

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة محمد الصديق بن يحيى - بجبل



كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير

العنوان

أثر قرار التمويل على قيمة المؤسسة

- دراسة حالة مجمع صيدال خلال الفترة من 2005 إلى 2014 -

مذكرة مقدمة استكمالاً لمتطلبات نيل شهادة الماستر في علوم التسيير

تخصص: محاسبة وإدارة مالية

إشراف الأستاذ:

قدام جمال

إعداد الطالبتين:

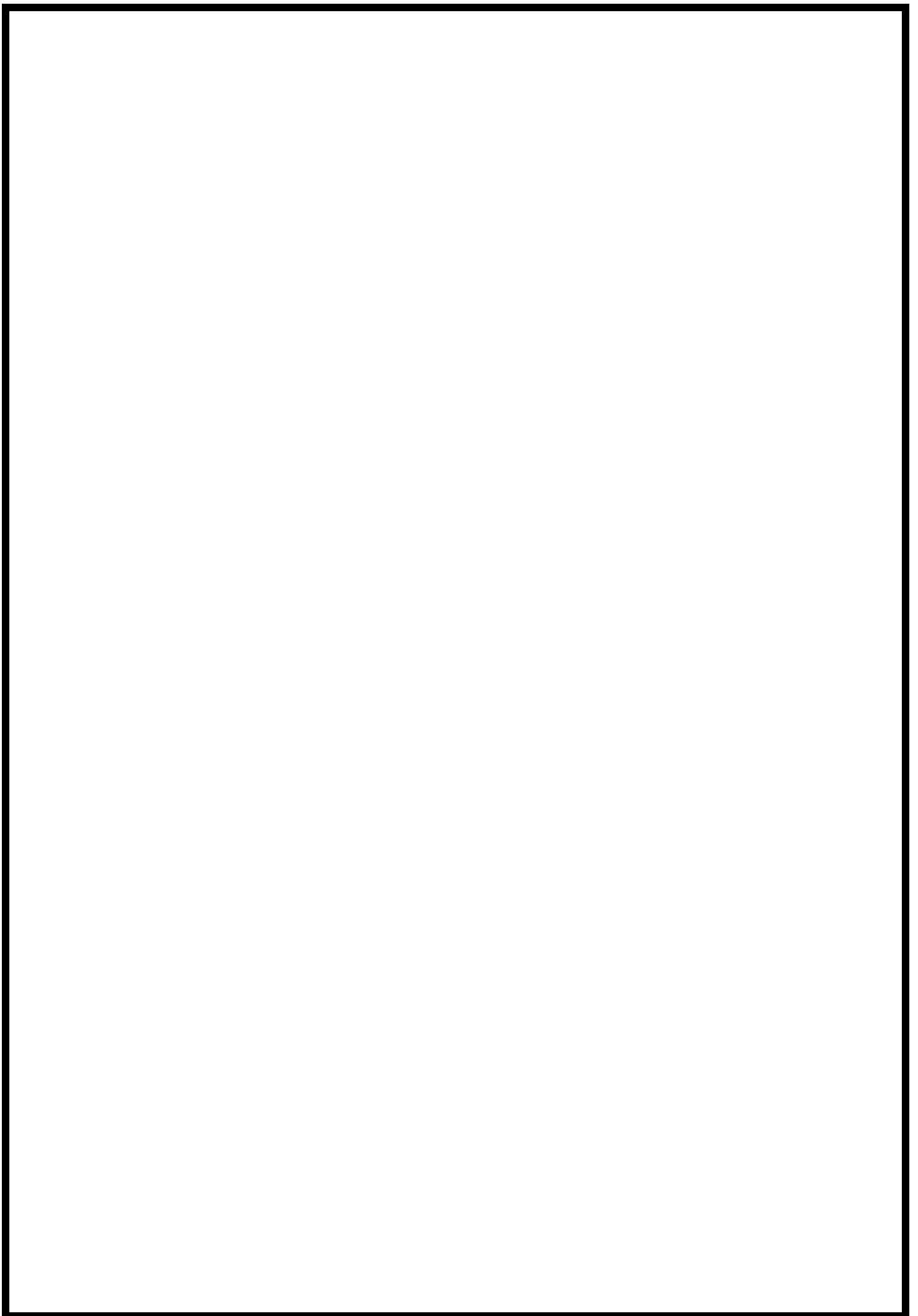
فنيذة آسيا

حمودة حنان

أعضاء لجنة المناقشة:

رئيسا	جامعة بجبل	الأستاذ: بركم زهير
مشرفا ومقررا	جامعة بجبل	الأستاذ: قدام جمال
مناقشا	جامعة بجبل	الأستاذ: بن بخمة سليمان

السنة الجامعية: 2015 / 2016



# شكر و تقدير

نحمد الله و نشكره أن أنعم علينا بإتمام هذا العمل و صياغته في شكله النهائي،  
و تطبيقا لقوله صلى الله عليه و سلم : "من لا يشكر الناس لا يشكر الله"، عرفانا بالجميل نتقدم  
بخالص الشكر و أسمى عبارات التقدير و الامتنان إلى

المشرف و الموجه في هذا البحث الأستاذ

## "قدام جمال"

لما قدمه لنا من عون و نصح و إرشاد و تتبع لكل خطوات العمل حتى يرى هذا العمل النور .  
كما نتقدم بخالص الشكر و الامتنان إلى الأستاذ " شرايطية حسان" الذي ساعدنا في إنجاز هذا  
العمل المتواضع.

و ختاماً نتوجه بالشكر إلى كل من آزرنا من قريب أو من بعيد ولو بعبارات التشجيع و المواصلة  
و المثابرة لإنجاز هذا العمل

## الفهرس

قائمة الجداول

قائمة الأشكال

قائمة الملاحق

أ.....مقدمة

## الفصل الأول: اتخاذ قرار التمويل في المؤسسة

تمهيد ..... 08

المبحث الأول : عموميات حول قرار التمويل..... 09

المطلب الأول: مفهوم قرار التمويل..... 09

المطلب الثاني: خطوات اتخاذ قرار التمويل..... 11

المطلب الثالث: السياسات التمويلية..... 12

المبحث الثاني: مصادر التمويل..... 16

المطلب الأول : مصادر التمويل الداخلية..... 16

المطلب الثاني: مصادر التمويل الخارجية..... 19

المطلب الثالث: العوامل المحددة لأنواع مصادر التمويل..... 29

المبحث الثالث: تكلفة التمويل..... 32

المطلب الأول: مفهوم تكلفة التمويل..... 32

المطلب الثاني: تقدير تكلفة التمويل..... 33

المطلب الثالث: التكلفة الوسطية المرجحة للأموال..... 40

42..... خلاصة

## الفصل الثاني: ماهية قيمة المؤسسة

44..... تمهيد

45..... المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول قيمة المؤسسة

45..... المطلب الأول: مفهوم القيمة

46..... المطلب الثاني: الأنواع المختلفة للقيمة

49 ..... المطلب الثالث: مؤشرات خلق القيمة

53..... المبحث الثاني: الجوانب المختلفة في تحديد القيمة

53..... المطلب الأول: العوامل المحددة للقيمة

54..... المطلب الثاني: مداخل تحديد القيمة

55..... المطلب الثالث: المبادئ الأساسية لتحديد القيمة

56 ..... المبحث الثالث: طرق تقييم المؤسسة

57..... المطلب الأول: طرق التقييم المرتكزة على منظور الذمة المالية

59..... المطلب الثاني: طرق التقييم وفق مدخل قيمة المردودية

64..... المطلب الثالث: طرق التقييم المختلطة

70..... خلاصة

## الفصل الثالث: النظريات المفسرة لأثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة

72..... تمهيد

المبحث الأول : النظريات المفسرة لأثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة في ظل كمال الأسواق.....73

المطلب الأول: مدخل صافي الربح و صافي ربح العمليات.....73

المطلب الثاني: النظرية التقليدية.....77

المطلب الثالث: نظرية مودكلياني و ميلر في ظل غياب الضريبة و تكلفة الإفلاس و تكلفة الوكالة

.....79

المبحث الثاني: النظريات المفسرة لأثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة في ظل عدم كمال الأسواق.....81

المطلب الأول: نظرية مودكلياني و ميلر و الضريبة على دخل المؤسسات.....81

المطلب الثاني: نظرية تكلفة الإفلاس.....84

المطلب الثالث: نظرية تكلفة الوكالة.....87

المبحث الثالث: النظريات المفسرة لأثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة في ظل التيارات الجديدة.....90

المطلب الأول: نظرية الإشارة.....90

المطلب الثاني: نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل.....93

خلاصة .....96

## الفصل الرابع: دراسة أثر قرار التمويل على قيمة مجمع صيدال

### (Groupe SAIDAL)

تمهيد.....98

المبحث الأول: تقديم مجمع صيدال (Groupe SAIDAL).....99

99.....المطلب الأول: تعريف مجمع صيدال (Groupe SAIDAL)

101.....المطلب الثاني: الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال (Groupe SAIDAL)

106.....المطلب الثالث: أهداف ومهام مجمع صيدال (Groupe SAIDAL)

### المبحث الثاني: الإطار العام لدراسة أثر قرار التمويل على قيمة مجمع صيدال

107.....(Groupe SAIDAL)

107.....المطلب الأول: النموذج الإحصائي المعتمد عليه

110.....المطلب الثاني: منهجية الدراسة

113 .....المطلب الثالث: تحليل و تفسير نتائج الدراسة

123..... خلاصة

125.....الخاتمة

131.....قائمة المراجع

الملاحق

الملخص

## قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
114	عرض متغيرات الدراسة لمجمع صيدال خلال الفترة الممتدة من سنة 2005 إلى 2014	1-4
114	صفوفة معاملات الارتباط لمتغيرات الدراسة	2-4
116	نتائج الانحدار المتعدد للنموذج قبل التعديل	3-4
117	نتائج اختبار معنوية معاملات الانحدار للنموذج قبل التعديل	4-4
117	راحل استبعاد متغيرات الدراسة	5-4
119	نتائج الانحدار المتعدد للنموذج بعد التعديل	6-4
119	نتائج اختبار معنوية معاملات الانحدار للنموذج بعد التعديل	7-4



## قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
13	السياسة المتحفظة في التمويل	1- 1
14	السياسة المجازفة في التمويل	2- 1
15	السياسة المثلى في التمويل	3- 1
75	العلاقة بين الهيكل المالي و تكلفة الأموال و قيمة المؤسسة حسب مدخل صافي الربح	1- 3
77	العلاقة بين الهيكل المالي و تكلفة الأموال و قيمة المؤسسة حسب مدخل صافي ربح العمليات	2- 3
78	العلاقة بين تكلفة الأموال و نسبة الاقتراض و قيمة المؤسسة حسب المدخل التقليدي	3- 3
84	العلاقة بين الهيكل المالي و تكلفة الأموال و قيمة المؤسسة حسب نظرية مودكلياني و ميلر في ظل وجود الضرائب	4- 3
86	أثر تكلفة الإفلاس على قيمة المؤسسة	5- 3
87	أثر تكلفة الإفلاس و الوفر الضريبي على القيمة السوقية للمؤسسة	6- 3
90	قيمة المنشأة في ظل خضوع المؤسسة للضريبة و تكلفة الإفلاس و الوكالة	7- 3
102	الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال	1- 4
110	مناطق اتخاذ القرار حسب اختبار (Durbin Watson)	2- 4

## قائمة الملاحق

الرقم	العنوان
01	ميزانية الأصول لمجمع صيدال (SAIDAL) لسنة 2005
02	ميزانية الخصوم لمجمع صيدال (SAIDAL) لسنة 2005
03	جدول حسابات النتائج لمجمع صيدال (SAIDAL) لسنة 2005
04	ميزانية الأصول لمجمع صيدال (SAIDAL) لسنة 2006
05	ميزانية الخصوم لمجمع صيدال (SAIDAL) لسنة 2006
06	جدول حسابات النتائج لمجمع صيدال (SAIDAL) لسنة 2006
07	ميزانية الأصول لمجمع صيدال (SAIDAL) لسنة 2007
08	ميزانية الخصوم لمجمع صيدال (SAIDAL) لسنة 2007
09	جدول حسابات النتائج لمجمع صيدال (SAIDAL) لسنة 2007
10	ميزانية الأصول لمجمع صيدال (SAIDAL) لسنة 2008
11	ميزانية الخصوم لمجمع صيدال (SAIDAL) لسنة 2008
12	جدول حسابات النتائج لمجمع صيدال (SAIDAL) لسنة 2008
13	ميزانية الأصول لمجمع صيدال (SAIDAL) لسنة 2009
14	ميزانية الخصوم لمجمع صيدال (SAIDAL) لسنة 2009
15	جدول حسابات النتائج لمجمع صيدال (SAIDAL) لسنة 2009
16	ميزانية الأصول لمجمع صيدال (SAIDAL) لسنة 2010
17	ميزانية الخصوم لمجمع صيدال (SAIDAL) لسنة 2010
18	جدول حسابات النتائج لمجمع صيدال (SAIDAL) لسنة 2010
19	ميزانية الأصول لمجمع صيدال (SAIDAL) لسنة 2011
20	ميزانية الخصوم لمجمع صيدال (SAIDAL) لسنة 2011

جدول حسابات النتائج لمجمع صيدال (SAIDAL) لسنة 2011	21
ميزانية الأصول لمجمع صيدال (SAIDAL) لسنة 2012	22
ميزانية الخصوم لمجمع صيدال (SAIDAL) لسنة 2012	23
جدول حسابات النتائج لمجمع صيدال (SAIDAL) لسنة 2012	24
ميزانية الأصول لمجمع صيدال (SAIDAL) لسنة 2013	25
ميزانية الخصوم لمجمع صيدال (SAIDAL) لسنة 2013	26
جدول حسابات النتائج لمجمع صيدال (SAIDAL) لسنة 2013	27
ميزانية مجمع صيدال (SAIDAL) لسنة 2014	28
جدول حسابات النتائج لمجمع صيدال (SAIDAL) لسنة 2014	29
القيم الجدولية لتوزيع ستودنت	30
القيم الجدولية لتوزيع فيشر	31
القيم الجدولية لاختبار Durbin watson	32

# مقدمة

لقد أدى الانتشار الواسع لمظاهر العولمة وتكنولوجيا المعلومات إلى إعطاء الإدارة المالية دورا أساسيا في إدارة المشاريع، وأضحى الهدف الأساسي لها وفق المنهج الحديث هو تعظيم قيمة المؤسسة إلا أنه صعب المنال إذ انه يرتبط بمتغيرات كمية أو نوعية، جزئية أو كلية، خارجية أو داخلية، وهنا برزت الحاجة إلى ضرورة اتخاذ قرارات مالية تساهم في صياغة الإستراتيجية المالية للمؤسسة حيث تتوزع هذه القرارات بين قرارات الاستثمار وقرارات التمويل وقرارات توزيعات الأرباح.

ويعتبر قرار التمويل من أهم وأصعب القرارات المالية التي تواجه الإدارة المالية إذ يعتبر قرارا استراتيجيا في المؤسسة، فعملية تمويل المؤسسة وتصميم هيكلها المالي من المواضيع الأساسية ضمن مالية المؤسسة حيث ازدادت أهمية التمويل وتطورت بشكل ملحوظ خلال العقدین الأخيرین لمواجهة التحديات المتزايدة التي تواجه المؤسسات الاقتصادية أمام ارتفاع حدة المنافسة ومخاطر الخروج من السوق لذلك تسعى كل مؤسسة إلى العمل على تقوية مكانتها في السوق ورفع نشاطها بدءا بتوفير الأموال اللازمة والملائمة لتمويل احتياجاتها.

ويستمد قرار التمويل أهميته من ارتباطه الشديد بقيمة المؤسسة وتوازنها المالي، قد تباينت وجهات نظر الباحثين حول أثر قرار التمويل ممثلا في الهيكل المالي على قيمة المؤسسة، فمنهم من يؤيد وجود هذا الأثر على القيمة، ومن ثم وجود هيكل تمويلي أمثل تكون فيه تكلفة الأموال في أدنى حدودها وتبلغ قيمة المؤسسة أقصاها، في حين يرفض البعض الآخر فكرة مثالية الهيكل المالي.

وبغية معرفة مدى تأثير قرار التمويل على قيمة المؤسسة ارتأينا القيام بهذه الدراسة للوصول إلى نتائج تبرز وتفسر طبيعة العلاقة بينهما.

## 1 - إشكالية الدراسة

وبناء على ما سبق، فإن إشكالية الدراسة تتمحور في التساؤل الرئيسي التالي:

إلى أي مدى يؤثر قرار التمويل على قيمة المؤسسة؟

انطلاقا من هذه الإشكالية قمنا بطرح وصياغة التساؤلات الفرعية التالية:

- كيف يتم اتخاذ قرار التمويل في المؤسسة الاقتصادية ؟
- كيف تتم عملية تحديد قيمة المؤسسة الاقتصادية؟
- هل يوجد هيكل تمويلي أمثل تبلغ فيه قيمة المؤسسة أقصى حد لها ؟
- هل يفسر قرار التمويل التغيرات التي تحصل في القيمة السوقية لمجمع صيدال (Groupe SAIDAL)؟

## 2 - فرضيات الدراسة

من أجل الإجابة على إشكالية الدراسة، قمنا بطرح الفرضيات التالية:

- يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 5% لقرار التمويل على القيمة السوقية لمجمع صيدال (Groupe Saidal)؛
- لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 5% لقرار التمويل على القيمة السوقية لمجمع صيدال (Groupe Saidal).

## 3 - أسباب اختيار الموضوع:

تم اختيار هذا الموضوع استنادا إلى جملة من الاعتبارات نوجز منها:

- أن الموضوع ذو صبغة مالية ومن تم متعلق بالتخصص؛
- الندرة الواضحة في الدراسات التي تجمع بين المتغيرين المتمثلين في قرار التمويل وقيمة المؤسسة؛
- اعتقادنا بأن دراسة أثر قرار التمويل على قيمة المؤسسة هو موضوع جدير بالبحث نظرا لحدثة البحث فيه.

## 4 - أهمية الدراسة:

تتجلى أهمية هذا البحث من خلال ارتباطه بالهدف الحديث للمؤسسة الاقتصادية و الذي جاءت به النظرية المالية الحديثة ألا وهو تعظيم قيمة المؤسسة من جهة، ومن جهة أخرى يعتبر قرار التمويل من القرارات المالية التي تهم المسؤولين والعاملين في المؤسسات الاقتصادية من خلال ما يحققه اتخاذ السليم لهذا القرار الاستراتيجي في دعم نمو واستمرارية المؤسسة، ومن جانب آخر تكمن أهمية هذا البحث من خلال توجه العديد من الاهتمامات البحثية العلمية الحالية إلى تناول أبحاث أداء البورصات والمؤسسات وتقييمها.

## 5 - أهداف الدراسة:

يسعى هذا البحث إلى تحقيق جملة من الأهداف من الناحية النظرية، وأهمها:

- تحديد مختلف المفاهيم المتعلقة بقرار التمويل وبيان أهميته ومكانته في المؤسسة ؛
- التعرف على أهم مصادر التمويل في المؤسسة وكيفية الاختيار بينها؛
- تسليط الضوء على ماهية قيمة المؤسسة، والطرق المعتمدة في عملية التقييم؛
- تحليل مختلف وجهات النظر حول أثر قرار التمويل على قيمة المؤسسة.

أما من الناحية التطبيقية فتمثلت أهداف الدراسة فيما يلي:

- معرفة القدرة التفسيرية لقرار التمويل على القيمة السوقية لمجمع صيدال؛

- معرفة مدى تأثير المتغيرات الثانوية (مردودية الأموال الخاصة، المردودية الاقتصادية، المخاطر التشغيلية، حجم المؤسسة وحجم السيولة) على القيمة السوقية لمجمع صيدال.

## 6 - منهج الدراسة

بغرض الإجابة على الإشكالية المطروحة و إثبات صحة الفرضيات، اعتمدنا في دراستنا هذه على عدة مناهج ، حيث تم الاعتماد على المنهج الوصفي في الجانب النظري للدراسة وذلك خلال عرض المفاهيم والمعلومات الخاصة بقرار التمويل وتوضيح مختلف المصادر التمويلية المتاحة للمؤسسة والعوامل المؤثرة فيها و تكلفتها، بالإضافة إلى التعرف على قيمة المؤسسة وطرق تقييمها، كذا اعتمدنا على المنهج التحليلي خلال تحليل أهم النظريات التي تناولت بالدراسة والتحليل أثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة. أما في الجانب التطبيقي فقد تم الاعتماد على المنهج التحليلي - الإحصائي، من خلال جمع البيانات والمعلومات عن المؤسسة محل الدراسة ومعالجتها إحصائياً باستخدام نموذج الانحدار الخطي المتعدد، ثم تقديم تحليل للنتائج المتوصل إليها.

## 7 - أدوات الدراسة

اعتمدنا في دراستنا هذه على:

- الكتب المتخصصة في موضوع البحث؛
- الأطروحات والرسائل الجامعية؛
- المقالات والمجلات؛
- الوثائق الخاصة بمجمع صيدال (Groupe Saidal) المنشورة على المواقع الالكترونية الخاصة بالمجمع؛
- البرنامج الإحصائي Eviews 07.

## 8 - التعريفات الإجرائية

-**قرار التمويل:** هو القرار الذي يبحث عن الطرق المناسبة التي تتبعها المؤسسة لأجل الحصول على الأموال بما يتناسب مع كمية ونوعية احتياجات المؤسسة.

-**الهيكل المالي:** هو تشكيلة المصادر التي تحصلت المؤسسة منها على الأموال المطلوبة لغرض تمويل استثماراتها، وهو يتضمن جميع الفقرات المكونة لجانب الخصوم وحقوق الملكية .

- **قيمة المؤسسة:** تتمثل قيمة المؤسسة في ذلك المبلغ النقدي المتفاوض عليه من طرف خبير متخصص وذلك مقابل الحصول على أصل أو الحصول على عوائد مستقبلية من جراء استخدام ذلك الأصل.

## 9 - حدود الدراسة

بهدف الوصول إلى نتائج أكثر دقة وموضوعية، وتقريب من تشخيص أفضل للواقع، تم وضع حدود للدراسة نلخصها فيما يلي:

- **الحدود الموضوعية:** تحاول هذه الدراسة توضيح أثر قرار التمويل على قيمة مجمع صيدال وكذا دراسة بعض العوامل التي من شأنها التأثير على قيمة هذه المؤسسة.
- **الحدود المكانية:** تم تطبيق الدراسة على مؤسسة عمومية جزائرية مدرجة في بورصة الجزائر، والمتمثلة في مجمع صيدال (Groupe Saidal) المتخصص في الصناعات الصيدلانية.
- **الحدود الزمانية:** غطت الدراسة الفترة الزمنية الممتدة من سنة 2005 إلى غاية 2014.

## 10 - التقسيم المنهجي للدراسة

ينطلق البحث من خلال مقدمة عامة تشمل مختلف محاور البحث وأبعاد إشكاليته، وينتهي بخاتمة تحتوي على اختبار فرضيات الدراسة ومختلف النتائج النظرية والتطبيقية للدراسة، إضافة إلى مجموعة من التوصيات المقترحة وآفاق الدراسة، وقد تم تقسيم مضمون البحث إلى ثلاث فصول نظرية وفصل رابع تطبيقي، وهي كالتالي:

الفصل الأول تحت عنوان اتخاذ قرار التمويل في المؤسسة، تم تقسيمه إلى ثلاث مباحث، المبحث الأول تم التطرق فيه إلى عموميات حول قرار التمويل، وفي المبحث الثاني إلى مصادر التمويل، أما المبحث الثالث فتطرقنا فيه إلى تكلفة التمويل.

أما الفصل الثاني فسيتناول ماهية قيمة المؤسسة من خلال التطرق إلى مفاهيم أساسية حول قيمة المؤسسة في المبحث الأول، و الجوانب المختلفة لتحديد القيمة في المبحث الثاني، وسيتم في المبحث الثالث عرض طرق تقييم المؤسسة.

الفصل الثالث و المعنون بالنظريات المفسرة لأثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة يضم بدوره ثلاث مباحث، الأول بعنوان النظريات المفسرة لأثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة في ظل كمال الأسواق، والمبحث الثاني بعنوان النظريات المفسرة لأثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة في ظل عدم كمال الأسواق، أما المبحث الثالث فيتناول النظريات المفسرة لأثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة في ظل التيارات الجديدة.



الفصل الرابع بعنوان دراسة أثر قرار التمويل على قيمة مجمع صيدال (Groupe SAIDAL) وقد تم تقسيمه إلى مبحثين، المبحث الأول خصصناه للتعريف بالمؤسسة محل الدراسة، أما المبحث الثاني فتم التطرق فيه إلى الإطار العام لدراسة أثر قرار التمويل على قيمة مجمع صيدال (Groupe SAIDAL).

## 11-الدراسات السابقة

من أهم الدراسات التي كانت متقاربة لموضوع دراستنا نجد:

- دراسة علي بن الضب (2009) تحت عنوان: "دراسة تأثير الهيكل المالي و سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة"، و أجريت هذه الدراسة على 60 شركة مدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من سنة 2006 إلى غاية 2008 موزعة على أربعة قطاعات مع الأخذ بعين الاعتبار درجة كفاءة السوق المالي، وخلصت هذه الدراسة إلى أن للهيكل المالي تأثير على قيمة المؤسسة، غير أنه يفسر القيمة أقل من سياسة توزيع الأرباح.

- دراسة محمد أبكر أحمد (2004) بعنوان: "هيكل رأس المال و أثره على قيمة الشركة السوقية"، وتمت هذه الدراسة على مستوى بعض الشركات المدرجة بسوق الخرطوم للأوراق المالية ، ومن خلال الدراسة توصل الباحث إلى أن التمويل بالاستدانة بنسبة تتناسب مع حجم وطبيعة الشركة يرفع من قيمتها السوقية، كما أن زيادة نسبة التمويل بالاستدانة عن الحد المعقول لكل شركة يؤدي إلى نتائج سلبية تؤدي إلى مخاطر قد تتسبب في انهيار الشركة..

- دراسة عبد الله محمد أحمد السمانى (2015) تحت عنوان: "تكلفة التمويل وأثرها في الهيكل المالي والقيمة السوقية للمنشأة"، وقد أجريت هذه الدراسة على الشركة السودانية للاتصالات خلال الفترة الممتدة من 2007 إلى 2011، ولعل أبرز النتائج التي توصلت إليها الدراسة هي أن التمويل عن طريق الاقتراض يؤدي إلى انخفاض تكلفة التمويل وارتفاع الربحية للمنشأة وتعظيم قيمتها السوقية، والتمويل عن طريق الاقتراض يزيد من مقدرة المنشأة على تغطية تكلفة التمويل بصورة جيدة وتوليد أرباح أفضل، والتمويل عن طريق حقوق الملكية يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للمنشأة بانخفاض ربحيتها نتيجة لزيادة تكلفة التمويل.

- دراسة مليكة زغيب وسفيان دلفوف (2012) تحت عنوان: "تأثير الاقتراض على القيمة السوقية للمنشأة" هدفت هذه الدراسة لاختبار تأثير الاقتراض على القيمة السوقية للمنشأة من خلال اختبار العلاقة بين القيمة السوقية والاقتراض، وقد شملت عينة الدراسة على مجمع صيدال وذلك خلال الفترة من 2003 إلى 2007، فتوصلت هذه الدراسة إلى عدة نتائج أهمها أن معدل العائد على الاستثمار للمؤسسة محل

الدراسة أقل من معدل العائد على الاقتراض مما ينبئ بصعوبات تمويلية مستقبلا ووجود علاقة عكسية قوية ذات دلالة إحصائية بين الهيكل التمويلي والقيمة السوقية .

- دراسة غراب زينب (2011) تحت عنوان: "الهيكل المالي وتأثيره على قيمة المؤسسة المسعرة"، حيث شملت هذه الدراسة عينة عشوائية من عشرين مؤسسة مدرجة في بورصة قطر خلال الفترة من 2008 إلى 2010، وقد توصلت هذه الدراسة إلى عدة نتائج أهمها أن كل من الديون والأموال الخاصة من المصادر التمويلية الجيدة لها تأثير جيد على قيمة المؤسسة وهذا حسب وضعية كل مؤسسة.

## 12- صعوبات الدراسة

يمكن حصر الصعوبات التي واجهناها أثناء إعدادنا لهذه الدراسة في ما يلي:

- ضيق الفترة الزمنية المخصصة لإعداد هذه الدراسة؛
- نقص الإفصاح عن البيانات المالية للمؤسسات المنشورة في البورصة.

## الفصل الأول: اتخاذ قرار التمويل في المؤسسة

تمهيد

المبحث الأول: عموميات حول قرار التمويل.

المبحث الثاني: مصادر التمويل.

المبحث الثالث: تكلفة التمويل.

خلاصة

**تمهيد**

إن وظيفة التمويل من أهم الوظائف داخل أي مؤسسة مهما كان حجمها أو طبيعة نشاطها، ويعد قرار التمويل من القرارات الأساسية التي يجب أن تعتني بها المؤسسة، فالتمويل عنصر محدد لكفاءة متخذي القرارات المالية من خلال بحثهم عن مصادر التمويل اللازمة والملائمة لطبيعة المشروع الاستثماري المستهدف ولاختيار أفضلها واستخدامها استخداماً أمثلاً.

فالبحث عن مصادر التمويل المناسبة للمؤسسات يعد من أهم المواضيع التي تواجه مالكيها ومسيرها خاصة في ظل محدودية البدائل المتاحة نتيجة لعدة اعتبارات، مثل صغر حجم المؤسسة ونشاطها من جهة، وارتفاع معدلات الخطر بها من جهة أخرى، كما تعتبر تكلفة التمويل بمثابة الحد الأدنى للعائد المقبول على الاستثمار، فلتقدير تكلفة رأس المال أهمية بالغة في إتخاذ قرارات التمويل في المؤسسة، إذ أن الهيكل المالي المناسب هو الذي يحقق أدنى تكلفة.

وبالتالي فالحديث عن إتخاذ قرار التمويل في المؤسسة، استلزم منا تناول هذا الفصل في ثلاث مباحث، فالمبحث الأول بعنوان عموميات حول قرار التمويل، والمبحث الثاني يتضمن مصادر تمويل المؤسسة، أما المبحث الثالث فخصصناه للحديث عن تكلفة التمويل.

## المبحث الأول: عموميات حول قرار التمويل

يعتبر قرار التمويل من أهم القرارات الإستراتيجية في المؤسسة كغيره من القرارات المالية ( قرار الاستثمار، قرار توزيع الأرباح) إن لم نقل أهمها لأنه على أساسه تتخذ باقي القرارات المالية، لذا سنتطرق في بداية دراستنا هذه إلى مفهوم قرار التمويل، ثم ننتقل إلى خطوات إتخاذ هذا القرار، وفي الأخير نشير إلى أهم السياسات التمويلية.

### المطلب الأول: مفهوم قرار التمويل

تحظى وظيفة التمويل بأهمية كبيرة في المؤسسات الاقتصادية، كما يترتب على العمليات التمويلية إتخاذ مجموعة من القرارات، ومدى تأثير هذه الأخيرة على مستقبل المؤسسة والتي تعتبر مصيرية، ويتوقف عليها نجاح أو فشل المؤسسة.

### أولاً: تعريف التمويل

تعددت التعاريف حول مفهوم التمويل، ومن بينها: التمويل هو: "الإمداد بالأموال في أوقات الحاجة إليها"<sup>(1)</sup>.

كما أنه يعني: "توفير المبالغ النقدية اللازمة لإنشاء أو تطوير مشروع خاص أو عام، وأنه باعتبار التمويل يقصد به الحصول على الأموال بغرض استخدامها لتشغيل أو تطوير المشروع كان يمثل نظرة تقليدية، حيث تركز النظرة الحديثة للوظيفة التمويلية على تحديد أفضل مصدر للأموال عن طريق المفاضلة فيما بين عدة مصادر متاحة من خلال دراسة التكلفة والعائد"<sup>(2)</sup>.

كما يعرف على أنه: "أحد مجالات المعرفة وهو يتكون من مجموعة من الحقائق والأسس العلمية والنظريات التي تتعلق بالحصول على الأموال من مصادرها المختلفة وحسن استخدامها من جانب الأفراد ومنشآت الأعمال والحكومات"<sup>(3)</sup>.

يعرف التمويل على أنه: " مجموعة من الأسس والحقائق التي تعمل على تدبير الأموال وكيفية استخدامها سواء كانت هذه الأموال تخص الأفراد أو منشآت الأعمال"<sup>(4)</sup>.

(1) طارق الحاج، مبادئ التمويل، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2001، ص: 21.

(2) أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للطباعة والنشر والتوزيع، عنابة، 2008، ص: 24.

(3) هوارى معراج، عمر حاج سعيد، التمويل التجاري: المفاهيم والأسس، الطبعة الأولى، كنوز المعرفة للنشر والتوزيع، الجزائر، 2013، ص: 15.

(4) محب خلة توفيق، الهندسة المالية: الإطار النظري والتطبيقي لأنشطة التمويل و الاستثمار، دار الفكر الجامعي للنشر، الإسكندرية، 2011، ص ص: 42، 43.

التمويل هو: "الحصول على الأموال من مصادرها المختلفة، وهو يمثل جانبا من اهتمامات وظيفة الإدارة المالية في منظمات الأعمال" (1).

كما يعرف التمويل على أنه: "توفير الأموال ( السيولة النقدية) من أجل إنفاقها على الاستثمارات و تكوين رأس مال ثابت بهدف زيادة الإنتاج والاستهلاك من السلع و الخدمات" (2).  
من خلال التعاريف السابقة يمكن القول بأن التمويل هو الوظيفة المالية التي يقوم بها المديرون الماليون وذلك من أجل الحصول على الموارد المالية ثم استخدام هذه الموارد بشكل يؤدي إلى تحقيق أهداف المؤسسة.

### ثانيا: تعريف قرار التمويل

سننتقل فيما يلي إلى التعاريف المختلفة التي أسندت لقرار التمويل:  
يعرف قرار التمويل على أنه: "القرار الذي يبحث عن الكيفية التي تتحصل بها المؤسسة على الأموال الضرورية للاستثمارات، فهل يجب عليها إصدار أسهم جديدة أو اللجوء إلى الاستدانة" (3).  
و يعرف كذلك على أنه: "البحث عن الطرق المناسبة للحصول على الأموال واختيار وتقييم تلك الطرق والحصول على المزيج الأفضل بينها بشكل يناسب كمية ونوعية احتياجات المؤسسة" (4).  
كما يعرف على أنه: "مجموعة من القرارات حول كيفية الحصول على الأموال اللازمة لتمويل استثمارات المؤسسة، وتحديد المزيج التمويلي الأمثل من مصادر التمويل المقترضة الأموال المملوكة من أجل تغطية استثمارات المؤسسة" (5).

من خلال ما سبق يمكن أن نستنتج أن قرار التمويل هو القرار الذي يختص بكيفية تدبير احتياجات المنشأة من الأموال بالكم والنوع المطلوبين، وكذا بالتكلفة والوقت المناسبين، ويهتم هذا النوع من القرارات بكيفية امتلاك الأموال لتستخدم في تمويل واستثمار العمليات اليومية في الشركة.

### ثالثا: أهمية قرار التمويل

تتمثل أهمية قرار التمويل في النقاط التالية (6):

- (1) يوسف حسين يوسف، التمويل في المؤسسة الاقتصادية، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2012، ص: 171، 172.
- (2) Farouk Bouyakoub, L'entreprise et le financement bancaire, Casbah Edition, Alger, P : 25.
- (3) مليكة زغيب، الياس بوجعادة، مداخلة بعنوان دراسة صنع قرار التمويل بالمؤسسة الاقتصادية، الملتقى الدولي صنع القرار في المؤسسة الاقتصادية، جامعة مسيلة، يومي 14-15 أبريل 2009، ص: 02.
- (4) حمزة الشخي، إبراهيم الجزراوي، الإدارة المالية الحديثة، دار صفاء للنشر، عمان، 2001، ص: 20.
- (5) هيثم صاحب عجام، نظرية التمويل، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، 2001، ص: 31-33.
- (6) مفلح عقل، مقدمة في الإدارة المالية، الطبعة الأولى، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص: 370.

دراسة الحاجة المالية المرتبطة بنشاط المؤسسة طبقا لخطتها الإستراتيجية، وذلك لتحديد الوسائل المالية الضرورية لتغطية هذا النشاط، والوقت المناسب للحصول عليه؛

دراسة الإمكانيات المتوفرة لدى المؤسسة على الأموال المطلوبة، بحيث تعمل على مقارنة الاختيارات الممكنة واقتراح أحسن مردودية أي أقل تكلفة بمراعاة مختلف طرق التمويل، حيث تكون في شكل مزيج بين مختلف المصادر؛

- نجد أن قبل كل عملية تمويل تضع المؤسسة دراسة مستقبلية، وذلك لدراسة الوسائل اللازمة لتنفيذ برامج وخطط المؤسسة وهذا شيء جيد ومهم داخل المؤسسة؛

كلما كان قرار التمويل صائب كلما زاد من القدرة التنافسية للمؤسسة حيث يمكنها من استغلال الفرص المتاحة أمامها لتوسيع نشاطها؛

- كما يمكن قرار التمويل من المفاضلة بين سياسة شراء الموجودات، وكذا بين استئجارها.

### المطلب الثاني: خطوات إتخاذ قرار التمويل

تختلف خطوات إتخاذ قرار التمويل من مؤسسة إلى أخرى وفقا لاعتبارات كثيرة، منها الحجم وطبيعة النشاط والبيئة وغيرها، ولكن يمكن حصر أهم هذه الخطوات فيما يلي (1):

#### أولاً: التعرف على الاحتياجات المالية

على المؤسسة التعرف باستمرار على الاحتياجات المالية في الفترة الحالية و الفترة المستقبلية، بعد ذلك يجب ترتيب هذه الاحتياجات وفق أولويتها و أهميتها لكي يتم النظر فيما هو متوفر فيها، وهذا الأمر يتطلب من المخطط المالي أن يضع خطة مالية تتسم بالمرونة وإمكانية التفسير، وعند تأسيس أي مشروع فإنه لا بد من تحديد متطلبات المشروع من أصول ثابتة كالأراضي والمباني. إن التعرف على الاحتياجات لا يتم فقط عند تأسيس وبداية عمل المشروع فحسب وإنما يستمر أيضاً، فهناك مستجدات يخضع لها المشروع باستمرار ولا بد من دراسة ما تحتاجه المؤسسة من أموال لتغطية هذه الاحتياجات.

#### ثانياً: تحديد حجم الأموال المطلوبة

بعد أن تتم مرحلة التعرف على الاحتياجات المالية تأتي المرحلة الثانية والمتمثلة في تحديد الكمية المطلوبة لتغطية هذه الاحتياجات، حيث تتميز هذه الخطوة بالصعوبة من حيث تقدير كمية الأموال بشكل

(1) كنجو عبود كنجو، إبراهيم وهي فهد، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر و التوزيع، عمان، 1997، ص ص: 51 -

دقيق، فقد يتم تقدير دون مستوى أو أقل من المستوى المطلوب، ولهذا لا بد من تحديد حدين للتمويل وهما: الحد الأعلى والحد الأدنى.

### ثالثا: تحديد شكل التمويل المطلوب

قد تلجأ المؤسسة إلى الاعتماد على القروض أو إصدار بعض الأسهم والسندات، وعادة ما يتم تمويل الأنشطة الموسمية بقروض موسمية ذات دفعات موسمية، وتجدر الإشارة إلى ضرورة عدم الإسراف في إصدار السندات والأسهم لأن ذلك سوف يترتب عنه زيادة التزامات معينة على المؤسسة وهذا حال القروض أيضا، ولهذا تأتي ضرورة التناسب بين مدة التمويل وأسلوب التمويل.

### رابعا: وضع برنامج زمني للاحتياجات المالية

بعد أن يتم تحديد الاحتياجات ومقدارها و شكل التمويل فإنه من الأفضل أن يتم وضع جدول زمني من أجل تدفق هذه الأموال لكي لا تتكبد المؤسسة تكاليف الأموال التي ستكون ضرورية في مرحلة زمنية قادمة، وأثناء وضع الجدول الزمني لا بد من الأخذ بعين الاعتبار المدة الزمنية التي يحتاجها الممول لكي يلبي طلبات التمويل المقدمة.

### خامسا: وضع و تطوير الخطة التمويلية

تتضمن الخطة التمويلية النشاطات التي ستنفق بها الأموال، والعائدات المتوقعة، بالإضافة إلى الضمانات التي تساعد على الحصول على الأموال اللازمة وتجنب المشاكل المتعلقة بالسداد وهذه الخطة تبين أيضا مقدار التدفقات الداخلية والخارجية.

### سادسا: تنفيذ الخطة التمويلية و الرقابة عليها و تقييمها

إن تنفيذ الخطة التمويلية يتطلب أن تكون موضوعة بشكل جيد قابل للتطبيق كما يتطلب المتابعة المستمرة وتصحيح الانحرافات الناتجة عن التنفيذ، ومما لا شك فيه أن الخطة التمويلية تتقدم ولهذا لا بد من العمل على تحديثها وكذا تعديلها وفق المتطلبات الحديثة.

### المطلب الثالث: السياسات التمويلية

تختلف سياسة التمويل التي تتبعها منشأة تتسم إدارتها بالجرأة عن أخرى تهيمن على مقاليد الأمور فيها إدارة محافظة في عملية اختيار مصدر التمويل الملائم والمفاضلة بين مصادر التمويل المملوكة ومصادر التمويل المقرضة.

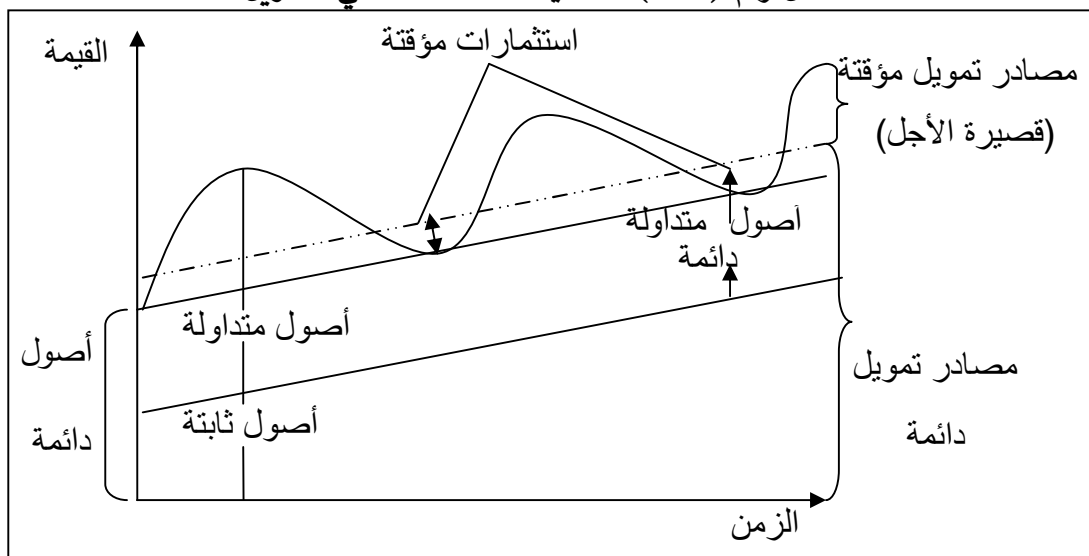


### أولاً: سياسة التمويل المتحفظة Conservative Financing Policy

حسب هذه السياسة فإن المؤسسة تفضل الاعتماد على مصادر التمويل طويلة الأجل في تمويل جزء من الأصول المتداولة، وهذا قصد تخفيض مخاطر العسر المالي رغم الأثر العكسي على العائد. والملاحظ على هذه السياسة أنها تؤدي إلى تخفيض درجة المخاطر بسبب ارتفاع درجة السيولة وأيضا تخفيض العائد على الاستثمار في الأصول المتداولة نظرا لارتفاع تكلفة التمويل طويل الأجل مقارنة بالتمويل قصير الأجل<sup>(1)</sup>.

والشكل التالي يوضح تمويل الأصول وفق السياسة المتحفظة:

الشكل رقم (1-1) : السياسة المتحفظة في التمويل



المصدر: منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، مرجع سبق ذكره، ص: 211.

### ثانياً: سياسة التمويل الجريئة المجازفة Aggressive Financing Policy

إذا ما تميزت إدارة المؤسسة بقدر من الجرأة، فإنها ستلجأ إلى اعتمادها على مصادر التمويل القصير الأجل إلى حد استخدامه في تمويل جزء من الأصول الدائمة، وذلك أملاً في زيادة العائد على الاستثمار رغم ما يترتب على ذلك من زيادة في المخاطر.

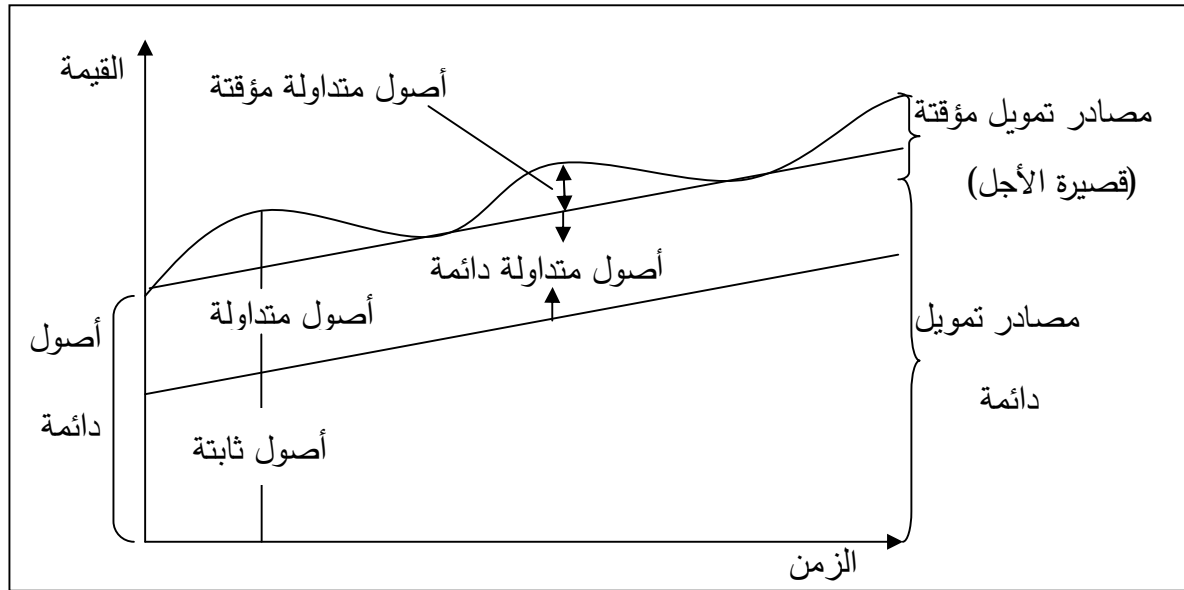
ويوضح الشكل التالي تطبيقاً للسياسة الجريئة في التمويل حيث توضح المساحة بين الخط المتقطع المائل والخط غير المتقطع المائل حجم الأصول الدائمة التي يتم تمويلها من مصادر قصيرة الأجل<sup>(2)</sup>.

(1) منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، الطبعة الخامسة، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2003، ص: 211.

(2) غنية بوربيعة، محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة الجزائر3، الجزائر، 2011 -

2012، ص: 10.

الشكل رقم (1-2): السياسة المجازفة في التمويل



المصدر: منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، مرجع سبق ذكره، ص: 213.

### ثالثاً: سياسة التمويل المثلى (المعتدلة) Optimal Financing Policy

إن التمويل على أساس هذه السياسة يتبع مبدأ التغطية ويقضي هذا الأخير بضرورة موازنة توقيت استحقاق الأموال المستخدمة في تمويل الأصل، مع توقيت التدفقات النقدية المتولدة عنه. وطبقاً لهذا المبدأ ينبغي تمويل الأصول الدائمة التي عادة ما تتحول إلى نقدية بعد فترة طويلة من مصادر تمويل طويلة الأجل كالقروض طويلة الأجل والأموال الخاصة، فليس من الحكمة أن يتم تمويل الأصل الدائم من مصادر تمويل قصيرة الأجل كالقروض قصيرة الأجل، إذ هذا يعني أن تتعهد المؤسسة سداد القرض المستخدم في تمويل الأصل، بمعدل أسرع من المعدل الذي يتحول به هذا الأصل إلى نقدية<sup>(1)</sup>. أما فيما يتعلق بالأصول المؤقتة (الأصول المتداولة المؤقتة) التي عادة ما تتحول إلى نقدية خلال فترة قصيرة، فإنه ينبغي تمويلها من مصادر تمويل قصيرة الأجل.

و بالتالي فإن مبدأ التغطية يبرز نقطة هامة، وهي أن قرار المفاضلة بين مصادر التمويل القصير وبين مصادر التمويل الطويل يتوقف على هيكل الأصول المتداولة، فتطبيقاً لمبدأ التغطية كلما زادت الأصول المتداولة المؤقتة كلما زاد الاعتماد على الخصوم المتداولة (مصادر قصيرة الأجل) في التمويل<sup>(2)</sup>.

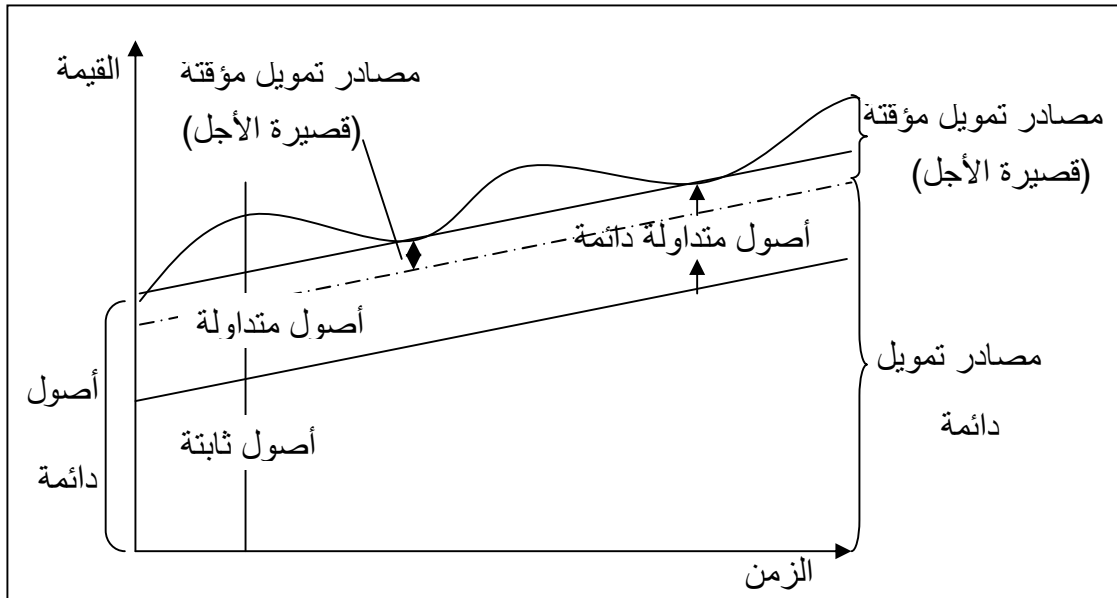
(1) منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، مرجع سبق ذكره، ص: 209.

(2) عبد القادر عيادي، دور وأهمية نظام المعلومات المحاسبي في إتخاذ قرارات التمويل، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة حسبية

بن بوعلي، الشلف، 2007-2008، ص: 07.

و يوضح الشكل التالي تمويل الأصول وفق السياسة المثلى:

الشكل رقم (1-3): السياسة المثلى في التمويل (المعتدلة)



المصدر: منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، مرجع سبق ذكره، ص: 210.

يظهر بوضوح في هذا الشكل أن الأصول الثابتة قد تم تمويلها بالكامل من خلال مصادر التمويل طويلة الأجل، في حين استعمل مصدر التمويل القصير الأجل لتمويل الاحتياجات الاستثمارية القصيرة الأجل (المتتمثلة في رأس المال العامل المؤقت)، فمن غير المنطقي - من الناحية التحليلية - أن تمويل الإدارة المالية هذه الاستثمارات قصيرة الأجل والمتقلبة أساسا، بمصادر تمويل طويلة الأجل، وان تم ذلك، فإنه يعني أن تتحمل الإدارة المالية تكاليف إضافية متمثلة بمدفوعات الفوائد الإضافية لأموال ليس هناك حاجة لها<sup>(1)</sup>.

### المبحث الثاني: مصادر التمويل

تعد مسألة التمويل من الاهتمامات المشتركة بين معظم المؤسسات الاقتصادية، بسبب تعدد المصادر التمويلية من ناحية والتفاوت في مدى ندرتها ووفرته من ناحية أخرى، تتخذ مصادر التمويل تصنيفات عديدة تختلف من كاتب لآخر حسب الهدف المنتظر من التصنيف، فهناك من يعتمد على معيار الملكية، وبذلك يفرق بين الأموال الخاصة والديون، وهناك من يقسم هذه المصادر إلى تقليدية وحديثة، ويمكننا تصنيف مصادر التمويل حسب منشأ الأموال إلى مصادر داخلية وأخرى خارجية.

(1) حمزة محمود الزبيدي، أساسيات الإدارة المالية الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2001، ص: 194.

## المطلب الأول: مصادر التمويل الداخلية

يقصد بمصادر التمويل الداخلية الأموال المتولدة عن العمليات الجارية للمؤسسة دون اللجوء إلى الغير أو المصادر الخارجية، وتلجأ إليه الكثير من المؤسسات لعدة اعتبارات خاصة وعديدة ومختلفة، وتتمثل مصادر التمويل الداخلية أساسا في التمويل الذاتي.

