

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

جامعة غرداية

كلية العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم والتسيير

الشعبة : علوم مالية ومحاسبة

التخصص: علوم مالية

مذكرة مكملة لنيل شهادة ليسانس بعنوان :

- أثر الرفع المالي على المردودية المالية  
للمؤسسة الاقتصادية
- دراسة حالة لمؤسسة GURER PLAST  
بالقرارة لسنة 2023

من إعداد الطالبين :

- سليمان بوعصبانة يوسف
- زرقون عبد الحق

تحت إشراف :

- الدكتور قراش عمر

السنة الجامعية : 2024 / 2025

## ملخص

تسعى هذه الدراسة إلى استقصاء العلاقة الممكنة بين الرفع المالي والمردودية المالية داخل المؤسسات الاقتصادية، وذلك من خلال دراسة حالة مؤسسة خلال سنة 2023. وقد تم تبني المنهج الوصفي التحليلي، حيث تناولت الدراسة الأسس النظرية لكل من الرفع المالي والمردودية المالية، مع تسليط الضوء على الأطر المفاهيمية والتطبيقية ذات الصلة.

أما في الجانب التطبيقي، فقد تم إجراء تحليل ميداني لبيانات المؤسسة محل الدراسة بهدف رصد التفاعلات المحتملة بين المتغيرين. وعلى الرغم من المؤشرات التي ظهرت خلال التحليل، إلا أن النتائج تبقى نسبية وتتطلب توسيع نطاق البحث وتعميمه على عينات أكبر للوصول إلى استنتاجات أكثر دقة وموضوعية.

الكلمات المفتاحية: الرفع المالي، المردودية المالية، المردودية الاقتصادية، GURER PLAST،

## Abstrac.

This study aimed to analyze the impact of financial leverage on the financial profitability of an economic institution through a case study of GURER PLAST during the year 2023. The descriptive approach was adopted, where the theoretical frameworks of the concepts of financial leverage and financial profitability were presented, followed by their application in the practical aspect through a field study. The results of the study revealed a positive relationship between financial leverage and the institution's financial profitability, indicating that an increase in financial leverage positively reflects on the institution's performance in terms of profitability.

Keywords: Financial leverage, financial profitability, economic profitability, GURER PLAST Company, impact of financial leverage, assets, liabilities

# فهرس المحتويات

| <u>الصفحة</u> | <u>البيان</u>                                                               |
|---------------|-----------------------------------------------------------------------------|
| a             | ملخص                                                                        |
| b             | فهرس المحتويات                                                              |
| c             | فهرس الجداول                                                                |
| أ             | مقدمة                                                                       |
|               | الفصل الأول : الأدبيات النظرية والتطبيقية لرفع المالي والمردودية المالية    |
| 1             | تمهيد                                                                       |
| 1             | المبحث الأول: الأدبيات النظرية لرفع المالي والمردودية المالية               |
| 2             | المطلب الأول : مفهوم الرفع المالي                                           |
| 5             | المطلب الثاني : تحليل أثر الرفع المالي                                      |
| 8             | المطلب الثالث : المردودية المالية وأهم مكوناتها                             |
| 17            | المطلب الرابع: أثر الرفع المالي على مردودية المالية للمؤسسة                 |
| 18            | المبحث الثاني : الدراسات السابقة ( الأدبيات التطبيقية )                     |
| 18            | المطلب الأول : دراسات محلية                                                 |
| 20            | المطلب الثاني : دراسات أجنبية                                               |
| 21            | خلاصة الفصل                                                                 |
|               | الفصل الثاني : دراسة أثر الرفع المالي على مردودية مؤسسة GURER PLAST         |
| 23            | تمهيد                                                                       |
| 24            | المبحث الأول : تقديم عام لمؤسسة GURER PLAST                                 |
| 24            | المطلب الأول : تعريف مؤسسة GURER PLAST                                      |
| 25            | المطلب الثاني : الهيكل التنظيمي لمؤسسة GURER PLAST                          |
| 26            | المبحث الثاني : دراسة وتحليل أثر الرفع المالي على مردودية مؤسسة GURER PLAST |
| 26            | المطلب الأول : تحليل بيانات الدراسة                                         |
| 32            | المطلب الثاني : مناقشة نتائج الدراسة                                        |
| 37            | المطلب الثالث : العلاقة بين متغيرات الدراسة                                 |
| 38            | خلاصة الفصل                                                                 |

|    |                        |
|----|------------------------|
| 39 | خاتمة                  |
| 44 | قائمة المصادر والمراجع |
| 45 | الملاحق                |

## فهرس الجداول

| <u>الصفحة</u> | <u>عنوان الجدول</u>                   | <u>رقم الجدول</u> |
|---------------|---------------------------------------|-------------------|
| 26            | جانب الأصول لمؤسسة<br>GURER PLAST     | الجدول رقم 1      |
| 28            | جانب الخصوم لمؤسسة<br>GURER PLAST     | الجدول رقم 2      |
| 29            | حساب النتائج لمؤسسة<br>GURER PLAST    | الجدول رقم 3      |
| 35            | الميزانية المختصرة<br>( جانب الأصول ) | الجدول رقم 4      |
| 36            | الميزانية المختصرة<br>( جانب الخصوم ) | الجدول رقم 5      |

## مقدمة :

تسعى المؤسسات الاقتصادية، باختلاف طبيعتها وحجمها، إلى تحقيق هدف رئيسي يتمثل في الاستمرارية في السوق وتعزيز قيمة أسهمها. ولتحقيق هذا الهدف، تعتمد هذه المؤسسات على مجموعة من الإجراءات والآليات التي تمكنها من اختيار أنسب طرق التمويل، سواء من خلال الأموال الذاتية أو من خلال اللجوء إلى الاقتراض. ويُعد تحديد التوليفة المثلى بين هذين المصدرين أمراً بالغ الأهمية، لما له من دور في تقادي الأزمات المالية المحتملة، كالتعثر في السداد أو الوقوع في العسر المالي.

ومن بين أهم القرارات التي تواجهها المؤسسة في هذا السياق، اختيار سياسة التمويل الأنسب، وهو ما يُعرف بالرفع المالي، الذي يُمثل خياراً تموالياً استراتيجياً، نظراً لما يوفره من فرص لتعظيم ثروة المساهمين وتحقيق عوائد مجزية، شرط أن تتم إدارته بفعالية توازن بين المخاطر المالية والتكاليف المرتبطة به. ويُعد الرفع المالي جزءاً محورياً في هيكل التمويل، حيث يساهم بشكل مباشر في تحسين الأداء المالي إذا ما استُخدم بطريقة مدروسة. كما تُعد المردودية المالية هدفاً جوهرياً لكل مؤسسة، فهي مؤشر أساسي على كفاءتها في استغلال الموارد وتحقيق النتائج المرجوة، وتُعبّر في ذات الوقت عن قدرتها على اتخاذ قرارات فعالة تدعم استمراريتها ونموها.

من خلال هذه الدراسة، سنعمل على تحليل أثر الرفع المالي على الوضعية المالية للمؤسسة الاقتصادية، مع التركيز على مدى تأثيره في تحقيق مردودية مالية إيجابية ومستدامة.

### 1. إشكالية الدراسة :

من خلال ما سبق يمكن طرح الإشكالية الآتية

- إلى أي حد ساهم الرفع المالي في تحسين أو تدهور المردودية المالية لمؤسسة GURER PLAST خلال سنة 2023؟
- ومنه نطرح الأسئلة الفرعية الآتية :
- ما هو تأثير الرفع المالي على مردودية المالية لمؤسسة GURER PLAST خلال سنة 2023.

- ماهي العلاقة بين الرفع المالي و المردودية المالية لمؤسسة GURER PLAST خلال سنة 2023 .

## 2. فرضيات الدراسة

- يكون أثر الرافعة المالية على الوضعية المالية لمؤسسة GURER PLAST خلال سنة 2023 سلبياً.
- الوضعية المالية لمؤسسة GURER PLAST خلال سنة 2023 غير مستقرة
- توجد علاقة بين الرفع المالي والمردودية المالية لمؤسسة GURER PLAS خلال سنة 2023

## 3. أهمية الدراسة :

تتمثل أهمية دراسة أثر الرفع المالي على مردودية مؤسسة في فهم كيفية تأثير استخدام الديون على ربحية المؤسسة وقدرتها على تحقيق عوائد إيجابية. تساعد هذه الدراسة في تحديد التوليفة المثلى بين التمويل الذاتي والتمويل بالاقتراض، مما يدعم اتخاذ قرارات مالية فعالة

## 4. أهداف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة إلى تناول المفاهيم الأساسية المرتبطة بالرفع المالي والمردودية المالية داخل المؤسسة الاقتصادية، مع التركيز على تحليل تأثير سياسة الرفع المالي على مستوى الربحية. كما تسعى إلى إبراز أهمية هذا التحليل في تقييم كفاءة المؤسسة وقدرتها على تحقيق أهدافها، بالإضافة إلى توضيح العلاقة القائمة بين الرفع المالي والمردودية المالية.

## 5. مبررات اختيار الموضوع :

- تم اختيار الموضوع انطلاقاً من لاعتبارات منها :
- تناسب موضوع الدراسة مع مجال تخصصنا
- الميول والرغبة الذاتية في معالجة الموضوع في التسيير المالي .

- رغبتنا في توسيع معارفنا فيما يخص الرفع المالي والمردودية المالية للمؤسسة الاقتصادية .

#### 6. حدود الدراسة :

للإجابة على الإشكالية المطروحة والتوصل إلى النتائج فإن الدراسة ارتبطت بحدود مكانية وزمانية :

- الحدود المكانية : تمت الدراسة في مؤسسة GURER PLAST بالقرارة ولاية غرداية وكان ذلك بهدف التعرف على المؤسسة .
- لحدود الزمانية تم إجراء الدراسة للدورة المالية 2023 لمؤسسة GURER PLAST

#### 6. منهج الدراسة والأدوات المستخدمة :

سعيًا للوصول إلى فهم دقيق لمكونات الإشكالية المطروحة والإحاطة بمختلف جوانب الموضوع وتحليل أبعاده، تم اعتماد المنهج الوصفي لما يتناسب مع طبيعة الدراسة النظرية. أما من أجل الربط بين الجانب النظري والتطبيقي، فقد تم استخدام المنهج التحليلي في الدراسة الميدانية، بهدف توظيف المعطيات المتوفرة لدى المؤسسة وتحليل تأثير الرفع المالي على المردودية المالية بالاستعانة بمعلومات إضافية داعمة.

#### 7. صعوبات الدراسة :

واجهنا خلال إعداد هذه الدراسة عدة تحديات تمثلت في صعوبة الحصول على موافقة المؤسسة لإجراء التريبس التطبيقي، إضافة إلى التحفظ الكبير في تقديم القوائم المالية، كما واجهنا نقصاً في المراجع المتوفرة، وهو علاوة على ذلك، لاحظنا تدني جودة المعلومات المالية المقدمة من قبل المؤسسة، مما شكّل عائقاً أمام التحليل الدقيق.

# الفصل النظري

## الفصل الأول : الأدبيات النظرية والتطبيقية لرفع المالي والمردودية

### المالية .

#### تمهيد

في ظل التغيرات الاقتصادية المتسارعة، وتزايد حدة المنافسة بين المؤسسات، أصبح من الضروري على هذه الأخيرة أن تبحث باستمرار عن وسائل فعّالة لتحسين أدائها المالي وزيادة مردوديتها. ومن بين أهم الأدوات التي تلجأ إليها المؤسسات لتحقيق هذا الهدف، نجد الرفع المالي، الذي يعتبر من المفاهيم المحورية في إدارة التمويل، والتي تعكس العلاقة بين مصادر التمويل المختلفة، خصوصاً بين التمويل الذاتي والتمويل بالاقتراض.

إن واقع العديد من المؤسسات يبيّن وجود تباين واضح في الأداء المالي والمردودية، رغم تشابه الظروف المحيطة بها، ما يثير تساؤلات حول خلفيات هذا التباين، وخاصة ما يتعلق بكيفية إدارتها لهيكل تمويلها. وفي هذا السياق، يبرز موضوع "الرفع المالي" كأحد العوامل التي قد تفسر هذا الاختلاف في النتائج المالية من مؤسسة إلى أخرى، بالنظر إلى تأثيره غير المباشر على المردودية والعائد العام.

من هذا المنطلق، جاءت هذه المذكرة كمحاولة للإجابة عن مجموعة من التساؤلات المتعلقة بأثر الرفع المالي على مردودية المؤسسة، وذلك من خلال تحليل العلاقة بين درجة الاعتماد على مصادر التمويل الخارجي ونتائج الأداء المالي. كما تهدف الدراسة إلى تقديم قراءة تحليلية لمؤشرات الأداء في ظل سياسات تمويل مختلفة، مع التركيز على مدى تأثير هذه السياسات على القرارات الاستثمارية والاستراتيجية للمؤسسة.

