريبة وتكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة



المصدر: منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 670.

## 3.3. نظرية الإشارة Ross 1977

وفقا للافتراضات الخاصة بنظرية موديجلياني وميلر فإن المعلومات متوافرة للجميع سواء المستثمرين أو المدراء، وتسمى هذه الخاصية بحالة التماثل المعرفي المعلوماتي، ولكن غالبا ما يتاح للمدراء كم أكبر من المعلومات لا تتوافر لدى المستثمرين خارج المؤسسة، وهذه الحالة تسمى بحالة عدم التماثل في المعلومات، مما يكون لذلك من تأثير قوي على الهيكل المالي، وتعتمد نظرية الإشارة على عدم التماثل في المعلومات المصرح بها من قبل المسيرين في السوق المالي، وتتمثل الإشارات في القرارات الهامة مثل رفع رأس المال، مستوى الديون، تعديل الأسهم... الخ، فهذه الإشارة تعطي دلالة على أن المؤسسة تتمتع بهامش أمان وبإمكانها الاعتماد على الاستدانة والمناورة من أجل تحقيق الأرباح، لكن الأشكال يكمن في مصداقية المعلومات والإشارات المصرح بها الأمر الذي أدى إلى ظهور فضائح هذا من جهة، ومن جهة أخرى تعارض أهداف المساهمين مع مصالح الأطراف المسيرة، مما يشكك في تصريحات المسيرين بشأن مصير أملاك المساهمين في المؤسسة، وتثير هذه النظرية العديد من المشاكل حول التكلفة الجدية للأموال حيث أن التكلفة الجدية المتوسطة المرجحة تزداد عندما تلجأ المؤسسة إلى التمويل الخارجي بإصدار وبيع أسهم جديدة، بدلا من اللجوء إلى استخدام الأرباح في التمويل، ويرجع الاختلاف بين تكلفة التمويل للمصدرين إلى تكلفة الإصدار، وبالتالي فخلاصة هذه النظرية أن تركيبة رأس المال مرتبطة بالإشارات الصادرة عن المؤسسة التي تحمل توقعات حول إدارة المؤسسة في المستقبل<sup>1</sup>.

## المبحث الثاني: النمو الداخلي للمؤسسة

يعتبر النمو وظيفة استراتيجية وفعالة في المؤسسة الاقتصادية كونه نتيجة لقراراتها الاستراتيجية سواء داخلية أو خارجية، بعيدة أو قصيرة المدى، كما يعتبر تعبير ديناميكي لظاهرة اقتصادية تعكس مدى نجاح المؤسسة في إنماء طاقاتها الكلية لهدف الاستمرار والبقاء.

<sup>1</sup> عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، مصر، 2007، ص399.

## المطلب الأول: ماهية النمو في المؤسسة

يعتبر النمو ظاهرة تعكس مدى نجاح استراتيجيات المؤسسة المتعلقة بجانب التطور التوسع والاستمرار، بذلك يمكن اعتباره وظيفة تشكلها السياسات المحددة لحجم الاستثمارات سياسات التمويل وغيرها من السياسات المهمة التي تتحكم في سيرورة المؤسسة.

## 1. مفهوم النمو

لقد تعدد التعاريف حول مفهوم النمو وفي هذا الصدد يمكن إعطاء مجموعة من التعاريف كما يلي:

❖ **التعريف الأول:** النمو هو عملية تزايد حجم المؤسسة خلال فترة زمنية محددة، ويمكن أن تكون هذه الفترة طويلة إذا كان النمو يعتمد على الإنتاج أو قصيرة إذا كان ناتجا عن تسارع دوران رأس المال مقارنة بقدرة الإنتاج<sup>1</sup>.

❖ **التعريف الثاني:** يعرف (GASM) النمو على أنه الزيادة في حجم المؤسسة خلال الزمن<sup>2</sup>.

❖ **التعريف الثالث:** النمو هو زيادة في حجم الإنتاج وبطريقة متتالية مع التوسع في امتلاك الموارد، وعلى هذا الأساس فإن النمو هو ظاهرة لا تتم أوتوماتيكيا وإنما هي نتاج عن تأثير حركات وتغيرات المحيط على نمط وطريقة التسيير داخل المؤسسة، ويتحقق من خلال تأثير عاملين وهما مردودية العوامل وفورات الحجم<sup>3</sup>.

❖ **التعريف الرابع:** النمو يعني تطوير القدرات والمهارات لدى النظام لتحقيق أهداف محددة والتكيف مع التغيرات في البيئة، كما يشير إلى الزيادة في نطاق الأنشطة والأعمال التي تقوم بها المؤسسة<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> Bienaimé Alain, **La croissance des entreprises : analyse dynamique des fonctions de la firme**, Tome1, Bordas, 1971, P06.

<sup>2</sup> Nacer Gasmi, **Déterminants de la croissance externe horizontale**, Thèse de doctorat en science de gestion, faculté des sciences économiques et de gestion, Université de Bourgogne, 1998, P87.

<sup>3</sup> عبد العظيم معاوي، **استراتيجيات النمو والتدويل**، مطبوعة محاضرات، تخصص الإدارة الاستراتيجية للمؤسسات، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف 1، 2020-2021، ص 5.

<sup>4</sup> Darbelet.M, Lzard.L, Scaramuzza.M, **Notion Fundamentals de gestion de l'entreprise**, 3eme édition, Foucher, Paris, 2000, P374.

❖ **التعريف الخامس:** النمو يشير إلى زيادة ملحوظة في الأهداف المحددة، وعادة ما يتم تحقيقها من خلال زيادة المبيعات أو حصتها السوقية بمعدل أعلى من الزيادة التي كانت متوقعة في الماضي. وبالتالي فإن النمو يعكس نجاحا مستمرا في زيادة المبيعات وتخفيض تكلفة الوحدة الواحدة من المنتج، مما يؤدي إلى زيادة الأرباح<sup>1</sup>.

من خلال مختلف التعاريف السابقة نستنتج بأن النمو هو عملية تطور مستدامة ومستمرة للمؤسسة، حيث تشمل هذه العملية زيادة الإيرادات والأرباح وتوسيع نطاق العمل، وتهدف إلى تحسين جودة الخدمات والمنتجات التي تقدمها المؤسسة، وزيادة حصتها السوقية وقدرتها التنافسية ورضا عال للعملاء.

## 2. أهمية النمو

تكمُن أهمية النمو فيما يلي<sup>2</sup>:

- ✓ يعتبر من أهم الأهداف التي تسعى إليها المؤسسات، حيث يمكن أن يؤدي إلى زيادة الإيرادات والأرباح وتحسين مستوى الخدمات المقدمة للعملاء؛
- ✓ يساعد على تحسين نطاق العمل والتوسع في الأسواق الجديدة، وزيادة تحسين فرص التوظيف وتحسين مستوى المعيشة للمجتمع المحلي؛
- ✓ يزود النمو المؤسسة بالقدرة على المنافسة في سوق الأعمال وتحقيق مزايا تنافسية على المدى الطويل؛
- ✓ استراتيجية النمو تطور كفاءات جديدة وتقلص من مدة التعلم وتسمح بالتصدي للمنافسة بفضل تخفيض التكاليف الناتجة عن اقتصاديات الحجم لذلك فإن تحقيق نمو مستدام يجب أن يكون هدفا رئيسيا لأي مؤسسة ترغب في البقاء في سوق الأعمال؛
- ✓ تكمن أهمية النمو في تطوير مهارات وكفاءات جديدة وتقليل فترة التعلم، مما يسمح بالتنافس بشكل أفضل من خلال تخفيض التكاليف الناتجة عن اقتصاديات الحجم؛
- ✓ تحتاج المؤسسات إلى وضع النمو كهدف استراتيجي حيث يمكن له أن يساعدها على البقاء والاستمرار في السوق؛
- ✓ على الجانب الآخر، يمكن للمؤسسة التي تحقق نموا أن تتأقلم بشكل أفضل مع احتياجات العملاء وتجذب عملاء جدد، بالإضافة إلى ضمان رضا العملاء السابقين.

<sup>1</sup> Gerbier. J, **Organisation et fonctionnement de l'entreprise**, Lavoisier, Paris ,1993, P40.

<sup>2</sup> LA VALLETE Georges, NICULSCU Maria, **Les stratégies de croissance**, Paris, Edition d'organisation, 1999, P56.

والنمو يزيد من إمكانيات المؤسسة مما يلبي حاجاتها ويمكنها من تحقيق أهدافها فالنمو حالة طبيعية وصحية وحالة مرغوب فيها لكل من الاعمال، إلا أنه ينبغي أن يكون مبرمجا ومسيطر عليه، وأن هذه التوسعات وعمليات النمو ينبغي أن يتم تمويلها من الأرباح المحتجزة أو من خلال المساهمة الخاصة للمالكين.

إلا أن معظم المؤسسات تعتمد على الاقتراض وأساليب مديونية مختلفة لتمويل استثماراتها وأن هذه التوسعات تتطلب إجراء العديد من التغييرات في الهيكل التنظيمي ليزيد من فعالية المؤسسة في العديد من المجالات التطبيقية والعملية مثل إجراءات الرقابة المالية، والرقابة على المخزون والرقابة على العمليات وكذا تقسيم الوظائف وتخصيص الموارد البشرية وغيرها، حيث أن ازدياد حجم الاعمال وتعقيدها سيؤدي إلى زيادة المشاكل والاختناقات وعلى المسيرين تطوير مهاراتهم وزيادة مستوى تعليمهم ومعارفهم لكل ما يرتبط بمهاراتهم ونشاطاتهم<sup>1</sup>.

### 3. أهداف النمو

للنمو العديد من الأهداف تكمن أهمها فيما يلي<sup>2</sup>:

✓ النمو شرط أساسي لبقاء المؤسسة فقد أثبتت الدراسات أنه كلما زاد حجم لمؤسسة زادت صلابتها ضد التأثيرات التنافسية؛

✓ النمو هو وسيلة لتحقيق غايات المؤسسة ومنها الغايات الشخصية للمدراء، فالنمو يضفي المظاهر الخلاعة، الشهرة، السلطة، والمكانة الاجتماعية، وغايات عامة تخص كل المؤسسة كتحسين الربحية وزيادة المردودية؛

✓ البحث عن تحسين الفعالية: وتعرف الفعالية في مفهومها البسيط بأنها قدرة النتائج على تحقيق الأهداف؛ وتوسعى المؤسسات إلى النمو للعلاقة المباشرة بين الحجم وتحقيق الأهداف؛

✓ البحث عن مزيد من السلطة: الحجم الكبير يوفر للمؤسسة إيجاد طرق أسهل لتمويل استثماراتها بالإضافة

<sup>1</sup> فلاح الحسن الحسيني، إدارة المشروعات الصغيرة: مدخل استراتيجي للمنافسة والتميز، دار الشروق للنشر، عمان، الأردن، 2006، ص 33.

<sup>2</sup> عادل لعجالي، دور تحليل الموارد والكفاءات في تحديد استراتيجيات نمو المؤسسة- دراسة حالة بعض المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، تخصص الإدارة الاستراتيجية، علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف الجزائر، 2011/2012، ص46.

إلى الهيمنة على مورديها بفضل حجم المشتريات مما يوفر لها أسعار أقل وظروف أحسن.

#### 4. أنواع النمو

يمكن للمؤسسة أن تحقق النمو من خلال الاعتماد على العديد من الموارد والأساليب والتي على أساسها يمكن تصنيف أنواع النمو في المؤسسة إلى ما يلي:

##### 1.4. النمو الداخلي

يعرف النمو الداخلي على أنه حياة أو إنشاء المؤسسة لأصول غير جاهزة للإنتاج، لأنها تحتاج إلى الاندماج مع باقي عوامل الإنتاج الضرورية لتحقيق المخرجات.

كما يمكن تعريفه على أنه: زيادة في حجم المؤسسة مع تغير في خصائصها نتيجة ضمها لعوامل إنتاج إضافية، هذه العوامل إما أن تكون قد أنشأتها بنفسها أو حصلت عليها بشرائها خارج المؤسسة<sup>1</sup>.

##### 2.4. النمو الخارجي

يمكن تعريفه بأنه: يمثل عمليات اكتساب المؤسسة لحصص مباشرة أو غير مباشرة في مؤسسات أخرى، سواء كان ذلك عن طريق الاستحواذ عليها بالكامل أو جزئياً وذلك بهدف تغيير خصائصها ومميزاتها وتحقيق نتائج إضافية، فيتم تحقيق هذا النمو من خلال الاندماج أو المشاركة مع مؤسسات أخرى<sup>2</sup>.

النمو الخارجي هو خيار استراتيجي، يتمثل في أن المؤسسة تشتري أو تتحالف مع مؤسسات أخرى وتؤدي إلى تجميع كلي أو جزئي لهذه المؤسسات، وتكون هذه المؤسسات إما متنافسة وهذا يعني أن الغرض من التنافس هو التخصص، وإما أن تكون هذه المؤسسات ذات أنشطة في مجالات مختلفة وهنا الغرض من التحالف هو التنوع<sup>3</sup>.

##### 3.4. التمييز بين النمو الداخلي والخارجي (الخصائص المظاهر المزايا والعيوب)

يمكن التمييز بين النمو الداخلي والخارجي من خلال مختلف الخصائص والمظاهر بحسب طريقة النمو، والتي نبينها من خلال الجدول التالي:

<sup>1</sup> Michel DRABELET et al, L'essentiel sur le management, 5eme édition, BERTI Edition, Alger, 2007, PAGE 434.

<sup>2</sup> Armand DAYAN et al, Manuel de gestion, V1, Edition ELLIPSES/AUF, PAGE 287.

<sup>3</sup> امنة توال، دور القياس المقارن في نمو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة -دراسة نظرية تطبيقية -رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، علوم التسيير، تخصص تسيير مؤسسات صغيرة ومتوسطة، جامعة أحمد بوقرة، بومرداس، الجزائر، 2009، ص

الجدول رقم (1- 01): خصائص ومظاهر النمو الداخلي والخارجي

النمو الخارجي		النمو الداخلي	
الخصائص	المظاهر	الخصائص	المظاهر
<p>-الحيازة الاحتواء، الاندماج، التحالف؛ -انخفاض المنافسة في حالة التخصص؛ -انخفاض درجة الخطر في حالة التنوع.</p>	<p>-زيادة الحجم؛ -تغيير الخصائص؛ -تغيير في الأنشطة.</p>	<p>-شراء الإمكانيات؛ -الإنتاج الذاتي للاستثمارات -التطور الذاتي للموارد البشرية الموارد المالية والتقنية (الأبحاث والتطوير، قدرة التمويل الذاتي، تكوين المستخدمين).</p>	<p>-ارتفاع الابعاد (رقم الاعمال، النتائج، المستخدمين...) -تغيير الخصائص (المنتجات، الأسواق، التكنولوجيا التمويل، التنظيم والموارد البشرية)؛ -الاستقلال والسيادة الماليين.</p>
تطور المؤسسة وزيادة الإمكانيات باللجوء الى أطراف خارجية.		حجم إضافي من الإمكانيات، بفضل الموارد الذاتية للمؤسسة.	

المصدر: عبد الوهاب دادان، دراسة تحليلية للمنطق المالي لنمو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية نحو بناء نموذج ترشيد القرارات المالية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2008، ص 175.

ويمكن إدراج مختلف المزايا والعيوب للنمو الداخلي والخارجي في الجدول التالي:

الجدول (01-02): مزايا وعيوب النمو الداخلي والخارجي بالنسبة للمؤسسة

النمو الخارجي		النمو الداخلي	
العيوب	المزايا	العيوب	المزايا
- يفرض عليها إعادة الهيكلة وتنظيم جديد؛ - له آثار سياسية على الأفراد وعليها حيث في أغلب الأحيان يؤدي إلى تقلباتها؛ _ الانتقال السريع من مؤسسة إلى مجموعة ينتج عنها عدة مشاكل في التنسيق وعدم التجانس في إدارة المجموعة.	- تكلفة أقل خاصة عند ارتفاع معدل الفائدة وتدني مستوى المردودية؛ - هو الأكثر انتشارا حديثا وذلك لأفضلية سرعة التوسع؛ - يعتبر وسيلة فعالة للاستحواذ؛ - يؤدي إلى تخفيض عبئ المنافسة بسبب ارتفاع المردودية الناتج عن الاندماج.	- يفرض على المؤسسة تكاليف مرتفعة تؤثر مباشرة على هامش الربح؛ - يتميز بالبطء والتمهل وهذا يؤثر على مسابرة نمو السوق؛ - محدودية الموارد المالية الضرورية لحيازة الاستثمارات؛ - محدودية اللجوء إلى الاستدانة بسبب أثرها على المردودية المالية.	- معدل النمو يتميز بالتنظيم والفعالية وسهولة التحكم؛ - الحفاظ على الاستقلالية المالية والادارية للمؤسسة؛ - تحسين الجو الاجتماعي للعاملين؛ - يتميز بمراحل متتابعة ومستمرة.

المصدر: أمانة توال، مرجع سبق ذكره، ص ص 42-43.

## المطلب الثاني: ماهية النمو الداخلي

يعتبر النمو الداخلي الطريق الأمثل للمؤسسة، حيث يقتضي ضمناً الاعتماد على مواردها الخاصة لضمان نموها وتحقيق أهدافها الموضوعية، ويوفر استقلالية كبيرة تتطور تدريجياً عن طريق الاستثمارات المباشرة وخلق القيمة.

### 1. مفهوم النمو الداخلي

لقد ظهرت اختلافات بين الباحثين في تعريفهم للنمو الداخلي حيث يمكن تقسيمها إلى فئتين كالتالي:

#### 1.1. حسب القدرة الإنتاجية: عرف الباحثون النمو الداخلي حسب القدرة الإنتاجية كما يلي<sup>1</sup>:

من خلال التركيز على خصائص الارتفاع في القدرات الإنتاجية للمؤسسة والتي تتمثل في حياة الاستثمارات الجديدة في مجالات تحديث وتطوير وسائل الإنتاج الحالية أما L. Stoleru في 1969 فقد حصر النمو الداخلي في الاستثمارات التي تنجزها المؤسسة لتنمية أسواقها وتحسين قدراتها الإنتاجية. أما التعريف الأكثر شمولية فهو ما جاء به A. Bienaimée الذي ذكر في كتابه أن النمو الداخلي هو ذلك النمط الذي ينتج عن الارتفاع في القدرة الإنتاجية عن طريق انشاء أو حياة وسائل إنتاج جديدة ويرافق ذلك ارتفاع في الإنتاج كما وجوده ونوعاً.

ومن خلاله يمكننا أن نلخص التعاريف السابقة والمرتبطة بالقدرة الإنتاجية على أن النمو الداخلي هو الارتفاع في القدرة الإنتاجية للمؤسسة بإنشائها لوسائل إنتاجية أو بحيازتها لاستثمارات جديدة.

#### 2.1. حسب مصادر التمويل: وقد عرفه الباحثون كذلك حسب مصادر التمويل كالتالي<sup>2</sup>:

عرف A. Jacquemin النمو الداخلي على أنه استخدام المؤسسة لمواردها الخاصة لتنفيذ سياستها الاستثمارية والتي تمول بالأرباح غير الموزعة أو بالجوء إلى الوسطاء الماليين. أما A.B. Weber et F. Jennic فقد عرفه على أنه " نمو المؤسسة عن طريق التمويل الذاتي أو جلب رؤوس أموال نقدية دون التوحد مع مؤسسات أخرى.

<sup>1</sup> الياس بن ساسي، محاولة ضبط مفهوم النمو الداخلي والنمو الخارجي للمؤسسة كمنطق للمفاضلة بينهما، مجلة الباحث، العدد 6، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2008، ص 34.

<sup>2</sup> الياس بن ساسي، المؤسسة أمام خيار النمو الداخلي والنمو الخارجي - دراسة حالة مؤسسات قطاع المحروقات -، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2008\_2007، ص 54.

وتوجد تعاريف أخرى خاصة بالنمو الداخلي نذكر منها ما يلي<sup>1</sup>:

❖ **التعريف الأول:** النمو الداخلي يعتمد على استغلال الموارد الداخلية للمؤسسة (كالابتكار والتوسع في

المنتجات والخدمات وفتح فروع تجارية جديدة)، بدلاً من الاعتماد على شراء أو امتلاك مؤسسات قائمة.

**التعريف الثاني:** يتم تحقيق النمو الداخلي من خلال اقتناء أو استئجار وسائل إنتاج جديدة أو

مستعملة، مع باقي عوامل الإنتاج داخل المؤسسة.

❖ **التعريف الثالث:** النمو الداخلي يعني توسيع نطاق الأعمال وتحسين الإنتاجية والكفاءة داخل

المؤسسة، بدلاً من الاعتماد على الشراء من مصادر خارجية وهذا يؤدي إلى تحقيق أرباح أكبر وزيادة قدرة

المؤسسة على التحكم في عملياتها واتخاذ القرارات بشكل أفضل، كما يساعد على توفير فرص عمل جديدة

وزيادة مستوى الإنتاجية في المجتمع.

❖ **التعريف الرابع:** فالنمو الداخلي يعد طريقة مستدامة لتحقيق النجاح في المؤسسات، حيث يتم تعزيز

قدراتها وزيادة قدرتها على التكيف مع التغيرات في البيئة المحيطة بها.

يتضح من خلال التعاريف السابقة أن النمو الداخلي ينتج عن موارد المؤسسة الخاصة، فهو ارتفاع في

الحجم وتغيرات في خصائص المؤسسة المحصل عليها بضم وإلحاق وسائل إنتاج إضافية منشأة من طرف

المؤسسة ذاتها أو من الخارج.

## 2. معايير النمو الداخلي

يتحلى النمو الداخلي بأشكال عديدة في ضوء اختياره طرق ومعاييره الخاصة، ويمكن تقدير ذلك عبر

معايير اقتصادية ومعايير مالية والمتمثلة فيما يلي:

### 1.2. المعايير الاقتصادية

تتمثل في مجموعة من المؤشرات والمتمثلة في<sup>2</sup>:

<sup>1</sup> عادل لعجالي، مرجع سبق ذكره، ص 67.

<sup>2</sup> السعيد فرحات جمعة، الأداء المالي لمنظمات الاعمال (التحديات الراهنة)، دار المريخ للنشر، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2000، ص 124-125.

## 1.1.2 الإنتاج PRODUCTION

من الممكن تقويم نمو المنظمة بواسطة الزيادة في إنتاجها، والتي تعرف بتكلفة المبيعات للفترة مضافا إليها أو مطروح منها التغير في مخزون المنتجات النهائية. يستلزم حسابها معرفة تطور أسعار تكلفة المبيعات والبضاعة، لذلك يستخدم غالبا عامل يسمح بفصل الجزء التابع لارتفاع الأسعار وبالتالي الوصول الى القيمة الحقيقية للإنتاج من ناحية أخرى فإن القياس الكمي الممثل في الوحدات المنتجة يمكن استخدامه عندما يصعب حساب التغيرات في الأسعار.

وبالتالي يتم حساب معدل النمو حسب معيار الإنتاج حسب القانون التالي:

$$\text{معدل النمو} = \text{انتاج معاد تقويمه} - (N-1) \text{ الإنتاج} / (N) \text{ الإنتاج} (N)$$

في الواقع يستخدم هذا المعيار قليلا في تقدير النمو، فقد يكون من الصعب تحديد تكلفة وقيمة المباع من الإنتاج أو يصعب قياس الزيادة المحققة بالفعل.

## 2.1.2 رقم الأعمال

يعتبر رقم الاعمال المصدر الرئيسي للنقدية الضرورية لاستمرار نشاطات المؤسسة، غالبا ما يقاس النمو بالزيادة المحققة في المبيعات أو رقم الاعمال كذلك في الاستثمارات كما يلي:

$$\text{معدل النمو} = \text{المبيعات أو رقم الاعمال} (1-N) / \text{المبيعات أو رقم الاعمال} (N)$$

لكن هذا المعدل ما هو إلا معدل نمو ظاهري، ولكي يكون فعليا يجب تقسيمه بمتوسط ارتفاع الأسعار خلال نفس الفترة، يمكن قياس معدل النمو في المنظمات الكبرى بمعدل نمو حصصها في الأسواق.

$$\text{معدل النمو} = \text{رقم الاعمال خارج الضريبة} (1-N) - \text{رقم الاعمال} (N) / \text{رقم الاعمال خارج الضريبة} (N)$$

## 3.1.2 القيمة المضافة

يعتبر Bennet Stewart اول من ساهم في بناء مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة ومؤلف العديد من الاعمال في هذا الموضوع، حيث يعرف القيمة الاقتصادية المضافة بأنها: معيار للأداء المالي لتقدير الربح

الحقيقي المرتبط بتعظيم ثروة المساهمين، والذي يمثل الفرق بين الربح التشغيلي الصافي بعد الضرائب وتكلفة رأس المال المملوك والمقترض<sup>1</sup>.

وعلى وفق هذا التأكيد وهذه القناعة اقترحت شركة Steward & Stern اجراء العديد من التعديلات والتسويات (رغم صعوبتها) التي تشرك في تأثيرها المباشر والغير مباشر على صافي الأرباح وعلى كلفة الاستثمار وعلى حسب رأي شركة (Stern Steward) فإن هناك أكثر من 160 تعديلا يمكن اجرائها على الدخل المحاسبي من العمليات وذلك لحساب القيمة الاقتصادية المضافة. ولكن في الواقع تقوم الشركة التي تستخدم القيمة الاقتصادية المضافة بإجراء تعديلات لا تتجاوز من 5 الى 15 تعديلا وذلك تجنباً للتعقيد. وباعتماد هذه التعديلات فإن نموذج تحديد وحساب القيمة الاقتصادية المضافة وفق ما اقترحتة الشركة يأخذ الشكل الآتي<sup>2</sup>:

$$\begin{aligned} \text{EVA} &= \text{صافي ربح العمليات بعد الضرائب} \\ &+ \text{التسويات والتعديلات على ربح التشغيل} \\ &\pm \text{ك (الاستثمار)} \\ &+ \text{التسويات والتعديلات على عناصر الركن المالي} \end{aligned}$$

كما تقدم الشركة نمودجا آخر لحساب وتحليل القيمة الاقتصادية وفق ما يلي:

(A)	صافي ربح العمليات قبل الضريبة المعدل
-(B)	ضريبة العمليات بعد الضريبة المعدل
=(C)	صافي ربح العمليات بعد الضريبة المعدل
-(D)	كلفة الاستثمار
=(E)	القيمة الاقتصادية المضافة

<sup>1</sup>رشيد بوزيد، سمير يحيوي، القيمة الاقتصادية المضافة كنموذج فعال لتقييم الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية دراسة حالة: مؤسسة ALGAL PLUS بالمسيلة، (مجلة العلوم المالية والإدارية، العدد 1- جوان 2021)، جامعة البويرة، الجزائر، ص 212.