## أولاً: تعريف التمويل الذاتي

يعرف التمويل الذاتي على أنه: "تلك الموارد الجديدة المحققة بواسطة نشاط المؤسسة والمحتفظ بها بشكل دائم من أجل تمويل عملياتها المستقبلية"<sup>(1)</sup>.

ويعرف أيضا على أنه: "إمكانية المؤسسة على تمويل نفسها بنفسها من خلال نشاطها، وهذه العملية لا تتم إلا بعد الحصول على نتيجة دورة أعمال المؤسسة"<sup>(2)</sup>.

كما يتمثل أيضا في: "النتائج الإجمالية التي يعاد استثمارها في المستقبل بعد دفع توزيعات الأرباح لينتج عنها فائض نقدي محقق من طرف المؤسسة من خلال نشاطها الأساسي والذي تحتفظ به لتمويل نموها المستقبلي"<sup>(3)</sup>.

ويقصد به أيضا: "مجموع الوسائل التمويلية التي أنشأتها المؤسسة بفعل نشاطها العادي أو الاستغلالي والتي تبقى تحت تصرفها بصورة دائمة أو لمدة طويلة، وعليه فالتمويل الذاتي هو نمط من التمويل يستخدم تراكم المدخرات المتأتية من الأرباح التي حققها المشروع للوفاء بالتزاماته المالية"<sup>(4)</sup>.

ومما سبق نستخلص أن التمويل الذاتي هو تلك الموارد المتكونة بواسطة النشاط الأساسي للمؤسسة والمحتفظ بها كمصدر تمويل دائم للعمليات المستقبلية.

## ثانياً: مكونات التمويل الذاتي

يتكون التمويل الذاتي من العناصر التالية:

(1) Cohen Elie, **Gestion financière de l'entreprise et développement financier**, Edition UREF, Paris, 1999, P: 194.

(2) علاء الدين جبل، هائل أبو رشيد، **تقييم تكلفة مصادر التمويل في الشركات الاقتصادية**، مجلة بحوث، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، العدد 55، 2008، ص: 6.

(3) تير زغود، **محددات سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية**، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2009، ص: 17.

(4) ناصر دادي عدون، **اقتصاد المؤسسة**، الطبعة الثانية، دار المحمدية للنشر، الجزائر، 1998، ص: 113.

### 1- الأرباح المحتجزة:

هي عبارة عن: " ذلك الجزء من الفائض القابل للتوزيع الذي حققته الشركة من ممارسة نشاطها - في السنة الجارية و/أو السنوات السابقة - ولم يدفع في شكل توزيعات، والذي يظهر في الميزانية العمومية للشركة ضمن عناصر حقوق الملكية"<sup>(1)</sup>.

وتشكل الأرباح المحتجزة أحد أهم أنواع التمويل الداخلي للمؤسسة، فهي تستخدم أحيانا كبديل عن إصدار أسهم عادية جديدة، ولا تستطيع المؤسسة توفير هذا النوع من التمويل إلا إذا لم تقم بدفع أرباح نقدية لحملة الأسهم العادية، و بالنسبة للمستثمر فإن من مصلحته أن يستلم أمواله بشكل نقدي بدلا من أن تحتجز من قبل المؤسسة، وعليه فإن المستثمر لا يفضل احتجاز أرباحه إلا إذا التزمت المؤسسة بتقديم عائد يكون مساويا للعائد الذي تحققه الأسهم العادية التي يمتلكها على أقل تقدير"<sup>(2)</sup>.

### 2- الإهلاكات

تعرف الإهلاكات على أنها: "عملية تناقص القيمة المحاسبية لأصل من الأصول ناتج عن استعماله بمرور الزمن أو عن تطور التكنولوجيا أو آثار أخرى".

كما تعرف أيضا بأنها: "هي الملاحظة المحاسبية للخسارة الواقعة على قيمة الأصول الثابتة والتي تتدنى قيمتها حتما مع مرور الزمن بفعل الاستعمال أو التقادم بحيث تسمح هذه العملية من إعادة تكوين الأموال المستثمرة"<sup>(3)</sup>.

### 3- المؤونات:

وهي تمثل الأعباء التي تقدر الخسارة المحتملة للأصول غير المهلكة، وتعتبر عنصر من عناصر التمويل باعتبارها مبالغ يتم تكوينها وتخصيصها مهما كانت نتائج المؤسسة لتغطية التزامات مؤكدة الوقوع، وغير مؤكدة القيمة وهي بذلك تحصيل للربح وليس توزيعا له، باعتبار أنه يتم حسابها قبل التوصل إلى نتيجة الدورة، والمؤونات أنواع منها ما يخص الخسائر والتكاليف، والتي تتحول إلى الديون قصيرة الأجل باعتبارها

(1) سمير عبد العزيز، التمويل و إصلاح ظل الهياكل المالية، مكتبة الإشعاع للطباعة والنشر، الإسكندرية، 1998، ص:55.

(2) عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشه، أساسيات في الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة،

2007، ص:168.

(3) عيد القادر عيادي، مرجع سبق ذكره، ص:92.

مدفوعات، ومنها ما هو مؤونات نقص قيم الأصول كالمخزونات والحقوق، كما تعتبر مخصصات المؤونات نوعا من أنواع التهرب الضريبي عندما تسجلها المؤسسة مع نوع من المغالاة في قيمتها<sup>(1)</sup>.  
والتمويل الذاتي يحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{التمويل الذاتي} = \text{الإهتلاكات} + \text{المؤونات} + \text{الأرباح المحتجزة}$$

### ثالثا: مزايا التمويل الذاتي

يمكن ذكر أهمها فيما يلي<sup>(2)</sup>:

-يعتبر التمويل الذاتي المصدر الأول والأساسي بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، التي يتعذر عليها الحصول على حاجتها من الأموال من مصادر أجنبية، وخاصة عند انعدام الضمانات أو ارتفاع أسعار الفائدة المطبقة على القروض؛

-يعتبر التمويل الذاتي أهم مصدر لتكوين رأس المال بأقل تكلفة ممكنة؛

-يحافظ على الاستقلالية المالية للمؤسسة، إذ لا تقع عليه رقابة من قبل الدائنين، كما يتيح للمؤسسة حرية التصرف فيه من حيث تخصيصه للاستثمار، تسديد الديون، توزيعه على الشركاء أو تمويل دورة الاستغلال؛

-استفادة المؤسسة من التخفيضات الجبائية، باعتبار أن الإهتلاكات تمثل الجانب الأوفر من التمويل الذاتي، وبما أنها معفاة من الضريبة، فإن ذلك يؤدي إلى تخفيض الوعاء الضريبي للمؤسسة، بما يساوي قيمة الإهتلاكات المسموح خصمها ضريبيا، وبالتالي يمكن اعتبار القيمة المخصومة ضريبيا بمثابة قرض مقدم للمؤسسة من طرف المصالح الضريبية؛

-يتيح للمؤسسة فرصة إعادة استثمار الأرباح المحتجزة، في حالة عدم أخذ المساهمين نصيبهم منها، مما يدعم القدرة الإقتراضية للمؤسسة بواسطة حقوق الملكية.

### رابعا: عيوب التمويل الذاتي

للتمويل الذاتي بعض السلبيات التي يمكن ذكر أهمها فيما يلي<sup>(3)</sup>:

-إن الاعتماد الكلي على التمويل الذاتي يسمح بزيادة رأس المال بشكل بطيء وهذا قد يؤدي إلى عدم الاستفادة من الفرص الاستثمارية المتاحة والمربحة؛

(1) فضيلة زواوي، تمويل المؤسسة الاقتصادية وفق الميكانيزمات الجديدة في الجزائر، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة محمد بوقرة ، بومرداس، 2008-2009، ص:22.

(2) عبد الغفار حنفي، أساسيات الإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2003، ص: 129.

(3) نفس المرجع السابق، ص: 130.

قد يؤدي عدم توزيع الأرباح على المساهمين والمستخدمين إلى قلة الاهتمام بالمؤسسة؛  
قد يؤدي التمويل الذاتي إلى إضعاف العائد بسبب تقصير الإدارة في دراسة أهم مجالات استخدام هذه الأموال، وذلك بخلاف الأموال الأجنبية، وقد يكون من الأمثل توزيعها على الشركاء لاستثمارها في مشاريع أكثر مردودية.

### المطلب الثاني: مصادر التمويل الخارجية

هي تلك الأموال التي يحصل عليها المشروع من مصادر خارجية بموجب شروط وإجراءات لا بد من تنفيذها، وتتحدد هذه الشروط في السوق المالي (البورصة) في ضوء توفر الأموال وعوائد الفرص البديلة المتاحة بعد تقييم قدرة المستفيد على التسديد (1).

والتمويل الخارجي هو مكمل للتمويل الداخلي من أجل تغطية الاحتياجات المالية للمؤسسة وبالتالي تلجأ المؤسسة الاقتصادية إلى التمويل الخارجي (2).

والتمويل الخارجي للمؤسسة يتمثل أساسا في نمطين: سواء بالرفع في الأموال الخاصة أو الرفع في الاستدانة.

### أولا: التمويل بواسطة الأموال الخاصة

يعتبر الرفع في الأموال الخاصة (رأس المال) إحدى المصادر الخارجية التي تلجأ إليها المؤسسة من أجل تمويل احتياجاتها المختلفة في حال عدم توفير التمويل الذاتي التغطية الكلية لهذه الاحتياجات. وتتمثل أهم مصادر التمويل عن طريق الأموال الخاصة فيما يلي:

#### 1- الأسهم العادية

تعتبر الأسهم العادية من أهم وسائل تمويل المؤسسات في العصر الحديث، وهي أكثر الأوراق المالية شيوعا وتداولها في أسواق رأس المال، خاصة مع التطور الكبير في مجال تكنولوجيات الإعلام والاتصال والذي انعكس على أداء البورصات في مختلف أنحاء العالم.

#### أ- مفهوم الأسهم العادية

يشير مصطلح السهم العادي إلى معاني مختلفة لدى الأفراد، إلا أنه يبقى يستخدم للإشارة إلى ذلك السهم الذي لا يمتلك أي تفضيلات أو أسبقيات خاصة، سواء في دفع مقسوم الأرباح أو في حالة الإفلاس

(1) دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر و التوزيع، عمان، 2007، ص: 201 .

(2) منير شاكور محمد و آخرون، التحليل المالي مدخل صناعة القرارات، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، عمان، 2005، ص: 292.

والتصفية<sup>(1)</sup>.

و السهم هو وثيقة ذات قيمة اسمية واحدة تطرح للاكتتاب العام ولها القابلية على التداول وغير قابلة للتجزئة من قبل حاملها ولا تستحق الدفع في تاريخ محدد، أي أنها أبدية على طول عمر المشروع ولا تلتزم بتوزيع أرباح ثابتة سواء من حيث تحديد قيمة هذه الأرباح أو فترات استحقاقها<sup>(2)</sup>.

وتعرف الأسهم العادية بأنها: "مصدر تمويل دائم، وهي أوراق مالية تصدرها الشركة لتحصل من خلالها على أموال ملكية، وتمنح الأسهم العادية حاملها حقا في الملكية النهائية للمؤسسة وما يتبع ذلك من تحمل مخاطر أعمال الشركة وفقا لنسبة المساهمة فيها، وفي حالة تصفية المؤسسة لا يحق لحملة الأسهم العادية المطالبة بحقوقهم في قيمة التصفية للمؤسسة إلا بعد تسوية مطالبات الغير وحملة الأسهم الممتازة"<sup>(3)</sup>.

ومن خلال كل هذه المفاهيم يمكن تعريف الأسهم العادية بأنها عبارة عن وثيقة مالية تصدرها شركات المساهمة بقيمة اسمية، تضمن حقوق وواجبات متساوية لمالكها، وتطرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام في السوق الأولية.

ويمكن تمييز قيم مختلفة للسهم العادي، تتمثل فيما يلي:

- **القيمة الإسمية:** وهي التي تمثل المبلغ المنصوص عليه في عقد تأسيس المشروع وتكون هذه القيمة مدونة على صك السهم، وفي بعض الأنظمة قد يحدد التشريع حد أدنى معين للمشاريع لإصدار أسهمها العادية؛

- **القيمة السوقية:** والتي تتحدد بحاصل قسمة حقوق الملكية على عدد الأسهم في حالة إصدار المشروع لهذا النوع من الأسهم فقط<sup>(4)</sup>؛

- **القيمة الدفترية:** هي قيمة السهم حسب السجلات المحاسبية للمؤسسة، ويمكن إيجادها بقسمة حقوق الملكية (القيمة الاسمية للسهم+الاحتياطات+الأرباح المحتجزة) على عدد الأسهم العادية ؛

- **القيمة التصفية:** وهي قيمة السهم التي يتوقع المساهم الحصول عليها في حالة تصفية المؤسسة، بعد سداد حقوق حملة السندات والأسهم الممتازة، وكل أصحاب الحقوق ذوي الأولوية؛

(1) عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشه، مرجع سبق ذكره، ص: 161.

(2) دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص: 205 .

(3) سمير محمد عبد العزيز، **التأجير التمويلي**، الطبعة الأولى، مكتبة ومطبعة الإشعاع، الإسكندرية، 2000، ص: 22.

(4) عدنان هاشم رحيم السامرائي، **الإدارة المالية**، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 1997، ص: 276، 277.



- قيمة السهم حسب العائد: هي القيمة التي يكون المستثمر على استعداد لدفعها مقابل حيازته للسهم الذي يعطيه العائد الذي يتطلع إليه مقابل استثمار أمواله<sup>(1)</sup>.

### ب- مزايا و عيوب التمويل بالأسهم العادية

تتميز الأسهم العادية بجملة من المزايا أهمها<sup>(2)</sup>:

- لا يمثل إصدار الأسهم العادية التزاما على المؤسسة سواء بدفع مبالغ محددة أو تحديد تاريخ استحقاق لها؛

-إن المؤسسة غير ملزمة برد قيمة السهم في تاريخ محدد؛

-إن التمويل بإصدار الأسهم العادية يعد توسيع لحقوق الملكية وهذا يخفض من خطر الرافعة المالية.

ورغم ما تتمتع به الأسهم العادية من مزايا فهي لا تخلو من العيوب، من أهمها<sup>(3)</sup>:

- يؤدي التوسع في إصدارها إلى زيادة قاعدة المالكين وقد يؤدي ذلك إلى التأثير على سلطة المالكين المسيطرين حاليا؛

-توسيع قاعدة الأرباح وبالتالي تدني العوائد نتيجة لانخفاض الأرباح المحتجزة لإعادة الاستثمار؛

-قد تكون كلفة إصدارها عالية من ناحية الإجراءات؛

-الأرباح الموزعة تخضع للضريبة الأمر الذي يزيد كلفتها بالمقارنة مع الدين.

## 2- الأسهم الممتازة

تعتبر الأسهم الممتازة مصدرا هاما من مصادر التمويل بجمعها بين صفات أموال الملكية والاقتراض، وتعد شكلا من أشكال رأس المال المستثمر في الشركة.

### أ - مفهوم الأسهم الممتازة

هي إحدى مصادر التمويل طويلة الأجل وتعد من عناصر حقوق الملكية ولا تلتزم الجهة المصدرة لها بتاريخ محدد لرد قيمتها<sup>(4)</sup>.

ويمكن تعريف السهم الممتاز على أنه: "ورقة مالية تجمع بين صفات السهم العادي والسند وله أيضا قيمة

(1) محمد شعبان، نحو اختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الاقتصادية، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة أمجد بوقرة، بومرداس، 2009-2010، ص: 14.

(2) دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص: 205.

(3) عامر عبد الله، التحليل والتخطيط المالي المتقدم، الطبعة الأولى، دار البداية للنشر والتوزيع، عمان، 2015، ص: 67.

(4) دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص: 207.

اسمية، قيمة دفترية وقيمة سوقية شأنه في ذلك شأن السهم العادي" (1).

كما تعرف الأسهم الممتازة على أنها: "حصة في رأس مال المؤسسة لها نسبة أرباح ثابتة، ويكمن الفرق بين الأسهم العادية والأسهم الممتازة في أن حامل السهم الممتاز له الحق في توزيعات سنوية تتحدد بنسبة مئوية من القيمة الاسمية للسهم، والأولية في الحصول على الحقوق عند التصفية" (2).  
وعليه يتضح لنا أن الأسهم الممتازة هي مستند ملكية، شأنها شأن الأسهم العادية، لها قيمة اسمية محددة عند إصدارها، وتجمع الأسهم الممتازة بين سمات الأسهم العادية والسندات.

### ب- مزايا و عيوب التمويل بالأسهم الممتازة

من بين مزايا استخدام الأسهم الممتازة كمصدر للتمويل (3):

- على عكس السندات، لا تلتزم المؤسسة بدفع فوائد ثابتة للأسهم الممتازة،
- تستطيع المؤسسة التي ترغب في التوسع نتيجة ارتفاع قدرتها الإيرادية أن تحصل على مكاسب أكثر ارتفاعاً للملاك الرئيسيين من خلال بيع أسهم ممتازة بعائد محدود بدلاً من بيع أسهم عادية؛
- يستطيع المدير المالي عن طريق بيع أسهم ممتازة أن يتجنب شرط المساهمة المتساوية في المكاسب والذي يتطلبه بيع أسهم عادية إضافية؛
- تمكن الأسهم الممتازة المؤسسة من الحفاظ على أصولها القابلة للرهن.
- أما عيوب التمويل عن طريق الأسهم الممتازة فهي كما يلي (4):
- ارتفاع تكلفتها نسبياً، فتكلفة التمويل بالأسهم الممتازة تفوق تكلفة الاقتراض؛
- حجم المخاطر التي يتعرض لها حملة الأسهم الممتازة؛
- حملة الأسهم الممتازة ليس لهم الحق في المطالبة بالأرباح إلا إذا قررت الإدارة توزيعها؛
- فرض القيود على إجراء التوزيعات.

### ثانياً: التمويل باللجوء إلى الديون

إن الحياة الاقتصادية للمؤسسة ينتج عنها التزامات متعددة ومتنوعة، ولإيفاء بمختلف هذه الالتزامات يجدر بالمؤسسة توفير التمويل اللازم لها، والاعتماد على أموال الملكية فقط لا يكفي في بعض الأحيان لتلبية الاحتياجات المالية للمؤسسة كاملة، ما يضطر هذه الأخيرة إلى اللجوء إلى مصادر أخرى والمتمثلة في

(1) محمد مفلح عقل، مرجع سبق ذكره، ص: 133.

(2) عدنان هاشم السامرائي، مرجع سبق ذكره، ص: 284.

(3) سمير محمد عبد العزيز، التأخير التمويلي، مرجع سبق ذكره، ص: 53.

(4) ناصر داداي عدون، مرجع سبق ذكره، ص: 117.

أموال الاستدانة، أي اللجوء إلى الاقتراض لتكامل ما عجزت عن تلبية أموال الملكية، أو استجابة للسياسات المالية للمؤسسة<sup>(1)</sup>.

وتتعدد تصنيفات الديون باختلاف مصادرها، طبيعتها وكذا آجال استحقاقها، ونذكر أهمها فيما يلي:

### 1 - إصدار السندات

تعتبر السندات من بين أهم الأدوات المالية التي تلجأ إليها المؤسسات لتغطية العجز المالي أو للتوسع في استثماراتها.

#### أ- مفهوم السندات

إن التمويل بواسطة إصدار السندات يعد شكلا من أشكال القروض طويلة الأجل وهذا القرض طويل الأجل ينقسم إلى أجزاء صغيرة متساوية في القيمة يطلق على كل منها اسم سند<sup>(2)</sup>.

والسند هو عبارة عن: "قرض طويل الأجل يستحق الدفع في أوقات محددة ويحمل سعر فائدة ثابت،

وتلتزم المؤسسة بدفع قيمة السند عند الاستحقاق بالإضافة إلى دفع فوائد سنوية"<sup>(3)</sup>.

ويمكن أيضا تعريف السند على أنه: "من أهم المنتجات التي تمثل ديننا على المؤسسة، وهو وسيلة

تستعملها المؤسسات للحصول على رؤوس الأموال في شكل ديون طويلة الأجل، عندما لا تكفي الأموال الخاصة التي يقدمها المساهمون لتمويل المشاريع، وبذلك فإن حملة السندات ما هم في حقيقة الأمر إلا دائنين للمؤسسة"<sup>(4)</sup>.

ومما سبق يتضح لنا أن السند يمثل مستند مديونية طويل الأجل تصدره المؤسسة ويعطى لحامله الحق

في الحصول على عائد سنوي ثابت والحق في استرجاع قيمته بعد مرور مدة محددة.

#### ب- أشكال السندات

يأخذ السند عدة أشكال نذكر منها:

- سند لحامله: حيث تدفع الفائدة والأصل لحامل السند؛

- سند اسمي: حيث تدفع الفائدة والأصل للشخص المسجل اسمه في السند؛

(1) محمد شعبان، مرجع سبق ذكره، ص: 18.

(2) رضوان وليد العمار، أساسيات في الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، 1997، ص: 212.

(3) عبد الوهاب يوسف أحمد، التمويل وإدارة المؤسسات المالية، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر، عمان، 2008، ص: 86.

(4) فضيلة زواوي، مرجع سبق ذكره، ص: 37.

- سند قابل للتحويل إلى أسهم: وهي السندات التي يمكن تحويلها إلى عدد محدد من الأسهم العادية بناءا على رغبة حاملها (1)؛
- سندات مضمونة: وهي سندات مضمونة برهن أصل ثابت للأرض والعقار والآلات أو برهن أوراق مالية لشركة أخرى؛
- سندات غير مضمونة: هذا النوع من السندات غير مضمون بأصل ثابت معين، وإذا لم تتمكن المؤسسات المصدرة من سداد قيمة القرض فان حاملي السندات يمكنهم المطالبة بإفلاس الشركة لاستيفاء حقوقهم (2).

### ج- مزايا و عيوب التمويل بالسندات

- من بين مزايا التمويل بالسندات نذكر (3):
- يعتبر السند أقل أنواع الاستثمارات خطورة؛
- يحصل حامل السند على دخل مضمون و مؤكد و ثابت.
- و من أبرز عيوب التمويل بواسطة السندات (4):
- تشكل السندات تكلفة ثابتة على كاهل الجهة المصدرة لها مهما كانت النتيجة المحققة مما يزيد من المخاطر المالية؛
- لجوء المؤسسة الاقتصادية إلى إصدار سندات يحدث تغيير على بنية هيكلها التمويلي ما يتسبب في إضعاف قدرتها الافتراضية؛
- يؤدي الفشل في تسديد مستحقات السندات في الوقت المحدد إلى تعريض المؤسسة للإفلاس؛
- إن الاعتماد على السندات كمصدر تمويلي غير متاح لجميع المؤسسات وتحديدًا ذات المركز الائتماني الضعيف أو المؤسسات الصغيرة و المتوسطة؛
- تتميز السندات بموعد استحقاق ما يجعل المؤسسة المصدرة لها تخصص احتياطات لمواجهةها.

(1) إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي: الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان، 2006، ص: 442.

(2) محمد سعيد عبد الهادي، الإدارة المالية، دار الحامد للنشر و التوزيع، عمان، 2008، ص: 225.

(3) علي عباس، الإدارة المالية في منظمات الأعمال، الطبعة الأولى، مكتبة الرائد العلمية، عمان، 2002، ص: 281..

(4) محمد شعبان، مرجع سبق ذكره، ص: 21.

## 2- الاقتراض من البنوك و الوسطاء الماليين

ليس باستطاعة كل المؤسسات اللجوء في تمويلها إلى السوق المالية (طرح سندات أو أسهم) فهو مخصص لأهم المؤسسات وأكبرها حجما، كما يمكن أن تفضل هذه الأخيرة اللجوء إلى البنوك لتمويل احتياجاتها.

ويمكن الاقتراض من البنوك و المؤسسات المالية على شكل:

## أ - القروض الطويلة و المتوسطة الأجل

إن لجوء المؤسسة إلى القروض الطويلة والمتوسطة الأجل أمر لا مناص منه في حالة عدم كفاية الأموال الخاصة لتلبية احتياجات المؤسسة التمويلية.

## - القروض الطويلة الأجل

تعد إحدى مصادر التمويل المتاحة الطويلة الأجل، تمنح مباشرة من الجهاز المصرفي و تكون مدتها أكثر من سنة، وتمنح مثل هذه القروض من البنوك ومؤسسات الأموال الأخرى المحلية من داخل البلد أو خارجية من خارجه (1).

ويعد هذا النوع من التمويل المقترض بمثابة عقد يلتزم بموجبه المقترض (المؤسسة) على تسديد فوائد دورية طيلة سنوات القرض إضافة إلى أصل المبلغ المقترض تواريخ يتم الاتفاق عليها مع المقرض، وقد يكون الطرف المقرض مؤسسة مالية وسيطة (مصرف، شركة تأمين، صندوق ضمان أو تقاعد أو غير ذلك من الوسطاء) (2).

والقروض طويلة الأجل غالبا ما تفوق مدة استحقاقها السبع سنوات ومن الممكن أن تمتد إلى أكثر من عشرين سنة، ويتم تسديد الفوائد بشكل دوري، فيما يتم رد أصل القرض على أقساط متساوية و تواريخ محددة، أو يتم سداه مرة واحدة في تاريخ استحقاق متفق عليه (3).

والقرض كونه عقد فإنه بالضرورة يخضع لمجموعة من الشروط والضوابط يتم الاتفاق عليها من قبل الطرفين، ويتعلق الأمر بالجوانب الآتية (4):

- قيمة القرض، معدل الفائدة المتفق عليه وتاريخ استحقاقه؛
- الرهونات المرتبطة بالقرض؛

(1) دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص: 218.

(2) عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشه، مرجع سبق ذكره، ص: 165.

(3) محمد شعبان، مرجع سبق ذكره، ص: 24.

(4) عاطف وليم أندراوس، التمويل والإدارة المالية، دار الفكر الجامعي للنشر، الإسكندرية، 2008، ص: 387.

- فترة السماح المرتبطة بالقرض والجدول الزمني لسداد أعباء القرض؛
- أوجه الاستخدام التي يخصص لها القرض.

#### - القروض متوسطة الأجل

إلى جانب القروض طويلة الأجل نشأ نوع آخر من القروض يعرف بالقروض متوسطة الأجل، لها نفس طبيعة القروض طويلة الأجل أي توجه إلى تمويل الدورة الاستثمارية لكن لمدة زمنية أقل من التي تضمنها القروض طويلة الأجل<sup>(1)</sup>.

وهي القروض التي يتجاوز أجلها السنة ولا يزيد عن خمس سنوات، ولا شك في أن البنوك والمصارف دور كبير في تمويل الاحتياجات المالية متوسطة الأجل للمؤسسات، والتي تستحق بعد أكثر من سنة إلى غاية خمس سنوات أو أكثر أحيانا، وغالبا ما تكون القروض المصرفية متوسطة الأجل مرهونة بضمانات<sup>(2)</sup>.

#### ب - التمويل قصير الأجل

يقصد بالأموال قصيرة الأجل كمصدر تمويلي تلك الأموال التي تكون متاحة للمستثمرين أو للمؤسسة قصد تمويل مختلف المشاريع الاستثمارية المتاحة، فضلا عن أنها التزام معين على المؤسسة الوفاء به خلال فترة زمنية لا تزيد عن السنة<sup>(3)</sup>.

ولعل إقبال المؤسسات المتزايد على التمويل قصير الأجل يرجع إلى ما تتميز به تلك الأموال من سهولة الحصول عليها، خاصة مع التزايد الكبير في عدد البنوك التجارية والتي تتنافس في إعطاء تسهيلات لعملائها<sup>(4)</sup>.

هذا وتتعدد مصادر التمويل قصيرة الأجل ويمكن تلخيصها فيما يلي:

#### - الإئتمان التجاري

من الوظائف الأساسية التي يمكن أن نشهدها على مستوى أي مؤسسة اقتصادية هي الشراء والبيع، أو باختصار التجارة، وفي كثير من الحالات يكون تسديد المدفوعات المالية أو تسوية المعاملات التجارية في تاريخ لاحق متفق عليه وهذا من خلال ما يسمى بالإئتمان التجاري.

(1) محمد شعبان، مرجع سبق ذكره، ص: 24.

(2) فضيلة زاوي، مرجع سبق ذكره، ص: 44، 43.

(3) عاطف وليم أندراوس، مرجع سبق ذكره، ص: 391.

(4) جمال الدين مرسي، أحمد عبد الله اللحح، الإدارة المالية مدخل إتخاذ القرارات، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، 2007، ص:

### • تعريف الإئتمان التجاري

يعرف بأنه: "الإئتمان قصير الأجل الذي يمنحه المورد إلى المشتري عندما يقوم هذا الأخير بشراء البضائع لغرض إعادة بيعها، ويحتاج المشتري إلى الإئتمان التجاري في حالة عدم كفاية رأسماله العامل لمقابلة الحاجات الجارية وعدم مقدرته على الحصول على القروض المصرفية وغيرها من القروض القصيرة ذات التكلفة المنخفضة"<sup>(1)</sup>.

كما يعرف الإئتمان التجاري على أنه: "قيمة البضاعة المشتراة على الحساب بغرض بيعها"<sup>(2)</sup>.  
ومما سبق يتضح لنا أن الإئتمان التجاري هو ذلك القرض الممنوح لمؤسسة معينة نتيجة شراء مواد أولية أو بضاعة دون أن تترتب عليه دفع قيمة هذه المشتريات نقدا، إنما تأخذ صفة المشتريات الآجلة.

### • أشكال الإئتمان التجاري

للإئتمان التجاري عدة أشكال سنركز على ثلاثة منها وهي:

**ن الحساب الجاري:** وهو أهم أشكال الإئتمان التجاري استعمالا وشيوعا، وفيه يفتح البائع للمشتري حسابا في دفتره يسجل فيه ثمن ما باعه من البضاعة بالحساب والمبالغ التي سددها أو لا بأول، ويطلق عليه أيضا الحساب المفتوح<sup>(3)</sup>؛

**ن الكمبيالة:** بالرغم من أن الحساب المفتوح يشكل أهم أنواع الإئتمان التجاري المستعملة، إلا أن العلاقة بين المشتري والبائع قد تنظم في بعض الأحيان بصيغة ورقة دفع (كمبيالة) بموجبها يلتزم المشتري بدفع قيمة البضاعة المشتراة بتاريخ معين ومحدد متفق عليه، ومن ميزة هذه الورقة أنها تكون قابلة للتداول عن طريق التظهير إلى شخص آخر، كما يمكن خصمها لدى المصارف التجارية قبل موعد الاستحقاق بسعر فائدة منخفض نسبيا؛

**ن السند الإذني:** وهو تعهد كتابي يوقعه المقترض بدفع قيمة مبلغ محدد عند الطلب أو تاريخ معين إلى شخص معين أو لحامله وقد يشتمل السند على بيان سعر الفائدة الذي يستحق على الدين<sup>(4)</sup>.

### • مزايا الإئتمان التجاري

يتمتع الإئتمان التجاري بعدة مزايا أهمها ما يلي<sup>(5)</sup>:

- (1) محمد صالح الحناوي، إبراهيم إسماعيل سلطان، مرجع سبق ذكره، ص: 293.
- (2) طارق الحاج، مرجع سبق ذكره، ص: 143.
- (3) نفس المرجع السابق، ص: 143.
- (4) جمال الدين مرسي، أحمد عبد الله اللحح، مرجع سبق ذكره، ص ص: 312، 313.
- (5) عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشة، مرجع سبق ذكره، ص: 147.

**ن التوافر:** باستثناء المؤسسة التي تعاني من مشاكل مالية، فإن الائتمان التجاري يتم بشكل تلقائي وأنه لا يتطلب مفاوضات أو ترتيبات خاصة للحصول عليه؛

**ن المرونة:** في حالة زيادة مبيعات المؤسسة فإن ذلك يؤدي بالنتيجة إلى زيادة مشترياتها من السلع والخدمات، الأمر الذي يؤدي إلى استجابة الائتمان التجاري المكتسب بشكل تلقائي، والعكس من ذلك يحصل في حالة انخفاض حجم المبيعات؛

**ن قلة القيود أو عدمها:** إن شروط الائتمان التجاري بشكل عام هي أبسط من تلك الشروط التي تتطلبها مصادر الأموال الأخرى التي تحتاج إلى التفاوض مع الجهات المانحة، التي قد تفرض قيود صارمة على المؤسسة فتحد من حريتها.

#### – الإئتمان المصرفي

يعتبر الائتمان المصرفي ثاني أهم مصادر التمويل القصيرة الأجل بالنسبة لمنظمات الأعمال، وعادة ما تلجأ إليه المؤسسات لسد حاجاتها من الأموال .

#### • تعريف الإئتمان المصرفي

إن الائتمان المصرفي (القروض المصرفية قصيرة الأجل) هي من مصادر التمويل المهمة التي قد تلجأ إليها العديد من المؤسسات، وهذه القروض لا تتم بشكل تلقائي إنما تخضع للتفاوض بين المؤسسة وبين المصرف، فعندما تحتاج مؤسسات الأعمال إلى الأموال لفترات قصيرة ولا يمكن توفيرها عن طريق الائتمان التجاري أو عن طريق الأموال المتحققة داخليا (الأرباح المحتجزة) فإنها تلجأ إلى استخدام الائتمان المصرفي<sup>(1)</sup>.

ويقصد بالإئتمان المصرفي وفق هذا الصدد: "القروض قصيرة الأجل التي تحصل عليها المؤسسة من البنوك، ويأتي هذا النوع من الائتمان في المرتبة الثانية بعد الائتمان التجاري وذلك من حيث درجة اعتماد المؤسسة عليه كمصدر للتمويل قصير الأجل"<sup>(2)</sup>.

ويمنح هذا النوع من التمويل وفق شروط تضعها البنوك (طلب رهانات، توقيع طرف ثالث كضامن، تسديد الفائدة مسبقا...) مما يجعله صعب المنال بالنسبة للمؤسسات الناشئة وذات الحجم الصغير<sup>(3)</sup>.

(1) نفس المرجع السابق، ص: 140.

(2) غنية بوربيعة، مرجع سبق ذكره، ص: 16.

(3) عبد القادر عيادي، مرجع سبق ذكره، ص: 85 .



وبناء على ما سبق يمكننا تعريف الائتمان المصرفي بأنه القروض القصيرة الأجل التي تتحصل عليها المؤسسات من البنوك مقابل فائدة بمعدلات متفق عليها، فهو يعتبر من المصادر الدائمة لتمويل الأصول الدائمة للمشروعات التي تعاني من صعوبات في تمويلها.

### • أشكال الائتمان المصرفي

يمكن أن يأخذ شكلين هما (1):

**U القروض المضمونة:** ففيها يعمل البنك على طلب الضمانات نتيجة لعدد من العوامل مثل الحاجة إلى الأموال باستمرار من طرف المؤسسة وخاصة في مواسم معينة، أو تكون المؤسسة معرضة لنسبة من الخطورة أكبر من العادية، أو حالة ضعف وضعيتها المالية، والضمان عادة ما يكون أخذ الأصول كرهن.

**U القروض غير المضمونة:** يشترط عادة في تسديدها أن لا تزيد عن السنة، وهي في الحالات العامة تكون على شكل خطوط قرض، أو حصول المؤسسة باستمرار على مبلغ من الأموال متفق عليه ما دامت تسدد ما سبق اقتراضه في الوقت المناسب والمتفق عليه باستمرار وتقادي إعادة المفاوضات والعقود المنفردة.

### • مزايا الائتمان المصرفي

يتميز هذا النوع بما يلي (2):

**U** الائتمان المصرفي أقل تكلفة من الائتمان التجاري في الحالات التي تغشل فيها المؤسسة من الاستفادة من الخصم النقدي؛

**U** هو أكثر مرونة من الائتمان التجاري لأن المصرف يدفع القرض على شكل نقد بينما في الائتمان التجاري يتم الحصول على بضاعة.

### المطلب الثالث: العوامل المحدد لأنواع مصادر التمويل

تعتمد بعض المؤسسات على الأموال المقترضة في تلبية احتياجاتها المالية، في حين تعتمد بعضها على أموالها الذاتية والبعض قد يختار أمرا وسطا بين ذلك، وهذه الاختلافات هي نتيجة عدة عوامل يمكن أن نعددها فيما يلي:

(1) ناصر داددي عدون، مرجع سبق ذكره، ص: 117.

(2) بسام محمد الأغا، مرجع سبق ذكره، ص: 46.

## 1 - الملاءمة بين طبيعة المصدر و طبيعة الاستخدام

يقصد بهذا العامل هو مدى ملائمة مصادر الأموال المستخدمة مع طبيعة الأصول التي ستمول من هذه المصادر، ويحتاج هذا العامل إلى إيجاد ارتباط بين التدفقات النقدية المتوقعة الحصول عليها من استخدام الأصول والتدفقات الخارجة لتسديد الالتزامات الناشئة عن امتلاك هذه الأصول<sup>(1)</sup>. القاعدة العامة في التمويل هي أن يتم تمويل الموجودات الثابتة من مصادر طويلة الأجل كأموال الملكية أو القروض طويلة الأجل، أما المصادر القصيرة الأجل فهي ملائمة لتمويل الاستخدامات القصيرة الأجل، و تعتبر عملية الملاءمة بين طبيعة المصادر وطبيعة الاستخدامات عملية ضرورية لإيجاد ارتباط بين التدفقات النقدية المتوقعة الحصول عليها من الأصول الممولة وتمديد الالتزامات الناشئة عن اقتناء هذه الأصول<sup>(2)</sup>.

## 2 - الربحية

القاعدة الأساسية هي كلما كان الدخل المتوقع كبير يتم التمويل عن طريق الاقتراض، والعكس إذا كان الدخل المتوقع منخفض فيتم التمويل عن طريق أموال الملكية.

## 3 - المرونة

وتعني قدرة المؤسسة على زيادة أو تخفيض الأموال المقترضة تبعاً للتغيرات في الحاجة للأموال، وتعني أيضاً تعدد الخيارات إذا ما تعددت مصادر التمويل المتاحة بشأن الحصول على الأموال<sup>(3)</sup>.

## 4 - التوقيت

إن هذا العامل يرتبط بالمرونة، وهو يعني أن المؤسسة تختار الوقت المناسب للحصول على الأموال بأقل تكلفة ممكنة وعن طريق الاقتراض أو عن طريق أموال الملكية، وتحقق المؤسسة وفرة كبيرة عن طريق التوقيت السليم لعمليات الاقتراض والتمويل<sup>(4)</sup>.

## 5 - الظروف الاقتصادية العامة

قد تشجع ظروف الرواج الاقتصادي على توسع المؤسسات في الاقتراض لتمويل عملياتها بدلاً من الاعتماد على زيادة رأس المال لأن ظروف الرواج تعطي المؤسسات ثقة بقدرتها على خدمة دينها.

(1) رشاد العصار وآخرون، الإدارة والتحليل المالي، الطبعة الأولى، دار البركة للنشر والتوزيع، عمان، 2001، ص:111.

(2) خالد الراوي وآخرون، نظرية التمويل الدولي، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص:22.

(3) أيمن الشنطي، عامر شقر، مقدمة في الإدارة المالية و التحليل المالي، الطبعة الأولى، دار البداية للنشر، عمان، 2007، ص:93،94.

(4) عبد الحلیم كراجه و آخرون، الإدارة و التحليل المالي، دار صفاء للنشر و التوزيع، عمان، 2000، ص:104.

**6 - التصنيف الائتماني**

هو عبارة عن رأي فني في ملاءة المؤسسة المصنفة، فكلما كان هذا الرأي ايجابيا زادت قدرة المؤسسة على زيادة مصادرها التمويلية سواء عن طريق الاقتراض أو زيادة رأس المال.

**7 - طاقة الاقتراض**

قد يكون استعمال الدين لتمويل عمليات المؤسسة مواتيا لها من الناحية الضريبية لأن الفائدة تشكل نفقة، وتقتطع من الدخل الخاضع للضريبة، لكن قدرة المؤسسة على الاقتراض وتقديم ضمانات تحد من إمكانية الاستفادة من الاقتراض بدون حدود.

**8 - حجم المؤسسة**

حجم المؤسسة عامل محدد لقدرتها على التوسع في الاقتراض، فالمؤسسات ذات المصادر المالية الكبيرة وذات الحجم الواسع غالبا ما تتمتع بثقة مصادر التمويل أكثر من الثقة التي تتمتع بها المؤسسات الصغيرة.

**9 - المخاطرة**

ينظر للخطر في مجال العوامل المحددة للتمويل من منظورين هما:

- أ - **خطر التشغيل:** يرتبط بطبيعة النشاط الذي تمارسه المؤسسة والظروف الاقتصادية التي تعمل فيها؛
- ب - **خطر التمويل:** ينتج عن زيادة الاعتماد على الاقتراض في تمويل عمليات المؤسسة، ويؤدي مثل هذا الاعتماد إلى زيادة أعباء خدمة الدين<sup>(1)</sup>.

**10 - السيطرة**

غالبا ما يحرص أصحاب المؤسسة على المحافظة على سيطرتهم على المؤسسة غير منقوصة مما يجعلهم يعزفون عن استخدام أموال الملكية لزيادة رأس المال، و في هذه الحالة فهم يفضلون استخدام الأموال المقترضة بدلا عنها، لأن استعمالهم لأموال الملكية سيؤدي إلى إضافة مالكين جدد يشاركون في السيطرة على المؤسسة<sup>(2)</sup>.

**11 - استقرار المبيعات**

تكون المؤسسة في الجانب الأمين عند استخدامها نسبة مرتفعة من التمويل المقترض (المديونية) عندما تكون مبيعاتها تتمتع باستقرار نسبي، و عليه فإن المؤسسات التي تعمل ضمن قطاع الخدمات ( الكهرياء

(1) مفلح محمد عقل، مرجع سبق ذكره، ص: 158، 159.

(2) بسام محمد الأغا، مرجع سبق ذكره، ص: 41.

والماء) تكون أكثر قدرة على استخدام التمويل المقترض مقارنة بتلك المؤسسات الصناعية، وإن السبب في التفاوت في استخدام التمويل المقترض يعود إلى استقرار الطلب في الأولى وعدم استقراره في الثانية.

## 12 - معدل النمو

فالمؤسسات التي تنمو بمعدلات عالية في ثبات العوامل الأخرى، تعتمد بشكل كبير على التمويل الخارجي الأمر الذي يدفعها إلى استخدام التمويل المقترض بشكل واسع لتمويل مشاريعها التوسعية مقارنة بالمؤسسات ذات معدلات النمو المنخفضة<sup>(1)</sup>.

## المبحث الثالث: تكلفة التمويل

لتكلفة التمويل أهمية كبيرة في إتخاذ القرارات التمويلية للمؤسسة، إذ يعتبر تقدير هذه التكلفة أمراً ضرورياً وذلك لأجل اختيار التمويل المناسب الذي يحقق أكبر عائد بأقل تكلفة ممكنة.

### المطلب الأول: مفهوم تكلفة التمويل و العوامل المؤثرة عليها

عند الدراسة المتخصصة لموضوع تكلفة التمويل، يلاحظ أن المختصين في المجال قد اختلفت آراؤهم حول تحديد مفهوم واضح ودقيق لها، وهذا راجع لاختلاف العوامل المؤثرة عليها.

### أولاً: مفهوم تكلفة التمويل

تعرف تكلفة التمويل على أنها: "المبلغ الذي يجب دفعه للحصول على الأموال اللازمة لاستخدام المنظمة، وفيما إذا كانت هذه المبالغ عند استخدامها ستحقق معدل عائد أقل أو أكبر من المعدل المدفوع للحصول عليها"<sup>(2)</sup>.

كما تعرف على أنها: "الكلفة المرجحة لكل مصدر من مصادر التمويل، وذلك عن طريق جمع كلفة كل مصدر وترجيحها بما يتناسب مع حصة هذا المصدر من إجمالي رأس المال، وعادة تستخدم كمعيار لقبول أو رفض المشروعات الاستثمارية"<sup>(3)</sup>.

كما تعرف أيضا بأنها: "معدل العائد الأدنى من رأسمال المستثمر والذي يضمن المحافظة على قيمة المؤسسة بل ومحاولة تعظيمها"<sup>(4)</sup>.

(1) عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشة ، مرجع سبق ذكره، ص: 200-205.

(2) بسام محمد الأغا، مرجع سبق ذكره، ص: 60.

(3) عبد الستار مصطفى الصياح، مسعود مشكور العامري، الإدارة المالية أطر نظرية وحالات عملية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر ، عمان، 2003، ص: 221.

(4) عبد الكريم بوحادرة، أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة و دور سياسة توزيع الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة منتوري، قسنطينة، 2011-2012، ص: 23.

ومن التعريفات السابقة يتضح لنا أن تكلفة التمويل هي عبارة عن المتوسط المرجح لمختلف تكاليف الأموال التي استخدمتها المؤسسة لتمويل استثماراتها، والتي حصلت عليها من مصادر مختلفة.

### ثانياً: العوامل المؤثرة على تكلفة التمويل

تتأثر تكلفة التمويل بعدة عوامل تتمثل أهمها فيما يلي (1):

#### 1 - العوامل العامة

هي التي تؤثر على كافة العناصر المكونة للهيكل المالي، والتي توجد في البيئة المحيطة بالمؤسسة وتؤثر على نشاط كافة المؤسسات، ومن هذه العوامل الظروف الاقتصادية العامة، مدى الاستقرار في سياسات الدولة، بالإضافة إلى مستوى التضخم المتوقع في السوق، وحجم الطلب والعرض على الأموال.

#### 2 - العوامل الخاصة بكل عنصر

هي المتعلقة بكل عنصر على حدى، فلكل مصدر من مصادر التمويل خصائص محددة، وتترتب على استخدامه مخاطر معينة، فالمقرضون يعتبرون أقل تعرضاً للمخاطر من حملة الأسهم وذلك لأن لهم الحق في الحصول على العوائد الدورية بصرف النظر عن تحقيق المؤسسة للربح أو عدمه، أما حملة الأسهم فإنهم أكثر عرضة للمخاطر، ونظراً لأن التكلفة تتوقف على درجة المخاطر التي تتعرض لها مصادر التمويل فإن الاقتراض أقل مصادر التمويل تكلفة، بينما تعتبر الأسهم العادية أكثر تكلفة من الأسهم الممتازة فهي مكان وسط.

#### 3 - قرار المؤسسة بشأن الهيكل المالي

تختلف تكلفة الهيكل المالي وفقاً للقرار الذي يحدد العناصر المكونة لهذا الهيكل وأيضاً نسبة كل عنصر فيه، فعندما تعتمد المؤسسة على مصادر تمويل رخيصة فإن تكلفة الهيكل المالي تكون منخفضة والعكس صحيح، فتكلفة الهيكل المالي تتأثر بالسياسة المحددة للمنشأة بشأن الخليط الذي يتكون منه الهيكل المالي للمؤسسة.

#### المطلب الثاني: تقدير تكلفة التمويل

تعتبر أول خطوة لقياس التكلفة الإجمالية المتوسطة للتمويل هي قياس تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل.

(1) منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، مرجع سبق ذكره، ص: 512.

### أولاً: تكلفة التمويل الذاتي

للممول الذاتي تكلفة كغيره من مصادر التمويل الأخرى بالرغم من صعوبة قياسها أحياناً، فتكلفة التمويل الذاتي تعبر عن معدل المردودية الأدنى الواجب تحقيقه من طرف المؤسسة عند استخدامها هذه الأموال في تمويل استثماراتها، وعليه يمكن حساب تكلفة التمويل الذاتي وفق العلاقة التالية (1):

$$AF = \sum \frac{CF_t}{(1+r)^t} + \frac{VR}{(1+r)^n}$$

حيث: AF: التمويل الذاتي؛

CF<sub>t</sub>: التدفقات النقدية المتوقعة في حالة استثمار التمويل الذاتي خلال الفترة (t=1...n)؛

VR: القيمة الباقية للاستثمار في نهاية حياته الإنتاجية.

و تجدر الإشارة إلى أن تكلفة التمويل الذاتي هي عبارة عن تكلفة الأرباح المحتجزة و تكلفة مخصصات الإهلاك.

### 1- تكلفة الأرباح المحتجزة

يدعي البعض أن الأرباح المحتجزة هي أموال مجانية لا تكلفة لها، فالأرباح المحتجزة تمثل أرباحاً تحققت غير أن المؤسسة قررت احتجازها بدلاً من توزيعها على حملة الأسهم، غير أن هذا الادعاء غير صحيح لأن هذه الأرباح المحتجزة تمثل تكلفة من وجهة نظر حملة هذه الأسهم باستخدامها في استثمارات بديلة (2).

وبصورة عامة أن كلفة الأرباح المحتجزة تعد تكلفة ضمنية تساوي التمويل بالملكية (الأسهم العادية) لأن الأرباح المحتجزة هي جزء من الأرباح المتاحة للتوزيع على المساهمين، وبالتالي هي حق من حقوق المساهمين حيث أن البديل عن احتجاز الأرباح دفع قيمتها نقداً للمساهمين من الناحية العملية، وبصورة عامة تكلفة الأرباح المحتجزة أقل من تكلفة التمويل بالأسهم العادية لسببين:

- إن الأرباح الموزعة تخضع للضريبة على الدخل وعند احتجازها لا تخضع للضريبة؛
- إن إعادة استثمار الأرباح الموزعة من قبل المساهمين أنفسهم يخضع لعمولة الوسطاء (3).

(1) عبد القادر عيادي، مرجع سبق ذكره، ص: 103.

(2) محمد صالح الحناوي وآخرون، الإدارة المالية مدخل إتخاذ القرارات، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، 2004، ص: 406.

(3) دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص: 323.

ويمكن حساب تكلفة الأرباح المحتجزة بالمعادلة التالية<sup>(1)</sup>:

$$K_r = K_e(1 - T)(1 - B)$$

حيث:  $K_e$ : تكلفة التمويل بالملكية (الأسهم العادية)؛

$T$ : معدل ضريبة الدخل للمساهمين؛

$B$ : معدل عمولة الوسطاء .

## 2 - تكلفة مخصصات الإهلاكات

تضاربت الآراء فيما يتعلق بتكلفة مخصصات الإهلاك فهناك من يرى:

- أن هذه المخصصات هي عبارة عن التكوين التدريجي للأصول الثابتة وبالتالي لا تكلفة لها لأنها لا تدخل في تكلفة حقوق الملكية؛

- ويرى البعض الآخر أن مخصصات الإهلاك هي من الأموال التي تحتجزها الشركة لها تكلفة تناظر تكلفة الفرصة البديلة<sup>(2)</sup>.

## ثانياً: تكلفة الأموال الخاصة

تشمل تكلفة الأموال الخاصة كلا من تكلفة الأسهم العادية وتكلفة الأسهم الممتازة.

### 1 - تكلفة الأسهم العادية

تعرف تكلفة التمويل عن طريق الأسهم العادية على أنها: " العائد الذي يطلبه المستثمرون (حملة الأسهم) لقاء امتلاكهم لها"<sup>(3)</sup>.

ويمكن استخدام طريقتين لحساب تكلفة الأسهم العادية هما:

#### أ - طريقة الأرباح الموزعة على حملة الأسهم العادية

ويركز على أن تكلفة رأس المال المتحصل من إصدار الأسهم العادية تعتمد على توقعات الأرباح

الموزعة واحتمالات تزايدها، ووفق هذا الأسلوب يتم حساب تكلفة الأسهم العادية كالاتي<sup>(4)</sup>:

$$\text{تكلفة السهم العادي} = \frac{\text{العائد المتوقع من السهم}}{\text{القيمة السوقية للسهم (1-تكلفة إصدار السهم)}} + \text{معدل النمو في الأرباح}$$

(1) أنفال حدة خبيزة، تأثير الهيكل على استراتيجية المؤسسة الصناعية، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2011-2012، ص: 45.

(2) عبد الغفار حنفي، أساسيات الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 429.

(3) غنية بوربيعة، مرجع سبق ذكره، ص: 14.

(4) نفس المرجع السابق، ص: 15.

## ب - طريقة الأرباح المعدلة بسعر السهم

تقيس هذه الطريقة كلفة رأس المال بدلالة عائدات الأسهم والأرباح التي تحتفظ بها المؤسسة، وتعتمد هذه الطريقة على أساس أن تكلفة رأس المال ترتبط بالمبالغ الموزعة من الأرباح على المساهمين وأيضا بمقدار الأرباح المحتجزة التي سوف يعاد استخدامها في الاستثمارات الجديدة، ويمكن حسابها كالتالي<sup>(1)</sup>:

$$\text{تكلفة الأسهم العادية} = \frac{\text{الأرباح الحالية للسهم الواحد}}{\text{القيمة الصافية للسهم}}$$

حيث أن:

$$\text{القيمة الصافية للسهم} = \text{سعر البيع} - (\text{كلفة الإصدار} + \text{كلفة الخصم})$$

## 2 - تكلفة الأسهم الممتازة

تعرف تكلفة الأسهم الممتازة بأنها عبارة عن معدل العائد الذي يجب تحقيقه على الاستثمارات الممولة بواسطة الأسهم الممتازة حتى يمكن الاحتفاظ بالإيرادات المتوافرة لحملة الأسهم العادية دون تغيير، وبهذا الشكل فإن تكلفة الأسهم الممتازة يمكن حسابها من النموذج التالي<sup>(2)</sup>:

$$\text{تكلفة الأسهم الممتازة} = \frac{\text{حصة السهم الواحد من الأرباح}}{\text{صافي قيمة السهم}}$$

$$\text{صافي قيمة السهم} = \text{سعر بيع السهم} - \text{كلفة الإصدار}$$

ثالثا: تكلفة الديون

يمكن تعريف تكلفة القروض أو الديون بأنها معدل العائد المتوقع من قبل الدائنين أو المقترضين<sup>(3)</sup>.

