

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة محمد الصديق بن يحيى - جيجل -



كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير

العنوان

أثر الهيكل المالي على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية
دراسة قياسية لمجمع صيدال خلال الفترة من 2010 الى 2019

مذكرة مقدمة استكمالاً لمتطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي في علوم التسيير

تخصص: إدارة مالية

إشراف الأستاذ:

د. جمال قدام

إعداد الطالبتين:

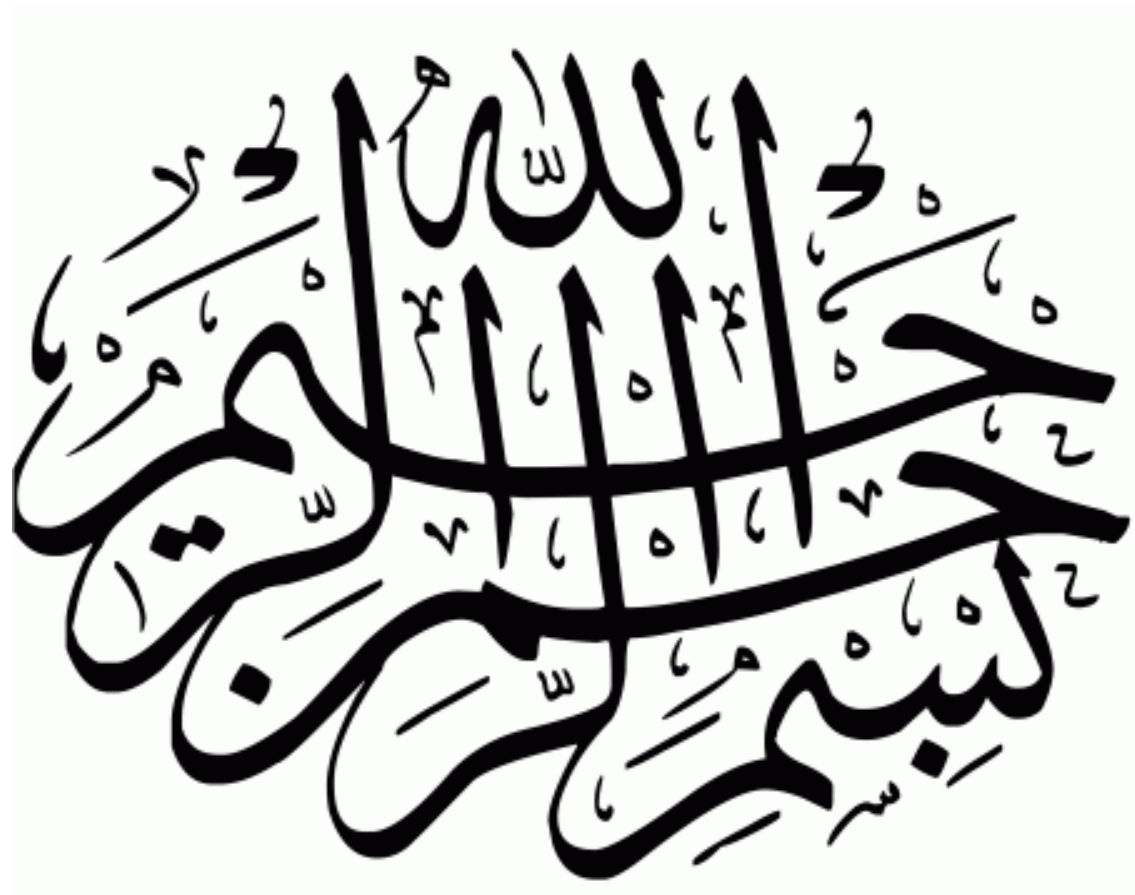
❖ نيبوش كريمة

❖ لهوير ندى

أعضاء لجنة المناقشة:

رئيسا	جامعة جيجل	الأستاذة: د. حياة نجار
مشرفا ومقررا	جامعة جيجل	الأستاذ: د. جمال قدام
مناقشا	جامعة جيجل	الأستاذ: د. عمر قيرة

السنة الجامعية: 2020/2019



شكر وتقدير

نحمد الله ونشكوه ان انعم علينا بإتمام هذا العمل وصياغته في شكله النهائي.

فلقول الرسول (صلى الله عليه وسلم): " لا يشكر الله من لا يشكر الناس "

فبعد شكر الله على توفيقه وامتنانه، نتقدم بجزيل الشكر والتقدير

" للأستاذ المشرف قدام جمال "

الذي كان له الفضل في انجاز هذا البحث، كما نخص بالشكر والثناء

" للأستاذ بوميمز فيصل " على مد يد المساعدة.

كما نتقدم بالشكر لكل من عائلتنا والأصدقاء، وكل من ساعدنا ولو بكلمة

طيبة الى كل هؤلاء جزاكم الله خوا.

فهرس المحتويات

شكر

فهرس المحتويات

قائمة الجداول

قائمة الاشكال

قائمة الملاحق

قائمة الرموز والمختصرات

الصفحة

العنوان

1.....مقدمة

الفصل الأول: تحليل الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية

7.....تمهيد

8.....المبحث الأول: الإطار المفاهيمي للهيكل المالي

8.....المطلب الأول: مفهوم الهيكل المالي

9.....المطلب الثاني: مكونات الهيكل المالي

26.....المطلب الثالث: العوامل المؤثرة في الهيكل المالي

27.....المبحث الثاني: تكلفة تمويل الهيكل المالي

28.....المطلب الأول: مفهوم تكلفة التمويل

29.....المطلب الثاني: تقدير تكلفة التمويل

35.....المطلب الثالث: التكلفة الوسطية المرجحة

37.....خلاصة

الفصل الثاني: اساسيات حول قيمة المؤسسة

39.....تمهيد

40.....المبحث الأول: ماهية قيمة المؤسسة

40.....	المطلب الأول: مفهوم قيمة المؤسسة.....
40.....	المطلب الثاني: أنواع القيمة.....
44.....	المطلب الثالث: الجوانب المتنوعة في تحديد القيمة.....
54.....	المبحث الثاني: طرق تحديد القيمة.....
54.....	المطلب الأول: طرق الذمة المالية.....
57.....	المطلب الثاني: طرق قيمة المردودية.....
64.....	المطلب الثالث: الطرق الأخرى للتقييم.....
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
73.....	الأسواق.....
73.....	المطلب الأول: مدخل صافي الربح وصافي ربح العمليات.....
76.....	المطلب الثاني: المدخل التقليدي.....
78.....	المطلب الثالث: نظرية مودكلياني وميلر في ظل غياب الضريبة وتكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة.....
	المبحث الثاني: النظريات المفسرة لأثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة في ظل عدم كمال
81.....	الأسواق.....
81.....	المطلب الأول: نظرية مودكلياني وميلر والضريبة على دخل المؤسسات.....
85.....	المطلب الثاني: نظرية تكلفة الإفلاس.....
88.....	المطلب الثالث: نظرية تكلفة الوكالة.....
	المبحث الثالث: النظريات المفسرة لأثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة في ظل التيارات
91.....	الحديثة.....
91.....	المطلب الأول: نظرية الإشارة.....

92.....	المطلب الثاني: نظرية ترتيب افضلية مصادر التمويل.
95.....	المطلب الثالث: نظرية عدم تماثل المعلومات.
96.....	خلاصة.
الفصل الرابع: أثر الهيكل المالي على قيمة مجمع صيدال (Groupe Sidal)	
98.....	تمهيد.
99.....	المبحث الأول: تقديم مجمع صيدال.
99.....	المطلب الأول: التعريف بمجمع صيدال.
99.....	المطلب الثاني: التطور التاريخي لمجمع صيدال.
100.....	المطلب الثالث: الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال.
104.....	المبحث الثاني: دراسة أثر الهيكل المالي على قيمة مجمع صيدال.
104.....	المطلب الأول: الأسلوب الاحصائي المعتمد عليه.
107.....	المطلب الثاني: منهجية الدراسة.
110.....	المطلب الثالث: تحليل ومناقشة نتائج الدراسة.
120.....	خلاصة.
122.....	الخاتمة.
126.....	قائمة المراجع.

الملاحق

الملخص

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
41	الفرق بين القيمة السوقية والقيمة العادلة	1.1
53	تقييم مؤشرات انشاء القيمة	2.1
109	عرض متغيرات الدراسة	3.1
110	مصفوفة معاملات الارتباط لمتغيرات الدراسة	4.1
112	نتائج الانحدار المتعدد للنموذج قبل التعديل	5.1
113	نتائج اختبار معنوية معاملات الانحدار للنموذج قبل التعديل	6.1
113	مراحل استبعاد متغيرات الدراسة	7.1
115	نتائج الانحدار المتعدد للنموذج بعد التعديل	8.1
116	نتائج اختبار معنوية معاملات الانحدار للنموذج بعد التعديل	9.1
117	نتائج اختبار Breush-Godfrey للانحدار الخطي المتعدد	10.1

قائمة الاشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
25	مكونات الهيكل المالي	1.1
44	العلاقة بين مختلف أنواع قيمة المؤسسة والدخل المستقبلي لتلك المؤسسة	2.1
46	تطور مؤشرات انشاء القيمة	3.1
55	يوضح الأصل المحاسبي الصافي	4.1
74	علاقة الهيكل المالي وقيمة المؤسسة حسب نظرية صافي الربح	5.1
74	علاقة الهيكل المالي وتكلفة الأموال حسب نظرية صافي الربح	6.1
76	العلاقة بين نسبة الاقتراض وقيمة المؤسسة حسب نظرية صافي ربح العمليات	7.1
76	العلاقة بين نسبة الاقتراض وتكلفة الاموال حسب نظرية صافي ربح العمليات	8.1
77	الهيكل المالي الأمثل حسب المنظور التقليدي	9.1
78	أثر الاستدانة على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية وفق المدخل التقليدي	10.1
80	أطروحة مودكلياني وميلر في عالم بدون ضرائب	11.1
84	العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة حسب نظرية M&M والضريبة على دخل المؤسسات	12.1
84	العلاقة بين تكلفة الاموال وقيمة المؤسسة حسب نظرية M&M والضريبة على دخل المؤسسات	13.1
87	العلاقة بين نسبة الاستدانة الى الأموال الخاصة ومعدل المردودية المطلوبة من قبل المساهمين	14.1
88	العلاقة بين نسبة الاستدانة الى الأموال الخاصة وبين تكلفة الأموال	15.1
90	قيمة المؤسسة في ظل خضوع المؤسسة للضريبة ووجود تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة	16.1
93	توضيح بياني لتكلفة التمويل حسب نظرية التسلسل الهرمي لمصادر التمويل	17.1
103	الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال	18.1

