

جامعة قاصدي مرباح - ورقلة -  
كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير



مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي

الميدان: العلوم الاقتصادية، علوم التسيير والعلوم التجارية

الشعبة: العلوم المالية والمحاسبية

التخصص: مالية المؤسسة

من إعداد الطالبة: راضية بوزنادة

بعنوان:

# تقييم سياسة الاستدانة في المؤسسة الاقتصادية

" دراسة حالة المؤسسة الوطنية للملح ENASEL  
بقسنطينة خلال الفترة (2010- 2013) "

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ : 2014/06/10

أمام اللجنة المكونة من السادة :

الدكتور/ إلياس بن ساسي (أستاذ محاضر - جامعة قاصدي مرباح ورقلة) رئيسا  
الأستاذ/ عبد الكريم بوغزاله (أستاذ مساعد - جامعة قاصدي مرباح ورقلة) مشرفا  
الأستاذ/ علي بن ساحة (أستاذ محاضر - جامعة قاصدي مرباح ورقلة) مناقشا

السنة الجامعية: 2014/2013

# المقدمة العامة

## 1- توطئة :

تعتبر المؤسسة الاقتصادية النواة الرئيسية داخل النشاط الاقتصادي والأداة المفضلة لخلق الثروة في المجتمع، حيث تمارس وظائف عديدة ومتنوعة نذكر منها على سبيل المثال وظيفة الإنتاج، وظيفة الموارد البشرية، والوظيفة المالية، ورغم أهمية هذه الوظائف المختلفة في المؤسسة إلا أن هذه الأخيرة تعتبر من أبرز وأهم هذه الوظائف، إذ هي التي تحدد مستقبل المؤسسة ومدى استمراريته وهيكلها المالي، وغيرها من المهام، فهي تلعب دورا حاسما في نجاح المؤسسة فلا يمكن لأي مؤسسة أن تقوم بنشاطها من إنتاج أو تسويق وغيرها من الوظائف دون توافر الأموال لتمويل أوجه النشاط المختلفة.

ظهرت إشكالية التمويل في الجزائر كمشكلة تحتاج إلى دراسة بعدما أشار العديد من الباحثين الجزائريين إلى أن تعثر المؤسسة الاقتصادية العمومية الجزائرية يرجع إلى الاختلال في الهياكل المالية وانخفاض الكفاءة التسييرية والتسويقية، و كذلك نتيجة التوسع الشديد في الاقتراض بسبب قصور الموارد الذاتية، وما يترتب عليه من عدم قدرة هذه المؤسسة على سداد أقساط القروض وفوائدها.

ورغم تعدد مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة الاقتصادية واختلاف أشكالها، لازال الاهتمام منصبا على الطريقة التي يتم بها تشكيل الهيكل التمويلي بين أموال الملكية وأموال الاستدانة.

## 2- إشكالية البحث :

تعتبر سياسة الاستدانة من أهم سياسات التمويل في المؤسسات الاقتصادية، وللوقوف على فاعلية هذه السياسة في المؤسسة الوطنية للملح قمنا بطرح الاشكالية التالية :

ما مدى فاعلية سياسة الاستدانة كتنقية تمويل في المؤسسة الوطنية للملح بقسنطينة خلال الفترة 2010-2013 ؟

هذا التساؤل يقودنا إلى التساؤلات الفرعية التالية :

- ماهي سياسة الاستدانة ؟ وماهو موقعها من السياسة المالية للمؤسسة ؟
- ماهو حجم الاستدانة الأمثل بالهيكل المالي للمؤسسة الذي يحقق أعلى معدلات للمردودية المالية ؟
- ماهو أثر الاستدانة على المردودية المالية بالمؤسسة الوطنية للملح ؟

## 3- فرضيات البحث :

- تعتبر الاستدانة مورد ضروري من الموارد المالية يعوض النقص في التمويل الذاتي للمؤسسة؛
- هنالك حجم استدانة أمثل يمكن المؤسسة من تحقيق أفضل مردودية مالية؛
- حجم الاستدانة في المؤسسة الوطنية للملح ليس له أثر ملحوظ على المردودية المالية للمؤسسة.

#### 4- أسباب اختيار الموضوع :

- متطلبات الإدارة المالية الحديثة الوقوف على تطبيق أدوات التسيير المالي من أجل تحليل الوضعية المالية للمؤسسة؛
- الرغبة في التعمق أكثر في دراسة مصادر التمويل الخارجية للمؤسسة؛
- محاولة الاحاطة والتمكن أكثر من مقياس مالية المؤسسة؛
- الرغبة الذاتية في البحث في مواضيع التسيير المالي.

#### 5- أهداف الدراسة :

تكمن أهداف الدراسة في :

- الاطلاع على مختلف مصادر التمويل؛
  - تناول المؤشرات المالية التي نقيس من خلالها مدى فعالية سياسة الاستدانة بالمؤسسة؛
- ونظرا لخصوصية المؤسسات الاقتصادية الجزائرية تهدف هذه الدراسة إلى التعرف على المردودية و أثر الرافعة وتطبيقهما على المؤسسة الوطنية للملح، كذلك معرفة سلوك المؤسسة نحو التمويل الخارجي.

#### 6- أهمية الدراسة :

تبرز أهمية هذا الموضوع في كونه يوضح الاتجاهات التسييرية الحديثة التي غابت عن المؤسسة الاقتصادية في المراحل السابقة وتطبيق أساليب العلمية على أرض الواقع، ومنه الوقوف على أسباب تحسن أو تدهور مردودية المؤسسة ومعرفة ما إذا كانت المؤسسة تتخذ سياسة الاستدانة كمصدر للتمويل دون التمويل الذاتي.

#### 7- حدود الدراسة :

الحدود المكانية : تمت الدراسة في المؤسسة الوطنية للملح، بقسنطينة.

الحدود الزمانية : ستجري خلال الفترة 2010-2013، وذلك بالاعتماد على ميزانيات المؤسسة وكذا جداول حسابات النتائج خلال هذه الفترة.

#### 8- منهج الدراسة :

من أجل معالجة الموضوع والوصول إلى النتائج المرجوة، اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي وهو المنهج الموافق للدراسة النظرية، الذي يستدعي جمع المعلومات وعرضها، حيث تطرقنا لوصف مصادر التمويل، الهيكل المالي الأمثل والمردودية، والتطرق لمختلف الدراسات السابقة حول الموضوع، واستخدمنا أيضا المنهج التحليلي في الجانب التطبيقي من خلال تحليل القوائم المالية للمؤسسة محل الدراسة للوصول إلى النتائج.

## 9- مرجعية الدراسة :

تم الاعتماد في الدراسة على عدد من المراجع، من بينها الكتب، الرسائل الجامعية، المجلات العلمية، بعض مواقع الانترنت لأخذ فكرة عن موضوع الدراسة، إضافة إلى القوائم المالية للمؤسسة الوطنية للملح المتمثلة في الميزانيات، جدول حسابات النتائج وجدول تدفقات الخزينة.

## 10- صعوبات الدراسة :

من بين الصعوبات التي واجهتنا في إعداد هذا البحث :

- ضيق الوقت الممنوح لإعداد البحث؛
- صعوبة اقتناء الكتب والمذكرات من المكتبة؛

## 11- هيكل البحث :

سنقوم بتحليل إشكالية مدى فعالية سياسة الاستدانة في المؤسسة الوطنية للملح واختبار صحة الفرضيات المقدمة ضمن فصلين، الأول نظري والآخر تطبيقي.

حيث تناولنا في الفصل الأول مبحثين، المبحث الأول تطرقنا فيه لدراسة الموضوع نظريا وذلك من خلال التطرق وبشكل مختصر إلى مصادر التمويل ومن ثم الهيكل المالي الأمثل وبعد ذلك المردودية وأثر الرافعة المالية، وفي المبحث الثاني تناولنا الدراسات السابقة وذلك بعرض الدراسات العربية في المطلب الأول، الدراسات الأجنبية في المطلب الثاني، ومن ثم مقارنة بين الدراسات السابقة والدراسة الحالية.

أما الفصل الثاني متعلق بالدراسة الميدانية حيث جاء المبحث الأول لذكر الطريقة والأدوات، والمبحث الثاني لعرض النتائج ومناقشتها.

جامعة قاصدي مرباح - ورقلة -  
كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير



مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي

الميدان: العلوم الاقتصادية، علوم التسيير والعلوم التجارية

الشعبة: العلوم المالية والمحاسبية

التخصص: مالية المؤسسة

من إعداد الطالبة: راضية بوزنادة

بعنوان:

## تقييم سياسة الاستدانة في

### المؤسسة الاقتصادية

" دراسة حالة المؤسسة الوطنية للملح ENASEL

بقسنطينة خلال الفترة (2010- 2013) "

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ: 2014/06/10

أمام اللجنة المكونة من السادة:

الدكتور/ إلياس بن ساسي (أستاذ محاضر - جامعة قاصدي مرباح ورقلة) رئيسا

الأستاذ/ عبد الكريم بوغزالة (أستاذ مساعد - جامعة قاصدي مرباح ورقلة) مشرفا

الأستاذ/ علي بن ساحة (أستاذ محاضر - جامعة قاصدي مرباح ورقلة) مناقشا

السنة الجامعية: 2014/2013

# الإهداء

إلى من تاهت الكلمات والعروفه في وصفها، إلى من كانت سندا في حياتي وعمرتني  
بعطفها، إلى منبع العنان "أمي الغالية" أدام الله صحتها ورعاها

إلى من أطفأ ظلمة جملي وكان خير مرشد لي نحو العلم و المعرفة، إلى من ضحى من أجل  
أن ينير دربي وطريقي "أبي العزيز" أطال الله في عمره

إلى من كانوا يضيئون لي الطريق ويساندونني ويتنازلون عن حقوقهم لإرضائي أيمن وحنان  
إلى كل أفراد عائلتي كبيرهم و صغيرهم، و أخص بالذكر جدتي الغالية التي كانت دائما  
تدعو لي بالخير و تتمنى نجاحي

إلى عمي لحسن وعائلته الكريمة

إلى من جمعني بهم القدر و كانوا خير رفقة لي : خليدة، خولة ومسعودة

وإلى جميع زملائي بالدفعة

إلى كل من وسعته ذاكرتي ولم تسعه مذكرتي فله مني ألفه سلام

# الشكر

الحمد لله الذي أنار لي درب العلم والمعرفة وأعانني ووفقني على إنجاز هذا العمل.

أتوجه بجزيل شكري الحامل لكل معاني الامتنان والعرفان بالجميل إلى الأستاذ المشرف  
"عبد الكريم بوغزالة" حفظه الله لقبوله الاشراف على هذا العمل وحسن التوجيه والمتابعة.

كما أتقدم بالشكر الجزيل إلى السيد المدير العام للمؤسسة الوطنية للملح "نبيل مغلاوي" على  
المعلومات القيمة وحسن المعاملة طيلة فترة التربص أطل الله في عمره وأمه بالصحة  
والعافية.

كذلك أتوجه بعظيم الامتنان والشكر للطالب "الطيب مداني" على كل ما قدمه لي من  
مساعدة جزاه الله كل خير.

الشكر لكل من ساعدني من قريب أو من بعيد ولو بالكلمة الطيبة.

طالبة من المولى عز وجل أن ينفع به خيرنا

فالحمد لله حتى يرضى

والحمد لله إذا رضي

والحمد لله بعد الرضا

راضية



## الملخص

تهدف هذه الدراسة إلى إبراز السلوك التمويلي للمؤسسة نتيجة لجوئها إلى الاستدانة باعتبارها مصدر التمويل الأقل تكلفة، كما حاولنا معرفة مدى فعالية سياسة الاستدانة كمصدر تمويلي للمؤسسة.

ولتحقيق هذا الغرض قمنا بإجراء دراسة ميدانية للمؤسسة الوطنية للملح بولاية قسنطينة من خلال تحديد عوامل التمويل عن طريق الاستدانة، وكذا تأثير هذه العوامل على نسبة الاستدانة بالمؤسسة.

وقد خلصت الدراسة إلى أنه عند لجوء المؤسسة للاستدانة بشكل كبير تحقق مردودية كبيرة و بالمقابل يؤدي هذا إلى إضعاف استقلاليتها المالية، كما استخلصنا أن نسبة الاستدانة على علاقة طردية مع كل من معدل النمو و المردودية، في حين كانت علاقتها عكسية مع كل من الاستقلالية المالية وتكلفة الاستدانة.

**الكلمات المفتاحية :** سياسة الاستدانة، هيكل المالي، نسبة الاستدانة، إستقلالية مالية، القدرة على السداد، تكلفة الاستدانة، مردودية، أثر الرافعة المالية.

## Résumé :

Cette étude a pour but de mettre en évidence le comportement des entreprises des conséquences de l'endettement, cette dernière est réputée un moyen utile pour le financement à moindre coût, comme on a essayé de connaître l'efficacité de cette politique.

Et pour atteindre ce but nous avons entrainé une étude sur le terrain d'une entreprise Nationale « ENASEL » producteur de sels, au niveau de leur direction financière à Constantine, et cela par détermination des moyens mis à l'entreprise en matière d'endettement pour financement des outils de productions, notons par ailleurs l'influence de ces paramètres sur la politique de l'endettement dans les entreprises.

Cette étude a abouti à une conclusion que ; l'endettement est favorable pour l'entreprise dans le cas où le service de la dette est inférieur au rendement de la dette, en tenant compte des paramètres de gestion rassurant l'efficacité des agents contribuant dans la rentabilité escompté.

**mots clés :** politique d'endettement, structure financière, taux d'endettement, autonomie financière, capacité de remboursement, coût d'endettement, rentabilité, effet de levier.

قائمة المحتويات

الصفحة	قائمة المحتويات
III	الإهداء .....
IV	الشكر .....
V	الملخص .....
VI	قائمة المحتويات .....
VII	قائمة الجداول .....
VIII	قائمة الأشكال البيانية .....
IX	قائمة الملاحق .....
أ	المقدمة .....
1	الفصل الأول: مصادر ومحددات الاستدانة.....
3	المبحث الأول: الأدبيات النظرية - الإطار المفاهيمي للدراسة - .....
17	المبحث الثاني: الأدبيات التطبيقية - الدراسات السابقة للموضوع - .....
22	الفصل الثاني: آليات تقييم سياسة الاستدانة في المؤسسة الوطنية للملح.....
24	المبحث الأول: الطريقة و الأدوات .....
27	المبحث الثاني: نتائج ومناقشة الدراسة .....
37	الخاتمة .....
41	قائمة المصادر و المراجع .....
45	الملاحق .....
56	الفهرس .....

## قائمة الجداول

رقم الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
13	ملخص إمكانية وجود هيكل مالي أمثل للمؤسسة	(1.1)
28	الميزانية الاقتصادية (الأصل الاقتصادي)	(1.2)
28	الميزانية الاقتصادية (الأموال المستثمرة)	(2.2)
29	نسبة الاستدانة في المؤسسة	(3.2)
29	تطور رقم الأعمال	(4.2)
30	نسبة الاستقلالية المالية للمؤسسة	(5.2)
30	القدرة على التمويل الذاتي	(6.2)
31	القدرة على السداد	(7.2)
31	تطور المردودية الاقتصادية	(8.2)
32	تطور المردودية المالية	(9.2)
32	تغيرات الرافعة المالية	(10.2)
32	القيم المسجلة لتكلفة الاستدانة	(11.2)
33	تغيرات أثر الرافعة المالية	(12.2)

## قائمة الأشكال

رقم الصفحة	العنوان	رقم الشكل
9	العلاقة بين تكلفة رأس المال ونسبة الاستدانة	(1.1)
9	قيمة المؤسسة	(2.1)
12	إستقلالية رأس المال عن هيكل المالي	(3.1)

قائمة الملحق

رقم الصفحة	عنوان الملحق	رقم الملحق
44	الميزانية (جانب الأصول) لسنة 2010	01
45	الميزانية (جانب الخصوم) لسنة 2010	02
46	جدول حسابات النتائج لسنة 2010	03
47	الميزانية (جانب الأصول) لسنة 2011	04
48	الميزانية (جانب الخصوم) لسنة 2011	05
49	جدول حسابات النتائج لسنة 2011	06
50	الميزانية (جانب الأصول) لسنة 2012	07
51	الميزانية (جانب الخصوم) لسنة 2012	08
52	جدول حسابات النتائج لسنة 2012	09
53	الميزانية (جانب الأصول) لسنة 2013	10
54	الميزانية (جانب الخصوم) لسنة 2013	11
55	جدول حسابات النتائج لسنة 2013	12

# الفصل الأول

## مصادر ومحددات الاستدانة

### تمهيد الفصل :

يعتبر التمويل الذاتي في العادة مصدر غير كافي لتلبية جميع الاحتياجات التمويلية للمؤسسة وعليه عادة ما تبقى عاجزة عجزا جزئيا أو كليا عن تمويل مختلف احتياجاتها بنفسها وهو الأمر الذي يجعلها تلجأ للاستدانة قصد تغطية ذلك العجز.