## 1 - تكلفة السندات

يمكن إجمال تكلفة السندات في الآتي<sup>(4)</sup>:

- الفائدة السنوية على السندات وتكون بمعدل ثابت على قيمة السندات الاسمية؛
- مصاريف وعمولة إصدار السندات؛
- عمولة توزيع السندات؛

(1) أنفال حدة خبيزة، مرجع سبق ذكره ، ص: 44.

(2) رضوان وليد العمار، مرجع سبق ذكره، ص: 158.

(3) عبد الستار مصطفى الصياح، سعود مشكور العامري، مرجع سبق ذكره، ص: 222.

(4) عبد القادر عيادي، مرجع سبق ذكره، ص: 101.



- خصم إصدار السندات أي إصدار السندات بقيمة أقل من قيمتها الاسمية. ويمكن احتساب تكلفة التمويل للسند الواحد كما يلي:

$$\text{تكلفة التمويل للسند الواحد} = \frac{\text{اجمالي التكلفة السنوية للسند}}{\text{متوسط الاستثمار للسند}}$$

حيث أن:

إجمالي التكلفة للسند الواحد = الفائدة السنوية على السند + نصيب السند من عمولة الإصدار بعد توزيعها على سنوات السند.  
و:

$$\text{متوسط الاستثمار للسند} = \frac{\text{القيمة الاسمية للسند} + \text{القيمة التي يصدرها}}{2}$$

## 2 - تكلفة القروض متوسطة و طويلة الأجل

تتمثل تكلفة الاقتراض طويل ومتوسط الأجل في معدل التحيين الذي يحقق المساواة بين صافي متحصلات القروض والقيمة الحالية لأقساط تسديد القرض إضافة للمصاريف المالية المصدرة بعد الضريبة<sup>(1)</sup>.

وعليه فان تكلفة القروض هي مبلغ الفائدة السنوية المدفوعة عن أصل القرض، والتي يتم حسابها على الشكل التالي<sup>(2)</sup>:

$$Ke = \frac{F}{E}$$

حيث: Ke: تكلفة القرض (ون إدخال الضريبة)؛

F: نفقات الفوائد المترتبة عن الفوائد؛

E: المبلغ المقترض (أصل القرض).

بإدراج تأثير عامل الزمن على القيمة النقدية، فإن تكلفة الديون تصبح عبارة عن معدل الاستحداث الذي يجعل القيمة الحالية لمجموع الإيرادات المترتبة عن القرض مساوية لمجموع النفقات التي تتمثل في تسديدات القرض والفوائد.

ويمكن التعبير عن ذلك بالعلاقة التالية:

(1) تبرزغود ، مرجع سبق ذكره، ص: 39.

(2) عبد القادر عيادي، مرجع سبق ذكره، ص: 100.

$$E = \frac{F1}{(1+r)} + \frac{F2}{(1+r)} \dots \dots \dots + \frac{Fn}{(1+r)^n}$$

ويمكن كتابة العلاقة بالشكل التالي:

$$E = \sum_{t=1}^n \frac{Ft}{(1+r)^t}$$

حيث: E: مبلغ القرض؛

T: معدل الفائدة؛

F<sub>t</sub>: نفقات الفوائد المترتبة عن أصل القرض خلال الفترة (t=1..... n).

وبما أن طريقة تسديد القرض الأكثر شيوعا هي طريقة الأقساط الثابتة، يمكن كتابة العلاقة السابقة

بالشكل الآتي:

$$E = \sum_{t=1}^n \frac{A}{(1+r)^t}$$

حيث: E: مبلغ القرض؛

A: مبلغ القسط الثابت (الفائدة السنوية+القيمة المسددة من القرض) ؛

r : مبلغ الفائدة.

كما تعتبر الفوائد السنوية المدفوعة لتسديد القرض من التكاليف الخاضعة للضريبة وهذا يؤدي إلى

تخفيض وعاء الإيرادات الخاضع للضريبة، وعليه فإن الديون تستفيد من امتياز جبائي، وهذا ما يجعل تكلفتها

أقل من تكلفة الأموال الخاصة، ويمكن التعبير عن ذلك بالعلاقة التالية:

$$KE = Ke(1 - T)$$

$$Ke = \frac{F}{E} \quad \text{و لدينا:}$$

$$KE = \frac{F}{E} (1 - T) \quad \text{إذن:}$$

حيث: KE: تكلفة الديون بعد الضريبة؛

Ke : معدل الفائدة؛

T: معدل الضريبة.

## رابعاً: تكلفة التمويل قصير الأجل

وتتمثل تكلفة التمويل القصير الأجل أساساً في تكلفة الإئتمان التجاري وتكلفة الإئتمان المصرفي.

## 1 - تكلفة الإئتمان التجاري

تتوقف تكلفة التمويل باستخدام الإئتمان التجاري على الشروط الإئتمانية التي يضعها المورد لمنح هذه التسهيلات الإئتمانية، ففي ظل غياب الخصم النقدي يعتبر الإئتمان التجاري مصدر تمويل بدون تكلفة تذكر<sup>(1)</sup>.

غير أن الإئتمان التجاري قد ينقلب إلى تمويل مكلف جداً إذا لم تحسن المؤسسة استخدامه<sup>(2)</sup>.

وفي حالة ما إذا كان الإئتمان التجاري الممنوح من المورد يتضمن شرطاً يقضي بمنح خصم نقدي للعملاء في حالة السداد خلال فترة معينة، فإن البند الرئيسي في تكلفة الإئتمان في هذه الحالة تتوقف قيمته على إمكانية حصول المؤسسة على هذا الخصم من عدمه، فإذا التزمت المؤسسة بالسداد خلال فترة الخصم النقدي وبالتالي تكلفة الإئتمان التجاري في هذه الحالة تكاد تكون منعدمة، فيما تزيد تكلفة الإئتمان التجاري عندما تقوم المؤسسة بسداد مستحققاتها بعد انتهاء الفترة المقررة لمنح الخصم النقدي، ويتم حساب تكلفة الإئتمان التجاري كالتالي<sup>(3)</sup>:

360

$$\text{تكلفة الإئتمان التجاري} = \text{معدل الخصم النقدي} \times \frac{\text{فترة الإئتمان} - \text{فترة الخصم}}{\text{فترة الإئتمان}}$$

## 2 - تكلفة الإئتمان المصرفي

تتمثل تكلفة التمويل في هذه الحالة في الفائدة التي تدفعها المؤسسة كنسبة مئوية من قيمة القرض التي حصلت عليه، ويمكن أن يطلق على هذه التكلفة بالتكلفة الاسمية تمييزاً لها عن التكلفة الفعلية المرتبطة بشروط الاتفاق بين المؤسسة والجهة المانحة للقرض، والمتأثرة أيضاً بمعدل الضريبة الخاضعة له أرباح المؤسسة<sup>(4)</sup>.

ويمكن حساب الفائدة وفق الأساليب التالية:

(1) عاطف وليم أندراوس، مرجع سبق ذكره، ص: 391.

(2) منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، مرجع سبق ذكره، ص: 546.

(3) غنية بوربيعة، مرجع سبق ذكره، ص: 41.

(4) نفس المرجع السابق، ص: 41.

### أ - احتساب الفائدة البسيطة

يمكن احتساب الفائدة وفق هذه الطريقة على أساس قيام العميل بتسديد مبلغ الفائدة عند استحقاق القروض مع أصل قيمة القرض ويكون معدل الفائدة الحقيقي مساويا لمعدل الفائدة الاسمي وتحسب كما يلي<sup>(1)</sup>:

$$\text{تكلفة الفائدة البسيطة} = \text{نسبة الفائدة} \times \text{قيمة القرض} \times \text{المدة}$$

### ب - الفائدة المخصومة

وهي التي يتم خصمها من قيمة القرض عند توقيع العقد مع المصرف، ولمعرفة تكلفة القرض الحقيقي كما يلي:

$$\text{معدل الفائدة الحقيقي} = \frac{\text{مبلغ الفائدة}}{\text{أصل قيمة القرض} - \text{الفائدة المدفوعة}}$$

### ج - احتساب تكلفة القرض بطريقة الرصيد المعوض

تتضمن بعض الشروط عند منح الائتمان المصرفي إلزام العميل بالاحتفاظ بحد أدنى من الرصيد لدى حسابه في المصرف وتتراوح هذه النسبة بين 10% و20% من قيمة القرض، والغرض من ذلك تقوية المركز النقدي للعميل وإن هذا الشرط سيؤدي إلى رفع معدل الفائدة الحقيقي للقرض لانخفاض المبلغ المستثمر فعلا من قبل العميل<sup>(2)</sup>.

### المطلب الثالث: التكلفة الوسطية المرجحة للأموال

في الحالات السابقة من طرق التمويل، قمنا بافتراض أن المستثمر يقوم بتمويل مشاريعه من مصدر مالي واحد، لذا قمنا باستعمال العلاقات السابقة في حساب تكلفة الأموال، ولكن إذا كانت الأموال التي يحصل عليها المستثمر تكون من عدة مصادر، فإن تكلفة الأموال يتم حسابها عن طريق التكلفة المرجحة لرأس المال، من خلال تحديد مصادر التمويل التي يحتويها الهيكل التمويلي وتحديد التكلفة والوزن النسبي (Wi) لكل مصدر من مصادر التمويل<sup>(3)</sup>.

(1) طارق الحاج، مرجع سبق ذكره، ص: 60.

(2) دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص: 233.

(3) عبد القادر محمد عطية، دراسات الجدوى التجارية و الاقتصادية و الاجتماعية للمشروعات، الطبعة الثانية، الدار الجامعية للنشر،

الإسكندرية، 2005، ص: 164.

ويمكن تعريف التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال على أنها: "المتوسط المرجح لتكاليف مكونات الهيكل المالي للمؤسسة، حيث يدخل في حساب مكونات الهيكل المالي وفقا لأوزانهم النسبية قياسا لحجم الهيكل ذاته" (1).

لذا فكل مصدر يكون مرجح بنسبة معينة تمثل الحصة أو الوزن النسبي لهذا المصدر في هيكل رأس المال، فالمؤسسة تعتمد بالضرورة على العديد من المصادر التمويلية طويلة الأجل قصد تمويل استثماراتها باعتماد أحجام ونسب مختلفة من هذه المصادر، لذا يتم حساب تكلفة الخليط التمويلي كل حسب وزنه في هيكل رأسمال المؤسسة (2).

وتحسب التكلفة الوسطية المرجحة للأموال بموجب المعادلة التالية (3):

$$\begin{aligned} & \text{التكلفة الوسطية المرجحة للأموال} - \left[ \left( \text{نسبة الدين} \times \text{تكلفة الدين بعد لضريبة} \right) \right] \\ & + \left[ \left( \text{حقوق نسبة الملكية} \times \text{تكلفة حقوق الملكية} \right) \right] \\ & + \left[ \left( \text{نسبة الأسهم الممتازة} \times \text{تكلفة الأسهم الممتازة} \right) \right] \end{aligned}$$

$$WACC = K_D W_D + K_{PS} W_{PS} + K_S W_S \quad \text{أي:}$$

(1) عاطف وليم أندراوس، مرجع سبق ذكره، ص: 420.

(2) عبد الكريم بوحاردة، مرجع سبق ذكره، ص: 37.

(3) غنية بوربيعة، مرجع سبق ذكره، ص: 49.

## خلاصة الفصل الأول

إن ما يمكن الخروج به من خلال هذا الفصل هو أن قرار التمويل يعتبر الدعامة الأساسية لتزويد المؤسسة بالاحتياجات المالية التي تضمن لها النمو والاستمرارية، وخلصنا إلى أن قرار التمويل هو قرار استراتيجي يتطلب اتخاذه للراسة المعمقة والدقيقة وإتباع خطوات وسياسات مدروسة من قبل الإدارة. فالمؤسسة تلجأ عادة لتمويل نشاطها إلى مصادر مختلفة حيث تتضمن تلك المصادر كافة العناصر التي يتكون منها جانب الخصوم في الميزانية. وهذه المصادر كثيرة و متنوعة قد تكون على شكل موارد داخلية (التمويل الذاتي) أو خارجية ( الاستدانة، الأموال الخاصة)، إذ توصلنا من خلال دراستنا أن التمويل الذاتي يمثل نمط التمويل الأمثل للمؤسسة إذا ما أفلحت في تسيير مواردها الداخلية بما لا يتعارض مع مصلحة المساهمين.

وإضافة إلى ما سبق ينبغي للمؤسسة اختيار التمويل الملائم من خلال المفاضلة بين المصادر المتاحة، بمعنى اختيار المصدر الذي يكون في صالحها ويخدمها بحيث يحقق أهدافها ومصالحها، ويوفر التوافق بين تغطية الاحتياجات المالية وتكلفة الحصول على هذه الأموال، فالتكلفة تلعب دورا أساسيا في تحديد مجموعة المصادر التي ينبغي على المؤسسة الاعتماد عليها، إذ أن المزيج التمويلي الذي تسعى المؤسسة إلى تكوينه لابد أن تكون تكلفته أدنى ما يمكن مما يسمح بتعظيم عوائدها.

## الفصل الثاني: ماهية قيمة المؤسسة

تمهيد

المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول قيمة المؤسسة.

المبحث الثاني: الجوانب المختلفة في تحديد القيمة.

المبحث الثالث: طرق تقييم المؤسسة.

خلاصة

**تمهيد**

لقد عرف موضوع القيمة جدلاً واسعاً بين مختلف المفكرين والمدارس، إذ كانت محل اهتمام كبير، الأمر الذي جعلها تحوز على حجم كبير من الدراسة، إلا أن مفهوم القيمة ليس واضحاً ومباشراً وذلك كونه يتوقف على العديد من العوامل والمفاهيم الداخلة في تحديده.

ويتعين على المهتمين بالمؤسسة أن يعتمدوا تقييماً موضوعياً يقف على القيمة الحقيقية لها، ولعل ذلك لن يكون بالشكل المرجو ما لم يتبع الخبير المقيم منهجية علمية تستند إلى إطار نظري واضح للخروج بقيمة تعكس وضعية المؤسسة.

ويتطلب الأمر قبل الخوض في أي موضوع تحديد طبيعته ومفاهيمه، لذا قمنا بتقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث، يتضمن المبحث الأول مفاهيم أساسية حول قيمة المؤسسة، ويتناول الثاني الجوانب المختلفة في تحديد القيمة، أما المبحث الثالث فتطرقتنا فيه إلى طرق تقييم المؤسسة.



## المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول قيمة المؤسسة

تعتبر مسألة القيمة في المنشأة من أعقد المواضيع المطروحة على الساحة المالية، رغم الجهود التي يبذلها المسكرون والمديرون، وسنعمل في هذا المبحث على التعريف أولاً بقيمة المؤسسة، ثم أنواعها المختلفة، وسننتقل بعد ذلك إلى عرض مؤشرات خلق القيمة.

### المطلب الأول: مفهوم قيمة المؤسسة

إن قيمة أي أصل هي عبارة عن القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية التي سيتم الحصول عليها طيلة عمر الأصل وفي أغلب الأحيان، يمكن أن تطول الفترة الزمنية إلى ما لا نهاية ولهذا فإن قيمة الأصل تتحدد بخصم التدفقات النقدية بسعر خصم يتناسب مع مخاطر هذا الأصل<sup>(1)</sup>.

القيمة عبارة عن: " مبلغ يدفع مقابل أصل، أو الحق في الحصول على عوائد مستقبلية من وراء استخدام ذلك الأصل، والقيمة تختلف عن السعر الذي يمثل المبلغ المدفوع للحصول على أصل ما، بمعنى أن القيمة موجودة في جوهر الشيء وبحدوث عملية التبادل يتم ترجمتها إلى سعر"<sup>(2)</sup>.

تتمثل قيمة المؤسسة في: " ذلك المبلغ النقدي العادل الذي خلص إليه خبير متخصص، حيث أن ذلك المبلغ يحظى بالقبول العام لدى مختلف الأطراف المعنية بها عند كل مرحلة من طلب قياسها الذي يعكس القيمة المعادلة لكافة ولرد وإمكانية المؤسسة المستغلة في تنظيمها القائم، وذلك في ظل مفهوم استمرارية النشاط"<sup>(3)</sup>.

القيمة من الممكن أن تكون موجودة من دون تبادل فهي ترتكز على التقدير النظري المعتمد على مفهوم المنفعة والذي قام المستثمر أو المقيم بالمقارنة مع مختلف السلع المتاحة وتحول القيمة إلى سعر يتحقق بوجود مطابقة بين الطلب و العرض الحقيقيين<sup>(4)</sup>.

تعتبر القيمة عن مبلغ يدفع مقابل أصل معين، أو الحق في الحصول على عوائد مستقبلية من وراء استخدام هذا الأصل وقد عرفت لجنة معايير التقييم الدولية (IVSC) تقييم الأصول لأغراض إعداد القوائم المالية والحسابات المرتبطة بها كما يلي: "مبلغ تقديري يمكن في مقابله تبادل أصل في تاريخ التقييم بين

(1) فايز سليم حداد، الإدارة المالية، الطبعة الثالثة، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص: 173.

(2) طارق عبد العال حماد، التقييم: تقدير قيمة بنك لأغراض الاندماج أو الخصخصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص: 06.

(3) هواري سويبي، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر، الجزائر، 2008، ص: 37.

(4) بلخير بكاري، أثر التقييم المالي على مسار الشراكة بالنسبة لمؤسسات قطاع المحروقات في الجزائر، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر، 2009-2010، ص: 13، 14.

مشتر وبائع راغبين في عقد صفقة، وفي ظل سوق محايد بحيث يتوافر لكل منهما المعلومات الكافية، مع مطلق الحرية وبدون وجه إكراه على إتمام الصفقة" (1).

من هنا يمكن القول أن القيمة موجودة من قبل، فهي تكمن في جوهر الشيء وعندما تتم عملية التبادل فإنها تصبح مجسدة في سعر.

### المطلب الثاني: الأنواع المختلفة للقيمة

ويمكن عرض أهم أنواع القيمة فيما يلي:

#### 1 - القيمة الإستعمالية و القيمة التبادلية

تشير القيمة الإستعمالية إلى أهمية السلعة أو الخدمة بالنسبة للمستهلك وفقا للمنفعة المتوقعة منها، وبالتالي تقيس حجم الإشباع الذي يمكن تحقيقه من السلعة أو الخدمة، وتعبّر عن الأهمية الاقتصادية للسلعة بالنسبة للمستهلك تبعاً لظروفه، رغباته وتوقعاته، ويعبر هذا المفهوم عن الجانب الذاتي للقيمة، فالمنفعة تختلف من شخص لآخر لاختلاف درجة الإشباع المتوقعة

أما مفهوم القيمة التبادلية فيشير للسلعة أو الخدمة من القدرة على شراء سلع أو خدمات أخرى أو السعر الذي يربط بين سلعتين، ويعبر هذا المفهوم عن الجانب الموضوعي للقيمة لأنها تأخذ بوجهة نظر العديد من الأطراف (2).

#### 2 - قيمة الاقتناء و قيمة الإنتاج (أو الإنشاء)

تمثل قيمة الاقتناء للأصل تكلفة الحصول عليه والتي يدرج بها في دفاتر المؤسسة لأول مرة، وتشمل سعر الشراء وجميع المصاريف الملحقة به بالإضافة إلى المصاريف الضرورية لجعل الأصل في الحالة والوضع فيه وقابلاً للاستعمال بالإضافة إلى مصاريف التجريب، أما قيمة إنتاج الأصل فتعبر عن جميع التكاليف المباشرة وغير المباشرة (كالمواد الأولية واللوازم واليد العاملة... الخ) الضرورية التي ينبغي على المؤسسة تحملها لإنتاجه داخلياً دون اللجوء لاقتنائه من الغير (3).

(1) عبد الكريم بوحادرة، مرجع سبق ذكره، ص: 65.

(2) هوارى سويسي، محمد الأمين كعاسي، مداخلة بعنوان إشكالية تقييم المؤسسات مع الإشارة إلى حالة الجزائر، الملتقى الوطني الأول

حول إشكالية تقييم المؤسسة الاقتصادية، جامعة سكيكدة، 12 و13 ديسمبر، 2005، ص: 03.

(3) بلال كيموش، التقييم الدوري للعناصر المادية و دوره في المحافظة على قيمة المؤسسة في ظل النظام المحاسبي المالي، رسالة

ماجستير غير منشورة، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2010-2011، ص: 41، 42.

## 3 - القيمة المتبقية وقيمة الخردة

تمثل المبلغ الصافي الذي يرتقب كيان ما الحصول عليه في مقابل أصول عند نهاية مدة منفعتها بعد خصم التكاليف الممكن تحملها عند خروجه (1).

ويختلف هذا المفهوم عن مفهوم قيمة الخردة الذي يفترض أن الأصل لا يمكن استخدامه مرة أخرى، سواء من طرف المؤسسة أو أي طرف آخر، نظرا لاستنفاد جميع منافعه الاقتصادية، أي أن القيمة المتبقية ترتبط بالتنازل عن الأصل قبل نفاذ منافعه الاقتصادية، أما قيمة الخردة فترتبط بنفاذ منافعه الاقتصادية (2).

## 4 - القيمة الدفترية

تعتبر هذه القيمة مفهوم محاسبي ضريبي وليست مفهوم تقييمي أو اقتصادي وهي الأكثر تضليلا في الاستخدام كونها عبارة عن التكلفة التاريخية منقوصا منها الاهتلاك المتراكم (3).

## 5 - القيمة الجارية

القيمة الجارية هي أساس للتقييم ينتج عن مراعاة التغير في أسعار الأصول (التغيرات الخاصة للأسعار)، وهناك مفهومين أساسيين للقيمة الجارية:

- **سعر الخروج الجاري**: ويسمى أيضا صافي القيمة البيعية، ويمثل مبلغ النقدية أو ما في حكمها الذي يمكن الحصول عليه حاليا إذا تم بيع الأصل في السوق بعد طرح المصاريف اللازمة لإتمام عملية البيع، ويعتمد في هذه الطريقة على تقييم الأصول بقيمتها البيعية الصافية، وإذا لم يكن تقديرها بشكل مباشر بالاعتماد على أسعار السوق يتم التعديل باستخدام الأرقام القياسية الخاصة، أو بالاعتماد على الخبرة المهنية في التقدير.

- **سعر الدخول الجاري**: يسمى أيضا تكلفة الاستبدال، وتمثل المبلغ النقدي أو ما يعادله الذي يتعين دفعه للحصول على أصل مماثل تماما، أو مكافئ لأصل موجود، وقد استخدمت عدة تفسيرات لها:

(1) بلخير بكاري، أثر التقييم المالي على مسار الشراكة بالنسبة لمؤسسات قطاع المحروقات في الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص: 15.

(2) طارق عبد العال حماد، التقييم: تقدير قيمة بنك لأغراض الاندماج أو الخصخصة، مرجع سبق ذكره، ص: 14.

(3) علي بن الضب، دراسة تأثير الهيكل المالي و سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة، رسالة

ماجستير غير منشورة، جامعة قاصدي مرياح، ورقلة، 2009، ص: 05.

• **تكلفة استبدال الأصول المستخدمة:** وهي المبلغ اللازم للحصول على أصل مماثل له نفس العمر الإنتاجي من سوق الأصول المستعملة، غير أن هذا المفهوم غير عملي لنقص أسواق منظمة لهذا النوع من الأصول؛

• **تكلفة إعادة إنتاج الأصول المماثلة:** وهي المبلغ المطلوب من أجل إعادة إنتاج أصل مماثل للأصل الموجود؛

• **تكلفة الأصول الجديدة:** التي تعبر عن استبدال القدرة الإنتاجية للأصل لتعكس التغير التكنولوجي<sup>(1)</sup>.

## 6 - القيمة الحقيقية (العادلة)

المبلغ الذي يمكن أن يتم من أجله تبادل الأصل أو خصوم منتهية بين أطراف على دراية كافية وموافقة وعاملة ضمن شروط المنافسة الاعتيادية<sup>(2)</sup>.

## 7 - القيمة السوقية

القيمة السوقية مبلغ تقديري يمكن من مقابلة تبادل أصل في تاريخ التقييم بين مشتر وبائع راغبين في تنفيذ عقد الصفقة، وفي ظل سوق محايد بحيث يتوافر لكل منهما المعلومات الكافية ولهما مطلق الحرية وبدون وجود إكراه على إتمام الصفقة<sup>(3)</sup>.

## 8 - القيمة الاستثمارية (الاقتصادية)

هي عبارة عن حاصل إجمالي التدفقات المستقبلية لأصل ما، أي أن ما يدره الأصل خلال فترة الاستثمار يعبر عن قيمته، مع الأخذ بعين الاعتبار لعاملين هما<sup>(4)</sup>:

- القيمة الإضافية التي يمكن أن تتحقق خلال السنوات اللاحقة ؛
- حجم المخاطر وتقلبات أسعار الأصول وأثر التضخم والظروف العامة.

(1) بلال كيموش، مرجع سبق ذكره، ص ص: 42، 43.

(2) بلخير بكاري، أثر التقييم المالي على مسار الشراكة بالنسبة لمؤسسات قطاع المحروقات في الجزائر، ورجع سبق ذكره، ص: 15.

(3) علي بن الضب، مرجع سبق ذكره، ص: 03.

(4) بركة السعيد، مسعي سمير، مداخلة بعنوان تقييم المنشأة الاقتصادية: مدخل القيمة الاقتصادية المضافة EVA، الملتقى الدولي حول صنع القرار في المؤسسة الاقتصادية، جامعة محمد بوضياف، الجزائر، أفريل 2009، ص: 04.

## 9 - قيمة التصفية

إن القيمة تحت التصفية، ليست نوعاً منفصلاً من القيمة قائماً بذاته ولكن ظرفاً يتم تقدير القيمة في ظله، بل هي المبلغ الصافي الممكن تحقيقه في حالة إنهاء أعمال منشأة ما وبيع أصولها كل على حدة والوفاء بالتزاماتها<sup>(1)</sup>.

## 10 - القيمة المصفاة

تظهر هذه القيمة عندما تمر المؤسسة بصعوبات في أدائها فتقوم بتصفية بعض أصولها حتى تتمكن من متابعة نشاطها على الأقل لفترة معينة<sup>(2)</sup>.

## 11 - قيمة شهرة المحل

هي مجموع الصفات غير قابلة للوزن أو القياس بدقة التي تجذب العملاء إلى مؤسسة معينة دون غيرها، وهي في جوهرها توقع استمرار تفضيل العملاء وتشجيعهم لأي سبب من الأسباب<sup>(3)</sup>.

## المطلب الثالث: مؤشرات خلق القيمة

يمكن تصنيفها إلى أربعة مؤشرات ذات طبيعة محاسبية، مالية، مهجنة، بورصية.

## أولاً: المؤشرات ذات الطبيعة المحاسبية

وتتمثل أهم هذه المؤشرات في<sup>(4)</sup>:

## 1 - ربحية السهم الواحد (BPA/EPS)

يتمثل هذا المؤشر في النتيجة الصافية للسهم الواحد ربح/ خسارة لسنة معينة، وله أهمية بالغة بالرغم من النقائص التي تشوبه، ففي العادة يتم تقسيم النتيجة الصافية للدورة على عدد الأسهم، لكن هناك اختلاف في التطبيقات، ففيما يخص المحاسبة في ظل المعايير المحاسبية الدولية IAS/IFRS حدد المعيار المحاسبي الدولي (IFRS) مفهوم وكيفية حساب هذا المؤشر حيث يشترط عند حسابه طرح توزيعات الأسهم الممتازة، والآثار المترتبة عن إصدارها من جهة، وحسابه لنشاط الاستغلال وللنشاط الإجمالي من جهة أخرى، كما يجبر هذا المعيار المؤسسات المطبقة للمعايير المسعرة وغير المسعرة الإعلان عن ربحية السهم.

(1) طارق عبد العال حماد، التقييم وإعادة هيكلة الشركات: تحديد قيمة المنشأة، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، 2008، ص: 19.

(2) بلخير بكاري، أثر التقييم المالي على مسار الشراكة بالنسبة لمؤسسات قطاع المحروقات في الجزائر، ورجع سبق ذكره، ص: 16.

(3) طارق عبد العال حماد، التقييم وإعادة هيكلة الشركات: تحديد قيمة المنشأة، مرجع سبق ذكره، ص: 15.

(4) علي بن الضب، مرجع سبق ذكره، ص ص: 07، 08.

## 2 - معدلات المردودية (ROE، ROCE)

تمثل المردوديات الحيل الثاني من المؤشرات المحاسبية حيث أنها تعمل بمبدأ النسبية الذي يقيس الفعالية، وذلك بقسمة النتائج المحققة على الأصول المستخدمة أو الأموال المستثمرة. أما المردودية الاقتصادية فهي حاصل قسمة نتيجة الاستغلال بعد الضريبة النظرية على الأصل الاقتصادي، و المردودية المالية عبارة عن حاصل قسمة النتيجة الصافية على الأموال الخاصة. تستخدم المردودية المالية أو مردودية الأموال الخاصة بكثرة في المؤسسات المالية كالبنوك وشركات التأمين... الخ .

## 3 - التدفق النقدي المتولد عن الاستثمار (CFROI)

يحسب هذا المؤشر عن طريق قسمة الفائض الإجمالي للاستغلال على الأصل الاقتصادي بقيمه الإجمالية بالعلاقة التالية:

$$CFROI = \frac{EBE}{I_{BRUIT} + BFR}$$

حيث: CFROI : التدفق النقدي المتولد عن الاستثمار؛

EBE : الفائض الإجمالي للاستغلال؛

$I_{BRUIT}$  : الأصول الثابتة الاجمالية؛

BFR : الاحتياج في رأس المال العامل.

يستخدم هذا المؤشر عادة بالقطاعات التي بها إهلاكات و مؤونات لا تترجم بالضرورة التدني الفعلي للأصول، مثل قطاع الفنادق.

## 4 - الأموال الخاصة للسهم الواحد (CPPA):

يعطي هذا المؤشر صورة عن ذمة المساهم، يسمى بالانجليزية (PRICE TO BOOK RATIO)،

واستخدامه يشبه إلى حد كبير استخدام مضاعف السعر إلى العائد (PER) وله حالتان:

- مؤشر CPPA أكبر من الواحد، يعني المردودية المتوقعة للأموال الخاصة أكبر من المردودية المفروضة هناك إنشاء للقيمة؛

- المؤشر أقل من الواحد دليل على أن المردودية المتوقعة للأموال الخاصة أقل من المردودية المفروضة.

## ثانيا: المؤشرات ذات الطبيعة المالية

وتتمثل في القيمة الحالية الصافية (VAN) ويعتبر هذا المؤشر الوحيد ذو الطبيعة المالية يقيس المردودية المستقبلية أخذا بعين الاعتبار تأثير الزمن على القيمة باستخدام معدل التحيين<sup>(1)</sup>.

## ثالثا: المؤشرات ذات الطبيعة المهجنة (محاسبية/ مالية)

هذا النوع من المؤشرات يجمع بين النوعين السابقين، والمتمثلة أساسا في القيمة الاقتصادية المضافة

(EVA) ومعدل التدفق النقدي المتولد عن الاستثمار (CFROI)<sup>(2)</sup>:

## 1 - القيمة المضافة الاقتصادية أو الربح الاقتصادي (EVA/PE)

تتمثل في الفرق بين المردودية الاقتصادية وتكلفة الأموال مضروبا في الأصل الاقتصادي، حيث تقيس مدى إنشاء/تدمير القيمة من طرف المؤسسة خلال دورة واحدة، كما أنها تأخذ في الحسبان تكلفة الاستدانة وتكلفة الأموال الخاصة، ويحسب هذا المؤشر بالعلاقة التالية:

$$EVA = AE. (Re - K)$$

حيث: EVA : القيمة المضافة الاقتصادية؛

AE : يمثل الأصل الاقتصادي؛

Re : المردودية الاقتصادية؛

K : تكلفة الأموال.

## 2 - معدل التدفق النقدي المتولد عن الاستثمار (CFROI)

ويعرف على أنه متوسط معدلات المردودية الداخلية للاستثمارات الحالية للمؤسسة، وبعبارة أخرى هو معدل المردودية الداخلي الذي يحقق التوازن للأصل الاقتصادي للمؤسسة بالمبالغ الإجمالية والفائض الإجمالي للاستغلال بعد الضريبة، لفترة زمنية مساوية لمدة حياة الالتزامات، ويمكن القول أن هذا المؤشر ساهم في خلق قيمة المؤسسة وذلك بعد حسابه من خلال مقارنته بالتكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال إذا كان CFROI أكبر من التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال فهناك خلق للقيمة، أما إذا كان CFROI أقل من تكلفة رأس المال فهناك تدمير للقيمة.

(1) إلياس بن ساسي، مداخلة بعنوان النمو ومفهوم خلق القيمة كمؤشر للأداء المالي والاستراتيجي للمؤسسة، المؤتمر العلمي الدولي

حول الأداء المتميز للمنظمات و الحكومات، جامعة ورقلة، الجزائر، 08-09 مارس، 2005، ص: 347.

(2) عبد الغني دادان، قراءة في الأداء المالي والقيمة في المؤسسات الاقتصادية، مجلة الباحث، العدد 04، جامعة ورقلة، 2006، ص:

## رابعاً: المؤشرات ذات الطبيعة البورصية

وسميت بالمؤشرات ذات الطبيعة البورصية كونها تشير إلى المؤشرات التي تتأثر بشدة بالظروف البورصية، وتتمثل فيما يلي:

## 1 - القيمة المضافة السوقية (MVA)

يتم تطبيق هذا المؤشر على مستوى المؤسسات المدرجة في البورصة، حيث يمكن اعتبار المؤسسة منشئة للقيمة إذا كان الفرق بين القيمة السوقية للأصل الاقتصادي (الرسملة البورصية مضافاً إليها قيمة الاستدانة الصافية) وبين القيمة المحاسبية له موجب تماماً يتم في معظم الحالات افتراض وجود مساواة بين القيمة السوقية والمبلغ المحاسبي للاستدانة الصافية، أين تصبح القيمة المضافة السوقية عبارة عن الفرق بين الرسملة البورصية والمبلغ المحاسبي للأموال الخاصة، تحسب بالعلاقة التالية<sup>(1)</sup>:

$$MVA = CB - MCCP$$

حيث: CB : الرسملة البورصية؛

MCCP : المبلغ المحاسبي للأموال الخاصة ؛

MVA : القيمة المضافة السوقية.

لتفادي فرض المساواة بين القيمة والمبلغ المحاسبي للاستدانة الصافية، يتم عادة استحداث القيمة المضافة السوقية بتكلفة رأس المال، وذلك حسب العلاقة التالية<sup>(2)</sup>:

$$MVA = \sum_{t=1}^n \frac{EVA}{(1 + K)^t}$$

حيث: MVA : القيمة المضافة السوقية؛

EVA : القيمة الاقتصادية المضافة؛

K : تكلفة الأموال.

## 2 - عائد المساهم الكلي (Total Shareholder Return) TSR

يهدف هذا المؤشر إلى إعطاء صورة عن الأداء التاريخي والحالي، بسبب أن القيمة السوقية ليست دائماً ذات مدلول جيد خاصة في وقت الأزمات أين تكون الأسعار متذبذبة كثيراً حيث تكون تكلفة التمويل مرتفعة بسبب

(1) هوارى سويسبي، أهمية تقييم المؤسسات في اتخاذ قرارات الاستثمار المالي، مجلة الباحث، العدد: 07، جامعة ورقلة، 2009 -

2010، ص: 64.

(2) علي بن الضب، مرجع سبق ذكره، ص: 10.



زيادة المخاطر<sup>(1)</sup>.

و TSR يقيس و يوضح ما تستطيع المؤسسة المسعرة في البورصة تحقيقه لمساهميها خلال فترة معينة، وبالتالي فإن القيمة في السوق تتمثل في سعر شراء السهم زائد المتوقع من التوزيعات الخاصة أو الأرباح و القيمة المضافة خارج المبيعات<sup>(2)</sup>.

لإعطاء المؤشر معنوية أكثر يستحسن حسابه على فترات طويلة من 5-10 سنوات كمتوسط حسابي، حيث يخفض التغيرات السعرية الشاردة ويحسب بالعلاقة التالية<sup>(3)</sup>:

$$TSR = \frac{(P_0 + D + P_1)}{Div_0}$$

حيث:  $P_0$ : سعر السهم السوقي في بداية المدة؛

$D$ : التوزيعات؛

$P_1$ : سعر السهم السوقي في نهاية المدة.

**المبحث الثاني: الجوانب المختلفة في تحديد القيمة**

يعتبر تحديد القيمة من الأمور الصعبة التي تخضع للتقييم أو التقدير في حالات معينة، غير أن القيام بذلك يتطلب فهم العديد من الجوانب المتعلقة بالقيمة حتى يمكن تفسير النتائج المحصل عليها، أو الانحرافات التي يمكن حدوثها، لذا يتناول هذا المبحث أهم الجوانب المختلفة في تحديد القيمة.

**المطلب الأول: العوامل المحددة للقيمة**

هناك العديد من العوامل المحددة للقيمة، والتي تسمح بالحصول على قيم مختلفة لنفس الأصل من طرف أشخاص مختلفين، حتى وإن استخدموا نفس طرق وقواعد التقييم، ويمكن حصر هذه العوامل في<sup>(4)</sup>:

### 1 - العوامل الموضوعية

ترتكز العوامل الموضوعية على فكرة تحديد القيمة العادلة للأصل محل التقييم، أي أن مراعاة هذه العوامل وحدها سوف يسمح بالوصول إلى القيمة العادلة للأصل، لكن تحديد القيمة العادلة للشيء يبقى من الأمور الصعبة نظرا لوجود نوع آخر من العوامل المحددة لقيمة الأصل، وهي العوامل غير الموضوعية.

(1) هوارى سويسي، أهمية تقييم المؤسسات في اتخاذ قرارات الاستثمار المالي، مرجع سبق ذكره، ص: 65.

(2) بريكة السعيد، مسعي سمير، مرجع سبق ذكره، ص: 19.

(3) علي بن الضب، مرجع سبق ذكره، ص: 11.

(4) محفوظ جبار، تقييم الشركات المخصصة للتقييم و التنفيذ في البورصة، مجلة المال و الأعمال، العدد 23، الكويت، 2005، ص:

## 2 - العوامل غير الموضوعية

ترتكز العوامل غير الموضوعية على فكرة المنفعة والرغبة في التبادل وتحديد سعر التبادل، فالمشتري يحاول دائما دفع أقل ما يمكن والعكس بالنسبة للبائع الذي يرغب في الحصول على أكبر ما يمكن، ومن خلال التفاوض بين الطرفين يتحدد سعر التبادل، لكن الوصول إلى هذا الاتفاق بشأن سعر التبادل لا يعني أن كلا الطرفين حققا صفقة مربحة، ويمكن تفسير القيام بعملية التبادل رغم أن الصفقة غير مربحة إلى العوامل التي ترفع الرغبة في التبادل، ومن أهم هذه العوامل: العوامل النفسية والعوامل الاقتصادية، فالعوامل النفسية تتمثل في مجموع العوامل التي تجعل من مشتري ما يقبل على شراء الأصل بأكبر من قيمته الاقتصادية نظرا لبعض الخصائص التي يتمتع بها، أما العوامل الاقتصادية فتتمثل في الندرة النسبية للشيء وكذلك منفعة في نظر المشتري<sup>(1)</sup>.

وبالرغم من أهمية هذه العوامل في تحديد القيمة بل توجد عوامل أخرى، وتتمثل في<sup>(2)</sup>:

- البيئة الاقتصادية الكلية؛
- الاستخدام المحتمل للأصل (للأصول)، حالته المادية، ودرجة مخاطرته؛
- توقيت تقدير القيمة وموقع أو مكان تواجد الأصل؛
- سيولة وكفاءة السوق الخاص بالأصل؛
- الندرة النسبية والبدائل المتاحة؛
- مدى أو درجة الملكية ذات الصلة.

**المطلب الثاني: مداخل تحديد القيمة**

كما ذكرنا سابقا هناك العديد من المفاهيم للقيمة، وكل مفهوم يلائم ظروفًا وأهدافًا معينة لذلك هناك العديد من المداخل لتحديد القيمة، وكل مدخل يمكن أن يعطينا قيمة تختلف عن المداخل الأخرى، وهناك ثلاث مداخل رئيسية يتضمن كل مدخل العديد من البدائل.

**أولاً: مدخل التكلفة في تحديد القيمة**

يعتمد مدخل التكلفة في تقييم وتحديد النتائج وتصوير المراكز المالية للمؤسسات على أساس التكاليف التي يتم إنفاقها للحصول على الأصل، وذلك بتكلفة الحياة لشراء العناصر المحصل عليها من خارج المؤسسة، وتكلفة الإنتاج للعناصر المنتجة بواسطة إمكانيات المؤسسة، ويستخدم هذا المدخل بشكل واسع

(1) نفس المرجع السابق، ص: 123.

(2) طارق عبد العال حماد، التقييم وإعادة هيكلة الشركات تحديد قيمة المنشأة، مرجع سبق ذكره، ص: 11.

في عمليات تقييم الأصول المادية الثابتة، والمشكل بالنسبة لهذا المدخل هو وجود العديد من المفاهيم لتكلفة الاستبدال (تكلفة استبدال الأصول المستخدمة، تكلفة إعادة إنتاج الأصول المماثلة، تكلفة الأصول الجديدة)، فكل مفهوم لتكلفة الاستبدال يعطينا قيمة للأصل تختلف عن القيمة المحصل عليها وفق المفاهيم الأخرى<sup>(1)</sup>.

### ثانياً: مدخل السوق في تحديد القيمة

يقوم هذا المدخل على مقارنة الأصل موضوع التقييم بالأصول المماثلة له في السوق مع إجراء التعديلات المناسبة، وهناك مفهوم آخر لهذا المدخل، وهو تقدير القيمة التي يمكن تحصيلها من التصرف في الأصل بالبيع حالياً، أي تقدير صافي القيمة البيعية، ويعتبر هذا المدخل سهلاً نوعاً ما لكن يتطلب سوقاً نشطاً للأصل والأصول المماثلة له ومعلومات مفصلة عن مختلف الأصول.

والميزة الأساسية لهذا المدخل ممثلة في كونه يعتمد على بيانات فعلية إلى جانب السهولة النسبية في تطبيقه، والملاحظ عدم اعتماده على تنبؤات وافتراسات، إلا أنه في الواقع لا يعتبر الحصول على المعلومات بالأمر الهين مما قد يمنع إجراء المقارنة وبالتالي التقييم هذا من جهة، ومن جهة أخرى يعاب عليه كذلك عدم أخذه بعين الاعتبار لفرضيات مهمة كالنمو المتوقع في المبيعات أو إيرادات المؤسسة<sup>(2)</sup>.

### ثالثاً: مدخل الدخل في تحديد القيمة

يقوم هذا المدخل على مبدأ مفاده أن قيمة الأصل تعادل القيمة الصافية للمنافع الاقتصادية المنتظرة منه، أي أن قيمة الأصل تتوقف على الخدمات المتوقعة منه مستقبلاً، ويرتكز هذا المدخل على أداء الأصل، أي قدرته على ذر الأرباح في المستقبل، سواء منفرداً أو بالتضافر مع باقي الأصول المادية المعنوية، ويتميز هذا المدخل عن سابقه باعتماده على المستقبل، لكن هناك صعوبات في تطبيقه لأنه يتطلب تقدير المنافع الاقتصادية المستقبلية المتوقعة من الأصل، تقدير معدل الخصم والفترة التي يمكن استخدام الأصل فيها مع مراعاة عدم تأكد المستقبل، كما توجد العديد من المفاهيم للمنافع الاقتصادية (الربح التشغيلي أو الصافي، التدفقات النقدية... الخ) و العديد من المفاهيم لمعدل الخصم (تكلفة الاقتراض، تكلفة الأموال الخاصة، التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال).

وتعتبر الطرق المعتمدة على المدخل الأكثر قبولا وتوافقا مع المنطق المالي، الذي يعرف الأصل من خلال التدفقات النقدية المتوقعة منه في المستقبل<sup>(3)</sup>.

(1) هواري سويسي، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، مرجع سبق ذكره، ص: 23.

(2) طارق عبد العال حماد، التقييم: تقدير قيمة بنك لأغراض الاندماج أو الخصخصة، مرجع سبق ذكره، ص: 161، 162.

(3) نفس المرجع السابق، ص: 163.

ومن بين أهم الطرق التي تنطوي ضمن هذا المنهج يمكن ذكر طريقة التدفق النقدي المخصوم (DCF)، طريقة التدفق النقدي المرسل (CCF) (إيرادات الفترة الواحدة، نموذج خصم أرباح الأسهم، نموذج جوردن)، طريقة التدفق النقدي الزائد (ECF)، إضافة إلى طريقة الإيرادات الزائدة (1).

### المطلب الثالث: المبادئ الأساسية لتحديد القيمة

تحدد قيمة أي أصل من خلال أربع مبادئ أساسية لا يمكن تجاهلها، ويمكن أن يتم مراعاتها دون تخطيط مسبق لذلك، وتتمثل هذه المبادئ في:

#### أولاً: مبدأ وجود بدائل

فالشخص يملك العديد من البدائل المتاحة أمامه، غير أن درجة الرغبة والإشباع تختلف بين هذه البدائل، وبعبارة أخرى ليس هناك طرف مجبر على الشراء من طرف بعينه، أو مجبر على البيع لطرف محدد، فأى طرف له حرية الاختيار والمفاضلة بين مختلف البدائل المتاحة (2).

#### ثانياً: مبدأ الاستبدال

يقضي مبدأ الاستبدال بأن المشتري العاقل لا يدفع في ملك أو أصل ما يزيد على تكلفة استبداله بآخر يقوم بنفس الوظيفة، وأبسط مثال توضيحي لهذا المبدأ هو قيمة الأجهزة والمعدات المستعملة فالمشتري العاقل لا يدفع مقابل جهاز مستعمل أكثر مما يدفعه مقابل جهاز جديد يؤدي نفس الوظائف.

#### ثالثاً: مبدأ الإحلال أو الاستبدال

مفهوم الاستبدال مفهوم هام للغاية بالنسبة لتقدير القيمة، فهو يقضي بأن قيمة الملك أو الأصل يتحدد بواسطة التكلفة التي سوف يتم تكبدها لامتلاك بديل مرغوب بدرجة مساوية، فإذا كان على سبيل المثال بنكين متساويين في الحجم والموظفين والمكاسب... فإن الفطرة السليمة وعلم تقدير القيمة سوف يقودان لاستنتاج أن البنكين لهما قيمة متساوية أو نسبة متساوية لأنهما يمثلان بديلين مرغوبين بدرجة متساوية (وفي هذه الحالة هما بديلين متطابقين).

#### رابعاً: مبدأ المنافع المستقبلية

يقضي مبدأ المنافع المستقبلية الذي يكتسب أهمية خاصة في إطار عملية الاندماج أو التملك بأن قيمة الملك أو الأصل تعكس المنافع الاقتصادية المستقبلية المتوقعة من امتلاك ذلك الملك أو الأصل أو السيطرة

(1) عبد الكريم بوحادرة، مرجع سبق ذكره، ص: 70.

(2) بلال كيموش، مرجع سبق ذكره، ص: 46.

عليه، ومن هذا المنظور فإن قيمة أي بنك أو مؤسسة أعمال تكون هي القيمة الحالية الصافية لكافة المنافع الاقتصادية المستقبلية المتحققة نتيجة لملكية ذلك البنك أو المنشأة<sup>(1)</sup>.

### المبحث الثالث: طرق تقييم المؤسسة

تعددت مناظير وطرق تقييم المؤسسة حسب ما جاء به الفكر المحاسبي والمالي، مما يجعل المعنيين بعملية القياس والخبراء أمام الكثير من الطرق، تحتم عليهم اختيار الأنسب منها بما يخدم أهدافهم. وتتمثل أغلب طرق التقييم المطبقة في المؤسسات في صيغ رياضية بحتة والتي لا تطرح مشاكل في حسابها بقدر ما تطرحه في إيجاد المعطيات المكونة لها في ظل تعددها (تعدد المداخل، معدل الاستحداث...)، يضاف إلى ذلك الاختلافات الموجودة من حيث المبدأ في الطرق المستعملة في حد ذاتها، وسنستعرض في هذا المبحث مختلف طرق المعتمدة في تقييم المؤسسة.

#### المطلب الأول: طرق التقييم المرتكزة على منظور الذمة المالية

تمثل مقارنة الذمة المالية أهمية قصوى في مجال التقييم، حيث من خلالها يمكن التعرف على قيمة المؤسسة محل التقييم، التي يعود إليها المهتمين بالمؤسسة، فبالرغم من اعتمادها على ماضي المؤسسة وحاضرها إلا أنه لا نستطيع الاستغناء عنها. وتضم مقارنة الذمة المالية مجموع الطرق التي تمثل الصفة التاريخية وليس التقديرية، فهذه الطرق تعتمد أساسا على ذمة المؤسسة أي ميزانيتها، وعند الحاجة الملاحق، فهي مقارنة أكثر سكونا، على عكس المقاربات التقديرية أو التوقعية التي تركز على تقدير التدفقات المستقبلية للأرباح، توزيعات الأرباح، أو التدفق النقدي للمؤسسة<sup>(2)</sup>.

وطرق التقييم وفق الذمة المالية تشمل كل من:

#### أولا: طريقة الأصل المحاسبي الصافي

يمثل التقييم عن طريق الذمة المالية المقاربة المفضلة لكثير من البائعين لمؤسسة منشأة لمدة طويلة، تراكمت خلالها ذمة مهمة وأين تعرف المردودية استقرار أو توجه نحو الانخفاض، هذه الذمة يتم تقييمها عن طريق الأصل الصافي<sup>(3)</sup>.

(1) طارق عبد العال حماد، التقييم وإعادة هيكلة الشركات: تحديد قيمة المنشأة، مرجع سبق ذكره، ص: 26، 25.

(2) بلخير بكاري، أثر التقييم المالي على مسار الشراكة بالنسبة لمؤسسات قطاع المحروقات في الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص: 46.

(3) نفس المرجع السابق، ص: 47.

الميزانية المحاسبية تسمح بتقدير قيمة المؤسسة وذلك من خلال أصلها الصافي، حيث أن هذا الأخير هو التعبير الأكثر بساطة لقيمة الذمة المالية الذي يتمثل في الفرق بين مجموع الأصول ومجموع الديون للمؤسسة ويساوي إلى القيمة النظرية لها، ونحدده وفق المعادلة التالية<sup>(1)</sup>:

$$\text{الأصل المحاسبي الصافي} = \text{الأصل المادي} - \text{مجموع الديون}$$

ويحسب أيضا كما يلي:

$$\text{الأصل المحاسبي الصافي} = \text{رأس المال} + \text{الاحتياطات} + \text{النتائج بعد التوزيع}$$

تعتبر هذه الطريقة مناسبة في تحديد قيمة المؤسسات حديثة النشأة (من 3 إلى 5 سنوات)، وكذلك المؤسسات التي لا تمتلك الكثير من الأصول الثابتة، إلا أنها تعرضت إلى مجموعة من الانتقادات أهمها:

- أنها لا تأخذ بعين الاعتبار التغيرات الاقتصادية مثل: التضخم والتقدم؛
- أهمية بعض عناصر الأصول في نشاط المؤسسة التي تم اهتلاكها بالكامل والتي لا تزال تستغلها بشكل عادي.

### ثانيا: طريقة الأصل الصافي المحاسبي المصحح

يعرف انطلاقاً من الميزانية المحاسبية وهو يمثل الفرق بين الأصول المحاسبية الإجمالية والديون مع طرح المصاريف الإعدادية.

$$\text{الأصول المحاسبية الصافية المصححة} = \text{مجموع الأصول المحاسبية} - (\text{المصاريف الإعدادية} +$$

مجموع الديون)

هذه الطريقة سهلة الحساب وتعطينا فكرة على قيمة المؤسسة ولكنها غير فعالة في عملية تقييم المؤسسة، لأنها لا تترجم قيمتها الحقيقية أي أنها لا تأخذ بعين الاعتبار انخفاض قيمة النقود، التقدم التكنولوجي، التضخم، فهي تعتمد على معلومات تاريخية غير خاضعة للتصحيحات وعمليات إعادة التقييم<sup>(2)</sup>.

### ثالثا: القيمة الجوهرية

(1) Bellalah Mondher, **Finance moderne d'entreprise**, 2ème édition, Edition Economica, Paris, 2003, P :28.

(2) غنية الجوزي، أهمية اعتماد البورصة كوسيلة تقييم مردودية المؤسسة و تمويل تطورها، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة

الجزائر، الجزائر، 2011-2012، ص:78.

القيمة الجوهرية مفهوم جديد أدخل من طرف الخبراء الألمان سنة 1960 وتعرف على أنها القيمة المتعلقة بقيمة الاستثمار مقدرة بقيمة الاستبدال الحقيقية للأصول (الممتلكات والحقوق) المكونة للذمة المالية للمؤسسة<sup>(1)</sup>.