قائمة الملاحق

الرقم	العنوان
1	جدول توزيع (Student)
2	جدول توزيع (Fisher)
3	ميزانية الأصول لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2010
4	ميزانية الخصوم لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2010
5	جدول حسابات النتائج لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2010
6	ميزانية الأصول لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2011
7	ميزانية الخصوم لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2011
8	جدول حسابات النتائج لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2011
9	ميزانية الأصول لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2012
10	ميزانية الخصوم لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2012
11	جدول حسابات النتائج لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2012
12	ميزانية الأصول لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2013
13	ميزانية الخصوم لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2013
14	جدول حسابات النتائج لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2013
15	ميزانية الأصول لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2014
16	ميزانية الخصوم لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2014
17	جدول حسابات النتائج لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2014
18	ميزانية الأصول لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2015
19	ميزانية الخصوم لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2015
20	جدول حسابات النتائج لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2015
21	ميزانية الأصول لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2016
22	ميزانية الخصوم لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2016
23	جدول حسابات النتائج لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2016
24	ميزانية الأصول لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2017
25	ميزانية الخصوم لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2017
26	جدول حسابات النتائج لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2017
27	ميزانية الأصول لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2018
28	ميزانية الخصوم لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2018

جدول حسابات النتائج لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2018	29
ميزانية الأصول لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2019	30
ميزانية الخصوم لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2019	31
جدول حسابات النتائج لمجمع صيدال (Saidal) لسنة 2019	32

قائمة الرموز والمختصرات

الرمز	الدلالة
ΣA	اجمالي الاصول
ΣD	اجمالي الخصوم
β	معامل الخطأ المعياري
A	
ANC	الأصل المحاسبي الصافي
ANCC	الأصل المحاسبي الصافي المصحح
B	
B_i	الربح الذي يتوقع ان تفرزه المؤسسة
B	ربح السهم
C	
CB	الرسملة البورصية
CPNE	الأموال الدائمة للاستغلال
CPPA	الأموال الخاصة للسهم الواحد
CFROI	معدل التدفق النقدي العائد على الاستثمار
CFORI	التدفق النقدي المتولد عن الاستثمار
COSOB	الموقع الإلكتروني للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها
D	
D	الديون
DP	قيمة التوزيع الثابت للسهم
DCT	الديون قصيرة الاجل
DLT	الديون طويلة الاجل
DT	اجمالي الديون

حجم السيولة DIS

التدفق النقدي المتاح DCF

E

الفائض الإجمالي للاستغلال EBE

القيمة الاقتصادية المضافة EVA

F

التدفقات النقدية لأصل المالي Fi

G

فائض القيمة GW

I

راس المال المستثمر IC

معدل الفائدة على الديون i

K

التكلفة الوسطية المرجحة للأموال K

تكلفة القرض Kd

تكلفة السهم الممتاز Kp

M

المبلغ المحاسبي للأموال الخاصة MCCP

القيمة السوقية المضافة MVA

مودكلياني وميلر M&M

P

صافي الربح P

مضاعف الربحية PER

R

العائد على الاستثمار	ROIC
معدل تكلفة الاموال	ri
المتوسط المرجح لمعدل تكلفة الاموال	r
المردودية الاقتصادية	RE
المردودية المالية	RF
المخاطر التشغيلية	RISQ

T

معدل الضرائب على الارباح	T
العائد الكلي للمساهم	TRS

V

قيمة المؤسسة	VE
قيمة الاستثمار المبدئي	V ₀
القيمة السوقية لمؤسسة غير مقترضة	VN
القيمة الحالية لتكلفة الوكالة	VACA
القيمة الحالية لتكلفة الافلاس	VACF
القيمة الجوهرية	VS _B
قيمة المردودية	VR
القيمة الحالية الصافية	VAN

W

الوزن النسبي	W _i
التكلفة الوسطية المرجحة لرس المال	WACC

مقدمة

المؤسسة هي كيان اعتباري لها العديد من القرارات الاستراتيجية والمالية التي تساهم في تحديد قيمتها بما يتطابق مع الأهداف المسطرة والمرجوة، ومن هذه القرارات التي لها أهمية كبيرة في الإدارة المالية هي كيفية الحصول على هيكل تمويلي أمثل من مصدري الديون والأموال الخاصة.

فالإدارة المالية اختلفت أهدافها بين الماضي والحاضر وأصبح الهدف الرئيسي هو تعظيم قيمة المؤسسة الاقتصادية، كونها أسلوب من الأساليب الذي يسمح للمساهمين من معرفة مدى كفاءة ادارة المؤسسة.

فالمؤسسة باعتبار ان لها استقلالية في اتخاذ قراراتها المتعلقة بالجانب التمويلي للأنشطة الإنتاجية والتشغيلية، لابد ان تأخذ بعين الاعتبار عدة عوامل والمتمثلة في العائد والمخاطرة، فلهذا لابد ان يكون تعظيم العائد عند اقل درجة مخاطرة.

وما يزال الخلاف بين الباحثين حول تأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة، فهناك من رفض فكرة وجود أي تأثير لهذه المصادر التمويلية على القيمة السوقية للمؤسسة وربحيتها أي عدم وجود هيكل مالي أمثل، وهناك من ايد فكرة ان للهيكل المالي تأثير على القيمة السوقية للمؤسسة، ولهذا ارتأينا القيام بهذه الدراسة بغية الوصول الى نتائج توضح وتفسر طبيعة العلاقة بينهما.

إشكالية البحث

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

ما مدى تأثير الهيكل المالي على القيمة السوقية لمجمع صيدال خلال الفترة (2010-2019)؟

وعلى ضوء هذه الإشكالية الرئيسية تندرج مجموعة من الأسئلة الفرعية نوضحها في التالي:

➤ فيما يتمثل الهيكل المالي، وماهي اهم العوامل المؤثرة فيه؟

➤ كيف تتم عملية تحديد قيمة المؤسسة الاقتصادية؟

➤ ما هي اهم النظريات المفسرة للعلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة الاقتصادية؟

➤ هل يفسر الهيكل المالي التغيرات التي تحصل في قيمة مجمع صيدال؟

1. فرضيات الدراسة

من اجل تحليل إشكالية الدراسة سوف نقوم بصياغة الفرضيات التالية:

➤ توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الديون طويلة الاجل وقيمة مجمع صيدال؛

➤ توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الديون الاجمالية وقيمة مجمع صيدال؛

➤ توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الديون قصيرة الاجل وقيمة مجمع صيدال.

II. اهداف الدراسة

يهدف هذا المبحث العلمي الى تحقيق جملة من الأهداف:

- تحديد مختلف المفاهيم المتعلقة بالهيكل المالي وبيان أهميته في المؤسسة الاقتصادية؛
- التعرف على اهم المصادر التمويلية في المؤسسة، وكيفية المزج بينهما؛
- التعرف على ماهية قيمة المؤسسة، والطرق المعتمدة في عملية التقييم؛
- التعرف على مختلف وجهات النظر فيما يتعلق بأثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة وتحليلها؛
- اختبار العلاقة التي تربط الهيكل المالي بقيمة المؤسسة، اعتمادا على دراسة ميدانية لمجمع صيدال خلال فترة زمنية معينة.

III. المنهج المتبع والأدوات المستخدمة

من اجل تحقيق اهداف الدراسة والوصول الى النتائج المرجوة، تم الاعتماد على المناهج التالية:

✓ **المنهج الوصفي:** تم الاعتماد هذا المنهج في الجانب النظري من خلال تقديم الإطار المفاهيمي للهيكل المالي وتوضيح مختلف مكونات هذا الهيكل والعوامل المؤثرة فيه، والتعرف على اهم النظريات المفسرة لأثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة؛

✓ **المنهج التحليلي:** وتم استخدامه في تفسير العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة؛

✓ **المنهج التاريخي:** تم استخدام هذا المنهج لدراسة تأثير الهيكل المالي على القيمة المدرجة لمجمع صيدال، وقد تم عرض التطور التاريخي لمجمع صيدال واهم فروعها، وكذلك المنهج الاحصائي التحليلي من خلال دراسة العلاقة الإحصائية الموجودة بين المتغير التابع والمتغير المستقل وتحليل نتائجها.

فيما يتعلق بجمع مصادر المعلومات في الدراسة تم استخدام العديد من الأدوات منها: الكتب، المقالات، المذكرات، المجالات، رسائل الدكتوراه، بالإضافة الى الوثائق الخاصة المنشورة من قبل المواقع الإلكترونية التالية:

- [File: ///c : /users/ pc/ Pictures/لمحة عن مجمع صيدال الصناعية للأدوية/Html](File:///c:/users/pc/Pictures/لمحة%20عن%20مجمع%20صيدال%20الصناعية%20للأدوية/Html)
- [proc dz. Blog post. Com/ 2016/ 07 blog post. Html](http://proc.dz.Blog.post.Com/2016/07/blog.post.Html)
- <http://www.cosob.org/etas-financiers-des-emetteurss>

اما عن البرنامج الاحصائي المستخدم في معالجة البيانات وتحليلها فاعتمدنا على برنامج (Eviews10).

IV. أهمية الدراسة

تتمحور أهمية الدراسة في ارتباطها بالهدف الحديث للمؤسسة الاقتصادية والتي جاءت به النظريات المالية الحديثة والمتمثل في تعظيم قيمة المؤسسة، إضافة الى أبرز مكونات الهيكل المالي من اجل الحصول على التوليفة المثلى للمؤسسة، والاشارة الى العلاقة الذي تجمع الهيكل المالي بقيمة المؤسسة والتي تنعكس على مختلف القرارات التي يتخذها المدير المالي من اجل الرفع من قيمة هذه المؤسسة.

V. أسباب اختيار الموضوع

تم اختيار هذا الموضوع استنادا الى عدة اعتبارات أهمها مايلي:

- طبيعة التخصص والرغبة في معالجة هذا النوع من المواضيع؛
- الرغبة في معرفة كيفية اختيار المؤسسة لهيكل مالي أمثل يضمن بناءها وسيرورتها؛
- يعتبر مشكل التمويل من اهم المواضيع الذي اهتمت به الإدارة المالية وعالجته من خلال مجموعة من النظريات المفسرة.

VI. حدود الدراسة

تتمثل حدود الدراسة في الحدود الموضوعية، الحدود المكانية والزمانية وهي كمايلي:

- ✓ **الحدود الموضوعية:** تسعى هذه الدراسة الى توضيح أثر الهيكل المالي على قيمة مجمع صيدال.
- ✓ **الحدود المكانية:** تم تطبيق الدراسة على مؤسسة اقتصادية عمومية جزائرية مدرجة في بورصة الجزائر، والمتمثلة في مجمع صيدال (Saidal).
- ✓ **الحدود الزمانية:** درس تأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة المدرجة في بورصة الجزائر من خلال الفترة الممتدة من 2010 الى 2019.

VII. الدراسات السابقة

من اهم الدراسات التي كانت متقاربة لموضوع دراستنا نجد:

- دراسة زغيب مليكة (2009)، مجلة العلوم الإنسانية بحوث اقتصادية، تحت عنوان: "علاقة الهيكل المالي بالقيمة السوقية للمنشأة خلال النظرية المالية -دراسة نظرية تحليلية"، وأجريت هذه الدراسة على مجمع صيدال ولخصت العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المنشأة في حالة الأسواق الكاملة وغير كاملة لراس المال.

