

[المجلد: الثالث / العدد: الثاني / (أكتوبر 2019) / الصفحات: 031-052]

تقييم أداء المؤسسات الاقتصادية من المنظور الوظيفي للميزانية «دراسة حالة مؤسسة NCA الرويبة»

خيرى عبد الكريم⁽¹⁾؛ باكرية علي^{(2)*}؛ خيرى عمار⁽³⁾.

✉ kheiri.abdelkarim@gmail.com

✉ alibakria1989@gmail.com

✉ kheiriammar@gmail.com

⁽¹⁾ أستاذ محاضر، جامعة الجلفة [الجزائر]

⁽²⁾ باحث دكتوراه، جامعة الجزائر 03 [الجزائر]

⁽³⁾ باحث دكتوراه، جامعة البليدة 02 [الجزائر]

تاريخ الإرسال: 2019/06/18	تاريخ القبول: 2019/08/12	تاريخ النشر: 2019/10/31
---------------------------	--------------------------	-------------------------

الملخص: تهدف هذه الدراسة إلى إثبات أهمية التحليل المالي الوظيفي للمؤسسات الاقتصادية، من خلال إظهار المبدأ الأساسي الذي يقوم عليه المنظور الوظيفي، والمتمثل في مخصصات الاهتلاكات والمؤونات ونقص القيمة (هي أعباء وهمية لها أثر حقيقي، تستفيد منها المؤسسة من خلال تحقيق وفورات ضريبية وهي تدخل ضمن التمويل الذاتي للمؤسسة) التي توضع في جانب الخصوم كمصدر تمويل للمؤسسة (تدخل ضمن دورة التمويل) لتبقى الأصول الثابتة بالمبالغ الإجمالية حيث تمثل دورة الاستثمار، والأصول المتداولة بالمبالغ الإجمالية والخصوم المتداولة تمثل دورة الاستغلال. وسمي التحليل بالتحليل الوظيفي على أنه يُقسم أنشطة المؤسسة إلى وظائف (وظيفة الاستغلال، وظيفة التمويل، وظيفة الاستثمار). وأن هذا التقسيم يأخذ بعين الاعتبار تدفقات الموارد والاستخدامات المتبادلة من نشأة المؤسسة.

الكلمات المفتاحية: الميزانية الوظيفية، رأس المال العامل الصافي الإجمالي، الاحتياجات في رأس المال العامل الصافي، الخزينة الصافية.

تصنيف «جال»: L25، M41.



alibakria1989@gmail.com

* البريد الإلكتروني للمُرسل:

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
جامعة زيان عاشور «الجلفة»



Evaluating The Performance Of Economic Institutions From The Functional Perspective Of The Budget «Case Study Of NCA Rouiba»

Kheiri Abdelkarim⁽¹⁾; Bakria Ali⁽²⁾; Kheiri Ammar⁽³⁾

⁽¹⁾ University Of Djelfa [Algeria]

✉ kheiri.abdelkarim@gmail.com

⁽²⁾ University Of Alger 03 [Algeria]

✉ alibakria1989@gmail.com

⁽³⁾ University Of Blida 02 [Algeria]

✉ kheiriammar@gmail.com

Received: 18/06/2019

Accepted: 12/08/2019

Published: 31/10/2019

Abstract: This study aims to prove the importance of functional financial analysis for economic institutions, by showing the basic principle on which the functional perspective is based, which is the provisions for depreciation, provisions and lack of value (they are fictitious burdens that have a real impact, from which the institution benefits through achieving tax savings and they are included in the financing The institution's self-worth) which is placed on the liabilities side as a financing source for the institution (included in the financing cycle) so that the fixed assets remain in total amounts as they represent the investment cycle, Current assets in total amounts and current liabilities represent the cycle of exploitation. The analysis was called functional analysis as dividing the activities of the institution into functions (the function of exploitation, the function of financing, and the function of investment). And that this division takes into account the flows of resources and mutual uses from the establishment of the institution.

Keywords: Functional Budget, Total Net Working Capital, Net Working Capital Requirements, Net Treasury.

«JEL» Classification: L25, M41.

* Corresponding author:

alibakria1989@gmail.com



Faculty of Economics, Commercial and Management Sciences

Ziane Achour University of «Djelfa»



B.P. 3117, Djelfa [Algeria].

مقدمة: تعتبر القرارات المالية للمؤسسة من بين أهم المواضيع الهامة، نظرا لكونها تمس كل أنشطة المؤسسة، باعتبار أن التمويل هو المحرك الأساسي لأنشطة المؤسسة، وتتحدد هذه القرارات المالية من خلال السياسة العامة للمؤسسة كونها تحقق أهدافها، وتعد المعلومات المحاسبية والمالية التي يتضمنها النظام المحاسبي المالي عنصرا أساسيا يعتمد عليها المدير المالي في اتخاذ القرارات المالية، فنجاح القرارات المالية المتخذة بالاعتماد على المعلومات المحاسبية والمالية مرهون إلى حد كبير بمدى توفرها على الخصائص النوعية وإعدادها وفقا للمبادئ والفروض المحاسبية المتعارف عليها.

ينتج النظام المحاسبي المالي قوائم مالية تتضمن كل ما يتعلق بنشاط المؤسسة ومركزها المالي، لذلك تعتبر القوائم المالية لوحة قيادة يستعان بها للحكم على نجاح أو فشل القرارات المالية للمؤسسة؛ كون المحاسبة المالية تهدف بصفة عامة إلى إنتاج البيانات والمعلومات المفيدة في خدمة الأغراض الداخلية والخارجية، فحسب النظام المحاسبي المالي تعتبر المحاسبة المالية "نظام لتنظيم المعلومة المالية يسمح بتخزين معطيات قاعدية، عديدة، وتصنيفها وتقييمها، وتسجيلها، وعرض كشوف مالية تعكس صورة صادقة عن الوضعية المالية وممتلكات الكيان، ونجاعته، ووضعية خزينته في نهاية السنة المالية"، وبالتالي يمكن رسم السياسة المالية للمؤسسة باعتبار ما يهدف إلى تحقيقه النظام المحاسبي المالي.

يعتمد المسير المالي للمؤسسة على المعلومات المحاسبية والمالية المتضمنة في القوائم المالية سواء الإلزامية منها (المتثلة في الميزانية، حساب النتائج، جدول تدفقات الخزينة، جدول حركة رؤوس الأموال الخاصة، الملاحق)، أو الاختيارية (المتثلة في جدول التمويل، مخطط التمويل، جدول تدفقات الخزينة متعدد السنوات، ... الخ)، وهذا من أجل القيام بتشخيص القرارات المالية المتخذة من طرف المؤسسة خلال فترة معينة من أجل تقديم نظرة حول التوازن، الهيكلية والوضعية المالية للمؤسسة.

ومن هنا يبرز دور التحليل والقراءة المالية للمعلومات المحاسبية والمالية المتضمنة في سجلات المؤسسة والتي تعكس نشاط المؤسسة، فالقراءة المالية لهذه المعلومات عموما لا يمكن من خلالها تقييم الوضعية المالية للمؤسسة، ما لم يتم الاعتماد على مؤشرات ومقاييس لقياسها، كما أن هذه المقاييس تختلف باختلاف حركيتها تجاه الزمن، ومن بين هذه المقاييس والمؤشرات نجد المؤشرات المبنية على المنظور الوظيفي.

وعلى ضوء ما تقدم تتمحور إشكالية الدراسة في السؤال الجوهرية الموالي:

إلى أي مدى تساهم القراءة المالية من المنظور الوظيفي إلى قياس الوضعية المالية للمؤسسة

الاقتصادية؟

المحور الأول: مدخل للميزانية الوظيفية

تعد الميزانية الوظيفية أداة للتحليل المالي تقييم فيها الموارد والاستخدامات بالقيمة الأصلية، وحسب وظائف

المؤسسة.