ويمكن حساب القيمة الجوهرية انطلاقا من الأصول المعاد تقييمها من منظور الاستمرارية كما يلي<sup>(2)</sup>:  
**القيمة الجوهرية = الأصول الإجمالية المعاد تقييمها من منظور الاستمرارية + مصاريف الاستثمار  
الضرورية للاستغلال غير المملوكة + مصاريف الاستثمار الضرورية لتكملة و تجديد و الحفاظ على  
المعدات - العناصر المملوكة غير الضرورية للاستغلال.**

وظهرت تقسيمات جديدة للقيمة الجوهرية من طرف بعض الخبراء، خاصة المنتمون للكلية الوطنية البلجيكية للخبراء المحاسبين على النحو الآتي<sup>(3)</sup>:

### 1 - القيمة الجوهرية المنخفضة

تساوي إلى القيمة الجوهرية الإجمالية مطروحا منها الديون بدون فوائد أي أن:  
**القيمة الجوهرية المنخفضة = القيمة الجوهرية الإجمالية - الديون بدون فوائد**

### 2 - القيمة الجوهرية الصافية

تساوي إلى القيمة الإجمالية مطروحا منها مجموع الديون، أي أن:  
**القيمة الجوهرية الصافية = القيمة الجوهرية الإجمالية - مجموع الديون**

### رابعا: الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال

تتمثل في الاستثمارات الضرورية للاستغلال مضافا إليها الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال (BFRE) والذي يتحدد بمستوى النشاط التقديري أما الاستثمارات فيجب أن تتحدد بالقيمة الصافية، وهذا المفهوم يقترب جدا من مفهوم الأصل الاقتصادي، وتحسب بالطريقة التالية:

**الأموال الضرورية الدائمة للاستغلال = القيم الثابتة + الاستثمارات للاستغلال + الاحتياج في رأس المال  
العامل للاستغلال (BFRE)**

(1) علي بن الصب، مرجع سبق ذكره، ص: 24.

(2) هواري سويبي، تقييم المؤسسة و دوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية للجزائر، مرجع سبق ذكره، ص: 86.

(3) بلخير بكاري، أثر التقييم المالي على مسار الشراكة بالنسبة لمؤسسات قطاع المحروقات في الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص: 78.

ويعتبر منظور الذمة لتحليل قيمة المؤسسة تحليلاً ساكناً حيث ينظر للمؤسسة على أنها مجموعة من الأصول دون التعرض لكيفية تنظيمها ومدى عملها مجتمعة، والتي لا يمكن الوقوف على ذلك من خلال قدرتها على توليد التدفقات النقدية المستقبلية<sup>(1)</sup>.

### المطلب الثاني: طرق التقييم وفق مدخل قيمة المردودية

على خلاف طرق الذمة المالية التي تعالج قيمة المؤسسة من وجهة نظر ساكنة مهملة بذلك المردودية الحالية والمستقبلية الناتجة عن استغلال المؤسسة لمختلف الأصول كنسق متكامل، يأتي مدخل المردودية ليسد هذا القصور ويهتم بما قد يفرزه استغلال هذه الأصول من تدفقات، والتي عادة ما يعبر عنها في شكل أرباح، توزيعات الأسهم، وتدفق نقدي<sup>(2)</sup>.

### أولاً: الطرق المرتكزة على التدفق النقدي المتاح

مفهوم التدفق النقدي المتاح يعبر عن تدفقات السيولة الصافية المحققة فعلاً من النشاط العادي للمؤسسة (الاستغلال) وبالتالي يضيف للإيرادات والمصاريف المستقاة من جدول حسابات النتائج الممثلة للتدفق النقدي الكلاسيكي (القدرة على التمويل الذاتي)، عناصر أخرى مستقاة من الميزانية والمتمثلة في تغير احتياج رأس المال العامل بالإضافة إلى العمليات المتعلقة بالاستثمارات وذلك بغية الوصول إلى تدفقات السيولة المتاحة للمؤسسة<sup>(3)</sup>.

ويمكن حساب التدفق النقدي المتاح حسب المعادلة التالية<sup>(4)</sup>:

$$\text{التدفق النقدي المتاح ( للفترة)} = \text{نتيجة الاستغلال بعد الضريبة} + \text{مخصصات الاهتلاكات و المؤنات} - \text{التغير في الاحتياج في رأس المال العامل - الاستثمارات}$$

بعد معرفة وتحديد العناصر المكونة للتدفق النقدي المتاح يتم تشكيل سلسلة من التدفقات النقدية المقدره

لعدد من السنوات ثم القيام باستحداثها بمعدل استحداث معين، وذلك على النحو التالي<sup>(5)</sup>:

(1) علي بن الضب، مرجع سبق ذكره، ص: 25.

(2) Jean Barreau, Jacqueline Delhay, **Gestion financier**, 8eme édition, Edition Dunord, Paris, 1999, P : 300.

(3) هوارى سويسي، عبد القادر ديون، مداخلة بعنوان أهمية قياس قيمة الأصول المعنوية في ظل اقتصاد المعرفة، المؤتمر العلمي الدولي حول الأداء المتميز للمنظمات و الحكومات، جامعة ورقلة، 08-09 مارس 2005، ص: 405.

(4) هوارى سويسي، دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة، مجلة الباحث، العدد 07، جامعة ورقلة، 2009-2010، ص: 65.

(5) هوارى سويسي، عبد القادر ديون، مرجع سبق ذكره، ص: 406.



$$V = \sum_{t=1}^n \frac{F_t}{(1+K)^t} + \frac{VR_n}{(1+K)^t}$$

حيث: V: القيمة الحالية للتدفقات المستقبلية؛

$F_t$ : تمثل التدفق النقدي المتاح المقدر؛

$VR_n$ : تمثل القيمة الباقية للمؤسسة في نهاية المدة؛

n: الفترة المأخوذة لحساب التدفقات؛

K: معدل الاستثمارات.

### ثانيا: الطرق المرتكزة على توزيعات الأرباح

تتمثل قيمة المؤسسة في مجموع قيم الأسهم حيث تهدف هذه الطرق إلى تحديد قيمة السهم، حيث نقوم

بضرب سعر السهم الواحد في عدد الأسهم أخذا بعين الاعتبار توزيعات الأرباح المتوقعة وسعر إعادة

التنازل عن هذا السهم في المستقبل، وهذا ما نعبر عنه في المعادلة التالية (1):

$$V = \sum_{i=1}^n \frac{D_i}{(1+t)^i} + \frac{V_n}{(1+t)^n}$$

حيث:  $\sum_{i=1}^n \frac{D_i}{(1+t)^i}$ : القيمة الحالية للتوزيعات المتوقع الحصول عليها خلال الفترة  $i$ ؛

$\frac{V_n}{(1+t)^n}$ : القيمة الحالية لسعر إعادة التنازل عن السهم.

وبالنظر إلى الصعوبات التي سيواجهها المقيم بخصوص تقدير هذه التدفقات سنة بعد سنة وإلى ما لا

نهاية تم من الناحية النظرية تصور تطور التوزيعات حسب ثلاثة وضعيات سمحت بمعالجة قيمة السهم عبر

نماذج التقييم التالية: نموذج النمو الصفري، نموذج النمو الثابت ونموذج النمو المتعدد.

### 1 - نموذج النمو الصفري

يفترض نموذج النمو الصفري أن حامل السهم سيتحصل على مقدار ثابت من التوزيعات وإلى ما لا

نهاية، وذلك يعني أن النمو الدوري لهذه التدفقات سيساوي صفر مهما كانت n، أي:  $D_1=D_2= \dots$  وفي ظل

هذه الفرضيات، يمكن صياغة المعادلة التي تعطينا قيمة السهم على النحو الآتي (2):

(1) Armand Dayen, **Evaluation des entreprises : Manuel de gestion**, Volume 2, Edition Ellipses, Paris, 2004, P : 273.

(2) Kienast Philippe, **L'évaluation des entreprises**, In encyclopedie du managment, Tome1, Edition Vuibert, Paris, 1992, P : 741.

$$V = \frac{D}{t}$$

حيث: V : قيمة السهم؛

D: التوزيعات المتوقعة الحصول عليها مستقبلا والى ما لا نهاية، و يمكن إما على توزيعات آخر دورة أو على المتوسط الحسابي لتوزيعات عدة دورات في التعبير عن المقدار الثابت لهذه التدفقات؛  
t: معدل الرسملة.

## 2 - نموذج النمو الثابت

ويعتمد هذا النموذج على فرضية نمو التوزيعات بمعدل ثابت مهما كانت الفترة n ينتج عنه دخل سنوي متزايد بمعدلات ثابتة وفق العلاقة التالية:

$$V = D \frac{1}{(t - g)}$$

حيث: V : قيمة السهم؛

D : التوزيعات الجارية؛

t : معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين؛

g: معدل نمو التوزيعات.

ويسمى هذا النموذج ب Shapiro-Gordon حيث هذا النموذج قد أدخل تحسينات على نموذج النمو الصفري بافتراضه وجود معدل لنمو التوزيعات وان كان ثابتا، لكن قد يعكس ذلك ثبات نمو الأرباح ومعدل توزيعها طيلة فترة التوقع، ما يعتبر بعيدا عن الواقع الاقتصادي، كما أن هذا النموذج لا نستطيع تطبيقه على المؤسسات التي تتميز بقدرة نمو عالية لأن الديمومة أو الاستمرارية لمعدل نمو الأرباح يؤدي إلى أن مختلف مراحل حياة المؤسسة لا يتم أخذها في الحسبان<sup>(1)</sup>.

## 3 - نموذج النمو المتعدد

يقوم نموذج النمو المتعدد على فرضيتين هما: تعدد معدلات نمو التوزيعات، وميل هذه المعدلات إلى الانخفاض كلما طالت فترة التوقع، ونتيجة افتراض امتداد فترة التوقع إلى ما لا نهاية، طرحت إشكالية تقدير كل من مراحل نمو التوزيعات ومعدل نمو هذه التوزيعات، ولأجل تجاوز هذه المشكلة، تم افتراض نمو هذه التدفقات على مرحلتين: تمت المرحلة الأولى إلى السنة n وتنمو خلالها التوزيعات حسب معدل مرتفع وثابت

(1) Idem.

وليكن  $g$ ، أما المرحلة الثانية فتبدأ من السنة  $1+n$  وتستمر إلى ما لا نهاية، ويكون معدل نمو التوزيعات خلالها منخفضاً و ثابتاً، ونرمز له بالرمز  $g'$ .

وللحصول على قيمة السهم حسب هذا النموذج، لابد من حساب القيمة الحالية للتوزيعات المتوقع الحصول عليها خلال المرحلتين. وما دامت المرحلة الثانية ستمتد إلى ما لا نهاية، يستعمل هذا النموذج صيغة Shapiro-Gordon لحساب القيمة الحالية للتوزيعات عند الزمن  $n$  مع الأخذ بعين الاعتبار معدل نمو المرحلة الثانية  $g'$ ، فتصبح كالاتي<sup>(1)</sup>:

$$D_0 \times \frac{(1+g)^i(1+g')}{t-g'}$$

وللتعبير عن قيمة السهم في الزمن صفر بالاعتماد على القيمة الحالية للمرحلتين، نستعمل الصيغة التالية:

$$V_0 = \sum_{i=1}^n \frac{D_0(1+g)^i}{(1+t)^i} + \frac{D_0(1+g)^n(1+g')}{t-g'} \times \frac{1}{(1+t)^n}$$

حيث تمثل:

$$\sum_{i=1}^n \frac{D_0(1+g)^i}{(1+t)^i} \text{ القيمة الحالية للتوزيعات المتوقع الحصول عليها خلال المرحلة الأولى؛}$$

$$\frac{D_0(1+g)^n(1+g')}{t-g'} \times \frac{1}{(1+t)^n} \text{ القيمة الحالية للتوزيعات المتوقع الحصول عليها خلال المرحلة الثانية.}$$

### ثالثاً: الطرق المرتكزة على الأرباح

على عكس الطرق السابقة المعتمدة على توزيع الأرباح فإن هذه الطرق تركز أساساً على الأرباح المحققة، حيث يتم الحصول على قيمة المؤسسة بحساب القيمة الحالية للأرباح المستقبلية المتوقعة، وللحصول على قيمة المؤسسة بالاعتماد على الأرباح، تم تصنيف طرق التقييم إلى ثلاث طرق هي :

(1) نادية عيساوي، تقييم المؤسسة في إطار الخصوصية رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة منتوري، قسنطينة، 2004-2005، ص

## 1 - رسمة الأرباح

يتم تحديد قيمة المؤسسة وفقا لهذه الطريقة بحساب القيمة الحالية للأرباح المتوقع الحصول عليها في المستقبل، عادة ما يتم الاعتماد على الربح المحقق في الدورة الجارية أو المتوقع للدورة القادمة حيث يكون تقدير هذه الأرباح بقدر معقول من الدقة، ويمكن التعبير رياضيا عن هذه الطريقة كما يلي (1):

$$V_e = B \frac{1}{t}$$

حيث:  $V_e$ : قيمة المؤسسة؛

$B$ : الربح المتوقع أن تفرزه المؤسسة إلى ما لا نهاية؛

$t$ : معدل الرسمة؛

$\frac{1}{t}$ : معامل الرسمة.

تعتبر رسمة الأرباح من الطرق شائعة الاستعمال لبساطتها، غير أن ذلك لا يمكن أن يخفي عيوبها، فهذه الطرق تقتض أن الأرباح ستتجدد إلى ما لا نهاية وهذا عكس الواقع الاقتصادي.

## 2 - القيمة الحالية للأرباح

تتفق طريقة تحيين الأرباح مع طريقة الرسمة من حيث المبدأ، حيث نحصل على قيمة المؤسسة بحساب القيمة الحالية للأرباح المتوقع أن تفرزها المؤسسة في المستقبل، إلا أنها تأخذ بعين الاعتبار عامل الزمن، فبدلا من افتراض استمرار تحقق الأرباح إلى ما لا نهاية، تعتبر هذه الطريقة أن إفراز الأرباح بالمؤسسة سيتم خلال فترة محدودة من الزمن، وعليه نحصل على قيمة المؤسسة وفقا للعلاقة (2):

$$V_E = \sum_{i=1}^n \frac{B_i}{(1+t)^i}$$

حيث:  $V_E$ : قيمة المؤسسة؛

$B_i$ : الأرباح المتوقع تحصيلها سنويا وهي مختلفة من سنة لأخرى طيلة فترة التوقع.

$t$ : معدل التحيين؛

$n$ : الفترة التي يفترض أن يتحقق خلالها التدفق.

(1) محمد مطر، الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والائتماني والأساليب والاستخدامات العملية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر،

عمان، 2003، ص: 325.

(2) نادية عيساوي، مرجع سبق ذكره، ص ص: 85 - 87.

## المطلب الثالث: طرق التقييم المختلطة

تسمى هذه الطرق مركبة أو مزجة لأنها تعتمد مبدأ التوفيق بين قيم الذمة المالية وقيم المردودية، فهي تجمع من جهة طرق ساكنة لقيمة المؤسسة (مقاربة الذمة المالية)، ومن جهة أخرى المقاربات الديناميكية (مقاربة المردودية).

هذه الطرق تعتبر بأن للمؤسسة قيمة قاعدية تسمح بالحصول على مردودية عادية (قيمة الذمة المالية) وتلك التي يمكن أن ترحبنا ربح اقتصادي (قيمة ديناميكية)، هذه الأخيرة تعطى من خلال حساب فائض القيمة (Good Will).

ومنه نظرا للانتقادات الموجهة لكل من مقاربتَي الذمة المالية والمردودية، والمتمثلة أساسا في تجاهل الأولى للمردودية المستقبلية للمؤسسة وكذا مختلف قيمها المعنوية وتلك الانتقادات الموجهة للثانية، والمتمثلة أساسا في إهمالها لتكوين أصول المؤسسة (أي ماضيها)، قد تم الاعتماد مقارنة ثلاثة متمثلة في الطرق المركبة (المختلطة)<sup>(1)</sup>.

حيث نميز في هذا الصدد الطرق التالية:

**أولا: الطرق المرتكزة على المتوسط الترجيحي**

يمكن أن نجد ضمن هذه الطرق، كل من<sup>(2)</sup>:

**1 - طريقة المطبقين**

تعرف قيمة المؤسسة حسب هذه الطريقة بمثابة المتوسط الحسابي لأصلها الصافي المصحح وقيمة المردودية مع الأخذ لآخر ربح معلوم مقسوم على المعدل بدون مخطر، وتكتب وفق العلاقة الآتية:

$$V = \frac{1}{2} (ANCC + V_R)$$

حيث أن : V : تمثل قيمة المؤسسة؛

ANCC : الأصل الصافي المصحح؛

V<sub>R</sub> : قيمة المردودية .

مع:  $V_R = B/i$

حيث : B : يمثل آخر ربح معلوم للمؤسسة؛

i : معدل المردودية بدون مخطر .

(1) بلخير بكاري، أثر التقييم المالي على مسار الشراكة بالنسبة لمؤسسات قطاع المحروقات في الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص: 115.

(2) نفس المرجع السابق، ص: 115.

## 2 - طريقة المعاملات الترجيحية

يتم وفق هذه الطريقة حساب المتوسط الترجيحي للنتائج المتحصل عليها من خلال طريقتي الذمة المالية والمردودية وتكتب بالعلاقة الآتية:

$$V = \frac{aV_1 + bV_2 + cV_3}{a + b + c}$$

حيث أن:  $V_1$ : يمثل القيمة المحصل عليها عن طريق الذمة المالية؛

$V_2$ : القيمة المحصل عليها عن طريق المردودية؛

$V_3$ : القيمة ذات الطابع الأكثر اقتصادي (نسبة من رقم الأعمال مثلا)؛

a, b, c: معاملات ترجيحية يتم اختيارها بصفة تعسفية من طرف الخبير المقيم.

## ثانيا: الطرق المرتكزة على مفهوم فائض القيمة Good Will

يمثل مفهوم فائض القيمة وجود فرق دائم بين الربح المحقق من طرف المؤسسة من جهة، وبين عائد الأموال الخاصة الضرورية لإنشاء الآلة الإنتاجية المحصل عليها عند توظيفه بدون خطر في السوق المالية من جهة أخرى<sup>(1)</sup>.

وتقوم هذه المقاربة على قياس المزايا المعنوية (سمعة المؤسسة، كفاءة العمال، الربح المتوقع...) التي هي بحوزة المؤسسة حيث أن هذه المزايا تفسر تحقيق المؤسسة لعوائد أعلى من العوائد العادية للأصل الصافي المصحح، ففائض القيمة عبارة عن أداة تصحيح لقيمة الذمة المالية<sup>(2)</sup>.

يمكن تقييم المؤسسة انطلاقا من فائض القيمة وفق عدة طرق والتي تنقسم إلى صنفين: طرق مباشرة وأخرى غير مباشرة.

## 1 - الطرق المباشرة

توجد عدة طرق لحساب فائض القيمة يمكن التطرق إليها كالاتي:

## أ - الطريقة الأنجلوساكسونية

تعتمد هذه الطريقة على رسملة الربح الإضافي (Super-profit) الناتج عن الفرق بين الربح المحصل عليه و عائد توظيف الأموال الضرورية في السوق المالية، وتعطى قيمة المؤسسة وفائض القيمة على النحو التالي<sup>(3)</sup>:

(1) هواري سويسي، عبد القادر ديون، مرجع سبق ذكره، ص: 401.

(2) بلخير بكاري، مداخلة بعنوان: إشكالية تقييم المؤسسات البترولية، الملتقى الوطني حول أثر التقييم على مسار الشراكة بالنسبة لمؤسسات القطاع البترولي، جامعة قاصدي مرياح، ورقلة، 2010، ص: 10.

(3) هواري سويسي، عبد القادر ديون، مرجع سبق ذكره، ص: 403.

$$GW = \frac{1}{T} (B - i ANCC)$$

حيث: GW : فائض القيمة؛

B: الربح المصحح؛

ANCC: الأصل الصافي المصحح؛

i: سعر الفائدة بدون خطر «non risqué»؛

T: معدل استحداث بخطر «taux risqué» (حيث يكون i أكبر من T كونه يضاف له ما بين 25% إلى

50% كنسبة خطر).

ب - طريقة الربح المختصر لفائض القيمة

تسمى كذلك بالطريقة المبسطة لاتحاد الخبراء المحاسبين الأوروبيين، حيث تنطلق هذه الطريقة في حساب فائض القيمة من استحداث فوائض الربح الناتجة عن الفرق بين الربح وعائد توظيف الأموال الضرورية للمؤسسة في السوق المالية لفترة معينة، عكس الطريقة السابقة (الأنجلوساكسونية) التي تعتمد فترة غير منتهية. وتعطى معادلة هذه الطريقة على النحو التالي<sup>(1)</sup>:

- عندما يكون فائض القيمة ثابتا:

$$V = ANCC + an(B - i \cdot ANCC)$$

$$an = 1 - \frac{1 - (1 + t)^{-n}}{t}$$

- في حال عدم ثبات فائض القيمة:

$$V = ANCC + \sum_{t=1}^n \frac{Bt - i \cdot ANCC}{(1 + i')^t}$$

حيث : V : قيمة المؤسسة؛

ANCC: الأصل الصافي المصحح؛

B: الربح المصحح؛

i : سعر الفائدة بدون خطر «non risqué»؛

an: القيمة الحالية لمبالغ مستقبلية متساوية؛

i': معدل الاستحداث.

(1) Manguiere Henri, l'Evaluation des entreprise non cotées, Edition Dunord, Paris, 1990, P:36 .

## ج- طريقة اتحاد الخبراء المحاسبين الأوروبيين

يقيم فائض القيمة ومن ثم قيمة المؤسسة وفق هذه الطريقة بالعلاقة الآتية<sup>(1)</sup>:

## - الطريقة الإجمالية

قيمة المؤسسة تحسب كالتالي:

$$V = \frac{Vs + (an \cdot CB)}{1 + (an \cdot t)} - E$$

وفائض القيمة:

$$GW = \frac{an}{1 + (an \cdot t)} (CB - t \cdot Vs)$$

## - الطريقة الصافية

$$V = ANCC + \frac{an \cdot B}{1 + (an \cdot i)}$$

$$GW = \frac{an}{1 + (an \cdot i)} (B - i \cdot ANCC)$$

حيث: an : القيمة الحالية لمبالغ مستقبلية متساوية؛

B : الربح المصحح؛

E: الديون؛

Vs: القيمة الجوهرية؛

CB : القدرة الربحية ؛

t: معامل استحداث يساوي إلى معدل الفائدة لقروض الدولة مضافا إليه علاوة ب 50%؛

n: فترة تتراوح بين 3 و 8 سنوات.

## 2- الطرق غير المباشرة

توجد طريقة واحدة حسب هذا المعيار تسمى أيضا بطريقة الممارسين أو بالطريقة الألمانية، يقوم أصحاب هذه الطريقة بحساب فائض القيمة باعتباره يمثل الفرق بين القيمة الإجمالية للمؤسسة وقيمة الأصول المادية (الأصل الصافي المصحح ANCC)، وعليه يتم حساب فائض القيمة بعد حساب القيمة الإجمالية

(1)Idem.



للمؤسسة، هذه الأخيرة تحسب انطلاقاً من المتوسط الحسابي للقيمة الناتجة عن منظور الذمة المالية والقيمة الناتجة عن منظور التدفقات (قيمة المردودية)<sup>(1)</sup>.

ويحسب وفق العلاقة التالية<sup>(2)</sup>:

- الطريقة الإجمالية:

$$V = \frac{1}{2} \left( VS + \frac{CB}{i} \right) + AHE - E$$

$$GW = \frac{1}{2} i (CB - i \cdot VS)$$

- الطريقة الصافية

$$V = ANC + \frac{1}{2} i (B - i \cdot ANCC)$$

$$GW = \frac{1}{2} i (B - i \cdot ANCC)$$

حيث أن: V : تمثل قيمة المؤسسة؛

VS: تمثل القيمة الجوهرية؛

CB: تمثل القدرة الربحية ؛

i: تمثل معدل الفائدة؛

B: الربح المصحح؛

ANCC : الأصل الصافي المحاسبي المصحح؛

AHE : تمثل عناصر خارج الاستغلال؛

E: يمثل الديون ؛

GW: تمثل فائض القيمة.

(1) هواري سويسي، عبد القادر دبون، مرجع سبق ذكره، ص:401.

(2) بلخير بكاري، إشكالية تقييم المؤسسات البترولية، مرجع سبق ذكره، ص:11.

## خلاصة الفصل الثاني

تعتبر زيادة قيمة المؤسسة هدفا استراتيجيا للإدارة المالية ، وأكثرها جدلا بسبب اختلاف وتعدد المفاهيم والتعاريف المرتبطة بها، مما جعل عملية التقييم أكثر تعقيدا .

وتهدف عملية التقييم إلى البحث عن القيمة الحقيقية للمؤسسة التي يفترض أن تعكس واقع هذه الأخيرة، ويتم حساب قيمة المؤسسة باللجوء إلى مختلف الطرق التي اقترحتها النظرية المالية في هذا المجال، غير أن المقيم يجد صعوبة في تحقيق الأهداف المرجوة من التقييم في حال اعتماده على طرق التقييم لوحدها، وذلك نتيجة معالجة هذه الطرق لقيمة المؤسسة من وجهة نظر محاسبية وإهمالها لعوامل عديدة ذات علاقة بوضعية المؤسسة محل التقييم و بالإمكانيات المتاحة لديها وكذلك بأفاق نموها المستقبلية وبالمخاطر التي يفرضها عليها المحيط الذي تنشط فيه وعوامل أخرى .

## الفصل الثالث: النظريات المفسرة لأثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة

تمهيد

المبحث الأول: النظريات المفسرة لأثر الهيكل المالي على  
قيمة المؤسسة في ظل كمال الأسواق.

المبحث الثاني: النظريات المفسرة لأثر الهيكل المالي على قيمة  
المؤسسة في ظل عدم كمال الأسواق.

المبحث الثالث: النظريات المفسرة لأثر الهيكل المالي على  
قيمة المؤسسة في ظل التيارات الجديدة.

خلاصة

**تمهيد**

تعتبر دراسة العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة من أهم القضايا المعاصرة التي أثارت جدلاً واسعاً بين العلماء و الممارسين في مجال الإدارة المالية حول وجود هيكل مالي أمثل من عدمه. إذا ما كان هذا الهيكل المالي يؤثر على قيمة المؤسسة أم لا. ولكي نكشف عن أبعاد هذا الجدل سوف نقوم في هذا الفصل بعرض وجهات النظر والنظريات التي عالجت تأثير الاقتراض على تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة، وذلك من خلال ثلاث مباحث، المبحث الأول يتناول النظريات المفسرة لأثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة في ظل كمال الأسواق، أما المبحث الثاني فخصصناه للنظريات المفسرة لأثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة في ظل عدم كمال الأسواق والمبحث الثالث تطرقنا من خلاله إلى النظريات المفسرة لأثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة في ظل التيارات الجديدة.

## المبحث الأول: النظريات المفسرة لأثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة في ظل كمال الأسواق

ومن أهم المقاربات أو وجهات النظر التي قامت بدراسة الهيكل المالي في ظل كمال الأسواق وعلاقته بقيمة المؤسسة: نظرية الربح الصافي وصافي ربح العمليات، النظرية التقليدية ونظرية مودكلياني وميلر في ظل غياب الضريبة و تكلفة الإفلاس.

### المطلب الأول: مدخل صافي الربح و صافي ربح العمليات

في عام 1952 قام أحد المفكرين في مجال الإدارة المالية وهو "دافيد دوران" (David Durand) بعرض أسلوبين لتقييم قيمة المؤسسة من خلال مدى اعتمادها على القروض في تكوين هيكل رأس المال وهما أسلوب صافي الربح وأسلوب صافي ربح العمليات (الربح التشغيلي).

### أولاً: نظرية صافي الربح

يرى مؤيدي نظرية الربح الصافي أنه بما أن هناك اختلاف في تكلفة مصادر التمويل فإن السلوك العقلاني يقتضي من المؤسسة زيادة نسبة المصدر الأقل تكلفة (الديون) في هيكلها المالي. أي أن مؤيدي هذه النظرية يؤكدون على إمكانية التأثير في القيمة السوقية للمؤسسة وفي تكلفة الأموال المرجحة من خلال التغيير في نسبة الرفع المالي، فزيادة نسبة الرفع المالي سوف تضمن انخفاض في تكلفة الأموال المرجحة مما يؤدي إلى ارتفاع في القيمة السوقية للمؤسسة<sup>(1)</sup>.

ومن أجل تحليل مضامين النظرية لابد أولاً من عرض ومناقشة الفروض التي تقوم عليها.

### 1- الفرضيات

تتمثل الفرضيات التي تقوم عليها هذه النظرية فيما يلي<sup>(2)</sup>:

- إن الزيادة في استخدام القروض (الديون) لا يغير من إدراك المساهمين للمخاطر ونتيجة لذلك فمعدل المردودية المطلوب من قبل المساهمين (تكلفة الأموال الخاصة)  $K_{cp}$  ومعدل الفائدة على السندات والقروض  $K_D$  تظل ثابتة ولن تتغير بتغير نسبة الاستدانة؛
- نظراً لأن المساهمين يحصلون على الأرباح الصافية فمن المتوقع أن تزداد درجة المخاطر التي يتعرضون لها أكثر من تلك التي يتعرض لها المقرضون، نتيجة لذلك فإن معدل المردودية الذي يطلبه

(1) حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2004، ص: 761.

(2) محمد صالح الحناوي و آخرون، مرجع سبق ذكره، ص: 342.

المساهمون  $K_{cp}$  يكون أكبر من معدل الفائدة على الديون  $K_D$  وذلك لتعويض الزيادة في درجة المخاطر التي يتعرض لها المساهمون؛

- حجم الأصول الاقتصادية ثابت ولا يتغير وهذا يعني ضمناً أن القيمة الكلية للعناصر التي يتضمنها الهيكل المالي ثابتة، غير أنه ليس هناك ما يمنع المؤسسة من تغيير الخليط الذي يتكون منه الهيكل التمويلي ونظراً لأن حجم الأصول الاقتصادية ثابت لا يتغير هذا يعني أن نتيجة الاستغلال ثابتة لا تتغير؛

- عدم وجود ضرائب أو تكلفة الإفلاس (افتراض أن الديون خالية من الخطر)؛  
- تقوم المؤسسة بتوزيع كل الأرباح على المساهمين أي لا توجد أرباح محتجزة (احتياطات) ويهدف هذا الفرض إلى إبعاد تأثير مصادر التمويل الذاتي على نتائج التحليل.

## 2- تحليل الفرضيات

تتضمن الفروض ثبات تكلفة كل من أموال الملكية وتكلفة القروض، و طالما أن تكلفة أموال الاقتراض أقل من تكلفة أموال الملكية كما يشير إلى ذلك الافتراض الثاني فإن زيادة الاعتماد على التمويل المقترض في هيكل رأس المال في مؤسسة ما، يعني في الواقع أنه تم الاعتماد على مصادر أموال رخيصة نسبياً مقارنة بأموال الملاك الأمر الذي يترتب عليه انخفاض التكلفة الكلية للأموال (التكلفة المرجحة).

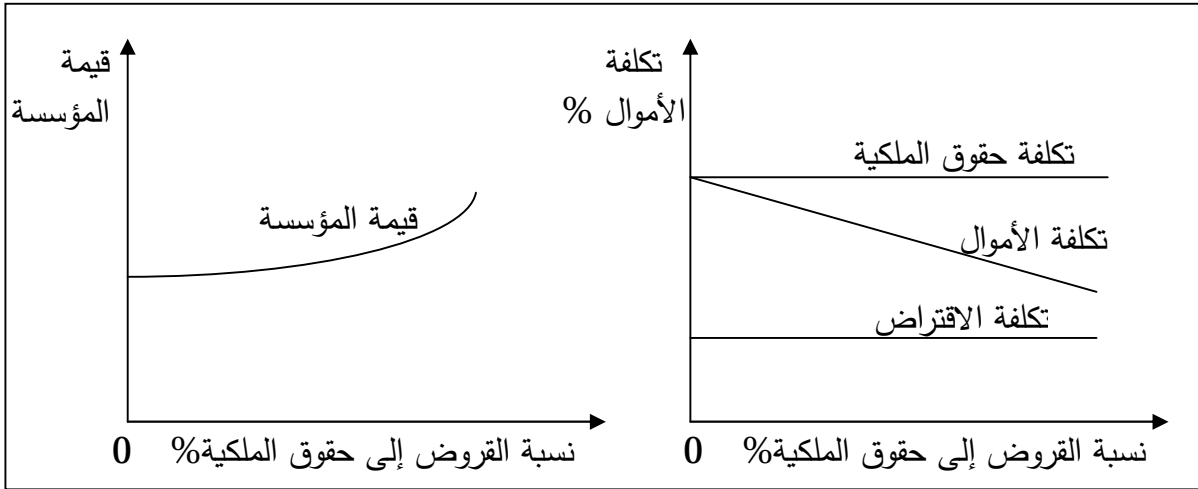
إن التحليل أعلاه يعني أن استمرار ارتفاع نسبة الاستدانة في الهيكل المالي للمؤسسة يعني استمرار انخفاض التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال واستمرار ارتفاع القيمة السوقية للمؤسسة يعني ذلك من الناحية النظرية الوصول بنسبة الاستدانة إلى 100% في الهيكل المالي للمؤسسة سوف تكون التكلفة المتوسطة المرجحة في حدها الأدنى لتكون القيمة السوقية للمؤسسة في حدها الأقصى .

هذا يعني أن القيمة السوقية للمؤسسة سوف تكون في حدها الأعلى عندما تبلغ التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال مستوى يساوي تكلفة الديون، من المنطق أن يتحقق ذلك عندما تعتمد المؤسسة كلياً على الاستدانة (لاقتراض) فقط في هيكلها التمويلي رغم أن ذلك لا يسمح به من الناحية القانونية، بالتالي حسب هذه النظرية فإن الهيكل المالي الأمثل هو ذلك الهيكل الذي يحتوي على ديون فقط<sup>(1)</sup>.

و هذا ما يوضحه الشكلين التاليين:

(1) محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية محل القيمة واتخاذ القرارات، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، 2002، ص:317.

الشكل رقم (3-1): العلاقة بين الهيكل المالي و تكلفة الأموال و قيمة المؤسسة حسب مدخل صافي الربح



المصدر: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص: 99.

### ثانياً: مدخل صافي ربح العمليات

يساند مؤيدو هذا المدخل وجهة النظر المنادية بالقطيعة الموجودة بين الهيكل المالي و قيمة المؤسسة، فحسب هذا المدخل فل قيمة المؤسسة مستقلة تماما عن القرارات التمويلية ولا تتأثر بالتغيرات في الهيكل المالي<sup>(1)</sup>.

و يؤكد مؤيدي نظرية صافي ربح العمليات في صياغة هيكل التمويل إلى أن التغير في الرفع المالي لا يسبب أي تغير في كلفة الأموال المرجحة ولا في القيمة السوقية للشركة والتي تتحدد بالقيمة السوقية لحق الملكية زائد القيمة السوقية للقروض<sup>(2)</sup>.

### 1- الفرضيات

يفترض مدخل صافي ربح العمليات أن تكلفة القروض ثابتة لا تتغير مع تغير نسبة الاقتراض، أما تكلفة حقوق الملكية المتمثلة في العائد الذي يطلبه الملاك فترتفع مع كل زيادة في نسبة الاقتراض، بسبب المخاطر المالية أو ما يعرفه طلاب الإدارة المالية بأثر الرفع المالي.

كما يفترض هذا المدخل كذلك أن زيادة تكلفة الأموال بسبب الزيادة في تكلفة حقوق الملكية التي تنجم عن زيادة نسبة الاقتراض، سوف يعوضها انخفاض بنفس القيمة في تلك التكلفة نتيجة لزيادة الاعتماد على

(1) عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، 2001، ص: 198.

(2) منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، مرجع سبق ذكره، ص: 56.

القروض (السندات)، أي نتيجة لزيادة الاعتماد على مصادر تمويل ذات تكلفة منخفضة نسبياً، لذا فمن المتوقع أن تظل تكلفة الأموال ثابتة مهما تغيرت نسبة الاقتراض<sup>(1)</sup>.

## 2- تحليل الفرضيات

بما أن القيمة السوقية للمؤسسة ما هي إلا حاصل جمع القيمة السوقية لحق الملكية والقيمة السوقية للقروض (السندات) وفق مضمون هذه النظرية، فإن:

$$\text{القيمة السوقية لحق الملكية} = \text{القيمة السوقية للمؤسسة} - \text{القيمة السوقية للقروض}$$

و كما لاحظنا في نظرية صافي الربح أن:

$$\text{القيمة السوقية لحق الملكية} = \text{صافي ربح العمليات} \div \text{معدل العائد المطلوب من الملاك}$$

و هذا يعني أن:

$$\text{معدل العائد المطلوب} = \frac{\text{صافي ربح العمليات}}{\text{القيمة السوقية لحق الملكية}}$$

إذن العائد المطلوب من قبل الملاك ما هو إلا تكلفة التمويل الممتلك ولذلك يشكل بديل يمكن حساب تكلفة التمويل الممتلك بالمعادلة الآتية:

$$\text{تكلفة التمويل الممتلك} = (\text{تكلفة الأموال المرجحة تكلفة القروض}) \times \frac{\text{القيمة السوقية للقروض}}{\text{القيمة السوقية لحق الملكية}}$$

و بما أن تكلفة الأموال المرجحة (WACC) ثابتة، و عليه فإن تكلفة التمويل الممتلك سوف تزداد بمعدل ثابت مع الزيادة في نسبة الاقتراض إلى حق الملكية بسبب زيادة درجات الخطر المالي.

رغم التغير في نسبة الرفع المالي (نسبة القيمة السوقية للقروض إلى القيمة السوقية لحق الملكية) إلا أن القيمة السوقية للمؤسسة ظلت ثابتة كما أن تكلفة الأموال المرجحة (WACC) ظلت ثابتة أيضاً مما يعني عدم وجود هيكل تمويل أمثل رغم أن تكلفة التمويل الممتلك قد تصاعدت مع كل زيادة في نسبة الرفع المالي<sup>(2)</sup>.

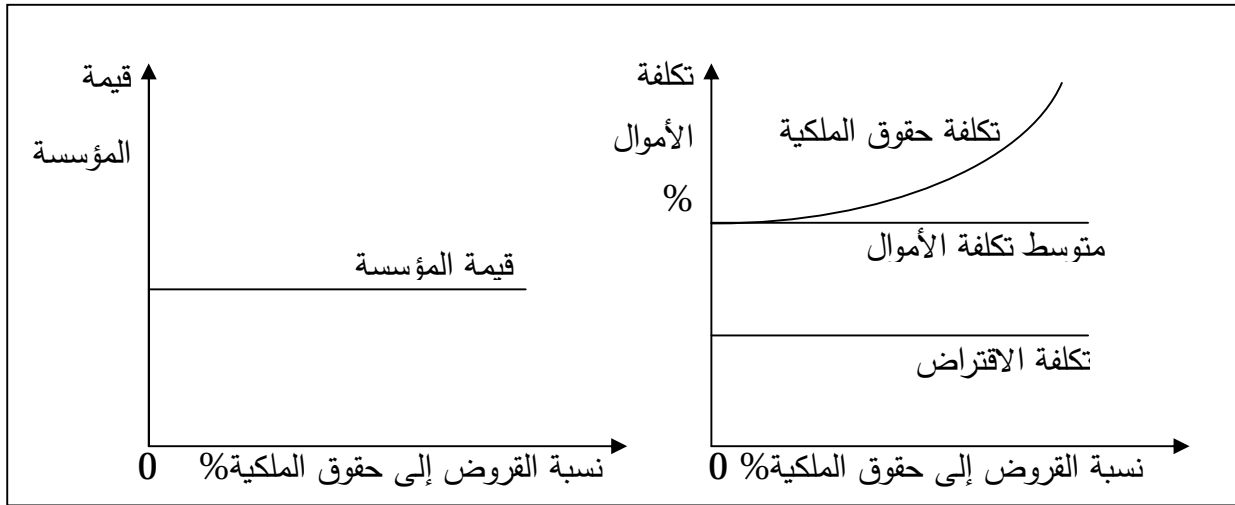
وهذا ما يوضحه الشكلين التاليين:

(1) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، الطبعة الثانية، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2006، ص: 100.

(2) غنية بوربيعة، مرجع سبق ذكره، ص: 60.



الشكل رقم (3-2): العلاقة بين الهيكل المالي و تكلفة الأموال و قيمة المؤسسة حسب مدخل صافي ربح العمليات



المصدر: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص:104.

#### المطلب الثاني: النظرية التقليدية

يطلق مؤيدوه هذه النظرية الصفة التقليدية عليها ليس لكونها قديمة من الناحية التاريخية وإنما بسبب كون الأفكار التي جاءت بها مسلم بها من الناحية التحليلية والإستنتاجية . أضف إلى ذلك أن المضمون النظري لأفكارهم يعتمد وجهة نظر وسيطة بين نظرية الربح الصافي ونظرية ربح الاستغلال (1).

ويجب مؤيدو النظرية التقليدية على سؤال: هل يوجد هيكل مالي أمثل؟ ب :نعم، لأن تكلفة الأموال الخاصة أقل من تكلفة الاقتراض، إذ أن المخاطرة المتأتية من التمويل الذاتي أعلى من المخاطرة الناجمة عن الاستدانة، ومن جهة أخرى تكلفة الاقتراض والتي تتدرج ضمن المصاريف المالية لها خاصية الاقتصاد في الضريبة، ويبرز ذلك في تخفيض الوعاء الضريبي لحساب الضريبة على الأرباح، بينما عوائد رأس المال الناجمة عن التمويل الذاتي لا تتميز بتلك الخاصية لكونها تأتي بعد حساب النتيجة، وبالتالي فإن الديون تعمل على تخفيض تكلفة رأس المال (2).

(1) تير زغود ، مرجع سبق ذكره، ص:59.

(2) عبد الغني دادن، مداخلة بعنوان دور تكلفة رأس المال في اتخاذ قرار تمويل المشروعات الصغيرة و المتوسطة و الرفع المالي

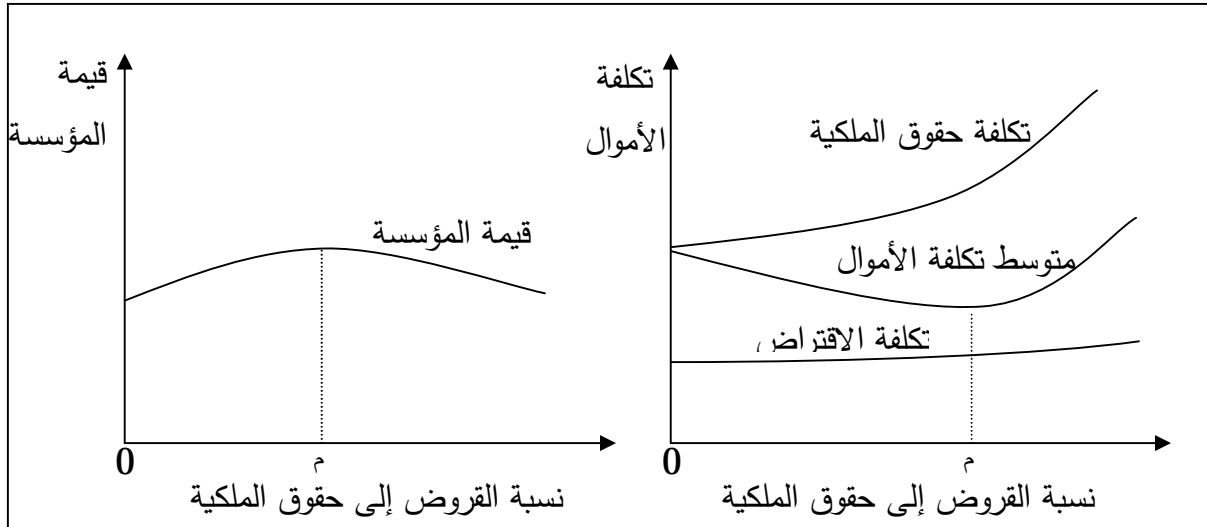
كاستراتيجية للنمو الداخلي، الدورة التدريبية الدولية حول تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطويرها في الاقتصاديات المغاربية ، الجزائر، 2003، ص:4.

فعلى عكس مدخل صافي العمليات يفترض المدخل التقليدي وجود هيكل رأسمالي مثالي أي وجود نسبة اقتراض مثالية تنخفض عندها تكلفة الأموال إلى حدها الأدنى، وتصل عندها قيمة المؤسسة إلى حدها الأقصى (1).

وقد بنيت النظرية التقليدية على أساس مجموعة من الفرضيات أهمها (2):

- توزيع الأرباح داخل المؤسسة يكون قبل الضريبة؛
  - خطر الاستغلال الذي تتحمله المؤسسة ثابت في حالة القيام باستثمارات جديدة؛
  - توقعات العوائد من طرف المساهمين معروفة و متجانسة؛
  - في حالة تغير نسبة الأموال المقرضة/الأموال الخاصة، فإن مورد التمويل الجديد يتم اللجوء إليه من أجل التقليل من المصدر الآخر؛
  - المؤسسة تعمل في محيط تنعدم فيه الضرائب ولا توجد تكاليف المعاملات.
- ويمكن توضيح ما جاء به المدخل التقليدي من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (3-3): العلاقة بين تكلفة الأموال و نسبة الاقتراض و قيمة المؤسسة حسب المدخل التقليدي



المصدر: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص: 106.

ويظهر من الشكل السابق اتجاه متوسط تكلفة الأموال نحو الانخفاض مع كل زيادة في نسبة الرفع المالي في صياغة الهيكل المالي، حتى يصل منحنى متوسط تكلفة الأموال إلى أدنى انخفاض له لتشكل هذه النقطة ما يعرف بنقطة أو مدى الاقتراض الأمثل، وفي هذه النقطة تكون القيمة السوقية للمؤسسة في حدها

(1) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص: 103.

(2) أنفال حدة خبيزة، مرجع سبق ذكره، ص: 21.

الأعلى، وبعد هذه النقطة يأخذ منحني التكلفة المرجحة للأموال بالارتفاع لتتخفض بالمقابل القيمة السوقية للمؤسسة (1).

### المطلب الثالث: نظرية مودكلياني و ميلر في ظل غياب الضريبة و تكلفة الإفلاس و تكلفة الوكالة

يشار إلى "مودكلياني" و"ميلر" (M&M) (Modigliani-Miller) على أنهما مؤسسا الإدارة المالية بمفهومها الحديث، ولقد قدم هذان الباحثان تحليلا منطقيا لإثبات أن تكلفة الأموال لا تتأثر بتغير نسبة الاقتراض، وهو ما يتفق مع مدخل صافي ربح العمليات (2).

حيث حول كل من "مودكلياني" و"ميلر" الإجابة عن وجود هيكل رأس المال أمثل بتقديم تحليل علاقة قيمة المؤسسة بهيكل التمويل في محيط يخلو من الضرائب سنة 1958، ثم في محيط فيه الضرائب سنة 1963 (3).

إن المضمون النظري لنموذج "مودكلياني" و"ميلر" بشأن الهيكل المالي في ظل عدم وجود الضريبة على أرباح الشركات يتفق مع نظرية ربح الاستغلال التي سبق التعرض لها. حيث أثبت "مودكلياني" و"ميلر" سنة 1958 أنه في ظل غياب الضريبة قيمة المؤسسة وتكلفة رأس المال مستقلان تماما عن الهيكل المالي أي عن تغيرات نسبة الاستدانة و لذلك أكدا على عدم وجود هيكل مالي أمثل (4).

ويستند هذا التحليل إلى الفروض التي اعتمد عليها المدخل التقليدي إلى جانب بعض الفروض الأخرى والتي نذكر منها ما يلي (5):

- رشادة المستثمرين في الأوراق المالية؛
- للمستثمرين حرية شراء وبيع الأوراق المالية دون قيود؛
- تماثل إمكانية وشروط الاقتراض بالنسبة للأفراد والمؤسسات؛
- تكلفة تحويل وتبديل الملكيات معدومة؛
- تصنيف المؤسسات الاقتصادية إلى مجموعات متجانسة من حيث المخاطر والعائد؛
- شفافية ومجانبة السوق المالي بحيث أن المعلومات المتعلقة بالمؤسسات العاملة فيه متاحة ومجانبة لجميع المتعاملين.

(1) محمود حمزة الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص: 785.

(2) منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، مرجع سبق ذكره، ص: 633.

(3) عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره، ص: 402.

(4) تير زغود، مرجع سبق ذكره، ص: 66.

(5) محمد شعبان، مرجع سبق ذكره، ص: 58.

ويقسم "مودكلياني" و "ميلر" هذه النظرية إلى اقتراحين هما:

### أولاً: الإقتراح الأول Proposition1

يشير الاقتراح الأول إلى أن قيمة المؤسسة سواء كانت مستدينة أو غير مستدينة مستقلة تماماً عن هيكلها المالي، وأنها تتحدد من خلال خصم نتيجة الاستغلال (النتيجة قبل المصاريف المالية) بمعدل خصم يتمثل في معدل المردودية المطلوب من قبل المساهمين لمؤسسة تنتمي لنفس طبقة (فئة) المخاطر ولكنها ممولة بالكامل بالأموال الخاصة<sup>(1)</sup>.

وحسب هذا الاقتراح الأول في شكل معادلة تكشف عن قيمة أي مؤسسة تنتمي إلى فئة (درجة) مخاطر معينة كما يلي<sup>(2)</sup>:

$$V = CP + D = \frac{R_{EX}}{K^*_{CP}}$$

حيث: V : قيمة المؤسسة؛

CP: قيمة الأموال الخاصة؛

D : قيمة الديون؛

$R_{EX}$  : نتيجة الاستغلال (النتيجة قبل المصاريف المالية)؛

$K^*_{CP}$  : معدل المردودية المطلوب (تكلفة الأموال الخاصة) من قبل المساهمين لمؤسسة غير مستدينة (ممولة بالكامل من الأموال الخاصة).

### ثانياً: الإقتراح الثاني Proposition2

يقضي الاقتراح الثاني والمشتق من الاقتراح الأول أن معدل المردودية المطلوب من طرف المساهمين لمؤسسة مستدينة يساوي معدل المردودية المطلوب من طرف المساهمين لمؤسسة غير مستدينة تنتمي لنفس فئة المخاطر يضاف إلى ذلك مكافأة للتعويض عن المخاطر المالية الناتجة عن الاستدانة والتي تقاس بالفرق بين معدل المردودية المطلوب من طرف المساهمين لمؤسسة غير مستدينة ومعدل الفائدة على الديون (القروض) مضروباً في نسبة الديون إلى الأموال الخاصة<sup>(3)</sup>.

ويمكن صياغة الاقتراح الثاني في المعادلة التالية:

$$K_{CP} = K_0 + (K_0 - i) \frac{D}{CP}$$

(1) منير ابراهيم هنيدي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، مرجع سبق ذكره، ص: 653.

(2) تير زغود، مرجع سبق ذكره، ص: 67.

(3) نفس المرجع السابق، ص: 72.

حيث: D: قيمة الديون؛

CP: قيمة الأموال الخاصة؛

I: معدل الفائدة على الديون؛

$K_0$ : تكلفة رأس المال.

## المبحث الثاني: النظريات المفسرة لأثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة في ظل عدم كمال الأسواق

فيما سبق لم يؤخذ بعين الاعتبار وجود الضريبة على دخل المؤسسات وكذلك إهمال تكلفة الإفلاس، أما في هذا المبحث وفي ظل عدم كمال الأسواق سوف نستعرض مختلف النظريات التي عالجت الهيكل المالي في هذا الإطار.

### المطلب الأول: نظرية مودكلياني و ميلر و الضريبة على دخل المؤسسات

يعتبر نموذج "مودكلياني و ميلر" لسنة 1963 بأن حضور أموال الاقتراض في الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية يعد فرصة لتحقيق وفورات ضريبية، وعليه أسقطا النظرية القائلة بحياد الهيكل المالي عن قيمة المؤسسة<sup>(1)</sup>.

فقد قدما "مودكلياني و ميلر" تحليلا متميزا أثبتا فيه أنه في حالة خضوع دخل المنشأة للضريبة، فإن القيمة السوقية لمنشأة مستدينة تساوي القيمة السوقية لمنشأة مماثلة تعتمد كلية في تمويل استثماراتها على الأموال الخاصة، بالإضافة إلى القيمة الحالية للوفورات الضريبية الناجمة عن الاقتراض، وعليه فإن الهيكل المالي المثالي هو ذلك الهيكل الذي تكون به أكبر نسبة اقتراض ممكنة.

و يؤكد الباحثان على أنه لا ينبغي أن يزيد أو يقل الفرق بين القيمة السوقية للمنشأة المقترضة والمنشأة غير المقترضة عن القيمة الحالية للوفورات الضريبية، وإذا حدث العكس فإن عملية المراجعة كفيلة بإعادة التوازن بين المنشأتين<sup>(2)</sup>.

يقسم "مودكلياني و ميلر" نظريتهما إلى عدد من الاقتراحات نشرحها فيما يلي:

(1) محمد شعبان، مرجع سبق ذكره، ص: 63.

(2) مليكة زغيب، سفيان دلفوف، تأثير الاقتراض على القيمة السوقية للمنشأة، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، جامعة سطيف، الجزائر، العدد 12، 2012، ص: 299.

**أولاً: الاقتراح الأول Proposition1**

أعاد" مودكلياني وميلر" ما توصلوا إليه سابقا وأكدا على أن: " القيمة السوقية لمؤسسة مقترضة تساوي القيمة السوقية لمؤسسة مماثلة وتنتمي إلى نفس الدرجة من الخطر إلا أنها ممولة بالكامل بمصدر الملكية زائد القيمة الحالية للوفر لضريبي"<sup>(1)</sup>.