- دراسة علي بن الضب (2009)، أطروحة دكتوراه، الدراسة عبارة عن رسالة ماجستير بعنوان " دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة"، وأجريت هذه الدراسة على 60 شركة مدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة 2006-2008، ولخصت هذه الدراسة ان للهيكل المالي تأثير على قيمة المؤسسة غير انه يفسر القيمة اقل من سياسة توزيع الأرباح.
- دراسة نبيلة سهيلية، جبار بوكثير (2017)، مجلة ميلاف للأبحاث، بعنوان " عناصر الهيكل المالي وأثرها على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية"، وأجريت هذه الدراسة على مجمع صيدال في الفترة الممتدة من 1999 الى غاية 2014، وتهدف هذه الدراسة الى توضيح اثر الهيكل المالي على القيمة السوقية (السعر السوقي للسهم)، وتوصلت هذه الدراسة الى ان الهيكل المالي يدخل في تفسير التغيرات التي تطرا على السعر السوقي لسهم مجمع صيدال بنسبة %40.09، إضافة الى وجود علاقة عكسية بين اجمالي الديون الى الأموال الخاصة والسعر السوقي لسهم المجمع.
- دراسة عبد الكريم بوحادرة (2012)، مذكرة ماجستير بعنوان " أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة: دور سياسة توزيع الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم"، هدفت هذه الدراسة الى ذكر اهم البنود التي يتكون منها الهيكل المالي، كما ركزت على الأرباح المحتجزة وسياسة التوزيع وإبراز دورها في التأثير على القيمة السوقية للسهم، وشملت دراسة 6 مؤسسات جزائرية واجنبية وجاءت الدراسة بحوصلة ان العلاقة الرابطة بين سياسة التوزيعات و السعر السوقي للسهم قوية في مجملها رغم الاختلاف في التوزيع والاحتجاز واثر كل منها على قيمة السهم.
- دراسة (2010) Anup chowdhury, Sumanpaul chowdhury، مذكرة ماجستير، تحت عنوان "Impact of Capital structure on Firms Value" اختبرت هذه الدراسة أثر الهيكل على قيمة الأسهم المعبر عنها بسعر السهم السوقي والمتغيرات المستقلة المقاس براس المال، الملكية العامة في هيكل راس المال مقاس بنسبة الديون طويلة الاجل الى اجمالي الديون، توصلت هذه الدراسة الى وجود ارتباط إيجابي قوي عند مستويات مختلفة حسب الصناعة، فتعظيم ثروة حمل الأسهم يتطلب مزيج مثالي من الديون والأسهم اما تكلفة راس المال فلها علاقة عكسية في هذا، أي يجب ان تكون في حدها الأدنى، فيمكن القول ان التغيير في هيكل راس مال المؤسسة يمكنه ان يزيد من قيمتها في السوق.

.VIII هيكـل الدراسة

من اجل بلوغ اهداف الدراسة تم تقسيم هذا البحث الى أربعة فصول حيث تم تخصيص ثلاث فصول نظرية والفصل الرابع للجانب التطبيقي.

فيما يتعلق بالفصل الأول تحت عنوان "تحليل الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية" وتم تجزئته الى مبحثين، المبحث الأول عالجا فيه مفاهيم متعلقة بالهيكل المالي والعوامل المؤثرة فيه، اما البحث الثاني فتعرفنا على تكلفة التمويل وكيفية تقديرها.

اما فيما يخص الفصل الثاني كان بعنوان "اساسيات حول قيمة المؤسسة" وتم تقسيمه الى مبحثين، المبحث الأول تطرقنا فيه الى ماهية قيمة المؤسسة ومختلف أنواعها والجوانب المتنوعة في تحديد القيمة، والمبحث الثاني فخصناه لطرق تحديد القيمة.

الفصل الثالث الذي عنوانه ب " النظريات المفسرة لأثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة" والمقسم الى ثلاث مباحث، المبحث الأول عالجا فيه النظريات المفسرة لأثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة في ظل كمال الأسواق، اما المبحث الثاني فيتحدث عن النظريات المفسرة لأثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة في ظل عدم كمال الأسواق، والمبحث الثالث تطرقنا فيه الى النظريات المفسرة لأثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة في ظل التيارات الحديثة.

اما الفصل الرابع بعنوان " أثر الهيكل المالي على قيمة مجمع صيدال " Groupe Saidal " وتم تقسيمه الى مبحثين، المبحث الأول من خلاله قمنا بالتعريف بهذا المجمع ومراحل تطوره إضافة الى ذكر اهم فروعها، وفي المبحث الثاني قمنا بتقديم نتائج الدراسة وتفسير وتحليل هذه النتائج.

.IX صعوبات الدراسة

➤ فرض الحجر الجزئي وصعوبة الحصول على المراجع نظرا لتفشي مرض (Covide19) الذي شهده العالم؛

➤ ضيق الفترة الزمنية لإعداد الدراسة.

الفصل الأول: تحليل الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية

تمهيد

المبحث الأول: الإطار المفاهيمي للهيكل المالي

المبحث الثاني: تكلفة تمويل الهيكل المالي

خلاصة

تمهيد:

تسعى المؤسسة في ظل العوامل البيئية المهددة لها سواء كانت هذه العوامل داخلية او خارجية الي الحفاظ على وجودها وبقائها وضمنان نموها وتطورها من خلال اختيار هيكل مالي أمثل ومتوازن يساعد المؤسسة على الوقوف كجبهة صامدة قادرة على مواجهة هذه العوامل، وقد تطرقنا في هذا الفصل الي مفهوم الهيكل المالي ومكوناته، إضافة الي العوامل المؤثرة فيه مع الاخذ بعين الاعتبار تكلفة هذه المكونات كمصدر تمويلي للمؤسسة.

ولهذا تم تقسيم هذا الفصل الي مبحثين، في المبحث الأول عالجنا فيه الإطار التأسيسي للهيكل المالي، اما المبحث الثاني فتناولنا تكلفة التمويل التي يمكن ان تتحملها المؤسسة.

المبحث الأول: الإطار المفاهيمي للهيكل المالي

يعتبر الهيكل المالي عمود أي مؤسسة اقتصادية مهما كانت طبيعة نشاطها ونوعها، فهو يساهم بشكل كبير وملحوظ في ضمان نموها وتطورها، وهذا ما ينعكس على استمراريتها واستقرارها كمؤسسة قائمة متمتعة باستقلاليتها، حيث سنتطرق في هذا المبحث الي مفهوم هذا الأخير وتبيان أهمية ومكوناته بالإضافة الي العوامل المؤثرة فيه.

المطلب الأول: مفهوم الهيكل المالي

يعتبر الهيكل المالي في ظل توافر مجموعة من البدائل التمويلية، من أولويات المؤسسة واهم الجوانب التي تهتم بها لضمان استمراريتها وسيورتها وعدم تعرضها للإفلاس.

أولاً: تعريف الهيكل المالي

تنوعت التعاريف المتعلقة بالهيكل المالي رغم المامها لنفس المضمون نذكر منها:

يعرف الهيكل المالي للمؤسسة بانه: " هيكل مصادر التمويل او جانب الخصوم وحقوق الملكية من الميزانية العمومية (1)".

ويعرف أيضا على انه: " كل مصادر التمويل طويلة الاجل ومصادر التمويل قصيرة الاجل، وهو ما يعرف محاسبيا بالخصوم او المطلوبات بالميزانية العامة، والتي تمثل مجموع الالتزامات التي تترتب عن المؤسسة مقابل الحصول على مجموع الأصول (2)".

كما يقصد به: " جميع اشكال وأنواع التمويل سواء ملكية او اقتراض وأيضا سؤاء من مصادر قصيرة الاجل او طويلة الاجل، ويقع على عاتق المدير المالي مسؤولية الاختيار السليم للمصدر التمويلي المناسب في ضوء العائد المطلوب والخطر الممكن قبوله (3)".

من خلال التعاريف السابقة يمكن القول ان:

الهيكل المالي هو عبارة عن مجموع مصادر التمويل المتعددة، اختارتها المؤسسة لتغطية احتياجاتها المالية ويقع في الجانب الايسر من الميزانية.

(1) عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة العربية، دار البازوري للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص 349.

(2) خالد الراوي واخرون، نظرية التمويل الدولي، الطبعة الثانية، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، 2002، ص 17.

(3) عبد الغفار الحنفي ورسمية زكي قرياقص، اساسيات الاستثمار الرأسمالي وتقويم الأداء، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2013، ص 165.

ثانيا: أهمية الهيكل المالي

تلجأ المؤسسات عند الحاجة الي مصادر التمويل لسد حاجاتها سواء من عجز في الصندوق لتسديد الالتزامات له وكذا التمويل عمليات الاستثمار والاستغلال، ومن هذا المنطق تكمن أهمية الهيكل المالي فيما يلي (1):

- تحرير الاموال او الموارد المالية المجمدة سواء داخل المؤسسة او خارجه؛
- يساعد على انجاز مشاريع معطلة واخري جديدة والتي بها يزيد الدخل الوطني؛
- يساهم في تحقيق اهداف المؤسسة من اجل اقتناء او استبدال المعدات؛
- يعتبر التمويل كوسيلة سريعة تستخدمها المؤسسة للخروج من حالة العجز الحالي؛
- يساهم في ربط الهيئات والمؤسسات المالية والتمويل الدولي؛
- المحافظة على سيولة المؤسسة وحمايتها من خطر الافلاس والتصفية (يقصد بالسيولة توفير الأموال السائلة لسد حاجات المؤسسة).

المطلب الثاني: مكونات الهيكل المالي

تحتاج أي مؤسسة مهما كانت طبيعة وظيفتها الى التمويل اللازم لقيام نشاطها او عملياتها الاستغلالية، الاستثمارية وبالتالي فمصادر التمويل تكتسي طابع مهم في المؤسسة الاقتصادية، وستتطرق في هذا في هذا الصدد الي مصادر التمويل الطويلة والمتوسطة الاجل، ومصادر تمويل قصيرة الاجل بالاعتماد على العنصر الزمني في تقسيم هذه المصادر التمويلية.

أولاً: مصادر التمويل الطويلة والمتوسطة الاجل

وهي تلك التي مدتها أكثر من سنة وتستخدم في الاستثمارات الطويلة والمتوسطة الاجل وتنقسم الي نوعين:

1- مصادر التمويل الداخلية

وهي تلك المصادر التي تعتمد على عناصر التمويل من داخل المؤسسة نفسها ويمكن تصنيفها الي مايلي:

1-1 التمويل الذاتي:

يعتبر من اهم مصادر التمويل الداخلية التي تلعب دورا مهما في تنمية المؤسسة.

(1) معراج الهواري وحاج السعيد عمر، التمويل التأجيري (المفاهيم والأسس)، الطبعة الاولى، دار كنوز المعرفة العلمية، عمان، 2013، ص 16.

أ- تعريف التمويل الذاتي

يعتبر المصدر الوحيد المتولد من العمليات الإنتاجية، وبذلك فهو يساهم بشكل كبير في نمو وتطور المؤسسة لأنه من جهة يضمن تجديد وسائل الإنتاج، ومن جهة أخرى فهو يضمن التمويل الجزئي أو الكلي لتوسعات المؤسسة، وعليه فهو يحافظ على استمرارية المؤسسة (1).