<sup>2</sup> حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص ص 170-172.

والمتغيرات أعلاه هي قيم تم حسابها وفق ما يلي:

(A) =	صافي ربح العمليات
+	الفائدة على التمويل التشغيلي
+	الزيادة في احتياطي LIFO
+	استهلاك شهرة المحل
=	صافي ربح العمليات المعدل
(B) =	مصاريف ضريبة الدخل

✓ تضاف مزايا الضريبة من مصاريف الفائدة؛

✓ تضاف مزايا الضريبة على الفائدة من التمويل؛

✓ تطرح الضرائب على الربح الغير التشغيلي؛

✓ تساوي ضريبة العمليات التشغيلية النقدية؛

$A-B$  = صافي ربح العمليات بعد الضريبة

(D) = رأس المال العامل

✓ يضاف احتياطي LIFO؛

✓ يضاف صافي الموجودات الثابتة؛

✓ يضاف الموجودات الأخرى؛

✓ يضاف شهرة المحل؛

✓ يضاف استهلاك شهرة المحل المتراكم؛

✓ يضاف القيم الحالية للتمويل التشغيلي؛

✓ يساوي رأس المال.

فإذا كانت EVA موجبة ذلك يعني أن الشركة ساهمت بشكل مباشر في التأثير في ثروة الملاك، سببها

إما أرباح التشغيل بعد الضرائب أو انخفاض كلفة الاستثمار، أما لو كانت EVA سالبة يعني أن الشركة

تستهلك رأس المال المستثمر بأكبر من ربح العمليات التشغيلية مما يؤثر سلبا في ثروة الملاك.

## 2.2. المعايير المالية

تتمثل المعايير المالية فيما يلي<sup>1</sup>:

### 1.2.2. معدل النمو المستقل

يمثل هذا المعدل معدل النمو الأقصى الذي تستطيع المنظمة أن تموله، يتم حسابه بدءاً من جداول التدفقات المالية المتوقعة المتولدة لتمويل الاستخدامات اللازمة للنمو. حيث يرى البعض أن النمو المستقل هو فرض عدم توزيع أرباح على المساهمين، ومن ثم نجد أن معدل الربحية للمساهم يساوي معدل النمو المستقل. ويتم حساب هذا المعدل من خلال العلاقة التالية:

$$\text{معدل النمو المستقل} = (d - 1) \text{ المردودية المالية}$$

### 2.2.2. نمو رؤوس الأموال الخاصة

في الواقع يفسر نمو الأموال الخاصة المحقق من التمويل الذاتي نمو القدرة المالية كما يلي: تسمح هذه النسبة بإظهار المعدل السنوي للتوسع الخاص بالمنظمة في الأجلين المتوسط والطويل، بينما معدل نموه في الأجل القصير لا يعتمد إلا على احتياجات تمويل الدورة التشغيلية مقارنة بالمقدرة الكسبية المتاحة.

ويحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{صافي النتائج / رؤوس الأموال الخاصة}$$

### 3.2.2. التمويل الذاتي

يعرف التمويل الذاتي على أنه الفائض النقدي الذي تستمده الشركة من نشاطها التشغيلي والذي يظل تحت تصرفها بشكل دائم أو أكثر.

يمثل التمويل الذاتي المدخرات الداخلية الناتجة عن نشاط الشركة والمخصصة لتمويل استثماراتها بأشكال مختلفة (استثمارات الاستبدال أو الصيانة واستثمارات النمو) أو لإثراء أموالها الخاصة<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> السعيد فرحات جمعة، مرجع سبق ذكره، ص ص 126-127.

<sup>2</sup> K. CHIHA, Finance d'entreprise : Approche stratégique, Houma édition, Alger 2009, Page 92.

يمكن تعريفه على أنه الأموال الداخلية التي خلقتها المؤسسة بنفسها وأعيد توظيفها فيها قصد الطاقة الإنتاجية، أو هو الفائض النقدي الناتج عن نشاط المؤسسة العادي والتي تستخدم فيه من أجل تمويل نشاطها المستقبلي، ويتكون من الاهتلاكات، بالإضافة للمؤونات الأرباح المحتجزة<sup>1</sup>.

### 3. مقاييس التمويل الداخلي للنمو

توجد العديد من المعايير التي تمكن من قياس التمويل الداخلي لنمو المؤسسات كما تكشف عن مصادر المنطق المالي للنمو الداخلي التي من بينها:

#### 1.3. القيمة المضافة

القيمة المضافة هي مجموع قيمة المخرجات مطروحا منها قيمة الاستهلاك الوسيط، وتقيس مساهمة منتج ما أو صناعة أو قطاع في الناتج المحلي الإجمالي<sup>2</sup>.

تدل القيمة المضافة المحققة من طرف المؤسسة على قدرتها على توليد الثروة، فهي المصدر الأساسي لتوزيعها على عوامل الإنتاج حيث أنه لا يحدث أي تمويل داخلي دون أن تحقق المؤسسة قيمة مضافة. من ناحية أخرى يمكن الاقتراض من مصادر جديدة للتزود بتجهيزات إضافية، كذلك تحقيق مزيد من الأرباح. فبفضل هذه الأرباح تستطيع توزيع أرباح أكثر على المساهمين حتى تعظم قيمتها السوقية وتجذب مستثمرين جدد.

ويمكن قياس إنتاجية عوامل الإنتاج عن طريق<sup>3</sup>:

✓ إنتاجية رؤوس الأموال: القيمة المضافة / مجموع الاستثمارات الثابتة

✓ معدل الهامش الإجمالي: إجمالي فائض التشغيل / القيمة المضافة

✓ معدل الادخار: إجمالي الادخار / القيمة المضافة

بالإضافة إلى مقياس القيمة المضافة يوجد كل من الربح والتدفقات النقدية<sup>4</sup>:

<sup>1</sup> محمد صالح الحناوي، الإدارة المالية: مدخل اتخاذ القرارات، مرجع سبق ذكره، ص 350.

<sup>2</sup> ضياء نصر الله الدرمللي، المعالجة المحاسبية للأصول: المعرفة التقنية ودورها في تطوير نظم المعلومات المحاسبية في ظل استخدام تقنيات المعلومات الحديثة الإفصاح المحاسبي - دراسة معيار الأصول غير الملموسة جدر الأصول المتداولة - الأصول الثابتة، مؤسسة شباب الجامعة للنشر، 2018، ص، 6.

<sup>3</sup> السعيد فرحات جمعة، مرجع سبق ذكره، ص 137.

<sup>4</sup> المرجع نفسه، ص 138.

## 2.3. الربح

يمثل أحد أهم أهداف أي مؤسسة ليس لصالحها فقط بل لصالح الموظفين والمساهمين والمستهلكين على حد سواء، حيث يحدد الربح مصير المساهمين فيما يتعلق بعوائد أسهمهم، كما يحدد مصير المؤسسة فيما يتعلق بمقدار التمويل الذاتي للنمو، حيث تكشف الربحية عن مؤشر طبيعي لطاقة المنظمة في تحقيق النمو، وهذا يذكرنا بأن الربحية الحالية هي طاقة تمويل النمو المستقبلي. حيث تظهر الدراسات عن وجود علاقة بين ربحية المنظمة وحجمها، من ثم معدل نموها، هذا يعني أن مقارنة معدل النمو بمثيله للمنافسين يجعل المنظمة في موقف أقوى على الجبهة الهجومية.

## 3.3. التدفقات النقدية

يستخدم كثيرا مصطلح التدفقات النقدية في الفكر المالي ويعود على كافة التدفقات المتولدة من الأنشطة والموضوعة تحت تصرف الإدارة في المنظمة، لذلك فهو جاهز للإنفاق (نفقات التشغيل والاستثمار) خلال فترة محددة.

وتعرف التدفقات النقدية على أنها صافي المتحصلات المتولدة من النشاط، ولا تحسب إلا بعد خصم كل المستحقات على الاستثمار مثل الضرائب والرسوم... حيث يخصص الجزء الأكبر من التدفقات النقدية لدفع ثمن البضاعة (المستلزمات السلعية)، المرتبات وباقي نفقات التشغيل، إذ هي تتعلق بواقع الحياة الاقتصادية لأن المنظمة يجب أن تستمر في البيع وفي مواجهة التكاليف المتولدة من التشغيل حتى تبقى في السوق. وبالتالي يعتبر التدفق النقدي مؤشرا للقدرة الحاضرة والتي تمكن من مواجهة الأرباح الموزعة، تجديد الطاقة المستخدمة، وتسديد الديون في الأجلين الطويل والمتوسط والاحتياجات المتولدة عن النمو، حيث يسمح التدفق النقدي بعد ذلك بتمهيد الطريق للدخول إلى أسواق المال تبعا للأصول والأعراف المالية.

## 4.3. الأصول الثابتة

وهي العناصر الضرورية للسير العادي للمؤسسة، والتي من المتوقع أن تبقى تحت تصرف المؤسسة بصفة مستمرة ولفترة طويلة، وتقيم بقيمة الاستعمال أو قيمة الاستبدال<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> هوارى سويسى، دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسة من منظور خلق القيمة، مجلة الباحث، العدد 7، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2009-2010، ص 79.

يلزم أي نشاط مجموعة من الموارد ذات الكيان المادي التي يتوقع استخدامها في عملياته خلال فترة زمنية طويلة نسبياً، ويطلق عليها الأصول الثابتة، وتشمل الممتلكات العقارية، والمعدات وغيرها من الأصول المادية طويلة الأجل<sup>1</sup>.

ومنه تعرف الأصول الثابتة على أنها ممتلكات تمتلكها الشركة لفترة طويلة وتستخدم في عمليات الإنتاج أو تقديم الخدمات، وتشمل هذه الأصول المباني والمعدات وغيرها من الممتلكات التي يستخدمها العاملون في عملية إنتاج المنتج أو تقديم الخدمات.

ولعل أهم الخصائص التي تتميز بها هذه الأصول هي<sup>2</sup>:

- ✓ أنها ذات كيان مادي ملموس، الأمر الذي يدعو أحياناً إلى تسميتها بالأصول الملموسة، وهو الأمر الذي يميزها عن الأصول الغير الملموسة؛
- ✓ تتميز بطول عمرها الإنتاجي حيث تنطوي على خدمات ومنافع اقتصادية تستفيد منها في المستقبل، وهو ما يستوجب تخصص تكلفة الأصل الثابت على الفترات المستفيدة من خدماته؛
- ✓ تستمد هذه الأصول قيمتها من الخدمات التي تقدمها وليس من قيمتها البيعية المتوقعة.

### 5.3. التمويل الذاتي

يقصد بالتمويل الذاتي الأموال المتولدة من العمليات الجارية للشركة أو من مصادر عرضية دون اللجوء إلى مصادر خارجية، وهو يمكن المنشأة من تغطية الاحتياجات المالية اللازمة لسداد الديون وتنفيذ الاستثمارات وزيادة رأس المال العامل<sup>3</sup>.

يضاف إلى ذلك أن التمويل الذاتي يسير للمنظمة التوجه إلى أسواق المال، ويحقق أثراً تراكمياً متلاحقاً في شكل الاهتلاكات والأرباح المحققة من الاستثمارات الجديدة والذي قد مولها سابقاً<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> محمد سعيد عبد الهادي، الإدارة المالية: الاستثمار والتمويل-التحليل المالي والأسواق المالية الدولية، دار الحامد للنشر، 2008، ص 173.

<sup>2</sup> محمد سامي راضي، محاسبة الأصول: الأصول الثابتة بأنواعها-الاستثمارات بأنواعها-المخزون-أوراق القبض-المدينون-النقدية، دار التعلم الجامعي للطباعة والنشر، الإسكندرية، مصر 2011، ص ص 413-414.

<sup>3</sup> أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر، ص 27.

<sup>4</sup> السعيد فرحات جمعة، مرجع سبق ذكره، ص 141.

## خلاصة الفصل الأول

من خلال هذا الفصل تطرقنا إلى ماهية هيكل رأس المال والتي تطرقنا فيها إلى أهم العوامل المحددة لهذا الهيكل والمؤثرة فيه، وكذا النظريات المفسرة له، فمنها النظرية التقليدية والنظريات المعاصرة والمتمثلة في نظرية الإفلاس، الوكالة، وكذا نظرية الإشارة، فتبين لنا أن هيكل رأس المال ما هو إلا جزء من الهيكل المالي والذي يتضمن مطلوبات المؤسسة طويلة الأجل المتمثلة في القروض طويلة الأجل والأسهم الممتازة بالإضافة إلى الأرباح المحتجزة.

أما فيما يخص النمو فإنه يعتبر من أهم الاستراتيجيات التي تتبعها المؤسسة من أجل ضمان استمراريتها وبقائها من جهة وتحقيق أهدافها من جهة أخرى، حيث يمكن انتهاز عدة مناهج أهمها النمو الداخلي فهو ظاهرة اقتصادية متعددة الأبعاد، حيث توصلنا إلى أن استخدام المؤشرات والمعايير الخاصة بقياس تمويل النمو كفيلة بالكشف عن مدى فعالية وكفاءة المؤسسة في استخدامها واختيارها لطرق معينة بغية تدعيم نموها الداخلي.

الفصل الثاني: تمويل النمو الداخلي وتكلفة رأس المال

**تمهيد**

يشير تمويل النمو الداخلي إلى استخدام الموارد المالية والاقتصادية المتاحة داخل الشركة أو المؤسسة لتمويل عمليات النمو والتطوير، وزيادة قدرتها على تحقيق أرباح أعلى في المستقبل. وتعتبر تكلفة رأس المال عاملاً محورياً في اختيار المشاريع الاستثمارية، ولكل مصدر من مصادر التمويل المختلفة تكلفة خاصة به، وعلى المؤسسة تحديد تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل التي اعتمدت عليها بغية الوصول إلى تكلفة رأس المال. فيجب القيام بحساب التكلفة الاجمالية للتمويل لحساب تكلفة رأس المال لأي مؤسسة.

وعليه فقد تم تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين وهما كالتالي:

المبحث الأول: تمويل النمو

المبحث الثاني: تكلفة هيكل رأس المال

## المبحث الأول: تمويل النمو

يعد التمويل أساس تنفيذ المشاريع في المؤسسات، فهو يلعب دورا كبيرا وله مكانة خاصة بالنسبة للمبادلات القائمة، حيث كلما كانت المؤسسة تحتوي على مصادر تمويل وفيرة كلما بإمكانها تحقيق النمو بشكل أفضل.

## المطلب الأول: المصادر الداخلية

تتمثل المصادر الداخلية للنمو في مجموع الموارد المالية التي تلجأ إليها المؤسسة وتستطيع الحصول عليها دون اللجوء إلى المصادر الخارجية ومن بين أهم هذه المصادر سوف نتطرق إلى ما يلي:

## 1. الأموال الخاصة

تعرف الأموال الخاصة أو ما يعرف بأموال الملكية على أنها الأموال التي يتم الحصول عليها من مالكي المنشأة ومصادرها هي الأسهم واحتجاز الأرباح لتكوين الاحتياطات وتدوير الأرباح<sup>1</sup>. كما تعرف الأموال الخاصة على أنها حقوق المساهمين في المنشأة أو بتعبير آخر هي أموال أصحاب المشروع<sup>2</sup>.

ويمكن تعريف أموال الملكية على أنها الأموال التي يكون مصدرها الملاك، فلا يعقل أن يقوم مشروع دون أن يملكه الملاك بالمال الأولي لشراء أصوله المختلفة، وخلال حياة المشروع تقوم الإدارة باحتجاز جزء من الأرباح لإعادة استثمارها في المشروع تحت تسميات مختلفة فتزداد أموال الملكية في المشروع بما يعاد استثماره من الأرباح غير الموزعة، كذلك تزداد أموال الملكية خلال حياة المشروع بإصدار الأسهم الجديدة<sup>3</sup>. من خلال هذه التعاريف تتمثل هذه الأموال الخاصة في كل من الحصص العينية والحصص النقدية وبالتالي يمكن تعريف كليهما كما يلي<sup>4</sup>:

✓ **الحصص العينية:** قد تكون هذه الحصص العينية عقارا منقولا ماديا كآلات والبضائع والسيارات، وقد

<sup>1</sup> زياد رمضان، أساسيات في الإدارة المالية، دار صفاء للنشر، الطبعة الرابعة، عمان، الأردن، 1997، ص 117.

<sup>2</sup> المرجع نفسه، ص 148.

<sup>3</sup> سليمان أبو صباح، مرجع سبق ذكره، ص 335.

<sup>4</sup> خالد العمري، النظام القانوني لزيادة رأس مال شركة المساهمة، مجلة إيزا للبحوث والدراسات، العدد 02، المركز الجامعي المقاوم الشيخ أمود بن مختار إليزي الجزائر، مخبر تنمية اقتصاديات الأعمال الحديثة وتحسين أدائها بمنطقة الطاسيلي، ص 305.

تكون الحصة العينية منقولات غير مادية (كبراءة الاختراع أو العلامة التجارية...)، وقد يكون تقديم الحصة العينية على سبيل التملك الذي يتحقق بنقل ملكية المال المنقول أو العقار، ووضعه تحت تصرف الشركة، فتخرج بالتالي من ذمة الشريك لتنتقل إلى ذمة الشركة كشخص معنوي.

✓ **الحصص النقدية:** تتمثل في مبلغ من النقود يقدمها الشريك كمساهمة منه في تكوين رأس المال للشركة وهو الوضع الأكثر شيوعاً، ويتعين على الشريك في هذه الحالة دفع حصته النقدية التي تعهد بها في المواعيد المتفق عليها.

وتتشكل مصادر التمويل الداخلي أو مصادر الملكية من العناصر الآتية:

### 1.1.1. الأسهم الممتازة

سننظر فيها إلى ما يلي:

#### 1.1.1.1. مفهوم الأسهم الممتازة

يطلق على الأسهم الممتازة الأوراق المالية المهجنة لأنها تجمع في خصائصها بين الأسهم العادية والسندات، فهي تشبه السندات من حيث تأتي في مرتبة سابقة للأسهم العادية وإن كانت تالية للسندات عند الحصول على العائد الدوري واستيفاء حقوق حملتها عند تصفية الشركة<sup>1</sup>.

الأسهم الممتازة تعطي لحاملها بعض الميزات التي تجعلهم مفضلين على أصحاب الأسهم العادية، فالأسهم الممتازة لها حق الأولوية قبل الأسهم العادية على دخل الشركة وأصولها، ولذلك سميت بالأسهم الممتازة، وتعتبر الأسهم الممتازة خليطاً من الدين وحقوق الملكية، فهي كالديون لها معدل توزيعات أرباح ثابت، وكالأسهم العادية ليس لها فترة استحقاق<sup>2</sup>.

#### 2.1.1. خصائص الأسهم الممتازة

من أهم خصائص الأسهم الممتازة ما يلي<sup>3</sup>:

✓ في العادة، لا يوجد لحملة الأسهم الممتازة حق التصويت؛

<sup>1</sup> عاطف وليم اندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي للنشر، الإسكندرية، مصر، 2006، ص 377.

<sup>2</sup> فايز سليم حداد، الإدارة المالية، دار الحامد للنشر، الطبعة الثانية، الأردن، 2010، ص 188.

<sup>3</sup> المرجع نفسه، ص 188.

- ✓ يتم وعد حاملي الأسهم الممتازة من قبل الشركات بتوزيعات أرباح ثابتة؛
- ✓ لا يوجد للأسهم الممتازة فترة استحقاق، لكنها غالباً ما يتم استدائها؛
- ✓ تستطيع إدارة الشركة أن توقف توزيع الأرباح على الأسهم الممتازة لكن بعد وقف توزيعات الأرباح على الأسهم العادية؛
- ✓ انها أموال ملكية؛
- ✓ ليس لها موعد استحقاق؛
- ✓ تحصل على نصيبها من الأرباح.

### 3.1.1. أنواع الأسهم الممتازة

تتمثل أنواع الأسهم الممتازة فيما يلي<sup>1</sup>:

- ✓ **الأسهم المشاركة:** وهي تلك الأسهم التي تشارك الأسهم العادية في الأرباح بعد أن تحصل على نصيبها منها؛
- ✓ **الأسهم المتراكمة:** وهي تلك الأسهم التي تتراكم أرباحها سنهه بعد أخرى، وتبقى حقها في الربح عن كل سنة محفوظ، وعند توزيع الأرباح تحصل على جميع حقوقها من الأرباح؛
- ✓ **الأسهم ذات الأرباح المضمونة:** وهي تلك الأسهم التي تضمنها الحكومة، من خلال التزامها بدفع مستوى معين من الأرباح في حالة عدم تمكن الشركة من تحقيق الأرباح؛
- ✓ **الأسهم القابلة للتحويل:** وهي تلك الأسهم التي يمكن تحويلها إلى أسهم عادية.

<sup>1</sup> طارق الحاج، مبادئ التمويل، دار صفاء للنشر، عمان، الأردن، 2010، ص ص 135-137.

## 4.1.1. تكلفة الأسهم الممتازة

يجب أن نعرف أن التوزيعات النقدية التي تقول إلى حملة الأسهم الممتازة تتم من الأرباح بعد الضريبة وهي تدفع قبل دفع أي توزيعات لحملة الأسهم العادية<sup>1</sup>.

ويتم حساب كلفة الأسهم الممتازة على أساس الأرباح الممتازة مقسومة على صافي سعر الإصدار، أو السعر الذي تتحصل عليه الشركة بعد خصم تكاليف الاصدار<sup>2</sup>:

$$\text{كلفة الأسهم الممتازة} = \frac{\text{الربح الموزع للسهم الممتاز}}{\text{سعر السهم الممتاز} - \text{تكاليف الاصدار}} \times 100\%$$

## 2.1. الأسهم العادية

سنتعرض فيها إلى ما يلي:

## 1.2.1. مفهوم الأسهم العادية

هي عبارة عن حصص متساوية القيمة، تمثل رأس مال المشروع، لحامليها حقوق وعليهم واجبات<sup>3</sup>. الأسهم العادية هي عبارة عن أوراق مالية طويلة الأجل تمثل مستند ملكية، له قيمة اسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية، وكذلك قيمة تصفوية<sup>4</sup>.

وهذا النوع من الأسهم يمثل الأسهم الأكثر شيوعاً وهو يمثل جزءاً من رأس المال تخول صاحبها حق الحصول على أرباح وحق الإدارة وتصدر هذه الأسهم عن الشركات المساهمة العامة ويمكن تعريف السهم بأنه وثيقة ذات قيمة اسمية واحدة تطرح للاكتتاب العام قابلة للتداول وغير قابلة للتجزئة.

<sup>1</sup> عبد الغفار حنفي، أساسيات التحليل المالي ودراسات الجدوى، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، مصر، 2004، ص، 333.

<sup>2</sup> علي عباس، الإدارة المالية، اثناء للنشر، 2008، ص 172.

<sup>3</sup> طارق الحاج، مرجع سبق ذكره، ص 127.

<sup>4</sup> احمد بوراس، مرجع سبق ذكره، ص 48.

### 1.2.1. خصائص الأسهم العادية

تمتاز الأسهم العادية بالخصائص التالية<sup>1</sup>:

- ✓ الأسهم بشكل عام لا تمثل التزاما على الشركة وإنما تمثل ملكية للشركة بعكس السندات ولا يترتب على السهم أية التزامات إلا إذا حققت الشركة أرباحا وتقرر توزيعها على حملة الأسهم، وبالتالي فإن نصيب السهم من الأرباح المقرر توزيعها على المساهمين تمثل التزاما؛
- ✓ بما أن الأسهم لا تمثل التزاما فإنه ليس لها تاريخ استحقاق على عكس السندات وبالتالي فإنه لا يطلب من الشركة تسديده ما دامت تعمل ولكن إذا تقرر تصفية الشركة فيحق لحملة الأسهم المشاركة في متحصلات التصفية بعد تسديد الالتزامات للغير؛
- ✓ تعتبر الأسهم حقا من حقوق الملكية وتمثل ضمانا للدائنين إذ أن الدائنين يفضلون أن تكون نسبة الديون إلى حقوق الملكية متدنية، أي كلما زادت حقوق الملكية كان ذلك ضمانا للدائنين؛
- ✓ أنها أموال ملكية؛
- ✓ لا يوجد لها موعد استحقاق، بل تنتهي مع تصفية الشركة؛
- ✓ يحصل حاملها على حقوقه ومنها الربح ويتحمل جميع المخاطر التي تتعرض لها الشركة بمقدار مساهمته فيها.

### 3.2.1. أنواع الأسهم العادية

تتمثل أنواع الأسهم العادية في الأنواع التالية<sup>2</sup>:

- ✓ الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية: الأصل أن يكون للمنشأة الواحدة مجموعة واحدة من الأسهم العادية ترتبط فيها التوزيعات بالأرباح التي تحققها المنشأة ككل ولكن بعض الشركات الأمريكية أصدرت في الثمانينات أنواع أخرى من الأسهم الإنتاجية يرتبط كل نوع منها بالأرباح التي يحققها قسم معين من الأقسام

<sup>1</sup> تم الاعتماد على العديد من المراجع:

عليان الشريف وآخرون، الإدارة والتحليل المالي، دار البركة للنشر، 2007، ص ص 94-96.

طارق الحاج، مرجع سبق ذكره، 128.

<sup>2</sup> عبد الغفار حنفي، رسمية قريفاص، أسواق المال، الدار الجامعية، 2000، ص ص 247-249.

المنتجة بالشركة وعلى الرغم من المزايا التي قد يحققها هذا النوع الجديد من الأسهم إلا أنه خلق نوعاً من تضارب المصالح بين المستثمرين.

✓ الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة: والأصل أن التوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم العادية لا يعتبر من الأعباء التي تخصم قبل احتساب الضريبة.

✓ الأسهم العادية المضمونة: الأصل في السهم العادي أنه ليس لحامله الحق في الرجوع على المنشأة التي أصدرته وذلك في حالة انخفاض قيمته السوقية.