يمكن توضيح ما سبق بالمعادلة التالية<sup>(2)</sup>:

القيمة السوقية لمؤسسة مقترضة = القيمة السوقية لمؤسسة غير مقترضة+القيمة الحالية للوفر الضريبي

$$VD = VND + DT$$

الملاحظة الجديرة بالاهتمام في المعادلة هي أن القيمة السوقية للمؤسسة الممولة بالكامل عن طريق الملاك سوف تعادل القيمة السوقية لأسهمها، أما الملاحظة الأخرى الأكثر أهمية هي أن القيمة السوقية للمؤسسة المستخدمة للرفع المالي (الاقتراض) سوف تزداد باستمرار مع زيادة الاقتراض بهيكل رأس المال طالما كان معدل الضريبة على دخل المؤسسة موجبا.

من خلال التحليل أعلاه نستطيع أن نضع المعادلة الآتية للقيمة الحالية للوفورات الضريبية<sup>(3)</sup>:

القيمة الحالية للوفر الضريبي = (معدل الضريبة × مقدار القرض × سعر الفائدة) ÷ معدل الخصم

كما يلاحظ أن معدل الخصم الذي استخدم للوصول إلى القيمة الحالية ما هو إلا سعر الفائدة على القروض والسبب في هذا الاعتماد يعود إلى أن مخاطر الوفورات الضريبية لا بد أن تساوي المخاطر التي تتعرض لها فوائد القروض ذاتها وعليه لا بد من خصمها بمعدل خصم يساوي معدل الفائدة.

**ثانياً: الاقتراح الثاني Proposition2**

يقضي هذا الاقتراح أنه في حالة وجود ضرائب على أرباح الشركات فإن تكلفة الأموال الخاصة لمؤسسة مستدينة تساوي تكلفة الأموال الخاصة لمؤسسة غير مستدينة تنتمي لنفس طبقة الخطر مضافا إليها مكافئة عن المخاطر المالية الناجمة عن الاستدانة Prime De Risque تتحدد على أساس الفرق بين تكلفة الأموال الخاصة لمؤسسة غير مستدينة وتكلفة الديون وعلى نسبة الديون إلى الأموال الخاصة والضريبة على أرباح الشركات، ونلخص مضمون هذا الاقتراح في المعادلة التالية<sup>(4)</sup>:

(1) Pierr Vernimmen , **Finance d'entreprise** , 8eEdition , Dallouz, Paris, 2010 P :797.

(2) غنية بوربيعة، مرجع سبق ذكره، ص: 74.

(3) Aswath Damodaran, **Finance d'entreprise: Théorie et pratique**, 01eEdition, Groupe de Boeck, Bruxelles 2010, P :370.

(4) تبر زغود، مرجع سبق ذكره، ص: 79.

$$K_{CP} = K_{CP}^* + (K_{CP}^* - i) \frac{D}{CP} (1 - t)$$

حيث:  $K_{CP}$ : معدل المردودية المطلوب من طرف المساهمين لمؤسسة مستدينة؛

$K_{CP}^*$ : معدل المردودية المطلوب من طرف المساهمين لمؤسسة غير مستدينة؛

$i$ : معدل الفائدة على الديون.

بالتالي حسب هذه المعادلة فإن تكلفة الأموال الخاصة تزداد بارتفاع نسبة الاستدانة في الهيكل المالي للمؤسسة (علاقة طردية) ولكن بمعدل أكثر بطئا مما هو عليه في حالة غياب الضرائب وهذا هو السبب في نتيجة الاقتراح الأول الذي مؤداه أن قيمة المؤسسة ترتفع مع زيادة نسبة الاستدانة.

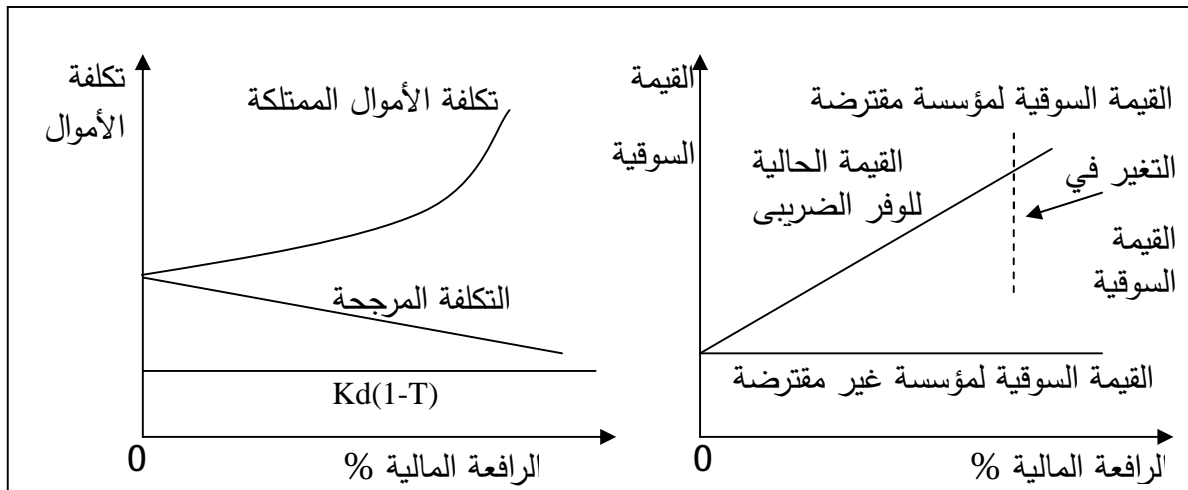
وعليه في حالة خضوع المؤسسة للضريبة على أرباح الشركات فإن ارتفاع نسبة الاستدانة في الهيكل المالي (المصدر الأقل تكلفة بسبب المزايا الضريبية) سوف يؤدي إلى انخفاض تكلفة رأس المال والتي تعطى بالعلاقة التالية (1):

$$K_0 = K_{CP} \left( \frac{CP}{CP+D} \right) + K_D (1 - t) \frac{D}{CP+D}$$

و هذا ما يوضحه الشكلين التاليين:

الشكل رقم (3-4): العلاقة بين الهيكل المالي و تكلفة الأموال و قيمة المؤسسة حسب نظرية مودكلياني و

ميلر في ظل وجود الضرائب



المصدر: غنية بوربيعة، مرجع سبق ذكره، ص: 75.

(1) نفس المرجع السابق.

## المطلب الثاني: نظرية تكلفة الإفلاس

قام العديد من العلماء بإسقاط افتراض أن الديون خالية من الخطر، وبالتالي يترتب عن فشل المنشأة في سداد قيمة القروض والفوائد عندما تحين آجال استحقاقها مخاطر تدعى بمخاطر الإفلاس (1).

يمكن تعريف الإفلاس على أنه: "الوضعية التشريعية المتعلقة بإعلان التصفية لأصول المؤسسة، بسبب عدم قدرتها على تسوية التزاماتها تجاه المقرضين" (2).

إن تزايد نسبة القروض بالهيكل التمويلي قد يؤدي إلى زيادة مخاطر الإفلاس نتيجة تزايد المخاطر المالية المتمثلة في عدم القدرة على سداد فوائد وأقساط القروض عند استحقاقها مما يؤثر عكسياً على تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة، إذ يترتب على زيادة مخاطر الإفلاس زيادة معدل العائد الذي يطلبه كل من حملة الأسهم وحملة السندات (3).

يترتب على الإفلاس مجموعة من التكاليف تعرف بتكاليف الإفلاس حيث تتركب من مكونين أساسيين هما تكلفة الإفلاس المباشرة وتكلفة الإفلاس غير المباشرة (4).

وتتمثل التكاليف المباشرة في المصروفات الإدارية والقانونية إلى جانب الخسائر الناجمة عن بيع الأصول بقيمة أقل من قيمتها الدفترية، أما التكاليف غير المباشرة فتتمثل في انخفاض أرباح المنشأة إما بسبب انخفاض كفاءة التشغيل التي عادة ما تحدث قبيل حدوث الإفلاس أو بسبب ارتفاع حجم الفوائد نتيجة للزيادة في الأموال المقترضة، أو نتيجة لارتفاع معدل الفائدة الذي يطلبه المقرضين، وتزداد مخاطر الإفلاس وتزداد معها التكاليف المصاحبة لها كلما زادت نسبة الأموال المقترضة (5).

وتتوقف العلاقة بين الإفلاس والتكلفة على ثلاثة عناصر هي:

- احتمالية الإفلاس؛
- التكاليف التي تتحملها المؤسسة عندما تحدث مصاعب أو أزمات مالية؛
- الآثار العكسية المحتملة للإفلاس على العمليات الجارية.

(1) مليكة زغيب، علاقة الهيكل المالي بالقيمة السوقية للمنشأة من خلال النظرية المالية دراسة نظرية تحليلية، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 31، جامعة منتوري، قسنطينة، 2009، ص: 194.

(2) ياسين العايب، إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة منتوري، قسنطينة، 2010-2011، ص: 32، 33.

(3) عبد المجيد تيمواي، المتغيرات المالية المحددة لفاعلية قرار استخدام الديون كمصدر مالي في المؤسسة، مجلة الواحات للبحوث و الدراسات، المركز الجامعي غرداية، العدد 13، 2011، ص: 70.

(4) محمد شعبان، مرجع سبق ذكره، ص: 72.

(5) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص: 169.



فاحتمال الإفلاس هو احتمال إفلاس في المستقبل، يعتمد على حجم وتقلب التدفقات النقدية التشغيلية المتوقعة، لأنها تمثل إمكانية عدم القدرة على تغطية التكاليف إلى أن المؤسسة تدعم بعض التزاماتها التعاقدية.

يمكن تقدير تكلفة الإفلاس وذلك على أساس أن قيمة المشروع في ظل خطر الإفلاس تقل بمقدار تكلفة الإفلاس حيث:

$$\text{قيمة المؤسسة} = \text{القيمة الحالية للمؤسسة} - \text{القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس}$$

في حين أن القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس تحسب كما يلي:

$$\text{القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس} = \text{تكلفة الإفلاس} / \text{سعر الفائدة}$$

أما تكلفة الإفلاس فتحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{تكلفة الإفلاس} = \text{قسط التأمين بعد الضرائب} \times \text{احتمال الإفلاس}$$

$$\text{تكلفة الإفلاس المتوقعة} = \text{تكاليف الإفلاس الفعلية} \times \text{احتمال الإفلاس}$$

حيث يجب مراعاة كل من احتمالات الإفلاس عند مستويات المديونية المختلفة، وكذلك قسط التأمين بعد الضرائب عند تحديد تكلفة الإفلاس والقيمة الحالية لها (1).

فالمؤسسات التي تتصف بأن إيراداتها أكثر تقلباً فهي أكثر عرضاً للإفلاس (مع بقاء المتغيرات الأخرى كما هي) وبذلك فهي تقلل من استخدام القروض في هيكل رأس المال بالمقارنة بالمؤسسات الأكثر استقراراً في إيراداتها (2).

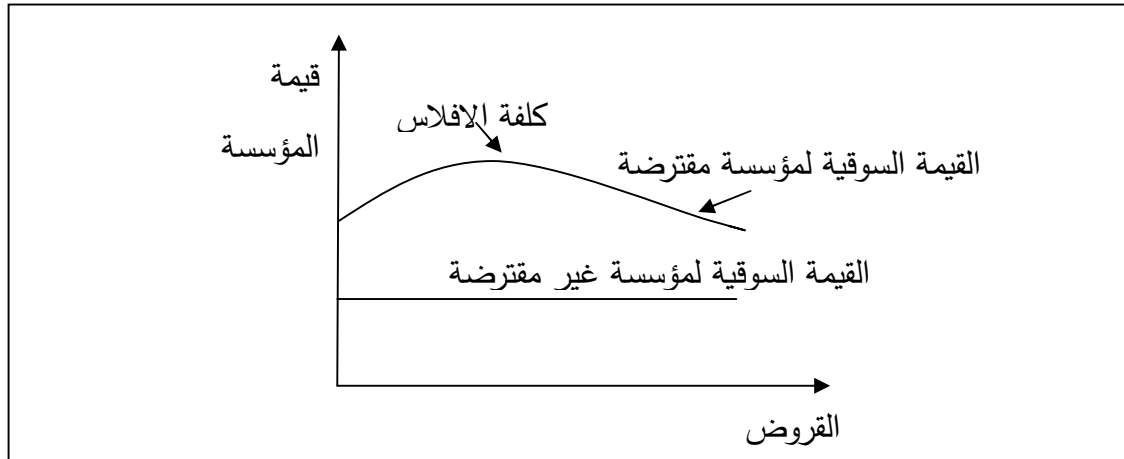
إن الاقتراض يعرض المؤسسة لمخاطر الإفلاس حيث تبدأ هذه الأخيرة في الازدياد مقابل الزيادة في الاقتراض (علاقة خطية) وتستمر العلاقة على هذا النحو إلى أن تصل نسبة الاقتراض إلى نقطة معينة بعدها تبدأ مخاطر الإفلاس في الزيادة بمعدل أكبر من معدل الزيادة في الاقتراض، وكقاعدة عامة كلما زادت مخاطر الإفلاس زادت أثارها العكسية على كل من تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة (3).  
و هذا ما يتضح من خلال الشكل التالي:

(1) غنية بوربيعة، مرجع سبق ذكره، ص ص: 80، 81.

(2) عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 366.

(3) حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص: 815.

## الشكل رقم (3-5) : أثر تكلفة الإفلاس على قيمة المؤسسة



المصدر: حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة مرجع سبق ذكره، ص: 815.

في حين أن العلاقة بين تكاليف الإفلاس والوفورات الضريبية هدفها هو كشف أن الهيكل المالي الأمثل لا يتحقق إلا عند التوازن بين المتغيرين (الإفلاس و الوفورات الضريبية).

وفي سوق كل شيء يمشي على قدم المساواة، الديون توفر أثرين للمؤسسة:

-المنفعة الضريبية المرتبطة بخصم الفوائد، وما هي إلا الوفورات الضريبية المرتبطة بالديون، في هذه

الحالة الديون تخلق قيمة للمؤسسة من خلال القيمة الحالية للوفورات الضريبية؛

-أثر سلبي مرتبط بتكاليف الإفلاس، القيمة الحالية لهذه التكاليف تعاقب قيمة المؤسسة، يتعلق

الأمر بانخفاض القيمة الحالية للوفورات الضريبية<sup>(1)</sup>.

في سوق غير كاملة الأثرين يحدثان في وقت واحد لتحديد قيمة المؤسسة المستدينة من خلال

مؤسسة متشابهة معها في كل النقاط غير أنها ليست مستدينة<sup>(2)</sup>:

قيمة المؤسسة المستدينة = قيمة مؤسسة غير مستدينة + القيمة الحالية للوفورات الضريبية - القيمة

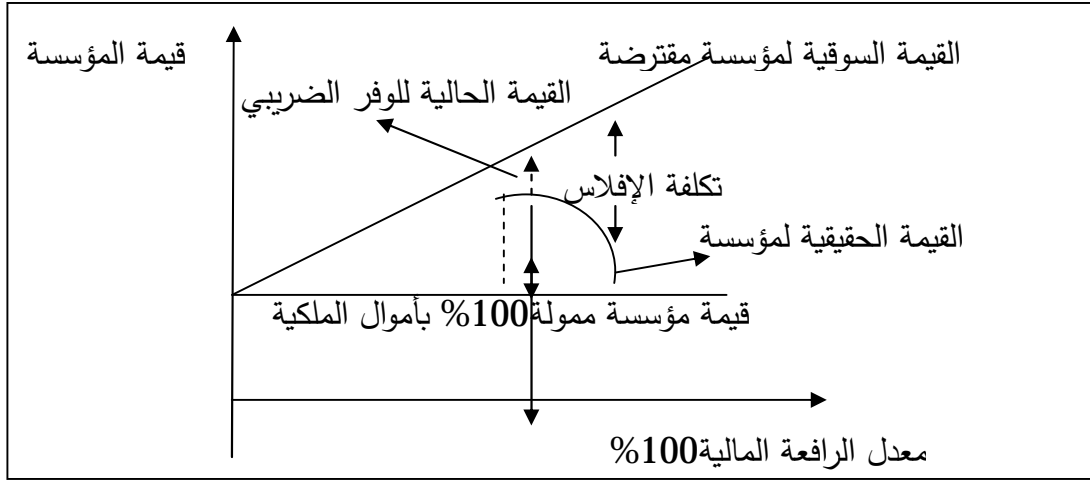
الحالية لتكلفة الإفلاس

وهذا ما يوضحه الشكل الموالي:

(1) غنية بوربيعة، مرجع سبق ذكره، ص: 83.

(2) Pierre Vernimmen, Finance d'entreprise, op cite, P :799.

## الشكل رقم (3-6): أثر تكلفة الإفلاس والوفر الضريبي على القيمة السوقية للمؤسسة



المصدر: غنية بوربيعة، مرجع سبق ذكره، ص: 83.

وعليه فإن الهيكل المالي الأمثل يتحقق عند تعظيم قيمة المؤسسة مع الأخذ بعين الاعتبار جميع المتغيرات، فالقرار الأمثل للاقتراض والذي يضمن أعلى قيمة سوقية للمؤسسة ما هو إلا محصلة للتوازن بين الأثر الإيجابي الذي تحدثه القيمة الحالية للوفورات الضريبية والأثر السلبي الذي تسببه تكلفة الإفلاس<sup>(1)</sup>.

## المطلب الثالث: نظرية تكلفة الوكالة

يعد الملاك الطرف الرئيسي في المؤسسة ويعرفون بأصحاب المصلحة الرئيسية في استمرار وبقاء المؤسسة، الأمر الذي يدعو إلى موائمة أهداف الإدارة التي يصبوا إليها الملاك، وباعتبار الإدارة الجهاز الذي يتخذ و يبني القرارات المالية المهمة في حياة المؤسسة، فمن البديهي أن تؤثر هذه القرارات حتماً بشكل أو بآخر في مصالح الملاك، وعليه يرى الملاك أن تكون القرارات المستهدفة تصبوا إلى حماية أملاكهم نحو بر الأمان، حيث أن علاقة الوكالة هي عقد يقوم بموجبه شخص يدعى الموكل باللجوء إلى شخص آخر يدعى الوكيل، من أجل القيام بمهمة معينة نيابة عنه وباسمه<sup>(2)</sup>.

وجوهر النظرية هو طرح إشكالية وجود أهداف ذاتية خاصة بالمسيرين تؤدي بهم إلى انتهاج سلوك مخالفة عن سلوكهم حالة كونهم ملاكا.

تهدف نظرية الوكالة إلى تقديم خصائص التعاقد الأمثل الذي يمكن أن تكون بين الموكل والوكيل معتمدة في ذلك على مبدأ النيوكلاسيكي الذي يستند إلى فرضية تضارب المصالح بحيث يهدف كل عون اقتصادي إلى تعظيم مصلحته الخاصة قبل المصلحة العامة. وتقتصر هذه النظرية أسلوباً لتسيير صراع

(1) غنية بوربيعة، مرجع سبق ذكره، ص: 84.

(2) إلياس بن ساسي، يوسف قرشي، مرجع سبق ذكره، ص: 381.

الوكالة بشكل أمثل، خصوصاً فيما يتعلق بالقرارات المالية المناسبة، كما تحاول هذه النظرية تفسير سلوك المتعاملين بتمويل المؤسسة ومحاولة ملاحظة تأثير سلوكهم على تحديد هيكل التمويل وذلك استناداً إلى فرضيتين (1):

- ليس بالضرورة أن تكون أهداف المسوين والملاك متطابقة؛

- عدم تساوي المتعاملين في الحصول على المعلومة المتعلقة بالمؤسسة ومحيطها.

توكل مسؤولية تسيير المؤسسة إلى أعوان ومساهمين خارجيين يعملون على تعظيم الثروة، لكن من الممكن أن ينفصل تسيير المؤسسة عن المساهمين، وبذلك قد ينجم عن هذا تضارب المصالح إذا ما انتهج كل واحد منهم أهدافه الخاصة (2).

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

بما أن النظرية مبنية على فرضيات الرشادة أين يسعى كل طرف إلى تعظيم مصلحته الخاصة قبل تعظيم المصلحة العامة، وبما أن المسير يفترض أنه يعمل، ويفترض أنه يعلم أكثر من الأطراف الأخرى فيما يتعلق بوضعية المؤسسة، يرى "ميكلينج وجونسون" (Jensen Et Meckling) أن تقييم سلوك المسير في ظل نظرية الوكالة ومبادئها يتم من خلال إنشاء نظام للرقابة، أين يفرز هذا الأخير عدة تكاليف للوكالة (3). وتنقسم تكاليف الوكالة إلى ثلاثة أقسام وهي (4):

- **تكاليف الرقابة:** يتحملها الموكل لمراقبة سلوك المسير وجعله يعمل على تعظيم مصلحته الشخصية، أي أنه يتحملها لإقصاء السلوك الانتهازي للمسير، لأن نظرية الوكالة مبنية على أساس المبدأ النيوكلاسيكي، أين يهدف كل عون إلى تعظيم مصلحته الخاصة قبل المصلحة العامة، ويمكن للمسير تحديد أثر هذه التكاليف على دخله، على اعتبار أنه أعلم من الغير بوضعية المؤسسة.

- **تكاليف التعهد والالتزام:** (obligation) هي نفقات يتحملها الوكيل قصد إثبات نوعية القرارات المتخذة أمام الموكل، أي المسير أمام المساهم، وفي الوقت ذاته يتحملها المساهم أمام الدائن.

(1) عبد الوهاب دادان، الجدل القائم حول هياكل تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، مجلة الباحث، العدد 07، جامعة ورقلة، 2009-2010، ص: 318.

(2) عبد القادر عيادي، مرجع سبق ذكره، ص: 113.

(3) ياسين العايب، مرجع سبق ذكره، ص: 43.

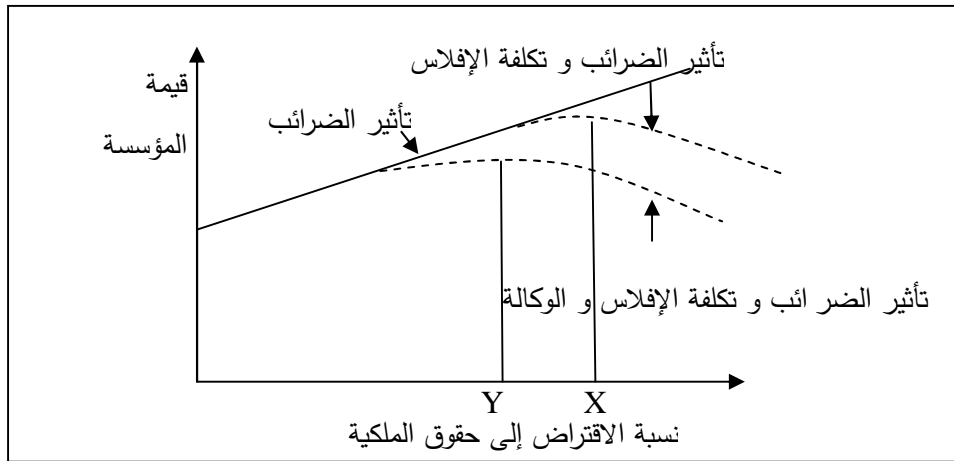
(4) محمد شعبان، مرجع سبق ذكره، ص: 66.

- **التكاليف المتبقية:** هي تلك التكاليف الناتجة عن استحالة تطبيق رقابة شاملة على سلوك و تصرفات المسير، وفي هذه الحالة تفوق التكلفة الحدية للرقابة العائد الحدي للمستثمر، إذا تحققت هذه النتيجة يكون من الأجدر أن يتحصل المسير على تلك المصاريف بدلا من استخدامها في الرقابة. تعبر أيضا التكاليف المتبقية عن الخسائر الناتجة عن تعارض المصالح بين المسيرين والمساهمين.

كما أن ظهور تكلفة الوكالة إلى جانب تكلفة الإفلاس من شأنه أن يؤثر على النسبة المثالية للاقتراض التي في ظلها يتحقق تعظيم القيمة السوقية للمنشأة، أي سوف يؤثر على هيكل رأس المال المثالي، وبعبارة أكثر وضوحا سوف يترتب على ظهور تكلفة الوكالة تخفيض نسبة الأموال المقترضة داخل هيكل رأس المال وهو ما يوضحه الشكل الموالي الذي يشير إلى أن نسبة الاقتراض المثالية التي تكون عندها قيمة المنشأة عند حدها الأقصى وتكلفة الأموال عند حدها الأدنى قد انخفضت إذا تحركت من النقطة X إلى النقطة Y، على أن يراعى أن هذه النقطة أي النقطة Y تتعادل عندها الوفورات الضريبية الناجمة عن الاقتراض مع مجموع تكلفة الإفلاس والوكالة، وقبل أن تبلغ نسبة الاقتراض هذه النقطة تكون الوفورات الضريبية أكبر من تلك التكاليف أما بعدها فيحدث العكس، فكما هو الحال في شأن تكلفة الإفلاس تنخفض قيمة المنشأة بمقدار القيمة الحالية لتكلفة الوكالة (1).

و هذا ما يوضحه الشكل الموالي:

الشكل رقم (3-7): قيمة المنشأة في ظل خضوع المؤسسة للضريبة و تكلفة الإفلاس والوكالة



المصدر: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص: 172.

فحسب نظرية الوكالة الهيكل المالي الأمثل ينتج عن تحكيم مرضي بين أنماط التمويل المختلفة التي تسمح بحل إشكالية تضارب المصالح بين الأطراف المهتمين بمستقبل وحياة المؤسسة، وذلك باعتبار

(1) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص: 172.

الاستدانة والأموال الخاصة تحد من بعض الصراعات وفي ذات الوقت تثير أخرى، بحيث يسمح هذا الهيكل الأمثل بتعظيم القيمة الإجمالية للمؤسسة. وتستند أمثلية الهيكل المالي حسب هذه النظرية إلى ثلاث متغيرات<sup>(1)</sup>:

- الهدف: تعظيم القيمة الإجمالية للمؤسسة؛
- الإمكانيات المستعملة: تدنية صراع تضارب المصالح، وتدنية التكاليف بالاستدانة بطريقة مثلى؛
- القيود: الأخذ في الحسبان تكاليف الوكالة للأموال الخاصة والديون.

### المبحث الثالث: النظريات المفسرة لأثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة في ظل التيارات الجديدة

في هذا المبحث نستعرض النظريات التي اهتمت بدراسة إشكالية الهياكل المالية في ظل التيارات المالية الجديدة التي تدخل تحت إطار ما يعرف بالمنظور المتعدد الأشكال ، الذي يعرف حالياً بما يسمى النظرية الحديثة للمشروع ، والتي ظهرت في منتصف السبعينات نتيجة الانتقادات التي وجهت لفكرة اللجنة الاقتصادية والمالية (نعدام الضرائب ومتغيرات أساسية أخرى)، ولفكرة توافر السوق الكاملة أين تتاح المعلومة لكل الأعوان الاقتصاديين، وسلوك هؤلاء الأعوان يكون رشيد.

#### المطلب الأول: نظرية الإشارة

وفقاً للافتراضات الخاصة بنظرية" موديكلياني وميلر" فإن المعلومات متوافرة للجميع سواء المستثمرين أو المدراء، و تسمى هذه الخاصية بحالة التماثل المعرفي أو المعلوماتي، ولكن غالباً ما يتاح للمدراء كم أكبر من المعلومات لا تتوافر لدى المستثمرين خارج المؤسسة، وهذه الحالة تسمى بحالة عدم التماثل في المعلومات، مما يكون لذلك من تأثير قوي على الهيكل المالي<sup>(2)</sup>.

يعود الفضل في ظهور هذه النظرية إلى الكاتب (Ross) سنة 1977، تقوم هذه النظرية على قاعدة أساسية وهي عدم التماثل/التناظر المعلوماتي، الذي تتصف به الأسواق، الواقع أن المعلومات التي تبثها المؤسسات ليست بالضرورة حقيقية وصادقة، ومن ثم فإن هذه النظرية تنطلق من أنه بإمكان المديرين في المؤسسات الأحسن أداءاً إصدار إشارات (signaux) خاصة وفعالة تميزها عن مؤسسات أخرى ذات مستوى

(1) عبد الوهاب دادان، الجدل القائم حول هياكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مرجع سبق ذكره، ص: 318.

(2) عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية للنشر و التوزيع، مصر، 2007، ص: 399.

أقل من الأداء، وخاصة هذه الإشارات أنه سيكون من الصعب تقليدها من طرف مؤسسات ضعيفة، إذن تستند نظرية الإشارة إلى فكرتين أساسيتين هما (1):

- نفس المعلومة غير موزعة في جميع الاتجاهات، حيث أنه بإمكان المديرين في مؤسسة ما تهيئة معلومات لا تكون متوفرة لدى المستثمرين؛
- حتى إذا كانت تلك المعلومات منشورة ومتوفرة لدى الجميع، فإنها سوف لا تدركو لا تفهم بنفس الأسلوب والطريقة.

وتكون الإشارة المستعملة بأشكال عديدة، إذ يمكن أن تكون صورة أو وصفا لتكلفة رأس المال، سياسة توزيع الأرباح، أو أيضا اللجوء إلى أوراق مالية معقدة (Complexes) أو إلى شروط خاصة (Clauses) في مختلف أشكال التركيب المالي (2).

كما أن الإشارة ليست مجرد سر أو تصريح مضلل، كما يعتقد الكثير، ولكنها قرار مالي حقيقي وواقعي، يؤدي إلى حدوث انعكاسات سلبية على مسيبتها في حالة ظهور واكتشاف عدم صحتها (3).

تقترح هذه النظرية نمودجا لمحاولة التعبير عن جودة المؤسسة من خلال هيكلها المالي، فيميز المستثمرون بين كل المؤسسات المتواجدة في السوق ويصنفونها إلى نوعين A و B، المؤسسات من نوع A أحسن أداء من المؤسسات من نوع B، ومن أجل تصنيف مؤسسة ما في أحد الصنفين يحدد المستثمرون في السوق مستوى حرجا للإستدانة \*D، فترى هذه النظرية أن المؤسسات من النوع الجيد A لها القدرة على الاستدانة والعكس بالعكس (4).

الواقع أن المستثمر بطبيعته أبعد من أن يكون ساذجا في تصديقه لأي معلومة أو إشارة، فهو يستقبل كل إشارة بدرجة معينة من الشك وعليه لا بد من الإشارة إلى أنه (5):

- يتساءل المستثمر أولا عن الفائدة التي تهدف إليها جهة الإشارة؛
- يحاول فهم صورة الفريق المدير للمؤسسة وسياسته في الاتصال؛
- يراعي مراقبة وحكم السلطات البورصية في حالة نشر معلومات غير صحيحة.

(1) عبد الوهاب دادان، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي الإسهامات النظرية الأساسية، مرجع سبق ذكره، ص: 112.

(2) عبد الوهاب دادان، دراسة تحليلية للمنطق المالي لنمو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية - نحو بناء نموذج لترشيد القرارات المالية - أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر، 2008، ص: 134.

(3) Pierre Vernimmen , Finance d'entreprise, op cit, P :469.

(4) الياس بن ساسي، يوسف قرشي، مرجع سبق ذكره، ص: 392.

(5) عبد الوهاب دادان، الجدل القائم حول هياكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مرجع سبق ذكره، ص: 320.

ولتوضيح هذه النظرية حول أمثلية الهيكل المالي، نفترض أننا أمام وضعين: الأول أن مسيري المؤسسة على ثقة بأن مستقبل المؤسسة (ج) يبشر بنتائج جيدة، والوضع الثاني، أن المسيرين على ثقة بأن مستقبل المؤسسة (ب) يبدو سيئاً، وأن المؤسسة (ج) اكتشفت منتجاً جديداً وحصلت على براءة اختراع وأرادت الاحتفاظ بهذا المنتج الجديد سرا لأطول فترة ممكنة، بهدف تأخير دخول منافسين إلى السوق، حتى يتم بناء مصنع جديد لإنتاج المنتج، الأمر الذي يتطلب زيادة رأس مال إضافي، فكيف يمكن لإدارة هذه المؤسسة زيادة رأس المال؟

إذا ما لجأت هذه المؤسسة إلى رأس المال عن طريق إصدار وبيع أسهم، حيث يترتب على إنتاج المنتج تدفق نقدي مناسب، مما يؤدي إلى زيادة حادة في سعر السهم ويؤدي إلى زياد الطلب عليه. ويرى المساهمون الحاليون وكذلك الإدارة أنه بالرغم من هذا المستوى من الأداء إلا أنه لا يتساوى مع النتائج السابقة لزيادة عدد الأسهم، مما يقود إلى نتيجة معينة مؤداها أنه في حالة المؤسسة التي يبشر مستقبلها بنتائج جيدة فإنه يجب تجنب بيع أسهم جديدة، والبحث عن وسيلة لزيادة رأس المال من خلال القروض، بحيث يتم هذا بالقرب من هيكل رأس المال الأمثل، مما يؤدي إلى تعظيم قيمة السهم من ناحية وتدئنه التكلفة المرجحة المتوسطة للأموال من ناحية أخرى (1).

نأتي بعد ذلك للمؤسسة (ب) حيث وجد المسكرون حدوث انخفاض حاد في الطلب على منتجاتها، لأن المؤسسة المنافسة استخدمت معدات تكنولوجية جديدة، مما أدى إلى تطوير وتحسين مستوى الجودة، مما يتطلب من المؤسسة (ب) تطوير التسهيلات الإنتاجية بتكلفة عالية بهدف المحافظة على مستوى المبيعات الحالي، حيث يترتب على ذلك انخفاض العائد على الاستثمار ولكنه أفضل مقارنة بحالة عدم التطوير. فكيف توفر المؤسسة الأموال اللازمة لزيادة هيكل رأس المال؟

الوضع السابق عكس الوضع الخاص بالمؤسسة (ج)، حيث أنه بالنسبة للمؤسسة (ب)، فإن استخدام القروض في ظل هذه الظروف يؤدي بها إلى الإفلاس.

لذلك، يمكن القول بأنه على المؤسسات المتوقعة لها مستقبل غير مناسب للجوء إلى زيادة رأس المال عن طريق إصدار وبيع أسهم جديدة لتجنب حدوث إفلاس ومشاركة المستثمرين الجدد في أي خسائر متوقعة، ومنه فتفضل المؤسسات المتوقعة أن يكون لها مستقبلاً جيداً التمويل عن طريق القروض، في حين أن المؤسسات المتوقعة أن يكون لها مستقبلاً سيئاً تفضل التمويل عن طريق الرفع في الأموال الخاصة.

(1) عبد الوهاب دادان، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي للإسهامات النظرية الأساسية، مرجع سبق ذكره، ص:



وبالتالي فخلاصة هذه النظرية أن تركيبة رأس المال مرتبطة بالإشارات الصادرة عن المؤسسة، التي تحمل توقعات حول إدارة المؤسسة في المستقبل (1).

### المطلب الثاني: نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل

من أجل تحديد الهيكل المالي هناك نظرية أخرى من بين النظريات الحديثة ظهرت في منتصف الثمانينات، و يتعلق الأمر بنظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل أو الالتقاط التدريجي للتمويل، والتي تحمل في مجملها خصائص مشتركة وهي القيام دائما بتصنيف التمويل في ظروف معينة (2).

و كان الميلاد الحقيقي للنظرية على يد "قورن دونالدسون" (G.Donaldson) الذي أجرى في أوائل الستينات دراسة ميدانية خرج منها بنظرية لترتيب أفضلية مصادر التمويل من وجهة نظر المؤسسات، وتتلخص أبعاد تلك النظرية في النقاط التالية (3):

- المؤسسات تفضل الاعتماد على التمويل الداخلي (الذاتي) والمتمثل في الأرباح المحتجزة ومخصصات الاهتلاك؛

- تأخذ المؤسسات في الحسبان عند تحديد نسب الأرباح الموزعة أن تكون الأرباح المحتجزة و مخصصات الاهتلاك كافية - في الظروف العادية - لتمويل الفرص الاستثمارية المتاحة؛

- تتبع المؤسسات سياسات توزيع ثابتة للأرباح، بغية تجنب التغيرات المفاجئة خاصة تلك التي تنطوي على إنقاص قيمة الأرباح الموزعة؛

- إذا لم تكف حصيلة بيع الأوراق المالية إلى جانب التمويل الذاتي لمواجهة الاحتياجات المالية، فإن المؤسسة ستلجأ إلى الاقتراض أو إصدار سندات، ثم يأتي بعد ذلك إمكانية إصدار سندات قابلة للتحويل إلى أسهم، و في النهاية يأتي دور إصدار أسهم عادية.

وفقا لهذه النظرية، فإن مصادر التمويل للمؤسسات ثلاثة، التمويل الداخلي المعتمد على الأموال المتولدة من أرباح الشركة والتمويل بالدين، والتمويل بالأسهم الجديدة. وأما أولويات مصادر التمويل بالنسبة للمؤسسات وفقا لهذه النظرية فيأتي التمويل الداخلي أولا، ومن ثم التمويل بالدين، وأخيرا التمويل بالأسهم

(1) عدنان تايه النعيمي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص: 451.

(2) إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص: 392.

(3) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص: 224.

الجديدة، وعلى المؤسسات أن تلتزم بهذا التسلسل الهرمي في اختيار مصادر التمويل حيث يكون التمويل بالأسهم ملاذاً أخيراً وذلك لأنه يأتي بملاك جدد للمؤسسة مما يؤثر على اتخاذ القرارات<sup>(1)</sup>.

وشهدت نظرية التمويل التسلسلي ثلاث نماذج من قبل مؤيديها، نستعرضها باختصار فيما يلي:

#### أولاً: نموذج "مايرز و ماجلوف" (Mayers et Majluf)

إن الملاحظات النظرية التي أتى بها (Donaldson) قد تم وضعها في نماذج وتم الاعتراف بها في شكل نظرية التمويل التسلسلي الهرمي لمصادر التمويل في بداية الثمانينات تحت أعمال "مايرز و ماجلوف" (Mayers et Majluf) 1984 وأساس هذه النظرية هو وجود معلومات غير متناظرة بشأن المؤسسة الاقتصادية بين مجموع الأطراف الذين تهمهم حياتها.

يقترح "مايرز و ماجلوف" (Mayers et Majluf) نموذجاً حيث يكون المستثمرون أقل إعلاماً من المسيرين حول قيمة المؤسسة، يتم تحديد سعر إصدار الأسهم في السوق حسب متوسط قيمة المؤسسات الأخرى وبالتالي سيتم المبالغة في تقدير بعض المؤسسات بينما تتعرض أخرى إلى تقييم أقل من الحقيقة وعلى أساس هذا السعر تقرر المؤسسة فيما بعد إصدار أو عدم إصدار أسهم، وسينظر المستثمرون إلى المؤسسات التي اختارت الإصدار الجديد للأسهم على أنه محاولة منها المبالغة في تقدير قيمتها قصد تعظيم حجم هيكلها المالي، أي تحصيل مصادر تمويل إضافية وهذا ما ينعكس على سعر أسهمها سلباً<sup>(2)</sup>.

#### ثانياً: نموذج ويليامسون (Willoamson)

يفترض هذا النموذج أن أطراف التعاقد (المساهمين، المسيرين و المدنيين) ذو رشادة محدودة في التفكير و الحساب و أن الأطراف الأخرى التي ستتعاقد معها سيغيرون سلوكهم ليصب في مصلحتهم بعد إمضاء العقد. وإذا كان العقد متعلق بالتمويل فإن درجة خصوصية الأصل المراد تمويله هي الفيصل في اختيار مصدر التمويل، فإذا كان الأصل الخاص المراد تمويله هو مشروع بحث وتطوير، فإنه سيلقى القبول من قبل المساهمين أكثر من المقرضين، كونه لا يولد مردودية منتظرة في المواعيد المقدرة، وبالتالي سيمول عن طريق الرفع في رأس المال بإصدار أسهم جديدة لا يكون حجمها كبير. وبالمقابل إذا كان الأصل المراد تمويله غير خاص، يكون الاقتراض مصدراً ملائماً لتمويله<sup>(3)</sup>.

(1) ناصر حمدان، علي القضاة، أثر هيكل رأس المال على أداء المصارف الأردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية: دراسة تحليلية، مجلة المنارة، المجلد 19، العدد 04، جامعة الملك سعود، الرياض، 2013، ص: 166.

(2) محمد شعبان، مرجع سبق ذكره، ص: 80، 79.

(3) إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص: 394.

**ثالثا: نموذج "مايرز" (Mayers) 1990**

ضمن هذا النموذج يفترض "مايرز" (Mayers) أن المسيرين يسعون إلى تعظيم ثروة المؤسسة ، وهذا من خلال زيادة الأموال الخاصة، وبالتالي يكون الرفع في رأس المال أفضل من الاستدانة إذا كان من الضروري اللجوء إلى التمويل الخارجي.

بالتالي ومن أجل الاستثمارات تفضل المؤسسة احتجاز الأرباح بدلا من اللجوء إلى الزيادة في رأس المال التي تفرض توزيع مكافآت رأس المال إضافية، ومنه يفضل التمويل الذاتي على رفع رأس المال.

و عليه ترتب أفضلية مصادر التمويل وفق نموذج "مايرز" (Mayers) حسب التسلسل التالي: التمويل الذاتي، زيادة رأس المال وأخيرا الاستدانة<sup>(1)</sup>.

---

(1) تير زغود، مرجع سبق ذكره، ص: 108.

## خلاصة الفصل الثالث

من خلال ما تم التطرق إليه في هذا الفصل يتبين لنا أن هناك اختلافاً في وجهات النظر بين مؤيد ومعارض لإمكانية تحقيق هيكل مالي مناسب أو أمثل بالنسبة للمؤسسة الذي يحقق الموازنة بين العائد والمخاطرة ويخفض تكلفة التمويل إلى أدنى حد ومن ثم يعظم قيمة المؤسسة.

حيث نجد أن "مودكلياني وميلر" يعتقدان أنه في ظل عدم وجود ضرائب قيمة المؤسسة وتكلفة رأس المال مستقران تماماً عن الهيكل المالي أي عن تغيرات نسبة الاستدانة.

أما في ظل وجود ضريبة على دخل المؤسسة فيرى "مودكلياني وميلر" أن زيادة نسبة الاستدانة في الهيكل المالي يؤدي إلى ارتفاع قيمة المؤسسة بسبب الوفر الضريبي للفوائد، حيث تعد الفوائد على الديون (القروض) من بين المصاريف التي تخصم من الإيرادات قبل حساب الضريبة.

كما يترتب عن مخاطر الإفلاس زيادة في معدل العائد المطلوب على الاستثمار في أسهم وسندات المنشأة، وهو ما يعني ارتفاع تكلفة الأموال، وبالتالي انخفاض القيمة السوقية للمنشأة.

وحسب نظرية الوكالة فإن الهيكل المالي الأمثل ينتج عن تحكيم مرضي بين أنماط التمويل المختلفة التي تسمح بحل إشكالية تضارب المصالح بين الأطراف المهتمين بمستقبل وحيات المؤسسة، بحيث يسمح هذا الهيكل الأمثل بتعظيم القيمة الإجمالية للمؤسسة.

بينما تظهر مساهمة نظرية الإشارات من خلال اختيار هيكل مالي معين خاصة فيما يتعلق بالإشارة إلى الوضعية المالية المريحة من خلال الاستدانة التي تعبر بشكل أو بآخر عن قدرة المؤسسة على الوفاء بالأموال المقترضة، وأيضاً من خلال الإشارة للدائنين بواسطة نسبة المشاركة في تحقيق المشروع، ومن ثم في تحمل الخطر الذي يدل على النوعية الجيدة للمشروع.

وقد تم رفض فرضية وجود هيكل رأس المال الأمثل من قبل نموذج التسلسل الهرمي للتمويل، بسبب عدم تماثل المعلومات بين الوكلاء (الأعوان) من داخل وخارج المؤسسة.

## الفصل الرابع: دراسة أثر قرار التمويل على القيمة السوقية لمجمع صيدال (Groupe SAIDAL)

تمهيد

المبحث الأول: تقديم مجمع صيدال (Groupe SAIDAL).

المبحث الثاني: الإطار العام لدراسة أثر قرار التمويل على القيمة

السوقية لمجمع صيدال (Groupe SAIDAL) .

خلاصة

**تمهيد**

بعد أن تطرقنا من خلال الجزء النظري لأهم الجوانب النظرية الخاصة بقرار التمويل وقيمة المؤسسة، وبعد مناقشة وعرض أهم المقاربات النظرية المفسرة لأثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة، سنحاول من خلال هذا الفصل اختبار مدى تأثير قرار التمويل على قيمة المؤسسة، واخترنا في هذا الصدد مجمع صيدال (Groupe SAIDAL) لإجراء الدراسة التطبيقية، وذلك باعتباره من أكبر المؤسسات لإنتاج المواد الصيدلانية في قارة إفريقيا بأكملها.

وسعياً منا لدراسة أثر قرار التمويل على قيمة مجمع صيدال (Groupe SAIDAL) قسمنا هذا الفصل إلى مبحثين، المبحث الأول خصصناه لتقديم مجمع صيدال (Groupe SAIDAL)، أما المبحث الثاني فكان تحت عنوان الإطار العام لدراسة أثر قرار التمويل على قيمة المؤسسة.

## المبحث الأول : تقديم مجمع صيدال (Groupe SAIDAL)

يعتبر مجمع صيدال (Groupe SAIDAL) المؤسسة الوطنية المنبثقة عن إعادة الهيكلة للصيدلية المركزية نموذجا لمستقبل صناعة الدواء في الجزائر باعتبار التواجد العمومي الوحيد في سوق الدواء الجزائري.

### المطلب الأول: تعريف مجمع صيدال (Groupe SAIDAL)

صيدال شركة ذات أسهم برأسمال قدره 2.500.000.000 دينار جزائري، 80 % من رأسمال صيدال ملك للدولة وال 20 % المتبقية قد تم التنازل عنها في سنة 1999 عن طريق البورصة إلى المستثمرين من المؤسسات والأشخاص .

### أولاً: نشأة و تطور مجمع صيدال مجمع صيدال (Groupe SAIDAL)

يعتبر مجمع صيدال من المؤسسات الاقتصادية والإنتاجية التي أنشأت عن طريق إعادة هيكلة المؤسسة العمومية الاقتصادية، و بالتالي يكون مجمع صيدال (SAIDAL) تاريخيا تأسس عن طريق مراحل مختلفة مرت بها المؤسسة الصيدلانية الجزائرية<sup>(1)</sup>:

- سنة 1969 تم إنشاء الصيدلية المركزية الجزائرية (PCA) بموجب مرسوم رئاسي والذي حدد مهامها باستيراد وتصنيع المنتجات ذات الاستعمال الإنساني؛
- سنة 1982 تم إنشاء المؤسسة الوطنية للإنتاج الصيدلاني عقب إعادة هيكلة الصيدلية المركزية الجزائرية حسب المرسوم 161/82 المؤرخ في 24 أبريل 1982، وانحصرت مهمتها في ضمان احتكار الدولة لإنتاج وتوزيع الأدوية بهدف تموين السوق الجزائرية بكميات كافية؛
- سنة 1984 تم إعادة تسمية المؤسسة الوطنية للإنتاج الصيدلاني حيث أطلق عليها اسم مؤسسة صيدال (SAIDAL)؛
- سنة 1987 تم إدماج مركب المدية لإنتاج المضادات الحيوية الذي كان تابعا للشركة الوطنية للصناعات الكيماوية SNIC؛
- سنة 1989 استقادت مؤسسة صيدال (SAIDAL) من الإصلاحات الاقتصادية و أصبحت مؤسسة عمومية اقتصادية تتمتع بالاستقلالية في التسيير وذلك طبقا لسياسة استقلالية المؤسسات، وتم بموجب ذلك تحويل رأسمالها إلى أسهم وأصبحت مؤسسة وطنية ذات أسهم؛

(1) <https://www.saidalgroup.dz/ar/notre-groupe/histoire>, Consulté le 22/03/2016 à 14:30H.

- في سنة 1993، تم إضفاء تعديلات على القانون الأساسي للشركة، حيث سمح لها بالمشاركة في كل عملية صناعية أو تجارية يمكن أن تكون ذات صلة مع موضوعها الاجتماعي من خلال إنشاء شركات جديدة أو فروع جديدة تابعة لها؛
- في سنة 1997، استنادا لمخطط إعادة الهيكلة و الذي تم بموجبه تقييم المؤسسة بتشخيصها داخليا وخارجيا، تحولت المؤسسة في 1998/02/02 بموجب عقد رقم 97/085 إلى المجمع الصناعي صيدال (Groupe SAIDAL) يضم ثلاثة فروع (فارمال، أنتيبوتيكال وبيوتيك)؛
- سنة 1999 دخل مجمع صيدال بورصة الجزائر، حيث تم فتح 20 % من رأسماله للمساهمين الخواص، وقدرت قيمة السهم الواحد ب 800 دج وكان أول تسعيرة لأسهم المجمع؛
- في 2009، رفعت صيدال من حصتها في رأسمال "سوميدال" (SOMEDIAL) إلى حدود 59%؛
- في سنة 2010، ارتفعت حصة مجمع صيدال في رأسمال شركة "تافكو" TAPHCO من 38.75 % إلى 44.51 %، كما قامت بشراء 20 % من رأسمال شركة "إيبيرال" IBERAL ؛
- في 2011 رفعت صيدال حصتها في رأسمال "إيبيرال" (IBERAL) إلى حدود 60 %؛
- في جانفي 2014 شرع مجمع صيدال في إدماج فروعها الآتي ذكرها عن طريق الامتصاص: أنتيبوتيكال، فارمال و بيوتيك.

### ثانيا: الموضوع الاجتماعي لمجمع صيدال (Groupe SAIDAL)

من أهم المواضيع الاجتماعية للشركة نجد <sup>(1)</sup>:

- الإنتاج، الاستيراد، التسويق ذو الطبيعة الصيدلانية، وكذا المواد الكيميائية في شكلها الأولي أو تامة الصنع أو نصف منعة للاستعمال البشري أو البيطري؛
- المشاركة في كل العمليات الصناعية أو التجارية التي يمكن أن ترتبط بالموضوع الاجتماعي عن طريق إنشاء مؤسسات أو فروع جديدة؛
- غير أن الموضوع الاجتماعي للمجمع قد توسع نطاقه في 2 فيفري 1998 إلى:
- القيام بأبحاث في مجال الطب الإنساني والحيواني على حد سواء من أجل اكتشاف جزيئات جديدة موجهة لعلاج الإنسان و الحيوان؛
- تطبيق الاستراتيجيات و السياسات العامة المتعلقة بالمالية، الصناعة، التسويق، التطوير والنوعية؛
- التحكم في ملحقات المجمع ومراقبتها؛

(1) غنية الجوزي ، مرجع سبق ذكره، ص: 150.



- تسيير الحافظة المالية في إطار بورصة الجزائر؛
- تحديد الاستراتيجيات المتعلقة بإنتاج المواد الصيدلانية وتطويرها إلى جانب الاتصال الطبي والتنسيق بينهما.

### ثالثا: نشاطات مجمع صيدال (Groupe SAIDAL)

تتجلى نشاطات صيدال فيما يلي (1):

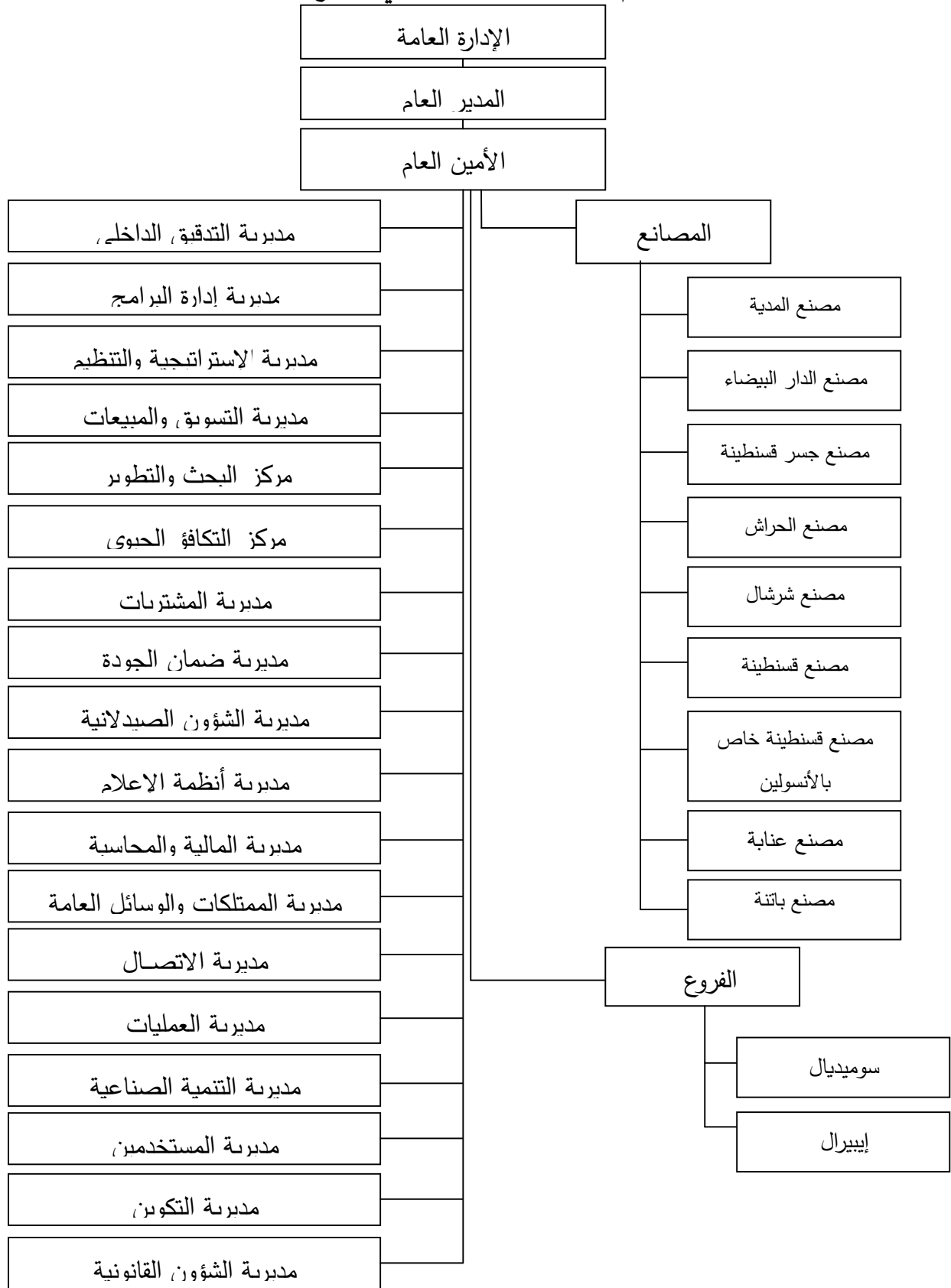
- صناعة المواد والمنتجات الصيدلانية، حيث تتمثل المهمة الرئيسية له في تطوير، إنتاج وتسويق المواد الصيدلانية الموجهة للاستطباب البشري و البيطري؛
- إنتاج و استيراد وتصدير وتسويق كل المنتجات الصيدلانية والمواد الكيميائية على شكل مواد أولية ومنتجات نصف مصنعة ومنتجات تامة الصنع الموجهة للاستطباب؛
- تقديم كل الخدمات المتعلقة بنشاط المؤسسة؛
- النشاطات الترويجية والتسويقية المتعلقة بالمؤسسة؛
- المشاركة في كل العمليات الصناعية أو التجارية التي لها علاقة بنشاط المؤسسة عن طريق إنشاء فروع جديدة؛
- عموما كل العمليات التي لها علاقة مباشرة أو غير مباشرة بأهدافها الاجتماعية وكل المواضيع المشابهة ذات الطابع المساعد لتطوير المؤسسة.