ب- مزايا وعيوب التمويل الذاتي

تتمثل مزايا وعيوب التمويل الذاتي فيما يلي (2):

المزايا: وتتمثل في:

- يضمن الاستقلالية المالية للمؤسسة ويعمل على رفعه؛

- ينمي الأموال الخاصة؛

- يسمح بتمويل المشاريع ذات المخاطرة؛

- يؤدي الي تخفيض الاستدانة.

العيوب: نذكر أهمها:

- قد يكون لها تأثير سلبي على قيمة المؤسسة في حالة عدم توزيع العوائد؛

- حجم التمويل عادة لا يكفي لتغطية كل حاجيات التمويل (3).

ج- مكونات التمويل الذاتي

يتكون التمويل الذاتي من العناصر التالية:

➤ الأرباح المحتجزة:

تمثل الأرباح المحتجزة أحد المصادر الهامة التي تلجا إليها المؤسسة لتغطية احتياجاتها الطويلة الاجل، وهي تمثل الرصيد التراكمي لذلك الجزء من الأرباح السنوية التي لم يتم توزيعها على ملاك المؤسسة او لم تضعه كاحتياجات، وتستخدم المؤسسة الأرباح المحتجزة لتمويل عمليات النمو والتوسع في الأنشطة، كما

(1) مليكة زغيب، ميلود بوشنقير، التسيير المالي (حسب البرنامج الرسمي الجديد)، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010، ص 194.

(2) علي بن الضب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2009، ص 65.

(3) حسن محمد القاضي، الإدارة المالية العامة، الأكاديميون للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2014، ص 273.

تستخدم لإجراء أي توزيعات على المساهمين في الأحوال التي لا يتم فيها تحقيق أرباح كما تعمل كذلك على تقوية ودعم المركز المالي للمؤسسة (1).

وتتقسم الي (2):

- **الاحتياطي النظامي:** ويتم انشاء هذا الاحتياطي طبقا للنظام الأساسي للمؤسسة إذا اشترط تجنيب نسبة معينة من الأرباح السنوية؛

- **الاحتياطيات الأخرى:** ينص القانون في المؤسسات على انه يمكن للجمعية العامة عند تحديد نصيب الأسهم في الأرباح الصافية، ان تقرر تكوين احتياطيات اخري بالقدر الذي يمكنها من الازدهار والتقدم؛

- **الأرباح المرححة او المستبقاة:** في حالة تبقي مبلغ من عملية توزيعات الأرباح السنوية قد يقترح مجلس الإدارة ترحيله الي سنة تالية وهو ما يطلق عليه الأرباح المستبقاة.

➤ **الاهتلاكات:**

تعرف على انها " تلك المبالغ السنوية المخصصة لتعويض النقص التدريجي الذي يحدث بصورة فعلية او معنوية على عناصر الاستثمارات التي تتدهور قيمتها مع مرور الزمن (3)".

والاهتلاك يمثل طريقة لتجديد الاستثمارات عند نهاية عمرها الإنتاجي حيث يمكن النظر اليه من عدة جوانب نذكر منها:

- **اقتصاديا:** الاهتلاك عبارة عن توزيع تكلفة شراء الأصل الثابت، أي الفرق بين تكلفة الشراء والايراد المتوقع لبيع هذا الأصل في نهاية العمر الإنتاجي له؛

- **محاسبيا:** يهدف الاهتلاك الي قياس قيمة الأصل الثابت في أي مرحلة من مراحل حياته؛

- **ماليا:** الاهتلاك هو عملية تمكن المؤسسة من استبدال وتجديد أصولها الثابتة، لذلك تعتبر مصدر من مصادر التمويل الذاتي للمؤسسة.

وطرق الاهتلاك الأكثر استخداما هي (4):

- **الاهتلاك الخطي** ويسمي أيضا بالاهتلاك الثابت؛

- **الاهتلاك المتناقص؛**

(1) عاطف وليم اندراوس، **التمويل والإدارة المالية للمؤسسات**، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2008، ص 378-379.

(2) سمير محمد عبد العزيز، **التمويل واصلاح خلل الهياكل المالية**، مكتبة الاشعاع للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، 1997، ص 56-57.

(3) احمد بوراس، **تمويل المنشآت الاقتصادية**، دار العلوم للنشر والتوزيع، الجزائر، 2008، ص 28-29.

(4) هوام جمعة، **تقنيات المحاسبة المعقدة**، الطبعة الثالثة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2007، ص 56-60.

- الاهتلاك التصاعد.

➤ المؤونات والمخصصات:

تعرف على انها " مكون مالي من أموال المؤسسة يحتجز لغرض مواجهة خسائر محتملة او أعباء ممكنة الحدوث في المستقبل، حيث تبقى مجمدة داخل المؤسسة الي حين تحقق الخطر او العبء الذي كونت من اجله هذه المؤونات، او زوال الخطر المحتمل لذلك ونميز عدة أنواع منها المؤونة القانونية (تدني قيمة الأصول)، مؤونة الاخطار والتكاليف (1)".

2- مصادر التمويل الخارجية

هي تلك الأموال التي تحصل عليها المؤسسة من مصادرها الخارجية بموجب شروط وإجراءات لا بد من تنفيذها وتتمثل في:

2-1- أموال الملكية

تعد أموال الملكية بالنسبة للمؤسسات أحد المصادر المعتمد عليها للحصول على السيولة اللازمة لها وتتمثل في:

1- الأسهم (stocks)

يشير مصطلح " السهم " الي حصة معينة في ملكية المؤسسة، ويعتبر من وسائل التمويل الطويلة الاجل واكثرها شيوعا واستخداما.

وهناك نوعين من الأسهم سنتطرق لهما كما يلي:

1-1- أسهم عادية (Common shares)

1- تعريف السهم العادي:

يعرف السهم العادي بانه " أداة ملكية نو صفة قابلة للتداول تعطي الحق لحاملها نمة لجهة المصدرة له، الحصول على عوائد غير ثابتة بجانب حصة برأسمال المؤسسة، والمثبتة بشهادة السهم (2)".

كما يقصد به " حصة في ملكية المؤسسة يحق لصاحبها الحصول على الأرباح بعد تسديد الالتزامات اتجاه الآخرين، كما يحق له حضور اجتماعات الجمعية العمومية والتصويت، وكل سهم يمثل صوتا واحدا (3)".

(1) احمد بوراس، مرجع سبق ذكره، ص 30.

(2) أرشد فؤاد التميمي، أسامة غربي سلام، الاستثمار بالإدارة المالية (تحليل وإدارة)، الطبعة الاولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2004، ص30.

(3) عبد الوهاب يوسف احمد، التمويل وإدارة المؤسسات المالية، الطبعة الاولى، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص 82.

من خلال التعاريف التعريفين السابقين يمكن القول ان:

السهم العادي هو عبارة عن أداة ملكية ويعطي لحامله مجموعة من الحقوق مقابل مجموعة من الالتزامات.

ب- قيم الأسهم العادية

يتخذ السهم العادي أربع قيم مختلفة تتغير بتغير ظروف المؤسسة والأحوال الاقتصادية الأخرى في السوق وهي كالتالي:

- **القيمة الاسمية (Par value):** وهي القيمة المكتتب بها للسهم في العقد التأسيسي للمؤسسة، ويتم على أساسها توزيع نسبة من الأرباح الصافية التي حققتها؛

- **القيمة الدفترية او القيمة المحاسبية (Book or Account value):** وهي تعادل قيمة السهم عند التصفية وتحسب مقدار الأموال الخاصة مقسوما على عدد الأسهم العادية المصدرة، وبالتالي فان القيمة الدفترية تتأثر بزيادة عدد الأسهم المصدرة أي بزيادة راس المال، ولهذا تعتبر القيمة الدفترية القيمة الحقيقية للأسهم؛

- **القيمة السوقية (Market value):** "وهي القيمة التي تحدد نتيجة التعامل في سوق الأوراق المالية، وتتميز هذه القيمة بانها تحدد من خلال مشاركة عدة أطراف تختلف في أهدافها، وتعبّر هذه القيمة عن سعر التداول للسهم في السوق التي تعتمد على عوامل متعددة أهمها الظروف الاقتصادية، حجم العرض والطلب، وتوقعات المحللين الماليين، والمركز المالي للمؤسسة ومقدار الأرباح المحققة والمبلغ الموزع منها (1)؛

- **القيمة الحقيقية (Intrinsic value):** عرفت على انها " القيمة العادلة او المعقولة او القيمة التي تبررها الحقائق المتمثلة في الموجودات والأرباح وريحية السهم الواحد وتوزيعات الأرباح، وتتبؤات النمو المستقبلية (2)".

ج- امتيازات الأسهم العادية

توجد عدة امتيازات تتمثل في (3):

- **حق التصويت:** يحق لكل حامل سهم عادي في حضور اجتماع الجمعية العامة التأسيسية والتصويت او التوكيل أي شخص ينوب عنه في حضور الاجتماعات والتصويت، وبالتالي يمكن لحملة الأسهم العادية التأثير على إدارة المؤسسة عن طريق التصويت وانتخاب مجلس الإدارة، ويحق الموافقة او الرفض لأي اقتراحات يقدمها مجلس الإدارة؛

- **الحق في الأرباح الموزعة:** يحق لكل مساهم الحصول على حصة من الأرباح الموزعة ويكون توزيع الأرباح لحملة الأسهم العادية بعد توزيعها على حملة الأسهم المفضلة والالتزامات الأخرى؛

(1) فضيلة زواوي، تمويل المؤسسة الاقتصادية وفق الميكانيزمات الجديدة في الجزائر، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة احمد بوقرة، بومرداس، 2008-2009، ص 46.

(2) إبراهيم يعقوب إسماعيل، هلال يوسف احمد، إمكانية تطبيق نماذج القيمة العادلة في قياس القيمة الحقيقية للأسهم العادية، مجلة العلوم الاقتصادية، المجلد 17، العدد 02، جامعة السودان، 2016، ص 7.

(3) عبد الوهاب يوسف احمد، مرجع سبق ذكره، ص 83-84.

- المشاركة في أصول المؤسسة عند التصفية: في حالة افلاس يتم تسديد الالتزامات اتجاه حملة المستندات والدائنين وحملة الأسهم الممتازة (المفضلة)، وما تبقى يوزع على حملة الأسهم العادية كل حسب عدد الأسهم التي يملكها؛

- حق البيع والشراء: يحق لحملة الأسهم العادية بيع وشراء المزيد من الأسهم، كما يجوز لهم المطالبة بأولوية في حالة اصدار أسهم جديدة.

د- مزايا وعيوب التمويل بالأسهم العادية

ويمكن ايجازها فيما يلي (1):

المزايا: نذكر اهمهما:

- سهولة بيع وشراء الأسهم؛

- ليس للسهم تاريخ استحقاق، وبالتالي لا يتم تخصيص مبالغ مالية لتسديدها؛

- لا تلتزم بتوزيع أرباح سنوية على المساهمين إذا كانت حاجة ضرورية لاحتجازها أو إذا ما حققت خسارة في سنة من السنوات؛

- تستطيع الحصول على علاوة اصدار (ضمنية) وهي القيمة الزائدة عن القيمة الاسمية إذا أصدرت أسهم جديدة.