#### 4.2.1. تكلفة الأسهم العادية

بالنسبة للشركة فإن تكلفة الأسهم العادية تتمثل في الأرباح المدفوعة لهذه الأسهم وبما أن هذه الأرباح من المتوقع أن تنمو خلال السنوات لذلك يجب أن يؤخذ معدل نمو الأرباح بعين الاعتبار ويتم مقارنة الأرباح المدفوعة لهذه الأسهم مع المبالغ التي تحصل عليها الشركة عن هذه الأسهم وبالتالي<sup>1</sup>:

$$\text{تكلفة التمويل بالأسهم العادية} = \frac{\text{الربح المتوقع توزيعه لكل سهم}}{\text{مصاريف و عمولة الاصدار - سعر بيع السهم}} + \text{معدل نمو الأرباح}$$

#### 1.1. الأرباح المحتجزة

سيتم التطرق إلى ما يلي:

#### 1.3.1. مفهوم الأرباح المحتجزة

الأرباح المحجوزة تمثل مصدر تمويل داخلي وهي ناتجة عن الأرباح التي تحققها الشركة يتم توزيع جزء منها وحجز الباقي وبالتالي فهي ناتجة عن عمليات الشركة الجارية وغالباً ما توجد تشريعات وقوانين تحدد نسبة معينة من الأرباح يجب اقتطاعها لكل من الاحتياطات والأرباح المحجوزة والحكمة من ذلك هي إيجاد كمية من الأموال داخل الشركة تحتفظ بها لغايات التوسع ومواجهة الطوارئ أو توزيعها على المساهمين في حالة عدم تحقيق الشركة لأرباح كافية للتوزيعات عند اتباع سياسة الثبات في التوزيعات، وبالتالي هذه

<sup>1</sup> عليان الشريف، مرجع سبق ذكره، ص ص 102-103.

الأموال وبهذا المفهوم تمثل جزءاً من حقوق الملكية تؤدي إلى زيادة القيمة الدفترية إذا ارتفعت أي أن هناك علاقة إيجابية بين هذه الأموال والقيمة الدفترية كذلك لها تأثير إيجابي على القيمة السوقية<sup>1</sup>.

### 2.3.1. خصائص الأرباح المحتجزة

تتمثل خصائص الأرباح المحتجزة في النقاط التالية<sup>2</sup>:

✓ تكلفة الأرباح المحجوزة قليلة إذا ما قورنت بمصادر التمويل الأخرى ولكن من ناحية علمية يجب التأكد أن تكلفتها قد تكون أعلى من غيرها وهي مساوية لتكلفة الفرصة البديلة لاستثمار تلك الأموال في مجالات أخرى؛

✓ لا تحتاج إلى تقديم ضمانات للحصول عليها أو رهن أصول الشركة؛

✓ الحصول عليها لا يحتاج إلى إجراءات أو معاملات مع الأطراف الخارجية لأنها أموال داخلية.

### 1.3.1. تكلفة الأرباح المحتجزة

تمثل الأرباح المحتجزة أرباح تحققت، غير أن المنشأة قررت احتجازها بدلاً من توزيعها على حملة الأسهم، وذلك بهدف استخدامها في تمويل استثمارات مستقبلية، وبالطبع لا ينبغي احتجاز الأرباح ما لم يكن العائد المتوقع من استثمارها، يساوي على الأقل معدل العائد على الاستثمار في فرص بديلة متاحة للملاك<sup>3</sup>. ولتقدير تكلفة الأرباح المحتجزة تستخدم المعادلة التالية<sup>4</sup>:

$$\text{تكلفة الأرباح المحتجزة} = \frac{\text{(معدل الضريبة على الدخل - 1) التوزيعات المتوقعة للسهم}}{\text{القيمة السوقية للسهم}}$$

## 2. التمويل الذاتي

سنعرض فيه إلى ما يلي:

<sup>1</sup> منبر إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في مجال التمويل، منشأة المعارف، الطبعة الثانية، الاسكندرية، مصر، 1998، ص 122.

<sup>2</sup> عليان الشريف، مرجع سبق ذكره، ص ص 99-100.

<sup>3</sup> أحمد بوراس، مرجع سبق ذكره، ص 90.

<sup>4</sup> سمير محمد عبد العزيز، اقتصاديات الاستثمار، التمويل، التحليل المالي، مرجع سبق ذكره، ص 176.

## 1.2. مفهوم التمويل الذاتي

التمويل الذاتي هو الفائض النقدي المتولد من العمليات الجارية، وكذلك ثمن بيع الأصول غير المستخدمة حيث يشكلان المقدرة الذاتية للشركة على التمويل من مصادرها الداخلية<sup>1</sup>.

يقصد بالتمويل الذاتي مقدرة المؤسسة على تمويل نفسها من مصادرها الداخلية ويعتبر دليلاً على قدرة المؤسسة مالياً في حالة شح المصادر الخارجية خلال نشاطها<sup>2</sup>.

التمويل الذاتي هو عملية تسمح للمؤسسة الاقتصادية من تحويل نشاطها وخاصة استثماراتها بوسائلها الخاصة ويشترط في المؤسسة التي تلجأ إليه تتمتع باستقلال مالي وميزانية ذاتية<sup>3</sup>.

يعرف التمويل الذاتي على أنه إعادة استثمار الفائض المالي كله أو جزء منه في نشاطات المؤسسة حتى تتفادى هذه الأخيرة زيادة في رأس مالها من أصحابها أو من أطراف أخرى، وهذا لغرض التوسع في المؤسسة وما ينجر عنه مشاكل ومصاريف تتقل كاهل المؤسسة، فالتمويل الذاتي هو تحقيق الاستثمارات بفضل الموارد الداخلية للمؤسسة والتي عادة ما تكون الأرباح المحققة<sup>4</sup>.

كما يمكن تعريفه على أنه إمكانية المؤسسة على تمويل نفسها بنفسها من خلال نشاطاتها، وهذه العملية لا تتم إلا بعد الحصول على نتيجة الدورة، حيث أن هذه النتيجة يضاف إليها عنصرين هامين هما الاهتلاكات والمؤونات.

وبالتالي من التعاريف السابقة يمكن القول بأن التمويل الذاتي مصدر داخلي للمؤسسة تستخدمه دون اللجوء إلى الأطراف الخارجية الأخرى ويعتبر الضمان على وجود المؤسسة الاقتصادية والدليل على استمراريتها، كما له دور أساسي في السياسة التمويلية على المدى القصير والطويل، وبهذا وجب على المؤسسة الرفع منه بواسطة التأثير على العناصر المكونة له.

<sup>1</sup> عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية: مدخل اتخاذ القرارات، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2007، ص 417.

<sup>2</sup> مبارك لسلوس، التسيير المالي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004، ص 36.

<sup>3</sup> مصطفى رشدي شيحة، اقتصاديات النقود والمصارف والمال، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 1999، ص 186.

<sup>4</sup> ميروك باصور، الإدارة المالية ومصادر التمويل، المركز الجامعي يحي فارس، المدية، 2010/2009، ص 70.

## 2.2. خصائص التمويل الذاتي

تتمثل خصائص التمويل الذاتي في النقاط التالية<sup>1</sup>:

- ✓ يتميز اللجوء لرأس المال في السياسات التمويلية بخاصيتين أساسيتين، الأولى تتعلق بمساهمي المؤسسة والثانية ظرفية تتعلق بوضعية السوق المالية. فمع التغيرات الكبرى التي تجربها المؤسسة على حجمها أو فيما يخص توجهاتها، يعتبر رأس المال طريقة دائمة للتمويل وذلك لعدة أسباب، فزيادة أو رفع رأس المال تعني الطلب من المساهمين الالتزام أكثر (مع زيادة الخطر) وكذلك تقاسم الأرباح والعوائد مع المساهمين الجدد، كما يعتبر رأس المال طريقة مكلفة وباهظة للتمويل، خاصة مع الإجراءات الضريبية التي تعتبر أن الأرباح الموزعة ليست ضمن التكاليف المخصصة؛
- ✓ كما أن لرفع المال خاصية ظرفية، إذ على الشركات أن تتحكم في الوقت الذي سوف تقوم فيه بتلك العملية، حيث يجب ان تكون قادرة على تأجيل وتأخير أو حتى تقديم تاريخ اصدار أسهمها الجديدة، بالتالي تعمل على جذب القدر الضروري من الادخار، كما أنه على أن تنتشر المعلومات بصورة منتظمة حول نشاطاتها ونتائجها.

## 3.2. مكونات التمويل الذاتي

تتمثل مكونات التمويل الذاتي في العناصر التالية:

### 1.3.2. الاستهلاكات

يعرف الاهتلاك على أنه تلك المبالغ السنوية المخصصة لتعويض النقص التدريجي الذي يحدث بصورة فعلية أو معنوية على عناصر الاستثمارات التي تتدهور قيمتها مع مرور الزمن، نتيجة الاستعمال أو التلف أو التقادم التكنولوجي<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> أمين صالح، أثر تكلفة الأموال الخاصة على قيمة المؤسسة المدرجة في البورصة: دراسة حالة عينة من المؤسسات المدرجة في سوق ابوظبي للأوراق المالية خلال الفترة 2014-2016، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص: إدارة مالية، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد الصديق بي يحي، جيجل، 2018-2019، ص ص 252-253.

<sup>2</sup> احمد بوراس، مرجع سبق ذكره، ص 28.

كما تعرف على أنها النقص الحاصل في قيمة الاستثمارات أو الأصول الثابتة، نتيجة الاستخدام أو مرور الزمن أو الإبداع التكنولوجي<sup>1</sup>.

كما تعرف الاهتلاكات على أنها تلك الخسارة التي تلحق قيمة الاستثمارات مع مرور الزمن والتي تسمح بتجديد الأصول المستثمرة<sup>2</sup>.

### 2.3.2. المؤونات

تعرف على أنها مبالغ مالية مرصودة لمواجهة المخاطر المحتملة الحدوث والتي تؤثر على نشاط المؤسسة<sup>3</sup>.

وتعرف أيضا على أنها مكون مالي من أموال المنشأة 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<sup>4</sup>.

كما تعتبر تكلفة من التكاليف تحمل على الدورة المحاسبية ولا بد من خصمها من الربح قبل الوصول إلى الربح الصافي، وذلك لمقابلة النقص المحتمل وقوعه في قيمة أصل من الأصول أو الزيادة المحتملة في قيمة التزام من الالتزامات.

وتطبيق لمبدأ الحيطة والحذر تقوم المؤسسات بتكوين مخصصات متمثلة في قيمة كل من المخزون والمؤونات والاحطار والتكاليف، ومن بين الحالات التي تقوم المؤسسة فيهل بتكوين المؤونات والمخصصات هي حالات احتمال أو ترقب حدوث اخطار للمؤسسة مما يترتب عنها تكاليف باهضة لها<sup>5</sup>.

كما تعرف على أنها هي أموال تقتطع من الأرباح لمواجهة الخسائر أو المخاطر المحتملة الوقوع في المستقبل<sup>6</sup>.

<sup>1</sup> عبد المجيد قدي، مدخل الى السياسات الاقتصادية الكلية: دراسة تحليلية وتقييمه، ديوان المطبوعات الجزائرية، 2003، ص174.

<sup>2</sup> محمد بوتين، المحاسبة العامة للمؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1998، ص200.

<sup>3</sup> جمعة هوامه، تقنيات المحاسبة المعقدة، ديوان المطبوعات الجامعية الجزائر، 2002، ص147.

<sup>4</sup> احمد بوراس، مرجع سبق ذكره، ص 30.

<sup>5</sup> حمزة الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص 938.

<sup>6</sup> جميل احمد توفيق، أساسيات الإدارة المالية، دار النهضة العربية، بيروت، لبنان، ص 20.

## 3.3.2. الأرباح المحتجزة

تمثل الأرباح المحتجزة أحد المصادر الهامة للتمويل الذاتي التي تلجأ اليه المنشأة لتغطية احتياجاتها طويلة الاجل، وتمثل الأرباح المحتجزة الرصيد التراكمي لذلك الجزء من الأرباح السنوية الذي لم يتم توزيع على ملاك الشركة أو لم تجنيه كاحتياطات للشركة، وتستخدم الشركة الأرباح المحتجزة لتمويل عمليات النمو والتوسع في أنشطتها<sup>1</sup>.

كما تعتبر الأرباح المحتجزة مصدرا هاما لتمويل احتياجات المؤسسة طويلة الاجل، فهي أكثر الحاحا لدى المؤسسات التي تعاني من مشاكل مالية، أو التي تعاني ظروفًا متقلبة، كما أنها مناسبة للمؤسسات التي ترغب في تخفيض ديونها، وتفضل المؤسسات تمويل احتياجاتها طويلة الأجل باستخدام الأرباح المحتجزة وذلك لتجنب زيادة حقوق التصويت والمشاركة في السيطرة في حالة اصدار أسهم أو لتجنب الأعباء الثابتة التي تترتب على بيع الأوراق المالية<sup>2</sup>.

تعتبر المصدر الوحيد للتمويل الداخلي بالملكية بالنسبة للمنشآت الاقتصادية وخاصة الصغيرة منها والمتوسطة، والتي لا تتمكن من اللجوء للأسواق المالية من أجل التمويل بواسطة طرح الأسهم والسندات، حيث تتمثل الأرباح المحتجزة في النتيجة الصافية التي تحققها المنشأة من عملياتها الجارية والاستثمارية والتي لم تقم بتوزيعها، فتحتفظ بها سواء كاحتياطات تبقى تحت تصرفها أو في صورة نتائج رهن التخصيص، بهدف تلبية احتياجات النمو والتوسع ومواجهة الطوارئ<sup>3</sup>.

تمثل مصدرا هاما من مصادر التمويل للمؤسسة، وهي الأرباح التي حققتها المؤسسة ولم توزع لحملة الأسهم العادية وبالتالي تعتبر من مصادر التمويل الداخلية<sup>4</sup>.

مما سبق يمكن القول بأن تحقيق الأرباح أحد الأهداف الأساسية للمؤسسة وهذا الربح تقوم بتجزئته، فمنه ما يذهب للمساهمين ومنه ما تحتفظ به وهذا ما يسمى بالأرباح المحتجزة.

<sup>1</sup> عاطف وإليم اندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، 2006، مرجع سبق ذكره، ص 278.

<sup>2</sup> محمد صالح الحناوي وآخرون، الإدارة المالية: التحليل المالي للمشروعات الجديدة، مرجع سبق ذكره، ص 303.

<sup>3</sup> احمد بوراس، مرجع سبق ذكره، ص 31.

<sup>4</sup> عبد الوهاب يوسف احمد، التمويل وإدارة المؤسسات المالية، دار الحامد للنشر، الأردن، 2008، ص 87.

## 4.3.2. الاحتياطات

تعرف الاحتياطات بأنها أموال مجموعة من طرف المؤسسة وتعتبر جزء من الأرباح المحققة الغير موزعة، بذلك فهي عبارة عن أرباح صافية قابلة للتوزيع ولكن المؤسسة احتجزتها في شكل احتياطي خاص، فهي إذا تعتبر حقا من حقوق أصحاب المشروع فهي أموال يتم تجنيدها من الأرباح المحققة لدعم المركز المالي للمؤسسة أو لمواجهة الخسائر المحتملة الوقوع<sup>1</sup>.

في تعريف آخر تعرف الاحتياطات على أنها مبالغ يتم تجنيبها من الأرباح المحققة لتدعيم المركز المالي للمنشأة أو لمواجهة خسائر محتملة الوقوع. ويتوقف تكوين الاحتياطات على نتيجة أعمال المنشأة وتحقيقها لأرباح ذلك أن الاحتياطي يشكل جزء من الأرباح القابلة للتوزيع<sup>2</sup>.

## 4.2. مفهوم القدرة على التمويل الذاتي CAF

هي المورد الداخلي الناتج عن العمليات المسجلة في الايصالات والمنتجات خلال فترة معينة، ففي نهاية العملية إذا تمت تسوية جميع المعاملات المعلقة سيكون لدى الشركة سيولة أكبر، ويتم حساب تكلفة التمويل الذاتي كالآتي<sup>3</sup>:

القدرة على التمويل الذاتي CAF = النتيجة الصافية للمؤسسة + مخصصات الاهتلاك

## ✓ حساب القدرة على التمويل الذاتي بالطريقة التوضيحية:

تم تصنيف هذه الطريقة على أنها توضيحية لأن كل عنصر من العناصر الظاهر في التعريف الوارد من الناحية النظرية يعتبر مولد للنقد، ومنه:

<sup>1</sup> جمعة هوامة، مرجع سبق ذكره، ص 150.

<sup>2</sup> عاطف وليم اندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، 2008، مرجع سبق ذكره، ص 370.

<sup>3</sup> Chiha.K, OP.cit.P92,93.

=CAF	الدخل التشغيلي القابل للصرف
+	الدخل القابل للصرف باستثناء الدخل من الأصول
-	المصاريف الصادرة
-	المصاريف الأخرى

=CAF	فائض التشغيل الإجمالي
+	الدخل التشغيلي الاخر
+	تحويل المصاريف
+	المنتجات المالية القابلة للصرف
+	دخل صرف استثنائي
-	مصاريف تشغيلية أخرى
-	المصاريف المالية القابلة للرد
-	الرسوم الاستثنائية القابلة للصرف
-	مشاركة الموظفين في الأرباح
-	ضريبة الدخل

حساب القدرة على التمويل الذاتي بطريقة التحقق:

=CAF	نتيجة النشاط
	المصاريف الغير نقدية
	الدخل الذي لا يؤدي الى تحصيل
+	إيرادات الدخل من بيع الأصول
-	
-	

نتيجة النشاط	=CAF
- استرداد مخصصات الاستهلاك	
- عائدات بيع الأصول	
+ مخصصات الاستهلاك والاهلاك	
+ القيم الدفترية للأصول المباعة	

### المطلب الثاني: المصادر الخارجية

تتمثل مصادر النمو الخارجية في جميع الموارد التي تلجأ بواسطتها المؤسسة إلى أطراف خارجية وهي:

#### 1. القروض

يتم التمويل بالقروض عن طريق القروض الممنوحة من طرف البنوك أو إصدار السندات وسوف نتطرق

اليهما فيما يلي:

#### 1.1. القروض الممنوحة من طرف البنوك

سنتطرق إلى ما يلي:

#### 1.1.1. مفهوم القروض

تعرف القروض على أنها فعل من أفعال الثقة بين الافراد، ويتجسد ذلك من خلال قيام الشخص الدائن والذي عادة ما يكون البنك في حالة القروض البنكية، بمنح الأموال بضائع أو آلات... لشخص آخر وهو المدين وهذا المنح يكون مقابل حصول البنك على فائدة، وتتم هذه العملية على أساس الثقة ولفترة محدودة من الزمن<sup>1</sup>.

كما تعرف القروض بأنها تلك الخدمات المقدمة للعملاء والتي يتم بمقتضاها تزويد الافراد والمؤسسات والمنشآت في المجتمع بالأموال اللازمة على أن يتعهد المدين بسداد تلك الأموال والفائدة.

<sup>1</sup> الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2002، ص 55.

كما يمكن تعريف القرض على أنه عملية تمارس على المال من طرف الجهة التي يسمح لها القانون بذلك، وتثبت هذه العملية من خلال وثائق معينة تبين فيها طبيعة القرض مدته، وضماناته مع التزام الطرفين (البنك الدائن والعميل المدين) بالوفاء عند حلول الآجال المحددة<sup>1</sup>.

### 2.1.1. أهمية القروض البنكية

تتمثل أهمية القروض فيما يلي<sup>2</sup>:

- ✓ تعتبر القروض المورد الأساسي الذي تعتمد عليه البنوك من الحصول على إيراداتها، إذ تمثل الجانب الأكبر من استخداماته، فلذلك تولي البنوك هذه القروض عناية خاصة؛
- ✓ كما أن ارتفاع نسبة القروض تشير إلى ارتفاع أهمية الفوائد والعمولات وما في حكمها كمصدر للإيرادات والتي تمكن من دفع الفائدة المستحقة للمودعين في تلك البنوك، وتدبير وتنظيم فور ملائم من الأرباح مع إمكانية احتفاظ البنك بقدر من السيولة لمواجهة احتياجات السحب من العملاء؛
- ✓ وتعد القروض الممنوحة من البنوك من العوامل الهامة لخلق عملية الائتمان والتي تنشأ عنها زيادة الودائع والنقد المتداول (كمية وسائل الدفع)، كما تلعب القروض دورا هاما في تمويل حاجة الصناعة والزراعة والتجارة والخدمات، فالأموال المقترضة تمكن المنتج من شراء المواد الأولية، ورفع اجور العمال اللازمين لعملية الإنتاج وتمويل المبيعات الآجلة والحصول أحيانا على سلع الإنتاج ذاتها؛
- ✓ ومن جهة أخرى يمكن النظر على أن القروض تمثل النشاط الذي يستطيع البنك من خلاله ضمان الاستمرارية والنمو وتحقيق مجموعة الأهداف التي يسعى إليها، كونه النشاط الذي يضمن الجزء الأكبر من عوائد البنك؛

✓ كما أن منح القروض من طرف البنوك يمكنها من الاسهام في النشاط الاقتصادي وتقدمه ورخاء المجتمع

<sup>1</sup> محمد صالح الحناوي، عبد الفتاح عبد السلام، المؤسسات المالية: البورصة والبنوك التجارية، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، مصر، 1998، ص 280.

<sup>2</sup> تم الاعتماد على العديد من المراجع:

عبد الحميد عبد المطلب، البنوك الشاملة: عملياتها وإدارتها، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، ص 103-105.  
حمزة محمود الزبيدي، إدارة الائتمان المصرفي والتحليل الائتماني، دار الوراق للنشر، 2002، ص 26.

الذي تخدمه، حي تعمل القروض على خلق فرص العمالة وزيادة القدرة الشرائية التي بدورها تساعد على التوسع في استغلال الموارد الاقتصادية وتحسين مستوى المعيشة.

### 3.1.1. أنواع القروض البنكية

تختلف القروض حسب آجالها، وتبعاً للمقترضين والأغراض التي تستخدم فيها، والضمانات المقدمة فنجد منها حسب معيار الآجال ما يلي:

✓ **قروض متوسطة الأجل:** يمتد أجلها الى خمس سنوات بغرض تمويل بعض العمليات الرأسمالية

للمشروع؛ مثل شراء آلات جديدة للتوسع بوحدة جديدة، أو إجراء تعديلات تطور من الإنتاج<sup>1</sup>.

كما تمثل القروض متوسطة الأجل نوعاً من القروض التي تلتزم المنشأة عند الحصول عليها بسداد كل من أصل القروض والفائدة المستحقة في تاريخ معين، وتخضع عملية الإقراض في هذه الحالة لشروط الاتفاق ما بين المنشأة وما بين المقرض، وذلك فيما يتعلق بمعدل الفائدة وتاريخ الاستحقاق وأسلوب السداد<sup>2</sup>.

✓ **قروض طويلة الأجل:** تزيد مدتها عن خمس سنوات تستعمل عادة لتمويل مشروعات الإسكان

واستصلاح الأراضي وبناء المصانع وغيرها...

هي عقد يتم بين المؤسسات التي تتوفر على الأموال، والتي تعتبر مانحة للقرض، حيث تضمن انتقال الأموال من المقرض إلى المقترض، ويتعهد من خلاله المقترض بدفع الفوائد والمبالغ المقرضة عند تاريخ الاستحقاق<sup>3</sup>.

## 2. السندات

سنعرض فيما يخص السندات إلى العناصر التالية:

<sup>1</sup> عبد الحليم عبد المطلب، مرجع سبق ذكره، ص 113.

<sup>2</sup> محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، أساسيات ومبادئ الإدارة المالية، المكتب الجامعي الحديث، 2007، ص 240.

<sup>3</sup> عبد الكريم بوحادرة، أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة: دور سياسة توزيع الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2012، ص 14.

## 1.2. مفهوم السندات

تمثل السندات صكوكا قابلة للتداول يعتبر حاملها دائنا في مواجهة المنشأة المصدرة، وله الحق في الحصول على دخل ثابت يدفع سنويا أو كل نصف سنة دون النظر للدخل الذي تحققه الشركة أو المنشأة، وذلك إلى جانب إعادة سداد أصل السندات<sup>1</sup>.

كما تعرف السندات على أنها بمثابة عقد أو اتفاق بين الجهة المصدرة والمستثمر، ويقتضي هذا الاتفاق بأن يقرض المستثمر الجهة المصدرة مبلغا لمدة محدودة وسعر فائدة معين، والسند يختلف عن القرض بأنه قابل للتداول حيث يمكن بيعه وهو بذلك يحتفظ بسيولة عالية لحامله<sup>2</sup>.

## 1.2. أنواع السندات:

توجد العديد من أنواع السندات نذكر أهمها فيما يلي<sup>3</sup>:

- ✓ **السندات القابلة للتحويل إلى أسهم:** تعطي السندات القابلة للتحويل إلى أسهم لحاملها الحق في مبادلتها بعدد محدد من الأسهم العادية في أي وقت، وفي هذه الميزة تصدر هذه السندات بأسعار فائدة بأقل من السندات العادية، ويتم التحويل على أساس ما يسمى بمعدل التحويل وسعر التحويل؛
- ✓ **السندات المضمونة:** تتيح السندات المضمونة حماية لعائد السند من مخاطر عدم السداد، حيث تقوم الشركة المصدرة للسند برهن بعض أصولها ضمانا للوفاء بالدين؛
- السندات الغير مضمونة:** هذا النوع من السندات غير مضمون بأصل ثابت معين، وإذا لم تتمكن الشركة المصدرة من سداد قيمة القرض؛
- ✓ **سندات اسمية وسندات لحاملها:** فالأولى يسجل اسم صاحبها عليها وتفيد في السجلات المحاسبية ويتم التنازل عليها كتابا عند بيعها، على عكس الثانية التي يمثل وجودها عند حاملها سندا لامتلاكها؛

<sup>1</sup> عاطف وليم اندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، 2006، مرجع سبق ذكره، ص 370.

<sup>2</sup> محمد سعيد عبد الهادي، مرجع سبق ذكره، ص 224.

<sup>3</sup> تم الاعتماد على العديد من المراجع:

محمد سعيد عبد الهادي، مرجع سبق ذكره، ص 225.

هوارى معراج، حاج سعيد عمر، التمويل التأجيري: المفاهيم والأسس، كنوز المعرفة للنشر، 2013، ص ص 35-36.

عاطف وليم اندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، 2006، مرجع سبق ذكره، ص 373.

- ✓ **سندات تقليدية:** والتي يكون فيها معدل الفائدة ثابتا طيلة القرض؛
- ✓ **سندات قابلة للتبديل بسندات:** ويكون التبديل بطلب من الحامل للسند أو من المصدر، فتستبدل السندات ذات المعدل الثابت للفائدة بالمتغير.