سنتطرق في هذا الفصل إلى مبحثين الأول متعلق بالإطار النظري للموضوع والذي يبرز مختلف مصادر التمويل، كما سيتم التطرق إلى مفهوم السلوك التمويلي الذي تتبعه المؤسسة فيما يخص التمويل وأين تكون التوليفة المثلى لهذا السلوك أي ما يسمى بالهيكل المالي الأمثل ، ومن ثم نتطرق إلى آلية أثر الرافعة من حيث مفهومها مبدئها والحالات الممكنة لها.

وفي المبحث الثاني سنقوم بإبراز أهم الدراسات في هذا المجال أي الهدف الرئيسي لهذه الدراسات وأهم النتائج التي لها علاقة بالموضوع والمقارنة بين نتائج هذه الدراسات والنتائج المتوصل إليها من خلال دراستنا هذه.

## المبحث الأول : الأدبيات النظرية - الإطار المفاهيمي للدراسة -

سنوضح من خلال هذا المبحث اللجوء للاستدانة وكذا نشير إلى بعض المفاهيم بالهيكل المالي للمؤسسة المستدينة ومن ثم مردودية وأثر الرافعة المالية.

### المطلب الأول : السياسة المالية بالمؤسسة

تعتبر السياسة المالية من أهم المحركات في سيرورة المؤسسة، وسنحاول من خلال هذا المطلب الوقوف على أهم التعاريف الموجهة لهذه السياسة وكذا إبراز بعض الأهداف التي تسعى إليها.

#### الفرع الأول : مفهوم السياسة المالية بالمؤسسة

يمكن تعريف السياسة المالية على أنها تلك القرارات التي تهدف إلى تخصيص الموارد المالية الضرورية لتحقيق الأهداف الاستراتيجية، وذلك ضمن القيود المالية التي تفرضها الوضعية المالية والامكانيات المالية المتوفرة للمؤسسة<sup>1</sup>.

#### الفرع الثاني : أهداف السياسة المالية بالمؤسسة

تواجه المؤسسة عدة قيود يفرضها المحيط المالي، حيث تضطر إلى التعامل مع هذه القيود من خلال عدة أوجه مختلفة تتحدد في الأهداف المسطرة، وتتلخص فيما يلي<sup>2</sup> :

- ضمان المستوى الأمثل من السيولة المالية، وبالتالي الرفع من قدرة المؤسسة على مواجهة الاستحقاقات المالية وتفادي مخاطر التوقف عن الدفع؛
- تحقيق مردودية عالية عن طريق عن طريق تدنئة تكاليف الاستدانة والأموال الخاصة؛
- تمويل الاستثمارات ودورة الاستغلال.

<sup>1</sup> إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس و تطبيقات، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، عمان، 2011، ص : 254.

<sup>2</sup> نفس المرجع السابق، ص : 236.



### الفرع الثاني : مصادر التمويل

تواجه المؤسسة في مراحل حياتها مشكلة أساسية تتمثل في التكيف مع المحيط المالي وإيجاد التوفيق المناسبة لتشكيلة مصادر التمويل، حيث نتناول في هذا الصدد ثلاث مصادر أساسية للتمويل :

#### أولا : التمويل الذاتي L'autofinancement

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

و للتمويل الداخلي عدة مفاهيم أو عدة تعاريف نذكر منها :

يقصد بالتمويل الداخلي الأموال المتولدة من العمليات الجارية للشركة أو من مصادر عرضية دون اللجوء إلى مصادر خارجية<sup>3</sup>؛

التمويل الذاتي كما يتبين من تسميته هو مصدر لرؤوس الأموال الخاصة بالمؤسسة والتي تستعملها لنشاطها الخاص، فهذا المصدر متكون من مصادر دائمة وهي الاهتلاكات، المؤونات، والأرباح الغير موزعة دون اللجوء إلى الاقتراض<sup>4</sup>؛ كذلك هو عبارة عن مجموع مصادر التمويل الداخلية التي خلقتها المؤسسة لنفسها<sup>5</sup>.

ومن هذه التعاريف نستخلص أن التمويل الداخلي هو عبارة عن مصدر تمويلي متولد من نشاط جاري للمؤسسة الاقتصادية، ولها حرية التصرف في استخدامه، دون شرط أو قيد وذلك بتوجيهه لتمويل الاستثمارات المستقبلية أو تمويل رأس المال العامل، ويمكن أن نقول أن التمويل الداخلي هو الضمان الوحيد على وجود المؤسسة الاقتصادية واستمرارها.

#### إيجابيات وسلبيات التمويل الذاتي<sup>6</sup> :

##### 1- الإيجابيات :

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

<sup>3</sup> عاطف وليم أندوراس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2007، ص : 406.

<sup>4</sup>Christine Collette, Gestion fiscale des entreprises, Edition Ellipses, 1998, P : 34.

<sup>5</sup> شعبان محمد، نحو اختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير (غير منشورة)، جامعة احمد بوقرة، بومرداس، سنة 2010، ص:2.

<sup>6</sup> زغود تير، محددات سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، مذكرة ماجستير (غير منشورة) في علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2009، ص : 19-20.

- يفتح المجال للاستدانة إذ يعتبر التمويل الذاتي الركيزة الأساسية لإعداد مخطط التمويل وذلك لأن الوسطاء الماليين لا يمنحون اعتمادات مالية إلا عند مستوى تمويل ذاتي يضمن قدرة المؤسسة على السداد ويحقق الفعالية الاقتصادية للنشاط.

### 2- السلبيات :

- قد يؤدي إلى فقدان اهتمام المساهمين بالمؤسسة نتيجة لتراجع الأرباح الموزعة.
- يكون التمويل الذاتي في بعض الأحيان غير كاف لتمويل كل الاحتياجات التمويلية للمؤسسة بالتالي فالاعتماد الكلي عليه قصد تحقيق عملية النمو المستقبلي تكون بشكل بطيء، ومن ثم عدم التمكن من الاستفادة من الفرص الاستثمارية المتاحة والمرجحة بسبب هذا النوع من التمويل.

### ثانيا : رفع رأس المال Relever du Capital

يعتبر فتح رأس المال للمساهمة مصدر تمويل خارجي تلجأ إليه المؤسسة عند استحالة تغطية الاحتياجات المالية كلية عن طريق الموارد المالية الداخلية كالتمويل الذاتي.

وهو عملية مالية تؤدي إلى زيادة مستوى رأس المال بواسطة المساهمة الخارجية التي يختلف حجمها باختلاف الشكل القانوني للمؤسسة<sup>7</sup>.

توجد عدة وسائل لزيادة رأس المال حسب الأهداف المحددة من طرف مسيري المؤسسة، غير أن زيادة رأس المال نقدا يعتبر الوسيلة الوحيدة التي تجلب للمؤسسة فعلا موارد مالية جديدة<sup>8</sup>.

### إيجابيات و سلبيات رفع رأس المال<sup>9</sup> :

#### 1- الإيجابيات :

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

#### 2- السلبيات :

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

<sup>7</sup> إلياس بن سامي، مرجع سبق ذكره، ص : 262

<sup>8</sup> زغود تير، مرجع سبق ذكره، ص : 20

<sup>9</sup> نفس المرجع السابق، ص : 24-25

ثالثا : الاستدانة **Endettement**

تتعدد تصنيفات الاستدانة وأنواعها باختلاف المصادر وطبيعة القروض وآجال الاستحقاق وأهمها :

**1- الدعوى العامة للإدخار L'appel direct à l'épargne**

تعد الاستدانة بواسطة الدعوى العامة للإدخار وسيلة من وسائل التمويل خاصة بالنسبة للمؤسسات الكبرى والهيئات العامة، حيث تلجأ المؤسسة إلى الجمهور من أجل الإكتتاب وإيداع أموالهم لديها<sup>10</sup>، وهناك عدة أشكال للتمويل بواسطة الإدخار من أهمها<sup>11</sup> :

• **L'émission des titres à court terme إصدار أوراق مالية قصيرة الأجل**

هي عملية مالية بموجبها تطرح المؤسسة ورقة مالية (أذونات، سندات الخزينة، شهادات الإيداع) يدفع بموجبها المقرض مبالغ مالية ويتعهد المصدر بتسديد مبلغها والفوائد عند تاريخ الاستحقاق.

• **L'émission d'obligations إصدار سندات**

تعتبر الشكل الممتاز للاستدانة بواسطة الادخار العام، وهي عملية بموجبها يتم تجزئة القرض إلى عدة أقساط حيث يسمح بزيادة فعالية الاستدانة وتركيزها الناتج عن تعدد المساهمات المالية لمبلغ محدد.

**2- الاقتراض من البنوك والوسطاء الماليين<sup>12</sup> :**

ليس باستطاعة كل المؤسسات اللجوء في تمويلها إلى السوق المالية فهو مخصص لأهم المؤسسات وأكبرها حجما، كما يمكن أن تفضل هذه الأخيرة اللجوء إلى البنوك لتمويل احتياجاتها، حيث تقسم القروض حسب الاستخدامات إلى :

• **Les crédits d'investissement قروض الاستثمار**

عادة ما تمثل الجزء الأكبر من حجم الديون، تقدم من طرف البنك أو الوسطاء الماليين بآجال متوسطة وطويلة بهدف تمويل الاستثمارات المادية والمعنوية.

• **Les crédits d'exploitation قروض الاستغلال**

تهدف قروض الاستغلال إلى تمويل دورة الاستغلال وهي قروض قصيرة الأجل تنتج أساسا عن التباعد الزمني بين عمليات البيع وآجال التحصيل، حيث لهذه القروض ارتباط مباشر بالتوازن المالي على المدى القصير.

<sup>10</sup> إلياس بن ساسي، مرجع سبق ذكره، ص : 266

<sup>11</sup> زغود تير، مرجع سبق ذكره، ص : 25

<sup>12</sup> إلياس بن ساسي، مرجع سبق ذكره، ص : 267

### • قروض الخزينة Les crédits de trésorerie

هي قروض قصيرة الأجل تخصص لدعم التوازن المالي بتوفير السيولة النقدية للخزينة خاصة عند معدل نمو مرتفع، حيث يزداد معدل استهلاك السيولة النقدية بمستويات مرتفعة وتسمى كذلك بالاعتمادات البنكية الجارية فمصدرها البنك والذي يفرض على المؤسسة دفع عمولات معينة مقابل الاستفادة من تغطية مالية آنية.

### 3- أهمية الاستدانة كمصدر للتمويل :

تكمن أهمية الاستدانة في الدور الذي تلعبه في توفير الموارد الضرورية لاستمرار النشاط وتبرز ضرورة الاستدانة بوضوح عند عدم تمكن قدرة المؤسسة على التمويل الذاتي في إحداث النمو المطلوب في رأس المال.

تعتبر الاستدانة عاملاً مهماً في مراحل نمو المؤسسة فهي متغير استراتيجي هام يساهم في تحقيق نمو الأصول الاقتصادية وبالخصوص الرفع من القدرات الإنتاجية، وهنا يستعين المسير المالي بتقنية أثر الرافعة وأثرها على المردودية وأرباح الأسهم لتقدير حجم الاستدانة الضرورية لتمويل الاحتياجات المالية.

قرار الاستدانة يساهم في التوفيق بين النمو والمخاطر المالية، أي إيجاد التوازن بين النمو والاستقلالية المالية<sup>13</sup>.

تحقق الاستدانة مزايا ضريبية تتمثل في خصم المصاريف المالية من النتيجة الخاضعة للضريبة<sup>14</sup>.

مثلما للاستدانة مردودية تتحقق من خلال اتجاه المؤسسة الاقتصادية لهذا النوع من مصادر التمويل بالمقابل نجد أن لها تكلفة تؤثر على قيمة المؤسسة الاقتصادية إيجاباً وسلباً. فقد نجد أن بعض المؤسسات تفضل القروض كمصدر من مصادر التمويل بدلا من الأسهم للاستفادة من الوفورات الضريبية، والتي تترك أثراً إيجابياً على قيمة المؤسسة، والآخر سلباً والذي قد يؤدي بالمؤسسة لمخاطر مالية تؤدي بها إلى الإفلاس.

<sup>13</sup> إلیاس بن ساسی، مرجع سبق ذكره، ص : 267

<sup>14</sup> یاسین العایب، إشکالیة تمويل المؤسسات الاقتصادية، أطروحة مقدمة لئیل شهادة الدكتوراه فی العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري، قسنطينة، 2011، ص : 256

## المطلب الثاني : الهيكل المالي الأمثل

### الفرع الأول : الهيكل المالي الأمثل

قبل أن نتطرق إلى الهيكل المالي الأمثل وحب علينا التعرف على مفهوم الهيكل المالي.

#### أولا : مفهوم الهيكل المالي

- يقصد بالهيكل المالي أو التمويلي للشركة توليفة مصادر التمويل التي اختارتها الشركة لتغطية استثماراتها<sup>15</sup>.
  - هو عبارة عن مجموعة القنوات التمويلية إما في شكل أموال قادمة للشركة من مصادر مختلفة سواء من مالكي الشركة أو من الغير في شكل قروض بكافة أنواعها، وأيضا مجموعة استخدام قنوات الأموال من استثمارات وأصول ثابتة ومستلزمات سلعية وغيرها وبقاء جزء على شكل أصول سائلة<sup>16</sup>.
  - يمثل جميع أشكال وأنواع التمويل سواء ملكية أو اقتراض وأيضا سواء مصادر قصيرة الأجل أو طويلة الأجل<sup>17</sup>.
- بعد تعرضنا لهذه التعاريف لابد أن نشير إلى التفرقة بين الهيكل المالي وهيكل رأس المال، فالأول يمثل مختلف المنابع التمويلية بكل أشكالها وأنواعها والثاني يتمثل في مختلف المنابع طويلة الأجل فقط.

ومن بين مؤشرات اختبار الهيكل المالي نجد<sup>18</sup> :

- **الاستقلالية المالية** : بحيث يقيس هذا المؤشر مدى تبعية المؤسسة للعالم الخارجي، يتم الحصول عليها بنسبة الأموال الخاصة على مجمل الديون.
- **القدرة على السداد** : عندما تتقدم المؤسسة للبنك للاستدانة، يقوم البنك بحساب هذه النسبة بقسمة الديون على القدرة على التمويل الذاتي، ويشترط أن تكون هذه النسبة أقل من ثلاثة أضعاف، حيث تعبر هذه النسبة عن تراجع احتمالات الإفلاس.

#### ثانيا : مفهوم الهيكل المالي الأمثل يقصد بأمثلية الهيكل المالي للمؤسسة مدى إمكانية اختيارها لنسبة تمويل معينة بين كل

الأموال الخاصة والديون بالشكل الذي يؤدي تدنئة تكلفة رأس المال إلى أقصى حد ممكن، وبالتالي تعظيم قيمة المؤسسة<sup>19</sup>.

ومن ثم نطرح السؤال : هل يوجد هيكل مالي أمثل ؟ الذي سنقوم بالإجابة عليه في الفرع الثاني من هذا المطلب.