العيوب: توجد العديد من العيوب أهمها:

- كلفة اصدار السهم العادي اعلي من كلفة اصدار السندات؛

- الأرباح الموزعة على المساهمين لا تعتبر نفقة وبالتالي لا يجوز خصمها من الضريبة التي تدفع للحكومة؛

- قد تتعرض لما يسمى "بالسيطرة المعادية" من شركات اخري، وذلك بسبب التبادل اليومي والسريع للأسهم، مما يؤدي الي خضوعها لسيطرة أو ضغوط شركة اخرى.

1-2- الأسهم الممتازة (Preferred shares)

ا- تعريف الأسهم الممتازة:

يعرف السهم الممتاز بانه " ورقة مالية هجينة تجمع بين سمات الأسهم العادية والسندات ولها قيمة اسمية، قيمة دفترية وقيمة سوقية (2)".

(1) علي عباس، الإدارة المالية، دار الاثراء للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص 278-279.

(2) دريد كامل ال شبيب، الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الاولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2012، ص 204.

ويعرف أيضا انه " إحدى مصادر التمويل طويلة الاجل وتعد من عناصر حقوق الملكية ولا تلتزم الجهة المصدرة بتاريخ محدد لرد قيمتها (1)".

من خلال التعريفين السابقين يمكن القول ان:

الأسهم الممتازة أداة مالية تجمع بين صفات الملكية والمديونية وتعطي لحاملها الأولوية في الحصول على الأرباح المحتجزة.

ب- أنواع الأسهم الممتازة

وتظهر هذه الأنواع فيما يلي (2):

- أسهم ممتازة مجمعة الأرباح او غير مجمعة الأرباح: وتعني الأسهم الممتازة المجمعة الأرباح ان عدم كفاية الأرباح في سنة ما لا يؤدي الي سقوط حق حملة الأسهم الممتازة في الحصول على نصيبهم من الأرباح، وانما ترحل وتجمع مع المستحق في سنة؛

اما الأسهم الممتازة غير مجمعة الأرباح فتعني عدم كفاية الأرباح لإجراء التوزيعات المستحقة على حملة الأسهم الممتازة، يؤدي الي سقوط حقهم في المطالبة بها؛

- الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح وغير المشاركة في الأرباح: فالأسهم المشاركة في الأرباح تتميز عادة بتحديد حد ادني بمعدل معين لأرباحها السنوية؛

بينما الأسهم الممتازة غير المشاركة في الأرباح تستحق توزيعات أرباح سنوية ثابتة بصرف النظر عن الأرباح التي حققتها المؤسسة؛

- الأسهم القابلة للاستدعاء: ان تستدعي الأسهم الممتازة التي سبق وان أصدرت عن طريق مبلغ يفوق

قيمتها الاسمية، وهذا طبقا لما يتضمنه عقد التأسيس (3)؛

- أسهم ممتازة قابلة للتحويل الي أسهم عادية او غير قابلة للتحويل: أحيانا تعطي الأسهم الممتازة حق التحويل الي أسهم عادية وفقا للأوضاع المقدره في نشاط الاكتتاب.

(1) دريد كامل ال شبيب، مبادئ الإدارة المالية، الطبعة الاولى، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، 2006، ص 107.

(2) طارق عبد العال حماد، دليل التعامل في البورصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007، ص 13-18.

(3) سميرة لطرش، كفاءة سوق راس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة منثوري، قسنطينة، 2009-

ج- مزايا وعيوب الأسهم الممتازة

وتتمحور في التالي (1):

المزايا: وتتمثل في:

- اصدار الأسهم لا يؤثر على السيطرة في المنظمة وذلك بانعدام حقها في التصويت؛
- لا تحمل موعد استحقاق محدد؛
- لا تحتاج المؤسسة الي رهن أصولها عند اصدار أسهم ممتازة.

العيوب: ويمكن ذكرها كالتالي:

- التزام المؤسسة بدفع أرباح محدودة سنوية إذا حققت الشركة أرباحا لم تحدد؛
- تعتبر تكلفة اصدار الأسهم الممتازة أكبر من تكلفة اصدار السندات؛
- التوزيعات الخاصة بالأسهم الممتازة لا تمنح أي وفر ضريبي (2).

2-2-الأموال المقترضة

يمكن الحصول على هذه الأموال بالاعتماد على اصدار السندات او القروض المصرفية الطويلة الاجل

والمتوسطة الاجل، وتتمثل في:

1- السندات (Bonds)

1- تعريف السندات:

تمثل السندات " صكوك قابلة للتداول يعتبر حاملها دائئا في مواجهة المؤسسة المصدرة، وله الحق في الحصول على دخل ثابت يدفع سنويا او كل نصف سنة دون النظر للدخل الذي تحققه المؤسسة وذلك الي جانب إعادة سداد أصل السندات (3)".

وتعرف كذلك " هي عبارة عن نوع من القروض الطويلة الاجل التي تنقسم الي عدة أجزاء متساوية القيمة يسمى كل منها سند (4)".

(1) عبد الوهاب يوسف، مرجع سبق ذكره، ص 85.

(2) طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، ص 14.

(3) عاطف وليم اندراوس، مرجع سبق ذكره، ص 380.

(4) محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، اساسيات ومبادئ الإدارة المالية، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2007، ص 256.

وهي أيضا " عبارة عن ورقة مالية ذات قيمة اسمية واحدة قابلة للتداول تصدرها المؤسسات المساهمة العامة وتطرحها للحصول على قرض تتعهد المؤسسة بسداد القرض وفوائده وفقا لشروط الإصدار⁽¹⁾."

من خلال التعاريف السابقة يمكن القول بان "السند":

عبارة عن أداة مديونية طويلة الاجل تصدره المؤسسة بهدف الحصول على السيولة اللازمة، ويمنح لحامله الحق في الحصول على القيمة الاسمية للسند في تاريخ الاستحقاق.

ب- قيم السندات

ويمكن ذكرها في التالي⁽²⁾:

- **القيمة الاسمية (Par value):** وتتمثل في سعر الإصدار والذي يكون مجددا وعادة ما تصدر السندات بنفس قيمتها الاسمية،

- **القيمة السوقية (Market value):** وهو السعر الذي يتداول به السند في السوق الحالي ارتفاعا او هبوطا بحسب تغير معدل الفائدة.

ج- خصائص السندات

تتميز السندات بمجموعة من الخصائص أهمها⁽³⁾:

- تعتبر السندات أداة دين وحق دائنية على الشركة المصدرة، اذ تلتزم بإطفاء قيمة السندات ودفع فوائدها في الفترات المحددة في وثيقة الإصدار؛

- السندات أداة دين استثمارية ثابتة الدخل؛

- السندات بها مدة إطفاء محددة في شروط إصدارها، ويتوجب على الجهة المصدرة تسديد قيمتها في التاريخ المنفق عليه سلفا،

- هي أداة قابلة للتداول وهناك إمكانية لتحقيق أرباح رأسمالية عند ارتفاع قيمة السند في السوق المالي.

د- أنواع السندات

الي جانب السندات العادية ظهرت عدة أنواع أخرى للسندات وهي:

(1) محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الاولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2005، ص 98.

(2) علي عباس، مرجع سبق ذكره، ص 271.

(3) دريد كامل ال شبيب، مبادئ الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 111.

- **السندات ذات معدل الفائدة العائم:** ظهر هذا النوع من السندات في السوق لأول مرة سنة 1976، واستحدثت في الثمانينات لمواجهة خطر التضخم والمشكل الذي تطرحه السندات تكمن في القيم الغير المحددة للكوبونات والتي ترتبط بتقديرات المعدل المستقبلي؛
- **سندات ذات الكوبون الصفري:** ويقصد بها ان حاملها لا يحصل على فوائد(كوبون)، وانما تحصل على خصم على القيمة الاسمية أي عند شرائها تكون قيمتها اقل من القيمة الاسمية، الا ان حاملها يخضع للضريبة على ذلك الفائض الذي يحصل عليه،
- **سندات الدخل:** هذا النوع من السندات يمنح لحاملها فوائد على الأرباح المحققة من طرف المؤسسة المصدرة لها وبشرط ان تكون الأرباح كافية لتغطية تلك الفوائد، اما إذا لم تحقق المؤسسة أرباحا فلا يحصل حاملها على أي شيء وهي أكثر خطورة من أنواع السندات الأخرى، لان حاملها في حالة عدم حصوله على أي شيء لا يؤدي الي تعرض المؤسسة الي الإفلاس او التصفية،
- **السندات المشاركة في الأرباح:** يمنح هذا النوع من السندات لحاملها حق المشاركة في أرباح المؤسسة وبذلك فهي تشبه الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح، إضافة الي حصول حاملها على فوائد دورية مشابهة للسندات العادية، وبالتالي فهي حافز للمستثمرين للاكتتاب فيها (1)؛
- **السندات القابلة للتحويل الي أسهم (Convertible bonds):** وهو سند يعطي لحامله الحق في التحول من صفة الدائن الي صفة المساهم في المؤسسة (2)؛
- **السندات القابلة للاستدعاء:** يحق للمؤسسة المصدرة لهذا النوع من السندات استدعاءها متي رات ضرورة في ذلك، في الحالة التي تنخفض فيها معدلات الفائدة؛
- **السندات القابلة للاستبدال (Exchangeable bonds):** وهي سندات قابلة للتحويل الي أسهم في كونها تسدد باسهم عادية لمؤسسة اخري (3)؛
- **السندات التي تسدد باسهم (ORA):** هذا النوع من السندات لا تتيح لحاملها الخيار لتمويلها، فهي محولة تلقائيا عند تاريخ الاستحقاق ولا تترتب عليها أي تدفق نقدي، ولا تشكل أي خطورة عند عدم تمويلها بالنسبة للمؤسسة المصدرة لها، وسعر إصدارها لا يكون معروف لدي المكتتبين فيها؛

(1) عبيدي سعد نوح، **محددات الهياكل التمويلية في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية**، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة محمد الصديق بن يحي، جيجل، 2017-2018، ص 59-60.

(2) الياس بن الساسي، يوسف قريشي، **التسيير المالي (إدارة مالية)**، الطبعة الاولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2006، 437.

(3) عبيدي سعد نوح، **مرجع سبق ذكره**، ص 60-61.

- السندات بقيمة اكتتاب في الأسهم (OBSA): وهي سندات مصحوبة بقيمة تعطي لصاحبها الحق في امتلاك (شراء) عدد من أسهم هذه المؤسسة المصدرة لها مستقبلاً، غير أنها تمتاز بمعدلات منخفضة نسبياً وبتاريخ استحقاق معين، تلجأ الي هذا النوع المؤسسات بغرض تجنب تكاليف اصدار الأسهم.

هـ- مزايا وعيوب التمويل بالسندات

توجد العديد من المزايا وعيوب للسندات نذكر منها (1):

المزايا: وتتمثل في:

- من حيث المخاطر، يعتبر السند اقل مخاطرة من الاستثمارات الأخرى وذلك لنتمتع حامله بالأولوية في استرجاع أمواله عند التصفية؛

- من حيث الدخل، لحامل السند دخل ثابت وفي أوقات محددة.