## المبحث الأول : الجانب النظري لرفع المالي و المردودية المالية .

### المطلب الأول : مفهوم الرفع المالي .

#### 1.تعريف الرفع المالي :

التعريف الأول : الرفع المالي هو عدم الاعتماد الكلي على التمويل الذاتي بل يتم الاعتماد على مصادر تمويل خارجية ويعني بهذا الأخير الديون ، بهدف زيادة العائد الأرباح وهو ما يعرضها لمخاطر إضافية في حالة عدم القدرة على تغطية الالتزامات.<sup>1</sup>

التعريف الثاني : الرفع المالي يبين إلى مدى اعتماد المؤسسة على الاقتراض ذي الكلفة الثابتة، مثل القروض البنكية أو السندات، كمصدر لتمويل أنشطتها التشغيلية أو الاستثمارية.

بمعنى آخر، إذا كانت المؤسسة قادرة على استثمار الأموال المقترضة في مشاريع أو عمليات تدرّ أرباحاً تفوق الفوائد التي تدفعها على هذه القروض، فإن ذلك يعزز من ربحيتها ويزيد من العائد على حقوق المساهمين. في هذه الحالة، يُقال إن المؤسسة تستفيد من "الرافعة المالية"، وهي القدرة على زيادة العوائد باستخدام أموال مقترضة.<sup>2</sup>

التعريف الثالث : يُمكن اعتبار الرفع المالي بمثابة "المتاجرة بالملكية" ، وذلك لأن وجود رأس مال مملوك من قبل أرباب المال المشروع يُعد بمثابة ضمان وأمان للدائنين، مما يحفزهم على إقراض المشروع. فكلما زادت أموال الملكية، ارتفعت ثقة المقرضين بقدرة المشروع على السداد، وبالتالي يصبح استخدام الديون في التمويل وسيلة لتعظيم العوائد على حقوق الملكية<sup>3</sup>

من التعاريف السابقة نستنتج ان الرافعة المالية تعكس مدى اعتماد المؤسسة على مصادر تمويل ثابتة التكاليف، مثل السندات أو الأسهم الممتازة، في تمويل أنشطتها واستثماراتها. هذا النوع من التمويل يُضفي على الهيكل المالي طابعاً خاصاً، حيث يزيد من فرص تحقيق العوائد، لكنه في الوقت ذاته يرفع من مستوى المخاطر التي يتحملها أصحاب المؤسسة. وتكمن أهمية الرافعة المالية في دورها في

<sup>1</sup> دكتور البشير العلاق، الإدارة المالية ، دار وائل لنشر، 2018، ص 145

<sup>2</sup> مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية ، الطبعة الأولى، مكتبة المجتمع العربي لنشر والتوزيع ،عمان 2009 ،ص 369

<sup>3</sup> شمري نوري موسى وآخرون، إدارة المخاطر، المسيرة لنشر والتوزيع عمان 2012 ، ص 164

توسيع نطاق السيطرة على الموارد، وتحقيق توازن دقيق بين الاعتماد على التمويل الذاتي والتمويل الخارجي.

## 2. الصيغة الرياضية لرفع المالي :

تلعب الصيغة الرياضية للرافعة المالية دوراً مهماً في تحديد أثرها الفعلي، لا سيما عند احتساب تأثير الضريبة. إذ أن الاعتماد على التمويل بالاقتراض يسهم في خفض الوعاء الضريبي، نظراً لإمكانية خصم فوائد القروض من الأرباح قبل احتساب الضريبة. ومن هذا المنطلق، تميل المؤسسات التي تخضع لمعدلات ضريبية مرتفعة إلى تفضيل التمويل بالدين على التمويل الذاتي، لما يترتب على ذلك من وفورات ضريبية تُعزز من كفاءة استخدام الموارد المالية.

<sup>4</sup> يمكن تحديد علاقة أثر الرافعة المالية انطلاقاً من المعطيات التالية:

المردودية الاقتصادية Re

مردودية الأموال الخاصة Rcp.

الأموال الخاصة CP.

الاستدانة الصافية D.

تكلفة الاستدانة . I :

معدل الضريبة من أرباح الشركات IS.

$$Rcp = ( Re + ( Re - i ) \times D \div cp ) ( 1 - IS )$$

<sup>4</sup> إلياس بن الساسي ، يوسف قريش ، التسيير المالي ( الإدارة المالية )، الجزء الأول ، الطبعة الثانية، وائل لنشر ، الأردن 2006 ص 286

حيث :

الهامش بين المردودية الاقتصادية و تكلفة الاستدانة .  $(Re - I)$

الرافعة المالية .  $(D \div cp)$

أثر الرافعة المالية  $(Re-i)(D \div cpcpl)$

فليكن لدينا :

• مردودية الأموال الخاصة = المردودية الاقتصادية + أثر الرفع المالي

ومنه :

• أثر الرفع المالي = المردودية الاقتصادية - المردودية المالية

### 3. أهمية الرفع المالي :

<sup>5</sup>الرفع المالي يقدم للمؤسسة فوائد كثيرة ويمكن تلخيصها في ما يلي:

تهدف بعض السياسات التمويلية إلى الحفاظ على قوة التصويت للمساهمين القدامى، مما يقلل من احتمالات السيطرة الخارجية على الشركات. وتعتبر هذه السياسة وسيلة فعالة لتعزيز الأداء العام وتقويته.

يعد الرفع المالي من العوامل الجوهرية التي تؤثر على هيكل التمويل داخل المؤسسة، وقد برزت أهميته من خلال النظرية التقليدية التي طُرحت في بداية الخمسينيات من القرن الماضي. ووفقاً لهذه النظرية، فإن الاستخدام المعقول للرفع المالي يمكن أن يسهم في زيادة القيمة السوقية للشركة.

<sup>5</sup> أسماء محمد عبد الله شهري ، العلاقة بين الرفع المالي والأداء المالي ، المجلة الإلكترونية الشاملة لجميع التخصصات ، العدد 23 ، كلية ابن رشد للعلوم الإدارية .

وتتحقق النتائج المثلى للرفع المالي عند توافر كفاءة عالية في العمليات التشغيلية والتمويلية، إلى جانب ظروف خارجية مناسبة تدعم استقرار المؤسسة ونموها. ومع ذلك، فإن سوء استخدام الرفع المالي قد يؤدي إلى نتائج عكسية تُعرض الشركة لمخاطر تمويلية كبيرة.

فكلما زادت نسبة الديون عن الحد المعقول، ارتفعت درجة المخاطرة إلى مستوى قد يهدد استمرارية الشركة ومكانتها المستقبلية، مما يتطلب تقييماً دقيقاً لكمية الاقتراض ومدى الانتفاع من مزاياه دون الوقوع في مخاطر مفرطة.

## المطلب الثاني : تحليل أثر الرفع المالي .

### 1. تحليل أثر الرفع المالي :-

يسعى المحلل المالي إلى تقييم مدى تأثير الاعتماد على التمويل بالاقتراض على العائد المحقق من الأموال الخاصة. ومن خلال تحليل الرافعة المالية، يمكن تحديد ما إذا كانت الديون تسهم في تعزيز الأداء المالي للمؤسسة، أو إذا كانت تشكل عبئاً يقلص من ربحيتها. وسنقوم بتوضيح هذا فيما يلي :<sup>6</sup>

1.1 حالة المؤسسة عديمة الاستدانة :

وبقصد من ذلك أن المؤسسة تعتمد بشكل كامل على تمويل نشاطها من مواردها الذاتية، دون الاستعانة بمصادر تمويل خارجية. وفي مثل هذه الحالة، يتم التعبير عن أثر الرافعة المالية بصيغة مخصصة تناسب غياب الاستدانة :

$$R_{cp} = R_e(1 - i_s)$$

يتضح في هذه الحالة غياب تأثير الرافعة المالية، إذ أن مردودية الأموال الخاصة تعادل المردودية الاقتصادية بعد خصم الضريبة على الأرباح .

<sup>6</sup> إلياس بن الساسي ، يوسف قريش ، التسيير المالي ( الإدارة المالية )، الجزء الأول ، الطبعة الثانية، وائل لنشر ، الأردن 2006 ص 291

مردودية الأموال الخاصة: Rcp.

المردودية الاقتصادية: Re.

معدل الضريبة على أرباح الشركات: IS .

1.2: حالة المؤسسة مستدينة:

تُعد الاستدانة من أبرز مصادر التمويل، حيث تسهم في تعزيز المردودية المالية، مما يدعم نمو القدرة على التمويل الذاتي، والتي تُعتبر من أهم وسائل تمويل المؤسسة. ومع ذلك، يبقى من الضروري مستويات الاستدانة لتفادي المخاطر المالية. مراقبة

**1. في حالة كانت المردودية الاقتصادية أكبر من معدل الفائدة :**

عندما تتجاوز المردودية الاقتصادية معدل الفائدة، يكون أثر الرافعة المالية موجباً، ويُعبر عن ذلك بالمعادلة التالية:

$$(Re - i) > 0 \quad Rcp - Re = (Re - i)(D \div CP) > 0$$

في هذه الحالة، يمكن تحسين مردودية الأموال الخاصة من خلال زيادة الرافعة المالية، أي أن اللجوء إلى المزيد من الاستدانة يؤدي إلى تحسين مردودية الأموال الخاصة.

**2. في حالة تساوي المردودية الاقتصادية مع معدل الفائدة :**

في هذه الوضعية، يصبح أثر الرافعة المالية محايداً، حيث تكون مردودية الأموال الخاصة مساوية للمردودية الاقتصادية بعد الضريبة، وهي نفس الحالة التي تظهر عند غياب الاستدانة.

**3 في حالة كانت المردودية الاقتصادية أقل من معدل الفائدة (عندما تتحقق هذه الحالة، فإن أثر الرافعة المالية يكون سلبياً، ويُعبر عنه بالعلاقة التالية:**

$$(Re - i) < 0 \rightarrow Rcp - Re = (Re - i)(D \div CP) < 0$$

ومن خلال ما سبق، يمكننا أن نستنتج أن تحقق أثر الرافعة المالية الإيجابي يتطلب أن تكون المردودية الاقتصادية أعلى من تكلفة الاستدانة. في هذه الحالة، يُعتبر القرار المالي الأنسب هو رفع مستوى الاستدانة، لما لذلك من انعكاس إيجابي على المردودية المالية.

**أما في حالة كانت المردودية الاقتصادية مساوية لتكلفة الاستدانة،**

فإن أثر الرافعة يكون حيادياً، حيث لا يؤدي إلى أي تغيير في المردودية المالية، ويصبح الهيكل المالي غير مرتبط بها. وبالتالي، لا يمكن الاعتماد على الرافعة المالية كأداة لاتخاذ قرار مالي سليم، بل يُنصح في هذه الحالة باللجوء إلى مؤشرات أخرى مثل نسبة الاستقلالية المالية.

أما إذا كانت المردودية الاقتصادية أقل من تكلفة الاستدانة، فإن أثر الرافعة يصبح سلبياً، ويُعرف هذا الوضع بـ"أثر المطرقة". وفي هذه الحالة، فإن أي زيادة في حجم الاستدانة تؤدي إلى تدهور المردودية المالية، مما يجعل القرار الأمثل هو تقليص اللجوء إلى الدين والبحث عن مصادر تمويل بديلة.