1. التحليل المالي الوظيفي (الميزانية الوظيفية): والذي يعتمد أساسا على:

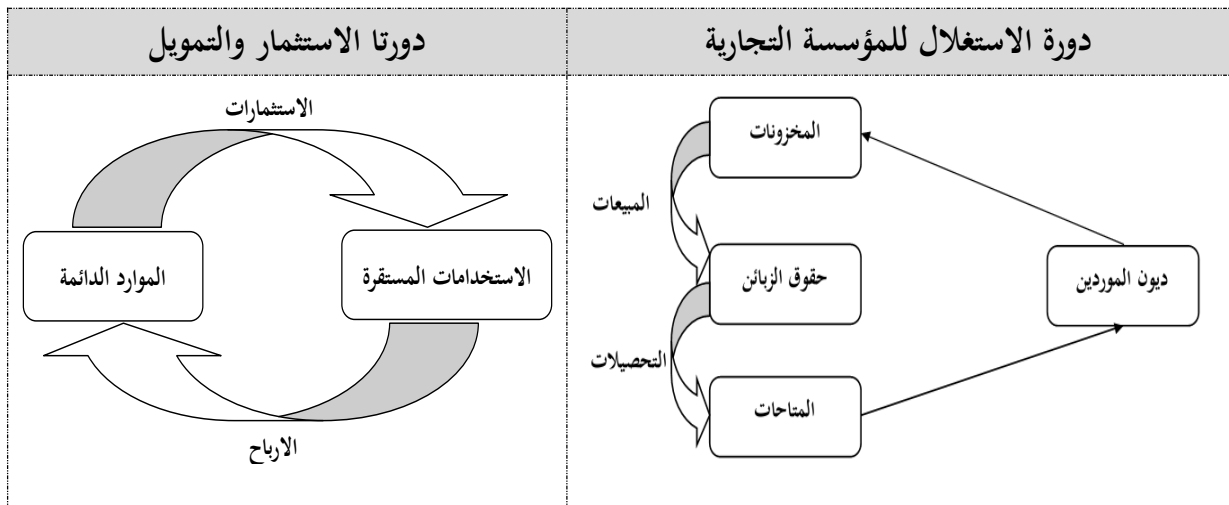
1.2. رأس المال العامل الصافي الإجمالي FR_{ng} : يرتبط مفهوم رأس المال العامل الصافي الإجمالي FR_{ng}

(أو ما يسمى برأس المال العامل الوظيفي) بالمفهوم الوظيفي للمؤسسة، ويعتمد في حسابه على الميزانية الوظيفية والتي يمكن تعريفها على أنها: "ميزانية تعد على أساس التمييز بين الدورات الطويلة (التمويل والاستثمار) والدورة القصيرة (الاستغلال)"¹.

فالميزانية الوظيفية أداة للتحليل المالي حيث:²

- تقيم فيها الموارد والاستخدامات بالقيمة الأصلية لتدفقات الإيرادات والنفقات؛
 - ترتب فيها الموارد والاستخدامات حسب دورتي التمويل والاستثمار أو الاستغلال.
- يمكن تمثيل دورتي التمويل والاستثمار والاستغلال في الشكل التالي:

الشكل رقم (01): دورتا الاستثمار والتمويل ودورة الاستغلال



Source: M.Mollet, G.Langlois, **Finance d'entreprise**, Édition Foucher, Paris, 2009, p127.

يمكن تقديم الميزانية الوظيفية على النحو التالي:

الشكل رقم (02): كتل الميزانية الوظيفية

الأصول	الخصوم
الاستخدامات المستقرة ES: (الأصول الثابتة الإجمالية) - التثبيتات المعنوية؛ - التثبيتات العينية؛ - التثبيتات المالية.	الموارد الدائمة RD: - رؤوس الأموال الخاصة؛ - مخصصات الاهتلاكات والمؤونات وخسائر القيمة؛ - الديون المالية.
رأس المال العامل الصافي الإجمالي FR_{ng}	ديون الاستغلال DE: - التسبيقات والحسابات المحصلة؛ - ديون الموردون؛ - ديون ضريبة (ماعد الضريبة على الأرباح) - واجتماعية؛ - نواتج مثبتة مسبقا.
الأصول المتداولة AC: الأصول المتداولة للاستغلال ACE - المخزونات؛ - التسبيقات والحسابات المدفوعة؛ - حقوق الزبائن؛ - حقوق ضريبة (ماعد الضريبة على الأرباح)؛ - تكاليف مثبتة مسبقا.	ديون خارج الاستغلال DHE: - ديون متنوعة؛ - فوائد جارية؛ - ديون الضريبة على الأرباح؛ - ديون على التثبيتات.
الأصول المتداولة خارج للاستغلال ACHE: - حقوق متنوعة؛ - فوائد جارية؛ - حقوق الضريبة على الأرباح؛ - حقوق على التثبيتات.	خزينة الخصوم PT: - التسبيقات البنكية الجارية والأرصدة الدائنة للبنوك.
خزينة الأصول AT: - المتاحات.	

Source: F.Delahaye, J.Delahaye, Finance d'entreprise, Dunod, Paris, 2007, p116.

من خلال الشكل السابق يمكن حساب رأس المال العامل الصافي الإجمالي FR_{ng} بطريقتين وهما:
أ. حساب رأس المال العامل الصافي الإجمالي FR_{ng} من أعلى الميزانية: حسب هذه الطريقة فإن رأس
المال العامل الصافي الإجمالي يعرف على أنه "ذلك الفائض المالي الناتج عن تمويل الاحتياجات المالية
الدائمة (الاستخدامات المستقرة ES) باستخدام الموارد المالية الدائمة (الموارد الدائمة RD)"³.
حسب هذه الطريقة فإن رأس المال العامل الصافي الإجمالي FR_{ng} يحسب كما يلي:

$$FR_{ng} = RD - ES$$

يمكن حصر ثلاث حالات لرأس المال العامل حسب إشارته وهي:
✓ رأس المال العامل موجب: في هذه الحالة يعبر رأس المال العامل الصافي الإجمالي عن فائض الموارد الدائمة
المتبقي بعد تمويل كل الاستخدامات المستقرة، أي أن المؤسسة استطاعت تمويل جميع استخداماتها المستقرة
بواسطة مواردها الدائمة وحقت فائضا ماليا تمثل في رأس المال العامل؛
✓ رأس المال العامل معدوم: وهي حالة نادرة الحدوث حيث تمثل حالة التوافق التام في هيكل الموارد الدائمة
والاستخدامات المستقرة، وتمثل الوضع الأمثل لتسيير عملية تمويل الاحتياجات المالية في المؤسسة؛
✓ رأس المال العامل سالب: في هذه الحالة تكون الأموال الدائمة غير كافية لتمويل جميع الاحتياجات المالية
الثابتة، حيث تلي جزء من هذه الاحتياجات فقط، مما يستدعي البحث عن موارد مالية أخرى لتغطية العجز في
التمويل.

ب. حساب رأس المال العامل الصافي الإجمالي FR_{ng} من أدنى الميزانية: يتمثل رأس المال العامل الصافي
الإجمالي حسب هذه الطريقة في الفرق بين الأصول المتداولة والخصوم المتداولة، حيث يعبر رأس المال العامل
من أدنى الميزانية عن قدرة المؤسسة على الاستجابة للاستحقاقات قصيرة الأجل عن طريق تحويل أصولها
المتداولة إلى نقود سائلة والتي يتم بواسطتها تسديد القروض قصيرة الأجل، ويمكن حساب رأس المال العامل
الصافي الإجمالي من أدنى الميزانية وفق العلاقة التالية:

$$= \text{الأصول المتداولة (أصول م إ + أصول م خ إ + خ أ)} - \text{الخصوم المتداولة (ديون الاستغلال + ديون خارج الاستغلال + خزينة الخصوم)}$$

حسب هذه الطريقة يمكن حصر ثلاث حالات لرأس المال العامل حسب إشارته وهي:
✓ رأس المال العامل موجب: أي أن المؤسسة استطاعت مواجهة القروض قصيرة الأجل باستخدام أصولها
المتداولة، وبقي فائض مالي يمثل هامش أمان وهو رأس المال العامل الصافي الإجمالي، حيث تلعب درجة
تحقيق السيولة دور هام في تحقيق التوازن المالي للمؤسسة؛

✓ رأس المال العامل معدوم: في هذه الحالة تمكنت المؤسسة من تغطية القروض قصيرة الأجل باستخدام الأصول المتداولة دون تحقيق فائض ولا عجز، وهي حالة مثلى نادرة الحدوث؛

✓ رأس المال العامل سالب: في هذه الحالة تكون الأصول المتداولة القابلة للتحصيل في الأجل القصير غير كافية لتغطية الاستحقاقات التي ستسدد في الأجل القصير.

2.2. الاحتياج في رأس المال العامل: يعتبر رأس المال العامل هامش الأمان الذي تتوفر عليه المؤسسة، حيث يسمح بمواجهة الاحتياجات الناتجة عن دورة الاستغلال بسبب وجود فارق زمني بين:⁴

- الشراء والبيع والمتمثل في تكوين المخزون؛

- البيع والتحصيل ويتمثل في نشأة الحقوق على الزبائن؛

- الشراء والتسديد ويتمثل في نشأة ديون الموردين.