### المطلب الثاني: الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال (Groupe SAIDAL)

يرتكز الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال على مجموعة من الوظائف تتفاعل فيما بينها لأجل تحقيق أهدافه، والشكل التالي يوضح لنا الهيكل التنظيمي للمجمع:

(1) مريم قلال، كيفية ترويج الأدوية في الجزائر، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة أمجد بوقرة، بومرداس، 2013 - 2014، ص:

الشكل رقم (4-1): الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال



المصدر: من إعداد الطالبات اعتمادا على وثائق مجمع صيدال.

الهيكل التنظيمي الموضح في الشكل (4-1) يوضح المستويات التنظيمية لمجمع صيدال والتي تتمثل

فيما يلي:

**أولاً: الإدارة العامة**

وتتألف من:

### 1 - الرئيس المدير العام

وهو المسؤول الأول على تسيير المجمع وتوجيه القرارات إلى المديرين المركزيين ومن مهامه تمثيل

المجمع في الداخل و الخارج و إبرام عقود الشراكة مع المخابر والشركات المحلية والأجنبية؛

### 2 - الأمين العام:

وهو المسؤول الثاني عن تسيير المجمع من خلال توليه مهمة التنسيق؛

### ثانياً: المصالح الوظيفية

- مديرية التدقيق الداخلي؛
- مديرية إدارة البرامج؛
- مديرية الاستراتيجية والتنظيم؛
- مديرية التسويق والمبيعات؛
- مركز البحث والتطوير؛
- مركز التكافؤ الحيوي؛
- مديرية المشتريات؛
- مديرية ضمان الجودة؛
- مديرية الشؤون الصيدلانية؛
- مديرية أنظمة الإعلام؛
- مديرية المالية والمحاسبة؛
- مديرية الممتلكات والوسائل العامة؛
- مديرية الاتصال؛
- مديرية العمليات؛
- مديرية التنمية الصناعية؛
- مديرية المستخدمين؛

- مديرية التكوين؛

- مديرية الشؤون القانونية.

### ثالثا: مصانع الإنتاج

تمتلك صيدال 09 مصانع للإنتاج بسعة إجمالية قدرها 200 مليون وحدة بيع:

#### 1 - مصنع المدية:

متخصص في إنتاج المضادات الحيوية البنيسيلينية وغير البنيسيلينية، يتوفر على وحدتين خاصتين (بالتركب الجزئي) لإنتاج الأدوية التي يتم تناولها عن طريق الفم وعن طريق الحقن، ووحدة لإنتاج الاختصاصات الصيدلانية وكذا مبنيين: أحدهما مخصص للمنتجات البنيسيلينية، والآخر للمنتجات غير البنيسيلينية.

#### 2 - مصنع الدار البيضاء

يقع في المنطقة الصناعية بالجزائر العاصمة، ويُنْتج هذا المصنع تشكيلة واسعة من الأدوية في مختلف الأشكال (شراب، محلول، مرهم وأقراص).

#### 3 - مصنع جسر قسنطينة

يضم قسمين منفصلين: واحد لصناعة الأدوية على مختلف الأشكال (التحاميل، أمبولات وأقراص)، والآخر مزود بتكنولوجيا حديثة متخصصة في إنتاج المحاليل المكثفة (أكياس وزجاجات)، يحتوي هذا المصنع على مخبر مراقبة الجودة.

#### 4 - مصنع الحراش

يتكون من ثلاث ورشات إنتاج: شراب ومحاليل، مراهم وأقراص.

#### 5 - مصنع شرشال

يتكون من ثلاث ورشات لإنتاج الشراب، الأشكال الجافة (أقراص، كيس مسحوق، كبسولات).

#### 6 - مصنع قسنطينة

يقع في قسنطينة، في المنطقة الشرقية للبلد، يتوفر على ورشتين مختصتين في إنتاج الشراب.

#### 7 - مصنع قسنطينة خاص بالأنسولين

متخصص في إنتاج الأنسولين البشرية من ثلاثة أنواع ( السريع , القاعدي والمركب 25، على شكل قارورات).

## 8 - مصنع عنابة

متخصص في تصنيع الأشكال الصلبة.

## 9 - مصنع باتنة

متخصص في إنتاج التحاميل.

## رابعا: مراكز التوزيع

بتوفرها على الوسائل اللوجستية القوية والإمكانات البشرية الشابة، الحيوية والمتخصصة، فإن هذه المراكز تضمن توزيع منتجات صيدال عبر كافة أنحاء التراب الوطني.

## 1 - مركز التوزيع - وسط

تأسس عام 1996، كان أول مركز توزيع للمجمع. كان يهدف إلى تسويق وتوزيع كافة منتجات المجمع انطلاقا من نقطة بيع واحدة. مكنت النتائج المشجعة المتحصل عليها، من إنشاء مركزين للتوزيع أحدهما بباتنة والآخر بوهران؛

## 2 - مركز توزيع - شرق

تأسس عام 1999 بباتنة، يضمن هذا المركز تسويق منتجات صيدال في المنطقة الشرقية؛

## 3 - مركز التوزيع - غرب

تأسس عام 2000 من أجل ضمان توزيع أفضل للمنتجات في المنطقة الغربية.

## رابعا: الفروع

يتكون المجمع أساسا من فرعين:

## 1 - سوميديال

يقع في المنطقة الصناعية واد السمار، سوميديال هو نتاج شراكة بين مجمع صيدال (59%)، والمجمع الصيدلاني الأوروبي (36.45%) وفيناليب (4.55%)، وتتضمن وحدة الانتاج سوميديال ثلاثة أقسام:

- قسم مخصص لانتاج المنتجات الهرمونية؛

- قسم لصناعة السوائل (شراب ومحاليل عن طريق الفم)؛

- قسم لصناعة أشكال الجرعات الصلبة (كبسولات وأقراص).

## 2 - إيبيرال

إيبيرال هي شركة ذات أسهم نابعة عن شراكة بين القطاعين العام / الخاص بين مجموعة صيدال

(40%) ، جلفار (الإمارات العربية المتحدة) (40%) وفلاش الجزائر، المتخصصة في المواد الغذائية (20%).

تكن المهام الرئيسية لـ إيبيرال في إنشاء وإستغلال مشروع صناعي لإنتاج المنتجات الصيدلانية الموجهة للاستخدام في الطب البشري.

يهدف المشروع الصناعي إيبيرال إلى تحقيق ما يلي :

- صناعة الأدوية الجنية (حقن وأشكال جافة) ؛

- تغليف الأدوية (الأشكال الصلبة)؛

- توفير خدمة التغليف ومراقبة الجودة بناء على طلب المنتجين المحليين.

### المطلب الثالث: أهداف ومهام مجمع صيدال

يحترف المجمع الصناعي "صيدال" في ميدان صناعة المواد والمنتجات الصيدلانية، حيث يطمح إلى تعزيز وضعيته في السوق المحلي والعمل على ترقيتها إلى المستوى الدولي، وذلك من خلال السعي نحو تحقيق مجموعة من الأهداف إلى جانب القيام بمجموعة من الأهداف.

### أولاً: أهداف مجمع صيدال

تبرز أهم أهداف هذا المجمع على النحو الآتي (1):

- تنويع وتوسيع قائمة المنتجات من الأدوية، خاصة بالتركيز على الأدوية الجنية؛
- عرض منتجاته من الأدوية بنوعيات جيدة و أسعار تنافسية؛
- تكثيف تواجدها في السوق الوطني عن طريق تطوير نظام التسويق لضمان تواجدها وتغطيتها لمختلف مناطق التراب الوطني؛
- تطوير اتفاقيات الشراكة مع الأجانب وتفعيلها ميدانياً؛
- الارتقاء بالإنتاج إلى مستوى أمثل يتماشى مع الطاقات و الإمكانيات المتاحة؛
- ترشيد استخدام عنصر العمل من تأهيل العمال من أجل تحسين الإنتاجية؛
- التحكم في التكاليف عن طريق الاستخدام الأمثل للموارد المتاحة وتسيير فعال لمختلف المصالح؛
- المحافظة على مناصب الشغل الموجودة والبحث عن فرص أخرى لخلق مناصب شغل جديدة مع أجور مناسبة لذلك ولمصلحة العمال.

(1) يحي فريك، إستراتيجيات التكامل العمودي في قطاع الصناعة، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2011 -

## ثانيا: مهام مجمع صيدال

- يمكن تقسيم مهام المجمع مهام أساسية وأخرى ثانوية، حيث تتمثل المهام الأساسية في<sup>(1)</sup>:
- إنتاج مواد مخصصة لصناعة الدواء؛
  - إنتاج الأساس الفعال للمضادات الحيوية؛
  - الاهتمام أكثر بالمهام التجارية، التوزيع والتسويق لمنتجات المجمع عبر كامل التراب الوطني لتغطية السوق الوطنية والسعي لاختراق الأسواق الدولية؛
  - تأمين الجودة ومراقبة تحليل وتركيب الدواء؛
  - القيام بالبحوث التطبيقية وتطوير الأدوية الجنيصة؛
  - المراقبة الإستراتيجية لجميع الفروع والتكيف معها؛
  - تسيير المحفظة المالية الخاصة بمجمع صيدال؛
  - تحديد استراتيجيات عمليات الإنتاج، تطوير المنتجات الجديدة والاتصال الطبي والتسويق؛
  - تحضير وإعداد السياسات العامة للمجمع الخاصة بمختلف الاستراتيجيات الصناعية، المالية والتسويقية.
- بينما تتمثل مهام المجمع الثانوية في الآتي:
- إنتاج منتجات التعبئة والتغليف؛
  - عبور ونقل السلع؛
  - صيانة ذاتية لتجهيزات الإنتاج والعمل على تطوير التقنيات المستعملة في الإنتاج من أجل ضمان النوعية ورفع الطاقة الإنتاجية؛
  - تقديم الخدمات (التشكيل أو التركيب و التحليل).

## المبحث الثاني: الإطار العام لدراسة أثر قرار التمويل على القيمة السوقية لمجمع صيدال

بعد تعريفنا للمؤسسة محل الدراسة ألا وهي مجمع صيدال، ننتقل في هذا المبحث إلى دراسة أثر قرار التمويل على قيمة هذه المؤسسة، وذلك باستعمال أدوات وأساليب إحصائية، بغية الوصول إلى نتائج موضوعية تفسر أثر قرار التمويل على قيمة مجمع صيدال.

(1) نفس المرجع السابق، ص: 110.

## المطلب الأول: النموذج الإحصائي المعتمد عليه

يستخدم الاقتصاديون في تقدير النماذج القياسية أداة تعرف بتحليل الانحدار، حيث تستخدم الانحدارات للتحديد الكمي للعلاقة الممكنة بين أحد المتغيرات والمتغيرات الأخرى التي يعتقد أنها تفسره، كما تحدد الانحدارات مدى درجة التحديد و الارتباط في العلاقات داخل النموذج، ويغلب عند الاقتصاديين استخدام الانحدارات الخطية في تفسير العلاقات بين المتغيرات الاقتصادية الكلية، كالنمو الاقتصادي وحجم البطالة والدخل... الخ، كونها تعكس علاقات سلوكية نمطية تمثل الاتجاه العام لسلوك المتغير التابع بدلالة المتغير المستقل (1).

وتعتمد هذه الدراسة على استخدام أسلوب الانحدار الخطي المتعدد الذي يشمل تحديد العلاقة بين المتغير التابع من جهة ومجموعة من المتغيرات المستقلة ( اثنين فما أكثر) ويستخدم في حالات التنبؤ، حيث يأخذ شكل المعادلة التالية (2):

$$Y_i = \alpha + b_1 X_{1i} + b_2 X_{2i} + U_i$$

حيث:  $Y_i$ : المتغير التابع؛

$X_{1i}, X_{2i}$ : المتغيرين المستقلين؛

$\alpha$ : ثابت المعادلة وهو قيمة المتغير التابع في المتوسط عندما نعزل أثر المتغيرات المستقلة بما فيها الخطأ العشوائي، أي نفترض  $X_{1i}, X_{2i} = 0$ ، وهذا يعني أن هذا الثابت يقيس أثر العوامل الأخرى المؤثرة في  $Y_i$  والمستبعدة من علاقة الانحدار؛

$b_1, b_2$ : معاملات الجزئية للانحدار وهي تقيس مقدار التغير في قيمة المتغير التابع  $Y_i$  كنتيجة للتغير في المتغيرين المستقلين  $X_{1i}, X_{2i}$  بوحدة واحدة على التوالي؛

$U_i$ : المتغير العشوائي وهو يتضمن المتغيرات الأخرى وخطأ التقدير.

ويتم اختبار قبول النموذج الخطي المتعدد أو رفضه باستعمال مجموعة من الاختبارات:

أولاً: اختبار معنوية المعالم (T)

يستخدم اختبار (T) لتقييم معنوية تأثير المتغيرات المستقلة  $X_1, X_2, \dots, X_K$  في المتغير التابع  $Y_i$  في نموذج الانحدار الخطي المتعدد، ويعتمد على نوعين من الفروض:

(1) وليد زيرام، أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2011 - 2012، ص: 125.

(2) حسام علي داود، خالد محمد السواعي، الاقتصاد القياسي بين النظرية و التطبيق، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر و التوزيع، عمان، 2013، ص: 156.



$$B_1 = B_2 = B_3 = \dots = B_K = 0 \quad : H_0 \text{ فرضية العدم}$$

$$B_1 \neq B_2 \neq B_3 \neq \dots \neq B_K = 0 \quad : H_1 \text{ الفرضية البديلة}$$

وبعد احتساب قيمة (T) تقارن مع قيمتها الجدولية لتحديد قبول أو رفض فرضية العدم ومن ثم تقييم معنوية معاملات النموذج المقدر<sup>(1)</sup>.

ثانيا: معامل التحديد  $R^2$

يعد المؤشر  $R^2$  الأساس في تقييم معنوية العلاقة بين المتغير التابع  $Y_i$  و المتغيرات المستقلة  $X_K$  ( $k=1.2.3.....k$ )، و بعبارة أخرى هو مقياس يوضح نسبة مساهمة المتغيرات المستقلة في تفسير التغير الحاصل في المتغير التابع، حيث أن  $R^2$  محصورة بين 0 و 1 ( $0 < R^2 < 1$ )، فإذا كان<sup>(2)</sup>:

$$R^2 = 1 : \text{توجد علاقة معنوية تامة بين المتغير التابع و المستقل؛}$$

$$R^2 = 0 : \text{لا توجد علاقة معنوية تامة بين المتغير التابع والمستقل؛}$$

$$0 < R^2 < 1 : \text{وجود علاقة معنوية غير تامة بين المتغير التابع والمستقل.}$$

ثالثا: اختبار المعنوية الكلية

يستهدف هذا الاختبار معرفة مدى معنوية العلاقة الخطية بين المتغيرات المستقلة  $X_1, X_2, \dots, X_K$

على المتغير التابع  $Y_i$ ، ويعتمد على نوعين من الفروض<sup>(3)</sup>:

فرضية العدم  $H_0$ : وتنص على انعدام العلاقة بين كل من المتغيرات المستقلة ( $X_1, X_2, \dots, X_K$ ) وبين المتغير التابع  $Y_i$ ، أي:

$$H_0: B_1 = B_2 = \dots = B_K = 0$$

الفرضية البديلة  $H_1$ : وتنص على وجود علاقة معنوية بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، أي:

$$H_1: B_1 \neq B_2 \neq \dots \neq B_K = 0$$

رابعا: الارتباط الذاتي للأخطاء

يستعمل هذا الاختبار للكشف عن وجود أو عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء من الدرجة الأولى، ويتم حساب الإحصائية ( $DW_{obs}$ ) والتي تمثل النسبة بين مجموع مربع فروق الأخطاء ومجموع مربع هذه

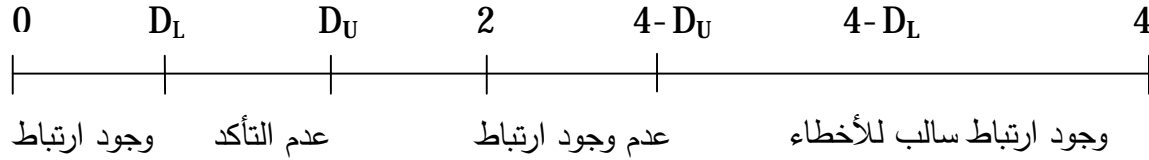
(1) حسين علي بخيت، سحر فتح الله، الاقتصاد القياسي، دار اليازوري العلمية للنشر و التوزيع، عمان، 2009، ص: 161.

(2) جيلالي جلاطو، الإحصاء التطبيقي، الطبعة الأولى، دار الخلدونية للنشر والتوزيع، الجزائر، 2007، ص: 82.

(3) حسين علي بخيت، سحر فتح الله، مرجع سبق ذكره، ص: 168.

الأخطاء ومقارنتها مع القيمتين الجدوليتين ل:  $D_U$  و  $D_L$  بهدف حصر قيمة  $(DW_{obs})$  لاتخاذ القرار المناسب حول وجود ارتباط ذاتي للأخطاء من الدرجة الأولى كما يلي<sup>(1)</sup>:

الشكل رقم (4-2): مناطق اتخاذ القرار حسب اختبار (Durbin Watson)



المصدر: جيلالي جلاطو، مرجع سبق ذكره، ص: 103.

المطلب الثاني: منهجية الدراسة

اتبعنا خلال دراسة حالة أثر قرار التمويل على قيمة المؤسسة منهجية واضحة ومتسلسلة وذلك وفق ما

يلي:

أولاً: مجتمع الدراسة

يتمثل مجتمع الدراسة في موضوعنا هذا في مجمع صيدال، والذي سبق وقدّمنا تعريف له في المبحث

السابق.

ثانياً: حدود الدراسة

تتمثل حدود الدراسة في:

- الحدود الزمنية: المتمثلة في الفترة الممتدة من 2005 إلى 2014، والتي تعتبر فترة كافية لمعرفة أثر

قرار التمويل على قيمة المؤسسة.

- الحدود المكانية: فتمثل في مجمع صيدال، و الذي يعد من أهم المؤسسات التي يتم تداول أوراقها

المالية في بورصة الجزائر بشكل مستمر خلال السنوات الأخيرة.

- حدود متعلقة بمعطيات و متغيرات الدراسة: تتمثل في مصداقية البيانات المحاسبية للمؤسسة موضوع

الدراسة (مجمع صيدال)، كما أن النموذج الذي اعتمدهنا في هذه الدراسة يتضمن المتغيرات التي من

المفترض أن تفسر تأثير قرار التمويل على قيمة مجمع صيدال، غير أننا صادفنا متغيرات يصعب قياسها

وذلك لصعوبة الحصول على بيانات ومعلومات حولها، لذلك فإن دراستنا هذه لن تتضمن جميع المتغيرات

لتي يتوقع أن تفسر أثر قرار التمويل على قيمة المؤسسة محل الدراسة، إنما سنركز خلالها على المتغيرات

الأكثر أهمية، والمتاحة معلومات حولها ويمكن قياسها.

(1) جيلالي جلاطو، مرجع سبق ذكره، ص: 103.

## رابعاً: مصادر البيانات

إن البيانات والمعطيات التي تم الاعتماد عليها خلال هذه الدراسة مأخوذة من الموقع الإلكتروني لمجمع صيدال (SAIDAL)، الموقع الإلكتروني للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB)، وذلك كونها معتمدة ومدققة وتتمتع بمصداقية مقبولة يمكن الاعتماد عليها. كما تم الاعتماد على برنامج Eviews 07 في معالجة و استغلال هذه البيانات، وتحويلها وتكييفها بما يتوافق وغرض الدراسة، وهذا من أجل التوصل إلى نتائج معبرة يمكن تفسيرها وتحليلها.

## ثالثاً: تحديد و عرض متغيرات الدراسة

إن إجراء الدراسة الميدانية يتطلب منا تحديد المتغيرات الرئيسية والثانوية، وتحديد كيفية قياس هذه المتغيرات.

## 1 - تحديد متغيرات الدراسة

تشمل متغيرات الدراسة التطبيقية كل من المتغير التابع و المتغيرات المستقلة المؤثرة في قيمة المؤسسة، وتتمثل فيما يلي:

## أ- المتغيرات الرئيسية

وتتمثل في المتغير التابع والمستقل.

## - المتغير التابع (y)

يتمثل المتغير التابع للدراسة في قيمة المؤسسة، ومن أجل الحصول على أفضل تمثيل لهذا المتغير فقد جسدنا القيمة السوقية لمجمع صيدال في المتوسط الحسابي للقيمة السوقية للسهم لكل سنة.

ومن أجل الحصول على تمثيل أفضل للقيمة السوقية للمجمع والوصول إلى نتائج أكثر موضوعية ارتأينا اعتماد اللوغاريتم النبيري للمتوسط الحسابي للقيمة السوقية لأسهم مجمع صيدال من أجل التعبير عن القيمة السوقية لمجمع ورمزنا لها بالرمز  $(V_M)$ .

## - المتغير المستقل (X)

يعتبر قرار التمويل هو المتغير المستقل في هذه الدراسة، ويتم قياسه بالاعتماد على الرفع المالي والذي بدوره يتم قياسه اعتماداً على عدة مؤشرات، منها:

- نسبة الديون الطويلة الأجل إلى إجمالي الأصول؛
- نسبة الديون قصيرة الأجل إلى إجمالي الأصول؛
- نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول؛

- نسبة الديون طويلة الأجل إلى الأموال الخاصة؛
- نسبة الديون طويلة الأجل إلى الأموال الدائمة.

باستقراء مؤشرات قياس قرار التمويل للدراسات الميدانية السابقة سوف يتم قياس المتغير المستقل لدراستنا هذه اعتمادا على نسبة الديون طويلة الأجل إلى الأموال الدائمة.

$$DFL = \frac{\text{الديون طويلة الأجل}}{\text{الأموال الدائمة}}$$

تجنبنا خلال دراستنا اعتماد أكثر من متغير واحد مستقل ذلك تقاديا للحصول على ارتباط ذاتي قوي جدا بين المتغيرات المستقلة، مما يؤثر على جودة النموذج.

#### ب - المتغيرات الثانوية

وتتمثل في مجموعة من المتغيرات المؤثرة في قيمة المتغير التابع (قيمة المؤسسة) وهي:

#### - المردودية الاقتصادية $R_E$ :

وتعرف بأنها: "المردودية المحاسبية للأدوات الصناعية فهي تقيس فعالية الأصول الاقتصادية من خلال النتائج المحققة و بشكل مستقل عن سياسة التمويل، و بالتالي تعبر عن الأداء الصناعي والتجاري للمؤسسة"<sup>(1)</sup>.

لقد استخدمت معظم الدراسات الميدانية لقياس المردودية الاقتصادية العلاقة التالية:

$$R_E = \frac{\text{نتيجة الاستغلال قبل الفوائد و الضرائب}}{\text{مجموع الأصول}}$$

#### - مردودية الأموال الخاصة $R_{CP}$ :

وتعرف أيضا بالمردودية المالية و تعرف على أنها: "نسبة النتيجة الجارية الصافية على الأموال الخاصة أي أنها تعبر عن المردودية التي تعود للمساهمين مقابل ما استثمره من أموال"<sup>(2)</sup>.

وهناك اتفاق من قبل الباحثين على أنها تحسب كالتالي:

$$R_{CP} = \frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{الأموال الخاصة}}$$

(1) تير زغود، مرجع سبق ذكره، ص: 43.

(2) عبد القادر عيادي، مرجع سبق ذكره، ص: 80.

المخاطر التشغيلية (العملية)  $R_o$ : هناك العديد من الدراسات التي استخدمت نسبة الانحراف المعياري للنتيجة الاقتصادية (النتيجة قبل الفوائد و الضرائب) إلى إجمالي الأصول منها دراسة Bradley & al (1984) و دراسة (1993) Bennett & donnelly، في حين هناك دراسات أخرى استخدمت التغير في معدل المردودية الاقتصادية (2002) Fakhfakh & Ben atitallah أو التغير في النتيجة الاقتصادية (النتيجة قبل الفوائد و الضرائب) (2001) Both & al كمقياس للمخاطر التشغيلية، وعليه نستخدم في دراستنا هذه نسبة الانحراف المعياري للنتيجة الاقتصادية (النتيجة قبل الفوائد والضرائب) إلى إجمالي الأصول كمقياس لمستوى المخاطر التشغيلية لاتفاق لأغلب الدراسات عليه.

$$R_o = \sqrt{\frac{1}{N} \sum (R_E - \bar{R}_E)^2}$$

- **حجم المؤسسة LNAE**: استخدمت بعض الدراسات اللوغاريتم النبيري لإجمالي الأصول على غرار دراسة (2005) Fakher & al أو اللوغاريتم النبيري للمبيعات كمؤشر لقياس حجم المؤسسة منها دراسة (2002) Fakhfakh & Ben atitallah، في حين اعتمدت دراسات أخرى عدد العمال كمقياس لحجم المؤسسة. أما في دراستنا هذه فاعتمدنا على اللوغاريتم النبيري للمبيعات لقياس حجم المؤسسة.

$$LNAE = \ln \sum CA$$

- **حجم السيولة Dis**: يتم قياسها من خلال نسبة السيولة كالتالي:

$$Dis = \frac{\text{الأصول الجارية}}{\text{الخصوم الجارية}}$$

## 2 - عرض متغيرات الدراسة

بعد قيامنا بتحديد متغيرات الدراسة، سنقوم في هذه المرحلة بقياس هذه المتغيرات وذلك اعتمادا على البيانات والمعلومات المتعلقة بالمؤسسة محل الدراسة وهي مجمع صيدال ( أنظر الملاحق) خلال الفترة الممتدة من سنة 2005 إلى سنة 2014.

الجدول رقم (4-1): عرض متغيرات الدراسة لمجمع صيدال خلال الفترة الممتدة من سنة 2005 إلى

2014

2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	المتغيرات السنوات
6.28	6.35	6.50	6.52	6.09	5.95	5.98	6.08	6	5.85	$V_M$
0.33	0.23	0.30	0.29	0.42	0.37	0.45	0.49	0.5	0.51	$DFL$
0.055	0.100	0.037	0.100	0.063	0.167	0.128	0.108	0.101	0.078	$R_E$
0.014	0.002	0.017	0.002	0.011	0.024	0.011	0.005	0.002	0.004	$R_O$
0.084	0.159	0.133	0.149	0.094	0.294	0.183	0.142	0.093	0.075	$R_{CP}$
24.18	24.13	24.13	24.02	24.06	23.87	23.65	23.43	23.39	23.38	$LNAE$
3.37	2.25	2.08	2.08	1.92	3.21	3.16	4.98	4.66	4.46	$Dis$

المصدر: من إعداد الطالبات اعتمادا على الملاحق.

المطلب الثالث: تحليل و تفسير نتائج الدراسة

بعد التعرف على المنهجية المتبعة في الدراسة، سنقوم في هذه المرحلة بمعالجة المعطيات المتحصل عليها عن طريق البرنامج الإحصائي Eviews07، مما سمح لنا بالحصول على مخرجات سنحاول تحليلها وتفسير نتائجها.

أولاً: تحليل مصفوفة الارتباط

يوضح الجدول أدناه نتائج الارتباط بين المتغيرات قيد الدراسة، التي تضم المتغير التابع ( $V_M$ ) والمتغير المستقل ( $DFL$ ) إضافة إلى المتغيرات الثانوية ( $R_{CP}$ ,  $R_E$ ,  $R_O$ ,  $LNAE$ ,  $Dis$ ).

الجدول رقم (4-2): مصفوفة معاملات الارتباط لمتغيرات الدراسة

Variables	$V_M$	$DFL$	$R_{CP}$	$R_E$	$R_O$	$LNAE$	$Dis$
$V_M$	1	-0,830	-0,084	-0,464	-0,074	0,737	-0,657
$DFL$	-0,830	1	-0,252	0,172	-0,161	-0,888	0,780
$R_{CP}$	-0,084	-0,252	1	0,802	0,551	0,118	-0,175
$R_E$	-0,464	0,172	0,802	1	0,133	-0,353	0,252
$R_O$	-0,074	-0,161	0,551	0,133	1	0,373	-0,253
$LNAE$	0,737	-0,888	0,118	-0,353	0,373	1	-0,870
$Dis$	-0,657	0,780	-0,175	0,252	-0,253	-0,870	1

المصدر: من إعداد الطالبات اعتمادا على معطيات برنامج Eviews07.

من خلال نتائج الجدول أعلاه نلاحظ أن علاقة الارتباط بين المتغير التابع ( $V_M$ ) والمتغيرات المستقلة كانت كالتالي:

- معامل الارتباط بين القيمة السوقية للمؤسسة وقرار التمويل ممثلاً في الرفع المالي (DFL) قدر بـ  $83\%$ ، وهذا ما يعني وجود علاقة عكسية قوية جداً بين القيمة السوقية لمجمع صيدال وقرار التمويل؛  
- كما أخذت نتائج الارتباط بين القيمة السوقية ( $V_M$ ) وباقي المتغيرات المستقلة عدة قيم بين سالب وموجب، قوي وضعيف، حيث اتضح لنا:

• وجود علاقة ارتباط قوية بين القيمة السوقية للمؤسسة وكل من حجم المؤسسة (LNAE) و حجم السيولة (Dis) غير أنها علاقة طردية في الأولى قدر معامل الارتباط فيها بـ  $73.7\%$ ، وعكسية في الثانية بمعامل ارتباط بلغ  $65.7\%$ ؛

• وجود علاقة ارتباط عكسية وضعيفة بين القيمة السوقية ( $V_M$ ) و كل من مردودية الأموال الخاصة ( $R_{CP}$ ) والمخاطر التشغيلية ( $R_O$ ) حيث قدر معامل الارتباط بـ  $8.4\%$  و  $7.4\%$ ، لكل منهما على التوالي؛

• كما بلغ معامل الارتباط بين القيمة السوقية ( $V_M$ ) والمردودية الاقتصادية ( $R_E$ )  $46.4\%$  وهو ما يدل على وجود علاقة ارتباط متوسطة وعكسية بين المتغيرين.

أما معاملات ارتباط المتغيرات المستقلة فيما بينها فقد أخذ عدة قيم، أهمها:

- وجود علاقة ارتباط قوية جداً للرفع المالي مع حجم السيولة (Dis) من جهة وحجم المؤسسة (LNAE) من جهة أخرى، غير أنها علاقة طردية في الأولى بمعامل ارتباط قدر بـ  $78\%$  وعكسية في الثانية بمعامل ارتباط بلغ  $88.8\%$ ؛

- بلغ معامل ارتباط مردودية الأموال الخاصة ( $R_{CP}$ ) و المردودية الاقتصادية ( $R_E$ )  $80.2\%$ ، وهو ما يدل على وجود علاقة قوية جداً وموجبة بينهما.

### ثانياً: تحليل الانحدار المتعدد

سنقوم في هذه المرحلة بتقدير معاملات مختلف النماذج التي توصلنا إليها باستخدام البرنامج الإحصائي (Eviews07)، ومن ثم تفسير وتحليل نتائج الانحدار المتعدد.

### 1 - تقدير النموذج قبل التعديل

بعد المعالجة الإحصائية للمتغيرات باستخدام البرنامج الإحصائي (Eviews07)، ومن خلال مخرجات البرنامج ظهرت نتائج الانحدار المتعدد لمتغيرات الدراسة كما يلي:

## الجدول رقم (4-3) : نتائج الانحدار المتعدد للنموذج قبل التعديل

Dependent Variable: VM  
 Method: Least Squares  
 Date: 05/03/16 Time: 16:09  
 Sample: 2005 2014  
 Included observations: 10

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	6.740990	0.931016	7.240464	0.0054
DFL	-0.979456	1.436287	-0.681937	0.5442
RCP	4.881716	4.200370	1.162211	0.3292
RE	-8.504931	5.774913	-1.472737	0.2372
RO	-20.82263	16.26028	-1.280582	0.2904
LNAE	0.001795	0.026415	0.067938	0.9501
DIS	0.022291	0.072289	0.308360	0.7780
R-squared	0.876173	Mean dependent var		6.160000
Adjusted R-squared	0.628520	S.D. dependent var		0.236925
S.E. of regression	0.144404	Akaike info criterion		-0.836383
Sum squared resid	0.062557	Schwarz criterion		-0.624573
Log likelihood	11.18191	Hannan-Quinn criter.		-1.068737
F-statistic	3.537907	Durbin-Watson stat		2.286995
Prob(F-statistic)	0.163559			

المصدر: من إعداد الطالبات اعتمادا على برنامج Eviews07.

## أ- اختبار جودة النموذج

يعتمد اختبار جودة النموذج على معامل التحديد المتعدد والذي يقوم بدراسة العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة مرة واحدة، والذي يساعد على معرفة مدى قبول النموذج الكلي، و من خلال نتائج النموذج أعلاه نلاحظ أن  $R^2 = 0.876173$  وهو ما يدل على أن جودة النموذج لا بأس بها، و بالتالي فإن المتغيرات المستقلة للدراسة تفسر %86.96 من التغير الحاصل في المتغير التابع للدراسة، ألا وهو قيمة مجمع صيدال أما النسبة المتبقية %13.04 فتعود إلى متغيرات أخرى لم يتضمنها النموذج.

## ب- اختبار معنوية معاملات الانحدار

وقد كانت نتائج معاملات الانحدار للنموذج على النحو التالي:



## الجدول رقم (4-4): نتائج اختبار معنوية معاملات الانحدار للنموذج قبل التعديل

المتغيرات	قيمة الاحتمال (Prob)	قيمة احصائية Student (T)
DFL	Prob=0.5442	$T_{obs} = -0.681937$
$R_{CP}$	Prob=0.3292	$T_{obs} = 1.16221$
$R_E$	Prob=0.2304	$T_{obs} = -1.280582$
$R_O$	Prob=0.2327	$T_{obs} = -1.472737$
LNAE	Prob=0.9501	$T_{obs} = 0.067938$
Dis	Prob=0.7780	$T_{obs} = 0.308360$

المصدر: من إعداد الطالبات اعتمادا على برنامج Eviews07.

من نتائج الجدول أعلاه نلاحظ أن:

- قيمة الاحتمال Prob للمتغيرات السابقة أكبر من مستوى المعنوية 5%؛

- قيمة إحصائية Student المحسوبة ( $T_{obs}$ ) بالقيمة المطلقة للمتغيرات المستقلة ( $R_{DFL}$ ,  $R_{CP}$ ,  $R_E$ ,  $R_O$ ).

هي أقل من T الجدولية ( $T_C$ )، والتي تساوي  $T_C = 2.353$  عند مستوى المعنوية 5%.

وهذا يعني أن كل المتغيرات ليس لها معنوية إحصائية، ومنه نقبل الفرضية  $H_0$  ونرفض الفرضية  $H_1$ .

وبغية الحصول على نموذج أفضل ارتأينا إجراء تعديلات على النموذج الأولي عن طريق استبعاد

المتغيرات التي تحمل أكبر قيمة احتمال Prob مكنتنا من الوصول إلى نماذج أخرى كالتالي:

## الجدول رقم (4-5): مراحل استبعاد متغيرات الدراسة

النموذج	المتغير المستبعد	قيمة الاحتمال Prob	قيمة إحصائية Student
الأول	LNAE	0.9501	0.067938
الثاني	Dis	0.7362	0.361219
الثالث	DFL	0.2953	-1.168344

المصدر: من إعداد الطالبات .

من الجدول السابق نلاحظ أن:

- بلغت قيمة الاحتمال Prob الخاصة بحجم المؤسسة (LNAE) في النموذج الأول 0.9501 وذهي أكبر من مستوى المعنوية 5%، فيما كانت قيمة إحصائية Student المحسوبة ( $T_{obs}$ ) بالقيمة المطلقة هي أقل من القيمة الجدولية والتي تساوي  $T_c = 2.353$ ، ما يعني عدم معنوية العلاقة بين حجم المؤسسة (LNAE) والقيمة السوقية لمجمع صيدال، وبما أنه المتغير الذي لديه أكبر قيمة احتمالية قمنا باستبعاده من النموذج الأول.

- أما في النموذج الثاني توصلنا إلى أن قيمة الاحتمال Prob للمتغير (Dis) والذي يمثل حجم السيولة قد بلغت 0.7362 وهي أكبر من مستوى المعنوية 5%، كما قدرت قيمة إحصائية Student المحسوبة ( $T_{obs}$ ) بالقيمة المطلقة 0.361219 وهي أقل من القيمة الجدولية والتي تساوي  $T_c = 2.132$ ، وعليه فإن المتغير ليس لديه معنوية وبالتالي فحجم السيولة (Dis) لا يفسر التغيرات التي تحصل في القيمة السوقية للمجمع وبالتالي قمنا باستبعاده من النموذج الثاني مما مكنا من الحصول على النموذج الثالث.

- وفي النموذج الثالث وجدنا أن قيمة الاحتمال Prob للمتغير (DFL) والذي يمثل الرفع المالي قد بلغت 0.2953 وهي أكبر من مستوى المعنوية 5%، كما قدرت قيمة إحصائية Student المحسوبة ( $T_{obs}$ ) بالقيمة المطلقة 1.168344 وهي أقل من القيمة الجدولية والتي تساوي  $T_c = 2.015$ ، ومنه ف (DFL) ليس له معنوية إحصائية، مما يعني أن المتغير المستقل (DFL) لا يفسر التغيرات التي تحصل في القيمة السوقية لمجمع صيدال، وبالتالي قمنا باستبعاده من النموذج الثالث مما مكنا من الحصول على النموذج الرابع.

## 2- تقدير النموذج بعد التعديل

بعد تعديل النموذج الأولي باستخدام برنامج Eviews07، ظهرت نتائج الانحدار المتعدد لمتغيرات الدراسة

على النحو التالي:

## الجدول رقم (4-6): نتائج الانحدار المتعدد للنموذج بعد التعديل

Dependent Variable: VM  
 Method: Least Squares  
 Date: 05/03/16 Time: 16:11  
 Sample: 2005 2014  
 Included observations: 10

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	6.517580	0.108632	59.99704	0.0000
RCP	7.596691	1.585542	4.791228	0.0030
RE	-12.27181	2.223545	-5.519031	0.0015
RO	-29.48266	7.982339	-3.693486	0.0102
R-squared	0.836976	Mean dependent var		6.160000
Adjusted R-squared	0.755464	S.D. dependent var		0.236925
S.E. of regression	0.117161	Akaike info criterion		-1.161366
Sum squared resid	0.082360	Schwarz criterion		-1.040332
Log likelihood	9.806828	Hannan-Quinn criter.		-1.294140
F-statistic	10.26812	Durbin-Watson stat		2.442428
Prob(F-statistic)	0.008878			

المصدر: من إعداد الطالبات اعتمادا على برنامج Eviews07

## أ- اختبار جودة النموذج

نلاحظ من نتائج الجدول السابق أن معامل التحديد للنموذج قدر ب  $R^2 = 0.836976$ ، وهو ما يدل على جودة النموذج، وبالتالي فإن المتغيرات المستقلة في النموذج الرابع ( $R_{CP}$ ,  $R_E$ ,  $R_O$ ) تفسر 83.69% من التغير الحاصل في القيمة السوقية لمجمع صيدال، أما النسبة المتبقية 16.31% فتعود إلى متغيرات أخرى لم يتضمنها النموذج.

## ب- اختبار معنوية معاملات الانحدار

وقد قدرت نتائج معاملات الانحدار للنموذج النهائي على النحو التالي:

الجدول رقم (4-7): نتائج اختبار معنوية معاملات الانحدار للنموذج بعد التعديل

المتغيرات	قيمة الاحتمال (Prob)	قيمة احصائية Student (T)
$R_{CP}$	Prob=0.0030	$T_{obs}=4.791228$
$R_E$	Prob=0.0015	$T_{obs}= -5.519031$
$R_O$	Prob=0.0102	$T_{obs}= -3.693486$

المصدر: من إعداد الطالبات اعتمادا على برنامج Eviews07.

من خلال نتائج الجدول نلاحظ أن :

- قيمة الاحتمال Prob بالنسبة لكل المتغيرات ( $R_{CP}$ ,  $R_E$ ,  $R_O$ ) هي أقل من مستوى المعنوية 5%؛

- قيمة إحصائية Student المحسوبة بالقيمة المطلقة  $T_{OBS}$  لكل المتغيرات المستقلة في النموذج الرابع

( $R_{CP}$ ,  $R_E$ ,  $R_O$ ) هي أكبر من T الجدولية والتي قدرت  $T_C=1.943$  عند مستوى المعنوية 5%.

ومنه نستنتج أن كل المتغيرات المستقلة في النموذج الرابع ( $R_{CP}$ ,  $R_E$ ,  $R_O$ ) هي متغيرات ذات معنوية إحصائية، ومنه نقبل الفرضية  $H_1$  ونرفض الفرضية  $H_0$ .

### ج- اختبار المعنوية الكلية للنموذج

لاختبار المعنوية الكلية للنموذج نقوم بمقارنة قيمة إحصائية Fisher الجدولية  $F(k, n-k)$  أي  $F(3,6)$

بقيمة Fisher المحتسبة.

ومن خلال نتائج الجدول رقم (4-6) نلاحظ أن قيمة Fisher المحتسبة بلغت  $F_{obs}=10.26812$

وهي أكبر تماما من القيمة الجدولية التي قدرت ب  $F_C=4.76$  عند مستوى المعنوية 5%.

كما أن القيمة الاحتمالية المرفقة للإحصائية  $Prob(F\text{-statistic})$  قدرت ب 0.008878 وهي أقل من مستوى المعنوية 5%.

وعليه فإن النموذج لديه معنوية كلية، والمعالم المقدرة له تختلف تماما عن الصفر، وبناءا عليه يتم قبول

الفرضية  $H_1$  ورفض الفرضية  $H_0$ .

### د- اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء

يمكننا اختبار وجود ارتباط ذاتي للأخطاء باستخدام اختبار (Durban watson) وذلك بعد استخراج

القيمة المحسوبة من جدول الانحدار الخطي المتعدد، وقد قدرت قيمة DW المحسوبة من جدول الانحدار

الخطي المتعدد للنموذج الأخير ب  $DW_{obs}=2.442428$ ، وهي تقع في مجال استقلالية الأخطاء

[2-3.03]، أي في منطقة قبول الفرضية  $H_0$ ، أي عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء، وهذا ما يدل على

معنوية النموذج.

### ثالثا: تفسير نتائج الدراسة

كشفت دراستنا هذه عن العديد من النتائج، تمثلت فيما يلي:

-إن حذف الرفع المالي (DFL) من النموذج الكلي، يفسر على أن قرار التمويل ليس له أي تأثير ذو دلالة

إحصائية على القيمة السوقية لمجمع صيدال (Groupe SAIDAL) عند مستوى المعنوية 5%، حيث

توصلنا إلى أن القيمة الاحتمالية Prob الخاصة بالمتغير بلغت 0.2953 وتتطابق هذه النتيجة مع أصحاب

التوجه القائل بعدم وجود أثر للهيكل التمويلي على القيمة السوقية للمؤسسة، ومع ما جاء به "مودكلياني وميلر" سنة 1958، إذ أكدوا أن الهيكل المالي في ظل عدم وجود الضرائب لا يمكن أن يكون له تأثير على تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة، وهو ما يتفق مع مدخل صافي ربح العمليات.

غير أن دراستنا لأثر قرار التمويل على القيمة السوقية لمجمع صيدال كانت في ظل الأسواق غير الكاملة إذ يخضع المجمع للضرائب على الأرباح وبالتالي فإن النتائج المتوصل إليها لا تتفق مع الافتراضات التي قدمها "مودكلياني وميلر" سنة 1958.

وتتنافى هذه النتيجة مع فرضية وجود تأثير للهيكل المالي على قيمة المؤسسة، ومع ما جاءت به المقالة التصحيحية للباحثين "مودكلياني و ميلر" سنة 1963 التي أسقطا فيها فرضية عدم وجود الضرائب وأكدوا أنه في ظل وجود الضريبة على أرباح الشركات فإن قيمة المؤسسة المستدنية تفوق قيمة المؤسسة غير المستدنية بمقدار القيمة الحالية للوفورات الضريبية، وسبقهما إلى نتيجتهما هذه مدخل صافي الربح والنظرية التقليدية، اللذان أكدوا أنه في ظل كمال الأسواق هناك إمكانية تأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة.

وتلت نظرية "مودكلياني وميلر" سنة 1963 العديد من النظريات التي توصلت إلى نفس النتيجة في ظل عدم كمال الأسواق، لعل أبرزها ما جاءت به نظرية تكلفة الإفلاس و تكلفة الوكالة، حيث أكدوا أن وجود أثر للهيكل المالي على قيمة المؤسسة مرتبط بنسبة الاقتراض التي تتساوى فيها القيمة الحالية للوفورات الضريبية مع التكاليف الناتجة عن الاقتراض وهي تكاليف الإفلاس و الوكالة.

- كما توصلنا إلى أن المردودية المالية ( $R_{CP}$ ) لها تأثير إيجابي على القيمة السوقية لمجمع صيدال، فزيادة مردودية الأموال الخاصة ( $R_{CP}$ ) بوحدة واحدة يساهم في زيادة قيمة المجمع ب7.596691 وحدة، و هذا ما يعني أن معدل العائد المالي المتوقع من استثمار أموال أصحاب المؤسسة يساهم في رفع القيمة السوقية للمؤسسة بنسبة كبيرة وهذا ما يتوافق مع ما جاء الفكر المالي فزيادة المردودية المالية ( $R_{CP}$ ) يعد مؤشرا على زيادة ربحية المساهمين وبالتالي ترتفع ربحية السهم الواحد، مما يؤدي إلى زيادة الطلب على أسهم المؤسسة مما ينعكس إيجابا على قيمتها السوقية.

- في حين أن هناك تأثير سلبي للمردودية الاقتصادية ( $R_E$ ) على القيمة السوقية لمجمع صيدال (Groupe SAIDAL)، حيث أن زيادة المردودية الاقتصادية ( $R_E$ ) بوحدة واحدة يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للمجمع بمقدار 12.27181 وحدة، غير أن هذه النتيجة مخالفة للفكر المالي فزيادة المردودية الاقتصادية ( $R_E$ ) يشير إلى تحسن الأداء الصناعي والتجاري للمؤسسة، فهي في واقع الأمر مؤشر على فعالية الأصول الاقتصادية للمؤسسة، مما يخدم القيمة السوقية للمؤسسة التي من المفروض أن تزيد بزيادة المردودية

الاقتصادية. إلا أن دراستنا لم تتوصل إلى هذه النتيجة رغم وجود ارتباط موجب وقوي جدا بين المردودية الاقتصادية ومردودية الأموال الخاصة.

- كما أن المخاطر التشغيلية ( $R_0$ ) لها تأثير سلبي على قيمة مجمع صيدال فإرتفاع حجم المخاطر التشغيلية ( $R_0$ ) وحدة واحدة يؤدي إلى انخفاض قيمة المؤسسة ب 29.48266 وحدة، وهذه النتيجة تعد منطقية إلى حد بعيد، نظرا للتأثير السلبي المتوقع للمخاطر التشغيلية، فزيادة هذه الأخيرة يجعل المؤسسة تقترب من الإفلاس فيلجأ المستثمرون إلى بيع أسهمهم مما يؤدي إلى زيادة عرض أسهم المؤسسة ويؤثر سلبا على القيمة السوقية للمؤسسة.

- واعتمادا على نتائج النموذج الأخير فإن كل من حجم المؤسسة (LNAE) والسيولة (Dis) لا يفسران التغير في القيمة السوقية لمجمع صيدال خلال فترة الدراسة لذا تم حذفهما من النموذج النهائي.

## خلاصة الفصل الرابع

حاولنا من خلال هذا الفصل دراسة أثر قرار التمويل على قيمة مجمع صيدال، وذلك باعتماد المتوسط الحسابي للقيمة السوقية لأسهم مجمع صيدال لكل سنة للتعبير عن قيمته، هذا كمتغير تابع، كما قمنا باعتماد الرفع المالي كمقياس لقرار التمويل كمتغير مستقل، إضافة إلى عدد من المتغيرات الثانوية التي من المحتمل أن تؤثر على القيمة السوقية للمجمع (المردودية الاقتصادية، المردودية المالية، المخاطر التشغيلية، حجم المؤسسة و حجم السيولة) وذلك خلال الفترة الممتدة من سنة 2005 إلى غاية 2014.

و باستخدام أسلوب الانحدار المتعدد واعتمادا على البرنامج الإحصائي Eviews07 تبين لنا من النموذج النهائي للدراسة أن قرار التمويل لا يفسر التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية لمجمع صيدال، إذ أن القيمة السوقية للمجمع تحددها عوامل أخرى غير قرار التمويل .

الخاتمة



إن للإدارة المالية العديد من الأهداف إلا أن هدف تعظيم قيمة المؤسسة أضحي الهدف الرئيسي لها في العصر الحديث، وتسعى المؤسسة إلى بلوغ قيمة مثلى من خلال اتخاذ القرارات المالية والتي من أبرزها قرار التمويل الذي يعد من أهم القرارات المالية التي تتخذها المؤسسة باعتباره المحرك الأساسي لأي اقتصاد، وتسعى المؤسسة إلى تكوين هيكل تمويلي أمثل يمكنها من تعظيم قيمتها، غير أن موضوع أثر قرار التمويل على قيمة المؤسسة من المواضيع التي أثارت الكثير من الجدل منذ أمد بعيد، وترجع بداية هذا الجدل إلى الأبحاث الرائدة التي قدمها "مودكلياني وميلر" سنة 1958 حول أمثلية الهيكل المالي، تلتها بعدها العديد من الأبحاث غير أنها لم تتوصل إلى تفسير واضح لأثر قرار التمويل على قيمة المؤسسة. وقد استهدف الجزء التطبيقي من هذه الدراسة اختبار أثر قرار التمويل على قيمة مجمع صيدال (Groupe SAIDAL) خلال الفترة الزمنية من 2005 إلى 2014 .

#### أولاً: اختبار الفرضيات

بعد دراستنا الموضوع من مختلف جوانبه، وبعد استعراض عناصر الموضوع بشقيه النظري والتطبيقي، تم اختبار مدى صدق الفرضيات المعتمدة في بداية الدراسة، وكانت النتائج كما يلي:

- الفرضية الأولى: "يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 5% لقرار التمويل على القيمة السوقية لمجمع صيدال (Groupe SAIDAL)".

استناداً إلى نتائج النموذج الثالث الذي أظهر أن القيمة الاحتمالية Prob لمتغير الرفع المالي (DFL) بلغت 0.2953 و هي دون مستوى المعنوية 5%، وهذا يدل على أن قرار التمويل لا يفسر التغيرات في القيمة السوقية لمجمع صيدال (Groupe SAIDAL) عند مستوى المعنوية 5%، ومنه تم نفي صحة هذه الفرضية، وعليه فنتائج دراستنا هذه لا تتوافق مع أصحاب التوجه القائل بوجود أثر لقرار التمويل على قيمة المؤسسة وأبرزها ما جاء به الباحثان "مودكلياني وميلر" سنة 1963 حيث أكدوا أنه في حالة وجود الضرائب على أرباح الشركات فإن زيادة نسبة الاستدانة في الهيكل المالي يؤدي إلى ارتفاع قيمة المؤسسة بسبب الوفر الضريبي للفوائد، ومن هذا المنطلق فقيمة المؤسسة ترتبط بهيكلها المالي.

والنتيجة ذاتها توصل إليها رواد النظرية التقليدية ونظرية الربح الصافي، إذ أكدوا على إمكانية التأثير على قيمة المؤسسة وعلى التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال من خلال التغيير في نسبة المديونية، فزيادة نسبة الاستدانة سوف يؤدي إلى انخفاض تكلفة رأس المال مما يؤدي إلى ارتفاع قيمة المؤسسة .