## 2. نسب الرفع المالي :

نسب الرافعة المالية تُظهر مدى اعتماد المشروع على تمويل الديون مقابل حقوق الملكية. يراها المقرضون ضماناً لأموالهم، بينما تراها إدارة المشروع خطراً محتملاً يفقدها السيطرة ويعرض المشروع للتصفية عند ارتفاع القروض وأهمها:<sup>7</sup>

### 2.1 نسبة الديون إلى إجمالي الأصول :

تقيس النسبة مدى اعتماد الشركة على الديون، وكلما زادت عن 100% ارتفع الخطر المالي، بينما تعتبر نسبة 40% مقبولة، وانخفاضها يدل على قوة المركز المالي وتحسب بالعلاقة التالية :

$$\bullet \text{ نسبة المديونية} = (\text{مجموعة الديون} \div \text{مجموع الأصول}) \times 100$$

### 2.2 نسبة الملكية :

وتستخدم هذه النسبة في تحديد النسبة المئوية التي سيحصل عليها حملة الأسهم العادية من مجموع الأصول في حالة التصفية وتحسب بالعلاقة التالية:

$$\bullet (\text{حقوق المساهمين بالأسهم العادية} \div \text{مجموع الأصول}) \times 100$$

### 2.3 نسبة تغطية الأصول :

<sup>7</sup> فهمي مصطفى شيخ، التحليل المالي، رام الله فلسطين 2008 صفحة 52

تقيس هذه النسبة مدى قدرة الشركة على سداد ديونها قصيرة وطويلة الأجل من خلال أصولها الملموسة، وذلك بعد خصم الالتزامات قصيرة الأجل. تُعد هذه النسبة مؤشراً مهماً يستخدمه المحللون لتقييم الملاءة

المالية للشركة. ويُعتبر المعدل المقبول بشكل عام لا يقل عن 1.5، بينما يُفضل أن تكون النسبة لا تقل عن 2 بالنسبة للشركات الصناعية. وتحسب بالعلاقة التالية :

$$\bullet \text{ (الأصول الثابتة و رأس المال العامل } \div \text{ مجموعة الديون )}$$

#### 2.4 نسبة تغطية الدين :

تُعد هذه النسبة مؤشراً على قدرة الشركة على توليد تدفقات نقدية سنوية من أنشطتها التشغيلية تكفي لخدمة التزاماتها من الديون قصيرة وطويلة الأجل. وكلما ارتفعت هذه النسبة، دلّ ذلك على تمتع الشركة بمرونة مالية أفضل، إذ تمتلك فائضاً من التدفقات النقدية يمكنها من تغطية أقساط الديون المستحقة، سواء كانت قصيرة الأجل أو الأجزاء المستحقة من الديون طويلة الأجل، بالإضافة إلى إجمالي الديون طويلة الأجل وتحسب بالعلاقة التالية:

$$\bullet \text{ ( التدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية } \div \text{ مجموعة الديون )}$$

#### 2.5 نسبة تغطية الفوائد :

تعرف هذه النسبة أيضاً بعدد مرات تغطية الفائدة، وهي تعكس مدى قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها المتعلقة بسداد فوائد الديون. حيث تقيس عدد المرات التي يمكن فيها تغطية مصاريف الفوائد من أرباح التشغيل، ما يوفر مؤشراً لهامش الأمان الذي تتمتع به الشركة لضمان دفع الفوائد في مواعيد استحقاقها

وتحسب بالعلاقة التالية :

$$\bullet \text{ ( الأرباح قبل الفوائد والضرائب } \div \text{ مصروفات الفوائد )}$$

## المطلب الثاني : المردودية المالية و اهم مكوناتها .

### ❖ الفرع الأول : مفهوم المردودية المالية .

#### التعريف اللغوي :

يمكن تعريف المردودية لغويا بالشكل التام : المردودية مشتقة من فعل رد لأي رد ومعناه اعادته على التمام بدون نقصان منه على الأقل , أما أصل المردودية فهي من المردود او العائد , والمؤسسة

يكون لها مردود ان كانت نسبة الأموال المتحصل عليها اكبر من الأموال المستمرة او المستعملة وهناك مفاهيم عدة تتمثل في :

#### تعريف " ريكاردو "

هي عائد استخدام ارض فلاحية ملك للآخرين , وبعبارة أخرى هي عبارة عن الربح المتحصل عليه نتيجة استخدام الأرض أي ما تقدمه الأرض نتيجة استغلالها .

#### تعريف كل من "Gymbery" "Forget"

المردودية هي العلاقة الموجودة بين النتائج المتحصل عليها و الوسائل المستخدمة للحصول عليها

#### تعريف " Plavzale " " R Teller "

المردودية هي الفرق الناتج بين العمليات الخارجية و الداخلية التي تقوم بها المؤسسة .

#### تعريف "بوخزار " و "كونصو "

المردودية هي قاعدة تطبق على كل المراحل الاقتصادية لتوضيح الإمكانيات المادية و البشرية اللازمة والتي تعبر عنها العلاقة التالية (8):

$$\bullet \text{ المردودية} = (\text{النتائج المحققة} \div \text{الإمكانيات})$$

فتيحة شابي وآخرون- التدقيق المحاسبي وأثره على مردودية المؤسسة- مذكرة لنيل شهادة ليسانس، غير منشورة، المركز 1 الجامعي يحي فارس، المدينة 2005 ص 39 . 8

## ❖ الفرع الثاني : التعريف الاصطلاحي للمردودية :

لقد ثار خلاف بين المحللين الماليين والاقتصاديين حول التعريف الشامل بالرغم من الخلافات السابقة الا انهم يكادون يتفقون في النهاية ان المردودية هي العلاقة التي توجد بين النتيجة المحققة و الوسائل المستعملة في تحقيقها .

و يمكن إعطاء مفهوم علمي دقيق للمردودية بعيدا عن تضارب آراء الماليين و الاقتصاديين .

فالمردودية تقيس مدى تحقيق مشروع المشتريات المتعلقة بأداء الأنشطة وهيكل التكلفة كما انها تعبر عن حصيلة النتائج السياسية و القرارات التي اتبعها المشروع فيما يخص السيولة و الوضع المالي (9).

وانطلاقا من مفاهيم السابقة يمكن ان نستخلص ان المردودية تعالج النشاط المالي خلال فترة زمنية محددة . وتهتم بربحية المؤسسة , ويمكن حساب معدلها كما يلي :

$$\bullet \text{ معدل المردودية} = (\text{النتيجة الصافية} \div \text{الأموال الخاصة}) \times 100.$$

و من خلال ما سبق يتضح لنا مدى تطور مفهوم المردودية و انه كان في الأول يرتبط باستغلال الأرض ليشمل بعده كل العمليات المالية داخل المؤسسة ,كما يمكننا القول ان المردودية عبارة عن الربح المحصل عليه بعد كل عملية بيع او انتاج او تبادل , وبعده طرح النفقات و التكاليف شريطة ان تكون الإمكانيات الضرورية مثل الأموال و القوة البشرية .

الا انه يجب معرفة أي نوع من أنواع المردودية فعند مقارنة الربح مع الأموال الخاصة نحصل على المردودية التجارية , وعند مقارنة أصول المؤسسة مع الربح فنحصل على المردودية الاقتصادية اما المردودية الاجتماعية و السياسية فهي اهداف عامة للمؤسسة بغرض امتصاص البطالة, كما يجب ان نفرق بين المردودية و الربحية , فالمردودية هي العلاقة بين النتائج المتحصل عليها و الإمكانيات المستعملة سواء كانت مادية او بشرية او مالية , اما الربحية فلها علاقة مباشرة بالسعر حيث انها الفرق بين البيع وسعر .

## الفرع الثالث : أهم مقاييس المردودية :

د. صالح محمد الحناوي " أدوات تحليل و التخطيط في الإدارة "، دار النهضة العربية، ص. 65. 9

يهتم بدراسة تفصيلية و معمقة لمقياس المردودية على مستويات النتيجة والعلاقة التسلسلية التي تربط كل عنصر بأخر .

## 1 . الهامش الإجمالي :

يعني الفرق بين المبيعات من البضاعة وتكاليف شرائها حيث يكون بيع المواد او البضاعة على حالتها أي دون اجراء أي تغيير عليها ويكون الهامش الإجمالي في المؤسسة التجارية او القسم التجاري في حالة كون المؤسسة مزدوجة النشاط .

و يتم تقييم المبيعات من البضائع على أساس سعر بيع البضاعة بعد طرح التخفيضات التي قد تمنح الى الزبائن , وكما الحال أيضا عند تقييم تكلفة البضاعة المباعة فإنها تحسب بمجموع ثمن شراء البضاعة و يضاف اليها المصاريف التي تتعلق بها ويكون في حالة استعمال الجرد المستمر .

لدى الهامش الإجمالي أهمية بالنسبة للمؤسسة التجارية في حالة دورة النشاط العادية , حيث يعبر عن تسيرها أي المصدر الحقيقي لأرباحها .

## 2. القيمة المضافة :

تعني الفرق بين الإنتاج من جهة والاستخدامات الوسطية من سلع وخدمات و المتحصل عليها من الغير و المستعملة من هذا الإنتاج من جهة ثانية وحسب المخطط الوطني للمحاسبة فإن القيمة المضافة في الوحدات التجارية تعبر عن الفرق بين

الهامش الإجمالي و الدّوازم والخدمات المستهلكة، أما في الوحدات الإنتاجية فتساوي إلى الفرق بين الإنتاج المخزون إنتاج المؤسسة لحاجاتها الخاصة<sup>(10)</sup> .

تعني كذلك الثروة الإضافية المنشأة في المؤسسة باستعمال خدمات ومواد الغير، بالإضافة إلى وسائلها الخاصة وتحسب كما يلي :

القيمة المضافة = قيمة الإنتاج . مستلزمات الإنتاج من السلع و الخدمات

<sup>10</sup> ناصر دادي عدون , مرجع سابق , ص 78 .

ويمكن دور القيمة المضافة في مساهمتها في النهوض بالاقتصاد الوطني (الدخل الوطني) وكذلك كمقياس لحجم ودرجة تكامل العمودي أو الداخلي للمؤسسة وكمقياس لتطوير قدرة المؤسسة وذلك باستعمال النسبة التالية :

$$( \text{القيمة المضافة} \div \text{السنوات المتتالية} )$$

### 3 . نتيجة الاستغلال :

وهي تعبر عن نتيجة الاستغلال العادي لدورة معينة وتتمثل في الفرق بين مصاريف المؤسسة والنواتج، وتخص العناصر المرتبطة بالإنتاج والاستغلال وهي نتيجة تظهر في جدول حسابات النتائج .

ويعبر عنها بالمعنى الحقيقي لمصلحة الأعمال التي تنجزها المؤسسة خلال فترة النشاط العادية وتأخذ كل الإجراءات اللازمة لتفادي الوقوع في أي انحراف، وهذا إذا توفر عنصر الاستقلالية التامة في الوسائل المؤدية إلى تحقيق الهدف المنشود وخاصة الأهداف التسويقية والمتمثلة في سياسة تحديد الأسعار وهو أهم مشكل تعاني منها معظم المؤسسات الوطنية

فأسعار السلع والبضائع ضرورية والتي تحدد من طرف الحكومة وذلك بمراعاة دخل المواطنين ودراساتها، وهكذا فإن المؤسسات أو الفروع التابعة لها التي عمل بمثل هذه السلع قد تحقق خسارة في نتيجة الاستغلال وهذا راجع الآن إيراداتها لا تغطي كل تكاليفها ونتيجة خسارة مثل هذه المؤسسات ترجع إلى أسباب سياسية واجتماعية معينة ولمن تكون هذه الأخيرة قادرة على مواكبة سير التطور التقني (11).

### 4 . النتيجة الصافية :

تعتبر هذه النتيجة مؤشرا مهم لقياس مردودية الأموال الخاصة المستعملة في المؤسسة ، وأيضا لحساب مردودية عناصر الأصول الثابتة وهي النتيجة التي تظهر بعد خصم الضرائب على أرباح الشركات (12).

11 ناصر دادي عدون ، مرجع سابق ، ص 83 .

12 فتيحة شابي و اخرون ، مرجع سابق ، ص 47 .

## 5 . التدفق النقدي :

: إن اعتبار النتيجة وحدها مصدر لتمويل المؤسسة ذاتيا أو مقياس المردودية لا يمكن ان يكون صحيحا نظرا لأن المؤسسة تستعمل الإهلاكات وهذه الأخيرة تؤثر على نظراً وصحيحا لا يمكن أن يكون كاملا تحديد النتيجة النهائية المؤسسة والتي تعبر عن إيرادها .

التدفق النقدي الإجمالي = النتيجة الاجمالية + الإهلاكات + المؤونات .

التدفق النقدي الصافي = النتيجة الصافية + الإهلاكات + المؤونات ..

6 . التمويل الذاتي : يعني إمكانية المؤسسة من تمويل نفسها وذلك من خلال نشاطها، وهذا إليها عنصرين هامين داخل المؤسسة وهما الإهلاكات والمؤونات بعد الحصول على نتيجة الدورة مضافا وقبل الوصول إلى قدرة التمويل الذاتي، تمر على يسمى بالفائض النقدي الذي سبق التطرق إليه .

التمويل الذاتي = التدفق النقدي الصافي - الأرباح الموزعة .

ويمكن تقديم التمويل الذاتي على أنه مجموع المواد المالية الموجودة تحت تصرف المؤسسة لغرض تطوير نشاطها والاستقلالية من التمويل ارجي ويستعمل التمويل الذاتي في المجالات التالية :

- إمكانية تمويل الاستثمارات وبالتالي يأخذ بعين الاعتبار في برامج استثمارية للمؤسسة.
- إمكانية دفع السندات و الأسهم.
- إمكانية تعديل أو تصحيح عدم كفاية رأس مال العامل الصافي أي تحقيق شروط التوازن الدائم.