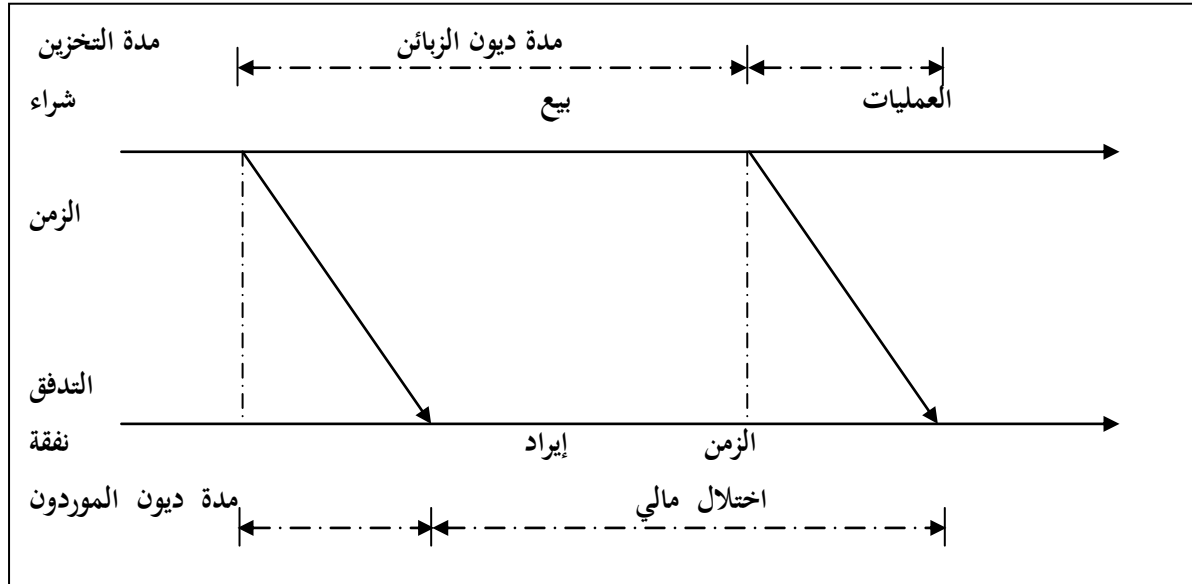
فالاختياج في رأس المال العامل يساوي الفرق بين العناصر التالية للميزانية الوظيفية:⁵

- المخزونات والمنتجات قيد التنفيذ ومدينو الأصول الجارية؛ - الديون الجارية.

يمكن تمثيل كيفية نشوء الاحتياج في رأس المال العامل من خلال الشكل الموالي الذي يبين الاختلال المنشئ

للاحتياج في رأس المال العامل:

الشكل رقم (03): الاختلال المنشئ للاحتياج في رأس المال العامل



Source : M.Mollet, G.Langlois, **Finance d'entreprise**, Édition Foucher, Paris, 2009, p 137.

وعند حساب الاحتياج في رأس المال العامل يمكن أن نميز بين الاحتياج في رأس المال العامل الإجمالي

والاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال والاحتياج في رأس المال العامل خارج الاستغلال، وهم كالتالي:

أ. حساب الاحتياج في رأس المال العامل الإجمالي: حسب التعريف السابق للاحتياج في رأس المال العامل فإنه يمكن حساب الاحتياج في رأس المال العامل الإجمالي كما يلي:⁶

$$\text{الاحتياج في رأس المال العامل BFR} = (\text{المخزونات} + \text{مدينو الاستغلال} + \text{مدينو خارج الاستغلال}) - (\text{ديون الاستغلال} + \text{ديون خارج الاستغلال})$$

ب. تجزئة الاحتياج في رأس المال العامل الإجمالي: يمكن تجزئة الاحتياج في رأس المال العامل الإجمالي حسب دورة الاستغلال إلى: الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال BFR_{ex} والاحتياج في رأس المال العامل خارج الاستغلال BFR_{hex} .

ب.1. الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال BFR_{ex} : يعتمد في حساب الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال على عناصر الاستغلال، وحسابه مهم جدا للمؤسسة لأنه يعبر عن احتياجات محدد ومتعلقة بمستوى نشاط المؤسسة، ويحسب كما يلي:

$$\begin{aligned} \text{الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال } BFR_{ex} &= \text{المخزونات} + \text{مدينو الاستغلال} \\ &- \text{ديون الاستغلال} \\ \text{أو} &= \text{الأصول المتداولة للاستغلال} \\ &- \text{دفعات الاستغلال} \end{aligned}$$

ب.2. الاحتياج في رأس المال العامل خارج الاستغلال BFR_{hex} : يعتمد في حساب الاحتياج في رأس المال العامل خارج الاستغلال على عناصر خارجة عن استغلال المؤسسة، ويحسب كما يلي:

$$\begin{aligned} \text{الاحتياج في رأس المال العامل خارج الاستغلال } BFR_{hex} &= \text{مدينو خارج الاستغلال} \\ &- \text{ديون خارج الاستغلال} \\ \text{أو} &= \text{الأصول المتداولة خارج الاستغلال} \\ &- \text{ديون خارج الاستغلال} \end{aligned}$$

بذلك فإن الاحتياج في رأس المال العامل الإجمالي عبارة عن مجموع كل من الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال والاحتياج في رأس المال العامل خارج الاستغلال، ويمكن التعبير عن ذلك كما يلي:

$$\begin{aligned} \text{الاحتياج في رأس المال العامل BFR} &= \text{الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال } BFR_{ex} \\ &+ \text{الاحتياج في رأس المال العامل خارج الاستغلال } BFR_{hex} \end{aligned}$$

3.2. **الخزينة الصافية:** تتشكل الخزينة الصافية الإجمالية عندما يستخدم رأس المال العامل الصافي الإجمالي لتمويل العجز في تمويل احتياجات دورة الاستغلال وغيرها (الاحتياج في رأس المال العامل)، وعليه فإذا تمكنت المؤسسة من تغطية هذا الاحتياج تكون الخزينة موجبة، وهي حالة الفائض في التمويل، وفي الحالة المعاكسة تكون الخزينة سالبة وهي حالة العجز في التمويل⁷.

يعتبر تسيير الخزينة المحور الأساسي في تسيير السيولة، ويظهر التضارب بوضوح بين السيولة والربحية، فزيادة قيمة الخزينة تزيد من مقدرة المؤسسة على تسديد المستحقات بسرعة، ويتبدد معها مشكل وفاء المؤسسة بالتزاماتها نحو دائنيها. كما أن احتفاظ المؤسسة بخزينة أكثر من اللازم يجعل من السيولة جامدة غير مستخدمة في دورة الاستغلال، وأن تسرع المسير في الاحتفاظ بالسيولة لغرض الوفاء بالالتزامات يحرم المؤسسة من ميزة كسب مدينيها، فالمؤسسات في السوق تتنافس على كسب المزيد من العملاء بواسطة تسهيلات الدفع، بينما نقصان قيمة الخزينة (معدومة أو سالبة) يعني أن المؤسسة فضلت توظيف السيولة في دورة الاستغلال بدل استبقائها جامدة، وبالتالي زيادة الربحية، لكنها ضحت بالاحتياط للوفاء بالديون المستحقة، وقد ينتج عن هذا تبعات سلبية⁸.

ويمكن حساب الخزينة الصافية انطلاقاً من طريقتين أساسيتين: الأولى تعتمد على عناصر الميزانية، والثانية تعتمد على معادلة التوازن المالي.