<sup>15</sup> عاطف وليم أندوراس، مرجع سبق ذكره ص : 401

<sup>16</sup> أبو الفتوح علي فضالة، الهيكل التمويلية، دار الكتب العلمية للنشر و التوزيع، الاسكندرية، 1994، ص : 38

<sup>17</sup> عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياض، أساسيات التمويل و الإدارة المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2004، ص : 128

<sup>18</sup> علي بن الضب، دراسة تأثير الهيكل المالي و سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة بالبورصة، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة،

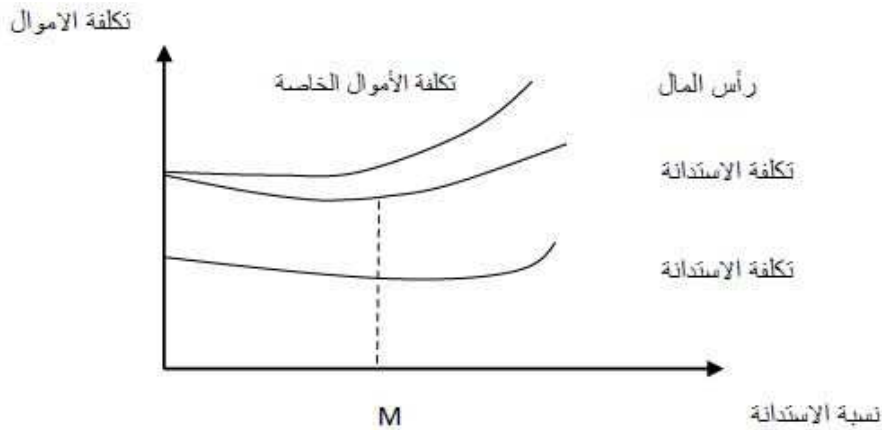
2009، ص : 84

<sup>19</sup> عبد الوهاب دادن، تحليل المقاربات حول أمثلية الهيكل المالي، مجلة الباحث، العدد 4، جامعة ورقلة، 2006، ص : 108

ثالثا : تكلفة رأس المال

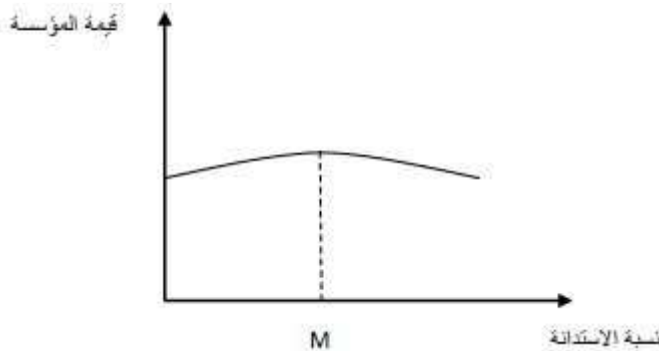
تعرف تكلفة رأس المال بأنها المتوسط الحسابي المرجح للتكاليف الناجمة عن مختلف الموارد المالية للمؤسسة<sup>20</sup>، تتعلق تكلفة رأس المال بتكلفة الأموال التي تحصل عليها الشركة بالاقتراض أو إصدار الأسهم أو احتجاز الأرباح لتستخدمها في تمويل استثماراتها<sup>21</sup>.

الشكل رقم (1.1) : العلاقة بين تكلفة رأس المال و نسبة الاستدانة



المصدر: منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، كلية التجارة، الطبعة الثانية، 2005 ص : 106

الشكل رقم (2.1) : قيمة المؤسسة



المصدر: منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، كلية التجارة، الطبعة الثانية، 2005 ص : 106

من الشكلين نلاحظ أن تكلفة رأس المال تنخفض تدريجيا مع أي زيادة في نسبة الاستدانة إلى أن تصل تلك النسبة إلى النقطة M بعدها تأخذ تكلفة رأس المال في الارتفاع. كما نلاحظ أن تكلفة الاستدانة تزايدت إلى نفس النقطة ولكن بنسبة أقل من الزيادة في تكلفة الأموال الخاصة.

<sup>20</sup> دادن عبد الوهاب، مرجع سبق ذكره، ص : 107

<sup>21</sup> <http://www.teachmefinance.com/Arabic/costofcapital.html>

إن انخفاض تكلفة رأس المال يعود إلى أن تكلفة الاستدانة تكون أقل من تكلفة الأموال الخاصة، لذلك فكلما زادت نسبة الاستدانة يؤدي إلى انخفاض تكلفة رأس المال إلى غاية مستوى معين (النقطة M) حيث أنه في هذه النقطة تكون التكلفة في حدها الأدنى وقيمة المؤسسة في حدها الأقصى، لكن بعد هذه النقطة يحدث العكس أي على الرغم من أن زيادة نسبة الاستدانة لازالت تسهم في تخفيض تكلفة رأس المال إلا أن تكلفة الأموال الخاصة تأخذ في الارتفاع بمعدلات كبيرة، ذلك أن زيادة الاستدانة لم يعد كافياً لتحقيق التخفيض في تكلفة رأس المال<sup>22</sup>.

### الفرع الثاني : أمثلة الهيكل المالي حسب الاقتصاديان موديجلياني وميلر

يعد موضوع الهيكل المالي للمؤسسة من المواضيع الحديثة التي تتميز بالتنظير المستمر، فمنذ أطروحة ميلر وموديجلياني في سنة 1958، والتي نصت على حيادية الهيكل المالي للمؤسسة في التأثير على قيمتها في عالم من دون ضرائب، أي أنه لا يوجد هيكل مالي أمثل في ظل غياب الضرائب، وبالرغم من أن ذلك الاستدلال كان بعيد الاستخدام والتطبيق في أرض الواقع لبنائه على دعائم مثالية، إلا أنه كان بمثابة نقطة البداية للبحث، بدليل رجوع الباحثان عن ذلك الاستدلال فيما بعد بإدخالهما لأثر الضرائب على قيمة المؤسسة، وهو ما فتح المجال أمام الباحثين لدراسة موضوع الهيكل المالي للمؤسسة، ذلك ما أدى إلى تعدد المدخل المفسرة للهيكل إلا أن تلك الأبحاث قد تميزت بالطابع الجدلي لمميزات وإيجابيات كل مصدر من مصادر التمويل، فتعظيم قيمة المؤسسة عن طريق تعظيم الاستدانة يصادفه خطر الإفلاس، وتآزم علاقة الصراع بين الإدارة والدائنين من وجهة نظر نظرية الوكالة، إلا أنه سلوك معقول من وجهة نظر نظرية الإشارات من خلال التشوير بنسبة الاستدانة.

يرى الاقتصاديان موديجلياني وميلر أنه لا وجود لهيكل مالي أمثل، حيث أن تكلفة رأس المال وقيمة المؤسسة مستقلتان عن هيكليهما المالي، ففي ظل تواجد سوق مالية كفؤة، وغياب الضريبة يوجد تكافؤ بين مختلف أنماط التمويل، وقد بنيت نظريتهما على ما يسمى بالتحكيم.

نميز في هذه النظرية حالتين : حالة وجود الضرائب وحالة عدم وجودها

#### أولاً : حالة عدم وجود الضرائب

ويقوم هذا المقترح على مجموعة من الافتراضات النظرية البحتة أهمها :<sup>23</sup>

- وجود سوق تتمتع بالمنافسة الكاملة، وتحكم تصرفات المتعاملين فيها المنطق الاقتصادي الرشيد.
- يتمتع المتعاملون في هذه السوق بالمعرفة الجيدة والكاملة لأوضاع السوق بسبب توفر المعلومات لهم جميعاً في الوقت نفسه.
- ليس هناك أية ضرائب على الأرباح الناجمة عن التعاملات في السوق.

<sup>22</sup> دادن عبد الوهاب، مرجع سبق ذكره، ص : 105

<sup>23</sup> أنفال حدة خبيزة، تأثير الهيكل المالي على إستراتيجية المؤسسة، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الماجستير، 2012، ص : 23.

- ليس هناك تكاليف لعقد الصفقات التي تتم في السوق و تنفيذها.
- يتصور جميع المتعاملين في السوق توقعات متماثلة بخصوص مستقبل أداء الأسهم.

وقد استخلص هذا المقترح من خلال استخدامه للبراهين الرياضية، إلى استنتاج مفاده أن المؤسسات المتماثلة في كل أنشطتها وتتمايز في هياكل تمويلها، تتساوى في القيمة السوقية، وبالتالي لن يؤثر الرفع المالي على القيمة السوقية للمؤسسات، كما ذهبت إلى النظرية التقليدية.

وعليه فإن تكلفة رأس المال عبارة عن معدل المدودية الاقتصادية الأدنى، وهي مستقلة بالنتيجة عن الهيكل المالي<sup>24</sup>.

يجدر بنا في هذا الصدد أن نشير إلى أن الاقتصاديان السابق ذكرهما قاما بجراء دراسة على مؤسستين متماثلتين ولهما نفس البيانات المالية، إلا أنهما مختلفان من حيث الهيكل المالي، لكنهما متماثلين فيما يتعلق بمجموع الديون والأموال الخاصة، أي لهما نفس الحجم من الأصول الاقتصادية.

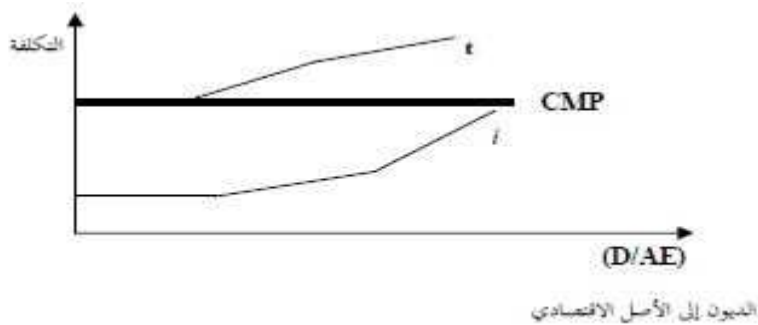
يبرهن هذان الاقتصاديان على أن قيمة المؤسسة مستقلة عن هيكلها المالي، وبأنه إذا كان هناك اختلاف في قيمتي المؤسستين محل الدراسة، فإن المساهمين في رأس مال المؤسسة المعتمدة للاستدانة سيرون أنه من فائدهم بيع أسهمهم و استبدالها بأسهم المؤسسة الأخرى التي لا تعتمد على الاستدانة، مما يؤدي بالضرورة في الأخير إلى التماثل في قيمتهما<sup>25</sup>.

و هذا ما أدى بهما فعلا إلى إستخلاص النتيجة التالية :

أن الهيكل المالي لا يؤثر في قيمة المؤسسة، كما أن التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال ثابتة مهما كانت طبيعة الهيكل المالي<sup>26</sup>.

والمنحنى الموالي يبين ذلك :

الشكل رقم (3.1) : إستقلالية تكلفة رأس المال عن الهيكل المالي



<sup>24</sup> دادن عبد الغني وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص : 5.

<sup>25</sup> أنفال حدة خبيزة، مرجع سبق ذكره، ص : 24.

<sup>26</sup> دادن عبد الغني وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص : 6.



**المصدر:** دادان عبد الغني و آخرون، دور تكلفة رأس المال في اتخاذ قرار تمويل المشروعات الصغيرة و المتوسطة و الرفع المالي كاستراتيجية للنمو الداخلي، الجزائر، 2003، ص : 5

وما يلاحظ أن تكلفة رأس المال (CMP) تتناقص طالما أن تكلفة الاستدانة (i) منخفضة، بعدها تميل إلى الثبات إلى حد ما، ثم تتزايد.

### ثانيا : حالة وجود الضرائب

يبين الاقتصاديين إجابتهما دائما على تجربة المؤسستين كما ذكرنا سابقا، و يضيفان هذه المرة فكرة حساب التدفقات السنوية التي سيستفيد منها الأشخاص الممولون أو المقرضون لكلتا المؤسستين، والنتيجة أنه في حالة الخضوع للضريبة على الأرباح فإن قيمة المؤسسة المعتمدة للاقتراض تتساوى مع قيمة نفس المؤسسة في حالة عدم اعتمادها على الاقتراض، مضافا إليها مقدار الضريبة الناجم عن فوائد الديون.

و بالتالي فإن قيمة المؤسسة المعتمدة على الاقتراض تفوق قيمة المؤسسة التي لا تعتمد على الاقتراض، إثر وجود عنصر الضريبة، مما يؤدي إلى وجود تفاوت في كل من قيمتهما في سوق الأموال الخاصة، أي في مردوديهما المالية و بالتالي الإختلاف في تكلفة رأس المال. حيث أن تدنئة هذه الأخيرة تعني تعظيم قيمة المؤسسة و نموها، غير أنه في الواقع لا يوجد حد أدنى لتكلفة رأس المال، فعلى عكس هذه الأخيرة فإنه يمكن وضع حد أدنى معين لحجم القروض<sup>27</sup>.

ومنه يمكننا تلخيص النظرية في الجدول التالي :

### الجدول رقم (1.1) : ملخص منظور إمكانية وجود هيكل مالي أمثل للمؤسسة

لا وجود لهيكل مالي أمثل	إنعدام الضرائب	MODIGLIANI & MILLER
<ul style="list-style-type: none"> <li>- قيمة المؤسسة المعتمدة على الاقتراض تفوق قيمة المؤسسة التي لا تعتمد على الاقتراض.</li> <li>- لا يوجد حد أدنى لتكلفة رأس المال، لكن يمكن وضع حد أدنى للإقتراض.</li> </ul>	وجود الضرائب	

**Source :** Jean Barreau, Jacqueline Delahye, Gestion Financière, 10eme édition, France, 2001, P :

<sup>27</sup> المرجع السابق، ص : 7.

## المطلب الثالث : المردودية و أثر الرافعة المالية

من بين العوامل المحددة لمستوى الأداء في المؤسسة هو هيكل التمويل، بالرغم من أن دور هذا الهيكل معقد و محل جدل كبير، فتحليل أثر الرافعة يسمح بإعطاء مقارنة أولية لهذه الإشكالية، فحسب هذا التحليل يمكن للاستدانة أن يكون لها تأثيران مزدوجان حسب العلاقة بين تكلفة الاستدانة ومردودية الأصول، فيكون تأثيرها إيجابيا إذا كانت مردودية الأصول كافية كما يمكن أن يكون لها تأثير سلبي إذا كانت تكلفتها غير مغطاة بمردودية كافية.

### الفرع الأول : المردودية

تتعدد استخدامات المردودية من كونها أداة لقياس الفعالية الاقتصادية للنشاط إلى كونها معيارا لاتخاذ بعض القرارات الهامة، إلى كونها وسيلة في يد متخذ القرار المالي تستخدم في قياس أثر الاستدانة والإقراض على المردودية.

### أولا : مفهوم المردودية

تعرف المردودية على أنها ذلك الارتباط بين النتائج والوسائل التي ساهمت في تحقيقها حيث تحدد مدى مساهمة رأس المال المستثمر في تحقيق النتائج المالية<sup>28</sup>.

كما تعرف على أنها قدرة المؤسسة على توليد فائض نقدي، حيث يعتبر الاستثمار ذا مردودية في حالة ما إذا نتجت عنه تدفقات نقدية داخلية تزيد عن التكلفة التي أنفقت لأجل الحصول على هذه التدفقات<sup>29</sup>.

### ثانيا : أنواع المردودية

هناك نوعان من المردودية الأول يتعلق بمفهوم المردودية من وجهة نظر المؤسسة (المردودية الاقتصادية) أما الثانية تتعلق بمفهوم المردودية من وجهة نظر المساهمين في رأسمالها (المردودية المالية).

### 1- المردودية الاقتصادية :

و التي تعبر عن قدرة المؤسسة على تحقيق الأرباح من بيع منتوجاتها في السوق، بشكل مستقل عن كل سياسة تمويل أو اهتلاك أو ضرائب على الأرباح، أي الكفاءة الصناعية و التجارية للمؤسسة.

و تمثل هذه النسبة حاصل قسمة نتيجة الاستغلال على الأموال المستثمرة سواء الأموال الخاصة أو الديون ؛ فهي معدل العائد على مجموع الأصول. والتي يجب أن تكون معتبرة في حالة انتماء المؤسسة إلى قطاع صناعي يتطلب توظيف أصول ثابتة ضخمة، أي تراجع في هذه النسبة يؤدي حتما إلى زيادة الاستدانة وتدهور التوازن المالي للمؤسسة<sup>30</sup>.

<sup>28</sup> إلياس بن ساسي و يوسف قريشي، الطبعة الثانية، ص : 267

<sup>29</sup> Pierre Baranger et autres, Gestion, fonction de l'entreprise, 2eme édition, Vuibert, paris, 1988, P : 157

يمكن حسابها وفق العلاقة التالية:

$$\text{المرودودية الاقتصادية} = \text{نتيجة الاستغلال} / \text{الأموال المستثمرة}$$

### 1- المرودودية المالية :

تعرف أيضا بأنها مرودودية الأموال الخاصة، بحيث تهتم المرودودية المالية بإجمالي أنشطة المؤسسة، و تدخل في مكوناتها كافة العناصر و الحركات المالية، حيث نأخذ النتيجة الصافية من جدول حسابات النتائج و الأموال الخاصة من الميزانية.

و يمكن حساب مرودودية الأموال الخاصة بالعلاقة التالية :

$$\text{مرودودية الأموال الخاصة} = \text{النتيجة الصافية} / \text{الأموال الخاصة}$$

حيث تحدد العلاقة أعلاه، مستوى مشاركة الأموال الخاصة في تحقيق نتائج صافية تمكن المؤسسة من استعادة و رفع حجم الأموال الخاصة، ويمكن بقراءة معمقة، تعريف مرودودية الأموال الخاصة، على أنها معدل المرودودية الاقتصادية عند مستوى استنادة معدوم<sup>31</sup>.