8 . النتيجة المالية : لقياس مردودية المؤسسة يمكن مقارنة النتيجة المتحصل عليها في نهاية السنة بالإمكانات المتوفرة ويعبر عنها بالنسبة التالية :

• ( النتيجة الصافية ÷ مجموع الأصول )

تقيس هذه النسبة مردودية رؤوس الأموال المستعملة في استغلال أو مردودية النشاط تدل هذه النسبة على درجة المديونية وتعطي بالعلاقة التالية

• (مجموع الأصول ÷ الأموال الخاصة) = 1+ (الديون ÷ الأموال الخاصة)

ومنه تستخلص أن مردودية الأموال الخاصة ترتبط بمردودية الاستغلال وبدرجة الاستدانة وفي ظل دراسة المردودية على أساس المعطيات المحاسبية يطلع لنا عدة مشاكل من ناحية القيمة الحقيقية للمبالغة النقدية وكذلك التضخم في المردودية وفق العلاقة :

$$\bullet \text{ (النتيجة الصافية } \div \text{ إجمالي الأصول )}$$

## الفرع الرابع : مكونات و متطلبات المردودية ..

بعد تطرقنا لمفهوم المردودية وتعرفنا على أهم مقاييسها سنتطرق الآن للأنواع المختلفة للمردودية وأهمها الاقتصادية والمالية واجتماعية وسياسية ولها دور في ربحية المؤسسة

### 1 . مكونات المردودية :

تتمثل هذه المكونات من مكونين إثنين هما المكونات الاقتصادية والمالية

### الفرع الأول : المكونات الاقتصادية :

تتكون من عنصرين اثنين هما :

#### أولا : الإنتاجية (13):

عرف " بول مالي " الإنتاجية من منطق كونها مؤشرا إلى الأهداف والكفاية في حسن استخدام الموارد والعناصر الإنتاجية المتاحة بغية بلوغ الهدف

تمثل أهميتها في مستويات عدة بالنسبة للفرد العامل والمؤسسة المستهلك والمجتمع ككل فالنسبة للمؤسسة فإنها تعبر عن كفاءة الإدارة في استغلال الموارد والإمكانيات للحصول على أحسن نتيجة والإنتاجية مؤشر على حسن السير، والفائدة تعود على المؤسسة على حسن السيطرة لارتفاع .ممكنة الإنتاجية بالنسبة للتكاليف وتتمثل في زيادة الربح الإنتاج والعائد الناتج عن زيادة قيمة المبيعات الناتجة عن زيادة الإنتاج وخفض التكاليف ولاشك أن زيادة المردودية والأرباح تعتبر من الآثار التي تؤدي بدورها إلى المزيد من الكفاية في الإنتاج، وذلك من خلال ما يخص بتطوير الإنتاج، الدراسات والبحوث، إضافة أنها تؤدي إلى مزيد من الاستثمارات واستغلال المواد المتاحة وفرص العمل

<sup>13</sup> محمد امين بن شليف . بوسماجة فاروق مرجع سابق . ص 24 .

التغيرات التي تطرأ على مستويات الإنتاجية يمكن أن تكون لها آثار جد عميقة على عدد من القضايا ذات الأهمية الاقتصادية والاجتماعية مثل معدل التنمية أو ارتفاع مستوى المعيشة، تحسين ميزات الإنتاجية عبارة عن مؤشر ليتمكن من خلاله معرفة إمكانية دالة .المدفوعات السيطرة على التضخم الإنتاج والتموين، حيث تقاس الإنتاجية بالعلاقة التالية

$$\bullet \text{ الإنتاجية} = ( \text{القيمة المضافة} \div \text{الأصول الثابتة} )$$

والمفهوم العام للإنتاجية يوحي على أنها غالبا ما تستخدم العلاقة النسبية بين كمية الإنتاج من المنتجات والخدمات (المخرجات) وكمية الموارد التي استخدمت في تحقيق هذه الكمية من الإنتاج (المدخلات) ويمكن قياس الإنتاجية كالاتي (14):

$$\bullet \text{ الإنتاجية الكلية} = ( \text{الإنتاج} \div \text{عناصر الإنتاج} ) = ( \text{المخرجات} \div \text{المدخلات} )$$

$$\bullet \text{ إنتاجية عنصر العمل} = ( \text{المخرجات الكلية} \div \text{مدخلات عنصر العمل} )$$

### ثانيا : الفعالية :

إن مقياس فعالية رأس المال هو معدل دوران رأس المال المستخدم، أي كلما كانت سرعة الدوران أسرع كلما كانت الفعالية أكثر، والفعالية هي مدى إنتاجية العامل أو الآلة مقارنة بالإمكانات المتاحة، إن سرعة الدوران نستطيع تطبيقها على كل عناصر الموجودات للأصول أو الأموال الخاصة وذلك بتطبيق العلاقة التالية (15):

$$( \text{مجموع الأصول} \div \text{الأموال الخاصة} )$$

إن هذه النسبة تعتبر على مدى فعالية استعمال رأس المال من طرف المؤسسة كما تعتبر عن الشروط التي تستعمل الوسائل في ظلها وذلك ضمان لنجاح الإنتاج فإن

$$\bullet \text{ سرعة الدوران} = ( \text{رقم الأعمال} \div \text{مجموع الأصول} )$$

<sup>14</sup>فتيحة شلبي واخرون , مرجع سابق , ص 43 .

<sup>15</sup> فتيحة شلبي واخرون . مرجع سابق . ص 44 .

## 2 . متطلبات المردودية .

### الفرع الأول : مراقبة المردودية .

وذلك باستخدام عدة إجراءات و هي :

- (1) وضع تقديرات مفصلة على النتائج المالية و الاقتصادية في إمكانية حدود المؤسسة.
- (2) تحديد فوري للانحرافات وهذا بمقارنة النتائج المحققة بالنتائج المقدره وتحليل مصادر الخل وأسبابه سواء داخلية أو خارجية.
- (3) اتخاذ الإجراءات التيمن شأنها أن تنقص من حدة هذه الانحرافات بحيث تكون هذه الإجراءات مدروسة ومناقشة من أجل الاقتراب إلى مسار الأهداف الموضوعه، أو تحديد أهداف أخرى ومراقبة المردودية عملية مستمرة تكون على أساس الوثائق والمعلومات المحاسبية ولا تقع هذه العملية كليا على المسؤول المالي بل يتحمل مراقبة التسيير الجزء الأول من المردودية فقد يتعدى اهتمامه إليها أي المردودية المالية والاقتصادية وذلك باستخدام التقنيات التقديرية.

- نظام نقدي للمعلوماتية كوضع الميزانية التقديرية
- مصلحة الدراسات الاقتصادية.
- تحليل النتائج عن طريق المحاسبة التحليلية.

وهنا يمكن القول أن المراقبة المردودية تقع على عاتق المسؤول المالي بالدرجة الأولى وكذا مراقب التسيير فهما مطالبان بالتجاوز مع أهداف المؤسسة وذلك باتخاذ التدابير الفعالة وتوفير كل المعلومات والبيانات التيمن شأنها أن تساعد على مراقبة المردودية بأحسن وجه وتمكن المؤسسة<sup>(16)</sup>. من الحفاظ على نتائج

يتضح أن المحاسب المالي لا يتحمل كليا مراقبة المردودية على الوجه المحدد بصفة عامة مراقب التسيير لا يهتم فقط بالمردودية المالية بل يتعدى إلى الاهتمام بالمردودية

الاقتصادية للمؤسسة وهذا الأخير يستعمل عادة تقنيات الإنتاج للمسؤول المالي ومن بين هذه التقنيات نذكر ما يلي<sup>(17)</sup>:

- المحاسبة التحليلية .

<sup>16</sup> امين بن شليف . مرجع سابق . ص 25 .

<sup>17</sup> بيار كولاس . مرجع سابق ز ص 14 .

■ مصلحة الدراسات الاقتصادية .

### الفرع الثاني : قياس المردودية .

من بين متطلبات المردودية قياسها حيث هذه الأخيرة تعتبر العنصر الثاني بعد مراقبة المردودية فإن لا بد منه قصد اكتشاف ومعرفة نقاط الضعف والقوة وذلك لهدف قياس المردودية شيء مهم جيداً تصحيح الانحرافات أي العجز والنهوض بالمردودية نحو الاتجاه السليم وفي جميع المؤسسات الوطنية وثيقاً بالمحاسبة .

نجد أن التسيير المالي ومراقبة التسيير يرتبطان ارتباطاً إن التحاليل التميز وخاصة على مستوى دراسات المردودية المعينة ففي المرحلة الحالية تضم المحاسبة فرعين متكاملين هما

- المحاسبة العامة .
- المحاسبة التحليلية .

لذا نجد المحاسبة العامة ( تتم بنشاطات المؤسسة والعمليات الاقتصادية في شكل تدفقات بين المؤسسة ومختلف عملائها وكذا عملها في تسجيل تدفقات المؤسسة مع الأعوان الاقتصاديين الآخرين (18) مقيمة بالوحدات النقدية.

عكس المحاسبة التحليلية التي هي ( تقنية لمعالجة المعلومات المتحصل عليها من المحاسبة العامة ومصادر أخرى وتحليلها من أجل الوصول إلى نتائج يتخذ على ضوءه مسيرو المؤسسة القرارات المتعلقة بنشاطها وتسمح بدراسة ومراقبة المردودية وقياسها وتحديد فعالية تنظيم المؤسسة وكذا مراقبة سواء كانت على مستوى التنفيذ أو الإدارة وهي أداة ضرورية لتسيير المؤسسات (19) المسؤوليات

### ❖ المطلب الثالث : أثر الرفع المالي على المردودية المالية .

<sup>18</sup> .Compt – Analytique – outil de gestion Aide Décision Gausset et Marge Rin – page 26

<sup>19</sup> 97 ص، البحث دار، التحليلية المحاسبة، عدون دادي ن

من بين الأدوات المعتمدة لقياس مستوى الأداء المالي في المؤسسة، يُعد تحليل الرفع المالي أداة مهمة، حيث يُستخدم لتحديد مدى تأثير الاستدانة على مردودية الأموال الخاصة، أو ما يُعرف بالمردودية المالية. وسنقوم في هذا الجزء بدراسة العلاقة بين الرفع المالي ومردودية هذه الأموال.

يقوم مبدأ الرافعة المالية على فكرة بسيطة مفادها أن المؤسسة عندما تلجأ إلى تمويل خارجي (أي الديون)، فإن العائد الناتج عن استثمار هذه الأموال يمكن أن يؤثر إما إيجاباً أو سلباً على عوائد المساهمين. فإذا كانت مردودية الأصول تفوق تكاليف التمويل (الفوائد)، فإن الفرق يعود بالنفع على المساهمين، ويسمى هذا بـ "أثر الرافعة الإيجابي". أما إذا كانت مردودية الأصول أقل من التكاليف المالية، فإن العائد على الأموال الخاصة يتراجع، وهو ما يُعرف بـ "أثر الرافعة السلبي".<sup>20</sup>

بالتالي، يقيس الرفع المالي مدى تأثير المديونية على الأداء المالي للمؤسسة، سواء كان ذلك التأثير موجباً أم سالباً. ويمكن للمؤسسة أن ترفع من مردوديتها المالية باستخدام الديون بشرطين: أولاً، أن لا تكون الأموال الخاصة معومة، وثانياً، أن تكون تكلفة الاستدانة أقل من المردودية الاقتصادية. غير أنه من المهم تجذّب الإفراط في الاستدانة، نظراً لما تحمله من تكاليف ومخاطر مالية. إذ أن مبدأ الرفع المالي يشير إلى أن استخدام الديون واستثمارها في النشاط الإنتاجي أو التجاري للمؤسسة يهدف إلى تحقيق

عائد اقتصادي يفوق تكلفة هذه الديون، مما يولد فائضاً يُوزع على المساهمين، وبالتالي تتحسن مردودية أموالهم الخاصة. ومن هنا جاءت تسمية هذا المفهوم بـ "أثر الرافعة المالية".

ويمكن أيضاً تفسير هذا الأثر من خلال العلاقة بين معدل المردودية المالية، ومعدل المردودية الاقتصادية، وتكلفة الديون، مع الأخذ في الاعتبار أن مصادر التمويل تنقسم أساساً إلى أموال خاصة أو ديون، تُستثمر في أصول من المتوقع أن تولد نتائج مالية إيجابية.