أ. **حساب الخزينة الصافية انطلاقاً من عناصر الميزانية:** تعتمد هذه الطريقة على عناصر الميزانية والمتمثلة في خزينة الأصول وخزينة الخصوم، حيث يمكن حساب الخزينة الصافية كما يلي:

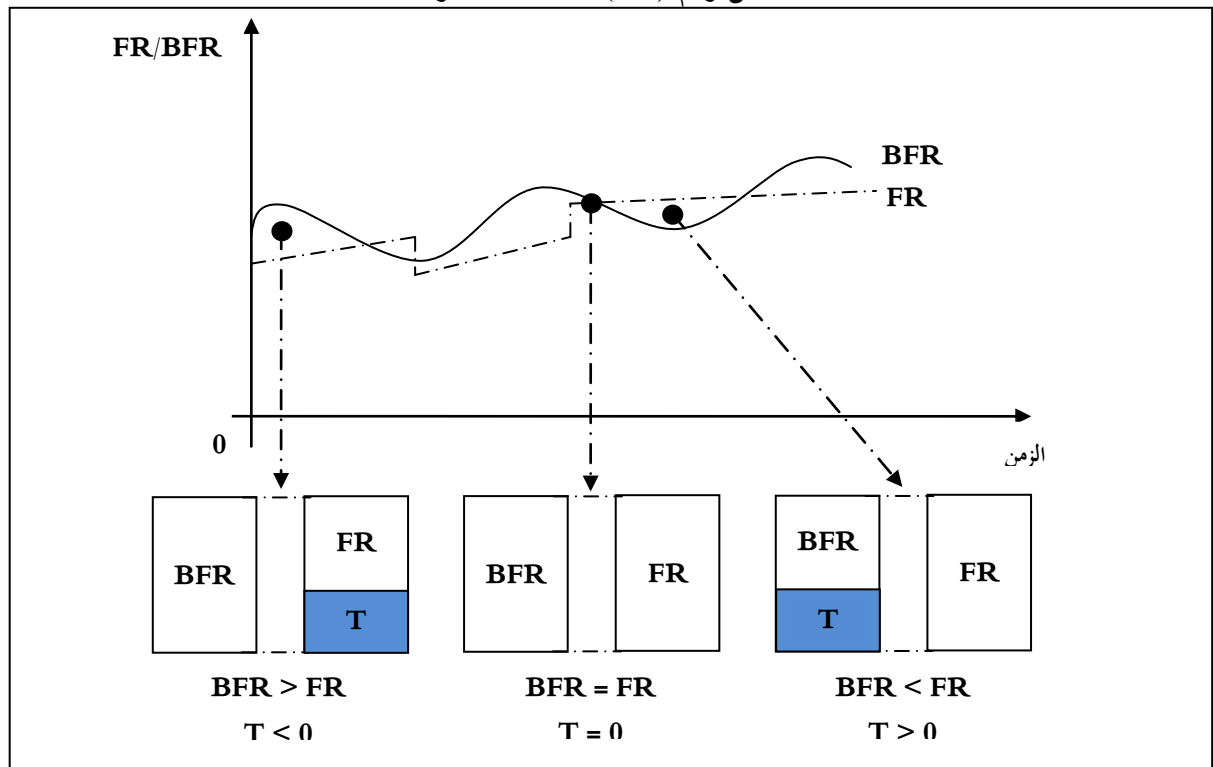
$$\text{الخزينة الصافية } Tn = \text{خزينة الأصول } AT - \text{خزينة الخصوم } PT$$

ب. **حساب الخزينة الصافية انطلاقاً من معادلة التوازن:** تعتمد هذه الطريقة على المعادلة الأساسية للتوازن المالي، والتي تعتبر كشرط من خلالها يتم الحكم على التوازن المالي داخل المؤسسة، وتكتب معادلة التوازن كما يلي:

$$\text{الخزينة الصافية } Tn = \text{رأس المال العامل الصافي الإجمالي } FRng - \text{الاحتياج في رأس المال العامل الإجمالي } BFR$$

وانطلاقاً من المعادلة الأساسية للتوازن يمكن التمييز بين الحالات الثلاث المختلفة للخزينة الصافية، كما يوضحها الشكل الموالي:⁹

الشكل رقم (04): حالات الخزينة الصافية

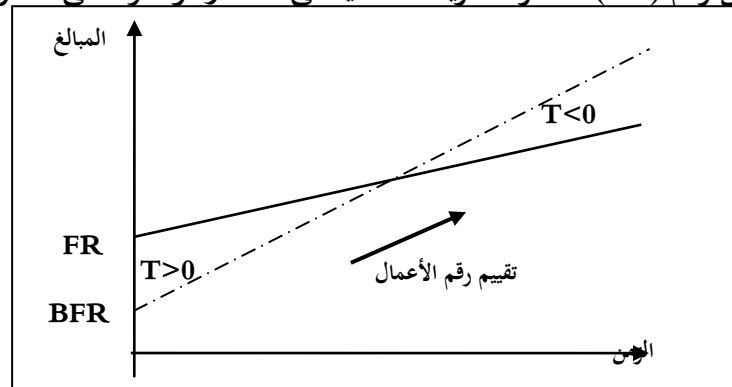


Source: F.Delahaye, J.Delahaye, **Finance d'entreprise**, Dunod, Paris, 2007, p137.

ومنه توجد خمس حالات أساسية للعجز المالي في الخزينة الصافية ممثلة فيما يلي:

✓ **حالة وجود أزمة في النمو:** وهي الحالة التي تقدم فيها المؤسسة على تحقيق معدلات نمو في رقم الأعمال تفوق إمكانياتها المالية الحالية، مما يؤدي إلى تضخم الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال مع تطور رأس المال العامل في وضعه الطبيعي، وبالتالي تستهلك الفوائض المالية ويحدث عجز في الخزينة¹⁰، والتمثيل التالي يوضح ذلك:

الشكل رقم (05): عجز الخزينة الصافية في حالة وجود أزمة في النمو



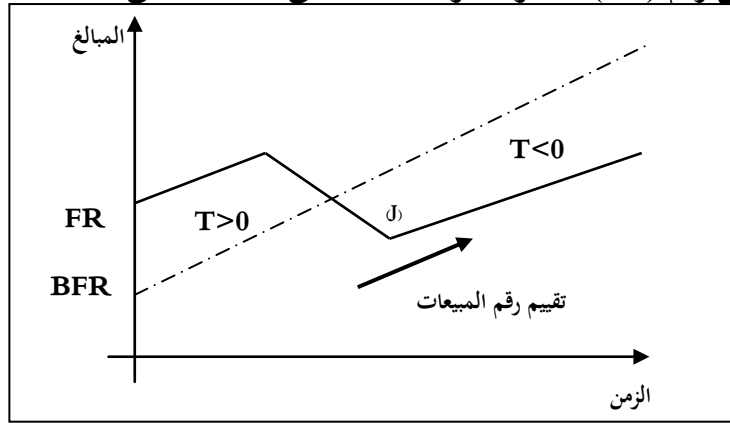
Source: N.Guedj, **Finance d'entreprise "Les règles du jeu"**, 2^{ème} éditions, éditions d'Organisation, Paris, 2001, p352.

للعلاج هذه الحالة يمكن القيام ب:¹¹

- تخفيف سرعة النمو؛
- تحسين المردودية؛
- تخفيض الاحتياج في رأس المال العامل.

✓ **حالة خطأ في السياسة المالية:** تحدث هذه الحالة إذا أخلت المؤسسة بقاعدة التوازن المالي الأدنى أو الأعلى وقامت بتمويل الاستثمارات باستخدام موارد قصيرة الأجل، الأمر الذي يؤدي إلى حالة انكسار في رأس المال العامل مع بقاء الاحتياج في رأس المال العامل في وضعه الطبيعي وتكون النتيجة خزانة إجمالية سالبة¹²، والتمثيل التالي يوضح ذلك:

الشكل رقم (06): عجز الخزانة الصافية في حالة خطأ في السياسة المالية



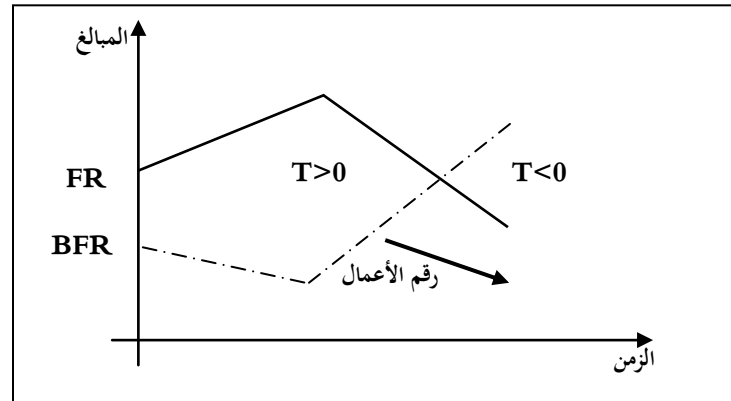
Source: N.Guedj, Finance d'entreprise "Les règles du jeu", 2^{ème} éditions, éditions d'Organisation, Paris, 2001, p 353.