### الفرع الثاني : أثر الرافعة المالية

نعتبر عن أثر الرافعة المالية بالعلاقة التي نقيس بها، مرودودية الأموال الخاصة بدلالة المرودودية الاقتصادية وتكلفة الديون<sup>32</sup>. يقوم مبدأ أثر الرافعة المالية على مبدأ بسيط، فهي نتائج المرونة المكافئة المخصصة لرأس المال الخارجي عن المؤسسة، فإذا كانت مرودودية الأصول تتجاوز التكاليف المالية المدفوعة للمقرضين، يكون هذا الفائض في فائدة المساهمين، حيث يكون الحديث هنا عن أثر رافعة إيجابي، أما في الحالة العكسية، أي إذا كانت هذه المرودودية غير كافية من أجل تغطية التكاليف تنخفض مرودودية المساهمين، ويصبح هنا أثر الرافعة سلبي<sup>33</sup>.

للضريبة أثر واضح في حساب أثر الرافعة المالية حيث أن اللجوء إلى الاستنادة يؤدي إلى تقليل الوعاء الضريبي وهذا لأن الفوائد تطرح من الأرباح قبل حساب الضرائب، فالمؤسسات التي تدفع معدل مرتفع تفصل مثلا عن الأموال الخاصة لأن الوفر الضريبي لهذه المؤسسات سيكون أكبر.

يمكن تحديد علاقة أثر الرافعة المالية، انطلاقا من المعطيات التالية :

**RE** : نتيجة الاستغلال.

<sup>30</sup> بوربيعة غنية، محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة، مذكرة ماجستير، جامعة الجزائر، 2012، ص : 145

<sup>31</sup> إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص : 268

<sup>32</sup> إلياس بن ساسي، تمويل احتياجات النمو الداخلي للمؤسسة، مذكرة ماجستير (غير منشورة)، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2003

<sup>33</sup> إلياس بن ساسي و يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص : 268

**Rn** : النتيجة الصافية.

**Re** : المردودية الاقتصادية.

**Rcp** : مردودية الأموال الخاصة.

**CP** : الأموال الخاصة.

**D** : الاستدانة الصافية.

**i** : المصاريف المالية (تكلفة الاستدانة).

**IS** : معدل الضريبة على أرباح الشركات.

و يمكن صياغة أثر الرافعة المالية رياضيا كما يلي :

$$\mathbf{R_{CP} = [ Re + ( Re - i ) \times D/CP ] \times ( 1 - IS )}$$

حيث :

**(Re - i)** : الهامش بين المردودية الاقتصادية و تكلفة الاستدانة ؛

**D/CP** : الرافعة المالية و تقيس تركيبة الهيكل المالي ؛

**(Re - i) × D/CP** : أثر الرافعة المالية.

حالات أثر الرافعة المالية :

يهدف المحلل المالي من خلال حساب أثر الرافعة المالية، أي دراسة أثر الاستدانة على مردودية الأموال الخاصة، و منه تكون الاستدانة ذات أثر إيجابي على المردودية المالية، كما تكون ذات أثر سلبي في حالات معينة.

● حالة المؤسسة عديمة الاستدانة :

و هي حالة نادرة الحدوث على أرض الواقع، و عندها تمول الاحتياجات المالية حصرا بواسطة التمويل الذاتي و الرفع في رأس المال:

$$\mathbf{D = 0 \Rightarrow R_{CP} = Re \cdot ( 1 - IS)}$$

في هذه الحالة، لا يوجد أثر للرافعة المالية، و بالتالي تتساوى مردودية الأموال الخاصة مع المردودية الاقتصادية بعد اقتطاع الضريبة على الأرباح.

• حالة المؤسسة المستدينة :

تعد الاستدانة أهم مصادر التمويل، كما أنها تساهم في تحسين مستويات المردودية، الأمر الذي يؤدي إلى تحقيق نمو للقدرة على التمويل الذاتي، والتي تعتبر أهم وسائل التمويل.

يمكن أن نميز ثلاث حالات يمكن أن تتعرض لها المؤسسة<sup>34</sup> :

- حالة المردودية الاقتصادية أقل من تكلفة الاستدانة : في هذه الحالة يكون الرفع المالي في غير صالح المؤسسة، أي بزيادة الاعتماد على القروض تنخفض المردودية المالية.
- حالة المردودية الاقتصادية تساوي تكلفة الاستدانة: في هذه الحالة يكون الرفع المالي بدون أثر على المردودية المالية.
- حالة المردودية الاقتصادية أكبر من تكلفة الاستدانة : في هذه الحالة يكون الرفع المالي في صالح المؤسسة، نظرا للأثر الإيجابي للرفع المالي على المردودية المالية.

### المبحث الثاني : الأدبيات التطبيقية – الدراسات السابقة للموضوع –

بعد الاطلاع على عدد من البحوث العلمية السابقة والتي هي ذات صلة بالموضوع تم اختيار عدد من المذكرات التي قمنا بتلخيصها بذكر أهم النقاط المتوصل إليها وقسمنا هذا المبحث إلى ما يلي :

#### المطلب الأول : الدراسات العربية

☑ دراسة زغود تبر<sup>35</sup>

مذكرة ماجستير بعنوان : " محددات سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية "

هدفت هذه الدراسة إلى محاولة بناء نموذج تجريبي لتفسير السلوك التمويلي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية للقطاع العام والخاص، من خلال تطبيق الدراسة على عينة من المؤسسات الاقتصادية بالقطاعين خلال الفترة 2003-2007، كما هدفت الدراسة للكشف عن أهم الصعوبات التي تعاني منها مؤسسات القطاع الخاص في الجزائر فيما يخص سياسة الاقتراض من البنوك، وقد خلصت الباحثة من خلال هذه الدراسة أن القرارات المالية تخضع لمجموعة من المحددات من بينها : معدل المردودية الاقتصادية، معدل النمو، حجم المؤسسة، وتكلفة الاستدانة، تلعب دورا جوهريا تلعب دورا جوهريا في تفسير سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية. وبالتالي وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين

<sup>34</sup> بوربيعة غنية، مرجع سبق ذكره، ص 145

<sup>35</sup> زغود تبر، مرجع سبق ذكره

كل من تكلفة الاستدانة، معدل المردودية وبين معدل الاقتراض الإجمالي، كذلك من نتائج الدراسة أن النظرية المالية الحديثة للتمويل قادرة على تفسير سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية لكنها تعتبر غير كافية، وأن الهياكل التمويلية للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية هي هياكل مفروضة وليست مختارة.

☑ دراسة زغيب مليكة و غلاب نعيمة<sup>36</sup>

الدراسة عبارة عن ورقة بحثية بعنوان: "تحليل أساليب تمويل المؤسسات الاقتصادية"

حيث تهدف هذه الدراسة إلى استعراض أساليب تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية وتقييم البدائل التمويلية المناسبة بهدف رفع القدرة التنافسية لهذه المؤسسات بتحليل الجانب المتعلق بمصادر الأموال في ميزانيتها، من خلال دراسة حالة المجموع الصناعي العمومي للحليب ومشتقاته بعد التطرق إلى أهم مصادر تمويل المؤسسة ومحددات اللجوء إلى الاستدانة، ومن خلال دراسة القوائم المالية للمجموع خلصت الباحثتان إلى انعدام البدائل التمويلية (التمويل طويل الأجل خاصة) ومنه لجوء المؤسسة إلى التمويل الخارجي قصير الأجل، الشيء الذي انعكس سلبا على رأس المال العامل وبالتالي اختلال الهيكل المالي.

☑ دراسة بسام محمد الآغا<sup>37</sup>.

دراسة بعنوان: أثر الرافعة المالية و تكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار.

سعت هذه الدراسة لتقييم هذه العلاقة ومعرفة مقدار تأثيرها على معدل العائد الاستثماري، من خلال تطبيق الدراسة على شركات المساهمة العامة العاملة بفلسطين، حيث تم أخذ عينة مكونة من 15 شركة خلال الفترة (1999-2003). واعتمدت هذه الدراسة على المنهج الوصفي في تحليل القوائم المالية لشركات العينة. وكان من أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة وجود علاقة عكسية بين تكلفة التمويل المقترض ومعدل العائد على الاستثمار، وكذلك وجود علاقة عكسية بين الاعتماد على مصادر التمويل وتكلفة هذه المصادر، كما أثبتت الدراسة كذلك عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الرافعة المالية ومعدل العائد على الاستثمار.

<sup>36</sup> زغيب مليكة و غلاب نعيمة، تحليل أساليب تمويل المؤسسات الاقتصادية، موسوعة الاقتصاد والتمويل الإسلامي، جامعة بسكرة، 2006

<sup>37</sup> محمد بسام الآغا، أثر الرافعة المالية و تكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار، مذكرة ماجستير (غير منشورة)، جامعة غزة، فلسطين، 2005

❑ دراسة محمود فهد عبد العلي<sup>38</sup>.

الدراسة متمثلة في مقال بالمجلة العراقية للعلوم الإدارية، العدد الحادي والعشرون، بجامعة كربلاء، العراق بعنوان: أثر الرافعة المالية في كلفة التمويل و معدل العائد على حق الملكية.

تهدف هذه الدراسة إلى معرفة مدى تأثير الرافعة المالية في كلفة التمويل و معدل العائد على حقوق الملكية، وبالتالي إرشاد شركات الأعمال لاختيار هيكل التمويل الأمثل الذي يخفض تكلفة رأس المال إلى الحد الأدنى و يحقق التوازن بين العائد و المخاطرة. تناولت الدراسة إحدى أهم النسب المالية ضمن الوظيفة المالية في منشأة ألا و هي نسبة المديونية أو الرافعة المالية. فتوصلت الدراسة إلى أن الكلفة الموزونة للتمويل المقترض ترتفع بارتفاع درجة الرافعة المالية في حين أن الكلفة الموزونة للتمويل الممتلك تنخفض بارتفاع درجة الرافعة المالية.

❑ دراسة يوسف قريشي<sup>39</sup>.

أطروحة دكتوراه بعنوان: "سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر"

هدفت هذه الدراسة إلى استخلاص الخصائص المحددة لسياسة تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة الجزائرية في إطار المساهمات النظرية و نتائج الدراسات الميدانية في بيئات اقتصادية و مالية مختلفة، و قد تمت الدراسة على عينة من المؤسسات الصغيرة و المتوسطة التابعة للقطاع الخاص بالجنوب الشرقي بلغ حجمها 128 مؤسسة خلال الفترة 2001-2003 و قد استخلص الباحث أن أهم العوامل المحددة لسياسة تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة التابعة للقطاع الخاص و هي معدل المردودية، الحجم، مستوى الضمانات، معدل النمو و كذلك طبيعة القطاع.

❑ دراسة مفيدة يجياوي<sup>40</sup>

مقال بعنوان: "تحديد الهيكل المالي الأمثل في المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية"

تم تسليط الضوء على مسار عملية التمويل، إنعكاساتها و الاختلالات المالية في المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية، من أهم النتائج المتحصل عليها، هي أن تحديد الهيكل المالي لوحده غير كاف بل يجب أن يكون متبوع باستخدام أمثل للأموال المتحصل عليها، يمكن أن تعتمد في البداية على التمويل الذاتي و تحاول تحقيق مستوى مقبول من المردودية الاقتصادية التي تسمح لها بالتوجه إلى الاستدانة، ولكن بطريقة حذرة جدا نظرا لوجود عنصر المخاطرة.

<sup>38</sup> محمود فهد عبد العلي، أثر الرافعة في كلفة التمويل و معدل العائد على حق الملكية، جامعة كربلاء، العراق، العدد الحادي والعشرون.

<sup>39</sup> يوسف قريشي، سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2005

<sup>40</sup> مفيدة يجياوي، تحديد الهيكل المالي الأمثل في المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية، العدد الثالث، مجلة العلوم الانسانية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2010

## المطلب الثاني : الدراسات الأجنبية

دراسة P.Gaud et E.Jani<sup>41</sup> ✓

## « Déterminants et dynamique de la structure du capital des entreprises suisses » بعنوان

حيث اهتم الباحثان بتحليل محددات هيكل رأس المال لعينة من 106 مؤسسات صناعية بلجيكية مسعرة في البورصة خلال الفترة الممتدة من سنة 1991 إلى غاية سنة 2000 وذلك على ضوء مختلف النظريات المفسرة لهيكل رأس المال، هذه المحددات تتمثل أساسا في حجم المؤسسة، معدل حجم الضمانات، حجم المخاطر العملية، معدل المردودية الاقتصادية، إضافة إلى معدل نمو المؤسسة، حيث ترتبط المحددات الثلاثة الأولى طرديا بالنسبة للاستدانة، بينما يرتبط معدل المردودية الاقتصادية و معدل نمو المؤسسة سلبا بنسبة الاقتراض.

دراسة Faris AL-Shubiri<sup>42</sup> ✓

## و التي تندرج تحت عنوان "Determinants of Capital Structure Choice : A Case Study of "Jordanian Industrial Companies"

قامت هذه الدراسة على تحليل القوة التفسيرية لبعض النظريات الحديثة للهيكل الأمثل لرأس المال حيث تحاول فحص محددات هيكل رأس المال، و قد تمت الدراسة على عينة من الشركات الصناعية الأردنية ما بين الفترة 2004 إلى غاية 2007، تركزت نتائج هذه الدراسة حول هيكل رأس المال في الشركات الصناعية الاردنية من حيث إصدار هيكل رأس المال و محدداته و أهمية ذلك في القرار المالي الاستراتيجي الذي تتخذه الشركة بالإضافة إلى أهميته في الاشراف و تحسين بيئة المعلومات، خلص الباحث إلى وجود علاقة إيجابية ذو دلالة إحصائية ما بين حجم الشركة، هيكل الأصول، معدل النمو و الضريبة مع درجة المديونية و ذلك عند مستويات مختلفة، كما أظهرت علاقة سلبية و ذو دلالة إحصائية ما بين العائد على الأصول و درجة المديونية.

<sup>41</sup>P.Gaud et E.Jani, Déterminants et dynamique de la structure du capital des entreprises Suisse : une etude empirique, université de genève, Avril 2002.

<sup>42</sup>Faris AL-Shubiri, Determinants of capital structure choice, University for Graduate Studies, Jordan, 2010



### المطلب الثالث : مقارنة بين الدراسات السابقة و الدراسة الحالية

فيما يخص الدراسات التي تم التطرق إليها والتي لها صلة بموضوع الدراسة وحدث البعض منها مشابهاة لموضوعنا من حيث النتائج، حيث أنها تهدف لكشف العوامل المحددة لسياسة التمويل، و قد خلصت إلى أن كل من : المردودية، معدل النمو، وتكلفة الاستدانة عبارة عن عوامل محددة للسلوك التمويلي للمؤسسة أما بالنسبة لدراستنا سنحاول أن نبين كيف تؤثر كل من المردودية، وتكلفة الاستدانة على سياسة الاستدانة المتبعة من قبل المؤسسة خلال أربع سنوات. كما هدفت الدراسة إلى إيجاد المتغيرات الأساسية التي تحكم لجوء المؤسسات إلى الاستدانة كعامل التكلفة، وكذا الوقوف على آلية المردودية المالية وأثرها على مستوى استدانة المؤسسة، كذلك أهم المتغيرات التي تحكم الأثر السلبي أو الإيجابي وقياس كل من الاستقلالية المالية و القدرة على السداد.

### خلاصة الفصل :

حاولنا خلال هذا الفصل التطرق للأدبيات النظرية و التطبيقية و التي لها صلة مباشرة بالموضوع، و ذلك بأخذ أهم العناصر التي لها علاقة بالموضوع، حيث أننا ومن خلال التطرق لهذا الفصل تم استخلاص العديد من النقاط، ففيما يخص الإطار النظري نستخلص أن الاستدانة لها عدة مصادر كما أنها تقسم إلى عدة أنواع، فنجد منها ديون طويلة و متوسطة الأجل كما نجد ديون قصيرة الأجل، بالإضافة إلى تقسيم الديون بحسب الاستخدامات فهناك قروض استثمار، قروض استغلال و قروض الخزينة.

ونجد أن هناك سلوك تمويلي تتبعه المؤسسة وهو ما يسمى بالهيكل المالي، حيث يكون هذا الأخير أمثل عند التوليفة التي تحقق أدنى تكلفة رأس مال وتعظيم قيمة المؤسسة، كذلك استخلصنا أن لتكلفة الاستدانة أثران الأول إيجابي و يتمثل في الوفورات الضريبية و الآخر سلبي و الذي قد يؤدي بالمؤسسة لمخاطر مالية تؤدي بها إلى الإفلاس.