## المبحث الثاني : الدراسات سابقة ( الأدبيات التطبيقية )

### المطلب الأول : الدراسات المحلية

<sup>20</sup> إلياس بن الساسي ، يوسف قريشي ، مرجع سابق ص 268

## دراسة الأولى : بسام محمد الاغا أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار (2005)

تهدف هذه الدراسة إلى تقييم العالقة بني الرفع المالي وتكلفة التمويل ومعرفة مقدار تأثيرها على معدل العائد على الاستثمار، وذلك من خلال تطبيقها على شركات العامة العاملة بفلسطين حيث تم أخذ إلى غاية 2003، ولتحقيق هذه الدراسة تم استخدام المنهج 1999 عينة مكونة من 15 شركة خلال الفترة الوصفي في تحليل القوائم المالية لشركات العينة كما تم استخدام برنامج التحليل الإحصائي، و معامل الارتباط لبيرسون، معادلة الانحدار الخطي البسيط و معادلة الانحدار الخطي المتعدد و من أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة وجود عالقة عكسية بين الاعتماد على مصادر التمويل (مملوكة والمقترضة) وتكلفة هذه المصادر وكذلك وجود عالقة عكسية بني تكلفة التمويل المقترض ومعدل العائد على الاستثمار وكما أثبتت الدراسة كذلك عدم وجود عالقة ذات دلالة إحصائية بين الرافعة المالية و معدل العائد على الاستثمار

## الدراسة الثانية : دراسة ميلودة ميلي، أثر الرفع المالي على مردودية الاموال الخاصة ودرجة المخاطرة 2013 .

وتهدف الدراسة إلى التعرف على المردودية المالية والمخاطر المالية وكيفية حسابها وكذلك معرفة الرافعة المالية وأثرها على مردودية الاموال الخاصة وتطبيقها في مؤسسة الواحات تقرت ولتحقيق هدف الدراسة اعتمدت على المنهج الوصفي في الشق النظري، أما في الجانب التطبيقي اعتمدت على المنهج التجريبي من خلال ربطه بالنظري كما تم حساب النسب و القيم وتتلخص نتائج الدراسة على أن مؤشر الرفع المالي يؤثر ايجابيا على مردودية الاموال الخاصة كما يكون له تأثير سلبي على درجة المخاطرة .

## الدراسة الثالثة : دراسة مخلوفي أسماء، آلية أثر الرافعة المالية في تقييم الاداء المالي للمؤسسة الاقتصادية (2013) (21).

تهدف هذه الدراسة إلى توضيح أثر الرافعة المالية في تقييم الاداء المالي للمؤسسة الاقتصادية حيث اختارت الباحثة مؤسسة سونلغاز لإجراء الدراسة عليها خلال الفترة الممتدة ما بين 2009 و 2010 لتمثيل البيانات وتوضيح العالقة بني المتغيرين التابع والمستقل Excel حيث اعتمدت على برنامج

<sup>21</sup> أسماء مخلوف، دراسة آلية الرافعة المالية في تقييم الاداء المالي للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماستر ، منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2013 .

وخلصت الدراسة إلى أن الرافعة المالية اثرتين على المردودية المؤسسة حيث يكون لها أثر ايجابيا على مردودية الاموال الخاصة إذا كان معدل الاستدانة معقولا ويكون سلبيا إذا تجاوزت نسبة معينة والتي تعرف بذروة الاستدانة .

**الدراسة الرابعة : دراسة هيثم يعقوب إسحاق عبد الله , الرافعة المالية واثرها على القيمة السوقية للشركات المساهمة (2005) (22).**

تناولت الدراسة الرافعة المالية واثرها على القيمة السوقية للشركات عينة الدراسة المدرجة في السوق الخرطوم للأوراق المالية وكانت العينة مكونة من 11 مؤسسة خلال الفترة الممتدة من ( 2013-2004 ) وتمثلت مشكلة الدراسة في أن هناك تباينا في مستوى استخدام الرافعة المالية .

هدفت الدراسة إلى اختبار العالقة بني الرافعة المالية والقيمة السوقية بالشركات المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية اعتمدت الدراسة على المنهج التاريخي لتتبع الدراسات السابقة والمنهج الاستنباطي والمنهج

التحليلي من خلال الدراسة توصلت الدراسة إلى أفضلية الاستخدام التدريجي للرافعة المالية في تمويل وخاصة من قبل الشركات الناشئة بهدف التقدمي الدوري لعملية التوسع في الرافعة المالية لضمان استخدامه بآثار إيجابية على العوائد المالية للشركة.

.

**المطلب الثاني : الدراسات الأجنبية .**

**دراسة :- "Mohammed ali" (23):**

**"Relationship between Financial Leverage and Financial\_Performance"**

<sup>22</sup> هيثم يعقوب إسحاق عبد الله ، الرافعة المالية واثرها على القيمة السوقية للشركات المساهمة، رسالة مقدمة لنيل درجة دكتوراه جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا 2015 .

<sup>23</sup> 2 Mohammad Ali, Relationship between Financial Leverage and Financial Performance, Evidence of Listed Chemical Companies of Pakistan, Research Journal of Finance and Accounting ISSN 2222-1697, Vol 5, No 23, 2014 .

This study aims to examine the relationship between financial leverage and financial performance. It was conducted on a sample of 20 companies operating in the chemical industry sector and listed on the Karachi Stock Exchange in .Pakistan, covering the period from 2006 to 2013

The researcher analyzed the data extracted from the financial statements of the study sample using statistical programs such as SPSS and EViews, and .employed correlation matrix analysis and the Panel Data model

Among the key findings of the study is the existence of a positive relationship between financial leverage and each of the following: return on assets, net profit, and return on working capital. In contrast, a negative relationship was observed between financial leverage and return on equity. The results also showed a positive relationship between financial leverage and financial performance, which supports the acceptance of the alternative hypothesis and the rejection of the null hypothesis. Accordingly, companies in the chemical sector can enhance their financial policies based on these findings

### خلاصة الفصل :

تناولنا في هذا الفصل تحليل العلاقة بين الرفع المالي والمردودية المالية، حيث أظهرت نتائج الدراسة وجود تأثير إيجابي لمؤشر الرفع المالي على المردودية المالية، في حين تبين أن له تأثيراً سلبياً على المردودية الاقتصادية. وهو ما يشير إلى وجود علاقة طردية بين الاستدانة (الرفع المالي) والمردودية المالية.

مع ذلك، لا يمكن إغفال ما قد يترتب عن اللجوء إلى الاستدانة من مخاطر مالية، خصوصاً في الحالات التي تكون فيها المردودية الاقتصادية أدنى من تكلفة التمويل. وفي الفصل الثاني، سنسعى إلى تطبيق ما تم تناوله من مفاهيم نظرية على الجانب العملي، من خلال دراسة أثر مؤشر الرفع المالي على المردودية المالية في مؤسسة اقتصادية واقعية.

## الفصل التطبيقي

## الفصل الثاني : دراسة أثر الرفع المالي على مردودية مؤسسة

### **GURER PLAST**

#### **تمهيد :**

بعد أن تطرقنا في الفصل النظري إلى المفاهيم الأساسية المتعلقة بالرفع المالي والمردودية المالية، وكذا العلاقة التي تربط بينهما، ننتقل في هذا الفصل إلى الجانب التطبيقي من الدراسة، والذي نسعى من خلاله إلى تحليل أثر الرفع المالي على المردودية المالية لمؤسسة GURER PLAST

يهدف هذا الفصل إلى اختبار مدى صحة الفرضيات التي تم طرحها سابقاً، من خلال إسقاط المؤشرات المالية المرتبطة بالرفع المالي والمردودية المالية على بيانات واقعية مستخلصة من القوائم المالية للمؤسسة محل الدراسة.

ويمكن من خلال هذا التحليل الوصول إلى استنتاجات عملية تسهم في فهم مدى فعالية الاستدانة في تحسين الأداء المالي للمؤسسة، .

المبحث الأول : تقديم عام لمؤسسة GURER PLAST

المبحث الثاني: تحليل ودراسة تأثير الرفع المالي على المردودية المالية لمؤسسة GURER PLAST

## المبحث الأول : تقديم عام لمؤسسة GURER PLAST

### المطلب الأول : تعريف مؤسسة GURER PLAST

من المؤسسات الصناعية الرائدة في مجال صناعة معدات الري مصنع GURER PLAST تم تأسيسه سنة 2001 بمدينة القنيطرة، ولاية غرداية. منذ انطلاقتها، سعى المصنع إلى تلبية حاجيات السوق المحلية من مستلزمات الري الحديثة، وذلك من خلال توفير منتجات ذات جودة عالية تواكب التطورات التقنية في القطاع الفلاحي.

يختص المصنع بإنتاج مجموعة واسعة من أدوات وتجهيزات الري، من بينها الأنابيب البلاستيكية بمختلف الأحجام، والوصلات، والصمامات، ونظم التنقيط والرش، وغيرها من المكونات الأساسية التي تدخل في بناء شبكات الري الفعالة. ويولي المصنع أهمية كبيرة لاختيار المواد الأولية ذات الجودة العالية، إلى جانب اعتماده على تقنيات التصنيع الحديثة والمعايير الصناعية المعتمدة.

بفضل خبرته التي تمتد لأكثر من عقدين، أصبح اسماً موثقاً به في السوق، حيث يساهم بشكل فعال في دعم الفلاحة المحلية من خلال توفير حلول ري تساهم في ترشيد استهلاك المياه وتحسين مردودية الأراضي الزراعية. كما يساهم المصنع في تنشيط الاقتصاد المحلي من خلال توفير فرص العمل وتطوير مهارات اليد العاملة في المنطقة.

ومهامه الأساسية هي :

1. تصنيع معدات الري الفلاحي: يختص المصنع بإنتاج مجموعة متنوعة من أدوات وتجهيزات الري، مثل الأنابيب البلاستيكية، والوصلات، والصمامات، ونظم التنقيط والرش، والتي تُستخدم في إنشاء شبكات ري فعالة.
2. تطوير حلول ري مبتكرة: يسعى المصنع إلى تقديم تقنيات حديثة في مجال الري، تهدف إلى ترشيد استهلاك المياه وتحسين كفاءة استخدام الموارد، مما يساهم في زيادة الإنتاجية الزراعية.
3. دعم الفلاحة المحلية: من خلال توفير منتجات عالية الجودة بأسعار تنافسية، يساهم المصنع في تعزيز القطاع الزراعي المحلي، وتمكين الفلاحين من الوصول إلى معدات ري موثوقة وفعالة.

4. الالتزام بالجودة والمعايير الدولية: يعتمد المصنع على مواد أولية ذات جودة عالية، ويطبق معايير تصنيع صارمة لضمان متانة وفعالية المنتجات، مما يعزز من ثقة العملاء في منتجاته

### المطلب الثاني : الهيكل التنظيمي للمؤسسة .

#### 1. الإدارة العامة :

المدير العام: يشرف على التسيير العام للمصنع، ويحدد التوجهات الاستراتيجية، ويتخذ القرارات الكبرى المتعلقة بالإنتاج والتسويق والاستثمار .

#### 2. الإدارة المالية والمحاسبة:

رئيس قسم المالية: مسؤول عن إعداد الميزانيات، مراقبة التكاليف، إعداد التقارير المالية، وضمان الامتثال للمعايير المحاسبية والضريبية.

#### 3. إدارة الإنتاج:

مدير الإنتاج: يشرف على عمليات التصنيع، ويضمن جودة المنتجات، ويخطط للعمليات الإنتاجية بما يتماشى مع الطلبات.

رؤساء الورشات: يديرون الفرق الفنية في مختلف مراحل الإنتاج.

#### 4. إدارة الجودة :

مسؤول الجودة: يتولى مراقبة جودة المنتجات، ويضمن الالتزام بالمعايير الصناعية، ويشرف على عمليات التفتيش والاختبار .

#### 5. إدارة الموارد البشرية :

رئيس قسم الموارد البشرية: مسؤول عن توظيف وتدريب الموظفين، إدارة الرواتب، وضمان بيئة عمل صحية وآمنة.

#### 6. إدارة التسويق والمبيعات :

مدير التسويق والمبيعات: يضع استراتيجيات التسويق، يتابع السوق والمنافسين، ويشرف على فرق المبيعات والتوزيع.

#### 7. الإدارة اللوجستية والمخازن :

مسؤول اللوجستيك: يتولى إدارة سلسلة التوريد، تنظيم المخازن، وضمان توفر المواد الأولية والمنتجات النهائية.

8. الدعم التقني والصيانة :

رئيس قسم الصيانة: مسؤول عن صيانة المعدات والآلات، وضمان استمرارية العمليات الإنتاجية دون توقفات غير مبررة.