### 3.2. تكلفة السندات:

يترتب عن إصدار السندات تكلفة تتحملها الشركة المصدرة لها وتتضمن تكاليف الاستشارة، ورسوم الإصدار، وأجور مدير الاتصال وتكاليف أخرى متفرقة، بالإضافة إلى التكاليف الثابتة المتمثلة بالفوائد، وعليه يمكن حساب هذه التكاليف كما يلي<sup>1</sup>:

تكاليف التمويل عن طريق السندات = عائد السند حتى موعد استحقاقه (1 - الضريبة)

ويحسب عائد السند بالطريقة الآتية:

$$س ف = \frac{ق ص - ق س + ع}{ن} \times 100\%$$

$$\frac{ق س + ق ص}{2}$$

حيث أن:

ق س = القيمة الاسمية للسند؛

ع = سعر الفائدة التي يحملها السند؛

ق ص = قيمة السند الصافية (ثمن البيع - عمولة البيع)؛

ن = المدة بالسنوات (عمر السند).

### 3. القرض الأيجاري

سيتم التطرق إلى ما يلي:

<sup>1</sup> علي عباس، مرجع سبق ذكره، ص 175.

### 1.3. مفهوم القرض الايجاري

لقد تعددت تعريف القرض الايجاري نذكر منها مختلف التعاريف التالية:

يعرف على أنه عبارة عن نوع من التأجير يمثل مصدر تمويلي للمنشأة، يعوضها عن الاقتراض لامتلاك الأصل، كما أنه نظام يقوم فيه المؤجر (الممول) بتمويل شراء أصل رأسمالي، بطلب من مستأجر (المستثمر)، بهدف استثماره عن مدة لا تقل عن 75% من عمره الافتراضي، مقابل الدفعات الدورية مع احتفاظ المؤجر لملكية الأصل وحتى نهاية العقد وامتلاك المستأجر لخيار شراء الأصل عند نهاية مدة التأجير. كما يمكن تعريفه على أنه أحد الخدمات التمويلية الحديثة، التي تشبه إلى حد كبير عقد الايجار العادي، إذ يتضمن قيام البنك أو الشركة الممولة بتمويل شراء الأصل وتأجيره للغير مقابل دفعات محددة، وفقا لشروط معينة، إضافة إلى إعطاء المستأجر حق تملك الأصل الايجاري<sup>1</sup>.

في تعريف آخر التأجير التمويلي هو أسلوب من أساليب التمويل يقوم بمقتضاه الممول بشراء أصل مالي يتم تحديده ووضع مواصفاته، بمعرفة المستأجر الذي يتسلم الأصل من المورد على أن يقوم بأداء قيمة إيجاريه محددة للمؤجر كل فترة زمنية مقابل استخدام وتشغيل هذا الأصل<sup>2</sup>.

ويمكن القول بأن التمويل التأجيري أسلوب تمويل عصري يمكن من خلاله تملك أصول رأسمالية، أو الانتفاع بها لفترات زمنية متوسطة أو طويلة الأجل، مقابل دفعات زمنية محددة مسبقا<sup>3</sup>.

إضافة إلى ذلك يعتبر عادة ايجار ذو مردود إذ يدخل في حساب أجرة تغطية ما يتكبده المؤجر من نفقات مقابل شراء المعدات المؤجرة، وأي نفقات أخرى<sup>4</sup>.

### 2.3. خصائص ومزايا القرض الايجاري

من التعاريف السابقة يتبين لنا أن القرض الايجاري أو ما يعرف بالتأجير التمويلي يتميز بالعديد من الخصائص والمزايا والتي تميزه عن غيره من القروض ونذكر أهم هذه الخصائص والمزايا في النقاط التالية<sup>5</sup>:

<sup>1</sup> عبير الصفدي الطوال، التأجير التمويلي: مستقبل صناعة التمويل، دار المناهج للنشر، ص 14-15.

<sup>2</sup> سمير محمد عبد العزيز، التأجير التمويلي ومدخله المالية-المحاسبية-الاقتصادية-التشريعية-التطبيقية، مكتبة ومطبعة الاشعاع الفنية، الإسكندرية، مصر، 2001، ص 70.

<sup>3</sup> محمد أحمد الشافعي، التأجير التمويلي، دار أمجد للنشر، 2015، ص 68.

<sup>4</sup> طه محمد أبو العلا، الايجار التمويلي الحقيقي للمعدات الإنتاجية، المعارف للنشر، 2005، ص 12.

<sup>5</sup> تم الاعتماد على العديد من المراجع:

- ✓ يقدم نسبة تمويل عالية للمستأجر قد تصل الى 100% من قيمة الأصل المراد استئجاره، وبهذا يكون قد ساهم وبشكل كبير في تخفيف الأعباء المالية على المستأجر كونه لن يتكلف عناء توفير مبالغ مالية كدفعة مقدمة من قيمة الأصل المطلوب؛
- ✓ عوائد التأجير مناسبة ومنافسة مع أساليب الاقتراض والتمويل الأخرى، حيث يبقى المستأجر حائزاً للأصل ومنتفعاً به طول مدة العقد، دون الحاجة لشراؤه مع إمكانية امتلاكه إن رغب بذلك؛
- ✓ بالنسبة للمؤجر فيوفر ضمان جيد بما أن الأصول المؤجرة تبقى ملكاً للمؤجر طيلة مدة العقد، فإن هذا الأمر يدر عائداً مناسباً لأموال المؤجر المستثمرة، خاصة وأن النشاط الرئيسي هو التأجير التمويلي؛
- ✓ يمكن المنشآت أو المؤسسات من حيافة الأصول الرأسمالية اللازمة لنشاطها دون حاجة إلى تجميد جزء كبير من أموالها إذا قامت بشرائها مما يتيح لها سيولة أكبر تستخدمها في أوجه أخرى؛
- ✓ تخضع الشركات الموردة للمعدات والأصول الرأسمالية في سبيل الحصول على احتياجاتها المالية شأنها شأن سائر المشروعات الأخرى لقيود الائتمان الداخلي، وبالتالي فإن لجوئها إلى التأجير التمويلي كأداة بديلة لتمويل مبيعاتها يجنبها الخضوع لهذه القيود الائتمانية؛
- ✓ إمكانية إحالة حقوق المؤجر بموجب عقد التأجير إلى مؤجر آخر مالم ينص العقد على غير ذلك.

### 3.3. قسط القرض الايجاري

يتم حساب دفعة التأجير التمويلي (قسط الايجار) Lease payment من خلال المعادلة التالية<sup>1</sup>:

$$CI + \sum_{t=1}^n \frac{M(1-T)}{(1+R)^t} = \sum_{t=0}^{n-1} \frac{Lt(1-T)}{(1+R)^t} + \sum_{t=1}^n \frac{(TD)}{(1+R)^t} + \frac{SV}{(1+R)^n}$$

حيث أن:

CI : تكلفة الاستثمار الرأسمالي في المعدات؛

عبير الصفدي الطوال، مرجع سبق ذكره، ص ص 43-40.

سمير محمد عبد العزيز، مرجع سبق ذكره، ص ص 8-10.

محمد أحمد الشافعي، مرجع سبق ذكره، ص 103.

<sup>1</sup> هوارى معراج، مرجع سبق ذكره، ص ص 110-111.

SV : المتبقية(الخردة) للمعدات؛

MT : تكلفة الصيانة الدورية؛

R : صافي العائد المطلوب على الاستثمار من قبل المؤجر؛

LT : دفعة التأجير الدورية؛

n : الحياة الاقتصادية المتوقعة للمعدات؛

D : الإهلاك السنوي للمعدات؛

T : معدل ضريبة الدخل على أرباح شركة التأجير التمويلي.

### المبحث الثاني: تكلفة هيكل رأس المال

إن معرفة تكلفة هيكل رأس المال تعد عنصرا هاما وضروريا من أجل الحصول على التمويل، ومن تم القيام بإجراء المقارنة بين البدائل التمويلية المتاحة أمام المؤسسة بهدف الوصول إلى اتخاذ قرارات سليمة وملائمة.

### المطلب الأول: ماهية تكلفة هيكل رأس المال

أولا علينا التمييز بين تكلفة التمويل وتكلفة رأس المال، فتكلفة التمويل تمثل تكلفة لكل مصدر من مصادر الهيكل المالي، بينما تمثل تكلفة رأس المال تكلفة هيكل رأس المال ككل، أي ذلك الجزء من الهيكل المالي الذي يتضمن التمويل طويل الاجل<sup>1</sup>.

#### 1. مفهوم تكلفة رأس المال

يمكن تعريف تكلفة رأس المال كالتالي:

❖ **التعريف الأول:** تكلفة الأموال عبارة عن الحد الأدنى من العائد الذي ينبغي تحقيقه من الاستثمار

كشرط أساسي لقبوله، وتعتبر هذه التكلفة جوهر أي مناقشات أو دراسات حول قرارات الاستثمار<sup>2</sup>.

❖ **التعريف الثاني:** يمكن تعريف تكلفة رأس المال بأنها مقدار ما تدفعه المؤسسة من أجل الحصول على

<sup>1</sup> محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية الحديثة، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2013، ص 341.

<sup>2</sup> عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرارات، مرجع سبق ذكره، ص 325.

الأموال من مصادرها المختلفة، ويمكن النظر إلى تكلفة رأس المال على أنها الحد الأدنى من العائد الذي يطلبه المستثمرون الذين يقومون باستثمار أموالهم في الأوراق المالية التي تصدرها المؤسسة<sup>1</sup>.

❖ **التعريف الثالث:** هو متوسط معدل المردودية الأدنى الذي يلتزم به المستثمرون عند الحصول على التمويل المطلوب لتحقيق مشاريعهم الاستثمارية<sup>2</sup>.

من خلال ما سبق، يمكن تحديد مفهوم تكلفة رأس المال باختصار بأنها معدل العائد الأدنى الذي يجب أن يتحقق في مشاريع المؤسسة والعائد الأدنى الذي يطلبه المستثمرون.  
➤ يتم حساب تكلفة رأس المال من خلال تطبيق المعادلة التالية<sup>3</sup>:

$$CMPC = K_e W_e + K_d(1-T) W_d$$

حيث:

- ✓  $K_e$ : تكلفة رأس المال المرجحة؛
- ✓  $K_d(1-T)$ : تكلفة الديون الصافية من الضرائب؛
- ✓  $T$ : معدل الضريبة على أرباح الشركات؛
- ✓  $W_e, W_d$ : هي الأوزان النسبية للأموال الخاصة والديون على التالي في هيكل رأس المال.

### المطلب الثاني: أهمية تكلفة هيكل رأس المال

تكمّن أهمية تكلفة رأس المال فيما يلي<sup>4</sup>:

- ✓ إن حساب كلفة الأموال لكل عنصر من عناصر التمويل سوف تمكن الإدارة المالية من اختيار أنسب تلك المصادر من ناحية الكلفة حيث يقتضي المنطق المالي وعند تساوي الشروط الأخرى المرتبطة بكل مصدر والمصاحبة له، أن يختار المصدر الذي يحمل الشركة أقل كلفة ممكنة؛
- ✓ تستخدم كلفة الأموال كمعيار للمفاضلة بين المقترحات الاستثمارية الممكن أن تستخدم فيها الأموال فإذا

<sup>1</sup> سعد عبد الحميد مطاوع، الإدارة المالية مدخل حديث، 2001، ص 469.

<sup>2</sup> دريد كامل آل شيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، دار المسرة للنشر، الأردن، 2013، ص 313.

<sup>3</sup> علي عباس، مرجع سبق ذكره، ص ص 163-164.

<sup>4</sup> تم الاعتماد على العديد من المراجع:

محمد علي ابراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص ص 280-281.

حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص 495.

كانت لدينا عدة مقترحات استثمارية ولنفرض أنها (أ، ب)، الأول يمكن تمويله عن طريق قرض مصرفي كلفته 6% ومن المحتمل أن يدر عائدا سنويا مقداره 10% والثاني يمكن تمويله عن طريق طرح سندات الاكتتاب العام تصل كلفتها السنوية 5% في حين أنها تدر عائدا متوقعا قدره 6%، فمن الأفضل هنا تنفيذ المقترح الأول لأنه يعطي نتيجة أفضل؛

✓ إن معرفة تكلفة رأس المال وكيفية تأثرها بالرافعة المالية يعتبر أمرا مفيدا في اتخاذ قرارات تتعلق بهيكل رأس المال، حيث يتم اختيار الهيكل الذي عنده تكون التكلفة في حدها الأدنى ونكون قيمة المؤسسة عند حدها الأقصى؛

✓ استخدام تكلفة رأس المال كمعدل لخصم التدفقات النقدية عن طريق حساب صافي القيمة الحالية أو مؤشر الربحية وفترة الاسترداد.

### المطلب الثالث: العوامل المؤثرة في تكلفة رأس المال

تتأثر تكلفة رأس المال بعدة عوامل، من بينها عوامل عامة وأخرى عوامل متعلقة بكل عنصر من عناصر الهيكل المالي، وكذا قرار المؤسسة بشأن الهيكل المالي، وفيما يلي استعراض لهذه العوامل:

#### 1. تأثير العوامل العامة

إن هدف أي مستثمر من وضع أمواله هو حصوله في المؤسسة على عائد مقابل استثماراته ويمكن تصنيف هذه العوائد كما يلي<sup>1</sup>:

✓ عائد مقابل عنصر الزمن لتعويض المستثمر عن حرمانه من استغلال أمواله في منافع حالية، نتيجة لتوجيه تلك الأموال نحو الاستثمار، وتقدر قيمة هذا التعويض بالعائد الذي يمكن للمستثمر أن يحصل عليه ولو استثمر أمواله في مجالات لا تتعرض لأي نوع من المخاطر، كالاستثمار في السندات الحكومية التي لا تزيد فترة استحقاقها عن السنة، وهو ما يطلق عليه معدل العائد من الخطر، ويتوقف هذا العائد على الحالة الاقتصادية، فكل ما زاد الطلب على الأموال زاد معدل العائد على الاستثمار الخالي من الخطر والعكس صحيح؛

✓ عائد كتعويض عن المخاطر التي يتعرض لها العائد من الاستثمار ذاته، ويطلق عليه بدل المخاطر، تتعلق بالمخاطر المرتبطة بالمؤسسة ذاتها.

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 72.

## 2. تأثير العناصر الخاصة بكل عنصر

ترتبط بتحديد مصادر التمويل طويلة الأجل التي تلبى الاحتياجات الاستثمارية، نظرا للخصائص المميزة لكل مصدر فإن درجة المخاطر التي يتعرض لها تكون مختلفة ومتفاوتة، فالمقرضون هم أكثر عرضة للمخاطر من حملة الأسهم، إذ لهم الحق في الحصول على العوائد بغض النظر عن تحقيق المؤسسة للربح أو الخسارة، كما لهم الأولوية في الحصول على مستحقاتها في حالة التصفية أو الإفلاس إما، حملة الأسهم العادية فيتحملون الجزء الأكبر من المخاطر التي تتعرض لها المؤسسة (العائد الذي سيتحصل عليه المستثمرون) يتوقف على المخاطر التي تتعرض لها مصادر التمويل، فمن المتوقع أن يكون الاقتراض أقل مصادر التمويل تكلفة والأسهم العادية أكثر تكلفة<sup>1</sup>.

## 3. قرار المؤسسة بشأن الهيكل المالي

عادة ما تضع المؤسسة سياسة محددة بشأن الخليط الذي يتكون منه هيكل رأس المال ونسبية كل عنصر فيه حيث تقرر المؤسسة مثلا الاعتماد على القروض والحقوق في تمويل استثماراتها، وبهذا تستبعد الأسهم الممتازة كما قد تقرر ذلك نسبة مستهلكة من كل عنصر داخل الخليط الذي قررت الاعتماد عليه في تمويلها وطالما أن تكلفة كل عنصر تختلف نتيجة الاختلاف في درجة المخاطر الذي يتعرض لها عائد ذلك العنصر، فمن المتوقع أن تختلف تكلفة الأموال وفقا لقرار المؤسسة الذي يحدد العناصر الذي يتكون منها الهيكل المالي ونسبة كل عنصر فيه<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> محمد صالح الحناوي وآخرون، الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرارات، مرجع سبق ذكره، ص392.

<sup>2</sup> أحمد بوراس، مرجع سبق ذكره، ص198.

## خلاصة الفصل الثاني:

هناك العديد من مصادر التمويل الا أن اهتمامنا نصب على مصادر تمويل النمو الداخلي فمن خلال هذا الفصل تطرقنا إلى أهم النقاط المتعلقة بهذه المصادر والتي تنقسم إلى مصادر داخلية وأخرى خارجية، فتوصلنا إلى أنه يمكن اعتبار مصادر التمويل الداخلية هي قدرة المؤسسة وإمكانيتها على تمويل نفسها بنفسها، أما المصادر الخارجية فتتميز بكونها تسمح للمؤسسة بتمويل مشاريع النمو التي لا تستطيع المؤسسة تمويلها بنفسها أو بمصادر داخلية.

تعبّر تكلفة رأس المال عن معدل تكلفة كل مصادر التمويل المستخدمة في المؤسسة، حيث تسعى المؤسسة إلى امتلاك وسائل التمويل المناسبة واللازمة لتحقيق نشاطاتها وتغطية احتياجاتها.

ومنه فإن تكلفة رأس المال من المواضيع الأساسية في مجال الإدارة المالية في المؤسسة، والتي يجب على المؤسسة تحديدها بدقة أخذاً بعين الاعتبار كل العوامل المؤثرة على هذه التكلفة وصولاً إلى قيمتها وكيفية حسابها والتحكم فيها.

الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لمطاحن عمر بن عمر قالمة  
للفترة الممتدة ما بين 2009-2020

## تمهيد

بعد التطرق في الفصلين السابقين إلى تمويل النمو الداخلي وتكلفة هيكل رأس المال، سنحاول في هذا الفصل التطبيقي اسقاط ما تم تناوله على مؤسسة اقتصادية.

وبهذا سنحاول في هذا الفصل تبين أثر تكلفة هيكل رأس المال على النمو الداخلي لمؤسسة مطاحن عمر بن عمر، وذلك من خلال قياس كل من مؤشر النمو الداخلي الديون والأموال الخاصة ومن ثم تكلفة رأس المال، وذلك بهدف التوصل إلى أثر تكلفة رأس المال على النمو الداخلي للمؤسسة، من خلال الفترة الممتدة من 2009 إلى غاية 2020 بالاعتماد على الوثائق الداخلية للمؤسسة.

ولأجل هذه الدراسة قمنا بتقسيم هذا الفصل إلى مبحثين:

- ✓ المبحث الأول تناولنا فيه منهجية الدراسة ومتغيراتها بالإضافة إلى تقدير نموذج الدراسة،
- ✓ المبحث الثاني تطرقنا فيه إلى مناقشة نتائج الدراسة وتقديرها وتحديد العلاقة بين متغيراتها وذلك بالاعتماد على برنامج Eviews.12.

## المبحث الأول: منهجية الدراسة

نظرا لمحدودية الامكانيات وطبيعة الموضوع ولتقييم التكوين داخل المؤسسة الانتاجية تطلب منا البحث حصر مجال الدراسة في المجال الجغرافي الذي يخص مؤسسة مطاحن عمر بن عمر - الفجوج - قادمة، في الفترة الممتدة من 2009 إلى غاية 2020.

### المطلب الأول: الحدود المكانية والزمانية للدراسة

سنتطرق في هذا المطلب كل من الحدود المكانية والزمانية المتعلقة بدراستنا.

#### 1. الحدود المكانية

##### 1.1. نبذة تاريخية عن مؤسسة عمر بن عمر

هي فرع من فروع المجمع الصناعي عمر بن عمر، الذي تأسس من قبل الأب الراحل عمر بن عمر والذي استطاع أن يفرض نفسه كرائد في السوق الوطنية للأغذية الصناعية والأعمال التجارية الأسرية وهذا منذ تأسيس الشركة الأم سنة 1984 (مصبرات الطماطم CAB). فالمجمع اليوم يحتل مكانة مرموقة في السوق الجزائرية وحتى العالمية نظرا للإمكانيات العالية الجودة المعتمدة في الإنتاج. ثم بعد وفاة الأب عمر بن عمر انتقلت إدارة المجمع إلى أبنائه الأربعة حيث واصلوا مشوار والدهم في ترقية جودة ونوعية مختلف منتوجات المجمع.

بعد أن تم إنشاء مصنع عمر بن عمر للمصبرات ببلدية بوعاتي محمود أتت فكرة إنشاء الشركة العائلية ذات المسؤولية المحدودة مطاحن عمر بن عمر سنة 1994 حيث بدأت الدراسات والبحوث بالطرق القانونية وذلك بتكوين ملف الاستثمار للحصول على قرض بنكي ناهيك عن تكوين ملفات لهيأت إدارية أخرى كالغرفة الجهوية للتجارة ومصالح الولاية خاصة الشق المتعلق بمخطط التنمية المحلية.

انطلق إنتاج المطاحن في البداية بمرود 300 طن يوميا إلى أن وصل سنة 2004 إلى 700 طن يوميا أي زيادة الطاقة الإنتاجية ب 400 طن يوميا. وفي سنة 2009 تم إنشاء وحدة إنتاج العجائن الغذائية والكسكس والتي تحصلت على شهادة الجودة العالمية (ISO 9001) وشهادة سلامة المنتوجات الغذائية (ISO 22000) سنة 2012 وهذا راجع إلى نظام تسيير الجودة الذي سهرت على تطبيقه المؤسسة منذ نشأتها إلى أن تم تزويد هذه الوحدة بخطي إنتاج العجائن الخاصة ذو الصيت العالمي سنة 2014.

أما المشروع الجاري إنجازه منذ 01 جويلية 2015 هو توسيع الوحدة بثلاث خطوط انتاج جديدة نظرا لكثرة الطلب على المنتج.

## 2.1. أرقام خاصة بمؤسسة عمر بن عمر

يبلغ عدد عمال الشركة ذات المسؤولية المحدودة مطاحن عمر بن عمر 770 عامل مقسمين كالاتي: 13 إطار سامي، 130 إطار، 148 عون تحكم (ماهر) و 479 منفذ، وبرقم أعمال يقدر ب 66 مليون أورو سنويا.

## 3.1. فروع المؤسسة

تتوفر شركة مطاحن عمر بن عمر على ثلاث وحدات إنتاج:

✓ وحدة إنتاج السميد 400 طن: وهي مخصصة لتزويد وحدة انتاج العجائن بمادة السميد الذي يعتبر كمادة أولية في إنتاج العجائن (عجائن قصيرة، عجائن طويلة، كسكس،..)؛

✓ وحدة انتاج السميد 300 طن: والتي تقوم بتحويل القمح عبر مراحل مختلفة لتتحصل على جميع أنواع السميد والنخالة كمنتج نهائي؛

✓ وحدة انتاج العجائن والعجائن الخاصة: والتي تقوم بتحويل السميد (مادة أولية) إلى عجائن غذائية مختلفة الأنواع للاستهلاك المباشر.

## 4.1. طبيعة نشاط المؤسسة

يتم جلب المادة الأولية (القمح) من خارج الوطن عن طريق الشحن بالسفن لتتجه برا إلى المخازن التي تصل طاقتها الاستيعابية حوالي 27 ألف طن وهذا بواسطة الشاحنات الضخمة التي توفرها الشركة. 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 121 عامل على مستوى وحدتي انتاج السميد موزعة على أربعة فرق متساوية تعمل بنظام التناوب 3 X 8 كالاتي:

✓ 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.

و203 عامل على مستوى وحدة انتاج العجائن الغذائية والعجائن الخاصة موزعة على أربعة فرق متساوية تعمل بنفس بنظام 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.

### 5.1. أهداف الشركة

تسعى ش.ذ.م.م مطاحن عمر بن عمر منذ نشأتها إلى تحقيق الأهداف التالية:

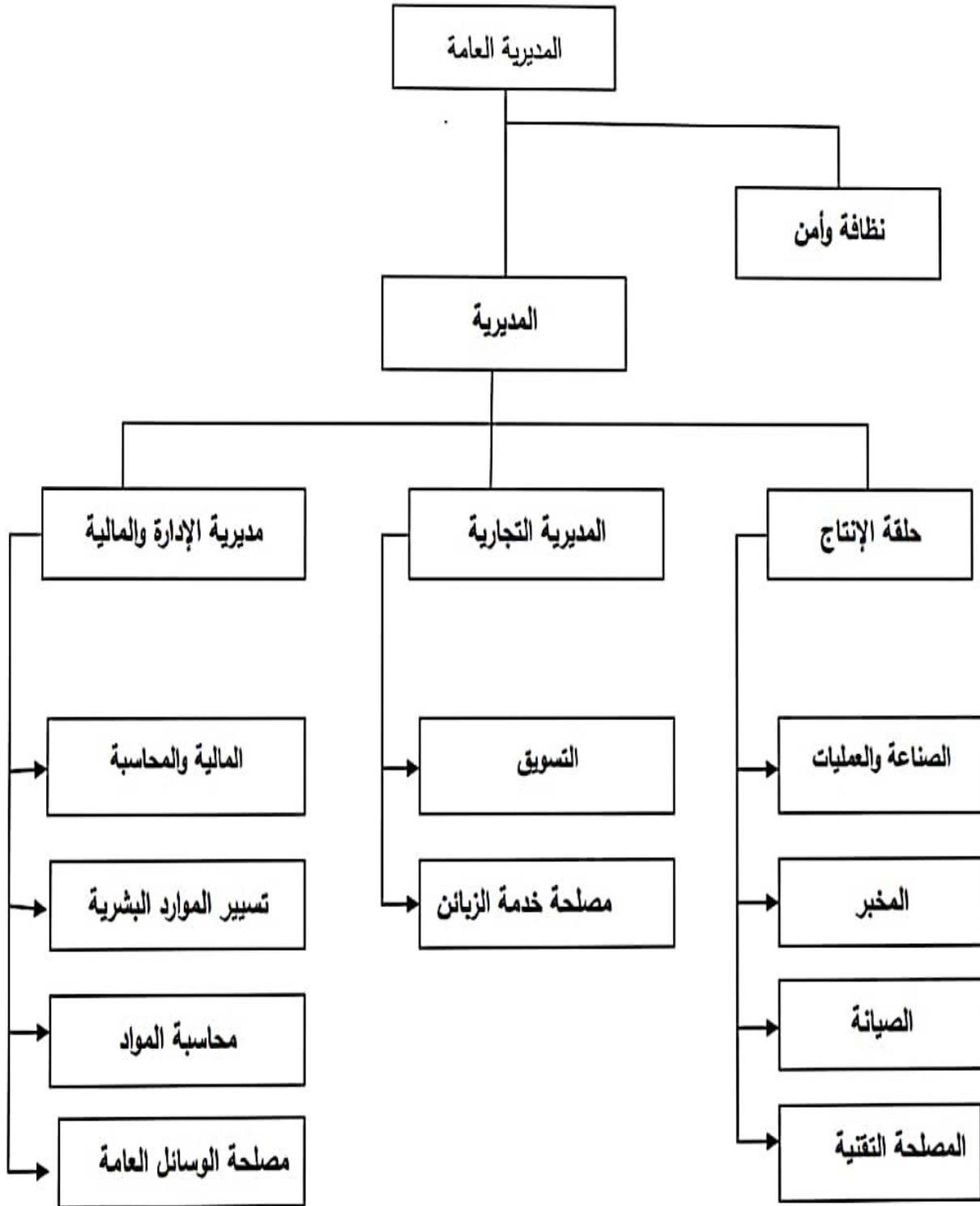
- ✓ ضمان البقاء والاستمرار؛
- ✓ تحقيق أكبر نسبة من المبيعات والأرباح؛
- ✓ تشجيع القطاع الخاص للنهوض للاستثمار وتنمية الاقتصاد الوطني؛
- ✓ تشجيع اليد العاملة المحلية وامتصاص البطالة؛
- ✓ محاولة كسب أكبر حصة من السوق الوطنية؛
- ✓ الاستمرار في الحفاظ على الإنتاج من حيث الجودة، النوعية، والسعر؛
- ✓ السعي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

### 6.1. الهيكل التنظيمي

من أهم سمات المؤسسة الناجحة هي قوة جهازها التسييري فحسن تسيير موارد المؤسسة يتوقف على

نجاحة هيكلها التنظيمي، والهيكل التنظيمي لشركة مطاحن عمر بن عمر هو على الشكل التالي:

الشكل رقم (3-01): الهيكل التنظيمي لمطاحن عمر بن عمر



المصدر: بالاعتماد على وثائق المؤسسة.