و تطرقنا من خلال هذه الدراسة إلى المردودية بحيث أن هناك آليات محددة للمردودية المالية وهي المردودية الاقتصادية لذا على المؤسسة التحكم في هذه الأخيرة، و إذا كان معدل المردودية الاقتصادية أكبر من تكلفة الديون يكون أثر الرافعة موجب.

## الفصل الثاني

آليات تقييم سياسة الاستدانة  
في المؤسسة الوطنية للملح

### تمهيد :

بعد الدراسة النظرية لهذا المبحث والمتمثلة في الفصل السابق نقوم في هذا الفصل بإسقاط الجانب النظري على الواقع وذلك بإجراء دراسة ميدانية على المؤسسة الوطنية للملح محاولين إبراز الجوانب المتعلقة بموضوع دراستنا.

إن بحثنا المتعلق بموضوع تقييم سياسة الاستدانة في المؤسسة، مثله مثل أي بحث علمي، يتطلب تحديد الإطار المنهجي للدراسة الميدانية، طالما أن هذا الإطار يعتبر أساس تنظيم الأفكار والمعلومات من أجل البحث عن الحقائق والوصول إلى النتائج، كما أنه يسمح بدراسة الموضوع بطريقة سهلة وواضحة.

وهذا الفصل يتكون من مبحثين، الأول سنتناول فيه الطريقة والأدوات والثاني النتائج المتوصل إليها ومناقشتها، كما تم الاعتماد على برنامج Excel في حساب النسب والقيم.

## المبحث الأول : الطريقة والأدوات

يتناول هذا المبحث وصفاً لمجتمع الدراسة وعينتها، وكذلك أداة الدراسة المستخدمة وطرق إعدادها، كما يتضمن وصف لبعض الإجراءات التي تمت في اختيار أدوات الدراسة وتطبيقها.

### المطلب الأول : طريقة الدراسة

إن لكل بحث طريقة دراسة معينة يتم الاعتماد عليها وتختلف هذه الأخيرة من بحث لآخر وذلك حسب طبيعة الدراسة، وللإجابة على الإشكالية المطروحة واستخلاص النتائج قمنا بالدراسة الميدانية وذلك من خلال إسقاط الدراسة النظرية على أحد المؤسسات الاقتصادية، سنتطرق إلى عرض الطريقة من خلال تقديم عينة الدراسة وتحديد متغيرات الدراسة.

### الفرع الأول : مجتمع وعينة الدراسة

#### ✓ مجتمع الدراسة :

تم اختيار المؤسسة الوطنية للملح ENASEL كعينة من المجال الاقتصادي، والتي بدورها تمثل المؤسسة الأم، ويعود اختيارنا لها المؤسسة لكبر حجمها ومكانتها الاقتصادية، وأيضاً على أساس الخبرة المتواجدة فيها وتوفرها على مختصين يرجون الأفضل للشركة، كما أن المؤسسة تعتمد على التحليل المالي في تقييم أداؤها مما سيساعدنا على إبراز فعالية سياسة الاستدانة بالمؤسسة، وهذا ما جذب اهتمامنا لأنه يمثل مرتكز من مرتكزات الموضوع.

وفيما يلي نقدم تعريفاً موجزاً للمؤسسة الوطنية للملح :

نشأت المؤسسة الوطنية للملح بتاريخ 10 جويلية 1983 بعد إعادة هيكلة المؤسسة الوطنية للبحث واستغلال المناجم "SONAREM"، برأسمال يقدر بـ 1 600 000 000 دج، وهي تعد أكبر منتج وموزع جزائري للملح، ويتواجد المقر الاقتصادي للمؤسسة بقسنطينة، أما مصادر إنتاجها فهي موزعة في خمسة وحدات.

توظف المؤسسة 1000 عامل بالنسبة لـ 14 وحدة إنتاج وتوزيع منتشرة على كامل التراب الوطني.

الشكل القانوني : شركة مساهمة SPA.

#### ✓ عينة الدراسة :

تتكون عينة الدراسة من مصلحة المحاسبة والمالية والتي تتضمن رئيس مصلحة المحاسبة والمالية، وفرعين الأول للمحاسبة والثاني للمالية، ولقد تم اختيار هذه المصلحة نظراً لطبيعة الموضوع المدروس وحتى تكون الدراسة شاملة وموضوعية.

الفرع الثاني : طريقة جمع وتلخيص المعلومات

بغرض تنفيذ أهداف الدراسة، واختبار فرضياتها تم جمع المعطيات اللازمة والمتمثلة في :

- ✓ بيانات أولية : تمت بجمع المعطيات والبيانات المالية المتمثلة في الميزانيات وجداول حسابات النتائج للمؤسسة الوطنية للملح خلال الفترة 2010-2013.
- ✓ بيانات ثانوية : وتتمثل في الكتب والمجلات، بالإضافة إلى الدراسات والمقالات السابقة المتعلقة بالموضوع.

الفرع الثالث : تحديد متغيرات الدراسة

✓ المتغير التابع :

سياسة الاستدانة، وهو متغير كمي يتطلب لقياسه معلومات ذات طبيعة مالية والمتمثلة في مخرجات المؤسسة من القوائم المالية وهذا بغرض تقييم سياسة الاستدانة للمؤسسة الوطنية للملح بقسنطينة لمعرفة فاعلية هذه السياسة كمصدر تمويل للمؤسسة.

✓ المتغيرات المستقلة :

المردودية، أثر الرافعة، الاستقلالية المالية، القدرة على السداد، تكلفة الاستدانة ومعدل النمو.

✓ قياس متغيرات الدراسة:

نسبة الاستدانة : ديون طويلة متوسطة وقصيرة الأجل على مجموع الأصول؛

الاستقلالية المالية : الأموال الخاصة على مجموع الخصوم؛

القدرة على السداد : الديون المالية إلى القدرة على التمويل الذاتي

المردودية الاقتصادية: نتيجة الاستغلال على الأصل الاقتصادي؛

المردودية المالية: النتيجة الصافية على الأموال الخاصة؛

الرافعة المالية : المردودية المالية مطروح منها المردودية الاقتصادية؛

أثر الرافعة المالية : المردودية المالية مطروح منها تكلفة الاستدانة مضروبة في الرافعة المالية

### المطلب الثاني : أدوات الدراسة

#### الفرع الأول : أدوات معالجة المعطيات

تمت المعالجة عن طريق ملاحظة وتحليل الوثائق المقدمة من طرف المؤسسة حيث أخذنا أهم العناصر التي تساعدنا على حساب بعض النسب كالمردودية ( المردودية الاقتصادية والمردودية المالية ) للوصول إلى أثر الرافعة المالية، كذلك حساب نسبة الاستقلالية المالية والقدرة على السداد.

#### الفرع الثاني : الأساليب الإحصائية المستخدمة

استخدمنا المنهج الوصفي التحليلي لتحديد طبيعة العلاقة بين المتغير التابع والمتغير المستقل، ومن أجل تحقيق أهداف الدراسة واختيار فرضياتها تم استخدام برنامج Microsoft Office Excel 2010 لحساب مختلف النسب بالإضافة إلى رسم الأشكال البيانية.

### المبحث الثاني : نتائج ومناقشة الدراسة

سنتناول في هذا المبحث مطلبين، الأول يتمثل في عرض النتائج المتعلقة بمحددات قياس نسبة الاستدانة، أما في المطلب الثاني سنتعرض لتحليل ومناقشة نتائج الدراسة.

#### المطلب الأول : عرض نتائج الدراسة التطبيقية

قبل عرض النتائج وتحليلها نقوم بإعداد الميزانية الاقتصادية للمؤسسة خلال الفترة 2010-2013

✓ إعداد الميزانية الاقتصادية

## الجدول رقم (1.2) : الميزانية الاقتصادية (الأصل الاقتصادي)-

البيان	2010	2011	2012	2013
الاستثمارات الصافية	1 701 301 244,75	1 700 357 507,18	1 533 649 281,67	1 823 207 112,11
قيم الاستغلال	290 073 722,61	292 230 838,07	328 330 834,11	385 973 199,85
قيم قابلة للتحقيق	151 082 176,54	164 596 627,05	150 292 000,46	188 649 494,30
ديون قصيرة الأجل	228 935 042,19	251 198 212,59	218 995 406,92	239 349 550,95
<b>BFR</b>	<b>212 220 856,96</b>	<b>205 629 252,53</b>	<b>259 627 427,65</b>	<b>335 273 143,20</b>
الأصل الاقتصادي	1 913 522 101,71	1 905 986 759,71	1 793 276 709,32	2 158 480 255,31

المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على وثائق المؤسسة

## الجدول رقم (2.2) : الميزانية الاقتصادية (الأموال المستثمرة)

البيان	2010	2011	2012	2013
الأموال الخاصة	1 758 141 963,27	2 151 893 679,76	2 253 412 062,57	2 303 711 424,23
الديون المالية	401 515 674,46	81 050 459,91	185 676 278,47	457 706 860,71
متاحات	246 135 536,02	326 957 379,96	645 811 631,72	602 938 029,63
الإستدانة الصافية	155 380 138,44	- 245 906 920,05	- 460 135 353,25	- 145 231 168,92
الأموال المستثمرة	1 913 522 101,71	1 905 986 759,71	1 793 276 709,32	2 158 480 255,31

المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على وثائق المؤسسة



الفرع الأول : حساب نسبة الاستدانة و نمو رقم الأعمال

أولا : نسبة الاستدانة

معدل الاستدانة هو المتغير التابع في هذه الدراسة ويشير إلى مدى مساهمة الديون في تمويل أصول المؤسسة حيث يتم حسابه على أساس مجموع الالتزامات إلى مجموع الأصول سنقوم بتجزئة هذا المتغير إلى :

- نسبة الاستدانة طويلة و متوسطة الأجل : و التي يتم حسابها على أساس الديون طويلة و متوسطة الأجل إلى إجمالي الأصول.

- نسبة الاستدانة قصيرة الأجل : و تحسب بقسمة الديون قصيرة الأجل على إجمالي الأصول

بالنسبة للمؤسسة كانت نسبة الاستدانة كما هو مبين في الجدول التالي :

الجدول رقم (3.2) : نسبة الاستدانة في المؤسسة

2013	2012	2011	2010	البيان
0,079762769	0,082388453	0,1011207	0,095845158	نسبة الاستدانة قصيرة الأجل
0,152529914	0,069853434	0,03262714	0,168097172	نسبة الاستدانة طويلة الأجل
0,232292683	0,152241887	0,133747839	0,26394233	نسبة الاستدانة الاجمالية

المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على وثائق المؤسسة

ثانيا : نمو رقم الأعمال

سنعرض تغيرات رقم الأعمال في الجدول التالي :

الجدول رقم (4.2) : تطور رقم الأعمال

2013	2012	2011	2010	
1 097 368 718,41	1 047 836 026,48	1 255 707 580,57	1 024 459 400,22	رقم الأعمال
%4,72	%16,55-	%22,57	-	نمو رقم الأعمال

المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على وثائق المؤسسة

الفرع الثاني : القدرة على السداد والاستقلالية المالية

أولا : الاستقلالية المالية

تعكس هذه النسبة مدى استقلالية المؤسسة من دائيتها، وتحسب بقسمة الأموال الخاصة على مجموع الخصوم، والنتائج المسجلة مبينة في الجدول التالي :

الجدول رقم (5.2) : نسبة الاستقلالية المالية للمؤسسة

2013	2012	2011	2010	البيان
2 120 195 693,65	2 067 381 412,38	1 953 198 880,97	1 656 687 806,29	الأموال الخاصة
3 000 767 835,89	2 658 083 747,96	2 484 142 352,26	2 388 592 679,92	مجموع الخصوم
<b>0,71</b>	<b>0,78</b>	<b>0,79</b>	<b>0,69</b>	الاستقلالية المالية

المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على وثائق المؤسسة

ثانيا : القدرة على السداد

للوصول إلى نسبة القدرة على السداد وجب حساب القدرة على التمويل الذاتي بجمع النتيجة الصافية + مخصصات الإهلاك و المؤونات، و النتائج مسجلة في الجدول التالي :

الجدول رقم (6.2) : القدرة على التمويل الذاتي

2013	2012	2011	2010	البيان
52 814 281,27	108 384 939,41	133 295 849,60	30 000 041,42	النتيجة الصافية
				مخصصات الإهلاك و المؤونات
152 997 828,89	133 021 852,33	141 147 373,45	171 358 424,34	
<b>205 812 110,16</b>	<b>241 406 791,74</b>	<b>274 443 223,05</b>	<b>201 358 465,76</b>	القدرة على التمويل الذاتي

المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على وثائق المؤسسة

و من ثم سنقوم بقياس القدرة على السداد بقسمة القدرة على التمويل الذاتي/الديون و فيما يلي النتائج خلال فترة الدراسة :

## الجدول رقم (7.2) : القدرة على السداد

2013	2012	2011	2010	البيان
457 706 860,71	185 676 278,47	81 050 459,91	401 515 674,46	الديون المالية
205 812 110,16	241 406 791,74	274 443 223,05	201 358 465,76	القدرة على التمويل الذاتي
2,22	0,76	0,29	1,99	القدرة على السداد

المصدر : من إعداد الطلبة بالاعتماد على وثائق المؤسسة

## الفرع الثالث : مردودية المؤسسة و الرفع المالي

يعتبر مؤشر المردودية من أبرز و أهم المؤشرات المساعدة على اتخاذ القرار التمويلي، كما تعكس قدرة و كفاءة المؤسسة في تحقيق الإيرادات و التحكم في التكاليف و خاصة تكلفة الاستدانة عند الاستخدام المتزايد للديون، و بالتالي نجد المسير يسعى إلى التوفيق بين المردودية والنمو من جهة، و كذا تحقيق الاستقلالية المالية من جهة أخرى وذلك باستخدام آلية أثر الرافعة المالية.

## أولا : نسبة المردودية الاقتصادية

وتقاس بعلاقة نتيجة الاستغلال بالنسبة للأصول الاقتصادية كما هو مبين في الجدول التالي :

## الجدول رقم (8.2) : تطور المردودية الاقتصادية

2013	2012	2011	2010	
39 957 453,04	102 037 616,68	132 837 246,90	45 870 715,09	نتيجة الاستغلال
2 158 480 255,31	1 793 276 709,32	1 905 986 759,04	1 913 522 101,71	الأصل الإقتصادي
%1,8	%5,7	%7,0	%2,4	المردودية الاقتصادية

المصدر : من إعداد الطلبة بالاعتماد على وثائق المؤسسة

## ثانيا : نسبة المردودية المالية

تعبر عن مدى مردودية الأموال الخاصة أو مدى مساهمتها في تحقيق النتيجة و تقاس بقسمة النتيجة الصافية على الأموال الخاصة و النتائج مبينة في الجدول التالي :

## الجدول رقم (9.2) : تطور المردودية المالية

2013	2012	2011	2010	
52 814 281,27	108 384 939,41	133 295 849,60	30 000 041,42	النتيجة الصافية
2 303 711 424,23	2 253 412 062,57	2 151 893 679,76	1 758 141 963,27	الأموال الخاصة
<b>%2,4</b>	<b>%2,5</b>	<b>%6,8</b>	<b>%1,8</b>	المردودية المالية

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على وثائق المؤسسة

## ثالثا: الرافعة المالية

وهي النسبة التي تقيس تركيبة الهيكل المالي وتحسب عن طريق الفرق بين المردوديتين و فيما يلي نسب الرافعة المالية خلال فترة الدراسة :

## الجدول رقم (10.2) : تغيرات الرافعة المالية

2013	2012	2011	2010	
0,0249	0,0524	0,0682	0,0181	المردودية المالية
0,0185	0,0569	0,0696	0,0239	المردودية الاقتصادية
<b>0,0063</b>	<b>-0,0044</b>	<b>-0,0014</b>	<b>-0,0058</b>	الرافعة المالية

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على وثائق المؤسسة

## رابعا : تكلفة الاستدانة خلال الفترة 2010-2013 :

يتم قياس تكلفة الاستدانة بقسمة المصاريف المالية إلى إجمالي الديون المالية و النتائج موضحة في الجدول التالي :

## الجدول رقم (11.2) : القيم المسجلة لتكلفة الاستدانة

2013	2012	2011	2010	
8 261 281,09	- 1 100 564,76	- 1 729 078,00	- 19 089 464,60	صافي المصاريف المالية
457 706 860,71	185 676 278,47	81 050 459,91	401 515 674,46	الديون المالية
<b>%1,80</b>	<b>-%0,59</b>	<b>-%2,13</b>	<b>-%4,75</b>	تكلفة الاستدانة

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على وثائق المؤسسة

خامسا : تغيرات أثر الرافعة المالية :

وتحسب بالعلاقة التالية : (المردودية الاقتصادية - تكلفة الاستدانة) × الرافعة المالية

الجدول رقم (12.2) : تغيرات أثر الرافعة المالية

2013	2012	2011	2010	
0,0185	0,0569	0,0696	0,0239	المردودية الاقتصادية
0,018	-0,0059	-0,0213	-0,0475	تكلفة الاستدانة
0,0063	-0,0044	-0,0014	-0,0058	الرافعة المالية
<b>0,0031</b>	<b>-0,027</b>	<b>-0,012</b>	<b>-0,041</b>	أثر الرافعة

المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على وثائق المؤسسة

### المطلب الثاني : تحليل ومناقشة نتائج الدراسة

الفرع الأول : تحليل و تعليل مخرجات التقارير المدروسة

أولا : تحليل الميزانية الاقتصادية

تبين الميزانية أعلاه استخدامات المؤسسة و مواردها — 4 سنوات متتالية.