للعلاج هذه الحالة يمكن القيام بإعادة هيكلة رأس المال العامل عن طريق:¹³

- إما عن طريق رأس المال الخاص؛
- إما عن طريق الديون متوسطة وطويلة الأجل؛
- إما عن طريق التنازل عن جزء من التثبيات.

ج. **حالة تدهور في النشاط:** تحدث عند مواجهة مشاكل تسويقية ناجمة عن معطيات المحيط، فهذا الأمر يؤدي إلى انخفاض في الإيرادات وارتفاع في التكاليف، حيث تنخفض قدرة المؤسسة على التمويل الذاتي، مما يؤثر على مستويات رأس المال العامل، وتتحول هذه الحالة إلى حالة الخسائر المتراكمة (حالة أزمة في المردودية)¹⁴، والتمثيل التالي يوضح ذلك:

الشكل رقم (07): عجز الخزينة الصافية في حالة تدهور في النشاط

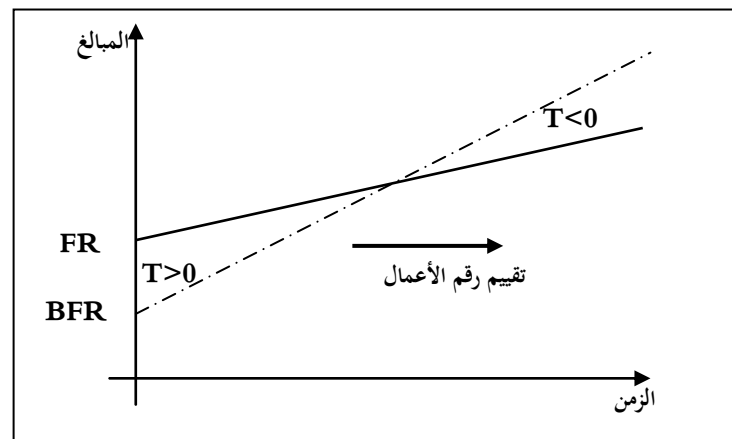


Source: N.Guedj, **Finance d'entreprise "Les règles du jeu"**, 2^{ème} éditions, éditions d'Organisation, Paris, 2001, p 353.

لعلاج هذه الحالة يمكن القيام بتخفيض الاحتياج في رأس المال العامل، وفي نفس الوقت تحسين النشاط¹⁵.

د. حالة أزمة في التسيير: وهي الحالة التي يتم فيها تسيير عناصر الاستغلال بشكل عشوائي، يظهر من خلال تباطؤ شديد في دوران المخزون ومنح آجال طويلة للعملاء وقبول آجال قصيرة للموردين، هذا التسيير يؤدي إلى تضخم غير طبيعي للاحتياج في رأس المال العامل والذي يؤدي إلى التهام رأس المال العامل وكافة موارد الخزينة¹⁶، كما أن ارتفاع الاحتياج في رأس المال العامل يكون أسرع من ارتفاع رقم الأعمال¹⁷، والتمثيل التالي يوضح ذلك:

الشكل رقم (08): عجز الخزينة الصافية في حالة أزمة في التسيير



Source N.Guedj, **Finance d'entreprise "Les règles du jeu"**, 2^{ème} éditions, éditions d'Organisation, Paris, 2001, p 353.

للعلاج هذه الحالة يمكن القيام ب:¹⁸

- إدارة المخزونات وديون الزبائن؛

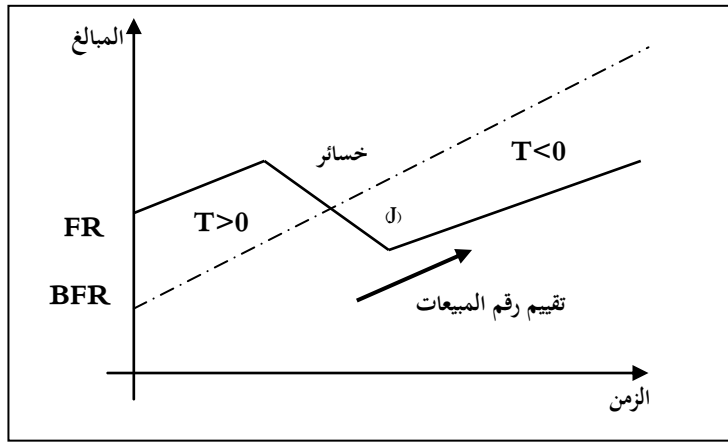
- على العموم، تخفيض الأصول الجارية وزيادة الخصوم الجارية.

هـ. حالة أزمة في المردودية: وهي الحالة التي تحقق فيها المؤسسة خسائر متتالية، والتي تؤدي إلى تآكل الأموال

الجماعية مما تجعل الموارد الدائمة في حالة تدهور مستمر، وهذا يؤدي بدوره إلى انخفاض حاد في رأس المال

العامل بشكل لا يلبي احتياجات الاحتياج في رأس المال العامل الإجمالي¹⁹، والتمثيل التالي يوضح ذلك:

الشكل رقم (09): عجز الخزينة الصافية في حالة أزمة في المردودية



Source: N.Guedj, Finance d'entreprise "Les règles du jeu", 2^{ème} éditions, éditions d'Organisation, Paris, 2001, p 353.

لا يمكن للمؤسسة في هذه الحالة إنعاش رأس المال العامل إلا بخطط طويلة الأجل تتضمن إجراءات صارمة

لتحسين النتيجة وذلك على مستويين:²⁰

- المستوى الداخلي: وذلك بترشيد الإنفاق وتدنية التكاليف بالتوجه نحو الرشادة في الاستهلاك باستخدام

النظم المتخصصة في ذلك، وذلك دون التأثير على قيود الجودة والنوعية؛

- المستوى الخارجي: وذلك بمحاولة إنعاش رقم الأعمال عن طريق مخطط تسويقي محكم يهدف إلى

تعظيم الحصة السوقية وجلب أكبر عدد ممكن من العملاء.

المحور الثاني: دراسة حالة مؤسسة أن. سي. أي الروبية

مؤسسة أن سي أ-روبية هي ذات أسهم، وهي مؤسسة خاصة خاضعة للقانون الجزائري ذات رأسمال قدره 849.195.000 دينار جزائري، ويتمثل نشاطها الرئيسي في إنتاج وتوزيع المشروبات وعصائر الفاكهة. وقد تأسست في عام 1966 في شكل شركة ذات مسؤولية محدودة (SARL) تحت اسم "الشركة الجديدة للمصبرات الجزائرية". وكانت المؤسسة متخصصة في إنتاج معجون الطماطم، والهريسة والمرتيبات تحت العلامة التجارية "الروبية".

1. إعداد الميزانية الوظيفية: تعد الميزانية الوظيفية على أساس التمييز بين الدورات الطويلة (التمويل والاستثمار) والدورة القصيرة (الاستغلال)، فالميزانية الوظيفية أداة لتحليل المالي حيث تقيم فيها الموارد والاستخدامات بالقيمة الأصلية لتدفقات الإيرادات والنفقات، كما ترتب فيها الموارد والاستخدامات حسب دورة التمويل ودورة الاستثمار ودورة الاستغلال، وسيتم إعداد الميزانية الوظيفية وفقا للمبادئ المتعارف عليها، ودراسة مختلف مؤشرات التوازن المالي والنسب المالية الخاصة بها.

والجدول التالي يظهر الشكل المختصر للميزانية الوظيفية، وهذا وفقا للمبادئ الأساسية لإعداد الميزانية الوظيفية:

الجدول رقم (01): الميزانية الوظيفية جانب الأصول

2016	2015	2014	2013	الأصول
8724144461	7787146170	6538621863	4837803575	الأصول الثابتة
78476311	68304064	44454071	43778891	التبittات المعنوية
8618118458	7688147300	6439628680	4753169011	التبittات العينية
27549692	30694806	54539112	40855673	التبittات المالية
3776179041	3277699677	2897163408	2492586466	الأصول المتداولة
3579943444	2807721502	2443156343	2050901543	الأصول المتداولة للاستغلال
1050650741	1234569796	1116095014	1122849329	المخزونات
2529292703	1573151706	1327061329	928052214	الزبائن
75013732	229771828	227878189	267321231	الأصول المتداولة خارج الاستغلال
20196464	80974412	134907092	172860498	المدينون الآخرون
36676419	97145337	65911892	70429485	الضرائب
18140849	51652079	27059205	24031248	أصول جارية أخرى
121221865	240206347	226128876	174363692	خزينة الأصول
12500323502	11064845847	9435785271	7330390041	مجموع الأصول

2016	2015	2014	2013	الخصوم
8214687390	7923997218	6889376052	5109282171	الأموال الدائمة
2072066347	2068196733	1981114938	1754898385	الأموال الخاصة
3219930979	2724641090	2226110776	1847807096	مخصصات الاهتلاك و م و خ ق
2922690064	3131159395	2682150338	1506576690	الديون المالية
4285636112	3140848630	2546409219	2221107869	الخصوم الجارية
1828282097	1407691085	1418381028	1506308045	ديون الاستغلال
1809080211	1367058312	1255300864	1334090677	الموردون
19201886	40632773	163080164	172217368	الضرائب
1598819533	1134931902	718996498	516970256	ديون خارج الاستغلال
1598819533	1134931902	718996498	516970256	ديون أخرى
858534482	598225643	409031693	197829568	خزينة الخصوم
12500323502	11064845848	9435785271	7330390040	مجموع الخصوم

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات الميزانيات السنوية.