وجاءت بعدها نظرية تكلفة الإفلاس ونظرية تكلفة الوكالة لتؤكد النتائج السابقة، ووفق التحليل المقدم في النظريتين فإن المؤسسة يمكنها الوصول إلى الهيكل المالي الأمثل بالاعتماد على القروض في تمويل

أصولها من خلال تحقيق الموازنة بين المزايا الضريبية (الوفر الضريبي) والتكاليف الناتجة عنه والمتمثلة في تكاليف الإفلاس و تكلفة الوكالة.

ونظرية الإشارة من جهتها قدمت تحليلاً يؤكد على إمكانية تأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة، حيث تعتبر أن قيمة المؤسسة تزداد كلما كانت المؤسسة قادرة على إصدار إشارات إيجابية حقيقية معبرة بذلك عن أدائها مما يؤدي إلى زيادة قيمة أسهمها وبالتالي قيمة المؤسسة.

- **الفرضية الثانية:** " لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 5% لقرار التمويل على القيمة السوقية لمجمع صيدال (Groupe SAIDAL)." .

تم إثبات صحة هذه الفرضية، حيث أن مقياس الرفع المالي الذي اعتمدها للتعبير عن قرار التمويل في مجمع صيدال (Groupe SAIDAL) لا يفسر التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية للمجمع وهذا ما يوضحه النموذج الثالث الذي تبين من خلاله أن القيمة الاحتمالية Prob ل DFL) قدرت ب 0.2953 وهي أقل من مستوى المعنوية 5% لذا تم استبعاد المتغير المستقل (DFL) من النموذج النهائي للدراسة، وعليه يمكن القول أنه لا يوجد تأثير للقرار التمويلي على القيمة السوقية للمجمع.

ومنه فهذه النتيجة تتوافق مبدئياً مع ما جاء به "مودكلياني و ميلر" سنة 1958 و مع ما جاء به مدخل صافي ربح العمليات حول حيادية الهيكل المالي، غير أن المدخلين السابقين قدما تحليلهما تحت افتراض السوق الكامل بمعنى أن المؤسسة لا تخضع للضريبة على الأرباح وهو ما لا يتماشى مع دراستنا هذه التي تمت في ظل خضوع مجمع صيدال للضريبة.

### ثانياً: نتائج الدراسة

بعد تحليلنا لموضوع أثر قرار التمويل على قيمة المؤسسة في الجانب النظري وتحليلنا له من خلال دراسة حالة مجمع صيدال تمكناً من الخروج ببعض النتائج.

#### 1- نتائج الدراسة النظرية

و تتمثل النتائج الخاصة بالجانب النظري فيما يلي:

- إن قرار التمويل يعد أداة هامة ضمن السياسة المالية التي تسعى من خلالها المؤسسة الاقتصادية إلى تحقيق أهدافها التي تتمحور أساساً حول مسعى تعظيم العائد من جهة وتخفيض التكاليف والمخاطر من جهة أخرى؛

- يمكن تصنيف مختلف مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة والتي تشكل هيكلها المالي إلى صنفين أساسيين، وهما مصادر تمويل داخلية تتمثل في أموال الملكية ومصادر خارجية، وعلى المؤسسة الإحاطة

- بمميزات كل مصدر تمويلي، مما يعطي لها فرصة كبيرة للمفاضلة بين مختلف المصادر التمويلية المتاحة وبالتالي تمكينها من تكوين الهيكل المالي الذي يتماشى مع أهدافها و تطلعاتها؛
- يجدر بالمؤسسة في إطار بحثها عن أفضل تشكيلة لمصادر التمويل الوقوف على تكلفة كل مصدر مما يساعدها على انتقاء أهمها بما يلائم أهدافها؛
- إن عملية تقدير قيمة المؤسسة تعتبر عملية صعبة حيث أنها تتطلب نوعية من الكوادر البشرية المدربة والقادرة على العمل في ظل بيئة تتسم بالديناميكية والسرعة، ومحدودية البيانات والمعلومات؛
- تتحدد قيمة المؤسسة بناءً على مجموعة من المتغيرات تجعل من طريقة تقييم معينة صالحة لها دون أخرى حسب خصوصيات كل مؤسسة؛
- تعتمد الطرق الكثيرة للتقييم على أساس معين في ذلك، فنجد طرق تركز على مقارنة الذمة المالية وثانية تركز على مقارنة المردودية وأخرى تعتمد على الطرق المختلطة؛
- إن الطرق السابقة في التقييم تعطي نتائج مختلفة ومتباينة بشكل كبير، وهي قيم تقديرية واسترشادية، ولا بد من اختيار القيمة الأكبر التي تضمن حق المجتمع؛
- ثمة جدال قائم حول أمثلية الهيكل المالي، حيث وجدت مقاربات تقرر بوجود علاقة بين القيمة والهيكل المالي، في حين هناك من يرفضها؛
- إن أهم الأبحاث التي عالجت أثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة تتمثل في الأبحاث الرائدة التي قدمها "مودكلياني وميلر" سنة 1958 ، حيث أثبتا أنه في ظل الأسواق الكاملة وفي غياب الضرائب الهيكل المالي ليس له تأثير على قيمة المؤسسة و بالتالي يؤيد ما جاء به مدخل صافي ربح العمليات ، وهو ما يحمل في طياته معارضة صريحة للفكر التقليدي ولمدخل صافي الربح اللذان يقضيان بوجود هيكل مالي أمثل، غير أن الباحثان عادا و قاما بطرح أطر نظرية جديدة سنة 1963 أسقطا فيها فرضية عدم وجود الضرائب، وأكدوا خلالها أنه في ظل الأسواق غير الكاملة تلجأ المؤسسة الخاضعة للضرائب على الدخل إلى استخدام أموال الاستدانة مما يمكنها من الحصول على وفورات ضريبية، و عليه فإن قرار التمويل يؤثر على تكلفة الأموال ومنه على قيمة المؤسسة؛
- من ناحية أخرى ظهرت نظريات أخرى مثل نظرية الإفلاس و الوكالة، وكان لها الأثر البالغ في تفسير أثر قرار التمويل على قيمة المؤسسة، أين ربطت وجود هيكل مالي أمثل بنسبة الاقتراض التي تتعادل عندها القيمة الحالية الوفورات الضريبية مع التكاليف الناجمة عن الاقتراض ألا وهي تكاليف الوكالة وتكاليف الإفلاس؛

- ولم تتوقف الأبحاث المتعلقة بأثر قرار التمويل على قيمة المؤسسة عند هذا الحد بل ظهرت نظريات حديثة أهمها نظرية الإشارة التي تعتبر أن القيمة الحقيقية للمؤسسة بمثابة معلومة خاصة محتكرة من طرف المسيرين فقط وأن القيمة الحقيقية للمؤسسة عبارة عن مرآة عاكسة لوضعيتها الحقيقية اتجاه المستثمرين، ونظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل التي رفضت فرضية وجود هيكل مالي أمثل بسبب عدم تماثل المعلومات بين الوكلاء من داخل وخارج المؤسسة.

## 2- نتائج الدراسة التطبيقية

أما فيما يخص النتائج الخاصة بالدراسة التطبيقية فيمكن حصرها فيما يلي:

- عدم وجود تأثير ذو دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 5% لقرار التمويل على القيمة السوقية لمجمع صيدال (Groupe SAIDAL) و هذا ما يتطابق مع ما جاءت به نظرية "مودكلياني و ميلر" بشأن صياغة الهيكل المالي سنة 1958، إذ يؤكدان على أن تكلفة الأموال مستقلة تماما عن الهيكل المالي للمؤسسة، وهذا الأخير ليس لديه أي أثر على قيمة المؤسسة، و مع مدخل صافي ربح العمليات الذي يؤكد على أن التكلفة الكلية للأموال تكون ثابتة أيا كانت نسب المديونية في المؤسسة وبالتعبية قيمة المؤسسة و هذا ما يقودنا لاعتبار أنه لا يوجد هيكل مالي أمثل، غير أن المدخلين السابقين فسرا أثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة بافتراض أن المؤسسات غير الخاضعة للضريبة على دخل المؤسسات، غير أن المؤسسة التي أجريت عليها دراستنا (مجمع صيدال) تخضع للضريبة و بالتالي فإن نتائج دراستنا لا تتوافق مع الفروض التي وردت في النظريتين السابقتين؛

- هناك تأثير ذو دلالة إحصائية للمردودية المالية ( $R_{CP}$ ) على القيمة السوقية لمجمع صيدال، وهو تأثير إيجابي فالقيمة السوقية للمجمع تزداد بزيادة المردودية المالية، ويعتبر هذا التأثير منطقي فزيادة المردودية المالية ( $R_{CP}$ ) التي تشير إلى معدل العائد على الأموال الخاصة يؤدي إلى زيادة إقبال المساهمين على شراء أسهم المؤسسة وبالتالي زيادة الطلب على الأسهم وهو ما يعمل تلقائيا على زيادة القيمة السوقية للمؤسسة؛

- يوجد تأثير سلبي ذو دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 5% للمردودية الاقتصادية ( $R_E$ ) على القيمة السوقية لمجمع صيدال (Groupe SAIDAL)، وهو ما يتنافى مع ما جاء به الفكر المالي، فزيادة المردودية الاقتصادية ( $R_E$ ) للمؤسسة من المفروض أن ينتج عنها زيادة الطلب على أسهم المؤسسة من طرف المستثمرين، والذي بدوره يؤدي إلى الرفع من القيمة السوقية للمؤسسة؛

- للمخاطر التشغيلية ( $R_O$ ) تأثير سلبي على القيمة السوقية لمجمع صيدال (Groupe SAIDAL) عند مستوى المعنوية 5%، فزيادة حجم المخاطر الذي تتعرض لها المؤسسة يؤدي إلى تدهور وتراجع الطلب

على أسهمها مما يزيد من احتمال تعرض المؤسسة للإفلاس وهو ما ينعكس سلبا على القيمة السوقية للمجمع؛

- لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 5% لحجم المؤسسة (LNAE) على القيمة السوقية لمجمع صيدال (Groupe SAIDAL)، وهذا ما يتنافى مع ما جاء به الفكر المالي فزيادة حجم المؤسسة يعني بالضرورة زيادة حجم المبيعات وكبر حجم الاستثمارات و توسع حجم نشاط المؤسسة، وهو ما يترتب عنه زيادة في القيمة السوقية؛

- كما أنه لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 5% لحجم السيولة (Dis) على القيمة السوقية لمجمع صيدال (Groupe SAIDAL)، غير أن الأدبيات المالية تؤكد على وجود علاقة بينهما فالاحتفاظ المفرط بالسيولة قد يؤدي إلى تجميد الأموال وتحمل تكلفة الفرصة البديلة مما يؤثر سلبا على القيمة السوقية للمؤسسة، من جهة أخرى ضعف السيولة يؤدي إلى تحقيق المؤسسة لخسائر تعرضها إلى مخاطر التوقف والتصفية مما ينتج عنه تراجع القيمة السوقية للمؤسسة.

#### ثالثا: الإقتراحات

من خلال النقائص التي لاحظناها خلال دراستنا الميدانية نقترح جملة من التوصيات التي ندرجها فيما يلي:

- إدراج موضوع تعظيم قيمة المؤسسة ضمن أولويات المؤسسات و إعطاءه الأهمية التي يستحقها؛
- قيام المؤسسات بدراسات وأبحاث فيما يتعلق بالمشورات على القيمة السوقية لأسهمها؛
- توفير المعلومات الدقيقة والضرورية حول البدائل المتاحة لفائدة متخذي القرارات المالية وعلى وجه الخصوص متخذي القرارات التمويلية نظرا لما لهذه المعلومات من دور في الرفع من جودة القرارات المتخذة؛
- ينبغي على المؤسسات المدرجة بالبورصة الاهتمام أكثر بتناسق هيكلها التمويلي، والتقليل من اعتمادها المفرط على الديون، والسهر على تنويع أكبر في المزيج التمويلي من أجل تقليل درجة المخاطر.

#### رابعا: آفاق الدراسة

في ختام هذه الدراسة تبين لنا أن هناك بعض المحاور التي تستحق المزيد من البحث والدراسة نذكر منها:

- أثر باقي القرارات المالية (فرار الاستثمار وقرار توزيع الأرباح) على قيمة المؤسسة؛
- أثر المديونية على قيمة المؤسسة؛
- محددات الهيكل المالي في المؤسسة؛
- أثر الهيكل المالي على القرارات المالية؛

- مدى تطابق النظريات والنماذج النظرية والتطبيقية الشائعة في الأدبيات المالية على السلوك التمويلي للمؤسسات.

# قائمة المراجع

-المراجع باللغة العربية:

أولاً: الكتب

- 1 - أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للطباعة و النشر و التوزيع، عناية، 2008.
- 2 - إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي: الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان، 2006.
- 3 - أيمن الشنطي، عامر شقر، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، الطبعة الأولى، دار البداية للنشر، عمان، 2007.
- 4 - جمال الدين مرسي، أحمد عبد الله اللحج، الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرارات، الدار الجامعية للنشر، الاسكندرية، 2007.
- 5 - جيلالي جلاطو، الإحصاء التطبيقي، الطبعة الأولى، دار الخلدونية للنشر والتوزيع، الجزائر، 2007.
- 6 - حسام علي داود، خالد محمد السواعي، الاقتصاد القياسي بين النظرية و التطبيق، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر و التوزيع، عمان، 2013.
- 7 - حسين علي بخيت، سحر فتح الله، الاقتصاد القياسي، دار اليازوري العلمية للنشر و التوزيع، عمان، 2009.
- 8 - حسين يوسف، التمويل في المؤسسة الاقتصادية، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2012.
- 9 - حمزة الشخي، إبراهيم الجزراوي، الإدارة المالية الحديثة، دار صفاء للنشر، عمان، 2001.
- 10 - حمزة محمود الزبيدي، أساسيات الإدارة المالية، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2001.
- 11 - حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2004.
- 12 - خالد الراوي و آخرون، نظرية التمويل الدولي، دار المناهج للنشر و التوزيع، عمان، 2009.
- 13 - دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2007.
- 14 - رشاد العصار وآخرون، الإدارة والتحليل المالي، الطبعة الأولى، دار البركة للنشر والتوزيع، عمان، 2001.
- 15 - رضوان وليد العمار، أساسيات في الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، 1997.



- 16 - سمير عبد العزيز، التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية، مكتبة الإشعاع للطباعة والنشر، الإسكندرية، 1998.
- 17 - سمير محمد عبد العزيز، التأجير التمويلي، الطبعة الأولى، مكتبة و مطبعة الإشعاع، الإسكندرية، 2000.
- 18 - طارق الحاج، مبادئ التمويل الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر و التوزيع، عمان، 2001.
- 19 - طارق عبد العال حماد، التقييم وإعادة هيكلة الشركات: تحديد قيمة المنشأة، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، 2008.
- 20 - طارق عبد العال حماد، التقييم: تقدير قيمة بنك لأغراض الاندماج أو الخصخصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000.
- 21 - عاطف وليم أندراوس، التمويل والإدارة المالية، دار الفكر الجامعي للنشر، الإسكندرية، 2008.
- 22 - عامر عبد الله، التحليل والتخطيط المالي المتقدم، الطبعة الأولى، دار البداية للنشر والتوزيع، عمان، 2015.
- 23 - عبد الحليم كراجه و آخرون، الإدارة والتحليل المالي، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2000.
- 24 - عبد الستار مصطفى الصياح، مسعود مشكور العامري، الإدارة المالية أطر نظرية وحالات عملية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر ، عمان، 2003.
- 25 - عبد الغفار حنفي، أساسيات الإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2003.
- 26 - عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، مصر، 2007.
- 27 - عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، 2001.
- 28 - عبد القادر محمد عطية، دراسات الجدوى التجارية والاقتصادية والاجتماعية للمشروعات، الطبعة الثانية، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، 2005.
- 29 - عبد الوهاب يوسف أحمد، التمويل وإدارة المؤسسات المالية، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر، عمان، 2008.
- 30 - عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشه، أساسيات في الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، 2007.
- 31 - عدنان هاشم رحيم السامرائي، الإدارة المالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 1997.

- 32 - علي عباس، الإدارة المالية في منظمات الأعمال، الطبعة الأولى، مكتبة الرائد العلمية، عمان، 2002.
- 33 - فايز سليم حداد، الإدارة المالية، الطبعة الثالثة، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، 2010.
- 34 - كنجو عبود كنجو، إبراهيم وهبي فهد، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 1997.
- 35 - محب خلة توفيق، الهندسة المالية: الإطار النظري والتطبيقي لأنشطة التمويل والاستثمار، دار الفكر الجامعي للنشر، الإسكندرية، 2011.
- 36 - محمد سعيد عبد الهادي، الإدارة المالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، 2008.
- 37 - محمد صالح الحناوي وآخرون، الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرارات، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، 2004.
- 38 - محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية محل القيمة واتخاذ القرارات، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، 2002.
- 39 - محمد مطر، الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والائتماني الأساليب والاستخدامات العملية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان، 2003.
- 40 - مفلح عقل، مقدمة في الإدارة المالية، الطبعة الأولى، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
- 41 - منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، الطبعة الخامسة، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2003.
- 42 - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، الطبعة الثانية، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2006.
- 43 - منير شاكر محمد وآخرون، التحليل المالي مدخل صناعة القرارات، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، عمان، 2005.
- 44 - ناصر دادي عدون، اقتصاد المؤسسة، الطبعة الثانية، دار المحمدية للنشر، الجزائر، 1998.
- 45 - هوارى معراج ، عمر حاج سعيد، التمويل التأجيري: المفاهيم والأسس، الطبعة الأولى، كنوز المعرفة للنشر والتوزيع، الجزائر، 2013.
- 46 - هيثم صاحب عجام، نظرية التمويل، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، 2001.

ثانيا: الرسائل الجامعية

- 47 - أنفال حدة خبيزة، تأثير الهيكل على استراتيجيات المؤسسة الصناعية، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2011-2012.
- 48 - بلال كيموش، التقييم الدوري للعناصر المادية و دوره في المحافظة على قيمة المؤسسة في ظل النظام المحاسبي المالي، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2010-2011.
- 49 - بلخير بكاري، أثر التقييم المالي على مسار الشراكة بالنسبة لمؤسسات قطاع المحروقات في الجزائر، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر3، الجزائر، 2009-2010.
- 50 - تبر زغود ، محددات سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة قاصدي مرياح، ورقلة، 2009.
- 51 - عبد القادر عيادي، دور وأهمية نظام المعلومات المحاسبي في اتخاذ قرارات التمويل، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2007-2008.
- 52 - عبد الكريم بوحادرة، أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة و دور سياسة توزيع الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة منتوري، قسنطينة، 2011-2012.
- 53 - عبد الوهاب دادان، دراسة تحليلية للمنطق المالي لنمو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية - نحو بناء نموذج لترشيد القرارات المالية - أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر، 2008.
- 54 - علي بن الضب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة قاصدي مرياح، ورقلة، 2009.
- 55 - غنية الجوزي، أهمية اعتماد البورصة كوسيلة تقييم مردودية المؤسسة وتمويل تطورها، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة الجزائر، الجزائر، 2011-2012.
- 56 - غنية بوربيعة، محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة الجزائر3، الجزائر، 2011-2012.
- 57 - فضيلة زاوي، تمويل المؤسسة الاقتصادية وفق الميكانيزمات الجديدة في الجزائر، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة محمد بوقرة ، بومرداس، 2008-2009.

- 58 - محمد شعبان، نحو اختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الاقتصادية، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة أمجد بوقرة، بومرداس، 2009-2010.
- 59 - مريم قلال، كيفية ترويج الأدوية في الجزائر، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة أمجد بوقرة، بومرداس، 2013-2014.
- 60 - نادية عيساوي، تقييم المؤسسة في إطار الخصوصية، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة منتوري، قسنطينة، 2004-2005.
- 61 - هوارى سويسي، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2008.
- 62 - وليد زيرام، أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2011-2012.
- 63 - ياسين العايب، إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة منتوري، قسنطينة، 2010-2011.
- 64 - يحي فريك، استراتيجيات التكامل العمودي في قطاع الصناعة، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2011-2012.
- ثالثا: الملتقيات و المؤتمرات
- 65 - إلياس بن ساسي، مداخلة بعنوان النمو ومفهوم خلق القيمة كمؤشر للأداء المالي والاستراتيجي للمؤسسة، المؤتمر العلمي الدولي حول الأداء المتميز للمنظمات والحكومات، جامعة ورقلة، الجزائر، 08-09 مارس، 2005.
- 66 - بريكة السعيد، مسعي سمير، مداخلة بعنوان تقييم المنشأة الاقتصادية: مدخل القيمة الاقتصادية المضافة EVA، الملتقى الدولي حول صنع القرار في المؤسسة الاقتصادية، جامعة محمد بوضياف، الجزائر، أبريل 2009.
- 67 - بلخير بكاري، مداخلة بعنوان: إشكالية تقييم المؤسسات البترولية، الملتقى الوطني حول أثر التقييم على مسار الشراكة بالنسبة لمؤسسات القطاع البترولي، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2010.
- 68 - عبد الغني دادن، مداخلة بعنوان دور تكلفة رأس المال في اتخاذ قرار تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة والرفع المالي كاستراتيجية للنمو الداخلي، الدورة التدريبية الدولية حول تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة و تطويرها في الاقتصاديات المغاربية ، الجزائر، 2003.

- 69 - مليكة زغيب، إلياس بوجعادة، مداخلة بعنوان دراسة صنع قرار التمويل بالمؤسسة الاقتصادية، الملتقى الدولي صنع القرار في المؤسسة الاقتصادية، جامعة مسيلة، يومي 14-15 أبريل 2009.
- 70 - هوارى سويسي، عبد القادر دبون، مداخلة بعنوان أهمية قياس قيمة الأصول المعنوية في ظل اقتصاد المعرفة، المؤتمر العلمي الدولي حول الأداء المتميز للمنظمات والحكومات، جامعة ورقلة، 08-09 مارس 2005.
- 71 - هوارى سويسي، محمد الأمين كمامي، إشكالية تقييم المؤسسات: مع الإشارة إلى حالة الجزائر، الملتقى الوطني الأول حول إشكالية تقييم المؤسسة الاقتصادية، جامعة سكيكدة، 12 و 13 ديسمبر، 2005.
- رابعا: المجالات
- 72 - عبد الغني دادان، قراءة في الأداء المالي والقيمة في المؤسسات الاقتصادية، مجلة الباحث، العدد 04، جامعة ورقلة، 2006.
- 73 - عبد المجيد تياموي، المتغيرات المالية المحددة لفاعلية قرار استخدام الديون كمصدر مالي في المؤسسة، مجلة الواحات للبحوث و الدراسات، المركز الجامعي غرداية، العدد 13، 2011.
- 74 - عبد الوهاب دادان، الجدل القائم حول هياكل تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، مجلة الباحث، العدد 07، جامعة ورقلة، 2009-2010.
- 75 - علاء الدين جبل، هائل أبو رشيد، تقييم تكلفة مصادر التمويل في الشركات الاقتصادية، مجلة بحوث، سلسلة العلوم الاقتصادية و القانونية، العدد 55، 2008.
- 76 - محفوظ جبار، تقييم الشركات المخصصة للتقييم و التنفيذ في البورصة، الطرق المستعملة وتطبيقاتها، مجلة المال والأعمال، العدد 23، الكويت، 2005.
- 77 - مليكة زغيب، سفيان دلفوف، تأثير الاقتراض على القيمة السوقية للمنشأة، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، جامعة سطيف، الجزائر، العدد 12، 2012.
- 78 - مليكة زغيب، علاقة الهيكل المالي بالقيمة السوقية للمنشأة من خلال النظرية المالية دراسة نظرية تحليلية، مجلة العلوم الانسانية، العدد 31، جامعة منتوري، قسنطينة، 2009.
- 79 - ناصر حمدان، علي القضاة، أثر هيكل رأس المال على أداء المصارف الأردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية: دراسة تحليلية، مجلة المنارة، المجلد 19، العدد 04، جامعة الملك سعود، الرياض، 2013.

- 80 - هوارى سويسي، أهمية تقييم المؤسسات في اتخاذ قرارات الاستثمار المالي، مجلة الباحث، العدد:07، جامعة ورقلة، 2009-2010.
- 81 - هوارى سويسي، دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة، مجلة الباحث، العدد:07، جامعة ورقلة، 2009-2010.
- خامسا: المواقع الالكترونية
- 82- <https://www.saidalgroup.dz/ar/notre-groupe/histoire>.

-المراجع باللغة الأجنبية:

- 83- Armand Dayen, Evaluation des Entreprises : Manuel de Gestion, Volume 2, Edition Ellipses, Paris,2004.
- 84- Aswath Damodaran, Finance D'entreprise: Théorie Et Pratique, 01eEdition, Groupe De Boeck, Bruxelles, 2010.
- 85- Bellalah Mondher, Finance Moderne D'entreprise, 2ème édition, Edition Economica, Paris, 2003.
- 86- Cohen Elie, Gestion financière de l'entreprise et développement financier, édition UREF, Paris, 1999.
- 87- Farouk Bou Yakoub, L'entreprise Et Le Financement Bancaire, Casbah Edition, Alger.
- 88- Jean Barreau, Jacqueline Delhaye, Gestion Financière, 8eme édition, Edition Dunord, Paris, 1999.
- 89- Kienast Philipe, L'évaluation Des Entreprises, In encyclopidie du managment, Tome1, Edition Vuibert, Paris, 1992 .
- 90- Mauguere Henri ,l'Evaluation des Entreprise Non Cotées, Edition Dunord, Paris,1990.
- 91- Pierr Vernimmen Finance D'entreprise, 8eEdition Par Pascal Quiry Et Yann Le Fur Editions ,Paris, 2010.

الملاحق

SAIDAL SPA

DATE DE CLOTURE : 31/12/2005

**BILAN (ACTIF) RETRAITE**

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS			RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS		
		MONTANTS BRUTS	AMORTS PROVS	MONTANTS NETS	DEBIT	CREDIT	MONTANTS BRUTS	AMORTS PROVS	MONTANTS NETS
20	Frais préliminaires	75 394 752,26	53 250 858,20	22 143 894,06			75 394 752,26	53 250 858,20	22 143 894,06
21	Valeurs incorporelles	94 511 459,44	90 891 187,31	3 620 272,13			94 511 459,44	90 891 187,31	3 620 272,13
22	Terrains	360 832 211,45		360 832 211,45			360 832 211,45	0,00	360 832 211,45
24	Equipements de production	15 821 761 926,28	12 479 464 834,40	3 342 297 091,88			15 821 761 926,28	12 479 464 834,40	3 342 297 091,88
25	Equipements sociaux	31 939 748,73	20 224 979,31	11 714 769,42			31 939 748,73	20 224 979,31	11 714 769,42
28	Investissements en cours	1 234 755 418,86		1 234 755 418,86			1 234 755 418,86	0,00	1 234 755 418,86
	<b>INVESTISSEMENTS</b>	<b>17 619 195 517,02</b>	<b>12 643 831 859,22</b>	<b>4 975 363 657,80</b>			<b>17 619 195 517,02</b>	<b>12 643 831 859,22</b>	<b>4 975 363 657,80</b>
30	Marchandises	727 670 595,94		727 670 595,94		727 670 595,94	0,00	0,00	0,00
31	Matières et fournitures	1 749 971 442,21	151 283 614,76	1 598 687 827,45			1 749 971 442,21	151 283 614,76	1 598 687 827,45
33	Produits semi finis	52 810 376,73	1 715 245,40	51 095 131,33			52 810 376,73	1 715 245,40	51 095 131,33
35	Produits finis	1 228 151 184,04	39 855 975,57	1 188 295 208,47	727 670 595,94	66 151 872,36	1 889 669 907,62	39 855 975,57	1 849 813 932,05
36	Déchets et rebuts			0,00			0,00	0,00	0,00
37	Stocks à l'extérieur	258 653 980,28		258 653 980,28			258 653 980,28	0,00	258 653 980,28
	<b>STOCKS</b>	<b>4 017 257 579,20</b>	<b>192 854 835,73</b>	<b>3 824 402 743,47</b>			<b>3 951 105 706,84</b>	<b>192 854 835,73</b>	<b>3 758 250 871,11</b>
42	Créances d'investissement	3 198 040 511,72	37 597 497,59	3 160 443 014,13		1 977 500 000,00	1 220 540 511,72	37 597 497,59	1 182 943 014,13
43	Créances de stocks	50 991 648,05		50 991 648,05		2 500 000,00	48 491 648,05	0,00	48 491 648,05
44	Créances sur ass et st	6 910 018 559,44		6 910 018 559,44		6 807 364 936,57	102 653 622,87	0,00	102 653 622,87
45	Avances pour compte	492 534 696,85		492 534 696,85		138 114 915,11	354 419 781,74	0,00	354 419 781,74
46	Avances d'exploitation	155 835 818,84	604 555,00	155 231 263,84			155 835 818,84	604 555,00	155 231 263,84
47	Créances sur clients	8 312 224 975,74	629 198 545,85	7 683 026 429,89		4 994 592 995,37	3 317 631 980,37	629 198 545,85	2 688 433 434,52
48	Disponibilités	1 097 525 765,75	76 896 881,94	1 020 628 883,81			1 097 525 765,75	76 896 881,94	1 020 628 883,81
40	Comptes débiteurs du g	102 618 408,28		102 618 408,28		83 582 795,23	19 035 613,05	0,00	19 035 613,05
	<b>CREANCES</b>	<b>20 319 790 384,67</b>	<b>744 297 480,38</b>	<b>19 575 492 904,29</b>			<b>6 316 134 742,39</b>	<b>744 297 480,38</b>	<b>5 571 837 262,01</b>
	RESULTAT ( PERTE)								
	<b>TOTAL ACTIF</b>	<b>41 956 243 480,89</b>	<b>13 580 984 175,33</b>	<b>28 375 259 305,56</b>			<b>27 886 435 966,25</b>	<b>13 580 984 175,33</b>	<b>14 305 451 790,92</b>



SAIDAL SPA

DATE DE CLOTURE : 31/12/2005

**BILAN (PASSIF) RETRAITE**

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS	RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS
			DEBIT	CREDIT	
10	Capital social	4 477 500 000,00	1 977 500 000,00		2 500 000 000,00
13	Réserves	1 918 853 944,04		480 251 331,02	2 399 105 275,06
14	Subventions reçues	44 792 164,06			44 792 164,06
15	Ecart de réévaluation	783 200 651,16			783 200 651,16
18	R.I.A	-19 748 668,98		19 748 668,98	0,00
19	Provisions pour perte et	44 893 326,36			44 893 326,36
	<b>FONDS PROPRES</b>	<b>7 249 491 416,64</b>			<b>5 771 991 416,64</b>
52	Dettes d'investissement	3 129 536 783,98	42 573 644,18		3 086 963 139,80
53	Dettes de stocks	2 780 008 648,97	1 743 262 152,83		1 036 746 496,14
54	Détention pour compte	68 207 066,66			68 207 066,66
55	Dettes sur ass et stes a	10 394 135 970,48	9 255 572 433,34		1 138 563 537,14
56	Dettes d'exploitation	940 143 510,42	73 691 913,84		866 451 596,58
57	Avances commerciales	102 636 984,85	21 543 081,06		81 093 903,79
58	Dettes financières	2 675 436 189,76	889 512 417,03		1 785 923 772,73
50	Comptes créditeurs de	38 955 660,70			38 955 660,70
	<b>DETTES</b>	<b>20 129 060 815,82</b>			<b>8 102 905 173,54</b>
	RESULTAT ( BENEFICE)	996 707 073,10	566 151 872,36		430 555 200,74
	<b>TOTAL PASSIF</b>	<b>28 375 259 305,56</b>			<b>14 305 451 790,92</b>

SAIDAL SPA

DATE DE CLOTURE : 31/12/2005

## BILAN (TCR) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS		RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS	
		DEBIT	CREDIT	DEBIT	CREDIT	DEBIT	CREDIT
70	Ventes marchandises		6 088 417 043,60	6 030 393 087,18			58 023 956,42
60	Marchandises consommées	5 609 001 184,81			5 564 012 718,70	44 988 466,11	
<b>80</b>	<b>MARGE BRUTE</b>		<b>479 415 858,79</b>				<b>13 035 490,31</b>
71	Production vendue		6 206 862 010,23		331 388 346,16		6 538 250 356,39
72	Production stockée	219 309 671,04			93 866 312,77	125 443 358,27	0,00
73	P.E.P.E.M		8 845 079,15				8 845 079,15
74	Prestations fournies		196 177 718,61	71 609 350,13			124 568 368,48
75	Transfert de charges de production		73 182 350,86				73 182 350,86
61	Matières et fourcs consommés	2 550 610 120,44			23 612 153,97	2 526 997 966,47	
62	Services	484 708 851,55			86 905 999,96	397 802 851,59	
<b>81</b>	<b>VALEUR AJOUTEE</b>		<b>3 709 854 374,61</b>				<b>3 707 637 468,86</b>
77	Produits divers		553 581 123,79	500 000 000,00			53 581 123,79
78	Transfert de charges d'exploitation		50 170 780,11				50 170 780,11
63	Frais de personnel	1 995 047 609,77				1 995 047 609,77	
64	Impôts et taxes	199 615 681,11				199 615 681,11	
65	Frais financiers	255 011 835,70				255 011 835,70	
66	Frais divers	56 741 913,74				56 741 913,74	
68	Dot aux amortissements	440 018 601,96				440 018 601,96	
<b>83</b>	<b>RESULTAT D'EXPLOITATION</b>		<b>1 367 170 636,23</b>				<b>864 953 730,48</b>
79	Produits hors exploitation		518 416 621,36				518 416 621,36
69	Charges hors exploitation	657 986 793,81			2 216 905,75	655 769 888,06	
<b>84</b>	<b>RESULTAT HORS EXPLOITATION</b>	<b>139 570 172,45</b>				<b>137 353 266,70</b>	
	Résultat brut de l'exercice		1 227 600 463,78				727 600 463,78
	Marge sur stocks P.F						66 151 872,36
	Impôts sur le bénéfice	230 893 390,68				230 893 390,68	
	<b>RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>		<b>996 707 073,10</b>				<b>430 555 200,74</b>

SAIDAL SPAD.P.S.F

DATE DE CLOTURE : 31/12/2006

**BILAN (ACTIF) RETRAITE**

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS			RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS		
		MONTANTS BRUTS	AMORTS PROVISIONS	MONTANTS NETS	DEBIT	CREDIT	MONTANTS BRUTS	AMORTS PROVISIONS	MONTANTS NETS
20	Frais préliminaires	229 739 385,34	77 719 847,47	152 019 537,87			229 739 385,34	77 719 847,47	152 019 537,87
21	Valeurs incorporelles	96 856 724,64	93 243 881,98	3 612 842,66			96 856 724,64	93 243 881,98	3 612 842,66
22	Terrains	360 832 211,45		360 832 211,45			360 832 211,45		360 832 211,45
24	Equipements de production	17 163 528 072,52	13 002 481 054,60	4 161 047 017,92			17 163 528 072,52	13 002 481 054,60	4 161 047 017,92
25	Equipements sociaux	32 454 764,28	21 499 364,78	10 955 399,50			32 454 764,28	21 499 364,78	10 955 399,50
28	Investissements en cours	78 055 935,67		78 055 935,67			78 055 935,67		78 055 935,67
	<b>INVESTISSEMENTS</b>	<b>17 961 467 093,90</b>	<b>13 194 944 148,83</b>	<b>4 766 522 945,07</b>			<b>17 961 467 093,90</b>	<b>13 194 944 148,83</b>	<b>4 766 522 945,07</b>
30	Marchandises	709 606 614,59		709 606 614,59		709 606 614,59			
31	Matières et fournitures	1 803 200 738,53	172 309 114,16	1 630 891 624,37			1 803 200 738,53	172 309 114,16	1 630 891 624,37
33	Produits semi finis	75 494 045,98	6 719 769,25	68 774 276,73			75 494 045,98	6 719 769,25	68 774 276,73
35	Produits finis	1 716 048 830,81	32 329 209,43	1 683 719 621,38	709 606 614,59	64 509 692,24	2 361 145 753,16	32 329 209,43	2 328 816 543,73
37	Stocks à l'extérieur	278 720 941,39		278 720 941,39			278 720 941,39		278 720 941,39
	<b>STOCKS</b>	<b>4 583 071 171,30</b>	<b>211 358 092,84</b>	<b>4 371 713 078,46</b>			<b>4 518 561 479,06</b>	<b>211 358 092,84</b>	<b>4 307 203 386,22</b>
42	Créances d'investissement	3 207 447 515,48	82 063 066,83	3 125 384 448,65		1 977 500 000,00	1 229 947 515,48	82 063 066,83	1 147 884 448,65
43	Créances de stocks	63 365 269,57		63 365 269,57			63 365 269,57		63 365 269,57
44	Créances sur associés et stes app	7 816 668 919,44		7 816 668 919,44		7 731 980 935,21	84 687 984,23		84 687 984,23
45	Avances pour compte	552 325 349,25	48 361 690,06	503 963 659,19		177 563 599,63	374 761 749,62	48 361 690,06	326 400 059,56
46	Avances d'exploitation	84 484 973,53	604 555,00	83 880 418,53			84 484 973,53	604 555,00	83 880 418,53
47	Créances sur clients	8 859 233 588,60	687 712 124,51	8 171 521 464,09		5 397 737 663,47	3 461 495 925,13	687 712 124,51	2 773 783 800,62
48	Disponibilités	819 031 155,18	76 896 881,94	742 134 273,24			819 031 155,18	76 896 881,94	742 134 273,24
40	Comptes débiteurs du passif	51 138 941,21		51 138 941,21		4 000 455,47	47 138 485,74		47 138 485,74
	<b>CREANCES</b>	<b>21 453 695 712,26</b>	<b>895 638 318,34</b>	<b>20 558 057 393,92</b>			<b>6 164 913 058,48</b>	<b>895 638 318,34</b>	<b>5 269 274 740,14</b>
	RESULTAT ( PERTE)								
	<b>TOTAL ACTIF</b>	<b>43 998 233 977,46</b>	<b>14 301 940 560,01</b>	<b>29 696 293 417,45</b>			<b>28 644 941 631,44</b>	<b>14 301 940 560,01</b>	<b>14 343 001 071,43</b>

SAIDAL SPA

D.P.S.F

DATE DE CLOTURE : 31/12/2006

**BILAN (PASSIF) RETRAITE**

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS	RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS
			DEBIT	CREDIT	
10	Capital social	4 477 500 000,00	1 977 500 000,00		2 500 000 000,00
13	Réserves	2 079 810 634,08		560 000 000,00	2 639 810 634,08
14	Subventions reçues	33 620 084,58			33 620 084,58
15	Ecart de réévaluation	701 696 903,62			701 696 903,62
18	R.I.A	3 019 848,32			3 019 848,32
19	Provisions pour perte et charges	28 591 382,50			28 591 382,50
	<b>FONDS PROPRES</b>	<b>7 324 238 853,10</b>			<b>5 906 738 853,10</b>
52	Dettes d'investissement	2 774 418 756,83	62 105 328,86		2 712 313 427,97
53	Dettes de stocks	2 749 133 273,70	1 797 499 664,21		951 633 609,49
54	Détention pour compte	50 662 563,33			50 662 563,33
55	Dettes sur associés et stes app	11 878 818 111,29	10 613 180 330,85		1 265 637 780,44
56	Dettes d'exploitation	902 791 245,10	41 596 988,81		861 194 256,29
57	Avances commerciales	175 124 920,00	19 607 842,07		155 517 077,93
58	Dettes financières	2 614 804 518,57	758 790 959,85		1 856 013 558,72
50	Comptes créditeurs de l'actif	54 307 650,73	18 501 539,13		35 806 111,60
	<b>DETTES</b>	<b>21 200 061 039,55</b>			<b>7 888 778 385,77</b>
	<b>RESULTAT ( BENEFICE )</b>	<b>1 171 993 524,80</b>	624 509 692,24		<b>547 483 832,56</b>
	<b>TOTAL PASSIF</b>	<b>29 696 293 417,45</b>			<b>14 343 001 071,43</b>

SAIDAL SPA

D.P.S.F

DATE DE CLOTURE : 31/12/2006

**BILAN (TCR) RETRAITE**

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS		RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS	
		DEBIT	CREDIT	DEBIT	CREDIT	DEBIT	CREDIT
70	Ventes marchandises		6 469 288 543,64	5 939 281 559,47			530 006 984,17
60	Marchandises consommées	5 971 565 028,66			5 464 773 144,83	506 791 883,83	
<b>80</b>	<b>MARGE BRUTE</b>		<b>497 723 514,98</b>				<b>23 215 100,34</b>
71	Production vendue		5 958 186 830,70		454 555 789,78		6 412 742 620,48
72	Production stockée		522 934 918,11	34 184 752,88			488 750 165,23
73	P.E.P.E.M		798 081,37				798 081,37
74	Prestations fournies		353 759 565,55	74 148 026,71			279 611 538,84
75	Transfert de charges de production		104 122 239,29				104 122 239,29
61	Matières et fourgs consommées	2 591 048 910,19			27 057 291,04	2 563 991 619,15	
62	Services	558 513 541,63			92 702 229,65	465 811 311,98	
<b>81</b>	<b>VALEUR AJOUTEE</b>		<b>4 287 962 698,18</b>				<b>4 279 436 814,42</b>
77	Produits divers		578 226 988,51	560 000 000,00			18 226 988,51
78	Transfert de charges d'exploitation		48 687 103,48				48 687 103,48
63	Frais de personnel	2 122 146 018,69				2 122 146 018,69	
64	Impôts et taxes	175 465 035,28				175 465 035,28	
65	Frais financiers	223 700 807,38				223 700 807,38	
66	Frais divers	68 183 350,67				68 183 350,67	
68	Dot aux amortissements	537 190 191,38				537 190 191,38	
<b>83</b>	<b>RESULTAT D'EXPLOITATION</b>		<b>1 788 191 386,77</b>				<b>1 219 665 503,01</b>
79	Produits hors exploitation		406 799 987,76	718 880,28			406 081 107,48
69	Charges hors exploitation	795 313 979,54			9 244 764,04	786 069 215,50	
<b>84</b>	<b>RESULTAT HORS EXPLOITATION</b>	<b>388 513 991,78</b>				<b>379 988 108,02</b>	
	Résultat brut de l'exercice		1 399 677 394,99				839 677 394,99
	Marge sur stocks P.F						<b>-64 509 692,24</b>
	Impôts sur le bénéfice	227 683 870,19				227 683 870,19	
	<b>RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>		<b>1 171 993 524,80</b>				<b>547 483 832,56</b>

SAIDAL SPA  
D.P.S.F

DATE DE CLOTURE : 31/12/2007

**BILAN (ACTIF) RETRAITE**

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS			RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS		
		MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVS	MONTANTS NETS	DEBIT	CREDIT	MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVS	MONTANTS NETS
20	Frais préliminaires	355 537 819,29	152 849 091,69	202 688 727,60			355 537 819,29	152 849 091,69	202 688 727,60
21	Valeurs incorporelles	97 532 996,34	94 724 545,56	2 808 450,78			97 532 996,34	94 724 545,56	2 808 450,78
22	Terrains	377 111 615,45		377 111 615,45			377 111 615,45		377 111 615,45
24	Equipements de production	17 612 372 633,72	13 630 425 489,58	3 981 947 144,14			17 612 372 633,72	13 630 425 489,58	3 981 947 144,14
25	Equipements sociaux	33 615 340,22	22 639 302,40	10 976 037,82			33 615 340,22	22 639 302,40	10 976 037,82
28	Investissements en cours	20 392 055,40		20 392 055,40			20 392 055,40		20 392 055,40
	<b>INVESTISSEMENTS</b>	<b>18 496 562 460,42</b>	<b>13 900 638 429,23</b>	<b>4 595 924 031,19</b>			<b>18 496 562 460,42</b>	<b>13 900 638 429,23</b>	<b>4 595 924 031,19</b>
30	Marchandises	864 183 248,14	2 285 050,00	861 898 198,14		864 183 248,14			
31	Matières et fournitures	1 772 107 377,72	170 499 892,10	1 601 607 485,62			1 772 107 377,72	170 499 892,10	1 601 607 485,62
33	Produits semi finis	110 613 477,16	6 902 673,62	103 710 803,54			110 613 477,16	6 902 673,62	103 710 803,54
35	Produits finis	1 948 244 081,35	69 346 286,74	1 878 897 794,61	785 340 213,34		2 733 584 294,69	71 631 336,74	2 661 952 957,95
36	Déchets et rebuts			0,00					
37	Stocks à l'extérieur	169 451 905,98		169 451 905,98			169 451 905,98		169 451 905,98
	<b>STOCKS</b>	<b>4 864 600 090,35</b>	<b>249 033 902,46</b>	<b>4 615 566 187,89</b>			<b>4 785 757 055,55</b>	<b>249 033 902,46</b>	<b>4 536 723 153,09</b>
42	Créances d'investissement	3 805 683 541,31	16 728 614,07	3 788 954 927,24		2 577 500 000,00	1 228 183 541,31	16 728 614,07	1 211 454 927,24
43	Créances de stocks	12 003 727,79		12 003 727,79			12 003 727,79		12 003 727,79
44	Créances sur ass et stes app	7 985 369 652,04		7 985 369 652,04		7 903 681 667,81	81 687 984,23		81 687 984,23
45	Avances pour compte	563 541 197,42	96 187 602,49	467 353 594,93		203 540 275,72	360 000 921,70	96 187 602,49	263 813 319,21
46	Avances d'exploitation	99 176 028,74	604 555,00	98 571 473,74			99 176 028,74	604 555,00	98 571 473,74
47	Créances sur clients	10 335 132 761,05	683 935 524,63	9 651 197 236,42		6 259 048 231,64	4 076 084 529,41	683 935 524,63	3 392 149 004,78
48	Disponibilités	874 983 644,18	76 896 881,94	798 086 762,24			874 983 644,18	76 896 881,94	798 086 762,24
40	Comptes débiteurs du passif	24 182 420,46		24 182 420,46			24 182 420,46		24 182 420,46
	<b>CREANCES</b>	<b>23 700 072 972,99</b>	<b>874 353 178,13</b>	<b>22 825 719 794,86</b>			<b>6 756 302 797,82</b>	<b>874 353 178,13</b>	<b>5 881 949 619,69</b>
	RESULTAT ( PERTE)			0,00					
	<b>TOTAL ACTIF</b>	<b>47 061 235 523,76</b>	<b>15 024 025 509,82</b>	<b>32 037 210 013,94</b>			<b>30 038 622 313,79</b>	<b>15 024 025 509,82</b>	<b>15 014 596 803,97</b>

**SAIDAL SPA**  
**D.P.S.F**

**DATE DE CLOTURE : 31/12/2007**

**BILAN (PASSIF) RETRAITE**

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS	RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS
			DEBIT	CREDIT	
10	Capital social	5 077 500 000,00	2 577 500 000,00		2 500 000 000,00
13	Réserves	2 683 513 404,14		282 000 000,00	2 965 513 404,14
14	Subventions reçues	27 699 328,76			27 699 328,76
15	Ecart de réévaluation	620 193 156,27			620 193 156,27
18	R.I.A	5 887 289,03			5 887 289,03
19	Provisions pour perte et charges	24 041 845,53			24 041 845,53
	<b>FONDS PROPRES</b>	<b>8 438 835 023,73</b>			<b>6 143 335 023,73</b>
52	Dettes d'investissement	2 679 493 907,01	67 407 543,47		2 612 086 363,54
53	Dettes de stocks	2 740 747 236,16	1 868 983 895,26		871 763 340,90
54	Détention pour compte	69 780 544,96			69 780 544,96
55	Dettes sur ass et stes app	13 037 312 068,37	11 580 907 932,93		1 456 404 135,44
56	Dettes d'exploitation	983 424 579,45	51 180 868,86		932 243 710,59
57	Avances commerciales	226 327 716,79	14 982 553,06		211 345 163,73
58	Dettes financières	2 621 853 855,36	782 807 381,59		1 839 046 473,77
50	Comptes créditeurs de l'actif	6 442 276,44			6 442 276,44
	<b>DETTES</b>	<b>22 365 382 184,54</b>			<b>7 999 112 009,37</b>
	RESULTAT ( BENEFICE )	1 232 992 805,67	360 843 034,80		872 149 770,87
	<b>TOTAL PASSIF</b>	<b>32 037 210 013,94</b>			<b>15 014 596 803,97</b>

**SAIDAL SPA**  
**D.P.S.F**

**DATE DE CLOTURE : 31/12/2007**

**BILAN (TCR) RETRAITE**

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS		RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS	
		DEBIT	CREDIT	DEBIT	CREDIT	DEBIT	CREDIT
70	Ventes marchandises		7 285 354 402,69	6 694 559 378,32			590 795 024,37
60	Marchandises consommées	6 733 110 489,62			6 184 227 564,02	548 882 925,60	
<b>80</b>	<b>MARGE BRUTE</b>		<b>552 243 913,07</b>				<b>41 912 098,77</b>
71	Production vendue		6 869 686 753,75		274 965 849,74		7 144 652 603,49
72	Production stockée		265 293 160,35		147 182 286,14		412 475 446,49
73	P.E.P.E.M		113 619,88				113 619,88
74	Prestations fournies		341 785 879,82	54 837 221,24			286 948 658,58
75	Transfert de charges de production		111 421 551,24				111 421 551,24
61	Matières et fourts consommées	2 626 987 701,84			28 306 324,81	2 598 681 377,03	
62	Services	601 950 726,71			74 724 487,85	527 226 238,86	
<b>81</b>	<b>VALEUR AJOUTEE</b>		<b>4 911 606 449,56</b>				<b>4 871 616 362,56</b>
77	Produits divers		313 218 442,51	282 000 000,00			31 218 442,51
78	Transfert de charges d'exploitation		57 173 213,48				57 173 213,48
63	Frais de personnel	2 453 605 930,57				2 453 605 930,57	
64	Impôts et taxes	218 060 562,76				218 060 562,76	
65	Frais financiers	205 807 857,31				205 807 857,31	
66	Frais divers	86 053 843,26				86 053 843,26	
68	Dotations aux amortissements	584 486 230,47				584 486 230,47	
<b>83</b>	<b>RESULTAT D'EXPLOITATION</b>		<b>1 733 983 681,18</b>				<b>1 411 993 594,18</b>
79	Produits hors exploitation		564 705 156,95				564 705 156,95
69	Charges hors exploitation	774 086 458,22			39 990 087,00	734 096 371,22	
<b>84</b>	<b>RESULTAT HORS EXPLOITATION</b>	<b>209 381 301,27</b>				<b>169 391 214,27</b>	
	Résultat brut de l'exercice		1 524 602 379,91				1 242 602 379,91
	Marge sur stocks P.F						78 843 034,80
	Impôts sur le bénéfice	291 609 574,24				291 609 574,24	
	<b>RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>		<b>1 232 992 805,67</b>				<b>872 149 770,87</b>



**SAIDAL SPA**  
**D.P.S.F**

**DATE DE CLOTURE : 31/12/2008**

**BILAN (ACTIF)**

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS		
		MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVS	MONTANTS NETS
	<b><u>INVESTISSEMENTS</u></b>			
20	Frais préliminaires	541 488 510,88	252 965 499,03	288 523 011,85
21	Valeurs incorporelles	99 805 796,24	97 154 784,73	2 651 011,51
22	Terrains	817 594 733,02		817 594 733,02
24	Equipements de production	18 638 625 922,84	14 601 584 086,56	4 037 041 836,28
25	Equipements sociaux	38 992 053,62	24 557 348,94	14 434 704,68
28	Investissements en cours	505 707 226,64		505 707 226,64
	TOTAL	20 642 214 243,24	14 976 261 719,26	5 665 952 523,98
	<b><u>STOCKS</u></b>			
30	Marchandises	17 067 385,62	249 112,90	16 818 272,72
31	Matières et fournitures	2 286 852 532,08	221 602 891,93	2 065 249 640,15
33	Produits semi finis	159 257 587,91	38 409 511,46	120 848 076,45
34	Produits et travaux en cours	67 393 457,39		67 393 457,39
35	Produits finis	3 570 139 636,41	222 044 966,24	3 348 094 670,17
36	Déchets et rebuts			0,00
37	Stocks à l'extérieur	583 032 468,51	94 174,81	582 938 293,70
	TOTAL II	6 683 743 067,92	482 400 657,34	6 201 342 410,58
	<b><u>CREANCES</u></b>			
42	Créances d'investissement	158 818 497,32	12 980 706,78	145 837 790,54
43	Créances de stocks	71 221 024,64	4 532 473,19	66 688 551,45
44	Créances sur ass et stes app	90 168 085,42		90 168 085,42
45	Avances pour compte	361 186 010,92	144 203 868,50	216 982 142,42
46	Avances d'exploitation	129 532 775,39	604 555,00	128 928 220,39
47	Créances sur clients	5 625 649 563,39	837 188 214,56	4 788 461 348,83
48	Disponibilités	1 451 510 421,48	113 249 004,56	1 338 261 416,92
40	Comptes débiteurs du passif	31 579 259,78		31 579 259,78
	TOTAL III	7 919 665 638,34	1 112 758 822,59	6 806 906 815,75
	RESULTAT ( PERTE)			0,00
	TOTAL ACTIF	<b>35 245 622 949,50</b>	<b>16 571 421 199,19</b>	<b>18 674 201 750,31</b>