## المبحث الثاني : دراسة أثر الرفع المالي على مردودية

### مؤسسة GURER PLAST

#### المطلب الأول : تحليل بيانات الدراسة .

سوف نعرض في هذا المطلب بيانات الدراسة وهم الميزانية و حساب النتائج

1. عرض ميزانية الخاصة بمؤسسة GURER PLAST الخاصة بسنة 2023 :

1.1 عرض جانب الأصول للميزانية :

جدول رقم 1 : جانب الأصول لمؤسسة GURER PLAST لسنة 2023

| المبالغ     | الأصول                |
|-------------|-----------------------|
|             | الأصول الثابتة:       |
| 316800      | اراضي                 |
| 5014039     | مباني                 |
| 341671002   | الأصول الثابتة الأخرى |
|             | الأصول المالية :      |
| 0           | الأوراق المالية       |
| 0           | قروض والأصول المالية  |
| 347,001,841 | مجموع الأصول الثابتة  |

|             |                         |
|-------------|-------------------------|
|             | الأصول المتداولة :      |
|             | مخزونات عمل قيد التنفيذ |
| 148363834   | عملاء                   |
| 22359       | المدينون الآخرون        |
| 2290766     | الضرائب وما شبهها       |
| 66096741    | الخزينة                 |
| 150,676,959 | مجموع الأصول المتداولة  |
| 497,678,800 | مجموع العام للأصول      |

المصدر: من إعداد الطالبين بالاستعانة بوثائق مقدمة من طرف المؤسسة.

انطلاقاً من الجدول 1 نلاحظ الملاحظات التالية :

1. الأصول الثابتة (347,001,841 دج):

تمثل نسبة كبيرة من إجمالي الأصول (حوالي 70%)، مما يدل على أن المؤسسة تعتمد بشكل كبير على الاستثمار في البنية التحتية والمعدات الصناعية.

أكبر مكون هنا هو "الأصول الثابتة الأخرى" بقيمة 341,671,002 دج، والتي من المرجح أن تشمل الآلات، التجهيزات الصناعية، ووسائل الإنتاج.

الأراضي والمباني تمثل نسبة صغيرة نسبياً، لكنها تدل على وجود قاعدة تشغيلية ثابتة.

2. الأصول المتداولة (150,676,959 دج):

تمثل حوالي 30% من إجمالي الأصول، وهي ضرورية لضمان السيولة والاستجابة الفورية للعمليات التشغيلية.

العملاء (148,363,834 دج) تشكل الجزء الأكبر، مما يشير إلى حجم كبير من المبيعات الآجلة (ديون تجارية)، وهو أمر يجب مراقبته لأنه قد يؤثر على السيولة.

الخزينة (66,096,741 دج) تمثل رصيداً نقدياً جيداً يمكن أن يُستخدم لتغطية الاحتياجات قصيرة الأجل.

1.2 عرض جانب الخصوم للميزانية:

الجدول رقم 2 : جانب الخصوم لميزانية لمؤسسة GURER PLAST لسنة 2023.

الوحدة دينار جزائري

| المبالغ      | الخصوم                 |
|--------------|------------------------|
|              | رؤوس الأموال الخاصة:   |
| 220,000,000  | رأس المال              |
| 826,634,7    | أقساط واحتياطيات       |
| 998,154,85   | النتيجة الصافية        |
| 978,274,26   | حقوق الملكية الأخرى    |
| 425,909,248  | المجموع                |
|              | الخصوم الغير متداولة : |
| 0            | مجموع الخصوم غ متداولة |
|              | الخصوم المتداولة :     |
| 626,832,29   | الموردين               |
| 138,132,9    | الضرائب                |
| 317,449,2    | ديون أخرى              |
| 672,390,51   | مجموع الخصوم المتداولة |
| ,497,678,800 | مجموع العام للخصوم     |

مصدر الجدول : من إعداد الطالبين بالاستعانة بوثائق مقدمة من طرف المؤسسة

انطلاقا من الجدول رقم 2 نلاحظ :

1. رؤوس الأموال الخاصة (حقوق الملكية):

المجموع: 425,909,248 دج

تشكل النسبة الكبرى من مصادر التمويل (حوالي 86% من إجمالي الخصوم والحقوق)، مما يدل على أن المؤسسة تعتمد بشكل كبير على تمويل ذاتي، وهو مؤشر إيجابي على الاستقلالية المالية.

رأس المال (220,000,000 دج): يمثل القاعدة الأساسية للتمويل.

النتيجة الصافية (99,815,485 دج): تعكس ربحاً جيداً للسنة، ما يعزز من قيمة حقوق الملكية.

الاحتياطات والحقوق الأخرى تسهم أيضاً في تقوية الوضع المالي الذاتي للمؤسسة.

2. الخصوم الغير متداولة:

0 دج

عدم وجود ديون طويلة الأجل يُظهر أن المؤسسة لا تعتمد على قروض استثمارية أو تمويل مصرفي طويل الأجل، ما قد يقيّد التوسع إذا لم توجد مصادر تمويل خارجية مستدامة.

3. الخصوم المتداولة:

المجموع: 67,239,051 دج (حوالي 14% من إجمالي التمويل)

الموردون (62,683,229 دج): يمثلون الغالبية، ما يدل على اعتماد المؤسسة على التوريد الآجل، وهو أمر شائع في النشاط الصناعي.

الضرائب والديون الأخرى نسبتها صغيرة، مما يدل على انتظام في الالتزامات الرسمية.

2. عرض حساب النتائج الخاص بمؤسسة GURER PLAST لسنة 2023 :

| المبالغ     | البيان                  |
|-------------|-------------------------|
| 706,444,158 | المنتجات المصنعة        |
| 706,444,158 | صافي المبيعات           |
| 633,919     | الإنتاج المخزن          |
| 707,078,077 | 1. إنتاج السنة المالية: |
| 485,839,934 | مواد الخام              |

|             |                                 |
|-------------|---------------------------------|
| 144,666,68  | الاستهلاكات الأخرى              |
| 214,000     | المواقع                         |
| 862,770,5   | خدمات الصيانة                   |
| 432,200     | أجور ورسوم                      |
| 241,10      | الإشهار                         |
| 214,00      | السفر والبعثات                  |
| 810,007,6   | خدمات أخرى                      |
| 517,726,095 | 2. استهلاك السنة المالية        |
| 189,351,982 | 3. القيمة المضافة               |
| 554,530,47  | تكاليف الموظفين                 |
| 190,006,1   | ضرائب والمدفوعات                |
| 131,998,873 | 4. إجمالي فائض الاستغلال        |
| 314,113     | الدخل التشغيلي الآخر            |
| 677,9       | مصاريف التشغيلية الآخر          |
| 336,832,59  | مصاريف الاستهلاك                |
| 986,229,48  | 5. النتيجة العملياتية           |
| 132,615,8   | المنتجات المالية                |
| 123,621     | المصاريف المالية                |
| 998,254,85  | 6. النتيجة المالية              |
| 998,254,85  | 7. النتيجة الصافية لسنة المالية |

الجدول رقم 3 المصدر : من إعداد الطالبين بالاستعانة بوثائق مقدمة من طرف المؤسسة .

من الجدول رقم 3 نلاحظ :

1. النشاط والإنتاج:

صافي المبيعات بلغ 706.4 مليون دج، ما يشير إلى حجم نشاط تجاري كبير. إنتاج السنة تجاوز 707 مليون دج، مع تخزين إنتاج بقيمة بسيطة (0.6 مليون دج)، مما يدل على أن أغلب الإنتاج تم تسويقه.

## 2. التكاليف والإنتاجية:

استهلاك المواد الخام يمثل أكثر من 68% من الإنتاج، بقيمة 485.8 مليون دج، وهو رقم كبير يوضح اعتماداً قوياً على المواد الأولية. الاستهلاكات الأخرى والخدمات (صيانة، أجور، سفر...) بلغت مجتمعة حوالي 32 مليون دج، وهي في حدود المعقول لنشاط صناعي.

## 3. القيمة المضافة والأرباح التشغيلية:

القيمة المضافة: 189.3 مليون دج، وهو مؤشر جيد على أن المؤسسة تنتج قيمة اقتصادية معتبرة. فائض الاستغلال: 132 مليون دج بعد خصم تكاليف العمال والضرائب.

النتيجة العملياتية بعد الاستهلاكات: 98.6 مليون دج.

## 4. النتائج المالية والصافية:

المؤسسة حققت أرباحاً مالية صافية بحوالي 998 مليون سنتيم (9.98 مليار سنتيم)، مما يدل على مؤسسة مربحة جداً. المصاريف المالية منخفضة جداً (123 ألف دج)، ما يعكس اعتماداً محدوداً على القروض أو ديون منخفضة.

## المطلب الثاني : مناقشة نتائج الدراسة .

## 1. حساب الرفع المالي :

لدينا العلاقة التالية :  $R_{cp} = (Re + (Re - i) \times D \div cp) (1 - IS)$

أولاً : وانطلاقاً من الجداول السابقة نستخرج المعطيات التالية :

- إجمالي الأصول = 497,678,800
- رأس العامل الخاص  $cp = 425,909,248$
- الديون  $D =$  الخصوم المتداولة فقط لأن الغير متداولة تساوي 0 = 67,239,051
- النتيجة قبل الضرائب = 99,815,485
- المصاريف المالية ( تكلفة الديون ) = 123621
- معدل الضريبة  $is = 19\%$

ثانياً : حساب المؤشرات المطلوبة :

- المردودية الإقتصادية  $Re =$  ( النتيجة المالية ÷ إجمالي الأصول )
- $= (497,678,800 \div 99,815,485) = 0.2006$  بتقريب اي **20.06%**
- معدل تكلفة الديون  $i =$  ( المصاريف المالية ÷ الديون )
- $= (67,239,051 \div 123621) = 0.001837$  بتقريب اي **0.18%**

ثالثاً : حساب RCP

- $R_{cp} = (0.2006 + (0.2006 - 0.001837 \times 0.03137) \times 1) = 0.23197$
- ومنه **23.20%**  $R_{cp} =$

التحليل :

ويُظهر هذا المؤشر أن المؤسسة قد استفادت من تأثير إيجابي للرفع المالي، حيث تجاوزت المردودية المالية المردودية الاقتصادية. ويعود ذلك إلى أن تكلفة الديون كانت منخفضة جداً مقارنة بالمردودية الاقتصادية المحققة، مما سمح بخلق فائض يعود لصالح المساهمين.

غير أن هذا لا يلغي ضرورة الحذر، إذ أن استمرار هذا الأثر الإيجابي مرهون بقدرة المؤسسة على الحفاظ على مردودية اقتصادية تفوق تكلفة التمويل، وإلا فإن الوضع سينقلب إلى أثر سلبي للرافعة المالية، بما يهدد مردودية الأموال الخاصة ويعرض المؤسسة لمخاطر مالية إضافية.

## 2. حساب نسب الرفع المالي :

### 2.1 نسبة الديون إلى إجمالي الأصول :

لدينا العلاقة التالية : ( مجموعة الديون ÷ مجموع الأصول )

$$0.1351 = ( 497,678,800 \div 67,239,051 ) \text{ بتقريب}$$

$$= 13.51 \%$$

### التحليل :

تشير هذه النسبة إلى أن المؤسسة تعتمد على الديون لتمويل حوالي 13.51% فقط من إجمالي أصولها، في حين أن النسبة المتبقية، أي 86.49%، تم تمويلها من خلال الأموال الخاصة، سواء في شكل رأس مال، احتياطات، أو نتائج محققة.

هذه النسبة المنخفضة نسبياً تدل على أن المؤسسة تتمتع بوضعية مالية محافظة ومستقرة، حيث أن اعتمادها على القروض والتمويل الخارجي محدود. هذا يعكس قدرة عالية على التحكم في المخاطر المالية، خاصة المرتبطة بتقلبات أسعار الفائدة أو ضغوطات السداد على المدى القصير.

### 2.2 نسبة الملكية :

لدينا العلاقة التالية : (الأموال الخاصة ÷ إجمالي الأصول )

$$0.85 = ( 497,678,800 \div 425,909,248 ) \text{ بتقريب}$$

$$= 85 \%$$

### التحليل :

تشير نسبة الملكية البالغة 85.56% إلى أن المؤسسة تموّل ما يزيد عن أربعة أخماس أصولها من خلال أموالها الخاصة (حقوق الملكية)، في حين تعتمد بنسبة بسيطة فقط (حوالي 14.44%) على التمويل بالديون .

### 2.3 نسبة تغطية الأصول :

لدينا العلاقة التالية : ( إجمالي الأصول ÷ مجموع الديون )

$$7.40 = ( 67,239,051 \div 497,678,800 ) =$$

$$\% 7.40 =$$

**التحليل:**

هذه النسبة تعني أن المؤسسة تملك أصولاً تغطي ديونها 7.4 مرات، وهو مستوى مرتفع جداً من الأمان المالي.

بالنسبة للدائنين، هذا مؤشر مطمئن جداً: في حال واجهت المؤسسة صعوبات، فإن قيمة أصولها كافية بدرجة كبيرة لسداد الديون.