لا يمكن تفسير الوضعية المالية للمؤسسة من خلال القراءة الأولية للميزانية الوظيفية، إلا من خلال مجموعة من المؤشرات التوازن المالي والنسب المالية. ويمكن إظهار التطور الحاصل في كتل الأصول الإجمالية وكتل الخصوم الإجمالية من خلال التمثيلين البيانيين التاليين:

2. حساب مؤشرات التوازن المالي المرتبطة بالميزانية الوظيفية: تتمثل مؤشرات التوازن المالي المرتبطة بالميزانية الوظيفية أساساً في كل من رأس المال العامل الصافي الإجمالي FR_{ng} ، الاحتياج في رأس المال العامل الإجمالي والخزينة الصافية ويمكن حسابهم كما يلي:

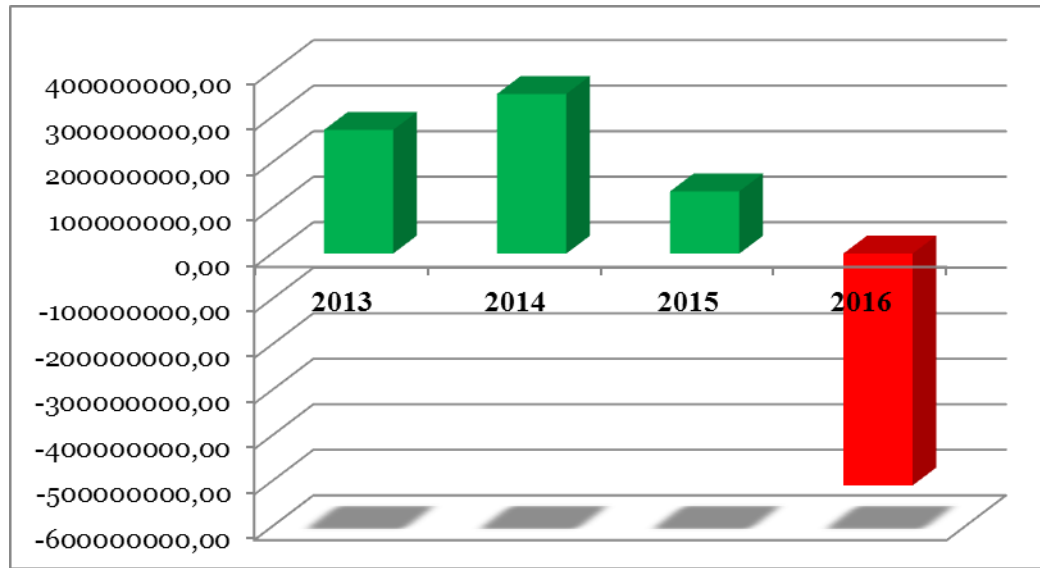
أ. رأس المال العامل الوظيفي FR_{ng} : يرتبط مفهوم رأس المال العامل الصافي الإجمالي FR_{ng} (أو ما يسمى برأس المال العامل الوظيفي) بالمفهوم الوظيفي للمؤسسة، ويمكن حسابه وفق الجدول التالي:

الجدول رقم (02): رأس المال العامل الإجمالي FR_{ng}

2016	2015	2014	2013	البيان
8214687390	7923997218	6889376052	5109282171	الموارد الدائمة
8724144461	7787146170	6538621863	4837803575	-الاستخدامات المستقرة
-509457071	136851048	350754189	271478596	= رأس المال العامل الإجمالي

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات الجدول رقم (01).

الشكل رقم (10): رأس المال العامل الوظيفي FRng



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات الجدول رقم (02).

من خلال القراءة المالية للجدول أعلاه والتمثيل البياني المقابل نلاحظ أن رأس المال العامل الإجمالي FRng موجب خلال ثلاث سنوات الأولى للدراسة، وهذا ناتج لكون الاستخدامات المستقرة مُولت بالكامل عن طريق الموارد الدائمة، وبقي جزء معتبر من الموارد تمثل في رأس المال العامل الإجمالي والذي يعتبر كهامش أمان يمكن للمؤسسة من خلاله تغطية احتياجات الدورة المرتبطة بالاستغلال وحتى غير المرتبطة بالاستغلال، والملاحظ أيضا أنه انخفاض في سنة 2015 بمقدار معتبر مقارنة بسنة 2013 و 2014 نتيجة الاعتماد أكثر على الديون (ديون قصيرة الأجل). أما في سنة 2016 كان رأس المال العامل الإجمالي سالب نتيجة تضخم الديون قصيرة الأجل التي فاقت حتى مقدار الأصول الثابتة وما أهلك وما انخفض من قيمتها مجتمعة (تجاوزت الديون قصيرة الأجل حتى مقدار الأصول قبل أن تهلك وتنخفض قيمتها)، وهذا غير مطمئن بالنسبة لمسار المؤسسة، فجلب الديون بشكل مفرط وتوجيهها بما لا يتناسب وطبيعتها يؤثر على مسار المؤسسة وحتى استمراريتها.

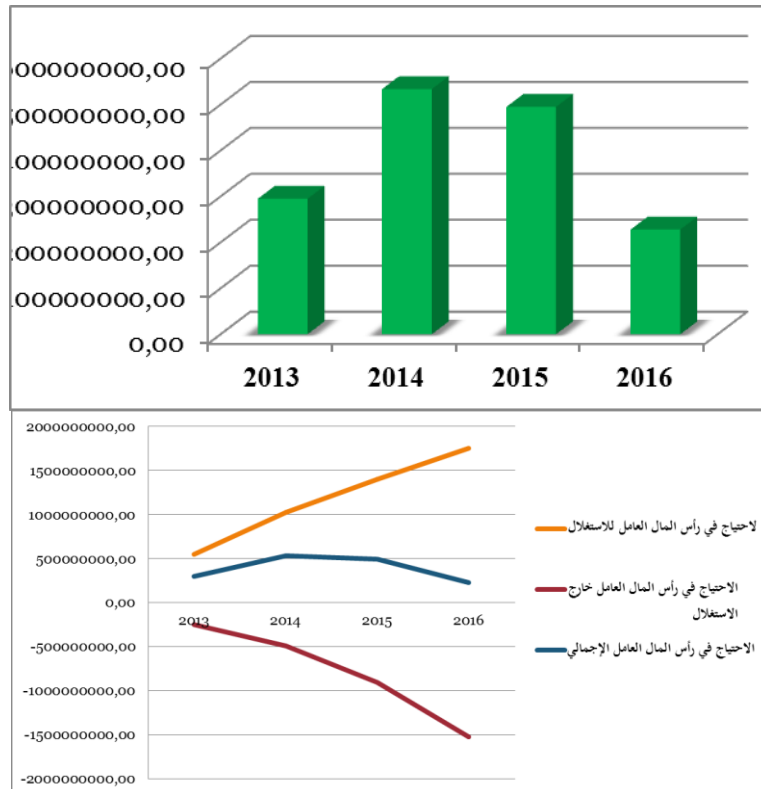
ب. **الاحتياج في رأس المال العامل BFR:** وعند حساب الاحتياج في رأس المال العامل يمكن أن نميز بين الاحتياج في رأس المال العامل الإجمالي والاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال والاحتياج في رأس المال العامل خارج الاستغلال. حيث يعتمد في حساب الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال على عناصر الاستغلال، وحسابه مهم جدا للمؤسسة لأنه يعبر عن احتياجات محددة ومتعلقة بمستوى نشاط المؤسسة. ويعتمد في حساب الاحتياج في رأس المال العامل خارج الاستغلال على عناصر خارجة عن استغلال المؤسسة. ويمكن حساب الاحتياج في رأس المال العامل وفق الجدول التالي:

الجدول رقم (03): الاحتياج في رأس المال العامل BFR

2016	2015	2014	2013	البيان
3579943444	2807721502	2443156343	2050901543	الأصول المتداولة للاستغلال
1828282097	1407691085	1418381028	1506308045	ي-ديون الاستغلال
1751661347	1400030417	1024775315	544593498	= الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال (1)
75013732	229771828	227878189	267321231	الأصول المتداولة خارج الاستغلال
1598819533	1134931902	718996498	516970256	-ديون خارج الاستغلال
-1523805801	-905160074	-491118309	-249649025	= الاحتياج في رأس المال العامل خارج الاستغلال (2)
227855546	494870343	533657006	294944473	الاحتياج في رأس المال العامل الإجمالي (1)+(2)

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات الجدول رقم (01).