**SAIDAL SPA**  
**D.P.S.F**

**DATE DE CLOTURE : 31/12/2008**

**BILAN (PASSIF)**

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS	MONTANTS
	<b>FONDS PROPRES</b>		<b>7 257 107 387,77</b>
10	Capital social	2 500 000 000,00	
12	Primes d'apport	-384 494,76	
13	Réserves	3 942 774 959,34	
14	Subventions reçues	21 647 667,55	
16	Difference de consolidation	-59 569 651,82	
15	Ecart de réévaluation	538 689 408,91	
18	R.I.A	79 470 723,87	
19	Provisions pour perte et charges	234 478 774,68	
	<b>TOTAL I</b>	<b>7 257 107 387,77</b>	<b>7 257 107 387,77</b>
	<b>DETTES</b>		<b>10 088 493 252,76</b>
52	Dettes d'investissement	2 550 734 408,62	
53	Dettes de stocks	2 167 475 318,42	
54	Détention pour compte	87 098 815,24	
55	Dettes sur ass et stes app	1 595 143 233,99	
56	Dettes d'exploitation	1 569 411 163,08	
57	Avances commerciales	268 489 693,25	
58	Dettes financières	1 829 761 718,03	
50	Comptes créditeurs de l'actif	20 378 902,13	
	<b>TOTAL II</b>	<b>10 088 493 252,76</b>	<b>10 088 493 252,76</b>
	<b>RESULTAT ( BENEFICE )</b>	<b>1 328 601 109,78</b>	<b>1 328 601 109,78</b>
	<b>TOTAL PASSIF</b>	<b>18 674 201 750,31</b>	<b>18 674 201 750,31</b>

**SAIDAL SPA**  
**D.P.S.F**

**DATE DE CLOTURE : 31/12/2008**

**BILAN (TCR)**

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	DEBIT	CREDIT
70	Ventes marchandises		305 799 515,72
60	Marchandises consommées	292 559 166,58	
<b>80</b>	<b>MARGE BRUTE</b>		<b>13 240 349,14</b>
71	Production vendue		10 915 950 151,79
72	Production stockée		331 300 843,36
73	P.E.P.E.M		
74	Prestations fournies		198 006 053,78
75	Transfert de charges de production		61 614 316,48
61	Matières et fourts consommées	4 301 190 521,41	
62	Services	716 794 629,72	
<b>81</b>	<b>VALEUR AJOUTEE</b>		<b>6 502 126 563,42</b>
77	Produits divers		18 289 967,92
78	Transfert de charges d'exploitation		54 439 362,57
63	Frais de personnel	3 061 841 789,81	
64	Impôts et taxes	275 634 072,69	
65	Frais financiers	273 387 343,07	
66	Frais divers	93 488 859,46	
68	Dotations aux amortissements	761 734 123,02	
<b>83</b>	<b>RESULTAT D'EXPLOITATION</b>		<b>2 108 769 705,86</b>
79	Produits hors exploitation		1 082 309 548,83
69	Charges hors exploitation	1 383 472 445,11	
<b>84</b>	<b>RESULTAT HORS EXPLOITATION</b>	<b>301 162 896,28</b>	
	Résultat brut de l'exercice		1 807 606 809,58
	Quote part resultat consolidé		5 869 108,18
	Marge sur stocks		16 453 114,65
	Impôts sur le bénéfice	456 683 476,97	
	<b>RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>		<b>1 328 601 109,78</b>

## 2- Bilan Consolidé / Exercice 2009

## 1 - Actif du Bilan :

U : DA

N° DE CPTES	DESIGNATION	MONTANTS BRUTS	MONTANTS AMORTS OU PROVS	MONTANTS NETS
<b>INVESTISSEMENTS</b>				
20	Frais préliminaires	713 367 321	361 208 738	352 158 583
21	Valeurs incorporelles	101 946 481	99 475 587	2 470 893
22	Terrains	1 864 446 778		1 864 446 778
24	Équipements de production	19 357 204 466	15 460 555 832	3 896 648 635
25	Équipements sociaux	39 366 461	25 664 697	13 701 765
28	Investissements en cours	1 406 926 021		1 406 926 021
<b>TOTAL</b>		<b>23 483 257 529</b>	<b>15 946 904 853</b>	<b>7 536 352 675</b>
<b>STOCKS</b>				
30	Marchandises	30 428 130	83 515	30 344 614
31	Matières et fournitures	2 614 000 327	329 135 441	2 284 864 886
33	Produits semi finis	187 134 719	44 152 154	142 982 565
34	Produits et travaux en cours	55 715 482		55 715 482
35	Produits finis	5 526 048 949	239 590 222	5 286 458 728
36	Déchets et rebuts			
37	Stocks à l'extérieur	523 372 634	94 181	523 278 453
<b>TOTAL II</b>		<b>8 936 700 242</b>	<b>613 055 513</b>	<b>8 323 644 728</b>
<b>CREANCES</b>				
42	Créances d'investissement	167 411 164	25 652 707	141 758 457
43	Créances de stocks	390 577 920	14 141 006	376 436 914
44	Créances sur ass et stes app	49 249 431		49 249 431
45	Avances pour compte	365 442 013	195 783 538	169 658 476
46	Avances d'exploitation	156 495 950	604 555	155 891 395
47	Créances sur clients	5 910 304 863	1 562 817 818	4 347 487 045
48	Disponibilités	2 273 653 209	113 251 368	2 160 401 841
40	Comptes débiteurs du passif	5 546 418		5 546 418
<b>TOTAL III</b>		<b>9 318 680 969</b>	<b>1 912 250 992</b>	<b>7 406 429 977</b>
<b>TOTAL ACTIF</b>		<b>41 738 638 739</b>	<b>18 472 211 358</b>	<b>23 266 427 381</b>

## 2- Bilan Consolidé / Exercice 2009

## 2 - Passif du Bilan :

U : DA

N° DE CPTES	DESIGNATION	MONTANTS	MONTANTS
	<b>FONDS PROPRES</b>		<b>9 789 871 730</b>
10	Capital social	2 500 000 000	
12	Primes d'apport	-357 445	
13	Réserves	4 823 196 125	
14	Subventions reçues	15 666 223	
15	Écart de réévaluation	457 264 505	
16	Intérêts minoritaires	778 838 221	
18	R.I.A	47 170 605	
19	Provisions pour perte et charges	1 168 093 495	
	<b>TOTAL I</b>	<b>9 789 871 730</b>	<b>9 789 871 730</b>
	<b>DETTES</b>		<b>10 601 555 286</b>
52	Dettes d'investissement	2 509 161 829	
53	Dettes de stocks	3 157 062 139	
54	Détention pour compte	74 078 658	
55	Dettes sur ass et stes app	1 946 288 091	
56	Dettes d'exploitation	1 436 680 604	
57	Avances commerciales	202 492 832	
58	Dettes financières	1 250 217 206	
50	Comptes créditeurs de l'actif	25 573 927	
	<b>TOTAL II</b>	<b>10 601 555 286</b>	<b>10 601 555 286</b>
	<b>RESULTAT ( BENEFICE )</b>	<b>2 875 000 365</b>	<b>2 875 000 365</b>
	<b>TOTAL PASSIF</b>	<b>23 266 427 381</b>	<b>23 266 427 381</b>

## 2- Bilan Consolidé / Exercice 2009

## 3 - Tableau de Comptes de Résultats :

U : DA

N° DE CPTES	DESIGNATION	MONTANTS	MONTANTS
70	Ventes marchandises		333 684 806
60	Marchandises consommées	312 048 354	
<b>80</b>	<b>MARGE BRUTE</b>		<b>21 636 452</b>
71	Production vendue		11 566 147 307
72	Production stockée		2 214 173 042
73	P.E.P.E.M		
74	Prestations fournies		291 113 741
75	Transfert de charges de production		55 242 022
61	Matières et fourts consommées	4 861 435 728	
62	Services	789 318 773	
<b>81</b>	<b>VALEUR AJOUTEE</b>		<b>8 497 558 062</b>
77	Produits divers		62 136 570
78	Transfert de charges d'exploitation		43 941 199
63	Frais de personnel	3 099 420 784	
64	Impôts et taxes	313 988 561	
65	Frais financiers	299 073 900	
66	Frais divers	128 113 624	
68	Dotations aux amortissements	1 170 510 055	
<b>83</b>	<b>RESULTAT D'EXPLOITATION</b>		<b>3 592 528 907</b>
79	Produits hors exploitation		2 532 766 253
69	Charges hors exploitation	2 608 095 321	
<b>84</b>	<b>RESULTAT HORS EXPLOITATION</b>	<b>75 329 069</b>	
	Résultat brut de l'exercice		3 517 199 838
	Quote part résultat consolidé	1 638 740	
	Impôts sur le bénéfice	640 560 733	
	<b>RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>		<b>2 875 000 365</b>

### 3. Bilan Consolidé des Filiales du groupe & Participations minoritaires

#### 3.1: Actif du Bilan :

U:DA

DESIGNATIONS	31/12/2010			31/12/2009
	MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVISIONS	MONTANTS NETS	
<b>ACTIFS NON COURANTS</b>				
Écart d'acquisition (ou goodwill)				
<b>Immobilisations incorporelles</b>	183 932 041,61	151 954 925,96	31 977 115,65	37 284 640,71
<b>Immobilisations corporelles</b>				
Terrains	7 208 256 149,96		7 208 256 149,96	2 750 188 480,92
Bâtiments	7 323 221 848,82	4 647 102 396,41	2 676 119 452,41	1 550 814 289,16
Autres immobilisations corporelles	14 206 128 771,69	11 622 294 076,10	2 583 834 695,59	2 476 366 616,27
Immobilisations en concession				
<b>Immobilisations en cours</b>	413 652 826,73		413 652 826,73	1 454 638 573,71
<b>Immobilisations financières</b>				
Titres mis en équivalences - entreprises associées				
Autres participations et créances rattachées	114 898 125,00	38 777 706,78	76 120 418,22	12 575 884,73
Autres titres immobilisés	104 583,33		104 583,33	334 666,67
Prêts et autres actifs financiers non courants	35 036 204,18		35 036 204,18	28 073 796,63
Impôts différés actif	187 722 185,64		187 722 185,64	187 722 185,64
<b>TOTAL ACTIFS NON COURANTS</b>	<b>29 672 952 736,96</b>	<b>16 460 129 105,25</b>	<b>13 212 823 631,71</b>	<b>8 497 999 134,44</b>
<b>ACTIFS COURANTS</b>				
<b>Stocks et encours</b>	7 196 284 806,15	535 640 260,79	6 660 644 545,36	7 693 391 067,65
<b>Créances et emplois assimilés</b>				
Clients	5 988 206 332,35	1 575 695 832,73	4 412 510 499,62	4 269 831 281,08
Autres débiteurs	304 789 906,44	14 745 561,20	290 044 345,24	217 184 420,22
Impôts	445 364 472,17	210 591 786,15	234 772 686,02	272 276 779,32
Autres actif courant	170 718 068,32		170 718 068,32	
<b>Disponibilités et assimilés</b>				
Placements et autres actifs financiers courants	18 559 989,19		18 559 989,19	18 559 989,19
Trésorerie	3 370 089 732,41	118 975 535,19	3 251 114 197,22	2 207 441 432,24
<b>TOTAL ACTIFS COURANTS</b>	<b>17 494 013 307,03</b>	<b>2 455 648 976,06</b>	<b>15 038 364 330,97</b>	<b>14 678 684 969,70</b>
<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>	<b>47 166 966 043,99</b>	<b>18 915 778 081,31</b>	<b>28 251 187 962,68</b>	<b>23 176 684 104,14</b>

### 3. Bilan Consolidé des Filiales du groupe & Participations minoritaires

#### 3.2: Passif du Bilan :

DESIGNATIONS	31/12/2010	31/12/2009
<b><u>CAPITAUX PROPRES</u></b>		
Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00
Capital non appelé		
Primes et réserves -(réserves consolidées)	7 245 587 393,87	4 991 039 758,17
Écarts de réévaluation	375 839 601,41	457 264 505,16
Écart d'équivalence		
Résultat Net	1 102 191 923,00	2 871 813 551,05
Autres capitaux propres -report à nouveau	-163 180 692,73	-280 371 061,06
Intérêts minoritaires	725 087 222,50	721 558 023,18
<b>TOTAL I</b>	<b>11 785 525 448,05</b>	<b>11 261 304 776,50</b>
<b><u>PASSIFS NON COURANTS</u></b>		
Emprunts et dettes financières	1 622 608 040,67	1 678 218 688,27
Impôts (différés et provisionnés)	219 000 183,14	219 000 183,14
Autres dettes non courantes		
Provisions et produits comptabilisés d'avance	6 778 896 457,66	1 221 630 032,47
<b>TOTAL PASSIFS NON COURANTS II</b>	<b>8 620 504 681,47</b>	<b>3 118 848 903,88</b>
<b><u>PASSIFS COURANTS</u></b>		
Fournisseurs et comptes rattachés	3 456 110 747,86	5 015 796 912,70
Impôts	298 511 166,93	686 363 758,09
Autres dettes	3 005 203 307,15	2 059 056 189,45
Trésorerie passif	1 085 332 611,22	1 035 313 563,52
<b>TOTAL PASSIF COURANT III</b>	<b>7 845 157 833,16</b>	<b>8 796 530 423,76</b>
<b>TOTAL GENERAL PASSIF</b>	<b>28 251 187 962,68</b>	<b>23 176 684 104,14</b>



### 3. Bilan Consolidé des Filiales du groupe & Participations minoritaires

a. : Tableau des Comptes de Résultats

DESIGNATIONS	31/12/2010	31/12/2009
Chiffre d'affaires	12 510 199 865,69	12 038 305 678,28
Variation stocks produits finis et en cours	-938 730 875,65	2 198 210 641,66
Production immobilisée		
Subvention d'exploitation		
<b>I - PRODUCTION DE L'EXERCICE</b>	<b>11 571 468 990,04</b>	<b>14 236 516 319,94</b>
Achats consommés	-4 972 752 469,23	-5 202 503 548,03
Services extérieurs et autres consommations	-914 365 387,55	-943 734 235,02
<b>II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE</b>	<b>-5 887 117 856,78</b>	<b>-6 146 237 783,05</b>
<b>III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION ( I - II )</b>	<b>5 684 351 133,26</b>	<b>8 090 278 536,89</b>
Charges de personnel	-3 439 806 440,86	-3 078 975 081,59
Impôts, taxes et versements assimilés	-308 873 342,92	-315 548 872,83
<b>IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION</b>	<b>1 935 671 349,48</b>	<b>4 695 754 582,47</b>
Autres produits opérationnels	586 740 850,00	377 945 963,06
Autres charges opérationnelles	-327 275 482,25	-318 957 687,57
Dotations aux amortissements ,provisions et pertes de valeur	-1 962 879 560,27	-3 322 709 630,78
Reprises sur pertes de valeurs et provisions	1 417 710 036,21	1 489 948 522,19
<b>V - RESULTAT OPERATIONNEL</b>	<b>1 649 967 193,17</b>	<b>2 921 981 749,37</b>
Produits financiers	131 245 824,40	1 007 190 732,66
Charges financières	-261 601 048,77	-433 506 361,60
<b>VI - RESULTAT FINANCIER</b>	<b>-130 355 224,37</b>	<b>573 684 371,06</b>
<b>VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT ( V + VI )</b>	<b>1 519 611 968,80</b>	<b>3 495 666 120,43</b>
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-410 899 297,47	-622 213 829,58
Impôts différés ( variation ) sur résultat ordinaires		
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	13 707 165 700,65	17 111 601 537,85
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-12 598 453 029,32	-14 238 149 247,00
<b>VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>1 108 712 671,33</b>	<b>2 873 452 290,85</b>
Eléments extraordinaires (produits) ( à préciser )		
Eléments extraordinaires (charges) ( à préciser )		
<b>IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE</b>		
<b>X - RESULTAT DE L'EXERCICE</b>	<b>1 108 712 671,33</b>	<b>2 873 452 290,85</b>
Résultats minoritaires	-6 520 748,33	-1 638 739,80
<b>XI - RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>	<b>1 102 191 923,00</b>	<b>2 871 813 551,05</b>

GRUPE INDUSTRIEL SAIDAL SPA  
Direction des Finances et du Portefeuille

DATE DE CLOTURE : 31/12/2011

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	31/12/2011			31/12/2010
		MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVISIONS	MONTANTS NETS	
	<b>ACTIFS NON COURANTS</b>				
	Ecart d'acquisition (ou goodwill)	0,00	0,00	0,00	0,00
	Immobilisations incorporelles	193 873 834,27	165 324 654,99	28 549 179,29	31 977 115,65
	Immobilisations corporelles	0,00	0,00	0,00	0,00
	Terrains	4 574 051 920,08	0,00	4 574 051 920,08	7 208 256 149,96
	Bâtiments	7 054 832 984,10	4 847 277 789,44	2 207 555 194,66	2 673 469 320,28
	Autres immobilisations corporelles	15 073 575 275,03	11 918 816 641,95	3 154 758 633,07	2 586 484 827,73
	Immobilisations en concession	0,00	0,00	0,00	0,00
	Immobilisations en cours	629 850 609,89	0,00	629 850 609,89	413 652 826,73
	Immobilisations financières	0,00	0,00	0,00	0,00
	Titres mis en équivalences - entreprises associées	0,00	0,00	0,00	0,00
	Autres participations et créances rattachées	394 212 125,00	38 777 726,78	355 434 398,22	76 120 418,26
	Autres titres immobilisés	0,00	0,00	0,00	104 583,33
	Prêts et autres actifs financiers non courants	22 578 706,97	0,00	22 578 706,97	35 036 204,18
	Impôts différés actif	188 252 038,52	0,00	188 252 038,52	187 722 185,64
	<b>TOTAL ACTIFS NON COURANTS</b>	<b>28 131 227 493,85</b>	<b>16 970 196 813,16</b>	<b>11 161 030 680,69</b>	<b>13 212 823 631,77</b>
	<b>ACTIFS COURANTS</b>				
	Stocks et encours	6 896 256 090,37	645 997 748,48	6 250 258 341,88	6 660 644 545,36
	Créances et emplois assimilés	0,00	0,00	0,00	0,00
	Clients	5 554 570 051,04	1 696 442 204,33	3 858 127 846,70	4 412 510 499,62
	Autres débiteurs	83 640 971,31	28 720 954,64	54 920 016,67	290 044 345,23
	Impôts	461 641 047,23	346 251 517,11	115 389 530,12	234 772 686,01
	Autres actif courant	0,00	0,00	0,00	170 718 068,32
	Disponibilités et assimilés	0,00	0,00	0,00	0,00
	Placements et autres actifs financiers courants	18 636 212,26	0,00	18 636 212,26	18 559 989,19
	Trésorerie	5 943 752 064,18	124 143 824,78	5 819 608 239,40	3 251 114 197,22
	<b>TOTAL ACTIFS COURANTS</b>	<b>18 958 496 436,39</b>	<b>2 841 556 249,35</b>	<b>16 116 940 187,04</b>	<b>15 038 364 330,95</b>
	<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>	<b>47 089 723 930,23</b>	<b>19 811 753 062,50</b>	<b>27 277 970 867,73</b>	<b>28 251 187 962,68</b>

GROUPE INDUSTRIEL SAIDAL SPA  
Direction des Finances et du Portefeuille

DATE DE CLOTURE : 31/12/2011

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	31/12/2011	31/12/2010
	<b>CAPITAUX PROPRES</b>		
	Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00
	Capital non appelé	0,00	0,00
	Primes et réserves -(réserves consolidées)	7 452 913 713,45	7 245 587 393,91
	Ecart de réévaluation	900 905 964,74	375 839 601,41
	Ecart d'équivalence	0,00	0,00
	Résultat Net	2 060 480 315,80	1 102 191 923,00
	Autres capitaux propres -report à nouveau	116 850 810,38	-163 180 692,73
	Intérêts minoritaires	764 331 738,25	725 087 222,50
	<b>TOTAL I</b>	<b>13 795 482 542,61</b>	<b>11 785 525 448,08</b>
	<b>PASSIFS NON COURANTS</b>		
	Emprunts et dettes financières	1 595 341 088,53	1 622 583 790,66
	Impôts (différés et provisionnés)	264 218 542,42	219 000 183,14
	Autres dettes non courantes	0,00	0,00
	Provisions et produits comptabilisés d'avance	3 882 241 343,10	6 778 920 707,67
	<b>TOTAL PASSIFS NON COURANTS II</b>	<b>5 741 800 974,06</b>	<b>8 620 504 681,46</b>
	<b>PASSIFS COURANTS</b>		
	Fournisseurs et comptes rattachés	3 168 135 431,44	3 456 110 747,87
	Impôts	473 910 601,06	298 511 166,93
	Autres dettes	2 943 656 219,19	3 005 203 307,17
	Trésorerie passif	1 154 985 099,37	1 085 332 611,22
	<b>TOTAL PASSIF COURANT III</b>	<b>7 740 687 351,05</b>	<b>7 845 157 833,19</b>
	<b>TOTAL GENERAL PASSIF</b>	<b>27 277 970 867,73</b>	<b>28 251 187 962,68</b>

GRUPE INDUSTRIEL SAIDAL SPA  
Direction des Finances et du Portefeuille

DATE DE CLOTURE : 31/12/2011

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	31/12/2011	31/12/2010
	Chiffre d'affaires	13 504 270 700,95	12 510 199 865,70
	Variation stocks produits finis et en cours	-814 751 265,22	-938 730 875,65
	Production immobilisée	0,00	0,00
	Subvention d'exploitation	0,00	0,00
	<b>I - PRODUCTION DE L'EXERCICE</b>	<b>12 689 519 435,74</b>	<b>11 571 468 990,05</b>
	Achats consommés	-4 699 658 292,69	-4 972 752 469,23
	Services extérieurs et autres consommations	-905 122 461,07	-914 339 948,94
	<b>II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE</b>	<b>-5 604 780 753,76</b>	<b>-5 887 092 418,17</b>
	<b>III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION ( I - II )</b>	<b>7 084 738 681,98</b>	<b>5 684 376 571,88</b>
	Charges de personnel	-3 342 926 582,67	-3 439 806 440,86
	Impôts, taxes et versements assimilés	-282 932 101,17	-308 873 342,92
	<b>IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION</b>	<b>3 458 879 998,13</b>	<b>1 935 696 788,10</b>
	Autres produits opérationnels	250 864 778,47	586 740 850,00
	Autres charges opérationnelles	-327 946 833,72	-327 275 482,25
	Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeur	-1 488 030 462,38	-1 962 904 998,88
	Reprises sur pertes de valeurs et provisions	730 292 504,92	1 417 710 036,21
	<b>V - RESULTAT OPERATIONNEL</b>	<b>2 624 059 985,42</b>	<b>1 649 967 193,17</b>
	Produits financiers	102 440 136,94	131 245 824,39
	Charges financières	-201 298 040,78	-261 601 048,77
	<b>VI - RESULTAT FINANCIER</b>	<b>-98 857 903,84</b>	<b>-130 355 224,38</b>
	<b>VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT ( V + VI )</b>	<b>2 525 202 081,58</b>	<b>1 519 611 968,80</b>
	Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-431 623 267,03	-410 899 297,47
	Impôts différés ( variation ) sur résultat ordinaires	3 128 993,10	0,00
	<b>TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>13 776 767 416,26</b>	<b>13 707 165 700,65</b>
	<b>TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>-11 679 016 474,41</b>	<b>-12 598 453 029,33</b>
	<b>VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>2 097 750 941,85</b>	<b>1 108 712 671,32</b>
	Eléments extraordinaires (produits) ( à préciser )	0,00	0,00
	Eléments extraordinaires (charges) ( à préciser )	-90,06	0,00
	<b>IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE</b>	<b>-90,06</b>	
	<b>X - RESULTAT DE L'EXERCICE</b>	<b>2 097 750 851,79</b>	<b>1 108 712 671,32</b>
	Résultat minoritaires	37 270 535,99	6 520 748,33
	<b>XI - RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>	<b>2 060 480 315,80</b>	<b>1 102 191 923,00</b>

**GRUPE INDUSTRIEL SAIDAL SPA**  
**Direction des Finances et du Portefeuille**

**DATE DE CLOTURE : 31/12/2012**

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	31/12/2012			31/12/2011
		MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVISIONS	MONTANTS NETS	
	<b>ACTIFS NON COURANTS</b>				
	Écart d'acquisition (ou goodwill)				
	<b>Immobilisations incorporelles</b>	197 288 659,28	176 738 016,15	20 550 643,13	28 549 179,29
	<b>Immobilisations corporelles</b>				
	Terrains	4 583 697 150,84		4 583 697 150,84	4 574 051 920,08
	Bâtiments	7 397 747 023,53	5 179 180 249,38	2 218 566 774,15	2 207 555 194,66
	Autres immobilisations corporelles	15 623 113 611,00	12 782 105 785,39	2 841 007 825,61	3 154 758 633,07
	Immobilisations en concession	11 014 278,00	333 766,00	10 680 512,00	
	<b>Immobilisations en cours</b>	1 203 233 977,48		1 203 233 977,48	629 850 609,89
	<b>Immobilisations financières</b>				
	Titres mis en équivalences - entreprises associées				
	Autres participations et créances rattachées	184 936 125,00	25 798 499,82	159 137 625,18	355 434 398,22
	Autres titres immobilisés				
	Prêts et autres actifs financiers non courants	30 169 720,32		30 169 720,32	22 578 706,97
	Impôts différés actif	387 701 216,20		387 701 216,20	188 252 038,52
	<b>TOTAL ACTIFS NON COURANTS</b>	<b>29 618 901 761,66</b>	<b>18 164 156 316,74</b>	<b>11 454 745 444,93</b>	<b>11 161 030 680,69</b>
	<b>ACTIFS COURANTS</b>				
	<b>Stocks et encours</b>	7 584 873 527,50	1 409 488 300,45	6 175 385 227,05	6 250 258 341,88
	<b>Créances et emplois assimilés</b>				
	Clients	6 348 332 441,30	1 653 374 493,16	4 694 957 948,14	3 858 127 846,70
	Autres débiteurs	353 452 406,86	16 366,61	353 436 040,24	54 920 016,67
	Impôts	516 413 807,36	345 955 271,32	170 458 536,04	115 389 530,12
	Autres actif courant				
	<b>Disponibilités et assimilés</b>				
	Placements et autres actifs financiers courants	18 642 816,89		18 642 816,89	18 636 212,26
	Trésorerie	7 275 589 341,58	122 069 860,32	7 153 519 481,26	5 819 608 239,40
	<b>TOTAL ACTIFS COURANTS</b>	<b>22 097 304 341,48</b>	<b>3 530 904 291,86</b>	<b>18 566 400 049,63</b>	<b>16 116 940 187,04</b>
	<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>	<b>51 716 206 103,15</b>	<b>21 695 060 608,59</b>	<b>30 021 145 494,54</b>	<b>27 277 970 867,73</b>



**GROUPE INDUSTRIEL SAIDAL SPA**  
**Direction des Finances et du Portefeuille**

**DATE DE CLOTURE : 31/12/2012**

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	31/12/2012	31/12/2011
	<b><u>CAPITAUX PROPRES</u></b>		
	Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00
	Capital non appelé		
	Primes et réserves -(réserves consolidées)	8 767 303 972,03	7 452 913 713,45
	Ecart de réévaluation	645 898 091,73	900 905 964,74
	Écart d'équivalence	0,00	
	Résultat Net	1 965 160 951,44	2 060 480 315,80
	Autres capitaux propres -report à nouveau	28 874 721,33	116 850 810,38
	Intérêts minoritaires	839 268 275,80	764 331 738,25
	<b>TOTAL I</b>	<b>14 746 506 012,32</b>	<b>13 795 482 542,61</b>
	<b><u>PASSIFS NON COURANTS</u></b>		
	Emprunts et dettes financières	1 851 741 010,35	1 595 341 088,53
	Impôts (différés et provisionnés)	359 962 619,95	264 218 542,42
	Autres dettes non courantes	0,00	
	Provisions et produits comptabilisés d'avance	4 129 700 666,41	3 882 241 343,10
	<b>TOTAL PASSIFS NON COURANTS II</b>	<b>6 341 404 296,71</b>	<b>5 741 800 974,06</b>
	<b><u>PASSIFS COURANTS</u></b>		
	Fournisseurs et comptes rattachés	3 250 392 942,41	3 168 135 431,44
	Impôts	551 586 033,66	473 910 601,06
	Autres dettes	3 662 731 669,91	2 943 656 219,19
	Trésorerie passif	1 468 524 539,53	1 154 985 099,37
	<b>TOTAL PASSIF COURANT III</b>	<b>8 933 235 185,51</b>	<b>7 740 687 351,05</b>
	<b>TOTAL GENERAL PASSIF</b>	<b>30 021 145 494,54</b>	<b>27 277 970 867,73</b>

**GROUPE INDUSTRIEL SAIDAL SPA**  
**Direction des Finances et du Portefeuille**

**DATE DE CLOTURE : 31/12/2012**

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	31/12/2012	31/12/2011
	Chiffre d'affaires	13 895 054 472,57	13 504 270 700,95
	Variation stocks produits finis et en cours	229 626 444,54	-814 751 265,22
	Production immobilisée		
	Subvention d'exploitation		
	<b>I - PRODUCTION DE L'EXERCICE</b>	<b>14 124 680 917,11</b>	<b>12 689 519 435,74</b>
	Achats consommés	-5 246 886 845,95	-4 699 658 292,69
	Services extérieurs et autres consommations	-914 334 046,84	-905 122 461,07
	<b>II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE</b>	<b>-6 161 220 892,79</b>	<b>-5 604 780 753,76</b>
	<b>III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION ( I - II )</b>	<b>7 963 460 024,32</b>	<b>7 084 738 681,98</b>
	Charges de personnel	-3 809 104 894,13	-3 342 926 582,67
	Impôts, taxes et versements assimilés	-228 139 765,88	-282 932 101,17
	<b>IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION</b>	<b>3 926 215 364,31</b>	<b>3 458 879 998,13</b>
	Autres produits opérationnels	372 976 278,55	250 864 778,47
	Autres charges opérationnelles	-207 496 681,94	-327 946 833,72
	Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeur	-2 144 929 104,62	-1 488 030 462,38
	Reprises sur pertes de valeurs et provisions	575 024 462,41	730 292 504,92
	<b>V - RESULTAT OPERATIONNEL</b>	<b>2 521 790 318,71</b>	<b>2 624 059 985,42</b>
	Produits financiers	100 796 850,14	102 440 136,94
	Charges financières	-225 135 653,69	-201 298 040,78
	<b>VI - RESULTAT FINANCIER</b>	<b>-124 338 803,55</b>	<b>-98 857 903,84</b>
	<b>VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT ( V + VI )</b>	<b>2 397 451 515,15</b>	<b>2 525 202 081,58</b>
	Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-489 506 617,86	-431 623 267,03
	Impôts différés ( variation ) sur résultat ordinaires	105 369 639,88	3 128 993,10
	TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	15 264 646 326,18	13 776 767 416,26
	TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-13 267 975 918,89	-11 679 016 474,41
	<b>VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>1 996 670 407,30</b>	<b>2 097 750 941,85</b>
	Eléments extraordinaires (produits) ( à préciser )	0,00	
	Eléments extraordinaires (charges) ( à préciser )	-3 985 277,20	-90,06
	<b>IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE</b>	<b>-3 985 277,20</b>	<b>-90,06</b>
	<b>X - RESULTAT DE L'EXERCICE</b>	<b>1 992 685 130,10</b>	<b>2 097 750 851,79</b>
	Résultat minoritaires	27 524 178,66	37 270 535,99
	<b>XI - RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>	<b>1 965 160 951,44</b>	<b>2 060 480 315,80</b>

**BILAN 2013**

DESIGNATIONS	31/12/2013			31/12/2012
	MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVISIONS	MONTANTS NETS	
<b><u>ACTIFS NON COURANTS</u></b>				
Écart d'acquisition (ou goodwill)	58 268 550,00		58 268 550,00	
<b>immobilisations incorporelles</b>	198 535 044,63	185 023 704,17	13 511 340,46	20 550 643,13
<b>immobilisations corporelles</b>				
Terrains	4 525 499 753,87		4 525 499 753,87	4 583 697 150,84
Bâtiments	7 053 924 525,64	5 144 639 355,17	1 909 285 170,47	2 218 566 774,15
Autres immobilisations corporelles	15 034 995 143,67	13 031 820 034,20	2 003 175 109,47	2 841 007 825,61
immobilisations en concession	11 014 278,00	667 498,62	10 346 779,38	10 680 512,00
<b>Immobilisations en cours</b>	470 133 457,73		470 133 457,73	1 203 233 977,48
<b>Immobilisations financières</b>				
Titres mis en équivalences - entreprises associées	1 776 264 616,78		1 776 264 616,78	0,00
Autres participations et créances rattachées	129 167 575,00	53 886 445,21	75 281 129,79	159 137 625,18
Autres titres immobilisés				
prêts et autres actifs financiers non courants	109 092 099,30		109 092 099,30	30 169 720,32
Impôts différés actif	357 881 232,62		357 881 232,62	387 701 216,20
<b>TOTAL ACTIFS NON COURANTS</b>	<b>29 724 776 277,24</b>	<b>18 416 037 037,37</b>	<b>11 308 739 239,87</b>	<b>11 454 745 444,91</b>
<b><u>ACTIFS COURANTS</u></b>				
Stocks et encours	6 969 082 810,68	1 434 727 755,37	5 534 355 055,31	6 175 385 227,05
<b>Créances et emplois assimilés</b>				
Clients	5 529 998 546,61	1 699 037 690,24	3 830 960 856,37	4 694 957 948,14
Autres débiteurs	1 865 186 534,90		1 865 186 534,90	353 436 040,24
Impôts	460 376 148,07	344 477 438,32	115 898 709,75	170 458 536,03
Autres actif courant	12 500 000,00		12 500 000,00	
<b>Disponibilités et assimilés</b>				
Placements et autres actifs financiers courants	2 018 559 989,19		2 018 559 989,19	18 642 816,89
Trésorerie	5 495 438 158,83	82 065 171,53	5 413 372 987,30	7 153 519 481,26
<b>TOTAL ACTIFS COURANTS</b>	<b>22 351 142 188,28</b>	<b>3 560 308 055,46</b>	<b>18 790 834 132,82</b>	<b>18 566 400 049,61</b>
<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>	<b>52 075 918 465,52</b>	<b>21 976 345 092,83</b>	<b>30 099 573 372,69</b>	<b>30 021 145 494,52</b>



**3.2. Passif**

DESIGNATIONS	31/12/2013	31/12/2012
<b><u>CAPITAUX PROPRES</u></b>		
Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00
Capital non appelé		
Primes et réserves -(réserves consolidées)	9 421 690 281,30	8 767 303 972,03
Ecarts de réévaluation	435 055 761,63	645 898 091,73
Écart d'équivalence	556 004 893,04	0,00
Résultat Net	2 658 147 326,76	1 965 160 951,44
Autres capitaux propres -report à nouveau	319 161 089,57	28 874 721,33
Intérêts minoritaires	858 376 750,19	839 268 275,80
<b>TOTAL I</b>	<b>16 748 436 102,49</b>	<b>14 746 506 012,33</b>
<b><u>PASSIFS NON COURANTS</u></b>		
Emprunts et dettes financières	2 911 046 961,36	1 851 741 010,35
Impôts (différés et provisionnés)	252 388 287,15	359 962 619,95
Autres dettes non courantes	493 645 268,24	
Provisions et produits comptabilisés d'avance	1 351 120 085,82	4 129 700 666,41
<b>TOTAL PASSIFS NON COURANTS II</b>	<b>5 008 200 602,57</b>	<b>6 341 404 296,71</b>
<b><u>PASSIFS COURANTS</u></b>		
Fournisseurs et comptes rattachés	1 227 878 706,58	3 250 392 942,41
Impôts	564 464 142,35	551 586 033,66
Autres dettes	5 818 577 282,18	3 662 731 669,91
Trésorerie passif	732 016 536,52	1 468 524 539,53
<b>TOTAL PASSIF COURANT III</b>	<b>8 342 936 667,63</b>	<b>8 933 235 185,51</b>
<b>TOTAL GENERAL PASSIF</b>	<b>30 099 573 372,69</b>	<b>30 021 145 494,55</b>

**3.3. Tableau de comptes de résultat**

DESIGNATIONS	31/12/2013	31/12/2012
Chiffre d'affaires	11 461 847 581,90	13 895 054 472,57
Variation stocks produits finis et en cours	782 030 567,10	229 626 444,54
Production immobilisée		379 032,26
Subvention d'exploitation		
<b>I - PRODUCTION DE L'EXERCICE</b>	<b>12 243 878 149,00</b>	<b>14 125 059 949,37</b>
Achats consommés	-3 556 475 260,95	-5 246 886 845,95
Services extérieurs et autres consommations	-740 255 739,42	-914 334 046,84
<b>II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE</b>	<b>-4 296 731 000,37</b>	<b>-6 161 220 892,79</b>
<b>III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION ( I - II )</b>	<b>7 947 147 148,63</b>	<b>7 963 839 056,58</b>
Charges de personnel	-3 848 442 866,21	-3 809 104 894,13
Impôts, taxes et versements assimilés	-211 018 083,50	-228 139 765,88
<b>IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION</b>	<b>3 887 686 198,92</b>	<b>3 926 594 396,57</b>
Autres produits opérationnels	123 256 224,16	372 976 278,55
Autres charges opérationnelles	-135 200 827,62	-207 496 681,94
Dotations aux amorts, provisions et pertes de valeur	-1 431 299 339,58	-2 144 929 104,62
Reprises sur pertes de valeurs et provisions	501 957 026,14	575 024 462,14
<b>V - RESULTAT OPERATIONNEL</b>	<b>2 946 399 282,02</b>	<b>2 522 169 350,70</b>
Produits financiers	73 629 153,44	100 796 850,14
Charges financières	-221 326 017,88	-225 135 653,69
<b>VI - RESULTAT FINANCIER</b>	<b>-147 696 864,44</b>	<b>-124 338 803,55</b>
<b>VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT ( V + VI )</b>	<b>2 798 702 417,58</b>	<b>2 397 830 547,15</b>
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-500 440 495,49	-489 506 617,86
Impôts différés ( variation ) sur résultat ordinaires	-4 662 574,50	105 369 639,88
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	12 952 479 688,40	15 264 646 326,18
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-10 658 880 340,81	-13 267 975 918,88
<b>VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>2 293 599 347,59</b>	<b>1 996 670 407,30</b>
Eléments extraordinaires (produits) ( à préciser )	0,00	0,00
Eléments extraordinaires (charges) ( à préciser )	-21 476,75	-3 985 277,20
<b>IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE</b>	<b>-21 476,75</b>	<b>-3 985 277,20</b>
<b>X - RESULTAT DE L'EXERCICE</b>	<b>2 293 577 870,84</b>	<b>1 992 685 130,10</b>
RESULTAT MINORITAIRES	70 792 332,18	27 524 178,66
Part dans le résultat dans stes mises en équivalence	293 777 123,74	0,00
<b>X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>	<b>2 658 147 326,76</b>	<b>1 965 160 951,44</b>



# Communiqué aux actionnaires du résultat de l'exercice 2014 - Bilan Consolidé

## ACTIF

DESIGNATIONS	31/12/2014			31/12/2013	%
	MONTANTS BRUTS	AMORTS PROVISIONS	MONTANTS NETS		
<b>ACTIFS NON COURANTS</b>					
<i>Écart d'acquisition (ou goodwill)</i>	58 268 550,00	0,00	58 268 550,00	58 268 550,00	0%
<b>Immobilisations incorporelles</b>	201 799 344,60	189 768 823,00	12 030 521,60	13 511 340,46	-11%
<b>Immobilisations corporelles</b>	0,00	0,00	0,00		
<i>Terrains</i>	4 514 492 953,87	0,00	4 514 492 953,87	4 525 499 753,87	0%
<i>Bâtiments</i>	7 032 781 737,47	5 269 783 914,71	1 762 997 822,76	1 909 285 170,47	-8%
<i>Autres immobilisations corporelles</i>	15 300 746 959,15	13 696 697 490,28	1 604 049 468,87	2 003 175 109,47	-20%
<i>Immobilisations en concession</i>	87 528 246,00	1 266 904,74	86 261 341,26	10 346 779,38	734%
<b>Immobilisations en cours</b>	2 502 907 388,68	0,00	2 502 907 388,68	470 133 457,73	432%
<b>Immobilisations financières</b>	0,00	0,00	0,00		
<i>Titres mis en équivalences - entreprises associées</i>	1 846 291 841,31	0,00	1 846 291 841,31	1 776 264 616,78	
<i>Autres participations et créances rattachées</i>	102 167 575,00	53 136 586,28	49 030 988,72	75 281 129,79	-35%
<i>Autres titres immobilisés</i>	0,00	0,00	0,00		
<i>Prêts et autres actifs financiers non courants</i>	103 321 318,61	0,00	103 321 318,61	109 092 099,30	-5%
<i>Impôts différés actif</i>	463 577 177,79	0,00	463 577 177,79	357 881 232,62	0%
<b>TOTAL ACTIF NON COURANTS</b>	<b>32 213 883 092,48</b>	<b>19 210 653 719,01</b>	<b>13 003 229 373,47</b>	<b>11 308 739 239,87</b>	<b>15%</b>
<b>ACTIFS COURANTS</b>					
<i>Stocks et encours</i>	7 103 810 877,97	1 496 894 537,00	5 606 916 340,97	5 534 355 055,31	1%
<i>Créances et emplois assimilés</i>	0,00	0,00			
<i>Clients</i>	5 136 249 341,15	1 687 454 939,36	3 448 794 401,79	3 830 960 856,37	-10%
<i>Autres débiteurs</i>	1 036 790 150,80	0,00	1 036 790 150,80	1 865 186 534,90	-44%
<i>Impôts</i>	601 389 838,47	345 347 828,24	225 604 010,23	115 898 709,75	121%
<i>Autres actifs courants</i>	18 795 412,47	0,00	18 795 412,47	12 500 000,00	0%
<i>Disponibilités et assimilés</i>	0,00	0,00	0,00		
<i>Placements et autres actifs financiers courants</i>	3 018 559 989,19	0,00	3 018 559 989,19	2 018 559 989,19	50%
<i>Trésorerie</i>	5 281 852 295,08	83 275 568,07	5 198 576 727,01	5 413 372 987,30	-4%
<b>TOTAL ACTIFS COURANTS</b>	<b>22 197 447 905,13</b>	<b>3 612 972 872,67</b>	<b>18 584 475 032,46</b>	<b>18 790 834 132,82</b>	<b>-1%</b>
<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>	<b>54 411 330 997,61</b>	<b>22 823 626 591,68</b>	<b>31 587 704 405,93</b>	<b>30 099 573 372,69</b>	<b>5%</b>

## PASSIF

DESIGNATIONS	31/12/2014	31/12/2013	%
<b>CAPITAUX PROPRES</b>			
<i>Capital émis</i>	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00	0%
<i>Capital non appelé</i>	0,00		
<i>Primes et réserves -(réserves consolidées)</i>	11 282 665 927,33	9 421 690 281,30	20%
<i>Écarts de réévaluation</i>	218 627 945,68	435 055 761,63	-50%
<i>Écart d'équivalence</i>	778 627 191,02	556 004 893,04	
<i>Résultat Net</i>	1 477 751 553,22	2 658 147 326,76	-44%
<i>Autres capitaux propres -report à nouveau</i>	371 301 688,91	319 161 089,57	16%
<i>Intérêts minoritaires</i>	961 690 080,29	858 376 750,19	12%
<b>TOTAL CAPITAUX PROPRES I</b>	<b>17 590 664 386,45</b>	<b>16 748 436 102,49</b>	<b>5%</b>
<b>PASSIFS NON COURANTS</b>			
<i>Emprunts et dettes financières</i>	3 383 163 695,36	2 911 046 961,36	16%
<i>Impôts (différés et provisionnés)</i>	267 823 005,95	252 388 287,15	0%
<i>Autres dettes non courantes</i>	3 456 705 764,33	493 645 268,24	600%
<i>Provisions et produits comptabilisés d'avance</i>	1 381 034 485,26	1 351 120 085,82	2%
<b>TOTAL PASSIFS NON COURANTS II</b>	<b>8 488 726 950,90</b>	<b>5 008 200 602,57</b>	<b>69%</b>
<b>PASSIFS COURANTS</b>			
<i>Fournisseurs et comptes rattachés</i>	1 460 434 895,94	1 227 878 706,58	19%
<i>Impôts</i>	363 939 782,75	564 464 142,35	-36%
<i>Autres dettes</i>	3 055 762 788,63	5 818 577 282,18	-47%
<i>Trésorerie passif</i>	628 175 601,26	732 016 536,52	-14%
<b>TOTAL PASSIF COURANT III</b>	<b>5 508 313 068,58</b>	<b>8 342 936 667,63</b>	<b>-34%</b>
<b>TOTAL GENERAL PASSIF</b>	<b>31 587 704 405,93</b>	<b>30 099 573 372,69</b>	<b>5%</b>

## Production

RUBRIQUES	31/12/2014	31/12/2013
Quantités ( 1 000 UV)	111 020	130 676
Valeurs ( 1 000 DA)	8 483 261	10 719 779

**COMPTE DE RESULTAT**

DESIGNATIONS	30/06/2014	30/06/2013	%
Chiffre d'affaires	9 789 025 905,91	11 461 847 581,90	-15%
Variation stocks produits finis et en cours	47 596 284,29	782 030 567,10	-94%
Production immobilisée	0,00		
Subvention d'exploitation	0,00		
<b>I - PRODUCTION DE L'EXERCICE</b>	<b>9 836 622 190,20</b>	<b>12 243 878 149,00</b>	<b>-20%</b>
Achats consommés	-3 017 970 352,54	-3 556 475 260,95	-15%
Services extérieurs et autres consommations	-815 279 475,31	-740 255 739,42	10%
<b>II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE</b>	<b>-3 833 249 827,85</b>	<b>-4 296 731 000,37</b>	<b>-11%</b>
<b>III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION ( I - II )</b>	<b>6 003 372 362,35</b>	<b>7 947 147 148,63</b>	<b>-24%</b>
Charges de personnel	-3 222 199 202,24	-3 848 442 866,21	-16%
Impôts, taxes et versements assimilés	-205 064 473,74	-211 018 083,50	-3%
<b>IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION</b>	<b>2 576 108 686,37</b>	<b>3 887 686 198,92</b>	<b>-34%</b>
Autres produits opérationnels	85 434 154,80	123 256 224,16	-31%
Autres charges opérationnelles	-204 467 978,10	-135 200 827,62	51%
Dotations aux amortissements et pertes de valeur	-1 130 374 262,15	-1 431 299 339,58	-21%
Reprises sur pertes de valeurs et provisions	292 035 551,31	501 957 026,14	-42%
<b>V - RESULTAT OPERATIONNEL</b>	<b>1 618 736 152,23</b>	<b>2 946 399 282,02</b>	<b>-45%</b>
Produits financiers	106 709 251,37	73 629 153,44	45%
Charges financières	-157 011 457,30	-221 326 017,88	-29%
<b>VI - RESULTAT FINANCIER</b>	<b>-50 302 205,93</b>	<b>-147 696 864,44</b>	<b>-66%</b>
<b>VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT ( V + VI )</b>	<b>1 568 433 946,30</b>	<b>2 798 702 417,58</b>	<b>-44%</b>
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-309 812 391,00	-500 440 495,49	
Impôts différés ( variation ) sur résultat ordinaires	-90 261 226,37	-4 662 574,50	
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	10 320 801 147,68	12 942 720 552,74	-20%
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-8 971 918 366,01	-10 649 121 205,15	-16%
<b>VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>1 348 882 781,67</b>	<b>2 293 599 347,59</b>	<b>-41%</b>
Eléments extraordinaires (produits) ( à préciser )			
Eléments extraordinaires (charges) ( à préciser )		-21 476,75	
<b>IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE</b>		<b>-21 476,75</b>	<b>0%</b>
<b>X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>	<b>1 348 882 781,67</b>	<b>2 293 577 870,84</b>	<b>-41%</b>
Résultat minoritaires	14 686 721,26	70 792 332,18	-79%
part dans le Résultat dans Stes mises en équivalence	114 182 050,29	293 777 123,74	-61%
<b>RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>	<b>1 477 751 553,22</b>	<b>2 658 147 326,76</b>	<b>-44%</b>

## L'ASSEMBLEE GENERALE ORDINAIRE DU GROUPE INDUSTRIEL SAIDAL Du 10 juin 2015

L'An deux mil quinze et le dix du mois de juin à dix heures, à l'Hôtel El- Aurassi, les actionnaires de la société par Actions dénommée Groupe Industriel SAIDAL, au Capital Social de 2.500.000.000 DA se sont réunis en Assemblée Générale Ordinaire annuelle sur convocation qui leur a été faite par le Conseil d'Administration par communiqué de presse du 13 Mai 2015

### Première résolution : Examen des comptes sociaux de la Société Mère

L'Assemblée Générale Ordinaire des Actionnaires de l'EPE Spa, Groupe SAIDAL après avoir pris connaissance des rapports du Conseil d'Administration et des Commissaires aux Comptes, ainsi que des explications complémentaires exposées verbalement. relatives à l'examen.

- Adopte le rapport du Conseil d'Administration de l'exercice 2014
- Approuve les états financiers de l'exercice 2014, avec un total passif / actif net du bilan de 28 863 818 266.13 DA et un résultat net bénéficiaire pour un montant de 1 385 942 685.96 DA.
- Donne quitus de leur mandat aux Administrateurs de l'exercice 2014.
- Mande le Conseil d'Administration, à l'effet de prendre en charge sur l'exercice 2015 les recommandations formulées par Messieurs les Commissaires aux Comptes.

### Deuxième résolution : Affectation des résultats de l'exercice 2014 de la Société Mère

L'Assemblée Générale Ordinaire des Actionnaires de l'EPE Spa GROUPE SAIDAL décide d'affecter le résultat net bénéficiaire d'un montant de : 1 385 942 685.96 DA comme suit:

- Dividendes 400 000 000,00 DA
- Tantièmes (3 fois le jeton de présence) 3 180 000.00 DA
- Intéressement des travailleurs 198 660 000.00 DA
- Réserves facultatives 784 102 685.96 DA

### Troisième résolution : Résultat du bilan consolidé du Groupe SAIDAL

L'Assemblée Générale Ordinaire des Actionnaires de l'EPE Spa, Groupe SAIDAL après avoir pris connaissance des rapports du Conseil d'Administration et des Commissaires aux Comptes, ainsi que des explications complémentaires exposées verbalement relatives à l'examen.

- Approuve les comptes sociaux consolidés de l'exercice 2014, avec un total passif / actif du bilan de 31 587 704 405.93 DA et un résultat net bénéficiaire pour un montant de 1 477 751 553.22 DA.

### Quatrième résolution : Libération de la partie variable de la rémunération pour le Cadre gestionnaire principal

### Cinquième résolution : Libération de la partie variable de la rémunération pour les Cadres Dirigeants

### Sixième résolution : Jetons de présence

### Septième résolution : Rémunération du Commissaire aux Comptes

### Huitième résolution : Nombres de séances autorisés du Conseil d'Administration

### Neuvième résolution : Formalités légales et réglementaires

NB/ Le rapport de gestion est disponible au siège du Groupe

**Le Président du Conseil d'Administration**

**Boumediene DERKAOU**

## الملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى بحث أثر قرار التمويل على قيمة المؤسسة، ومن أجل هذا قمنا باختبار أثر قرار التمويل على القيمة السوقية لمجمع صيدال (Groupe SAIDAL) خلال الفترة الممتدة من 2005 إلى غاية 2014، إضافة إلى دراسة أثر عدد من المتغيرات الثانوية التي من المحتمل أن تؤثر على القيمة السوقية لهذا المجمع، وذلك بالاعتماد على القوائم المالية للمجمع وباستخدام نموذج الانحدار الخطي المتعدد. وقد خلصت دراستنا هذه إلى عدم وجود أي تأثير ذو دلالة إحصائية لقرار التمويل على القيمة السوقية لمجمع صيدال (Groupe SAIDAL) خلال فترة الدراسة، في حين أثبت نتائج الدراسة أن المردودية المالية لها تأثير إيجابي على القيمة السوقية، بينما لكل من المردودية الاقتصادية والمخاطر التشغيلية تأثير سلبي على القيمة السوقية لمجمع صيدال (Groupe SAIDAL)، كما أن نتائج الدراسة أثبتت أن كلا من حجم المؤسسة وحجم السيولة لا يفسران التغيرات الحاصلة على القيمة السوقية لمجمع صيدال (Groupe SAIDAL) خلال فترة الدراسة.

**الكلمات المفتاحية:** قرار التمويل، مصادر التمويل، الهيكل المالي، قيمة المؤسسة.

### Le résumé :

Le but de cette étude est de savoir l'impact de la décision de financement sur la valeur marchande du groupe SAIDAL au cours de la période allant du 2005 à 2014, en plus de tester l'impact d'un certain nombre de variables qui son susceptibles d'interpréter la valeur de marché du groupe , et selon les états financière du SAIDAL et l'utilisation de la régression linéaire multiple.

Cette étude à conclu qu'il n'y a aucun effet statistiquement significatif de la décision de financement sur la valeur marchande du SAIDAL au cours de la période d'étude, bien que l'étude a révélé la présence d'un impact positif de la rentabilité financière sur la valeur marchande de SAIDAL, et chacune de la rentabilité économique et les risques opérationnels affectent négativement la valeur de marché du groupe SAIDAL, les résultats de cette étude nous montre aussi que la taille de l'entreprise et de liquidité n'explique pas les développements sur la valeur marchande de Groupe SAIDAL au cours de la période d'étude.

**Les mots clés :** Décision de financement, sources de financement, structure financière, la valeur de l'entreprise.