## شرح مهام أقسام ومصالح الشركة:

### أولاً: 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:

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

#### ➤ قسم تسيير المستخدمين:

- ✓ 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 خارجي.

#### ➤ مصلحة الأمن:

- ✓ السهر على أمن الموقع واستقبال مختلف الزوار؛
- ✓ الإشراف على حراسة الموقع أثناء وبعد ساعات العمل.

#### ➤ مساعدة المديرية العامة:

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 المديريات والمصالح الأخرى.

### ثانياً: المديرية التقنية

#### ➤ قسم المناهج والمتابعة التقنية:

- ✓ متابعة مختلف المشاريع الاستثمارية؛
- ✓ الإشراف على المراقبة التقنية لمختلف العمليات المتعلقة بالإنتاج وسلامة المنتج الغذائي؛
- ✓ تصميم وترشيد وتنظيم مختلف الحلول التقنية والمناهج المعتمدة في الإنتاج والانتاجية.

### ➤ المخبر:

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

### ثالثا: 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 إليه من موارد بشرية ومعدات وقطع غيار مختلف الآلات وهي منظمة كالآتي:

✓ ورشة الكهرباء؛

✓ ورشة الميكانيك؛

✓ ورشة الخراطة والتلحيم.

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

### رابعا: مديرية المالية والمحاسبة

مهمتها ضمان التسيير 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 والخزينة:

✓ ترشيد التسيير على مستوى الموارد المالية ورؤوس الأموال من أجل ضمان الاستمرارية ومضاعفة الأرباح؛

✓ دراسة وإنجاز مختلف الصفقات المالية التي تعود بالفائدة على الشركة؛

✓ المتابعة البنكية.

## 2. الحدود الزمانية

وقد تم اختيار الفترة الممتدة ما بين (2009-2020) كإطار زمني لتحليل الظاهرة المدروسة، حيث تبقى النتائج المتوصل إليها مقبولة في حدود هذه الفترة، كما انه لا يمكن تعميم هذه الدراسة ونتائجها على قطاعات أخرى مغايرة.

### المطلب الثاني: متغيرات الدراسة

تعتمد دراستنا على متغيرتين هما: المتغير المستقل يمثل تكلفة رأس المال، أما المتغير التابع فيعبر عن النمو الداخلي وذلك خلال الفترة الممتدة من 2009 إلى غاية 2020 بناء على البيانات المتوفرة والمقدمة من طرف المؤسسة قيد الدراسة الميزانيات وجدول حسابات النتائج.

#### 1. المتغير المستقل:

يتمثل في المتغير المفسر لدراستنا تكلفة رأس المال ولأجل ذلك يجب حساب كل من الديون والأموال الخاصة.

#### 1.1. تكلفة الديون:

تحسب تكلفة الديون من خلال العلاقة التالية (أنظر الملحقين رقم 2-3):

$$\text{تكلفة الديون} = \frac{\text{المصاريف المالية}}{\text{الديون الكلية}}$$

✓ تتمثل الديون الكلية في كل من الديون الطويلة والمتوسطة الأجل.

الجدول (3-01): حساب تكلفة الديون لمؤسسة عمر بن عمر للفترة الممتدة ما بين (2009-2020).

السنوات	تكلفة الديون
2009	1%
2010	0.8%
2011	1.2%
2012	0.5%
2013	3%
2014	3%
2015	3%
2016	7%
2017	3%
2018	0.3%
2019	0.2%
2020	0.5%

المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على وثائق خاصة بالمؤسسة.

### 2.1. تكلفة الأموال الخاصة:

يتم حساب تكلفة الأموال الخاصة من خلال تطبيق القانون التالي (أنظر الملحق رقم 2):

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

الجدول (3-02): حساب تكلفة الاموال الخاصة للمؤسسة محل الدراسة للفترة ما بين (2009-2020).

السنوات	تكلفة الأموال الخاصة
2009	-14%
2010	34%
2011	16%
2012	13%
2013	16%
2014	7%
2015	8%
2016	6%
2017	4%
2018	13%
2019	15%
2020	5%

المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على وثائق خاصة بالمؤسسة.

### 3.1. تكلفة رأس المال:

بعد حساب تكلفة كل من الديون وتكلفة الأموال الخاصة سنقوم الآن بحساب تكلفة رأس المال من خلال

تطبيق العلاقة التالية:

$$\text{تكلفة رأس المال} = \text{تكلفة الديون (T-1)} + \text{تكلفة الأموال الخاصة}$$

✓ حيث أن T: هو معدل الضريبة المطبق من طرف المؤسسة والمقدر ب 19%.

الجدول (3-03): حساب تكلفة الأموال الخاصة للمؤسسة محل الدراسة للفترة الممتدة ما بين (2009-2020).

السنوات	تكلفة رأس المال
2009	-13%
2010	34.14%
2011	17%
2012	13.4%
2013	18.43%
2014	9.43%
2015	10.43%
2016	12%
2017	6.43%
2018	13.24%
2019	15.16%
2020	5.4%

المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على وثائق خاصة بالمؤسسة.

## 2. المتغير التابع:

يتم حساب المتغير التابع من خلال قياس مؤشر النمو الداخلي والذي يحسب بالعلاقة التالية (انظر

الملحق رقم 1):

مؤشر النمو الداخلي = مجموع الأصول الثابتة / مجموع الأصول الكلية

جدول (3-04): حساب مؤشر النمو الداخلي للمؤسسة محل الدراسة

السنوات	مؤشر النمو الداخلي
2009	60%
2010	46%
2011	54%
2012	40%
2013	38%
2014	41%
2015	51%
2016	56%
2017	64%
2018	54%
2019	64%
2020	62%

المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على وثائق المؤسسة.

### المطلب الثالث: تقديم طريقة المربعات الصغرى

تشير طريقة المربعات الصغرى العادية أو المربعات لصغرى الخطية إلى طريقة تستخدم لتقدير المعامل غير المعروف في نموذج انحدار خطي، حيث تعتمد هذه الطريقة على الحصول على مقدرات الانحدار حيث تمثل  $\alpha$  معلمة القاطع،  $\beta$  معلمة الميل، بحيث يتم تصغير مجموع مربعات البواقي إلى أدنى قيمة لها، بحيث يجري تعريف مكون يطلق عليه مجموع مربعات البواقي وبعد ذلك يشرع في الحصول على  $\alpha$ ،  $\beta$  بحيث يتم تصغير هذا المكون إلى أدنى قيمة.

وتتمثل الصيغة الرياضية لهذه الطريقة في العلاقة التالية:

$$\gamma = \beta_0 + \beta_1 x + \varepsilon$$

حيث:

$\gamma$ : هو المتغير التابع؛

$x$ : هي المتغيرة المستقلة؛

$\beta$ : هي معاملات التحويل (الأوزان) التي تحدد كمية تأثير كل متغير مستقل على المتغير التابع؛

$\varepsilon$ : هو خطأ النموذج (الفرق بين القيم الفعلية والقيم التنبؤية).

تهدف طريقة المربعات الصغرى هو تحديد قيم معاملات التحويل ( $\beta_1, \beta_0$ ) التي تقلل من خطأ النموذج ( $\varepsilon$ ) بأكبر قدر ممكن.

وفي دراستنا لمؤسسة عمر بن عمر نرغب في معرفة وتحديد أثر تكلفة هيكل رأس المال على النمو الداخلي للفترة 2009-2020 باستخدام نموذج طريقة المربعات الصغرى، فيمكننا تحديد النموذج الاقتصادي على النحو التالي:

$\gamma$ : يمثل المتغير التابع وهو يمثل النمو الداخلي؛

$x$ : هي المتغيرة المستقلة وتمثل تكلفة هيكل رأس المال.

وعليه فإن صياغته تكون كما يلي:

$$\gamma = \beta_0 + \beta_1 x + \varepsilon$$

### المبحث الثاني: مناقشة وتحليل نتائج الدراسة

تمت دراستنا على مؤسسة عمر بن عمر للفترة 2009-2020 لتقدير نموذج بطريقة المربعات

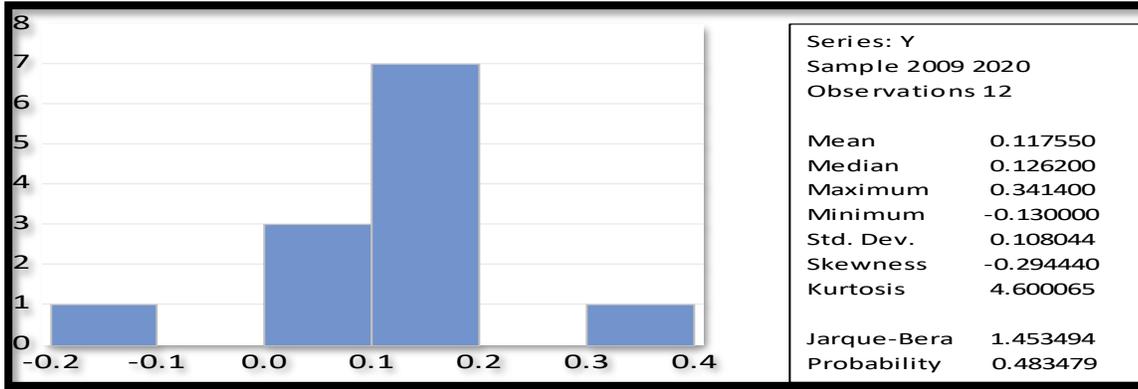
الصغرى، لمعرفة أثر تكلفة رأس المال على النمو الداخلي باستعمال برنامج Eviews.12.

### المطلب الأول: الإحصاءات الوصفية وتطور المتغيرات

#### 1. المتغير التابع (النمو الداخلي $\gamma$ )

من النتائج المتحصل عليها من مخرجات البرنامج نوضحها في الشكلين المواليين:

الشكل (3-02): المتغيرات الإحصائية الوصفية لمعدل النمو الداخلي ( $\gamma$ ) للفترة 2009-2020

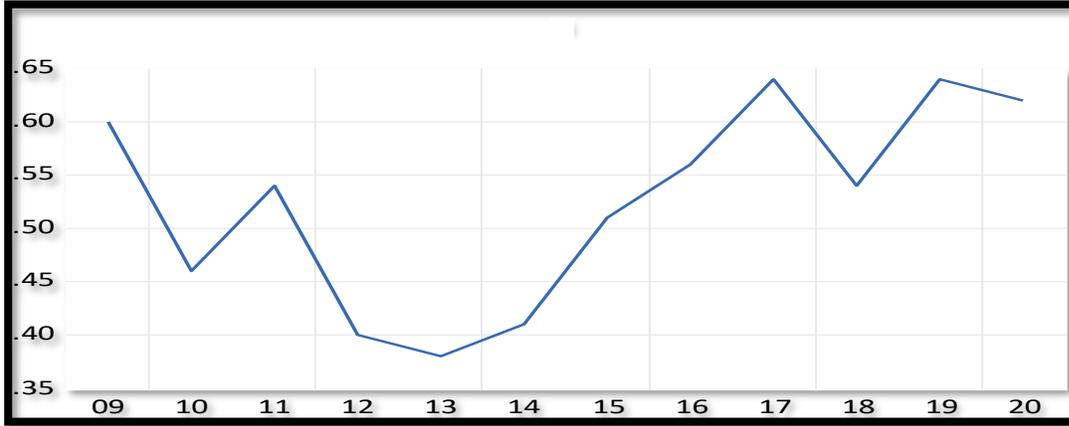


المصدر: مخرجات Eviews.12

**التعليق:**

من خلال الشكل تبين لنا أن المتوسط الحسابي قيمته ما تقرب 0.12، أما المنوال بالتقريب 0.13، بينما الانحراف المعياري يقدر ب 0.108044، أما معامل التقلطح ل  $\gamma$  فقد شهد تحذب حاد بقيمة (4.600065)، بينما معامل الالتواء ل  $\gamma$  سالب (-0.294440) مما يعني الالتواء نحو اليسار، أما بالنسبة لـ جارك بيرا تتبع البيانات شكل التوزيع الغير الطبيعي لأن قيمته (1.453494) أقل من 3.

الشكل (3-03): تطور النمو الداخلي لمؤسسة عمر بن عمر للفترة 2009-2020



المصدر: مخرجات Eviews.12

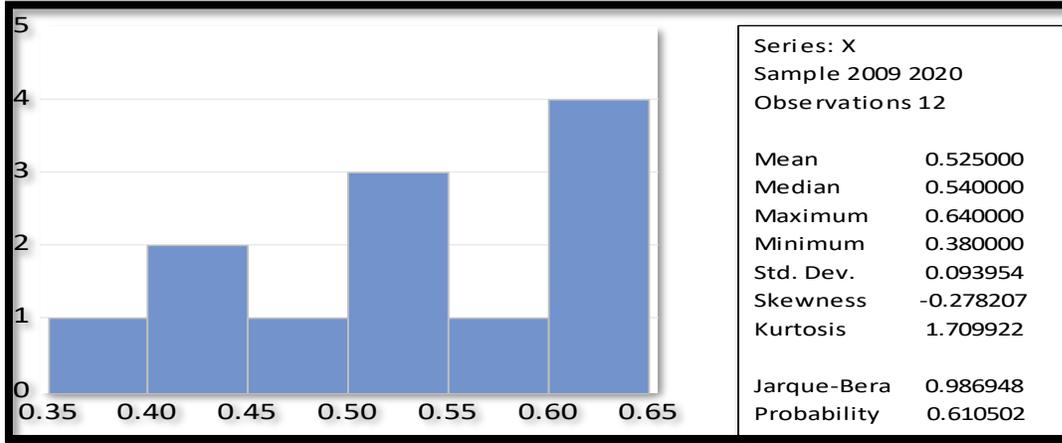
**التعليق:**

نلاحظ من خلال الشكل اعلاه أن أعلى قيمة لتطور النمو بلغت تقريبا 65% سنة 2017 بينما أدنى قيمة بلغت بالتقريب 38% سنة 2013، وبالتالي يمكن تقسيم هذا التطور إلى فترتين، الفترة الأولى ممتدة من 2009 إلى 2013 نلاحظ فيها أن هناك تنازل حتى وصلت إلى أدنى قيمة لها بمعنى أن المؤسسة لا تقوم بأي استثمارات وهذا بسبب تنازلها عن أصولها الثابتة، أما الفترة الثانية الممتدة من 2013 إلى 2020 استدركت المؤسسة الأمر وأصبح لديها استثمارات إضافية في الأصول الثابتة وذلك إما عن طريق الحياة أو الاقتناء أو التعويض أو التجديد، مما أدى إلى زيادة متعاقبة.

**2. المتغير المستقل (تكلفة رأس المال  $x$ )**

من النتائج المتحصل عليها من مخرجات البرنامج نوضحها في الشكلين المواليين:

الشكل (3-04): المتغيرات الإحصائية الوصفية لتكلفة هيكل رأس المال ( $x$ )



المصدر: مخرجات Eviews.12

### التعليق:

من خلال نتائج الشكل تبين لنا أن المتوسط الحسابي ما يقرب 0.52، المنوال 0.54، الانحراف المعياري يقدر ب 0.093954، بينما معامل الالتواء ل  $x$  (-0.278207) مما يعني الالتواء نحو اليسار، بالتالي حسب جارك بيرتا تتبع البيانات شكل التوزيع الغير طبيعي لأن قيمته (0.986948) أقل من 3، أما بالنسبة لمعامل التقلطح ل  $x$  المقدر ب (1.709922) فقد شهد تقلطح كبير.

الشكل (3-05) تطور تكلفة رأس المال لمؤسسة عمر بن عمر للفترة 2009-2020



المصدر: مخرجات Eviews.12

**التعليق:**

نلاحظ من خلال المنحنى أعلاه أن أقصى تكلفة بلغت بالتقريب 3.5% سنة 2010 وهذا معناه أن المؤسسة في حالة طلب دائم للموارد المالية، وهذا الارتفاع راجع إما بسبب انخفاض الأموال الخاصة لوجود خسائر أو تزيد التكلفة لأن المؤسسة تطلب عنها قروض، ثم انخفضت التكلفة وبقيت تتغير في المتوسط خلال الفترة 2011-2020 وهذا يبين لنا أن هناك ثبات نسبي على تكلفة رأس المال خلال هذه الفترة.

**المطلب الثاني: تحديد العلاقة بين متغيرات الدراسة**

لا يمكن بناء نموذج إلا بعد التحقق من أن معامل الارتباط بين المتغيرات ضعيف، وإلا سوف نحصل على معادلة خط انحدار زائفة، والنتائج المتحصل عليها موضحة في الجدول التالي:

**الجدول (3-05) معامل الارتباط بين متغيرات الدراسة**

	X	Y
X	1	-0.42968001
Y	-0.4296800	1

المصدر: مخرجات Eviews.12

من الجدول أعلاه نلاحظ أن معامل الارتباط يقدر تقريبا ب 0.43- وهو يدل على وجود علاقة عكسية ضعيفة بين المتغيرتين وعليه يمكن تقدير نموذج الانحدار باستخدام طريقة المربعات الصغرى.

المطلب الثالث: نتائج التقدير

نتائج التقدير موضحة في الجدول الموالي:

الجدول (3-06) نتائج التقدير

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
X	-0.494119	0.328372	-1.504757	0.1633
C	0.376963	0.174907	2.155214	0.0566
R-squared	0.184625	Mean dependent var		0.117550
Adjusted R-squared	0.103087	S.D. dependent var		0.108044
S.E. of regression	0.102323	Akaike info criterion		-1.570344
Sum squared resid	0.104701	Schwarz criterion		-1.489526
Log likelihood	11.42207	Hannan-Quinn criter.		-1.600266
F-statistic	2.264295	Durbin-Watson stat		2.124582
Prob(F-statistic)	0.163299			

المصدر: مخرجات Eviews.12

وعليه يمكن صياغة العلاقة على النحو التالي:

$$\gamma = 0.376963 - 0.494119x$$

من النموذج المعامل  $\beta_1$  بالتقريب يمثل  $-0.5$  وهذا يعني وجود علاقة عكسية بين تكلفة رأس المال ومعدل النمو الداخلي، أي أن انخفاض التكلفة بمقدار وحدة واحدة سوف يؤدي إلى ارتفاع معدل النمو بمقدار  $0.5$  والعكس صحيح.

أما احصائياً فإن المعامل  $\beta_1$  ليس له دلالة احصائية لأن الاحتمال ( $0.16$  أكبر من  $5\%$ ،  $1\%$ ، أو  $10\%$ ).

من جهة أخرى فإن معامل الارتباط المصحح المقدر ب  $0.103087$  وهو أقل من  $50\%$  هذا ما يدل على أن النموذج غير قادر على تفسير التغيرات التي تطرأ على المتغيرة التابعة للنمو الداخلي.

## خلاصة الفصل

من خلال هذا الفصل تعرضنا إلى اسقاط ما تم تناوله نظريا على الواقع، وتم ذلك من خلال دراسة وصفية لمؤسسة اقتصادية عمر بن عمر 2009-2020.

فحاولنا من خلال هذا الفصل القيام بالإجابة على فرضيات الدراسة ومعرفة أثر تكلفة رأس المال على النمو الداخلي للمؤسسة وذلك باستخدام طريقة المربعات الصغرى وبرنامج Eviews.12 حيث تم التوصل إلى:

✓ وجود علاقة عكسية بين تكلفة رأس المال والنمو الداخلي؛

✓ لا توجد دلالة إحصائية بين متغيرات الدراسة.

الخاتمة

يعد النمو الداخلي للمؤسسة العملية التي تهدف إلى زيادة حجم ونطاق أعمالها من خلال توسيع نشاطاتها وتحسين كفاءاتها وتطوير منتجاتها وخدماتها، فإذا تم إدارة النمو الداخلي من طرف المؤسسة بشكل جيد فإنه يؤدي إلى زيادة الإيرادات والأرباح وتعظيم المداخل وبالتالي تحقيق الأهداف التي أنشأت من أجلها المؤسسة، حيث تسعى لاختيار هيكل التمويل المناسب من أجل تحديد كيفية تمويل أنشطتها ومشاريعها بطريقة فعالة ومستدامة، وزيادة القدرة على التحكم في التكاليف ومن ثم تعظيم أرباحها، بالإضافة إلى ذلك فهو يساعد على جذب المستثمرين وتحسين سمعة الشركة، وكما هو معروف فالمؤسسة تعتمد على مصادر تمويل داخلية وخارجية لتحقيق نموها الداخلي وتحتاج إلى اختيار المصدر الأنسب من حيث التكلفة، وتعتبر تكلفة رأس المال من أهم المعايير وأبرزها التي تؤثر على اختيار المصدر فهي تهدف لتحقيق أكبر عائد بأقل تكلفة ممكنة.

ولمعالجة إشكالية بحثنا والتي تدور حول: ما هو أثر تكلفة رأس المال على النمو الداخلي لمؤسسة عمر بن عمر للفترة 2009-2020؟، تم تقسيم دراستنا إلى ثلاث فصول فصلين نظريين تناولنا في الفصل الأول المفاهيم الأساسية حول النمو الداخلي وتكلفة رأس المال بينما في الفصل الثاني تعرضنا إلى تمويل النمو الداخلي وتكلفة رأس المال، بينما في الفصل الثالث قمنا بدراسة على وصفية إحصائية على مؤسسة عمر بن عمر للفترة 2009-2020، وكان هدفنا من ذلك الإجابة على الفرضيات حيث توصلنا إلى:

- ✓ اثبات صحة الفرضية الأولى وجود علاقة عكسية ما بين المتغيرتين؛
- ✓ عدم صحة الفرضية الثانية أي غياب علاقة ذات معنوية إحصائية بين المتغيرتين وعلية فإنه يتم رفض النموذج لتحديد أثر تكلفة هيكل رأس المال على النمو الداخلي لمؤسسة عمر بن عمر للفترة 2009-2020.

### نتائج الدراسة:

- من خلال بحثنا هذا توصلنا إلى مجموعة من النتائج وهي كالتالي:
- ✓ يعتبر النمو الداخلي ظاهرة استراتيجية متعددة الأبعاد تتبعها المؤسسة من أجل ضمان تطورها واستمراريتها؛
  - ✓ أن استخدام المعايير والمؤشرات المالية والاقتصادية الخاصة بالنمو الداخلي كفيلة بالكشف عم مدى فعالية وكفاءة المؤسسة في استخدامها واختيارها لطرق معينة بهدف تدعيم نومها الداخلي؛
  - ✓ أن هيكل رأس المال ما هو الا جزء من الهيكل المالي والذي يتطلب مطلوبات المؤسسة طويلة

الاجل؛

- ✓ أن تكلفة رأس المال تعبر عن معدل تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل المستخدمة في المؤسسة،
- ✓ أنه لا توجد علاقة معنوية إحصائية بين تكلفة هيكل رأس المال والنمو الداخلي؛
- ✓ توجد علاقة عكسية بين تكلفة هيكل رأس المال والنمو الداخلي.

### الاقتراحات:

- بعد النتائج المتوصل إليها من هذه الدراسة يتم اقتراح ما يلي:
- ✓ يستوجب على مؤسسة عمر بن عمر المحافظة على أصولها الثابتة والقيام بالعديد من الاستثمارات على هذه الاصول لتحقيق أعلى معدل من النمو؛
  - ✓ من الأفضل على المؤسسة محل الدراسة الاحتفاظ بقدر الإمكان على مصادرها الداخلية واموالها الخاصة لأنها تعتبر بمثابة المحرك الرئيسي للنمو لعدم توجيهها إلى الطلب الدائم على الموارد المالية والقروض ومنه زيادة تكاليفها؛
  - ✓ يجب على المؤسسة الإنتاجية -عمر بن عمر- دراسة بيئتها الداخلية والخارجية وذلك لتحديد قدراتها وامكانياتها، بالإضافة إلى التحذير من التهديدات المحتملة التي يمكن أن تواجهها.