الشكل رقم (11): الاحتياج في رأس المال العامل الإجمالي



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات الجدول رقم (03).

من خلال القراءة المالية للجدول أعلاه والتمثيلين البيانيين المقابلين نلاحظ أن الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال لكل سنوات الدراسة موجب وهذا يدل على وجود احتياجات مرتبطة بالاستغلال، أي أن الموارد العادية لدورة الاستغلال لم تغطي كافة الاحتياجات العادية للاستغلال، هذا من جهة، ومن جهة أخرى نلاحظ أن الاحتياج في رأس المال العامل خارج الاستغلال سالب لكل سنوات الدراسة وهذا يدل على أن الموارد خارج الاستغلال غطت كافة الاحتياجات خارج الاستغلال مما نتج عنه احتياج في رأس المال العامل خارج الاستغلال سالب أي موارد خارج الاستغلال.

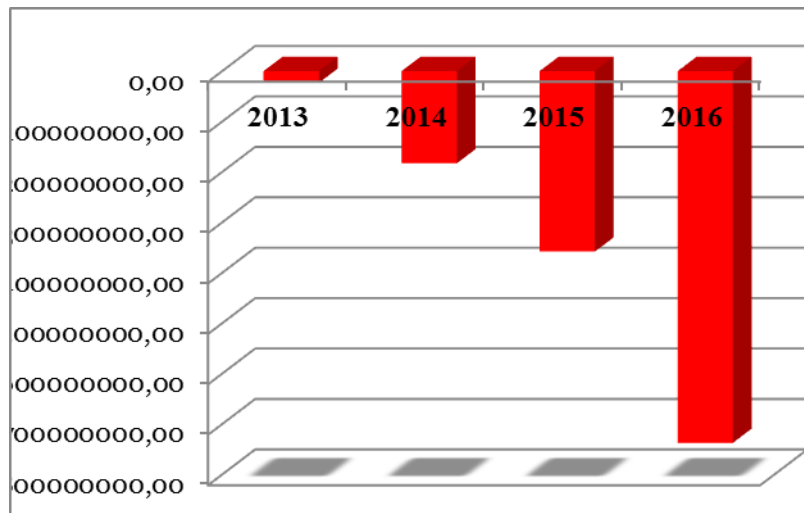
كما نلاحظ أن الاحتياج في رأس المال العامل الإجمالي موجب، وتفسير هذا أن المؤسسة لم تتمكن من تمويل احتياجات الدورة بمواردها، مما تطلب منها اللجوء إلى رأس المال العامل الإجمالي لتغطية هذه الاحتياجات. ج. **الخزينة الصافية Tn**: تتشكل الخزينة الصافية الإجمالية عندما يستخدم رأس المال العامل الصافي الإجمالي لتمويل العجز في تمويل احتياجات دورة الاستغلال وغيرها (الاحتياج في رأس المال العامل)، وعليه فإذا تمكنت المؤسسة من تغطية هذا الاحتياج تكون الخزينة موجبة، وهي حالة الفائض في التمويل، وفي الحالة المعاكسة تكون الخزينة سالبة وهي حالة العجز في التمويل، ويمكن حساب الخزينة الصافية وفق الجدول التالي:

الجدول رقم (04): الخزينة الصافية Tn

البيان	2013	2014	2015	2016
خزينة الأصول (المتاحات)	174363692	226128876	240206347	121221865
- خزينة الخصوم	197829568	409031693	598225643	858534482
الخزينة عن طريق عناصر الميزانية =	-23465876	-182902817	-358019296	-737312617
رأس المال العامل الإجمالي FRng	271478596	350754189	136851048	-509457071
الاحتياج في رأس المال العامل الإجمالي	294944473	533657006	494870343	227855546
الخزينة عن طريق معادلة التوازن =	-23465877	-182902817	-358019295	-737312617

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات الجدول رقم (01).

الشكل رقم (12): الخزينة الصافية



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات الجدول رقم (04).

من خلال القراءة المالية للجدول أعلاه والشكل المقابل نلاحظ أن الخزينة الصافية سالبة تماما خلال كل سنوات الدراسة، وتفسير هذا أن رأس المال العامل الإجمالي أقل من الاحتياج في رأس المال العامل الإجمالي، وهذا سيء من ناحية التوازن المالي كون عدم وجود سيولة في الخزينة سيوقع المؤسسة في حالة العسر المالي. والملاحظ أيضا أنها في انخفاض كبير ومعتبر نتيجة الارتفاع المعترف في خزينة الخصوم (السلفات المصرفية).

3. النسب المرتبطة بالميزانية الوظيفية: سبق أن ذكرنا أنه للتحليل المالي باستخدام النسب المالية أهمية بالغة، وكما أنه توجد نسب مرتبطة بالميزانية المالية، فللميزانية الوظيفية كذلك نسب يمكن استخدامها أهمها.

أ. حساب نسب الهيكلية المالية: يمكن حساب مختلف نسب الهيكلية المالية من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (05): حساب نسب الهيكلية المالية

البيان	2013	2014	2015	2016
الموارد الثابتة	5109282171	6889376052	7923997218	8214687390
÷ الاستخدامات الثابتة	4837803575	6538621863	7787146170	8724144461
نسبة تمويل الاستخدامات الثابتة	1,06	1,05	1,02	0,94
الاستدانة المالية	1704406258	3091182031	3729385038	3781224546
÷ الموارد الخاصة	3602705481	4207225714	4792837823	5291997326
نسبة التحرر المالي	0,473	0,735	0,778	0,715

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات الجدول رقم (01).

✓ نسبة تمويل الاستخدامات الثابتة: من خلال القراءة المالية لهذه النسبة في الجدول أعلاه نلاحظ أنها أكبر من الواحد خلال السنوات الثلاثة الأولى، وهذا يعني أن المؤسسة تمكنت من تغطية كل أصولها الثابتة باستخدام مواردها الدائمة، في حين انخفضت هذه النسبة في سنة 2016 إلى أقل من الواحد، وتفسير هذا أن المؤسسة عجزت عن تغطية أصولها الثابتة بمواردها الدائمة، مما اضطرها إلى تغطية هذا العجز عن طريق موارد قصيرة الأجل (ديون قصيرة الأجل)، أي أن المؤسسة كانت في السنوات الثلاثة الأولى تمتلك هامشا للأمن مما سمح لها بتغطية جزء من احتياجات الدورة قصيرة الأجل بالموارد طويلة الأجل، وهذا ما يتوافق مع مبدأ الملاءمة بين مدة حياة الأصول ومدة حياة الخصوم، أما في السنة الأخيرة حدث العكس.

وباعتبار كل هذا قد يكون جزء من هذا التحليل تكرر نوعا ما مقارنة بتحليل الميزانية المالية؛ ولكن يختلف هذا التحليل من حيث المبدأ؛ فالأساس هنا هو مخصصات الاهتلاكات والمؤنات ونقص القيمة (هي أعباء وهمية لها أثر حقيقي، تستفيد منها المؤسسة من خلال تحقيق وفورات ضريبية وهي تدخل ضمن التمويل الذاتي للمؤسسة) التي توضع في جانب الخصوم كمصدر تمويلي للمؤسسة (تدخل ضمن دورة التمويل) لتبقى الأصول الثابتة بالمبالغ الإجمالية حيث تمثل دورة الاستثمار، والأصول المتداولة بالمبالغ الإجمالية والخصوم المتداولة تمثل دورة الاستغلال. فرغم كل ما بذلته المؤسسة من مجهودات استثمارية ضخمة لا تكاد تغطي نشاطها الاستثماري مما أدى بها إلى جلب ديون، فكان من الأجدى جلب ديون تتوافق وطبيعة الأصول الموجهة لها، إلا أنها جلبت ديون قصيرة الأجل ومولت بها الأصول الثابتة. فتزداد القناعة هنا أنه على المؤسسة اللجوء إلى الرفع من رأس المال لإنقاذ المؤسسة من شبح الغرق في المديونية، لأنه حتى التمويل الذاتي تآكل ولم تستفد منه المؤسسة استراتيجيا.