فنشاط المؤسسة يولد احتياجا في رأس المال العامل خلال السنوات الأربعة إذ أنها أعطت قيم موجبة و متذبذبة، فقد حققت أكبر احتياج سنة 2013 و الذي يقدر بـ 335 273 143,20 ذلك ما يدل على أن معدل دوران المخزون و الحقوق أقل من معدل دوران الديون، من الممكن أن يؤثر هذا المؤشر على القرارات المالية لكن ليس بشكل كبير فهناك مؤشرات أخرى أحسن لتقييم هذه السياسة.

كذلك تمكنت المؤسسة من الاستفادة من مصدر تمويلي متمثل في التمويل الذاتي الذي رفع الأموال الخاصة من سنة لأخرى إلى أن تصل إلى 2 303 711 424,23 سنة 2013 و ذلك نتيجة لتخصيص النتيجة بالاحتياطات، و الذي ساهم إضافة إلى ذلك في قدرة المؤسسة على تسديد أقساط القروض و تحويل الاستدانة الصافية من قيمة موجبة سنة 2010 إلى قيم سالبة في باقي السنوات، و ذلك يحسن من صورة المؤسسة اتجاه الدائنين.

### ثانيا : تحليل نسبة الاستدانة في المؤسسة

من خلال النتائج المبينة في الجدول أعلاه سجلت أعلى قيمة لنسبة الاستدانة مقدرة بـ 26.39% سنة 2010 أين أخذت المؤسسة أكبر قرض مقارنة بالسنوات الأخرى، وقد كانت في هذه السنة نسبة الاستدانة طويلة الأجل أكبر من الاستدانة قصيرة الأجل، بينما بلغت نسبة الاستدانة أقل قيمة لها و المقدرة بـ 13.37% في سنة 2011.

### ثالثا : تحليل معدل النمو

خلال فترة الدراسة كان للمؤسسة رقم أعمال متباين، حيث كان بقيمة 1 024 459 400,22 في سنة 2010، ثم ارتفع إلى 1 255 707 580,57 سنة 2011. بمعدل نمو قدره 22.57% ليعود و ينخفض سنة 2012، ثم يرتفع مجددا بمعدل نمو قدره 47.27%، و هذا التغير يقابله نفس التغير في نسبة الاستدانة طويلة الأجل.

### رابعا : تحليل النتائج المتعلقة بالاستقلالية المالية

تعبر هذه النسبة عن مدى استقلالية الوحدة ماليا ومدى اعتمادها على أموالها الخاصة، و من الجدول نلاحظ أن المؤسسة سجلت نسب خلال سنوات الدراسة على التوالي 0.69، 0.79، 0.78 و 0.71. و بالتالي نلاحظ أن النسبة خلال سنوات الدراسة فاقت النسبة المرجعية و المقدرة ب 0.5 ما يعكس قدرة المؤسسة على رفع استقلاليتها المالية حيث استطاعت تغطية جميع ديونها بواسطة أموالها الخاصة و ذلك نتيجة سياستها المتبعة و هي تقليص الديون إلى أدنى مستوياتها. من خلال النتائج المتوصل إليها، نجد أن المؤسسة تتمتع باستقلالية مالية و كان أعلى مستوى لها سنة 2011 ب 79% من إجمالي المصادر التمويلية، كما أن مديونيتها لا بأس بها و كانت أقل من 50% خلال سنوات الدراسة ما يعطي التفاؤل تجاه مديونية المؤسسة.

### خامسا : تحليل النتائج المتعلقة بنسبة القدرة على السداد

نلاحظ أن معدل القدرة على السداد طوال فترة الدراسة أقل من النسبة المرجعية والتي تقدر بـ 2.5 فكلما كانت المعدلات أقل كلما زادت الديون طويلة الأجل، فالنشاط يولد موارد كافية للتسديد السريع أي أن المؤسسة تتمتع بنسبة على التسديد معتبرة، كما نلاحظ أنه في سنتي 2011 و 2012 تقل النسبة عن الواحد و ذلك راجع إلى أن الديون المالية أقل من القدرة على التمويل الذاتي، بينما في تفوق النسبة في سنتي 2010 و 2013 الواحد بسبب تفوق الديون المالية على القدرة على التمويل الذاتي.

سادسا : تحليل المردوديات

إن أول خطوة نقوم بها هي دراسة أثر الرافعة المالية و التي بدورها تتطلب تشخيص كل من المردودية الاقتصادية و المردودية المالية حيث قمنا بحساب كل منهما في الجداول رقم 6 و 7 خلال سنوات الدراسة.

- ✓ لقد تم احتساب المردودية الاقتصادية بالاعتماد على نتيجة الاستغلال إلى الأصل الاقتصادي، نلاحظ أنها نسب ضعيفة نظرا لضعف النشاط الاستثماري في المؤسسة تميزت خلال فترة الدراسة بتغيرات عديدة، و يعود سبب هذه التغيرات بشكل أساسي إلى التغير في نتيجة الاستغلال المحققة في كل سنة، فمعدل المردودية الاقتصادية يشهد ارتفاعا من نسبة 2.4% سنة 2010 إلى نسبة 7% سنة 2011 و ذلك راجع لزيادة مصاريف المستخدمين و مصاريف الاستغلال، و هي أعلى نسبة خلال سنوات الدراسة يليه انخفاض إلى نسبة 5.7% سنة 2012 بسبب الارتفاع الملحوظ في الأصول الاقتصادية إضافة إلى انخفاض نتيجة الاستغلال و يستمر بالانخفاض إلى نسبة 1.8% سنة 2013.
- ✓ و بالنظر إلى المردودية المالية نجد أن هناك تذبذبات و التي تعتبر استجابة للتغيرات التي عرفتها المردودية الاقتصادية، كذلك نلاحظ أنه هناك عائد على رأس المال عبر سنوات الدراسة، و المتمثل في النتيجة الموجبة و كذلك الزيادة في الأموال الخاصة.

سابعا : أثر الرافعة المالية

بعد دراسة كل من المردودية المالية و المردودية الاقتصادية تأتي إلى دراسة العلاقة بينهما و التي تفسرها أثر الرافعة المالية، نلاحظ من خلال الرفع المالي على المؤسسة في كل من السنوات 2010، 2011، 2012 أن أثر الرافعة المالية سالب و يدعى بأثر المطرقة وهذا راجع للأثر السلبي لكل من المردودية الاقتصادية و المردودية المالية للمؤسسة المفسر بنتيجة الاستغلال و النتيجة الصافية لهذه الدورة و كذا لجوء المؤسسة إلى الاستدانة بشكل غير صحيح مما انعكس سلبا على المؤسسة.

ومن جهة أخرى في سنة 2013 أصبح أثر الرافعة المالية موجب نظرا للتأثير الايجابي لاستدانة هذه المؤسسة على مردوديتها فكلما انخفضت الاستدانة ارتفعت نسبة المردودية المالية فالمؤسسة تمكنت من تحقيق مردودية اقتصادية تغطي تكلفة الاستدانة، حيث تحقق دورة الاستغلال فوائض مالية بعد تغطية كل احتياجاتها الداخلية و بالتالي يستوجب على المؤسسة توظيف هذه الفوائض في مكافآت رأس المال لتمويل استثماراتها.

- حققت المؤسسة نسب مردودية ضعيفة نظرا لضعف النشاط الاستثماري في المؤسسة خلال سنوات الدراسة حيث بلغت أعلى قيمة لها سنة 2011 مقدرة بـ 7%.
- حققت المؤسسة قيمة سالبة في مؤشر الرافعة المالية خلال السنوات 2010، 2011، 2012، وهذا راجع لكون نسبة المردودية الاقتصادية تفوق نسبة المردودية المالية، و في سنة 2013 تأخذ قيمة موجبة، فسلوكها يتبع سلوك المردودية المالية و الاقتصادية.

- وجود علاقة طردية بين معدل النمو ونسبة الاستدانة أي أن نمو المؤسسة يؤثر على نسبة الاستدانة طويلة الأجل في المؤسسة التي تهدف إلى النمو وتحقيق مردودية.
- من خلال دراسة مؤشر القدرة على السداد خلصنا إلى وجود علاقة طردية بين نسبة الاستدانة و القدرة على السداد حيث أنه كلما كانت قيمة مؤشر القدرة على السداد أكبر زادت نسبة الاستدانة.
- كلما اقتربت المؤسسة من سياسة الاستدانة أدى بها ذلك إلى التبعية أكثر، وبالتالي نستنتج بأن سياسة التمويل عن طريق الاستدانة على علاقة عكسية مع نسبة الاستقلالية المالية.



### خلاصة الفصل :

تعتبر المؤسسة الوطنية للملح من بين أهم المؤسسات التي تنشط على مستوى الوطن وقد اخترنا وحدة قسنطينة أين تمت الدراسة الميدانية محاولة تقييم سياسة الاستدانة خلال الفترة (2010-2013)، حيث حاولنا ربط الجانب النظري بالجانب التطبيقي لمعرفة تأثير كل من المتغيرات المستقلة (المردودية، أثر الرافعة، الاستقلالية المالية، القدرة على السداد ومعدل النمو) على نسبة الاستدانة بالمؤسسة.

من خلال الدراسة توصلنا إلى أن المؤسسة حققت أكبر نمو في رقم الأعمال سنة 2013، فيما حققت أكبر استقلالية مالية سنة 2011، وكانت نسبة الرفع المالي خلال الثلاث سنوات الأولى سلبية و بالتالي على المؤسسة المزج بين التمويل الذاتي و الاستدانة.

الخاتمة

## الخاتمة

حاولنا من خلال هذا البحث الإجابة على الإشكالية المطروحة و المتمثلة في التساؤل الجوهرى التالى : ما مدى فاعلية سياسة الاستدانة فى المؤسسة الوطنية للملح ؟

يهدف الفصل الأول إلى التعرف على مصادر التمويل المتعلقة بالمؤسسة، فقد تطرقنا فى المبحث المتعلق بالأدبيات النظرية إلى المفاهيم المتعلقة بالتمويل الذاتى، الرفع فى رأس المال و كذا اللجوء للاستدانة، كما حاولنا تبيان التوليفة المثلى للهيكال المالى الأمثل فى ظل وجود الضرائب و غيابها، كذلك تطرقنا إلى آلية أثر الرافعة و حالتها بالنسبة للمؤسسة الاقتصادية، كما حاولنا الإلمام فى المبحث الثانى بأهم ما أوتى من دراسات سابقة فى هذا المجال. و فى الفصل التطبيقى الذى تناولنا فيه تشخيص الوضعية المالية انطلاقاً من الميزانية الاقتصادية و جدول حسابات النتائج، و بعد ذلك قمنا بدراسة تحليلية للمردودية المالية و الاقتصادية وصولاً إلى أثر الرافعة.

و قد ارتأينا أن تضمن هذه الخاتمة النتائج المتعلقة بالبحث و مقارنة النتائج المتوصل إليها مع الدراسات السابقة و من ثم ذكر توصيات و آفاق البحث.

### نتائج الدراسة :

- رقم الأعمال الذى أخذناه كمقياس لنمو المؤسسة خلال هذه الدراسة تم الاستنتاج بأنه ذو علاقة طردية مع نسبة الاستدانة أى أن المؤسسة صاحبة الحجم الأكبر و كلما كان النمو فى رقم أعمالها أكبر زادت ديونها و كانت أكبر.
- وجود علاقة عكسية بين الاقتراض و تكلفة الاستدانة .
- المؤسسة تعتمد على تركيبة التمويل الداخلى و الخارجى، و بالنسبة لسياسة الاستدانة حققت مردودية أعلى فى سنة 2011، و بالمقابل كانت تعاني من تبعية مالية لكن ليس بشكل كبير و من خلال ذلك يمكن القول أن سياسة الاستدانة أعطت مردودية مقبولة للمؤسسة أى كانت فعالة

### اختبار الفرضيات :

- ❖ يعتبر التمويل الذاتى عادة مصدر غير كاف لتلبية الاحتياجات التمويلية للمؤسسة و عليه كثيراً ما تبقى عاجزة فى تمويل احتياجاتها و هو الأمر الذى يجعلها تلجأ للاستدانة قصد تغطية هذا العجز، كذلك تعتبر سياسة الاستدانة مصدر التمويل الأقل تكلفة، و على هذا الأساس نقبل الفرضية الأولى.
- ❖ الاستدانة هى أحد مصادر التمويل الخارجى الذى تلجأ إليه المؤسسة و ذلك بهدف تمويل استثماراتها و الرفع من مردوديتها، لكن لاحظنا وجود علاقة عكسية بين نسبة الاستدانة و المردودية، ففي سنتي 2010، 2011 انخفضت نسبة الاستدانة من 26% إلى 13% على الترتيب، بينما المردودية المالية لسنتي 2010، 2011 ارتفعت من 1.8% إلى 6.8%. بما يعنى أنه كلما انخفضت الاستدانة فى المؤسسة ارتفعت المردودية، و بالتالى لتحقيق أفضل مردودية و جب التقليل من الاستدانة.

## الخاتمة

❖ حققت المؤسسة أثر رافعة سالب خلال الثلاث سنوات الأولى، فكلما ارتفعت نسبة الهيكل المالي و المتمثلة في الرافعة المالية كلما أدى ذلك إلى الارتفاع في تكلفة الاستدانة إلى أن تصل إلى مستوى لا تتمكن المؤسسة من تغطيته باستخدام المردودية الاقتصادية، وهو ما يؤثر على قيمة أثر الرافعة سلبا فتتخفف المردودية المالية نتيجة لذلك. وبالتالي فإن أي زيادة في الاستدانة سيكون له أثر سلبي على المردودية المالية، لذلك نقوم بنفي الفرضية الثالثة.

### التوصيات و الاقتراحات :

- ❖ على المؤسسة عدم الافراط في اللجوء إلى الاستدانة و ذلك للمساهمة في تحسين أثر الرافعة المالية؛
- ❖ نوصي المؤسسة باتخاذ أسلوب الدعاية و التسويق لخدماتهم و منتجاتهم بصفة مكثفة للرفع من حصتهم ومن أجل فرض وجودها بقوة في السوق الذي سيؤثر إيجابا على مردوديتها؛
- ❖ عند لجوء المؤسسة الاقتصادية لتمويل احتياجاتها الأخذ بعين الاعتبار المخاطر التي من الممكن أن تؤدي بها إلى الافلاس.

### آفاق الدراسة :

إن البحث في مجال تمويل المؤسسة الاقتصادية لا يزال واسعا، إذ تمثل سياسة الاستدانة مصدرا واحدا، كما لا تزال بعض النقاط مجهولة يمكن أن تكون مواضيع لبحوث أخرى و إشكاليات تنتظر المعالجة، والتي نذكر منها ما يلي:

- ❖ دراسة نموذج موحد وشامل لأهم نظريات الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية؛
- ❖ دراسة العلاقة بين الرفع المالي و مردودية الأموال الخاصة؛
- ❖ المخاطر التي تتعرض لها المؤسسات الاقتصادية عند لجوئها للاستدانة.