العيوب: ونذكر أهمها:

- لا يجوز لحامل السند التصويت او التدخل في شؤون الإدارة؛

- الدخل الثابت قد يتأثر بالتضخم بمرور الزمن.

2- القروض البنكية المتوسطة والطويلة الاجل

➤ تعريف القروض:

هي عبارة عن " اتفاق بين المقرض والمقرض، يقدم بموجبه المقرض مبلغاً من المال ويلزم المقرض بإعادة المبلغ المقرض في مواعيد محددة بموجب دفعات متفق على قيمتها ومواعيد دفعها بالإضافة الى الفوائد (2) ".

2-1- القروض الطويلة الاجل

1- تعريف القروض طويلة الاجل:

هي إحدى " المصادر التمويل المتاحة الطويلة الاجل والتي تمنح مباشرة من الجهاز المصرفي، وتكون مدتها

أكثر من سنة وتمنح مثل هذه القروض من البنوك والمؤسسات المالية المحلية من داخل البلد او من خارجه (3) ".

ويضمن العقد المبرم بين الطرفين شروط تتمثل في (4):

(1) عبد الوهاب يوسف احمد، مرجع سبق ذكره، ص 86.

(2) مفلح محمد عقل، الإدارة المالية والتحليل المالي، الطبعة الاولى، مكتبة المجمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص 118.

(3) دريد كامل ال شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، الطبعة الاولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2007، ص 218.

(4) مفلح محمد عقل، مرجع سبق ذكره، ص 119.

- سعر القائدة المحولة؛
- طرق ومواعيد التسديد؛
- التزام المقترض بالمحافظة على وضع مالي سليم من حيث السيولة وراس المال العامل والمديونية؛
- شروط تحد من حرية المقترض.

ب- مزايا وعيوب التمويل بالقروض الطويلة الاجل

تتمثل هذه العيوب والمزايا في (1):

المزايا: وتتمثل في:

- تجنب المؤسسة تكاليف اللجوء الي الإصدار العام الي الجمهور؛
- لا تأخذ وقتا طويلا في الحصول عليها بالمقارنة مع عمليات الإصدار العام؛
- عدم تدخل الدائنين في الإدارة (2).

العيوب: من بينها ما يلي:

- تسديد القرض بأقساط سنوية طويلة المدة المحددة لاهتلاك القرض يعرض المؤسسة الي الاستنزاف النقدي المستثمر، وهنا تتجلى افضلية اللجوء الي التمويل عن طريق الأسهم؛
- في العادة تتضمن اتفاقيات تقديم القروض نصوصا مقيدة للمؤسسات المقرضة لحماية حقوق الدائنين، بينما بقية المصادر الأخرى لا يوجد هذا النوع من القيد؛
- كون هذه القروض طويلة الاجل، فالمقرض هنا يطلب رهونا (ضمانات) قد تكون في غير صالح المؤسسة.

2-2- القروض المتوسطة الاجل

1- تعريف القروض المتوسطة الاجل:

وتعرف بانها " تلك الأموال التي تحصل عليها المؤسسة من باقي المتعاملين الاقتصاديين، بصورة نقدية او أصول وعادة ما تكون مدة استحقاقها بين سنتين وسبع سنوات (3)".

ويمكن ان تأخذ صورتين:

(1) مبارك لسوس، التسيير المالي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004، ص 190-191.

(2) رضا إسماعيل البسيوني، الإدارة المالية، الطبعة الاولى، مؤسسة طيبة للنشر والتوزيع، القاهرة، 2008، ص 124.

(3) احمد بوراس، مرجع سيق دكره، ص 42.

- القروض القابلة للتعبئة: يمنحها البنك لمؤسسات الاعمال وتكون له فرصة إعادة خصمها لدي البنك التجاري او البنك المركزي، وبالتالي يحصل البنك على السيولة متى أراد ذلك؛
- القروض غير القابلة للتعبئة: هنا البنك يكون البنك ملزم بانتظار المؤسسة المقترضة بسداد القروض للحصول على السيولة اللازمة.

3- التمويل التاجيري (Elementary financing)

أ- تعريف التمويل التاجيري:

ويعرف بأنه " عقد يلزم بموجبه المستأجر بدفع مبالغ عديدة بمواعيد متفق عليها من المالك الأصلي، لقاء انتفاع الأول بالخدمات التي يقدمها الأصل المستأجر لفترة معينة، ان تاريخ استحقاق عقد الايجار اقل من مدة حياة الأصل، وقيمة الدفعات الاستئجار هي عموما أكثر من السعر الحالي للأصل، وفي نهاية مدة حياة الاستئجار الأصل يعود للمؤجر الذي اما يقوم ببيعه او إعادة استأجراه لآخر" (1).

ب- أنواع التمويل التاجيري

ويمكن للمؤسسة اختيار نمط مناسب لتمويل احتياجاتها ومنه نميز نوعين اساسيين من أنواع التمويل الاستتجاري (2):

1- الاستئجار التشغيلي: ويطلق عليه استئجار الخدمة او عقد شراء الأصول بغية تأجيرها، حيث تخصص بعض المؤسسات في تأجير الأصول التي تملكها لمؤسسات أخرى تستأجرها لتنفيذ اعمال محددة، بعدها تسترد المؤسسة المؤجرة هذه الأصول لتعاود تأجيرها مرة أخرى لمستأجر اخر، ويتم الاستئجار التشغيلي لفترة زمنية قصيرة الاجل.

خصائصه:

- قلة المدة التي يعطيها اتفاق هذا الاستئجار؛
 - قيام المؤجر بإجراء خدمات الصيانة للأصل؛
 - قيام المستأجر بإلغاء اتفاق الاستئجار وإعادة الأصل الي مالكة خلال فترة التعاقد.
- 2- الاستئجار المالي:** ويطلق عليه أيضا الاستئجار الرأسمالي، حيث يقوم المستأجر باستخدام الأصل المؤجر خلال فترة زمنية طويلة مقابل سداد مبلغ من المال (قيمة ايجارية) كل فترة زمنية من فترات عقد الايجار.

(1) Aswath Damodaram، **Finance D'entreprise : théorie et pratique**، 1^{ère} Edition، Groupe de Boeck، Bruxelles، 2010، P 265.

(2) احمد محمد غنيم، الإدارة المالية (مدخل التحول من الفقر الى الثراء)، المكتبة العصرية للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص 118-119.

خصائصه:

- عدم قابليته للإلغاء اثناء فترة التعاقد؛
- طول الفترة الزمنية التي يغطيها الاتفاق؛
- عدم قيام المؤجر بخدمات الصيانة.

ج- مزايا وعيوب التمويل التأجيري

توجد العديد من المزايا والعيوب نذكر منها:

المزايا وتتمثل في:

- الاستئجار كأسلوب للتمويل هو اقل كلفة من البدائل الأخرى المتاحة⁽¹⁾؛
- يوفر الاستئجار زيادة معدل العائد على الأصول وكذلك انخفاض معدل المديونية عنها في حالة الشراء والاهتلاك⁽²⁾؛

- توفير الميزة الضريبية لخصم القيمة الاجارية من الربح قبل الضريبة.

العيوب نذكر منها:

- القيود المفروضة على استخدام الأصل المستأجر⁽³⁾؛
- خسارة القيمة المتبقية من قيمة الأصل المستأجر بعد انتهاء مدة الايجار؛
- ارتفاع تكاليف الاستئجار في الاجل الطويل عن تكاليف الشراء والاهتلاك⁽⁴⁾.

ثانيا: مصادر التمويل القصيرة الاجل

يقصد بالتمويل قصير الاجل ذلك النوع من التمويل الذي يستخدم لتمويل العمليات الجارية، أي لتغطية الاحتياجات المالية الموسمية القصيرة الاجل، وعادة اقل من سنة.

1- أنواع مصادر التمويل القصيرة الاجل

توجد عدة مصادر للتمويل القصير نذكر أهمها:

(1) عدنان تايه النعيمي وياسين كاسب الخرشة، اساسيات في الإدارة المالية، الطبعة الاولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2007، ص 179.

(2) احمد محمد غنيم، مرجع سبق ذكره، ص 119.

(3) عدنان تايه النعيمي وياسين كاسب الخرشة، مرجع سبق ذكره، ص 180.

(4) احمد محمد غنيم، مرجع سبق ذكره، ص 120.

1-1- الائتمان التجاري (Commercial crédit)

أ- تعريف الائتمان التجاري:

" هو عبارة عن تحويل قصير الاجل يمنحه المورد الي المشتري عند شراء بضاعة بقصد إعادة البيع او استخدامها كمادة أولية لإنتاج بضاعة مصنعة، ولذلك فان الاستهلاك الائتماني والبيع بالتقسيط الذي يمنحه التاجر للمستهلك لا يعتبر ضمن الائتمان التجاري، لان شروط الائتمان التجاري تنص على بيع البضاعة والمتاجرة بها⁽¹⁾". وتعرفها الإدارة المالية على انها⁽²⁾:

" انها تسهيلات قصيرة الاجل تحصل عليها المؤسسة مقابل شراء بضاعة بغرض المتاجرة بها "

وينقسم الائتمان التجاري الي:

- الحساب الجاري يتميز بالبساطة وعدم البساطة؛

- أوراق الدفع أشهرها الكمبيالات.

ب- مزايا الائتمان التجاري قصير الاجل كمصدر تمويلي

وهي كالتالي⁽³⁾:

- يعتبر مصدر سهل الحصول عليه، ذلك لان الكثير من المؤسسات خاصة الصغيرة منها تستطيع الحصول عليه كون ان الموردين على استعداد للتعامل وتقديم الائتمان التجاري، وتحمل المخاطر قصد كسب عملاء جدد واستمرار قماء العملاء في التعامل معهم؛

- يعتبر مصدرا لتمويل الاحتياجات الخاصة بالنسبة للمؤسسات الصغيرة التي لا تملك بعد ثقة المؤسسات المالية فيها، والتي لا تكون على استعداد للمخاطرة بإقراض هذا النوع من المؤسسات؛

- يمتاز بعامل المرونة لإمكانية استخدامه عند الحاجة الفعلية له تبعا لظروف المؤسسة المالية والاقتصادية؛

- يتطلب التأخير في سداد القروض الممنوحة من طرف المؤسسات المالية الي الكثير من الاتصالات والإجراءات المعقدة، على عكس الائتمان التجاري حيث ليس بالضرورة تفاوض المؤسسة مع الموردين عندما يتم السداد في فترة قصيرة كما تكون إجراءات التأجيل بسيطة؛

(1) Jotham Berk، Pertir Demazro، Edition française dirigée par Gunther، Capelle balancad، Nicolas Couderc، **Finance D'entreprise**، Pearson Education، France،2008، P 863.

(2) دريد كامل ال شبيب، مبادئ الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 124-125.

(3) بوتسطة لامية، أثر الهيكل المالي على تكلفة الأموال في المؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة محمد الصديق بن يحي،

جبل، 2008-2009، ص 61.

- لا يتطلب الائتمان التجاري ان تقدم المؤسسة ضمانات او رهن للحصول عليه، وبالتالي يمنحها فرصة اخري للحصول على أموال إضافية إذا كانت بحاجة لها.