### 2.4 نسبة تغطية الدين :

لدينا العلاقة التالية : ( التدفق النقدي لأنشطة التشغيل ÷ مجموع الديون )

$$1.47 = ( 67,239,051 \div 98622948 ) =$$

$$\% 1.47 =$$

**التحليل :**

تعني هذه النسبة أن المؤسسة قادرة على تغطية ديونها قصيرة الأجل من خلال أرباح التشغيل

النسبة فوق 1 تعتبر إيجابية وتشير إلى أن المؤسسة لا تواجه صعوبة في الوفاء بالتزاماتها، لكنها ليست مرتفعة جداً، مما يتطلب بعض الحذر في حال تراجع الأرباح في المستقبل.

كلما اقتربت هذه النسبة من 1، زادت مخاطر العجز عن السداد، وكلما تجاوزت 2، كانت المؤسسة في وضع آمن جداً.

## 2.5 نسبة تغطية الفوائد :

لدينا العلاقة التالية : ( الأرباح قبل الضرائب ÷ مصروفات الفوائد )

$$= ( 98622948 \div 123621 ) = 797.96 \text{ بتقريب}$$

$$= 797 \text{ مرة}$$

### التحليل :

تُعد نسبة تغطية الفوائد التي بلغت 798 مرة مؤشراً مالياً ممتازاً يعكس قوة كبيرة في الأداء المالي لمؤسسة إذ تُظهر أن المؤسسة قادرة على تغطية مصاريف الفوائد من أرباح التشغيل بما يعادل 798 مرة، وهو ما يشير إلى قدرة عالية جداً على الوفاء بالتزاماتها المالية المرتبطة بالفوائد، مع وجود ضغط مالي شبه منعدم. كما تُعبر هذه النسبة المرتفعة عن انخفاض كبير في مخاطر العجز عن سداد الفوائد، مما يعزز من استقرار المؤسسة المالي ويوفر لها هامش أمان واسع في مواجهة أي تقلبات محتملة في البيئة الاقتصادية أو التشغيلية.

## 3. حساب المردودية المالية والاقتصادية :

يجب علينا أولاً إعداد الميزانية المالية المختصرة ومنه :

الجدول رقم 4 : الميزانية المختصرة ( جانب الأصول )

| الأصول           | المبالغ     |
|------------------|-------------|
| الأصول الثابتة   | 347,001,841 |
| الأصول المتداولة | 150,676,959 |
| المجموع          | 497,678,0   |

الجدول رقم 5 : الميزانية المختصرة ( جانب الخصوم )

| المبالغ     | الخصوم               |
|-------------|----------------------|
| 425,9092,48 | رؤوس الأموال الخاصة  |
| 672,390,51  | الخصوم المتداولة     |
| 0           | الخصوم غير المتداولة |
| 439,148,299 | المجموع              |

3.1 حساب المردودية المالية:

وانطلاقاً من الجداول السابقة نستنتج أن :

- المردودية المالية = ( النتيجة الصافية ÷ أموال الخاصة × 100 )
- $99815485 \div 425909248$
- $\underline{\underline{23.44\%}} =$

التحليل :

المردودية المالية لمؤسسة والمقدرة بنسبة 23.44% تعكس أداءً مالياً قوياً وفعالاً في استغلال رؤوس الأموال الخاصة لتحقيق الأرباح.

وهذا يعني أن كل 100 دينار من الأموال الخاصة للمساهمين حققت ربحاً صافياً يُعادل 23.44 ديناراً خلال السنة المالية، وهي نسبة مرتفعة تُظهر كفاءة عالية في تسيير الموارد المالية.

تُشير هذه النسبة أيضاً إلى أن المؤسسة تُحقق عوائد مجزية على استثمارات المساهمين، مما يجعلها مؤسسة جذابة من الناحية الاستثمارية، ويُعزز من ثقة الممولين والمستثمرين الحاليين والمحتملين.

ومن جهة أخرى، فإن هذه النتيجة تدل على أن المؤسسة تُحسن استغلال تمويلها الذاتي دون اعتماد مفرط على الديون، وهو ما ينعكس في انخفاض التكاليف المالية (الفوائد)، ويقلل من المخاطر المالية المرتبطة بالتمويل الخارجي.

إجمالاً، فإن تحقيق مردودية مالية بنسبة 23.44% يُعد مؤشراً إيجابياً يدل على فعالية المؤسسة في توليد الأرباح من مواردها الخاصة، وعلى متانة مركزها المالي في الأجل القصير والمتوسط.

### 3.2 حساب المردودية الاقتصادية:

لدينا العلاقة التالية :

$$\bullet \text{ المردودية الاقتصادية} = (\text{النتيجة الصافية} \div \text{إجمالي الأصول}) \times 100$$

$$\bullet = 497,678,800 \div 99815485$$

$$\bullet = 20.6\%$$

#### التحليل :

تُظهر نسبة المردودية الاقتصادية لمؤسسة ، المقدّرة بـ 20.06%، قدرة جيدة على استغلال أصولها الإجمالية في تحقيق الأرباح، حيث يدل هذا المؤشر على أن كل 100 دينار من الأصول قد وُلد نحو 20 ديناراً كربح صافي خلال السنة المالية. هذه النسبة تعكس كفاءة المؤسسة في إدارة مواردها الاقتصادية وتشغيلها بشكل فعّال، مما يعزز من موقعها التنافسي في السوق. كما يشير ذلك إلى حسن تسيير التكاليف ونجاعة الاستثمار في الأصول الثابتة والمتداولة، وهو ما ينعكس إيجاباً على أداء المؤسسة العام. ورغم إيجابية هذه النسبة.

### المطلب الثالث : العلاقة بين متغيرات الدراسة .

يعد الرفع المالي أحد الوسائل الاستراتيجية التي تعتمد عليها المؤسسة الاقتصادية بهدف تعظيم العائد على حقوق الملكية، إلا أن اللجوء إليه غالباً ما يكون مصحوباً بارتفاع في درجة المخاطر المالية التي قد تواجهها المؤسسة. وبناءً على ذلك، سيتم تحليل أثر هذه الآلية على أداء المؤسسة من خلال النقاط التالية :

$$\bullet \text{ أثر الرفع المالي} = \text{المردودية المالية} - \text{المردودية الاقتصادية}$$

$$\bullet = 23.44 - 20.6$$

$$\bullet = 3.38\%$$

#### التحليل :

يُقدّر أثر الرفع المالي في مؤسسة بنسبة 3.38%، وهو ناتج عن الفرق بين المردودية المالية (23.44%) والمردودية الاقتصادية (20.06%). ويُعبّر هذا الفارق عن العائد الإضافي الذي حقّقه المؤسسة لصالح المساهمين بفضل اللجوء إلى التمويل الخارجي (الديون). وبما أن المردودية الاقتصادية تفوق تكلفة الدين، فإن هذا الأثر يُعتبر إيجابياً، مما يدل على أن استخدام

الديون قد ساهم في تحسين عائد الأموال الخاصة دون التسبب في ضغط مالي كبير. بعبارة أخرى، استطاعت

المؤسسة توظيف التمويل الخارجي بشكل فعال لزيادة أرباحها، وهو ما يعكس تسييراً مالياً جيداً وهيكلًا تمويليًا متوازنًا.

### خلاصة الفصل :

حاولنا خلال هذا الفصل المكون من مبحثين تقديم عام حول المؤسسة خلال التعرف على المؤسسة والهيكل التنظيمي الخاص بيها . بينما خصصنا المبحث الثاني لتحليل أثر الرفع المالي على المردودية المالية، وذلك استناداً إلى الوثائق والمعلومات المقدمة من طرف المؤسسة للسنة 2023 .

# خاتمة

## خاتمة

ومن خلال دراستنا في هذا الموضوع، نرى أن دراسة أثر الرفع المالي على المردودية المالية تُعد من المواضيع الحيوية في تحليل الأداء المالي للمؤسسات، لاسيما في بيئة اقتصادية تتسم بتقلبات مستمرة وتنافسية متزايدة. ومن خلال تحليل حالة مؤسسة GURER PLAST، تبيّن أن اللجوء إلى التمويل الخارجي لم يكن عشوائياً، بل تم في إطار مدروس ساهم في تحسين المردودية المالية دون الإضرار بالمردودية الاقتصادية أو تعريض المؤسسة لمخاطر مالية كبيرة. هذا يعكس وعياً مالياً لدى إدارة المؤسسة بأهمية الموازنة بين الاستدانة والعائد المحقق من الأصول. وبالتالي، أؤكد أن الرفع المالي يمكن أن يكون أداة فعّالة لتعظيم أرباح المساهمين، بشرط أن يتم التحكم الجيد في مستوى المديونية ومراقبة تكلفة التمويل مقارنة بمردودية الأصول. وتكمن أهمية هذا الموضوع كذلك في كونه يساعد أصحاب القرار المالي على اتخاذ خيارات استراتيجية أكثر دقة فيما يتعلق بمصادر التمويل، وهي مسألة حاسمة في استدامة المؤسسات وتعزيز قدرتها التنافسية.

### 2. نتائج اختبار الفرضيات :

#### • اختبار الفرضية الأولى :

من خلال حساب أثر الرافعة المالية، الذي بلغ 3.38% (المردودية المالية 23.44% تفوق المردودية الاقتصادية 20.06%)، يتبيّن أن أثر الرافعة المالية كان إيجابياً وليس سلبياً. وهذا يعني أن استخدام المؤسسة للديون ساهم في تحسين عائد الأموال الخاصة دون أن يتسبب في تدهور الوضعية المالية.

#### • النتيجة: الفرضية خاطئة.

#### • أثر الرافعة المالية كان إيجابياً وليس سلبياً

#### • اختبار الفرضية الثانية :

عند تحليل الوضعية المالية، تبين أن المؤسسة حققت نتيجة صافية مرتفعة (99.8 مليون دج)، ونسبة الملكية بلغت حوالي 86.3%، ونسبة الديون إلى الأصول كانت 13.5% فقط، وهي نسبة منخفضة تعكس اعتماداً كبيراً على الأموال الخاصة.

- النتيجة: الفرضية غير صحيحة.
- الوضعية المالية للمؤسسة خلال سنة 2023 كانت مستقرة جداً ومطمئنة.

#### • اختبار الفرضية الثالثة :

التحليل أظهر وجود فرق إيجابي بين المردودية المالية (23.44%) والمردودية الاقتصادية (20.06%)، مما يعني أن الرفع المالي ساهم فعلياً في زيادة مردودية الأموال الخاصة. أي أن وجود التمويل الخارجي قد أدى إلى تعزيز العائد على حقوق المساهمين.

- النتيجة: الفرضية صحيحة.
- توجد علاقة واضحة وإيجابية بين الرفع المالي والمردودية وهي علاقة طردية

### 3. النتائج العامة :

1. أثر الرافعة المالية إيجابي، حيث ساهمت الاستدانة في رفع المردودية المالية بنسبة 3.38%.
2. الوضعية المالية مستقرة، بفضل اعتماد كبير على الأموال الخاصة وانخفاض الديون .
3. المؤسسة قادرة جداً على سداد التزاماتها، بنسبة تغطية فوائد بلغت 798 مرة
4. توجد علاقة طردية بين الرفع المالي والمردودية المالية، ما يؤكد فعالية استخدام الديون في تحسين أداء حقوق المساهمين.
5. الهيكل المالي متوازن، مما ساعد المؤسسة على تحقيق أرباح قوية مع الحفاظ على مستوى مخاطر منخفض.

### 4. إقتراحات:

1. مواصلة استغلال الرفع المالي ضمن حدود آمنة: على المؤسسة أن تواصل استخدام التمويل بالديون بشكل معتدل، ما دام العائد على الاستثمار يفوق تكلفة الاستدانة، لتستفيد من أثر الرافعة المالية دون التعرض لمخاطر مالية زائدة.

2. تعزيز المردودية الاقتصادية: من خلال تحسين فعالية الأصول والاستثمار في تكنولوجيا الإنتاج أو التوسع الذكي في السوق، لأن المردودية الاقتصادية هي الأساس في تحقيق أثر إيجابي للرافعة المالية.
3. تنويع مصادر التمويل: يُفضل تنويع مصادر الدين لتقليل الاعتماد على فئة واحدة من المقرضين.
4. تعزيز الرقابة المالية والتحليل الدوري: يُوصى بتكثيف التحليل المالي الدوري لتتبع أثر الرفع المالي، وتحسين اتخاذ القرار في ما يتعلق بالتمويل والاستثمار.
5. الاحتفاظ بجزء من الأرباح لتقوية الأموال الخاصة: ما يعزز قدرة المؤسسة على مواجهة الأزمات المفاجئة دون الحاجة المفرطة للاستدانة.