قائمة المصادر

والمراجع

1- الكتب :

- أبو الفتوح علي فضالة، الهيكل التمويلية، دار الكتب العلمية للنشر و التوزيع، الاسكندرية، 1994
- إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس و تطبيقات، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، عمان، 2011
- عاطف وليم أندوراس، التمويل و الإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2007
- عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياض، أساسيات التمويل و الإدارة المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2004

2- البحوث الجامعية :

- إلياس بن ساسي، تمويل احتياجات النمو الداخلي للمؤسسة، مذكرة ماجستير (غير منشورة)، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2003.
- أنفال حدة خبيزة، تأثير الهيكل المالي على إستراتيجية المؤسسة، مذكرة ماجستير(غير منشورة)، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2012.
- تير زغود ، محددات سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، مذكرة ماجستير(غير منشورة)، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2009.
- علي بن الضب، دراسة تأثير الهيكل المالي و سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة بالبورصة، مذكرة ماجستير(غير منشورة)، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2009.
- غنية بوربيعة ، محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة، مذكرة ماجستير(غير منشورة)، جامعة الجزائر، 2012.
- محمد بسام الآغا، أثر الرافعة المالية و تكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار، مذكرة ماجستير (غير منشورة)، جامعة غزة، فلسطين، 2005.
- محمد شعبان ، نحو اختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماجستير(غير منشورة)، جامعة محمد بوقرة، بومرداس، سنة 2010.
- ياسين العايب، إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية، أطروحة دكتوراه(غير منشورة)، جامعة منتوري، قسنطينة، 2011.
- يوسف قريشي، سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2005.

### 3- المقالات :

- عبد الوهاب دادن، تحليل المقاربات حول أمتلية الهيكل المالي، مجلة الباحث، العدد 4، جامعة كربلاء، ورقة، 2006.
- محمود فهد عبد العلي، أثر الرافعة في كلفة التمويل و معدل العائد على حق الملكية، جامعة كربلاء، العراق، العدد الحادي و العشرون.
- مفيدة يجاوي، تحديد الهيكل المالي الأمثل في المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية، العدد الثالث، مجلة العلوم الانسانية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2010.

### 4- المؤتمرات و المنتقيات :

- عبد الغنيدادان و آخرون، مداخلة بعنوان "دور تكلفة رأس المال في اتخاذ قرار تمويل المشروعات الصغيرة و المتوسطة و الرفع المالي كاستراتيجية للنمو الداخلي، الدورة التدريبية الدولية حول تمويل المشروعات الصغيرة و المتوسطة و تطويرها في الاقتصاديات المغربية، الجزائر، 2003
- مليكة زغيب و غلاب نعيمة، تحليل أساليب تمويل المؤسسات الاقتصادية، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، جامعة بسكرة، 2006.

ثانيا : باللغة الأجنبية

### 1- الكتب :

- Christine Collette, **Gestion fiscale des entreprises**, Edition Ellipses, 1998
- Jean Barreau, Jacqueline Delahye, **Gestion Financière**, 10eme édition, France, 2001
- Pierre Baranger et autres, **Gestion, fonction de l'entreprise**, 2eme édition, Vuibert, paris, 1988.

### 2- البحوث الجامعية :

- Faris AL-Shubiri, **Determinants of capital structure choice**, University for Graduate Studies, Jordan, 2010.
- P.Gaud et E.Jani, **Déterminants et dynamique de la structure du capital des entreprises Suisse : une etude empirique**, université de genève, Avril 2002.

### 3- المواقع الالكترونية :

- <http://www.teachmefinance.com/Arabic/costofcapital.html>
- [www.iefpedia.com](http://www.iefpedia.com)

الملاحق



الملحق رقم 01 : الميزانية (جانب الأصول) لسنة 2010

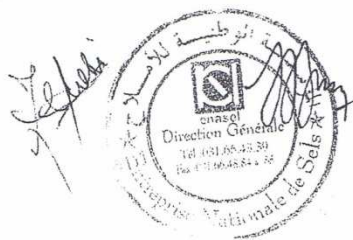
**ENTREPRISE NATIONALE DE SELS**

**BILAN ACTIF**

**Z.I Le Rhumel BP 18 Boussouf CNE**

Periode Du : 01/01/2010 Au : 31/12/2010

<b>ACTIF</b>	Note	N Brut	N Amort-Prov	N Net	N-1 Net
<b>ACTIF IMMOBILISE (NON COURANT)</b>					
Ecart d'acquisition (ou goodwill)					
Immobilisations incorporelles		3 562 414.00	2 007 078.46	1 555 335.54	1 120 948.26
Immobilisations corporelles		3 813 009 893.32	2 261 742 142.52	1 551 267 750.80	1 660 592 785.27
Immobilisations encours		35 466 736.82		35 466 736.82	5 830 887.62
<b>Immobilisations financières</b>					
Titres mis en équivalence-entreprises associées					
Autres participations et créances rattachées					
Autres titres immobilisés					
Prets et autres actifs financiers non courants		97 622 114.47		97 622 114.47	77 215 694.87
Impôts Différes Actif		15 389 307.12		15 389 307.12	13 679 754.67
<b>TOTAL ACTIF NON COURANT</b>		<b>3 965 050 465.73</b>	<b>2 263 749 220.98</b>	<b>1 701 301 244.75</b>	<b>1 758 440 070.69</b>
<b>ACTIF COURANT</b>					
Stocks et encours		352 499 259.61	62 425 537.00	290 073 722.61	326 160 785.66
<b>Créances et emplois assimilés</b>					
Clients		190 702 994.17	52 121 692.60	138 581 301.57	104 671 100.56
Autres débiteurs		8 563 444.48		8 563 444.48	8 824 221.36
Impôts		3 937 430.49		3 937 430.49	7 847 050.04
Autres actifs courants					
<b>Disponibilités et assimilés</b>					
Placements et autres actifs financiers courants					
Trésorerie		246 135 536.02		246 135 536.02	143 254 057.14
<b>TOTAL ACTIF COURANT</b>		<b>801 838 664.77</b>	<b>114 547 229.60</b>	<b>687 291 435.17</b>	<b>590 757 214.76</b>
<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>		<b>4 766 889 130.50</b>	<b>2 378 296 450.58</b>	<b>2 388 592 679.92</b>	<b>2 349 197 285.45</b>



الملحق رقم 02 : الميزانية (جانب الخصوم) لسنة 2010

**ENTREPRISE NATIONALE DE SELS**

**BILAN PASSIF**

**Z.I Le Rhumel BP 18 Boussouf CNE**

Periode Du : 01/01/2010 Au : 31/12/2010

<b>PASSIF</b>	Note	N Net	N-1 Net
<b>CAPITAUX PROPRES</b>			
Capital émis (ou compte de l'exploitant)		1 600 000 000.00	1 600 000 000.00
Capital non appelé			
Primes et réserves (Réserves consolidées)		230 312 183.57	230 312 183.57
Ecart de réévaluation		131 041 802.32	163 591 376.92
Ecart d'équivalence (1)			
Résultat net (Résultat net part du groupe) (1)		30 000 041.42	-44 642 670.27
Autres capitaux propres-Report à nouveau		- 334 666 221.02	- 290 023 550.75
Part de la société consolidante (1)			
Part des minoritaires (1)			
<b>TOTAL I</b>		<b>1 656 687 806.29</b>	<b>1 659 237 339.47</b>
<b>PASSIFS NON COURANTS</b>			
Emprunts et dettes financières		401 515 674.46	359 484 880.17
Impôts (différés et provisionnés)		64 286 497.90	64 152 181.25
Autres dettes non courantes			
Provisions et produits comptabilisés d'avance		37 167 659.08	32 321 148.65
<b>TOTAL PASSIFS NON COURANTS II</b>		<b>502 969 831.44</b>	<b>455 958 210.07</b>
<b>PASSIFS COURANTS</b>			
Fournisseurs et comptes rattachés		163 071 934.87	188 519 733.07
Impôts		7 174 114.62	6 096 506.49
Autres dettes		57 870 031.36	39 003 441.11
Trésorerie Passif		818 961.34	382 055.24
<b>TOTAL PASSIFS COURANTS II</b>		<b>228 935 042.19</b>	<b>234 001 735.91</b>
<b>TOTAL GENERAL PASSIF</b>		<b>2 388 592 679.92</b>	<b>2 349 197 285.45</b>



الملحق رقم 03 : جدول حسابات النتائج لسنة 2010

**ENTREPRISE NATIONALE DE SELS**

**Compte de Resultats  
(Par Nature)**

**Z.I Le Rhumel BP 18 Boussouf CNE**

Periode Du : 01/01/2010 Au : 31/12/2010

Designations	Notes	Exercice N	Exercice N-1
Ventes et produits annexes		1 024 459 400.22	985 640 729.13
Variation stocks produits finis et en cours		-40 820 564.36	16 171 644.49
Production immobilisée			
Subventions d'exploitation			
<b>I-PRODUCTION DE L'EXERCICE</b>		<b>983 638 835.86</b>	<b>1 001 812 373.62</b>
Achats consommés		244 855 244.35	258 207 536.52
Services extérieurs et autre consommations		187 393 582.20	226 767 478.67
<b>II- CONSOMMATION DE L'EXERCICE</b>		<b>432 248 826.55</b>	<b>484 975 015.19</b>
<b>III-VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I-II)</b>		<b>551 390 009.31</b>	<b>516 837 358.43</b>
Charges de personnel		344 741 377.47	391 686 904.07
Impots,taxes et versements assimilés		24 828 186.17	23 075 604.88
<b>IV- EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION</b>		<b>181 820 445.67</b>	<b>102 074 849.48</b>
Autres produits opérationnels		39 057 795.09	40 323 860.74
Autres charges opérationnelles		3 649 101.33	47 161 468.94
Dotations aux amortissements,provisions et pertes de valeur		174 295 990.37	259 258 334.09
Reprise sur pertes de valeur et provisions		2 937 566.03	108 208 650.00
<b>V-RESULTAT OPERATIONNEL</b>		<b>45 870 715.09</b>	<b>-55 812 442.81</b>
Produits financiers		2 602 687.27	13 581 486.74
Charges financières		21 692 151.87	16 180 540.58
<b>VI-RESULTAT FINANCIER</b>		<b>-19 089 464.60</b>	<b>-2 599 053.84</b>
<b>VII-RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS(V+VI)</b>		<b>26 781 250.49</b>	<b>-58 411 496.65</b>
Impots exigibles sur résultats ordinaires			
Impots différés (Variations) sur résultats ordinaires		-1 575 235.80	
<b>TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>		<b>1 028 236 884.25</b>	<b>1 163 926 371.10</b>
<b>TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>		<b>999 880 397.96</b>	<b>1 222 337 867.75</b>
<b>VIII-RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>		<b>28 356 486.29</b>	<b>-58 411 496.65</b>
Eléments extraordinaires(produits)(à préciser)		1 845 355.51	13 768 826.38
Eléments extraordinaires(charges)(à préciser)		201 800.38	
<b>IX- RESULTAT EXTRAORDINAIRE</b>		<b>1 643 555.13</b>	<b>13 768 826.38</b>
<b>X- RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>		<b>30 000 041.42</b>	<b>-44 642 670.27</b>
Part dans les résultats nets des sociétés mises en équivalence (1)			
<b>XI- RESULTAT NET DE L'ENSEMBLE CONSOLIDE (1)</b>			
Dont part des minoritaires (1)			
Part du groupe (1)			

الملحق رقم 04 : الميزانية (جانب الأصول) لسنة 2011

**ENTREPRISE NATIONALE DE SELS**

**BILAN ACTIF**

**Z.I Le Rhumel BP 18 Boussouf CNE**

Periode Du : 01/01/2011 Au : 31/12/2011

<b>ACTIF</b>	Note	N Brut	N Amort-Prov	N Net	N-1 Net
<b>ACTIF IMMOBILISE (NON COURANT)</b>					
Ecart d'acquisition (ou goodwill)					
Immobilisations incorporelles		3 562 419.00	2 416 344.16	1 146 074.84	1 555 335.54
Immobilisations corporelles		4 045 580 209.48	2 606 342 149.67	1 439 238 059.81	1 551 267 750.80
Immobilisations encours		32 263 887.62		32 263 887.62	35 466 736.82
<b>Immobilisations financières</b>					
Titres mis en équivalence-entreprises associées					
Autres participations et créances rattachées					
Autres titres immobilisés					
Prêts et autres actifs financiers non courants		192 454 924.24		192 454 924.24	97 622 114.47
Impôts Différes Actif		35 254 560.67		35 254 560.67	15 389 307.12
<b>TOTAL ACTIF NON COURANT</b>		<b>4 309 116 001.01</b>	<b>2 608 758 493.83</b>	<b>1 700 357 507.18</b>	<b>1 701 301 244.75</b>
<b>ACTIF COURANT</b>					
Stocks et encours		330 986 780.88	38 755 942.81	292 230 838.07	290 073 722.61
<b>Créances et emplois assimilés</b>					
Clients		182 791 638.30	54 126 687.44	128 664 950.86	138 581 301.57
Autres débiteurs		12 165 615.83		12 165 615.83	8 563 444.48
Impôts		23 766 060.36		23 766 060.36	3 937 430.49
Autres actifs courants					
<b>Disponibilités et assimilés</b>					
Placements et autres actifs financiers courants					
Trésorerie		326 957 379.96		326 957 379.96	246 135 536.02
<b>TOTAL ACTIF COURANT</b>		<b>876 667 475.33</b>	<b>92 882 630.25</b>	<b>783 784 845.08</b>	<b>687 291 435.17</b>
<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>		<b>5 185 783 476.34</b>	<b>2 701 641 124.08</b>	<b>2 484 142 352.26</b>	<b>2 388 592 679.92</b>



الملحق رقم 05 : الميزانية (جانب الخصوم) لسنة 2011

**ENTREPRISE NATIONALE DE SELS**

**BILAN PASSIF**

**Z.I Le Rhumel BP 18 Boussouf CNE**

Periode Du : 01/01/2011 Au : 31/12/2011

<b>PASSIF</b>	Note	N Net	N-1 Net
<b>CAPITAUX PROPRES</b>			
Capital émis (ou compte de l'exploitant)		1 600 000 000.00	1 600 000 000.00
Capital non appelé			
Primes et réserves (Réserves consolidées)		230 312 183.57	230 312 183.57
Ecart de réévaluation		98 492 227.72	131 041 802.32
Ecart d'équivalence (1)			
Résultat net (Résultat net part du groupe) (1)		133 295 849.60	30 000 041.42
Autres capitaux propres-Report à nouveau		- 108 901 379.92	- 334 666 221.02
Part de la société consolidante (1)			
Part des minoritaires (1)			
<b>TOTAL I</b>		<b>1 953 198 880.97</b>	<b>1 656 687 806.29</b>
<b>PASSIFS NON COURANTS</b>			
Emprunts et dettes financières		81 050 459.91	401 515 674.46
Impôts (différés et provisionnés)		60 961 077.53	64 286 497.90
Autres dettes non courantes			
Provisions et produits comptabilisés d'avance		137 733 721.26	37 167 659.08
<b>TOTAL PASSIFS NON COURANTS II</b>		<b>279 745 258.70</b>	<b>502 969 831.44</b>
<b>PASSIFS COURANTS</b>			
Fournisseurs et comptes rattachés		193 586 726.93	163 071 934.87
Impôts		7 563 696.50	7 174 114.62
Autres dettes		50 047 789.16	57 870 031.36
Trésorerie Passif			818 961.34
<b>TOTAL PASSIFS COURANTS II</b>		<b>251 198 212.59</b>	<b>228 935 042.19</b>
<b>TOTAL GENERAL PASSIF</b>		<b>2 484 142 352.26</b>	<b>2 388 592 679.92</b>



الملحق رقم 06 : جدول حسابات النتائج لسنة 2011

ENTREPRISE NATIONALE DE SELS

Compte de Resultats  
(Par Nature)

Z.I Le Rhumel BP 18 Boussouf CNE

Periode Du : 01/01/2011 Au : 31/12/2011

Designations	Notes	Exercice N	Exercice N-1
Ventes et produits annexes		1 255 707 580.57	1 024 459 400.22
Variation stocks produits finis et en cours		-26 962 343.49	-40 820 564.36
Production immobilisée		4 690 092.59	
Subventions d'exploitation			
<b>I-PRODUCTION DE L'EXERCICE</b>		<b>1 233 435 329.67</b>	<b>983 638 835.86</b>
Achats consommés		264 814 932.28	244 855 244.35
Services extérieurs et autre consommations		311 093 211.42	187 393 582.20
<b>II- CONSOMMATION DE L'EXERCICE</b>		<b>575 908 143.70</b>	<b>432 248 826.55</b>
<b>III-VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I-II)</b>		<b>657 527 185.97</b>	<b>551 390 009.31</b>
Charges de personnel		387 936 576.81	344 741 377.47
Impôts,taxes et versements assimilés		21 065 405.89	24 828 186.17
<b>IV- EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION</b>		<b>248 525 203.27</b>	<b>181 820 445.67</b>
Autres produits opérationnels		35 290 878.94	39 057 795.09
Autres charges opérationnelles		9 831 461.86	3 649 101.33
Dotations aux amortissements,provisions et pertes de valeur		167 827 971.53	174 295 990.37
Reprise sur pertes de valeur et provisions		- 26 680 598.08	2 937 566.03
<b>V-RESULTAT OPERATIONNEL</b>		<b>132 837 246.90</b>	<b>45 870 715.09</b>
Produits financiers		11 892 562.62	2 602 687.27
Charges financières		13 621 640.62	21 692 151.87
<b>VI-RESULTAT FINANCIER</b>		<b>-1 729 078.00</b>	<b>-19 089 464.60</b>
<b>VII-RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS(V+VI)</b>		<b>131 108 168.90</b>	<b>26 781 250.49</b>
Impôts exigibles sur résultats ordinaires		5 000.00	
Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires		-2 992 586.60	-1 575 235.80
<b>TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>		<b>1 307 299 369.31</b>	<b>1 028 236 884.25</b>
<b>TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>		<b>1 173 203 613.81</b>	<b>999 880 397.96</b>
<b>VIII-RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>		<b>134 095 755.50</b>	<b>28 356 486.29</b>
Eléments extraordinaires(produits)(à préciser)		65 754.10	1 845 355.51
Eléments extraordinaires(charges)(à préciser)		865 660.00	201 800.38
<b>IX- RESULTAT EXTRAORDINAIRE</b>		<b>- 799 905.90</b>	<b>1 643 555.13</b>
<b>X- RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>		<b>133 295 849.60</b>	<b>30 000 041.42</b>
<b>XI- RESULTAT NET DE L'ENSEMBLE CONSOLIDE (1)</b>			
Dont part des minoritaires (1)			
Part du groupe (1)			