# قائمة المراجع

أولاً: المراجع بالعربية

• الكتب:

1. أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر.
2. إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية)، الجزء الثاني، دار وائل للنشر، الطبعة الثانية، 2011.
3. السعيد فرحات جمعة، الأداء المالي لمنظمات الأعمال (التحديات الراهنة)، دار المريخ للنشر، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2000.
4. أيمن الشنطي، عامر شقر، الإدارة والتحليل المالي، دار البداية للنشر، عمان، الأردن، 2005.
5. جميل أحمد توفيق، أساسيات الإدارة المالية، دار النهضة العربية، بيروت، لبنان، 1987.
6. حسين عطا غنيم، دراسات في التمويل، المكتبة الأكاديمية، القاهرة، مصر، 2005.
7. حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، الوراق للنشر، الطبعة الثانية، عمان، الأردن، 2008.
8. حمزة محمود الزبيدي، إدارة الائتمان المصرفي والتحليل الائتماني، دار الوراق للنشر، 2002.
9. دريد كامل آل شيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، دار المسرة للنشر، الأردن، 2013.
10. زياد رمضان، أساسيات في الإدارة المالية، دار الصفاء للنشر، الطبعة الرابعة، عمان، الأردن، 1997.
11. سعد عبد الحميد مطاوع، الإدارة المالية مدخل حديث، 2001.
12. سليمان أبو صباح، الإدارة المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات بالتعاون مع جامعة القدس المفتوحة، مصر، 2008.
13. سمير محمد عبد العزيز، اقتصاديات الاستثمار التمويل والتحليل المالي، مركز الإسكندرية للكتاب، الإسكندرية، مصر، 2006.
14. سمير محمد عبد العزيز، التأجير التمويلي ومداخله المالية - المحاسبية - الاقتصادية - التشريعية - التطبيقية، مكتبة ومطبعة الأشعاع الفنية للنشر، الإسكندرية، مصر، 2001.
15. سمير محمد عبد العزيز، التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية، مكتبة الأشعاع الفنية، الإسكندرية، مصر، 1997.
16. ضياء نصر الله الدرمللي، المعالجة المحاسبية لأصول: المعرفة التقنية ودورها في تطوير نظم

- المعلومات المحاسبية في ظل استخدام تقنيات المعلومات الحديثة الإفصاح المحاسبي - دراسة معيار الأصول غير الملموسة جدر الأصول المتداولة- الأصول الثابتة، مؤسسة شباب الجامعة للنشر.
17. طارق الحاج، مبادئ التمويل، دار صفاء للنشر، عمان، الأردن، 2010.
18. طه أبو العلا، الايجار التمويلي الحقيقي للمعدات، المعارف للنشر، 2005.
19. عاطف وليم أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي للنشر، الإسكندرية، مصر، 2008.
20. عاطف وليم أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي للنشر، الإسكندرية، مصر، 2006.
21. عبد الحليم كراجة وآخرون، الادارة والتحليل المالي أسس مفاهيم تطبيقات، دار الصفاء للنشر، عمان، الأردن.
22. عبد الحميد عبد المطلب، البنوك الشاملة: عملياتها إدارتها، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، مصر.
23. عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، مصر، 2007.
24. عبد الغفار حنفي، مدخل اتخاذ القرارات، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2007.
25. عبد الغفار حنفي، أساسيات التحليل المالي ودراسات الجدوى، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، مصر، 2004.
26. عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2002.
27. عبد الغفار حنفي، رسمية قريفاص، أسواق رأس المال، الدار الجامعية للنشر، 2000.
28. عبد الهادي محمد سعيد، الإدارة المالية الاستثمار والتمويل- التحليل المالي والأسواق المالية الدولية-، دار الحامد للنشر، 2008.
29. عبد الوهاب يوسف أحمد، التمويل وإدارة المؤسسات المالية، دار الحامد للنشر، الأردن، 2008.
30. عبير الصفدي، التأجير التمويلي، ماجستير قانون خاص.
31. عدنان التايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشة، أساسيات في الإدارة المالية، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2007.
32. عليان الشريف وآخرون، الإدارة والتحليل المالي، دار البركة للنشر، 2007.

33. علي عباس، الإدارة المالية، إثراء للنشر، 2008.
34. فايز سليم حداد، الإدارة المالية، دار الحامد للنشر، الطبعة الثانية، الأردن، 2010.
35. فلاح الحسن الحسيني، إدارة المشروعات الصغيرة: مدخل استراتيجي للمنافسة والتميز، دار الشروق للنشر، عمان، الأردن، 2006.
36. مبروك باصور، الإدارة المالية ومصادر التمويل، المركز الجامعي يحي فارس، المدينة، الجزائر، 2010/2009.
37. محمد أحمد الشافعي، التأجير التمويلي، دار أحمد للنشر، 2015.
38. محمد سامي راضي، محاسبة الأصول: الأصول الثابتة بأنواعها الاستثمارات بأنواعها - المخزون - أوراق القبض - المدينون - النقدية، دار التعلم الجامعي للطباعة والنشر، الإسكندرية، مصر، 2011.
39. محمد صالح الحناوي، رسمية ذكي قرياقص، الإدارة المالية: مدخل اتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر.
40. محمد صالح الحناوي، عبد الفتاح عبد السلام، المؤسسات المالية البورصة والبنوك التجارية، دار الجامعية للنشر، الإسكندرية، مصر، 1998.
41. محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، الإدارة المالية التحليل المالي لمشروعات الاعمال، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2008.
42. محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، أساسيات ومبادئ الإدارة المالية، المكتب الجامعي الحديث للنشر، 2007.
43. محمد صالح الحناوي وآخرون، الإدارة المالية التحليل المالي للمشروعات الجديدة، مصر، 2009.
44. محمد صالح الحناوي وآخرون، أساسيات الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2001.
45. محمد عقل مفلح، الإدارة المالية والتحليل المالي، مكتبة المجتمع العربي للنشر، عمان، الأردن، 2005.
46. محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية الحديثة، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2013.
47. محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، إثراء للنشر، بغداد، العراق، 2010.
48. محمد علي العامري، الإدارة المالية، دار المناهج للنشر، عمان، الأردن، 2007.

49. مصطفى رشدي شيحة، اقتصاديات النقود المصارف والمال، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، مصر، 1999.
50. منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في مجال التمويل، منشأة المعارف، الطبعة الثانية، الإسكندرية، مصر، 1998.
51. هوارى معراج، حاج سعيد عمر، التمويل التأجيري: المفاهيم والأسس، كنوز المعرفة للنشر، 2013.
52. هيثم محمد زغبى، الإدارة والتحليل المالي، دار الفكر للطباعة والنشر، عمان، الأردن، 2000.

• المذكرات:

1. آمنة توال، دور القياس المقارن في نمو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة -دراسة نظرية تطبيقية -
2. أمين صالحى، أثر تكلفة الأموال الخاصة على قيمة المؤسسة المدرجة في البورصة: دراسة حالة
3. بعض المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، مذكرة مقدمة للكريم بوحادرة، أثر اختيار الهيكل المالي على رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، علوم التسيير، تخصص تسيير مؤسسات صغيرة ومتوسطة، جامعة أحمد بوقرة، بومرداس، الجزائر، 2009.
4. عادل لعجالي، دور تحليل الموارد والكفاءات في تحديد استراتيجيات نمو المؤسسة - دراسة حالة
5. عبد الوهاب دادان، دراسة تحليلية للمنطق المالي لنمو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية عينة من المؤسسات المدرجة في سوق ابوظبي للأوراق المالية خلال ال فترة 2014-2016، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص: إدارة مالية، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد الصديق بي يحي، جيجل، 2018-2019.
- قيمة المؤسسة: دور سياسة توزيع الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2012.
- المحروقات - أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2007\_2008.
- نحو بناء نموذج ترشيد القرارات المالية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2008، ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، تخصص الإدارة الاستراتيجية، علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف الجزائر، 2012/2011.

6. الياس بن ساسي، المؤسسة أمام خيار النمو الداخلي والنمو الخارجي- دراسة حالة مؤسسات قطاع

### • المطبوعات البيداغوجية:

1. الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2002.
2. جمعة هوامه، تقنيات المحاسبة المعقدة، ديوان المطبوعات الجامعية الجزائر، 2002.
3. عبد العظيم معاوي، استراتيجيات النمو والتدويل، مطبوعة محاضرات، تخصص الإدارة الاستراتيجية للمؤسسات، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف1، 2020-2021.
4. عبد المجيد قدي، مدخل الى السياسات الاقتصادية الكلية: دراسة تحليلية وتقييمية، ديوان المطبوعات الجزائرية.
5. مبارك لسوس، التسيير المالي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004.
6. محمد بوتين، المحاسبة العامة للمؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1998.

### • المجالات:

1. عادل حاتم ناصح، علاقة هيكل التمويل بربحية الشركة، مجلة العلوم الاقتصادية، جامعة بصره، العدد37، نوفمبر2014.
2. الياس بن ساسي، محاولة ضبط مفهوم النمو الداخلي والنمو الخارجي للمؤسسة كمنطق للمفاضلة بينهما، مجلة الباحث، العدد 6، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2008.
3. رشيد بوزيد، سمير يحيوي، القيمة الاقتصادية المضافة كنموذج فعال لتقييم الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية دراسة حالة: مؤسسة ALGAL PLUS بالمسيلة، (مجلة العلوم المالية والإدارية، العدد1- جوان2021)، جامعة البويرة، الجزائر.
4. هوارى سويسى، دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسة من منظور خلق القيمة، مجلة الباحث، العدد7، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2009-2010.
5. خالد العمري، النظام القانوني لزيادة رأس مال شركة المساهمة، مجلة إيزا للبحوث والدراسات، العدد02، المركز الجامعي المقاوم الشيخ أمود بن مختار إيزي الجزائر، مخبر تنمية اقتصاديات الأعمال الحديثة وتحسين أدائها بمنطقة الطاسيلي.

• **Overages :**

1. Abdellah Bou Ghaba, **Analyse Evaluation de Projet**, 2éme Edition, Alger, 2006.
2. Armand DAYAN et al, **Manuel de gestion**, V1, 2émé Edition ELLIPSES/AUF.
3. Bienaymé Alain, **La croissance des entreprises : analyse dynamique des fonctions de la firme**, Tome1, Bordas,1971.
4. Darbelet.M, Lzard.L, Scaramuzza.M, **Notion Fundamentales de gestion de l'entreprise**, 3eme édition, Foucher, Paris, 2000.
5. Gerbier. J, **Organisation et fonctionnement de l'entreprise**, Lavoisier, Paris ,1993.
6. K. CHIHA, **Finance d'entreprise : Approche stratégique**, Houma édition, Alger2009.
7. LA VALLETE Georges, NICULSCU Maria, **Les stratégies de croissance**, Paris, Edition d'organisation, 1999.
8. Michel DRABELET et al, **L'essentiel sur le management**, 5eme édition, BERTI Edition, Alger ,2007.
9. Nancy BARANES, **Management des entreprises**, Edition Nathan, Paris, 2009.
- 10.Rodolphe Durand, **Guide du management stratégique : 99concepts clés**, Dunod, Paris,2003.

• **Note :**

1. Nacer Gasmi, **Déterminants de la croissance externe horizontale**, Thèse de doctorat en science de gestion, faculté des sciences économiques et de gestion, Université de Bourgogne,1998.

---

# قائمة الملاحق

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 FEDJOU DJ 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
<b>TITRE IMMOBILISATION NON COURANT</b>				
Titre d'acquisition-goodwill positif ou négatif				
Immobilisations incorporelles				
Immobilisation corporelles				
Terreins				
Acquisitions et aménagements de terrains	406 267 773		406 267 773	406 267 773
Construction				
Atell. tech., matériel et outillage industriels	491 493 550	101 230 078	390 263 472	410 845 293
Autres immobilisations corporelles	1 121 991 347	345 129 802	776 861 545	887 044 868
Immobilisations en concession	230 992 846	90 104 403	140 888 443	108 298 314
Immobilisation en cours				
Immobilisation financières	285 256 582		285 256 582	208 072 925
Titres mis en équivalence-entreprises associées				
Titres participations et créances rattachées	82 000 000		82 000 000	
Autres titres immobilisés				
Crédits et autres actifs financiers non courants	10 790 831		10 790 831	6 998 698
Provisions différées actif				
Autres produits différés - Hors cycle d'exploit.				
<b>TOTAL ACTIF NON COURANT</b>	<b>2 628 792 929</b>	<b>536 464 283</b>	<b>2 092 328 646</b>	<b>2 027 525 871</b>
<b>TITRE COURANT</b>				
Titre en cours				
Crédits et Emplois assimilés	501 718 583		501 718 583	594 054 652
Titres débiteurs	2 286 389		2 286 389	52 736 850
Provisions et assimilés	420 153 545		420 153 545	587 850 122
Crédits créances et emplois assimilés	9 452 491		9 452 491	3 000
Provisions et assimilés				
Crédits et autres actifs financiers courants				
Provisions	1 478 655 261		1 478 655 261	
<b>TOTAL ACTIF COURANT</b>	<b>2 412 266 270</b>		<b>1 478 655 261</b>	<b>139 548 848</b>
<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>	<b>5 041 059 199</b>	<b>536 464 283</b>	<b>4 504 594 916</b>	<b>3 401 719 343</b>

Cabinet d'Audit & Conseil  
Commissaire Aux Comptes  
ALAYAT Mahmoud

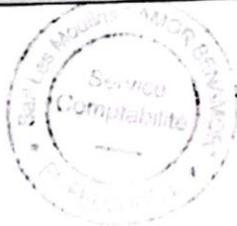


Unité : Siège  
Exercice : 2011  
Statut : Définitif

Date impression 07/03/2019 15:00:05

**BILAN ACTIF**  
Du 01/01/2011 au 31/12/2011

ACTIF	NOTE	MONTANT BRUT N	AMORT-PROV N	MONTANT NET	MONTANT NET N-1
<b>ACTIF IMMOBILISATION NON COURANT</b>					
Ecart d'acquisition-goodwill positif ou négatif					406 267 773.00
Immobilisations incorporelles				406 267 773.00	
Immobilisation corporelles		406 267 773.00			
- Terrains					390 263 472.12
- Agencements et aménagements de terrains				422 500 460.25	776 661 545.25
- Construction		550 662 237.57	126 181 777.32	1 443 795 988.33	140 688 442.67
- Install. tech., matériel et outillage industriels		1 917 199 972.12	473 403 983.79	144 844 023.58	
- Autres immobilisations corporelles		257 542 592.65	112 698 569.07		285 256 581.64
Immobilisations en concession				1 236 219 529.64	
Immobilisation en cours		1 236 219 529.64			
Immobilisation financières					82 000 000.00
- Titres mis en équivalence-entreprises associées		70 000 000.00		70 000 000.00	
- Autres participations et créances rattachées					10 790 830.72
- Autres titres immobilisés		12 458 212.44		12 458 212.44	
- Prêts et autres actifs financiers non courants					
Impôts différés actif					
Autres produits différés - Hors cycle d'exploit.					2 032 328 645.60
<b>TOTAL ACTIF NON COURANT</b>		<b>4 450 360 317.62</b>	<b>714 264 330.18</b>	<b>3 736 085 987.44</b>	
<b>ACTIF COURANT</b>				<b>1 848 016 719.69</b>	<b>501 718 583.34</b>
Stock et en cours		1 848 016 719.69			
Créances et Emplois assimilés				59 602 380.52	2 286 389.28
-Clients		59 602 380.52		280 250 235.48	420 153 545.29
-Autres débiteurs		280 250 235.48		18 910 928.45	9 452 491.00
-Impôts et assimilés		18 910 928.45			
-Autres créances et emplois assimilés					
Disponibilités et assimilés					
-Placements et autres actifs financiers courants				16 058 392.68	235 253 935.36
-Trésorerie		16 058 392.68			
<b>TOTAL ACTIF COURANT</b>		<b>2 222 836 654.60</b>		<b>2 222 836 654.60</b>	<b>1 168 854 944.31</b>
<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>		<b>6 673 186 972.42</b>	<b>714 264 330.18</b>	<b>5 958 922 642.24</b>	<b>3 261 193 569.95</b>



IMPRIME DESTINE A L'ADMINISTRATION

N.I.F 0 9 9 9 2 4 2 0 1 0 8 5 8 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
<b>ACTIF IMMOBILISATION NON COURANT</b>				
Part d'acquisition-goodwill positif ou négatif				
Immobilisations incorporelles				
Immobilisation corporelles			264 214 023	406 267 773
Terrains	264 214 023			
Agencements et aménagements de terrains			428 156 559	422 500 460
Construction	550 318 336	128 161 777		1 443 795 908
Install. tech., matériel et outillage industriels	2 429 554 257	655 015 890	1 774 538 367	144 844 024
Autres immobilisations corporelles	301 215 464	112 098 509	188 516 895	
Immobilisations en concession				1 236 219 530
Immobilisation en cours	833 309 562		833 308 562	
Immobilisations financières				
Titres mis en équivalence-entreprises associées				70 000 000
Autres participations et créances rattachées	45 000 000		45 000 000	
Autres titres immobilisés				12 458 212
Règles et autres actifs financiers non courants	139 947 959		139 947 959	
Impôts différés actif				
Autres produits différés - Hors cycle d'exploit				
<b>TOTAL ACTIF NON COURANT</b>	<b>4 569 558 601</b>	<b>895 876 236</b>	<b>3 673 682 364</b>	<b>3 736 085 987</b>
<b>ACTIF COURANT</b>				
Stock et en cours	4 437 138 309		4 437 138 309	1 848 016 720
Avances et Emplois assimilés				
Créances	27 345 992		27 345 992	59 602 381
Autres débiteurs	552 546 990		552 546 990	280 250 235
Impôts et assimilés	30 461 842		30 461 842	18 910 926
Autres créances et emplois assimilés				
Disponibilités et assimilés				
Agencements et autres actifs financiers courants				
Provision	471 010 167		471 010 167	16 245 476
<b>TOTAL ACTIF COURANT</b>	<b>5 518 501 300</b>		<b>5 518 501 300</b>	<b>2 223 025 738</b>
<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>	<b>10 088 059 900</b>	<b>895 876 236</b>	<b>9 192 183 664</b>	<b>5 959 111 725</b>

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 :

31/12/2013

ACTIF	N			N-1
	MONTANT BRUT N	AMORT-PROV et pertes de valeurs	NET	NET
<b>ACTIF IMMOBILISATION NON COURANT</b>				
Écart d'acquisition-goodwill positif ou négatif				
Immobilisations incorporelles				
Immobilisation corporelles			264 214 023	264 214 023
- Terrains	264 214 023			
- Agencements et aménagements de terrains			414 398 763	428 158 559
Construction	601 318 336	186 919 573	2 452 876 363	1 774 538 367
Install. tech., matériel et outillage industriels	3 278 094 683	823 218 320	158 511 583	188 516 895
Autres immobilisations corporelles	347 614 562	189 102 979		
Immobilisations en concession				833 308 582
Immobilisation en cours				
Immobilisation financières				
Titres mis en équivalence-entreprises associées			845 315 188	45 000 000
Autres participations et créances rattachées	845 315 188			
Autres titres immobilisés			144 174 905	139 947 959
Prêts et autres actifs financiers non courants	144 174 905		1 353 288	
Impôts différés actif	1 353 288			
Autres produits différés - Hors cycle d'exploit.				
<b>TOTAL ACTIF NON COURANT</b>	<b>5 480 084 985</b>	<b>1 199 240 871</b>	<b>4 280 844 113</b>	<b>3 673 682 364</b>
<b>ACTIF COURANT</b>				
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	552 546 990
Impôts et assimilés	33 626 321		33 626 321	30 481 842
Autres créances et emplois assimilés				
Disponibilités et assimilés				
Placements et autres actifs financiers courants				
Trésorerie	1 426 022 830		1 426 022 830	471 010 167
<b>TOTAL ACTIF COURANT</b>	<b>7 130 398 553</b>		<b>7 130 398 553</b>	<b>5 518 501 300</b>
<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>	<b>12 610 483 538</b>	<b>1 199 240 871</b>	<b>11 411 242 667</b>	<b>9 192 183 664</b>

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
<b>ACTIF IMMOBILISATION NON COURANT</b>				
Ecart d'acquisition-goodwill positif ou négatif				
immobilisations incorporelles				264 214 023
immobilisation corporelles			264 214 023	
- Terrains	264 214 023			
- Agencements et aménagements de terrains			420 155 736	414 398 783
- Construction	637 305 950	217 150 214		2 452 870 363
- Install. tech., matériel et outillage industriels	3 284 105 348	991 075 263	2 293 030 086	158 511 583
- Autres immobilisations corporelles	361 188 325	213 679 368	147 508 958	
- Immobilisations en concession			390 242 424	
immobilisation en cours	390 242 424			
immobilisation financières				
- Titres mis en équivalence-entreprises associées			1 181 610 348	845 315 188
- Autres participations et créances rattachées	1 181 610 348			
- Autres titres immobilisés			50 270 121	144 174 905
- Prêts et autres actifs financiers non courants	50 278 121			1 353 288
Impôts différés actif				
autres produits différés - Hors cycle d'exploit.				
<b>TOTAL ACTIF NON COURANT</b>	<b>6 168 944 530</b>	<b>1 421 904 845</b>	<b>4 747 039 693</b>	<b>4 280 044 113</b>
<b>ACTIF COURANT</b>				
stock et en cours	3 381 180 990		3 381 180 990	4 215 386 412
créances et Emplois assimilés				
Clients	125 571 720		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				
responsabilités et assimilés				
placements et autres actifs financiers courants				
résorerie	905 053 021		905 053 021	1 426 022 830
<b>TOTAL ACTIF COURANT</b>	<b>6 756 290 926</b>		<b>6 756 290 926</b>	<b>7 130 398 553</b>
<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>	<b>12 925 235 456</b>	<b>1 421 904 845</b>	<b>11 503 330 620</b>	<b>11 411 242 667</b>

FORMULAIRE DESTINE A L'ADMINISTRATION		NIF 000024038227500			
Nom de l'entreprise : SARL LES MOULINS AMOR BENAMOR					
Activité : MEUNISERIE 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	
<b>ACTIF NON COURANT</b>					
Immobilisations incorporelles				264 214 023	
Immobilisations corporelles	264 214 023		264 214 023		
Immobilisations financières				420 155 73	
Terres et constructions				420 155 73	
Autres immobilisations corporelles	643 324 695	249 272 784	394 051 911	2 293 030 09	
Autres immobilisations financières	3 265 992 349	1 159 305 393	2 106 686 956	147 508 95	
Autres immobilisations financières	416 294 349	253 495 531	162 798 818	390 242 42	
Autres immobilisations financières					
Autres immobilisations financières	2 645 907 141		2 645 907 141		
Autres immobilisations financières					
Autres immobilisations financières					
Autres immobilisations financières					
Autres immobilisations financières	820 000 000		820 000 000	1 181 610 34	
Autres immobilisations financières					
Autres immobilisations financières	66 012 838		66 012 838	50 278 12	
Autres immobilisations financières					
Autres immobilisations financières					
<b>TOTAL ACTIF NON COURANT</b>	<b>8 141 735 300</b>	<b>1 662 074 707</b>	<b>6 479 660 593</b>	<b>4 747 039 69</b>	
<b>ACTIF COURANT</b>					
Autres immobilisations financières					
Autres immobilisations financières	4 273 386 583		4 273 386 583	3 381 180 99	
Autres immobilisations financières					
Autres immobilisations financières	34 429 976		34 429 976	115 431 37	
Autres immobilisations financières	1 638 529 765		1 638 529 765	2 303 725 23	
Autres immobilisations financières	57 713 830		57 713 830	40 759 95	
Autres immobilisations financières					
Autres immobilisations financières					
Autres immobilisations financières	142 391 429		142 391 429	915 193 37	
Autres immobilisations financières					
<b>TOTAL ACTIF COURANT</b>	<b>6 146 451 584</b>		<b>6 146 451 584</b>	<b>6 766 290 92</b>	
<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>	<b>14 288 186 885</b>	<b>1 662 074 707</b>	<b>12 626 112 177</b>	<b>11 503 330</b>	

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 FEDJOU DJ 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
<b>ACTIF IMMOBILISATION NON COURANT</b>				
Ecart d'acquisition-goodwill positif ou négatif				
Immobilisations incorporelles				264 214 023
Immobilisation corporelles			264 214 023	
- Terrains	264 214 023			
- Agencements et aménagements de terrains			361 048 115	394 051 818
- Construction	642 486 600	281 438 485	1 990 392 600	2 128 676 956
- Install. tech., matériel et outillage industriels	3 318 866 221	1 328 483 621	163 769 100	162 797 818
- Autres immobilisations corporelles	459 162 456	295 393 359		
- Immobilisations en concession			3 841 815 034	2 645 907 141
Immobilisation en cours	3 841 915 034			
Immobilisation financières				820 000 000
- Titres mis en équivalence-entreprises associées			820 000 000	
- Autres participations et créances rattachées	820 000 000			
- Autres titres immobilisés			72 211 059	66 012 838
- Prêts et autres actifs financiers non courants	72 211 059			
- Impôts différés actif				
Autres produits différés - Hors cycle d'exploit				6 479 660 593
<b>TOTAL ACTIF NON COURANT</b>	<b>9 418 855 336</b>	<b>1 905 315 464</b>	<b>7 513 539 932</b>	<b>6 479 660 593</b>
<b>ACTIF COURANT</b>				
Stock et en cours	4 145 901 023		4 145 901 023	4 273 386 583
Créances et Emplois assimilés				34 429 976
- Clients	37 349 808		37 349 808	
- Autres débiteurs	1 565 472 514		1 565 472 514	1 638 529 765
- 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
<b>TOTAL ACTIF COURANT</b>	<b>6 819 837 302</b>		<b>5 818 837 302</b>	<b>6 146 451 534</b>
<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>	<b>16 238 692 638</b>	<b>1 905 315 464</b>	<b>13 332 377 234</b>	<b>12 626 112 127</b>

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 :

31/12/2017

ACTIF	N		NET	N-1
	MONTANT BRUT N	AMORT-PROV et pertes de valeurs		NET
<b>ACTIF IMMOBILISATION NON COURANT</b>				
Ecart d'acquisition-goodwill positif ou négatif				
Immobilisations incorporelles				
Immobilisation corporelles			314 214 023	264 214 023
- Terrains	314 214 023			
- Agencements et aménagements de terrains			328 608 648	361 048 115
- Construction	642 486 600	313 517 952	1 831 364 410	1 890 382 600
- Instal. tech., matériel et outillage industriels	3 320 829 803	1 499 405 393	159 285 013	163 769 100
- Autres immobilisations corporelles	497 741 451	338 476 438		
- Immobilisations en concession			4 276 865 100	3 841 915 034
Immobilisation en cours	4 276 865 100			
Immobilisation financières				
- Titres mis en équivalence-entreprises associées			820 000 000	820 000 000
- Autres participations et créances rattachées	520 000 000			
- 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.				
<b>TOTAL ACTIF NON COURANT</b>	<b>9 958 342 020</b>	<b>2 150 459 783</b>	<b>7 605 682 237</b>	<b>7 513 539 932</b>
<b>ACTIF COURANT</b>				
Stock et en cours	3 834 806 130		3 834 886 136	4 145 991 023
Créances et Emplois assimilés				
- Clients	164 181 688		164 181 688	37 349 808
- Autres débiteurs	120 839 560		120 839 560	1 585 472 514
- Impôts et assimilés	58 191 254		58 191 254	51 276 654
- Autres créances et emplois assimilés				
Disponibilités et assimilés				
- Placements et autres actifs financiers courants				
Trésorerie	128 953 150		128 953 155	18 747 303
<b>TOTAL ACTIF COURANT</b>	<b>4 307 051 798</b>		<b>4 307 051 798</b>	<b>5 810 837 302</b>
<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>	<b>14 265 393 818</b>	<b>2 150 459 783</b>	<b>12 112 934 035</b>	<b>13 324 377 234</b>