✓ نسبة التحرر المالي: تبين هذه النسبة أثر الاستدانة المالية على السياسة المالية للمؤسسة، فكلما كانت

الاستدانة المالية كبيرة مقارنة بموارد المؤسسة

الخاصة، كانت الحرية المالية للمؤسسة في استغلال تدفقاتها النقدية مقيدة في تطوير استثماراتها، ومن خلال القراءة المالية لهذه النسبة في الجدول أعلاه نلاحظ أنها تقدر بـ 47.3% في سنة 2013، وهذه النسبة مقبولة ويمكن القول أن المؤسسة متحررة ماليا في هذه السنة، أما في السنوات الثلاث الأخيرة فاقت النسبة 70%، حيث لجأت المؤسسة في هذه السنوات إلى الاستدانة بشكل كبير جدا، وهذا قد يؤثر على تطوير استثماراتها استراتيجيا، فإن استدعى الأمر من المؤسسة تطوير استثماراتها حتميا نتيجة التطور التكنولوجي أو التقادم...، فلن تتمكن حينئذ من ذلك فتجد نفسها غير متحررة ماليا، فهذا الأمر يستدعي الحرص على توجيه وتسيير الأموال المقترضة تسييرا أمثلا لكي لا يرتفع عبء الديون ولكي يتحقق مطلب الديون (تلبية حاجيات المؤسسة) وكذلك تتحرر المؤسسة تدريجيا من الاستدانة.

الخاتمة: يتبين لنا مما سبق أن المسير المالي للمؤسسة يعتمد أساسا على المعلومات المحاسبية والمالية المتضمنة في القوائم المالية سواء الإلزامية منها (المتثلة في الميزانية، حساب النتائج، جدول تدفقات الخزينة، جدول حركة رؤوس الأموال الخاصة، الملاحق)، أو الاختيارية (المتثلة في جدول التمويل، مخطط التمويل، جدول تدفقات الخزينة متعدد السنوات، ...الخ)، وهذا من أجل القيام بتشخيص القرارات المالية المتخذة من طرف المؤسسة خلال فترة معينة من أجل تقديم نظرة حول التوازن، الهيكلية والوضعية المالية للمؤسسة.

والمنظور الوظيفي في التحليل المالي للمعلومات المحاسبية والمالية يقوم على مبدأ أساسي، يتمثل في مخصصات الاهتلاكات والمؤونات ونقص القيمة (هي أعباء وهمية لها أثر حقيقي، تستفيد منها المؤسسة من خلال تحقيق وفورات ضريبية وهي تدخل ضمن التمويل الذاتي للمؤسسة) التي توضع في جانب الخصوم كمصدر تمويلي للمؤسسة (تدخل ضمن دورة التمويل) لتبقى الأصول الثابتة بالمبالغ الإجمالية حيث تمثل دورة الاستثمار، والأصول المتداولة بالمبالغ الإجمالية والخصوم المتداولة تمثل دورة الاستغلال. وسمي التحليل بالتحليل الوظيفي على أنه يُقسم أنشطة المؤسسة إلى وظائف (وظيفة الاستغلال، وظيفة التمويل، وظيفة الاستثمار). وأن هذا التقسيم يأخذ بعين الاعتبار تدفقات الموارد والاستخدامات المتبادلة من نشأة المؤسسة.

وكتحليل عام عن الوضعية المالية لمؤسسة NCA الرويحية من المنظور الوظيفي؛ نلاحظ أنها غير متوازنة ماليا خاصا أنها دخلت في مشاريع استثمارية تفوق طاقتها التمويلية، حيث لجأت في تمويل استثماراتها طويلة الأجل بموارد قصيرة الأجل وهذا ما قد يؤثر سلبا على سياساتها المالية، فالقرار الاستثماري في هذه الحالة أدى إلى تدهور الوضعية المالية للمؤسسة، وهو في الأخير قرار مالي غير رشيد، كون الموارد التمويلية التي لجأت إليها المؤسسة (قرار التمويل) لا تتلاءم وطبيعة الأصول الموجهة لها (دورة الاستثمار). فعلى المؤسسة في هذه الحالة الحرجة أن ترفع من رأس مالها عن طريق طرح أسهم جديدة لإخراج المؤسسة من خطر الديون التي تم استغلالها بطريقة غير رشيدة، وإلا غرقت الأموال الخاصة في الديون.

ومما أدى أيضا إلى تدهور الوضعية المالية لمؤسسة روية عمليات البيع التي تتم بالآجل وبمبالغ معتبرة دون أن تصاحبها عمليات التحصيل طيلة سنوات الدراسة، مما أدى إلى إضعاف خزنتها، وبالتالي عدم تغطية الاحتياجات في رأس المال العامل، مما اضطر المؤسسة إلى جلب ديون، لذلك على المؤسسة من باب الرشادة إيجاد طرق فعالة لتحصيل مستحقاتها من الزبائن من خلال منح تخفيضات لتعجيل الدفع وتحفيزات أخرى للزبائن في ما يخص الكمية (منح كمية مجانية من المنتجات فوق الكمية المباعة في حالة التعجيل بالدفع...) ولكن بشكل مدروس للرفع أو الحفاظ على ربحية المؤسسة، وأيضا إعادة النظر في الطريقة الترويجية لمنتجات المؤسسة، خاصة وأنها تشهد منافسة قوية من المؤسسات الوطنية والأجنبية، كما أنها تعاني من تضخم في التكاليف، وبالتالي فإن الإشكالية هنا هي عدم قدرة المؤسسة في التحكم بتكاليفها، وهذا بسبب عاملين اثنين؛ الأول أن جُل المواد الأولية (المشتريات المستهلكة) مستوردة من الخارج وبتكاليف مرتفعة جدا، والسبب الثاني أن المؤسسة عمدت إلى الاستثمار وبشكل متسارع من أجل تغطية السوق لكي لا تخسر حصتها السوقية، خاصة في ظل المنافسة الشديدة من طرف المؤسسات المحلية والأجنبية الناشطة في القطاع نفسه، مما أدى بها إلى الاستدانة وبأحجام معتبرة على مر سنوات الدراسة لأن طاقاتها التمويلية غير كافية.

الهوامش والإحالات:

¹. C.Buissart, M.Benkaci, Chantal Buissart, M.Benkaci, **Analyse financière "conforme au SCF"**, BERTI Edition, Alger, 2011, p 72.

². Ibid, p 122.

³. إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، **التسيير المالي-الإدارة المالية-دروس وتطبيقات**، الجزء الأول، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، 2011، ص 103.

⁴. Chantal Buissart, M.Benkaci, **Op.cit**, p 84.

⁵. M.Mollet, G.Langlois, **Finance d'entreprise**, Édition Foucher, Paris, 2009, p137.

⁶. C.Buissart, M.Benkaci, **Op.cit**, p 85.

⁷. إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سابق، ص 105.

⁸. مبارك لسوس، **التسيير المالي**، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون- الجزائر، 2012، ص 35.

⁹. F.Delahaye, J.Delahaye, **Finance d'entreprise**, Dunod, Paris, 2007, p137.

¹⁰. إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سابق، ص 109.

¹¹. N.Guedj, **Finance d'entreprise "Les règles du jeu"**, 2^{ème} éditions, éditions d'Organisation, Paris, 2001, p 352.

¹². إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سابق، ص 108.

¹³. N.Guedj, **Op.cit**, p 352.

¹⁴. إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سابق، ص 111.

¹⁵. N.Guedj, **Op.cit**, p 354.

¹⁶. إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سابق، ص 109.

¹⁷. N.Guedj, **Op.cit**, p 355.

¹⁸ N.Guedj, **Op.cit**, p 352.

¹⁹. إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سابق، ص 110.

²⁰. المرجع نفسه، ص 111.