الملحق رقم 07 : الميزانية (جاناب الأصول) لسنة 2012

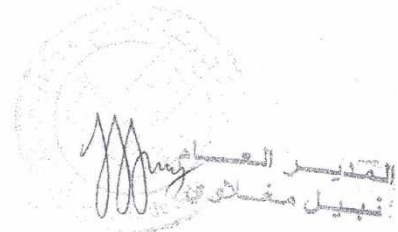
EPE/Spa ENASEL

BILAN ACTIF

Z.I Le Rhumel BP 18 Boussof CNE

Periode Du : 01/01/2012 Au : 31/12/2012

ACTIF	Note	N Brut	N Amort-Prov	N Net	N-1 Net
<b>ACTIF IMMOBILISE (NON COURANT)</b>					
Ecart d'acquisition (ou goodwill)					
Immobilisations incorporelles	A1	4 234 419.00	2 858 907.82	1 375 511.18	1 146 074.84
Immobilisations corporelles	A2-A6	4 132 065 476.02	2 743 436 664.88	1 388 628 811.14	1 439 238 059.81
Immobilisations encours	A7	16 842 937.57		16 842 937.57	32 263 887.62
<b>Immobilisations financières</b>					
Titres mis en équivalence-entreprises associées					
Autres participations et créances rattachées					
Autres titres immobilisés					
Prets et autres actifs financiers non courants	A8	85 325 180.80		85 325 180.80	192 454 924.24
Impôts Differes Actif	A9	41 476 840.98		41 476 840.98	35 254 560.67
<b>TOTAL ACTIF NON COURANT</b>		<b>4 279 944 854.37</b>	<b>2 746 295 572.70</b>	<b>1 533 649 281.67</b>	<b>1 700 357 507.18</b>
<b>ACTIF COURANT</b>					
Stocks et encours	A10	366 633 509.26	38 302 675.15	328 330 834.11	292 230 838.07
<b>Créances et emplois assimilés</b>					
Clients	A11	155 883 809.47	48 975 281.72	106 908 527.75	128 664 950.86
Autres débiteurs	A12	37 024 994.15		37 024 994.15	12 165 615.83
Impôts	A13	6 358 478.56		6 358 478.56	23 766 060.36
Autres actifs courants					
<b>Disponibilités et assimilés</b>					
Placements et autres actifs financiers courants					
Trésorerie	A14	645 811 631.72		645 811 631.72	326 957 379.96
<b>TOTAL ACTIF COURANT</b>		<b>1 211 712 423.16</b>	<b>87 277 956.87</b>	<b>1 124 434 466.29</b>	<b>783 784 845.08</b>
<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>		<b>5 491 657 277.53</b>	<b>2 833 573 529.57</b>	<b>2 658 083 747.96</b>	<b>2 484 142 352.26</b>



الملحق رقم 08 : الميزانية (جانب الخصوم) لسنة 2012

**EPE/Spa ENASEL**

**BILAN PASSIF**

**Z.I Le Rhumel BP 18 Boussouf CNE**

Periode Du : 01/01/2012 Au : 31/12/2012

<b>PASSIF</b>	Note	N Net	N-1 Net
<b>CAPITAUX PROPRES</b>			
Capital émis (ou compte de l'exploitant)	P1	1 600 000 000.00	1 600 000 000.00
Capital non appelé			
Primes et réserves (Réserves consolidées)	P3	254 706 653.25	230 312 183.57
Ecart de réévaluation	P4	98 492 227.72	98 492 227.72
Ecart d'équivalence (1)			
Résultat net (Résultat net part du groupe) (1)	P6	108 384 939.41	133 295 849.60
Autres capitaux propres-Report à nouveau	P7	5 797 592.00	- 108 901 379.92
Part de la société consolidante (1)			
Part des minoritaires (1)			
<b>TOTAL I</b>		<b>2 067 381 412.38</b>	<b>1 953 198 880.97</b>
<b>PASSIFS NON COURANTS</b>			
Emprunts et dettes financières	P10	185 676 278.47	81 050 459.91
Impôts (différés et provisionnés)	P11	61 095 394.18	60 961 077.53
Autres dettes non courantes			
Provisions et produits comptabilisés d'avance	P13	124 935 256.01	137 733 721.26
<b>TOTAL PASSIFS NON COURANTS II</b>		<b>371 706 928.66</b>	<b>279 745 258.70</b>
<b>PASSIFS COURANTS</b>			
Fournisseurs et comptes rattachés	P14	115 209 315.49	193 586 726.93
Impôts	P15	22 085 415.76	7 563 696.50
Autres dettes	P16	62 524 210.03	50 047 789.16
Trésorerie Passif	P17	19 176 465.64	
<b>TOTAL PASSIFS COURANTS II</b>		<b>218 995 406.92</b>	<b>251 198 212.59</b>
<b>TOTAL GENERAL PASSIF</b>		<b>2 658 083 747.96</b>	<b>2 484 142 352.26</b>

*Handwritten signature and stamp*

*Handwritten signature and stamp with Arabic text: المدير العام / مدير مبيعات*



الملحق رقم 09 : جدول حسابات النتائج لسنة 2012

EPE/Spa ENASEL

Compte de Resultats  
(Par Nature)

Z.I Le Rhumel BP 18 Boussof CNE

Periode Du : 01/01/2012 Au : 31/12/2012

Designations	Notes	Exercice N	Exercice N-1
Ventes et produits annexes	R1	1 047 836 026.48	1 255 707 580.57
Variation stocks produits finis et en cours	R2	54 536 017.92	-26 962 343.49
Production immobilisée	R3	7 105 878.08	4 690 092.59
Subventions d'exploitation			
<b>I-PRODUCTION DE L'EXERCICE</b>		<b>1 109 477 922.48</b>	<b>1 233 435 329.67</b>
Achats consommés	R5	278 925 637.15	264 814 932.28
Services extérieurs et autre consommations	R6	183 718 479.04	311 093 211.42
<b>II- CONSOMMATION DE L'EXERCICE</b>		<b>462 644 116.19</b>	<b>575 908 143.70</b>
<b>III-VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I-II)</b>		<b>646 833 806.29</b>	<b>657 527 185.97</b>
Charges de personnel	R7	383 082 534.48	387 936 576.81
Impots,taxes et versements assimilés	R8	38 315 160.83	21 065 405.89
<b>IV- EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION</b>		<b>225 436 110.98</b>	<b>248 525 203.27</b>
Autres produits opérationnels	R9	13 600 277.07	35 290 878.94
Autres charges opérationnelles	R10	3 976 919.04	9 831 461.86
Dotations aux amortissements,provisions et pertes de valeur	R11	159 594 547.06	167 827 971.53
Reprise sur pertes de valeur et provisions	R12	26 572 694.73	26 680 598.08
<b>V-RESULTAT OPERATIONNEL</b>		<b>102 037 616.68</b>	<b>132 837 246.90</b>
Produits financiers	R13	9 965 927.16	11 892 562.62
Charges financières	R14	11 066 491.92	13 621 640.62
<b>VI-RESULTAT FINANCIER</b>		<b>-1 100 564.76</b>	<b>-1 729 078.00</b>
<b>VII-RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS(V+VI)</b>		<b>100 937 051.92</b>	<b>131 108 168.90</b>
Impots exigibles sur résultats ordinaires			5 000.00
Impots différés (Variations) sur résultats ordinaires	R16	-7 447 887.49	-2 992 586.60
<b>TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>		<b>1 159 616 821.44</b>	<b>1 307 299 369.31</b>
<b>TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>		<b>1 051 231 882.03</b>	<b>1 173 203 613.81</b>
<b>VIII-RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>		<b>108 384 939.41</b>	<b>134 095 755.50</b>
Eléments extraordinaires(produits)(à préciser)			65 754.10
Eléments extraordinaires(charges)(à préciser)			865 660.00
<b>IX- RESULTAT EXTRAORDINAIRE</b>			<b>- 799 905.90</b>
<b>X- RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>	R20	<b>108 384 939.41</b>	<b>133 295 849.60</b>
<b>XI- RESULTAT NET DE L'ENSEMBLE CONSOLIDE (1)</b>			
Dont part des minoritaires (1)			
Part du groupe (1)			

الملحق رقم 10 : الميزانية (جانب الأصول) لسنة 2013

EPE. ENTREPRISE NATIONAL DE SELS /Spa

RC: 0062862 B99

Consolidé

Bilan du 01/01/2013 au 31/12/2013

ACTIF	Note	Brut	Amort-Prov.	Net 2013	Net 2012
<b>ACTIFS NON COURANTS</b>					
Immobilisations incorporelles	A1	4 234 419,00	3 184 124,82	1 050 294,18	1 375 511,18
Immobilisations corporelles					
Terrains	A2	506 733 870,40		506 733 870,40	506 733 870,40
Agencements Terrains	A3	46 075 380,38	46 075 379,38	1,00	1,00
Constructions et Aménagements Constructions	A4	1 024 823 440,84	526 537 388,99	498 286 051,85	523 701 494,80
Installations techniques, Mat, Outil Industriels	A5	2 465 026 476,82	2 032 945 498,75	432 080 978,07	298 102 299,90
Autres immobilisations corporelles	A6	354 873 519,31	288 610 253,24	66 263 266,07	60 091 145,04
Immobilisations en cours	A7	32 614 581,34		32 614 581,34	16 842 937,57
Immobilisations financières					
Prêts	A8	1 229 618,01		1 229 618,01	1 879 117,40
Placements	A8	169 414 920,00		169 414 920,00	66 915 485,00
Autres actifs financiers	A8	69 321 826,42		69 321 826,42	16 530 578,40
Impôts différés actif	A9	46 211 704,77		46 211 704,77	41 476 840,98
<b>TOTAL ACTIF NON COURANT</b>		<b>4 720 559 757,29</b>	<b>2 897 352 645,18</b>	<b>1 823 207 112,11</b>	<b>1 533 649 281,67</b>
<b>ACTIFS COURANTS</b>					
Stocks et encours	A10	424 400 934,41	38 427 734,56	385 973 199,85	328 330 834,11
Créances et emplois assimilés					
Clients	A11	153 756 509,26	48 905 161,22	104 851 348,04	106 908 527,75
Autres débiteurs	A12	57 567 717,32		57 567 717,32	37 024 994,15
Impôts	A13	26 230 428,94		26 230 428,94	6 358 478,56
Disponibilités et assimilés					
Trésorerie	A14	602 938 029,63		602 938 029,63	645 811 631,72
<b>TOTAL ACTIF COURANT</b>		<b>1 264 893 619,56</b>	<b>87 332 895,78</b>	<b>1 177 560 723,78</b>	<b>1 124 434 466,29</b>
<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>		<b>5 985 453 376,85</b>	<b>2 984 685 540,96</b>	<b>3 000 767 835,89</b>	<b>2 658 083 747,96</b>

الملحق رقم 11 : الميزانية (جانب الخصوم) لسنة 2013

EPE. ENTREPRISE NATIONAL DE SELS /Spa  
Consolidé

RC: 0062862 B99

Bilan du 01/01/2013 au 31/12/2013

PASSIF	Note	31/12/13	31/12/12
<b>CAPITAUX PROPRES</b>			
Capital émis	P1	1 600 000 000,00	1 600 000 000,00
Prime et réserves	P2	254 706 653,25	254 706 653,25
Ecart de réévaluation	P3	98 492 227,72	98 492 227,72
Résultat net	P4	52 814 281,27	108 384 939,41
Autres capitaux propres - Report à nouveau	P5	114 182 531,41	5 797 592,00
<b>TOTAL I</b>		<b>2 120 195 693,65</b>	<b>2 067 381 412,38</b>
<b>PASSIFS NON-COURANTS</b>			
Emprunts et dettes financières	P6	457 706 860,71	185 676 278,47
Impôts (différés et provisionnés)	P7	61 229 710,83	61 095 394,18
Provisions et produits comptabilisés d'avance	P8	122 286 019,75	124 935 256,01
<b>TOTAL PASSIF NON COURANT II</b>		<b>641 222 591,29</b>	<b>371 706 928,66</b>
<b>PASSIFS COURANTS</b>			
Fournisseurs et comptes rattachés	P9	145 131 988,93	115 209 315,49
Impôts	P10	15 254 395,61	22 085 415,76
Autres dettes	P11	59 786 700,77	62 524 210,03
Trésorerie Passif	P12	19 176 465,64	19 176 465,64
<b>TOTAL PASSIFS COURANTS III</b>		<b>239 349 550,95</b>	<b>218 995 406,92</b>
<b>TOTAL GENERAL PASSIF</b>		<b>3 000 767 835,89</b>	<b>2 658 083 747,96</b>

الملحق رقم 12 : جدول حسابات النتائج لسنة 2013

EPE. ENTREPRISE NATIONAL DE SELS /Spa  
Consolidé

RC: 0062862 B99

Tableau Compte de Résultats 2013

Libellé	Note	31/12/13	31/12/12
Ventes et produits annexes	R1	1 097 368 718,41	1 047 836 026,48
Variation stocks produits finis et en cours	R2	9 656 820,56	54 536 017,92
Production immobilisée	R3	15 477 846,71	7 105 878,08
Subventions d'exploitation			
<b>I - PRODUCTION DE L'EXERCICE</b>		<b>1 122 503 385,68</b>	<b>1 109 477 922,48</b>
Achats consommés	R4	323 926 096,07	278 925 637,15
Services extérieurs et autres consommations	R5	235 211 462,19	183 718 479,04
<b>II- CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE</b>		<b>559 137 558,26</b>	<b>462 644 116,19</b>
<b>III- VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I-II)</b>		<b>563 365 827,42</b>	<b>646 833 806,29</b>
Charges du personnel	R6	373 314 912,28	383 082 534,48
Impôts, taxes et versements assimilés	R7	26 291 601,44	38 315 160,83
<b>IV- EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION</b>		<b>163 759 313,70</b>	<b>225 436 110,98</b>
Autres produits opérationnels	R8	41 739 751,46	13 600 277,07
Autres charges opérationnelles	R9	12 543 783,23	3 976 919,04
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeur	R10	161 740 833,63	159 594 547,06
Reprise sur pertes de valeur et provisions	R11	8 743 004,74	26 572 694,73
<b>V - RESULTAT OPERATIONNEL</b>		<b>39 957 453,04</b>	<b>102 037 616,68</b>
Produits financiers	R12	11 628 706,86	9 965 927,16
Charges financières	R13	3 367 425,77	11 066 491,92
<b>VI - RESULTAT FINANCIER</b>		<b>8 261 281,09</b>	<b>-1 100 564,76</b>
<b>VII- RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)</b>		<b>48 218 734,13</b>	<b>100 937 051,92</b>
Impôts exigibles sur résultats ordinaires		5 000,00	
Impôts différés (Variation) sur résultats ordinaires	R14	-4 600 547,14	-7 447 887,49
<b>TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>		<b>1 184 614 848,74</b>	<b>1 159 616 821,44</b>
<b>TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>		<b>1 131 800 567,47</b>	<b>1 051 231 882,03</b>
<b>VIII-RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>		<b>52 814 281,27</b>	<b>108 384 939,41</b>
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)			
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)			
<b>IX- RESULTAT EXTRAORDINAIRE</b>			
<b>X- RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>	R15	<b>52 814 281,27</b>	<b>108 384 939,41</b>