1-2- الائتمان المصرفي (Bank credit)

1- تعريف الائتمان المصرفي:

" يعتبر الائتمان المصرفي شكلا من اشكال مصادر التمويل المقترضة القصيرة الاجل، وتتحدد مساهمة هذا الائتمان بمقدار القروض التي تحصل عليها مؤسسات الاعمال من البنوك التجارية كالتزام قصير الأمد لا تزيد مدته عن سنة واحدة، حيث تستخدمه في تمويل عملياتها الجارية مقابل تحملها تكلفة معدل الفائدة⁽¹⁾."

ب- مزايا الائتمان المصرفي قصير الاجل كمصدر تمويلي

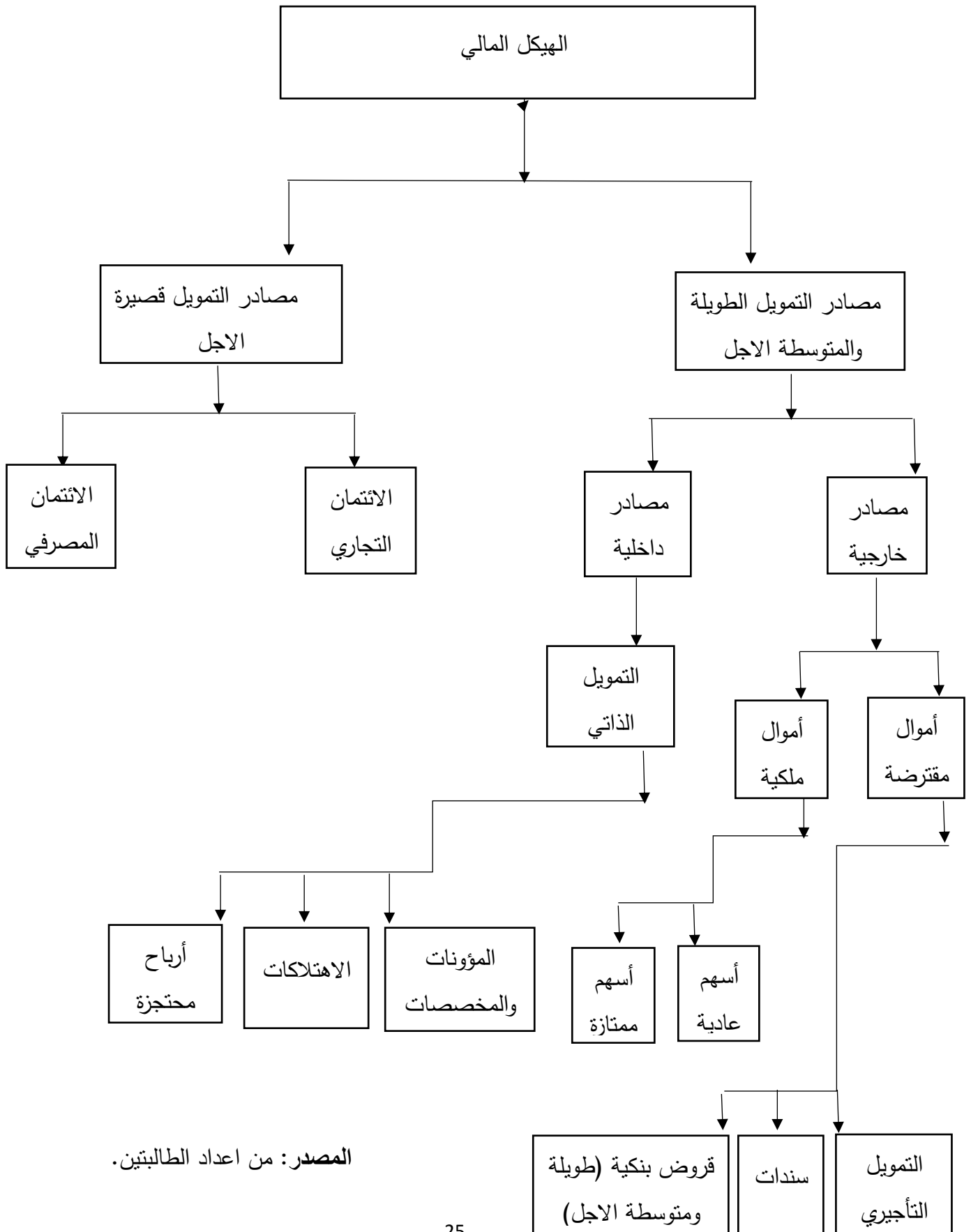
تتمثل اهم المزايا في⁽²⁾:

- زيادة معدلات الأرباح عندما تكون الأصول المراد تمويلها ذات صفة موسمية فان تمويلها عن طريق المصادر الدائمة يمكن ان يؤدي الي انخفاض مردودية المؤسسة بسبب تجميد جزء من مواردها، ومنه فاللجوء الي هذا النوع من التمويل يؤدي الي زيادة الأرباح بالمقارنة مع اللجوء الي الموارد الطويلة الاجل او الدائمة؛
- إمكانية وسهولة الحصول على قروض قصيرة الاجل بالمقارنة مع طويلة الاجل؛
- إمكانية تحولها الي قروض متوسطة او طويلة الآجال عن موافقة البنك على تجديدها؛
- تكلفة الحصول على القروض القصيرة الاجل اقل بكثير من تكلفة الحصول على القروض الطويلة الاجل بالاعتماد على عنصر المخاطرة بالنسبة للبنوك؛
- يحقق الائتمان المصرفي مرونة للمؤسسة من خلال الحصول على أموال نقدية، تمكنها من تحويل عملياتها التجارية ويوفر لها حرية الاختيار بين المصادر المتعددة.

(1) حمزة محمود الزبيدي، اساسيات الإدارة المالية، الطبعة الاولى، مؤسسة الورق للنشر والتوزيع، عمان، 2006، ص 346.

(2) بوتسطة لامية، مرجع سبق ذكره، ص 63.

الشكل رقم (1.1): مكونات الهيكل المالي



المطلب الثالث: العوامل المؤثرة في الهيكل المالي

يختلف الهيكل المالي من مؤسسة الي اخري كما يختلف تبعا للعديد من المحددات والاعتبارات، فنجد مؤسسات تعتمد على الأموال الخاصة والبعض الاخر يعتمد على الديون، ولقد حظي هذا الموضوع بالاهتمام من قبل الباحثين الماليين وذلك بهدف تحديد توليفة مثلي للهيكل المالي.

وتتجسد هذه العوامل في:

1- مدي استقرار المبيعات (Sales stability): تستطيع المؤسسة التي تتميز مبيعاتها بالاستقرار النسبي ان تعتمد وهي مطمئنة على التمويل من خلال القروض، وتحتمل من ثم تكلفة ثابتة اعلي من المؤسسات التي تتسم بعدم استقرار مبيعاتها وتأسيسها على ذلك، فان مؤسسات المنافع العامة التي تتميز باستقرار الطلب على منتجاتها يمكنها في غالبية الأحوال استخدام نسب عالية من الرفع المالي (الاقتراض) مقارنة بالمؤسسات الصناعية⁽¹⁾.

2- هيكل الأصول (Assets structure): يؤثر على مصادر التمويل بصورة عديدة، فالمؤسسات التي تتميز بان أصولها الثابتة تعينت لفترة طويلة وخاصة في حالة ان الطلب على منتجاتها مؤكد الي حد كبير تستخدم القروض طويلة الاجل المكفولة بضمانات معينة بدرجة كبيرة، ومن ناحية اخري فان المؤسسات التي تتكون اغلب أصولها من ذمم ومخزون والتي تتوقف قيمتها على استقرار تحقيق المؤسسة للأرباح، تعتمد بصفة أساسية على قروض قصيرة الاجل وان كانت تستخدم أيضا القروض طويلة الاجل ولكن بدرجة محدودة.

3- المنافسة (Compétition): ان خدمة الديون تتوقف على ربحية المؤسسة و حجم المبيعات، وعلى هذا الأساس فان استقرار هوامش الربح له نفس أهمية استقرار المبيعات ولاشك ان سهولة دخول مؤسسات اخري في الصناعة التي تنتمي اليها المؤسسة، وكذلك مقدرة المؤسسات على التوسع في طاقاتها سيؤثران على هوامش الربح لمؤسساتها، فالصناعة التي تتميز بمعدل نمو مرتفع يتوقع ان يكون هوامش ربحها كبير و لكن من ناحية اخري ينتظر ان تضيق هوامش الربح هذه اذا كانت هذه الصناعة تتدرج في مجموعة الصناعات التي يسهل على المؤسسات الجديدة ان تنظم اليها و تشارك في سوقها⁽²⁾.

4- المخاطر (Risk): ان المفاضلة بين الهياكل التمويلية واختيار الهيكل التمويلي الملائم يتطلب أخذ عامل المخاطرة بعين الاعتبار، بمعنى ادق على المؤسسة ان تختار هيكل التمويل الذي يعظم مردوديتها وفي نفس الوقت يقلل من المخاطرة، فنجد المخاطر الخاصة التي تخص المؤسسة وتسمى أيضا بمخاطر النشاط إذا تعلق

(1) عاطف وليم اندراوس، مرجع سبق ذكره، ص 404.

(2) سليم مجلخ، وليد بشيشي، محددات الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية (دراسة تحليلية قياسية)، مجلة دراسات اقتصادية، المجلد 6، العدد 1، جامعة

8 ماي قالمة، 2019، ص 122.

الامر بنشاط المؤسسة، ويمكن للمؤسسة التقليل منها لتجنب الوقوع في نفس المخاطر عن طريق اية التنوع، التي تقتضي تنوع مصادر التمويل لتجنب الوقوع في نفس المخاطر (1).

5- الربحية "الدخل" (Profitability): في الواقع العلمي ان المؤسسات التي تتسم بارتفاع معدلات عوائدها على الاستثمار تميل لاستخدام اقل مصادر الاقتراض (2)، فالهدف الرئيسي للمؤسسة هو تعظيم القيمة السوقية لها، وان تحليل الأرباح قبل الفوائد والضرائب وحصة السهم الواحد من الربح تعتبر من المؤشرات التي يجب ان تأخذ بعين الاعتبار كأول خطوة عن طريق تصميم الهيكل المالي (3).

6- حجم المؤسسة (Fondation size): ان للمؤسسة احجام مختلفة منها الصغيرة، المتوسطة والكبيرة ولحجم المؤسسة أثر مباشر في اختيار مصادر التمويل، بحيث كلما زاد حجم المؤسسة ادي الي تنوع في مصادر التمويل وخاصة اللجوء الي الاستدانة الطويلة الاجل.

7- المرونة والتوقيت (Flexibility and time): يقصد بالمرونة الانسيابية والقدرة على ادخال التعديلات اللازمة في عناصر الهيكل المالي بما يتلائم مع المتغيرات والظروف المستجدة دون ان يخل ذلك بالمركز المالي للمؤسسة، فالتوقيت له صلة وثيقة بالمرونة المالية عند التخطيط لتكوين توليفة مثلي لمصادر التمويل المالي (4).