#### 5. آفاق هذه الدراسة:

تناولت هذه الدراسة موضوع أثر الرفع المالي على المردودية المالية في المؤسسة الاقتصادية، وهو موضوع بالغ الأهمية نظراً لارتباطه المباشر بقرارات التمويل والأداء العام للمؤسسة. ورغم ما توصلنا إليه من نتائج، إلا أن هذا الموضوع لا يمكن الإحاطة به من خلال دراسة واحدة فقط، إذ لا يزال يحتمل المزيد من البحث والتحليل. فهناك جوانب أخرى لم يتم التطرق إليها في هذه الدراسة، كما يمكن استخدام أدوات تحليلية ومالية مختلفة لتعميق الفهم. ومن هذا المنطلق، تبقى آفاق البحث في هذا المجال مفتوحة أمام دراسات مستقبلية تتناول: أثر الرفع المالي على الأداء المالي العام، أثره في اتخاذ القرار التمويلي، وكذلك دراسة حالات مماثلة في مؤسسات تنشط في نفس القطاع بغرض المقارنة واستخلاص نماذج أكثر دقة وشمولاً.

# المراجع والملاحق

## قائمة المراجع والمصادر

### أولا الكتب العربية :

- دكتور البشير العلق ، الإدارة المالية ، دار وائل لنشر ، 2018 ،
- مفلح محمد عقل ، مقدمة في الإدارة المالية ، الطبعة الأولى ، مكتبة المجتمع العربي لنشر والتوزيع ، عمان 2009 ،
- شمري نوري موسى وآخرون ، إدارة المخاطر ، المسيرة لنشر والتوزيع عمان 2012 ، .
- إلياس بن الساسي ، يوسف قريش ، التسيير المالي ( الإدارة المالية ) ، الجزء الأول ، الطبعة الثانية ، وائل لنشر ، الأردن 2006 .
- د. صالح محمد الحناوي " أدوات تحليل و التخطيط في الإدارة " ، دار النهضة العربية.
- ناصر دادي عدون " تقنيات مراقبة التسيير " الجزء الأول دار المحمدية العامة 1990 الجزائر
- محمد الصالح حمالوي، نهال فريد مصطفى، جلال إبراهيم العيد، الإدارة المالية، تحليل المالي للمشروعات الجديدة، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2112 .

### ثانيا : الكتب الأجنبية :

- 1991 , Vizza voma tome " pratique de gestion" édition BERTC .<sup>1</sup>
- بيار كولاس . التسيير المالي للمؤسسة . دار الطبع دنيو .
- Compt – Analytique – outil de gestion Aide Décision Gausset et Marge

الملاحق

|                                                |             |             |  |
|------------------------------------------------|-------------|-------------|--|
| Exercice clos le                               |             | 31/12/23    |  |
| BILAN (PASSIF)                                 |             |             |  |
|                                                | 2023        | 2022        |  |
| CAPITAUX PROPRES                               |             |             |  |
| Capital émis                                   | 220 000 000 | 220 000 000 |  |
| Capital non appelé                             |             |             |  |
| Primes et réserves - Réserves consolidées (1)  | 8 266 347   | 5 971 911   |  |
| Ecart de réévaluation                          |             |             |  |
| Ecart d'équivalence (1)                        |             |             |  |
| Résultat net - Résultat net part du groupe (1) | 99 815 485  | 45 888 736  |  |
| Autres capitaux propres - Report à nouveau     | 97 827 416  | 54 233 116  |  |
| Part de la société consolidante (1)            |             |             |  |
| Part des minoritaires (1)                      |             |             |  |
| TOTAL I                                        | 425 909 249 | 326 093 764 |  |
| PASSIFS NON-COURANTS                           |             |             |  |
| Emprunts et dettes financières                 |             |             |  |
| Impôts (différés et provisionnés)              |             |             |  |
| Autres dettes non courantes                    |             |             |  |
| Provisions et produits constatés d'avance      |             |             |  |
| TOTAL II                                       |             |             |  |
| PASSIFS COURANTS:                              |             |             |  |
| Fournisseurs et comptes rattachés              | 62 683 229  | 103 909 096 |  |
| Impôts                                         | 1 381 329   | 1 873 591   |  |
| Autres dettes                                  | 3 174 492   | 1 056 728   |  |
| Trésorerie passif                              |             |             |  |
| TOTAL III                                      | 67 239 051  | 106 839 415 |  |
| TOTAL GENERAL PASSIF (I+II+III)                | 493 148 301 | 432 933 180 |  |

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



| Exercice clos le                                |                   | 31/12/23                                                |             |
|-------------------------------------------------|-------------------|---------------------------------------------------------|-------------|
| BILAN (ACTIF)                                   |                   |                                                         |             |
| ACTIF                                           | 2023              |                                                         | 2022        |
|                                                 | Montants<br>Bruts | Amortissements<br>Provisions et<br>pertes de<br>valeurs | Net         |
| ACTIFS NON COURANTS                             |                   |                                                         |             |
| Ecart d'acquisition-goodwill positif ou négatif |                   |                                                         |             |
| Immobilisations incorporelles                   | 384 157           | 384 157                                                 | 3 277       |
| Immobilisations corporelles                     |                   |                                                         |             |
| Terrains                                        | 316 800           |                                                         | 316 800     |
| Bâtiments                                       | 5 014 039         | 1 504 887                                               | 3 509 151   |
| Autres immobilisations corporelles              | 341 671 002       | 137 106 741                                             | 204 564 260 |
| Immobilisations en concession                   |                   |                                                         | 226 549 984 |
| Immobilisations encours                         |                   |                                                         |             |
| Immobilisations financières                     |                   |                                                         |             |
| Titres mis en équivalence                       |                   |                                                         |             |
| Autres participations et créances rattachées    |                   |                                                         |             |
| Autres titres immobilisés                       |                   |                                                         |             |
| Prêts et autres actifs financiers non courants  |                   |                                                         |             |
| Impôts différés actif                           |                   |                                                         |             |
| TOTAL ACTIF NON COURANT                         | 347 385 998       | 138 995 786                                             | 208 390 212 |
| ACTIF COURANT                                   |                   |                                                         |             |
| Stocks et encours                               | 67 984 387        |                                                         | 67 984 387  |
| Créances et emplois assimilés                   |                   |                                                         | 134 312 429 |
| Clients                                         | 148 363 834       |                                                         | 148 363 834 |
| Autres débiteurs                                | 22 359            |                                                         | 24 543 971  |
| Impôts et assimilés                             | 2 290 766         |                                                         | 22 359      |
| Autres créances et emplois assimilés            |                   |                                                         | 1 630 480   |
| Disponibilités et assimilés                     |                   |                                                         | 2 290 766   |
| Placements et autres actifs financiers courants |                   |                                                         | 68 262      |
| Trésorerie                                      | 66 096 741        |                                                         | 66 096 741  |
| TOTAL ACTIF COURANT                             | 284 758 088       |                                                         | 284 758 088 |
| TOTAL GENERAL ACTIF                             | 632 144 087       | 138 995 786                                             | 493 148 301 |
|                                                 |                   |                                                         | 432 933 180 |

Exercice du 01/01/23 au 31/12/23

COMPTE DE RESULTAT

| RUBRIQUES                                                   |                                             | 2023                 |                       | 2022                 |                       |
|-------------------------------------------------------------|---------------------------------------------|----------------------|-----------------------|----------------------|-----------------------|
|                                                             |                                             | DEBIT<br>(en Dinars) | CREDIT<br>(en Dinars) | DEBIT<br>(en Dinars) | CREDIT<br>(en Dinars) |
| Ventes de marchandises                                      |                                             |                      |                       |                      |                       |
|                                                             | Produits fabriqués                          |                      | 706 444 158           |                      | 453 724 300           |
| Production vendue                                           | Prestations de services                     |                      |                       |                      |                       |
|                                                             | Vente de travaux                            |                      |                       |                      |                       |
| Produits annexes                                            |                                             |                      |                       |                      |                       |
| Rabais, remises, ristournes accordés                        |                                             |                      |                       |                      |                       |
| Chiffre d'affaires net des Rabais, remises, ristournes      |                                             |                      | 706 444 158           |                      | 453 724 300           |
| Production stockée ou déstockée                             |                                             |                      | 633 919               |                      | 6 659 879             |
| Production immobilisée                                      |                                             |                      |                       |                      |                       |
| Subventions d'exploitation                                  |                                             |                      |                       |                      |                       |
| <b>I-Production de l'exercice</b>                           |                                             |                      | <b>707 078 077</b>    |                      | <b>460 384 180</b>    |
| Achats de marchandises vendues                              |                                             |                      |                       |                      |                       |
| Matières premières                                          |                                             | 485 839 934          |                       | 312 341 910          |                       |
| Autres approvisionnements                                   |                                             |                      |                       |                      |                       |
| Variations des stocks                                       |                                             |                      |                       |                      |                       |
| Achats d'études et de prestations de services               |                                             |                      |                       | 10 084               |                       |
| Autres consommations                                        |                                             | 14 466 668           |                       | 10 153 779           |                       |
| Rabais, remises, ristournes obtenus sur achats              |                                             |                      |                       |                      |                       |
| Services extérieurs                                         | Sous-traitance générale                     |                      |                       |                      |                       |
|                                                             | Locations                                   | 214 000              |                       | 194 000              |                       |
|                                                             | Entretien, réparations et maintenance       | 8 627 705            |                       | 4 374 272            |                       |
|                                                             | Primes d'assurances                         |                      |                       |                      |                       |
|                                                             | Personnel extérieur à l'entreprise          |                      |                       |                      |                       |
|                                                             | Rémunération d'intermédiaires et honoraires | 432 200              |                       | 455 100              |                       |
|                                                             | Publicité                                   | 24 110               |                       | 30 110               |                       |
|                                                             | Déplacements, missions et réceptions        | 21 400               |                       |                      |                       |
| Autres services                                             |                                             | 8 100 076            |                       | 3 206 353            |                       |
| Rabais, remises, ristournes obtenus sur services extérieurs |                                             |                      |                       |                      |                       |
| <b>II-Consommations de l'exercice</b>                       |                                             | <b>517 726 095</b>   |                       | <b>330 765 610</b>   |                       |
| <b>III-Valeur ajoutée d'exploitation (I-II)</b>             |                                             |                      | <b>189 351 982</b>    |                      | <b>129 618 570</b>    |

... la suite sur la page suivante

Exercice du 01/01/23 au 31/12/23

## COMPTE DE RESULTAT ../..

| RUBRIQUES                                            | 2023                 |                       | 2022                 |                       |
|------------------------------------------------------|----------------------|-----------------------|----------------------|-----------------------|
|                                                      | DEBIT<br>(en Dinars) | CREDIT<br>(en Dinars) | DEBIT<br>(en Dinars) | CREDIT<br>(en Dinars) |
| Charges de personnel                                 | 55 453 047           |                       | 53 766 621           |                       |
| Impôts et taxes et versements assimilés              | 1 900 061            |                       | 14 728               |                       |
| <b>IV-Excédent brut d'exploitation</b>               |                      | <b>131 998 873</b>    |                      | <b>75 837 220</b>     |
| Autres produits opérationnels                        |                      | 314 113               |                      | 741 447               |
| Autres charges opérationnelles                       | 6 779                |                       | 16                   |                       |
| Dotations aux amortissements                         | 33 683 259           |                       | 30 909 605           |                       |
| Provision                                            |                      |                       |                      |                       |
| Pertes de valeur                                     |                      |                       |                      |                       |
| Reprise sur pertes de valeur et provisions           |                      |                       |                      |                       |
| <b>V-Résultat opérationnel</b>                       |                      | <b>98 622 948</b>     |                      | <b>45 669 045</b>     |
| Produits financiers                                  |                      | 1 326 158             |                      | 532 644               |
| Charges financières                                  | 123 621              |                       | 302 953              |                       |
| <b>VI-Résultat financier</b>                         |                      | <b>1 202 536</b>      |                      | <b>229 691</b>        |
| <b>VII-Résultat ordinaire (V+VI)</b>                 |                      | <b>99 825 485</b>     |                      | <b>45 898 736</b>     |
| Eléments extraordinaires (produits) (*)              |                      |                       |                      |                       |
| Eléments extraordinaires (charges) (*)               |                      |                       |                      |                       |
| <b>VIII-Résultat extraordinaire</b>                  |                      |                       |                      |                       |
| Impôts exigibles sur résultats                       | 10 000               |                       | 10 000               |                       |
| Impôts différés (variations) sur résultats ordinaire |                      |                       |                      |                       |
| <b>IX-RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>                 |                      | <b>99 815 485</b>     |                      | <b>45 888 736</b>     |

(\*) A détailler sur état annexe à joindre