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
<b>ACTIF IMMOBILISATION NON COURANT</b>				
Ecart d'acquisition-goodwill positif ou négatif				314 214 023
Immobilisations incorporelles			314 214 023	
Immobilisations corporelles				328 968 648
- Terrains	314 214 023		387 708 513	1 831 364 410
- Agencements et aménagements de terrains		347 136 698	5 447 808 040	159 265 013
- Construction	734 843 208	1 097 541 807	211 564 360	
- Install. tech., matériel et outillage industriels	7 145 349 847	257 220 157		
- Autres immobilisations corporelles	408 784 517			
- Immobilisations en concession			581 059 263	4 276 805 100
Immobilisation en cours	581 059 263			
Immobilisation financières				820 000 000
- Titres mis en équivalence-entreprises associées			820 000 000	
- Autres participations et créances rattachées	820 000 000			75 205 043
- Autres titres immobilisés			72 731 494	
- Prêts et autres actifs financiers non courants	72 731 494			
- Impôts différés actif				
Autres produits différés - Hors cycle d'exploit			7 835 083 893	7 805 602 237
<b>TOTAL ACTIF NON COURANT</b>	<b>10 136 982 353</b>	<b>2 301 898 660</b>		
<b>ACTIF COURANT</b>			4 757 373 535	3 834 886 136
Stock et en cours	4 757 373 535			
Créances et Emplois assimilés			348 159 142	164 181 688
- Clients	348 159 142			120 839 568
- Autres débiteurs	478 684 943		478 684 943	58 191 254
- Impôts et assimilés	224 501 095		224 561 095	
- Autres créances et emplois assimilés				
Disponibilités et assimilés				
Placements et autres actifs financiers courants				
Trésorerie	741 889 254		741 889 254	128 953 155
<b>TOTAL ACTIF COURANT</b>	<b>6 550 667 969</b>		<b>6 550 667 969</b>	<b>4 307 051 798</b>
<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>	<b>16 687 650 322</b>	<b>2 301 898 660</b>	<b>14 385 751 662</b>	<b>12 112 934 035</b>

IMPRIME DESTINE A L'ADMINISTRATION

N.I.F 0 0 0 0 2 4 0 3 6 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 FEDJOUDJ W GUELMA



BILAN ACTIF

Exercice clos le : 31/12/2019

ACTIF	N			N-1
	MONTANT BRUT N	AMORT-PROV et pertes de valeurs	NET	NET
<b>ACTIF AMORTISSEMENT NON COURANT</b>				
Part d'acquisition-goodwill positif ou négatif				
Immobilisations incorporelles	56 737 921	459 907	56 278 013	
Immobilisations corporelles				
Terreins	314 214 023		314 214 023	314 214 023
Agencements et aménagements de terrains				
Constructions	943 820 290	389 295 740	554 524 550	367 700 513
Install. tech., matériel et outillage industriels	7 277 019 940	1 962 746 983	5 314 272 957	5 447 808 040
Autres immobilisations corporelles	532 084 460	308 606 999	223 477 461	211 904 300
Immobilisations en concession				
Immobilisation en cours	428 203 696		428 203 696	581 059 263
Immobilisation financières				
Titres, parts et équivalences-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	614 919 938		614 919 938	72 731 464
Autres actifs différés				
Autres actifs différés - Hors cycle d'exploit.				
<b>TOTAL ACTIF NON COURANT</b>	<b>11 028 200 287</b>	<b>2 667 689 630</b>	<b>8 360 510 657</b>	<b>7 838 683 683</b>
<b>ACTIF COURANT</b>				
Stocks et en-cours	3 503 213 356		3 503 213 356	4 757 373 535
Créances et Emplois assimilés				
Créances	39 647 298		39 647 298	348 159 142
Autres créances	781 387 170		781 387 170	478 084 943
Créances et assimilés	821 034 468		821 034 468	826 244 085
Autres créances et emplois assimilés				
Disponibilités et assimilés				
Prêts et autres actifs financiers courants				
Prêts	327 396 258		327 396 258	741 869 254
<b>TOTAL ACTIF COURANT</b>	<b>4 724 962 545</b>		<b>4 724 962 545</b>	<b>6 500 567 949</b>
<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>	<b>15 753 162 832</b>	<b>2 667 689 630</b>	<b>13 085 473 202</b>	<b>14 339 251 632</b>

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

01/01/2020

au

31/12/2020

## BILAN (ACTIF)

ACTIF	Montants Bruts	Amortissements, provisions et pertes de Valeurs	Net	N - 1
				Net
<b>ACTIFS NON COURANTS</b>				
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	2 351 006 186	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 encours	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	614 919 939
Impôts différés actif	1 159 000		1 159 000	
Autres produits différés- Hors				
<b>TOTAL ACTIF NON COURANT</b>	<b>10 887 652 406</b>	<b>3 169 577 160</b>	<b>7 718 075 246</b>	<b>8 369 110 658</b>
<b>ACTIFS COURANTS</b>				
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
<b>TOTAL ACTIF COURANT</b>	<b>4 633 581 945</b>	<b>3 034 369</b>	<b>4 630 547 576</b>	<b>4 724 962 545</b>
<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>	<b>15 521 234 351</b>	<b>3 172 611 529</b>	<b>12 348 622 822</b>	<b>13 094 073 203</b>

IMPRIME DESTINE A L'ADMINISTRATION

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

Dénomination de l'entreprise : SARL LES MOULINS AMOR BENAMOR

Activité : SEMOULERIE

Adresse : ZONE INDUSTRIELLE EL FEDJOUJ W. GUELMA



## BILAN PASSIF

Exercice clos le :

31/12/2010

PASSIF	NOTE	MONTANT NET N	MONTANT NET N-1
<b>CAPITAUX PROPRES</b>			500 000 000
Capital émis (ou compte de l'exploitant)		500 000 000	
Capital non appelé			24 498 751
Reserves et réserves (Réserves consolidées) [1]		24 498 751	
Capital de réévaluation			
Capital d'équivalence [1]			-113 478 982
Résultat net (Résultat part du groupe) [1]		419 766 467	375 987 705
Autres capitaux propres-Report à nouveau		262 508 743	
Part de la société consolidante [1]			
Part des minoritaires [1]			
<b>TOTAL I</b>		<b>1 206 773 961</b>	<b>787 007 494</b>
<b>PASSIFS NON COURANTS</b>			331 657 006
Emprunts et dettes financières		31 058 540	
Provisions (différées et provisions)			
Autres dettes non courants			582 590
Provisions et produits constatés d'avance			
Autres charges différées - Hors cycle d'exploit			
<b>TOTAL PASSIFS NON COURANTS II</b>		<b>31 058 540</b>	<b>332 239 596</b>
<b>PASSIFS COURANTS</b>			683 155 232
Fournisseurs et comptes rattachés		853 299 048	
État		670 147	753 493
Autres dettes		1 827 207 345	1 210 841 029
Provision pour dépréciation des créances passives		585 585 875	387 722 500
Provision pour dépréciation des participations			
<b>TOTAL PASSIFS COURANTS III</b>		<b>3 266 762 415</b>	<b>2 282 472 254</b>
<b>TOTAL GENERAL PASSIF</b>		<b>4 504 594 916</b>	<b>3 401 719 343</b>

Cabinet d'Audit & Conseil  
Commissaire Aux Comptes  
ALAYAT Mahmoud



Unité : Siège  
Exercice : 2011  
Statut : Définitif

Date Impression : 07/03/2019 à 15:01:22

**BILAN PASSIF**  
Du 01/01/2011 au 31/12/2011

PASSIF	NOTE	MONTANT NET N	MONTANT NET N-1
<b>Part de la société consolidante [1]</b>			
<b>CAPITAUX PROPRES</b>			
Capital émis (ou compte de l'exploitant)		500 000 000.00	500 000 000.00
Capital non appelé			24 498 751.00
Primes et réserves (Réserves consolidées) [1]		224 208 589.00	
Ecart de réévaluation			
Ecart d'équivalence [1]			419 766 467.08
Résultat net (Résultat part du groupe) [1]		228 657 608.90	
Autres capitaux propres-Report à nouveau		482 565 371.72	262 508 742.65
<b>Part des minoritaires [1]</b>			
<b>TOTAL I</b>		<b>1 433 431 569.62</b>	<b>1 206 773 960.72</b>
<b>PASSIFS NON COURANTS</b>			
Emprunts et dettes financières		752 700 000.00	31 058 539.95
Impôt (différés et provisionnés)			
Autres dettes non courants			
Provisions et produits constatés d'avance			
Autres charges différées - Hors cycle d'exploit.			
<b>TOTAL PASSIFS NON COURANTS II</b>		<b>752 700 000.00</b>	<b>31 058 539.95</b>
<b>PASSIFS COURANTS</b>			
Fournisseurs et comptes rattachés		700 768 989.02	653 299 048.28
Impôt		14 481 679.48	670 146.81
Autres dettes		2 902 891 463.12	1 827 207 345.18
Comptes transition créditeurs		24 523 711.74	
Trésorerie passif		130 125 229.26	585 585 875.00
Compte de liaisons des établissement et sociétés de participation			
<b>TOTAL PASSIFS COURANTS III</b>		<b>3 772 791 072.62</b>	<b>3 268 762 416.27</b>
<b>TOTAL GENERAL PASSIF</b>		<b>5 958 922 642.24</b>	<b>4 504 594 915.94</b>

## IMPRIME DESTINE A L'ADMINISTRATION

N.I.F 099924201065620

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 :

31/12/2012

PASSIF	NOTE	MONTANT NET N	MONTANT NET N-1
<b>CAPITAUX PROPRES</b>			500 000 000
Capital émis (ou compte de l'exploitant)		500 000 000	
Capital non appelé		933 431 570	224 208 589
Primes et réserves (Réserves consolidées) [1]			
Ecart de réévaluation			226 657 609
Ecart d'équivalence [1]		222 663 714	482 565 372
Résultat net (Résultat part du groupe) [1]			
Autres capitaux propres-Report à nouveau			
Part de la société consolidante [1]			
Part des minoritaires [1]			1 433 431 570
<b>TOTAL I</b>		<b>1 656 095 283</b>	
<b>PASSIFS NON COURANTS</b>			752 700 000
Emprunts et dettes financières		597 500 000	
Impôt (différés et provisions)			
Autres dettes non courants			
Provisions et produits constatés d'avance			
Autres charges différées - Hors cycle d'exploit			
<b>TOTAL PASSIFS NON COURANTS II</b>		<b>597 500 000</b>	<b>752 700 000</b>
<b>PASSIFS COURANTS</b>			700 768 989
Fournisseurs et comptes rattachés		656 118 188	14 481 679
Impôt		29 928 101	2 927 415 175
Autres dettes		6 178 990 320	130 314 313
Trésorerie passif		73 551 771	
Compte de liaisons des établissements et sociétés de participation			
<b>TOTAL PASSIFS COURANTS III</b>		<b>6 938 588 381</b>	<b>3 772 980 156</b>
<b>TOTAL GENERAL PASSIF</b>		<b>9 192 183 664</b>	<b>5 959 111 725</b>

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 PASSIF

Exercice clos le :

31/12/2013

PASSIF	NOTE	MONTANT NET N	MONTANT NET N-1
<b>CAPITAUX PROPRES</b>			500 000 000
Capital émis (ou compte de l'exploitant)		500 000 000	
Capital non appelé			933 431 570
Primes et réserves (Réserves consolidées) [1]		1 156 095 283	
Ecart de réévaluation			222 663 714
Ecart d'équivalence [1]		304 678 976	
Résultat net (Résultat part du groupe) [1]			
Autres capitaux propres-Report à nouveau			
Part de la société consolidante [1]			
Part des minoritaires [1]			1 656 095 283
<b>TOTAL I</b>		<b>1 960 774 260</b>	<b>1 656 095 283</b>
<b>PASSIFS NON COURANTS</b>			597 500 000
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			
<b>TOTAL PASSIFS NON COURANTS II</b>			<b>597 500 000</b>
<b>PASSIFS COURANTS</b>			658 118 188
Fournisseurs et comptes rattachés		380 938 786	
Impôt		105 448 014	29 928 101
Autres dettes		8 964 081 607	6 178 990 320
Trésorerie passif			73 551 771
Compte de liaisons des établissements et sociétés de participation			
<b>TOTAL PASSIFS COURANTS III</b>		<b>9 450 468 407</b>	<b>6 938 589 381</b>
<b>TOTAL GENERAL PASSIF</b>		<b>11 411 242 667</b>	<b>9 192 183 664</b>

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 FEDJOU DJ W, GUELMA

## BILAN PASSIF

Exercice clos le :

31/12/2014

PASSIF	NOTE	MONTANT NET N	MONTANT NET N-1
<b>CAPITAUX PROPRES</b>			500 000 000
Capital émis (ou compte de l'exploitant)		500 000 000	
Capital non appelé			1 156 095 283
Primes et réserves (Réserves consolidées) [1]		1 310 774 260	
Écart de réévaluation			304 676 976
Écart d'équivalence [1]		131 949 657	
Résultat net (Résultat part du groupe) [1]			
Autres capitaux propres-Report à nouveau			
Part de la société consolidante [1]			
Part des minoritaires [1]			1 960 774 260
<b>TOTAL I</b>		<b>1 942 723 926</b>	<b>1 960 774 260</b>
<b>PASSIFS NON COURANTS</b>			
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			
<b>TOTAL PASSIFS NON COURANTS II</b>			
<b>PASSIFS COURANTS</b>			
Fournisseurs et comptes rattachés		401 628 908	380 938 786
Impôt		62 110 104	105 448 014
Autres dettes		9 096 867 682	8 964 081 607
Trésorerie passif			
Compte de liaisons des établissements et sociétés de participation			
<b>TOTAL PASSIFS COURANTS III</b>		<b>9 560 606 694</b>	<b>9 450 468 407</b>
<b>TOTAL GENERAL PASSIF</b>		<b>11 503 330 620</b>	<b>11 411 242 667</b>

FORME DESTINE A L'ADMINISTRATION		N.I.F 00002403822759									
Dénomination de l'entreprise : SARL LES MOULINS AMOR BENAMOR											
Société : 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								
<b>CAPITAUX PROPRES</b>			500 000 000								
Capital initial (au compte de l'associé)		500 000 000									
Capital non appelé			1 310 774 260								
Primes et réserves (Réserves consolidées) [1]		1 442 723 028									
Compte réévaluation											
Autres réserves [1]			131 949 660								
Résultat net (Résultat part du groupe) [1]		177 703 078									
Autres capitaux propres-Report à nouveau											
Part de la société consolidante [1]											
Part des minoritaires [1]											
<b>TOTAL I</b>		<b>2 120 427 005</b>	<b>1 942 723 920</b>								
<b>PASSIFS NON COURANTS</b>											
Emprunts et dettes financières		1 760 277 768									
Provisions (différés et provisions)											
Autres dettes non courants											
Provisions et produits constatés d'avance											
Autres charges différées - Hors cycle d'exploit.											
<b>TOTAL PASSIFS NON COURANTS II</b>		<b>1 760 277 768</b>									
<b>PASSIFS COURANTS</b>											
Fournisseurs et comptes rattachés		868 547 196	401 628 908								
Impôt		64 831 917	62 110 104								
Autres dettes		5 283 133 686	9 096 867 682								
Provisions passif		2 528 894 596									
Compte de liaisons des établissement et sociétés de participation											
<b>TOTAL PASSIFS COURANTS III</b>		<b>8 745 407 405</b>	<b>9 560 606 694</b>								
<b>TOTAL GENERAL PASSIF</b>		<b>12 626 112 177</b>	<b>11 503 330 620</b>								

## 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
<b>CAPITAUX PROPRES</b>			500 000 000
Capital émis (ou compte de l'exploitant)		500 000 000	
Capital non appelé			1 442 723 926
Primes et réserves (Réserves consolidées) [1]		1 620 427 005	
Ecart de réévaluation			177 703 078
Ecart d'équivalence [1]			
Résultat net (Résultat part du groupe) [1]		148 571 008	
Autres capitaux propres-Report à nouveau			
Part de la société consolidante [1]			
Part des minoritaires [1]			
<b>TOTAL I</b>		<b>2 266 998 010</b>	<b>2 120 427 005</b>
<b>PASSIFS NON COURANTS</b>			1 760 277 768
Emprunts et dettes financières		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			
<b>TOTAL PASSIFS NON COURANTS II</b>		<b>2 372 807 711</b>	<b>1 760 277 768</b>
<b>PASSIFS COURANTS</b>			866 547 196
Fournisseurs et comptes rattachés		1 085 603 273	
Impôt		62 197 187	64 831 917
Autres dettes		3 953 119 270	5 283 133 696
Trésorerie passif		3 591 651 783	2 528 894 596
Compte de liaisons des établissements et sociétés de participation			
<b>TOTAL PASSIFS COURANTS III</b>		<b>8 692 571 512</b>	<b>8 745 407 405</b>
<b>TOTAL GENERAL PASSIF</b>		<b>13 332 377 234</b>	<b>12 626 112 177</b>

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 :

31/12/2017

PASSIF	NOTE	MONTANT NET N	MONTANT NET N-1
<b>CAPITAUX PROPRES</b>			
Capital émis (ou compte de l'exploitant)		500 000 000	500 000 000
Capital non appelé			1 620 427 005
Primes et réserves (Réserves consolidées) [1]		1 586 998 010	
Ecart de réévaluation			
Ecart d'équivalence [1]			146 571 008
Résultat net (Résultat part du groupe) [1]		77 794 890	
Autres capitaux propres-Report à nouveau			
Part de la société consolidante [1]			
Part des minoritaires [1]			
<b>TOTAL I</b>		<b>2 174 792 900</b>	<b>2 266 998 010</b>
<b>PASSIFS NON COURANTS</b>			
Emprunts et dettes financières		2 678 441 882	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.			
<b>TOTAL PASSIFS NON COURANTS II</b>		<b>2 678 441 882</b>	<b>2 372 807 711</b>
<b>PASSIFS COURANTS</b>			
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	3 953 119 270
Trésorerie passif		1 976 625 318	3 591 651 783
Compte de liaisons des établissements et sociétés de participation			
<b>TOTAL PASSIFS COURANTS III</b>		<b>7 359 699 272</b>	<b>8 692 571 512</b>
<b>TOTAL GENERAL PASSIF</b>		<b>12 112 934 035</b>	<b>13 332 377 234</b>

IMPRIME DESTINE A L'ADMINISTRATION

N.I.F 0000240382275000

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
<b>CAPITAUX PROPRES</b>			500 000 000
Capital émis (ou compte de l'exploitant)		500 000 000	
Capital non appelé			1 590 998 010
Primes et réserves (Réserves consolidées) [1]		1 074 792 900	
Ecart de réévaluation			
Ecart d'équivalence [1]			77 794 890
Résultat net (Résultat part du groupe) [1]		313 410 417	
Autres capitaux propres-Report à nouveau			
Part de la société consolidante [1]			
Part des minoritaires [1]			
<b>TOTAL I</b>		<b>2 488 203 317</b>	<b>2 174 792 900</b>
<b>PASSIFS NON COURANTS</b>			2 578 441 862
Emprunts et dettes financières		2 578 441 862	
Impôt (différés et provisionés)			
Autres dettes non courants			
Provisions et produits constatés d'avance			
Autres charges différées - Hors cycle d'exploit			
<b>TOTAL PASSIFS NON COURANTS II</b>		<b>2 578 441 862</b>	<b>2 578 441 862</b>
<b>PASSIFS COURANTS</b>			1 877 850 917
Fournisseurs et comptes rattachés		2 040 085 445	
Impôt		96 993 050	77 751 798
Autres dettes		5 723 385 704	3 427 271 240
Trésorerie passif		1 458 642 284	1 076 825 318
Compte de liaisons des établissements et sociétés de participation			
<b>TOTAL PASSIFS COURANTS III</b>		<b>9 319 106 482</b>	<b>7 359 699 272</b>
<b>TOTAL GENERAL PASSIF</b>		<b>14 335 751 662</b>	<b>12 112 934 035</b>

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 :

31/12/2019

PASSIF	NOTE	MONTANT NET N	MONTANT NET N-1
<b>CAPITAUX PROPRES</b>			
Capital émis (ou compte de l'exploitant)		500 000 000	500 000 000
Capital non appelé			
Primes et réserves (Réserves consolidées) [1]		1 900 284 098	1 674 792 900
Ecart de réévaluation			
Ecart d'équivalence [1]			
Résultat net (Résultat part du groupe) [1]		408 030 363	225 491 196
Autres capitaux propres-Report à nouveau			
Part de la société consolidante [1]			
Part des minoritaires [1]			
<b>TOTAL I</b>		<b>2 808 314 459</b>	<b>2 400 284 098</b>
<b>PASSIFS NON COURANTS</b>			
Emprunts et dettes financières		2 578 441 862	2 578 441 862
Impôts différés et provisions			
Autres dettes non courants			
Provisions et produits constatés d'avance			
Autres charges différées - Hors cycle d'exploit.			
<b>TOTAL PASSIFS NON COURANTS II</b>		<b>2 578 441 862</b>	<b>2 578 441 862</b>
<b>PASSIFS COURANTS</b>			
Fournisseurs et comptes rattachés		2 838 582 901	2 040 065 445
Impôt		116 737 793	184 912 271
Autres dettes		4 751 996 187	5 723 385 704
Trésorerie passif			1 458 642 284
Compte de liaisons des établissements et sociétés de participation			
<b>TOTAL PASSIFS COURANTS III</b>		<b>7 707 316 881</b>	<b>9 407 025 703</b>
<b>TOTAL GENERAL PASSIF</b>		<b>13 094 073 203</b>	<b>14 385 751 663</b>

IMPRIME DESTINE A L'ADMINISTRATION

N.I.F 0000240382275508

Designation de l'entreprise : SARL LES MOULINS MAJOR EDIMIOR

Activité : SEMOULERIE ET PRODUCTION PATES ALIMENTAIRES

Adresse : ZONE INDUSTRIELLE EL FEDJOUJ W GUELMA

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

## BILAN (PASSIF)

PASSIF	N	
<b>CAPITAUX PROPRES :</b>		
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)		
<b>TOTAL I</b>	<b>2 955 197 488</b>	<b>2 808 314 459</b>
<b>PASSIFS NON-COURANTS :</b>		
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		
<b>TOTAL II</b>	<b>2 320 597 676</b>	<b>2 578 441 862</b>
<b>PASSIFS COURANTS :</b>		
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
Trésorerie Passif	14 463 999	
Compte de liaisons des établissement et sociétés de participation		
<b>TOTAL III</b>	<b>7 072 827 657</b>	<b>7 707 316 881</b>
<b>TOTAL PASSIF (I+II+III)</b>	<b>12 348 622 822</b>	<b>13 094 073 203</b>

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

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 FEDJOU DJ 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 et charges de personnel	165 624 789		127 570 287	
Impôts, taxes et versement assimilés	3 272 907		2 729 501	
<b>EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION</b>		555 537 303		2 761 402
Produits opérationnels		61 830 089	11 571 491	
Charges opérationnelles	186 552		96 298 577	
Dotations aux amortissements	163 928 869			
Dotations				
Revalorisation de valeur				13 875 948
Perte sur pertes de valeurs et provisions		1 291 378		
<b>RESULTAT OPERATIONNEL</b>		454 543 349	75 212 097	
Produits financiers			38 266 866	
Charges financières	24 530 684		38 266 866	
<b>RESULTAT FINANCIER</b>	24 530 684			
<b>RESULTAT ORDINAIRE (V+VI)</b>		430 012 665	113 478 962	
Produits extraordinaires (produits)				
Charges extraordinaires (Charges)	10 246 198			
<b>RESULTAT EXTRAORDINAIRE</b>	10 246 198			
Provisions exigibles sur résultats ordinaires				
Variations différées (Variations) sur résultats ordinaires				
<b>RESULTAT DE L'EXERCICE</b>		419 766 467	113 478 962	

Cabinet d'Audit & Conseil  
Commissaire Aux Comptes  
ALAYAT Mahmoud

IMPRIME DESTINE A L'ADMINISTRATION

N.I.F 099924201

Désignation de l'entreprise : SARL LES MOULINS AMOR BENAMOR

Activité : SEMOULERIE

Adresse : ZONE INDUSTRIELLE EL FEDJOUJ W.GUELMA

Exercice du 01/01/2010

au 31/12/2010

Page 1 of 2

COMPTES DE RESULTAS

Désignation	N		N-1	
	Debit en dinars	Credit en dinars	Debit en dinars	Credit en dinars
				4 510 688 666
Produits fabriqués		7 430 852 031		
Prestations de services				
Vente de travaux				
Rabais, remises, ristournes accordés				4 510 688 666
Impôts et taxes net des Rabais, remises, ristournes		7 430 852 031		389 751 806
Produits stockés ou déstockés				9 164 841
Produits immobilisés		-371 786 647		
Produits d'exploitation				4 909 585 313
<b>PRODUCTION DE L'EXERCICE</b>		<b>7 059 065 384</b>		
Produits de marchandises vendues	5 741 089 210		4 550 309 226	
Produits premières			107 724 544	
Produits approvisionnements	393 109 590			
Produits des stocks				
Produits d'études et de prestations de services			45 947 051	
Produits consommations	63 192 264			
Produits, 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	
Produits services	38 478 715		18 362 805	
Produits, remises, ristournes obtenus sur services extérieurs				
<b>CONSOMMATION DE L'EXERCICE</b>	<b>6 334 630 384</b>		<b>4 776 524 143</b>	
<b>VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I-II)</b>		<b>724 435 000</b>		<b>133 061 170</b>

Cabinet d'Audit & Conseil  
Commissaire Aux Comptes  
AYAT Mahmoud



Unité : Siège  
Exercice : 2011  
Statut : Définitif

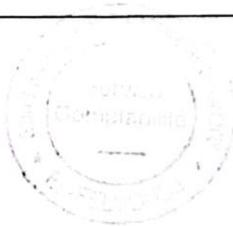
Date Impression : 07/03/2019 à 15 01:54

## COMPTES DE RESULTAT

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

Par Nature

Désignation	Note	N	N-1
			7 430 852 030.66
			-371 786 646.89
Vente et produit annexes		4 222 833 522.00	
Variations stocks produits finis et en cours		129 507 619.87	
Production immobilisée		336 193 153.49	
Subvention d'exploitation			7 059 065 383.77
<b>I-PRODUCTION DE L'EXERCICE</b>		<b>4 688 534 295.36</b>	<b>6 197 391 064.08</b>
Achats consommés		3 769 384 061.27	137 239 319.78
Services extérieurs et autres consommations		126 045 892.36	
<b>II-CONSOMMATION DE L'EXERCICE</b>		<b>3 895 429 953.63</b>	<b>6 334 630 383.86</b>
<b>III-VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I-II)</b>		<b>793 104 341.73</b>	<b>724 434 999.91</b>
Charges de personnel		256 535 553.07	165 624 789.23
Impôts, taxe et versement assimilés		20 219 215.97	3 272 907.34
<b>IV-EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION</b>		<b>516 349 572.69</b>	<b>555 537 303.34</b>
Autres produits opérationnels		14 383 418.38	61 830 088.58
Autres charges opérationnelles		66 324 356.35	186 551.76
Dotations aux amortissement, Provisions et pertes de valeurs		177 800 047.10	163 928 869.13
Reprise sur pertes de valeurs et provisions			1 291 377.65
<b>V-RESULTAT OPERATIONNEL</b>		<b>286 608 587.62</b>	<b>454 543 348.68</b>
Produits financiers		130 564.49	24 530 683.51
Charges financières		46 352 075.73	-24 530 683.51
<b>VI-RESULTAT FINANCIER</b>		<b>-46 221 511.24</b>	<b>430 012 665.17</b>
<b>VII-RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V+VI)</b>		<b>240 387 076.38</b>	
Impôt exigibles sur résultats ordinaires		13 729 467.48	
Impôt différés (Variations) sur résultats ordinaires			7 122 186 850.00
<b>TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>		<b>4 703 048 278.23</b>	<b>6 692 174 184.83</b>
<b>TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>		<b>4 476 390 669.33</b>	<b>430 012 665.17</b>
<b>VIII-RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>		<b>226 657 608.90</b>	
Elément extraordinaires (produits) (à préciser)			10 246 198.11
Elément extraordinaires (Charges) (à préciser)			-10 246 198.11
<b>IX-RESULTAT EXTRAORDINAIRE</b>			<b>419 766 467.06</b>
<b>X-RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>		<b>226 657 608.90</b>	
Part dans les résultats nets des sociétés mises en équivalence			
<b>XI-RESULTAT NET DE L'ENSEMBLE CONSOLIDE</b>			
Dont part des minoritaires			
Part du groupe			



IMPRIME DESTINE A L'ADMINISTRATION

N.I.F 099924201065620

Désignation de l'entreprise : SARL LES MOULINS AMOR BENAMOR

Activité : SEMOULERIE ET PRODUCTION PATES ALIMENTAIRES

Adresse : ZONE INDUSTRIELLE EL FEDJOUJ W.GUELMA

Page 2 of 2

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

## 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		256 635 553	
Impôts, taxe et versement assimilés	11 824 433		20 219 216	
<b>- EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION</b>		464 566 275		516 349 573
Autres produits opérationnels		32 447 221	66 324 356	
Autres charges opérationnelles	40 047 929		177 800 047	
Dotations aux amortissements	181 611 906			
Provisions				
Prise de valeur				
Prise sur pertes de valeurs et provisions				286 608 588
<b>RESULTAT OPERATIONNEL</b>		275 353 661		130 564
Produits financiers		1 158 234		
Charges financières	37 192 002		46 352 076	
<b>RESULTAT FINANCIER</b>	36 033 768		46 221 511	
<b>- RESULTAT ORDINAIRE (V+VI)</b>		239 319 893		240 387 076
Produit extraordinaires (produits)				
Produit extraordinaires (Charges)				
<b>I - RESULTAT EXTRAORDINAIRE</b>				
Post exigibles sur résultats ordinaires	16 656 179		13 729 467	
Post différés (Variations) sur résultats ordinaires				
<b>RESULTAT DE L'EXERCICE</b>		222 663 714		226 657 609

IMPRIME DESTINE A L'ADMINISTRATION

N.I.F 099924201065011

Désignation de l'entreprise : SARL LES MOULINS AMOR BENAMOR

Activité : SEMOULERIE ET PRODUCTION PATES ALIMENTAIRES

Adresse : ZONE INDUSTRIELLE EL FEDJOUJ W.GUELMA

Page 1 of 2

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

## COMPTES DE RESULTAS

Désignation	N		N-1	
	Debit en dinars	Credit en dinars	Debit en dinars	Credit en dinars
Inte de marchandises				4 222 833 522
Production		4 937 728 939		
Produits fabriqués				
ndue		117 000		
Prestations de services				
Vente de travaux				
Produits annexes				
Rabais, remises, restournes accordés				4 222 833 522
Chiffre d'affaires net des Rabais, remises, ristourne		4 937 845 939		129 507 620
Production stockée ou déstockée		170 676 511		336 193 153
Production immobilisée				
Convention d'exploitation				4 688 534 295
<b>PRODUCTION DE L'EXERCICE</b>		<b>5 108 522 450</b>		
Coûts de marchandises vendues			3 449 648 693	
Matières premières	3 689 084 822		252 958 862	
Coûts des approvisionnements	333 582 202			
Coûts des variations des stocks				
Coûts d'études et de prestations de services			66 776 507	
Coûts des consommations	89 043 662			
Coûts, 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	
Coûts des services	25 358 606		13 895 198	
Coûts, remises, ristournes obtenus sur services extéri				
<b>CONSOMMATION DE L'EXERCICE</b>	<b>4 324 838 870</b>		<b>3 895 429 954</b>	
<b>VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I-II)</b>		<b>783 683 580</b>		<b>793 104 342</b>

IMPRIME DESTINE A L'ADMINISTRATION

N.I.F 099924201065620

Désignation de l'entreprise : SARL LES MOULINS AMOR BENAMOR

Activité : SEMOULERIE ET PRODUCTION PATES ALIMENTAIRES

Adresse : ZONE INDUSTRIELLE EL FEDJOUJ W'GUELMA

Page 2 of 2

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

## COMPTES DE RESULTAS

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

IMPRIME DESTINE A L'ADMINISTRATION

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

Désignation de l'entreprise : SARL LES MOULINS AMOR BENAMOR

Activité : SEMOULERIE ET PRODUCTION PATES ALIMENTAIRES

Adresse : ZONE INDUSTRIELLE EL FEDJOU DJ W.GUELMA

Page 1 of 2

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

## COMPTES DE RESULTAS

Désignation	N		N-1	
	Debit en dinars	Credit en dinars	Debit en dinars	Credit en dinars
Produits de marchandises				4 937 728 939
Production		6 391 078 393		117 000
Produits de services		56 000		
Vente de travaux				
Produits annexes				
Rabais, remises, restournes accordés				4 937 845 939
Produit d'affaires net des Rabais, remises, ristournes		6 391 134 393		170 676 511
Production stockée ou déstockée		-152 872 328		
Production immobilisée				
Production d'exploitation				5 108 522 450
<b>PRODUCTION DE L'EXERCICE</b>		<b>6 238 262 065</b>		
Produits de marchandises vendues			3 689 084 822	
Produits premières	4 171 489 231		333 582 202	
Produits approvisionnements	430 680 294			
Produits des stocks				
Produits d'études et de prestations de services				
Produits consommations	81 665 384		89 043 662	
Produits, 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	
Produits services	40 841 888		25 358 606	
Produits, remises, ristournes obtenus sur services extérieurs				
<b>CONSOMMATION DE L'EXERCICE</b>	<b>5 107 080 548</b>		<b>4 324 238 870</b>	
<b>VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I-II)</b>		<b>1 131 181 517</b>		<b>784 283 580</b>

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 FEDJOUJY GUELMA

Page 2 of 2

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

## COMPTES DE RESULTAS

Désignation	N		N-1	
	Debit en dinars	Credit en dinars	Debit en dinars	Credit en dinars
Charges de personnel	441 734 200		362 099 388	
Impôts, taxe et versement assimilés	58 013 469		73 834 761	
<b>- EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION</b>		<b>488 312 723</b>		<b>686 811 320</b>
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				615 038
Reprise sur pertes de valeurs et provisions				381 743 569
<b>- RESULTAT OPERATIONNEL</b>		<b>180 734 305</b>		<b>3 161 622</b>
Produits financiers		6 182 266		
Charges financières	472 649		13 378 186	
<b>- RESULTAT FINANCIER</b>		<b>5 709 617</b>	<b>10 216 563</b>	
<b>- RESULTAT ORDINAIRE (V+VI)</b>		<b>186 443 923</b>		<b>371 527 005</b>
Produit extraordinaires (produits)				
Charges extraordinaires (Charges)				
<b>- RESULTAT EXTRAORDINAIRE</b>				
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	53 140 968		68 201 317	
Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires	1 353 288			1 353 288
<b>RESULTAT DE L'EXERCICE</b>		<b>131 949 667</b>		<b>304 678 976</b>

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

Page 1 of 2

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

## COMPTES DE RESULTAS

Désignation	N		N-1	
	Debit en dinars	Credit en dinars	Debit en dinars	Credit en dinars
Inte de marchandises				6 391 078 393
Production		7 339 493 811		56 000
ndue				
Produits annexes				
Rabais, remises, restournes accordés				6 391 134 393
Chiffre d'affaires net des Rabais, remises, ristournés		7 339 493 811		-152 872 328
Production stockée ou déstockée		-2 039 287		
Production immobilisée				
Convention d'exploitation				6 238 262 065
<b>PRODUCTION DE L'EXERCICE</b>		<b>7 337 454 524</b>		
Chats de marchandises vendues				
Matières premières	5 603 664 558		4 171 489 231	
Marchandises approvisionnements	522 668 636		430 680 294	
Variations des stocks				
Chats d'études et de prestations de services				
Marchandises 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		23 226 354	
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 receptions	52 549 505		38 069 826	
Services	17 092 308		40 841 888	
Rabais, remises, ristournes obtenus sur services extérieurs				
<b>CONSOMMATION DE L'EXERCICE</b>	<b>6 349 394 052</b>		<b>5 115 516 596</b>	
<b>VALEUR AJOUTÉE D'EXPLOITATION (I-II)</b>		<b>988 060 472</b>		<b>1 122 745 469</b>

FORME DESTINE A L'ADMINISTRATION		N.I.F 0000240382275508									
Société de l'Administration : SARL LES MOULINS AMOR BENAMOR		Page 1 of 2									
Société de MOULINERIE ET PRODUCTION PATES ALIMENTAIRES											
Société MOULINIERIE EL FEJOUJ W.GUELMA											
Exercice du		01/01/2015		au		31/12/2015					
COMPTES DE RESULTAS											
Destination	N		N-1								
	Debit en dinars	Credit en dinars	Debit en dinars	Credit en dinars							
				7 339 403 811							
		8 345 672 578									
				7 339 493 811							
		8 345 672 578		-2 039 287							
		33 171 264									
				7 337 454 524							
		8 378 843 842									
			5 603 664 558								
	6 559 779 266		522 668 636								
	550 410 385										
			77 858 690								
	80 695 334		-639 473								
	-279 420										
			19 450 842								
	33 923 009		15 070 995								
	12 677 831		9 053 825								
	10 621 256		3 648 519								
	3 806 432										
			7 614 974								
	6 859 255		22 066 095								
	232 500 383		52 549 505								
	66 467 752		16 386 887								
	72 901 858										
	-434 178										
	7 630 019 162		6 349 394 052								
		748 824 680		988 060 472							

FORME DESTINE A L'ADMINISTRATION

NIF 0000240382275500

SARL LES MOULINS AMOR BENAMOR

INDUSTRIE ET PRODUCTION PATES ALIMENTAIRES

ZONE INDUSTRIELLE EL FEDJOUJ W. GUELMA

Page 2

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
Produit brut			441 734 280	
Moins de déductions assimilées	510 368 959		58 013 469	
<b>RESULTAT BRUT D'EXPLOITATION</b>	58 885 703			488 312 723
		179 570 018		98 672 971
Charges opérationnelles		518 498 513		
Moins de charges opérationnelles	170 144 479		172 623 416	
Moins de déductions	242 136 900		233 627 973	
Moins de pertes de valeurs et provisions				180 734 305
<b>RESULTAT OPERATIONNEL</b>		285 787 153		6 182 266
Autres produits		8 602 247		
Autres charges	57 795 714		472 649	
<b>RESULTAT FINANCIER</b>	49 193 467			5 709 617
<b>RESULTAT ORDINAIRE (V+VI)</b>		236 593 686		186 443 923
Produits ordinaires (produits)				
Produits ordinaires (Charges)				
<b>RESULTAT EXTRAORDINAIRE</b>				
Expenses sur résultats ordinaires	58 890 608		53 140 968	
Effets (Variations) sur résultats ordinaires			1 353 288	
<b>RESULTAT DE L'EXERCICE</b>		177 703 078		131 949 667

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 FEDJOUJ W.GUELMA

Page 2 of 2

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

## 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	
<b>IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION</b>		<b>758 654 641</b>		<b>179 570 018</b>
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				285 787 153
<b>V - RESULTAT OPERATIONNEL</b>		<b>354 208 829</b>		<b>8 602 247</b>
Produits financiers		475 831		
Charges financières	157 356 861		57 795 714	
<b>VI - RESULTAT FINANCIER</b>	<b>156 881 030</b>		<b>49 193 467</b>	
<b>VII - RESULTAT ORDINAIRE (V+VI)</b>		<b>197 327 799</b>		<b>236 593 686</b>
Elément extraordinaires (produits)				
Elément extraordinaires (Charges)				
<b>VIII - RESULTAT EXTRAORDINAIRE</b>				
mpôt exigibles sur résultats ordinaires	50 756 793		58 890 608	
mpôt différés (Variations) sur résultats ordinaires				
<b>X-RESULTAT DE L'EXERCICE</b>		<b>146 571 006</b>		<b>177 703 078</b>

IMPRIME DESTINE A L'ADMINISTRATION

NIF 0000240382275508

Désignation de l'entreprise : SARL LES MOULINS AMOR BENAMOR

Activité : SEMOULERIE ET PRODUCTION PATES ALIMENTAIRES

Adresse : ZONE INDUSTRIELLE EL FEDJOUJ W GUELMA

Page 1 of 2

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

## COMPTES DE RESULTAS

Désignation	N		N-1	
	Debit en dinars	Credit en dinars	Debit en dinars	Credit en dinars
Produits fabriqués		8 120 386 772		8 345 672 578
Prestations de services				
Vente de travaux				
Rabais, remises, ristournes accordés				8 345 672 578
<b>Chiffre d'affaires net des Rabais, remises, ristournes</b>		<b>8 120 386 772</b>		<b>33 171 264</b>
Production stockée ou déstockée		90 982 479		
Production immobilisée				
Abandon d'exploitation				8 378 843 842
<b>PRODUCTION DE L'EXERCICE</b>		<b>8 211 369 250</b>		
Coûts de marchandises vendues			6 559 779 266	
Matières premières	5 877 306 095		550 410 385	
Autres approvisionnements	385 661 725			
Variations des stocks				
Coûts d'études et de prestations de services			80 695 334	
Autres consommations	93 613 036		-279 420	
Rabais, remises, ristournes obtenus sur achats				
Sous-traitance générale				
Locations	20 205 820		33 923 009	
Entretien, réparations et maintenance	35 587 488		12 677 831	
Services				
Primes d'assurances	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		232 590 383	
Déplacement, missions et réceptions	71 490 126		66 467 752	
Autres services	133 180 159		70 578 263	
Rabais, remises, ristournes obtenus sur services extérieurs			-434 178	
<b>CONSOMMATION DE L'EXERCICE</b>	<b>6 866 342 094</b>		<b>7 630 019 162</b>	
<b>- VALEUR AJOUTER D'EXPLOITATION (I-II)</b>		<b>1 345 027 156</b>		<b>748 824 680</b>

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

Page 1 of 2

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

## COMPTES DE RESULTAS

Désignation	N		N-1	
	Debit en dinars	Credit en dinars	Debit en dinars	Credit en dinars
Vente de marchandises				8 120 386 772
Production		7 059 128 028		
Produits fabriqués				
Prestations de services				
Vente de travaux				
Produits annexes				
Rabais, remises, ristournes accordés				8 120 386 772
Chiffre d'affaires net des Rabais, remises, ristournes		7 059 128 028		90 982 479
Production stockée ou déstockée		170 107 031		
Production immobilisée				
Subvention d'exploitation				8 211 369 250
<b>I - PRODUCTION DE L'EXERCICE</b>		<b>7 229 235 059</b>		
Achats de marchandises vendues			5 877 306 095	
Matières premières	4 966 455 552		385 661 725	
Autres approvisionnements	560 905 823			
Variations des stocks				
Achats d'études et de prestations de services			93 613 036	
Autres consommations	108 239 234			
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				
Primes d'assurances	17 357 089		11 236 615	
extérieurs				
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				
<b>II - CONSOMMATION DE L'EXERCICE</b>	<b>6 073 714 329</b>		<b>6 866 342 094</b>	
<b>III - VALEUR AJOUTÉE D'EXPLOITATION (I-II)</b>		<b>1 155 520 730</b>		<b>1 345 027 156</b>

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

Page 2 of 2

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

## 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	
<b>I - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION</b>		577 588 172		758 654 641
autres produits opérationnels		10 654 379		
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				29 157 028
<b>II - RESULTAT OPERATIONNEL</b>		200 023 172		354 208 829
produits financiers		3 446 424		
charges financières	80 383 708		157 356 861	
<b>I - RESULTAT FINANCIER</b>	76 937 281		156 881 030	
<b>II - RESULTAT ORDINAIRE (V+V)</b>		123 085 891		197 327 799
élément extraordinaires (produits)				
élément extraordinaires (Charges)				
<b>III - RESULTAT EXTRAORDINAIRE</b>				
impôt exigibles sur résultats ordinaires	45 291 001		50 756 793	
impôt différés (Variations) sur résultats ordinaires				
<b>IV - RESULTAT DE L'EXERCICE</b>		77 794 890		146 571 006

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

Page 2 of 2

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

## 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	
<b>IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION</b>		652 424 109		578 736 972
Autres produits opérationnels		40 557 520		
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				201 171 972
<b>V - RESULTAT OPERATIONNEL</b>		321 901 237		3 446 424
Produits financiers		1 205 395		
Charges financières	9 696 214		80 383 706	
<b>VI - RESULTAT FINANCIER</b>	8 490 819		76 937 281	
<b>VII - RESULTAT ORDINAIRE (V+VI)</b>		313 410 417		124 234 691
Elément extraordinaires (produits)				
Elément extraordinaires (Charges)				
<b>VIII - RESULTAT EXTRAORDINAIRE</b>				
Impôt exigibles sur résultats ordinaires			45 291 001	
Impôt différés (Variations) sur résultats ordinaires				
<b>IX-RESULTAT DE L'EXERCICE</b>		313 410 417		78 943 691

IMPRIME DESTINE A L'ADMINISTRATION

N.I.F 000024038227508

Désignation de l'entreprise : SARL LES MOULINS AMOR BENAMOR

Activité : SEMOULERIE ET PRODUCTION PATES ALIMENTAIRES

Adresse : ZONE INDUSTRIELLE EL FEDJOUJ W.GUELMA

Page 1 of 2

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

## COMPTES DE RESULTAS

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

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 01/01/2019 au 31/12/2019

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	798 014 416		698 993 602	
Impôts, taxes et versement assimilés	106 891 454		63 910 298	
<b>EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION</b>		<b>964 637 858</b>		<b>652 424 109</b>
Produits opérationnels		9 506 199		40 557 520
Charges opérationnelles	87 461 463		52 699 578	
Dotations aux amortissements	364 492 842		318 380 814	
Dotations				
Plus de valeur				
Pertes sur pertes de valeurs et provisions				
<b>RESULTAT OPERATIONNEL</b>		<b>522 249 752</b>		<b>321 901 237</b>
Produits financiers		912 704		1 205 395
Charges financières	13 189 671		9 696 214	
<b>RESULTAT FINANCIER</b>	<b>12 278 966</b>		<b>8 490 819</b>	
<b>RESULTAT ORDINAIRE (V+VI)</b>		<b>509 972 786</b>		<b>313 410 417</b>
Produits extraordinaires (produits)				
Charges extraordinaires (Charges)				
<b>RESULTAT EXTRAORDINAIRE</b>				
Erreurs corrigées sur résultats ordinaires	101 942 423		87 919 221	
Erreurs (Variations) sur résultats ordinaires				
<b>RESULTAT DE L'EXERCICE</b>		<b>408 030 363</b>		<b>225 491 196</b>



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 FEDJOU DJ W.GUELMA



Exercice du 01/01/2019 au 31/12/2019

Page 1 of 2

COMPTES DE RESULTAS

Désignation	N		N-1	
	Debit en dinars	Credit en dinars	Debit en dinars	Credit en dinars
<b>Produits</b>				
Produits fabriqués		11 185 772 107		8 714 365 902
Prestations de services				
Vente de travaux				
<b>Charges</b>				
Rabais, remises, ristournes accordés				
<b>Produit d'affaires net des Rabais, remises, ristournes</b>		<b>11 185 772 107</b>		<b>8 714 365 902</b>
Production stockée ou déstockée		57 934 878		-23 884 051
Production immobilisée				
Produit d'exploitation				
<b>PRODUCTION DE L'EXERCICE</b>		<b>11 243 706 985</b>		<b>8 690 481 851</b>
<b>Charges de marchandises vendues</b>				
Coûts premiers	8 084 473 997		5 840 207 218	
Coûts d'approvisionnements	912 848 155		793 345 032	
Variations des stocks				
Coûts d'études et de prestations de services				
Coûts de consommations	137 026 289		132 976 629	
Rabais, remises, ristournes obtenus sur achats				
Sous-traitance générale				
Locations	5 788 179		59 602 401	
Entretien, réparations et maintenance	31 668 291		37 476 917	
Primes d'assurances	15 798 805		19 129 120	
Documentations et divers	24 990 778		13 284 771	
Personnel extérieur à l'entreprise				
Rémunération d'intermédiaires et honoraires	14 414 494		2 870 251	
Publicité	36 753 827		138 713 181	
Déplacement, missions et réceptions	72 526 505		108 539 500	
Coûts de services	39 873 939		128 917 922	
Rabais, remises, ristournes obtenus sur services extérieurs				
<b>CONSOMMATION DE L'EXERCICE</b>	<b>9 376 183 257</b>		<b>7 275 153 841</b>	
<b>RESULTE NET A AJOUTER D'EXPLOITATION (I-II)</b>		<b>1 867 543 728</b>		<b>1 415 328 009</b>

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 OUEJAM

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

## COMpte DE RESULTAT



Page 2 of 2

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	
<b>IV-Excédent brut d'exploitation</b>		<b>861 856 877</b>		<b>964 637 858</b>
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				
<b>V-Résultat opérationnel</b>		<b>243 279 147</b>		<b>522 249 752</b>
Produits financiers		23 146 600		912 704
Charges financières	61 596 392		13 189 671	
<b>VI-Résultat financier</b>	<b>38 449 792</b>		<b>12 276 966</b>	
<b>VII-Résultat ordinaire (V+VI)</b>		<b>204 829 354</b>		<b>509 972 786</b>
Eléments extraordinaires (produits) (*)				
Eléments extraordinaires (Charges) (*)				
<b>VIII-Résultat extraordinaire</b>				
Impôts exigibles sur résultats	59 105 325		101 942 423	
Impôts différés (variations) sur résultats		1 159 000		
<b>IX - RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>		<b>146 883 029</b>		<b>408 030 36</b>

(\*) 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 5 0 8

Désignation de l'entreprise : S.A.P.L LES MOULINS AMOR BEHAMOR

Activité : SEMOULERIE ET PRODUCTION PATES ALIMENTAIRES

Adresse : ZONE INDUSTRIELLE EL FEDJOUDJ W OUELMA

Exercice du

01/01/2020

au

31/12/2020

Page 1 of 2

## COMPTES DE RESULTAT

Désignation	N			
	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				
I-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 extérieurs	Sous-traitance générale	2 526 600		
	Locations	64 746 347		5 788 179
	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				
II-Consommations de l'exercice	6 673 314 549		9 376 163 257	
III-Valeur ajoutée d'exploitation (I-II)		1 785 344 805		1 867 543 728

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية  
REPUBLIQUE ALGERIENNE DEMOCRATIQUE ET POPULAIRE

MINISTRE DE L'ENSEIGNEMENT  
SUPERIEUR ET DE LA  
RECHERCHE SCIENTIFIQUE  
UNIVERSITE 8 MAI 1945 GUELMA



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
جامعة 8 ماي 1945 قالمة

FACULTE DES SCIENCES ECONOMIQUES ET  
COMMERCIALES ET SCIENCES DE GESTION

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم علوم التسيير

DEPARTEMENT DE SCIENCES DE GESTION

الرقم: 24/2023  
قالمة في: .....

Ref : ..... D.G/F.S.E.C.S.G/UG/20.....  
Guelma le : .....

إلى السيد: .....  
.....

الموضوع: ف/ي إجراء زيارة ميدانية أو تربص

نحن رئيس قسم علوم التسيير نشهد بان:  
الطالب(ة): .....  
الطالب(ة): .....

سجل(ة) بقسم علوم التسيير سنة (أولى) / (ثانية) / (ثالثة) فرع: (علوم التسيير) / (علوم مالية)  
تخصص: .....  
موضوع الزيارة: .....

لذا نرجو من سيادتكم الموافقة لتحقيق هذه الغاية.

ولكم منافائق التقدير والإحترام

رئيس القسم  
.....  
.....  
.....

اسم و لقب و إمضاء الأستاذ المشرف  
.....

تأشيرة المؤسسة المستقبل



BOUDOUR  
Manager

## الملخص:

تهدف هذه الدراسة الى تحديد أثر تكلفة رأس المال على النمو الداخلي لمؤسسة عمر بن عمر للفترة 2009-2020، وذلك باستخدام طريقة المربعات الصغرى والاعتماد على مخرجات برنامج Eviews.12. وقد توصلت الدراسة الى وجود علاقة عكسية بين تكلفة رأس المال والنمو الداخلي وهذا معناه أن دراستنا مقبولة اقتصاديا حيث كلما انخفضت التكلفة زاد معدل النمو الداخلي والعكس صحيح، بينما احصائيا فقد توصلت الى عدم وجود معنوية إحصائية بين متغيرات الدراسة، وهذا أدى بنا الى رفض نموذج الدراسة فمن أجل قبولها يجب أن يتوفر الشرطين الاقتصادي والاحصائي معا.

## الكلمات المفتاحية:

النمو الداخلي، تكلفة هيكل رأس المال، المربعات الصغرى، Eviews.12 .

## Abstract:

This study aims to determine the impact of the cost of .12 program. The study concluded that there is an inverse relationship between the cost of capital and internal growth, which means that our study is economically acceptable because as the cost decreases, the internal growth rate increases and vice versa. However, statistically, there is no economic significance between the study variables, which led us to reject the study model. For it to be accepted, both economic and statistical conditions must be met together.

## Key words:

Internal growth, Cost of capital, Small squares.