8- الإدارة و السيطرة (Management and control): في اغلب الاحيان نجد المالكين الحاليين للمؤسسة يلجؤون الي الاقتراض او اصدار اسهم ممتازة و سندات من اجل تقادي التدخل في الإدارة من المالكين الجدد، وتلجا المؤسسة الي الاستدانة او اصدار اسهم ممتازة اذا كان مركزها المالي يتسم بالقوة، اما اذا كان عكس ذلك فإنها تفضل اصدار اسهم عادية جديدة لان اللجوء الي الاستدانة يعرضها الي مخاطر عدم القدرة على السداد وبالتالي خطر الإفلاس، لذا سيكون من الأفضل تقادي الإفلاس بالتضحية بجزء من السيطرة عن طريق زيادة راس المال و دخول بعض الملاك الجدد (5).

المبحث الثاني: تكلفة تمويل الهيكل المالي

لقد تم التعرف على الهيكل المالي ومكونات التمويل للمؤسسة والعوامل المؤثرة لمختلف هذه المكونات، وسنتطرق الان الي عرض تكلفة التمويل لأنواع المصادر التمويلية المتاحة امام المؤسسة.

(1) عبد القادر عيادي، دور وأهمية نظام المعلومات المحاسبي في اتخاذ قرارات التمويل، رسالة ماجستير في علوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2007-2008، ص 116.

(2) عاطف وليم اندراوس، مرجع سبق ذكره، ص 405.

(3) عدنان تايه النعيمي، ياسين الخرشة، مرجع سبق ذكره، ص 201.

(4) عبيد سعد نوح، مرجع سبق ذكره، ص 66.

(5) مفاح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية، الطبعة الاولى، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص 402.

المطلب الأول: مفهوم تكلفة التمويل

لتكلفة التمويل أهمية كبيرة لاتخاذ القرارات التمويلية للمؤسسة، إذ يعتبر تقدير هذه التكلفة ضروريا من أجل اختيار التمويل المناسب.

أولاً: تعريف تكلفة التمويل

لقد اختلفت آراء المختصين في مجال المالية حول تحديد مفهوم واضح ودقيق لها، ونذكر أهم التعاريف:

يمكن تعريفها بأنها " معدل العائد الواجب على المؤسسة أن تحققه في استثماراتها لكي تستطيع أن تحافظ على قيمتها في السوق وأن تجتذب الأموال التي تحتاج إليها، ومن المعروف أن لكل مصدر من مصادر التمويل تكاليف خاصة، وتشكل تكلفة رأس المال بالنسبة للمؤسسة المعدل الموزون لتكاليف عناصر هيكل رأس المال⁽¹⁾."

كما تعرف أيضا " عبارة عن معدل المردودية المفروض على الأصول الاقتصادية التي تتم تمويلها عن طريق كل من الأموال الخاصة والديون⁽²⁾."

من خلال التعريفين السابقين نستنتج أن تكلفة التمويل:

هي الحد الأدنى الواجب تحقيقه من المشروعات الاستثمارية الممولة بمختلف مصادر (مكونات) التمويل وذلك من أجل الحفاظ على القيمة السوقية للمؤسسة.

ثانياً: أهمية تحديد تكلفة التمويل

أن جميع القرارات المالية في المؤسسة عموماً تهدف إلى تعظيم ثروة حملة الأسهم، وتوفير المصادر المالية للمؤسسة وهو أحد القرارات الجوهرية في الإدارة المالية، إذ تسعى دائماً على توفير هذه المصادر بأقل تكاليف مما ينعكس إيجاباً على قيمة المؤسسة ومن هنا تتجلى أهمية تحديد تكلفة التمويل كالاتي⁽³⁾:

- في اتخاذ قرار مشروع استثماري فإن خصم التدفقات النقدية يتم بالاعتماد على تكلفة رأس المال كمعدل خصم، تخصص به التدفقات النقدية وحساب القيمة الحالية أو المعدل العائد الداخلي؛

- هدف المدير المالي هو تعظيم ثروة المساهمين أي المالكين، ولا يتحقق ذلك إلا بالعمل على تخفيض التكاليف ومن أهمها تكلفة رأس المال؛

(1) زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 1997، ص 390.

(2) Pierre Vernimmen، Finance D'entreprise، 3^{eme} Edition، Dalloz، Paris، 1998، P 487.

(3) اسعد حميد العلي، الإدارة المالية (الأسس العلمية والتطبيقية)، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2012، ص 339.

- ان تكلفة رأس المال ما هي الا نسبة مئوية، ولكن هذه النسبة تتطلب تحليل مكونات رأس المال (من تمويل ممتلك الي مقترض)، ولكل منها طريقة مختلفة في حساب التكاليف وبالمقابل فان كل مصدر من مصادر التمويل مخاطرة تتناسب مع تكاليف ذلك المصدر، وبالتالي من الضروري اتخاذ هكذا قرار للموازنة بين التكاليف والمخاطر والمرافقة؛

- ان تحديد تكلفة رأس المال يعتبر من الواجبات الجوهرية في الإدارة المالية، ذلك ن أي مشروع استثماري لا يضمن عائدا متوقعا يساوي على الأقل كلفة تمويل ذلك المشروع فانه يتم رفضه، بمعنى ان تكلفة رأس المال يعتبر أحد معايير قبول او رفض المشروعات الاستثمارية؛

- نعم ان الاقتراض هو ادني مصادر التمويل كلفة، بسبب ميزة الوفورات الضريبية ولكن يجب على الإدارة المالية استخدام هذا المصدر بحذر وحكمة وعدم المبالغة بالاقتراض، لأنه بزيادة الاعتماد على هذا المصدر تتحمل المؤسسة مخاطر إضافية وهي المخاطر المالية او مخاطر الرفع المالي، مما يؤثر على معدل العائد الذي يطلبه المساهمون (1).

المطلب الثاني: تقدير تكلفة التمويل

تختلف تكلفة الأموال نظرا لاختلاف مصادر التمويل، ويتم قياس كل مصدر من مصادر التمويل على حدي.

أولاً: مصادر التمويل بمصادر داخلية

1- تكلفة التمويل الذاتي

للتموليل الذاتي تكلفة كغيره من المصادر الأخرى واما المصدر الأساسي للتمويل الذاتي فهو الأرباح التي حققتها المؤسسة، إذا تم إعادة توظيفها بمعدلات استثمار عالية فإنها تتزايد بشكل كبير وتعد مصدرا هاما للتمويل.

ويحسب التمويل الذاتي بالعلاقة التالية (2):

التمويل الذاتي

$$\text{معدل التمويل الذاتي} = \frac{\text{.....} (1.1)}{\text{قيمة الاستثمارات}}$$

قيمة الاستثمارات

(1) اسعد حميد العلي، مرجع سبق ذكره، ص 340.

(2) كنجو عبود كنجو، إبراهيم وهبي فهد، الإدارة المالية، الطبعة الاولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 1997، ص 63.

إذا ارتفع هذا المعدل فإنه يدل على اعتماد المؤسسة على التمويل الذاتي.

▪ أما تكلفة مكونات التمويل الذاتي فيمكن إيجازها في التالي:

➤ **تكلفة الأرباح المحتجزة**

أ- في حالة ربح السهم ثابت لا يخضع للضريبة⁽¹⁾:

التوزيعات للسهم

$$\text{تكلفة الأرباح المحتجزة} = \text{.....(2.1)}$$

قيمة السوقية للسهم الواحد

ب- في حالة ربح السهم ثابت يخضع للضريبة⁽²⁾:

توزيعات السهم المتوقعة (1- ضريبة على الدخل)

$$\text{تكلفة الأرباح المحتجزة} = \text{.....(3.1)}$$

القيمة السوقية الحالية للسهم

ج- في حالة الأرباح الموزعة للسهم تنمو بمعدل ثابت⁽³⁾:

التوزيعات المتوقعة للسهم

$$\text{تكلفة الأرباح المحتجزة} = \text{.....(4.1)} + \text{معدل نمو التوزيعات}$$

القيمة السوقية للسهم

➤ **تكلفة مخصصات الاهتلاكات والمؤونات**

لدى أي مؤسسة خياران أما ان تقوم باحتجاز الاهتلاك، او تقوم بتوزيعه على مصادر التمويل من ملاك ومقرضين، وإذا تم هذا التوزيع لا بد ان يكون بنفس نسبة مساهمتهم في هيكل راس مال المؤسسة، أما في حالة الاحتجاز لغرض الاستثمار فلا بد ان يكون العائد المتولد يساوي على الأقل تكلفة تلك الأموال، ولهذا تتمثل تكلفة الاهتلاكات والمؤونات في المتوسط المرجح لتكلفة حقوق الملكية والأموال المقترضة، وهذا ما يعني ان

(1) نور الدين خبابة، الإدارة المالية، الطبعة الاولى، دار النهضة العربية، بيروت، 1997، ص 529.

(2) سمير محمد عبد العزيز، اقتصاديات الاستثمار والتمويل والتحليل المالي، مكتبة الاشعاع للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، 1997، ص 176.

(3) منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، 1998، ص 83.

لا ضرورة لدخول هذه الأخيرة في عملية حساب تكلفة الأموال طالما ان المتوسط المرجح يعكس اليا تكلفة تكله ذلك العنصر (1).

ثانيا: تكلفة التمويل بمصادر خارجية طويلة ومتوسطة الاجل

1- تكلفة التمويل عن طريق الأموال الملكية

وتتخصر في:

1-1- تكلفة الأسهم العادية

تمثل تكلفة الأسهم العادية تكلفة الفرصة البديلة، فحملة الأسهم العادية يسعون للحصول على معدل عائد ينبغي ان يساوي او يفوق معدل العائد الذي يمكن ان يحصلوا عليه من استثمارات اخري بديلة لها نفس درجة المخاطرة.

ويمكن تعريف تكلفة الأسهم العادية بانها: " الحد الأدنى لمعدل العائد الذي يطلبه حملة هذه الأسهم " (2).

ا- في حالة عدم وجود تكاليف اصدار للسهم العادي (3):

التوزيعات المتوقعة للسهم

$$\text{تكلفة الأسهم العادية} = \frac{\text{التوزيعات المتوقعة للسهم}}{\text{القيمة السوقية الحالية للسهم}} \times \text{معدل النمو المتوقع في التوزيعات} \dots (6.1)$$

1-2- تكلفة الأسهم الممتازة

تعرف الأسهم الممتازة بانها: أسهم تحمل توزيعات أرباحها ذات أولوية بالمقارنة مع الأسهم العادية، وكذلك تحمل معدل توزيع أرباح ثابت، ومنه:

$$K_p = \frac{D_p}{P} \dots (1.7)$$

حيث:

(1) منير إبراهيم الهندي، مرجع سبق ذكره، ص 84.

(2) هاجر عودي، محددات الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة منثوري، قسنطينة، 2010-2011، ص 45.

(3) سمير محمد عبد العزيز، (الاستثمار، التمويل، التحليل المالي)، مركز الإسكندرية للكتاب، الإسكندرية، 2006، ص 174.

K_p : تكلفة السهم الممتاز؛

D_p : قيمة التوزيع الثابت للسهم (قيمة الكوبون) ؛

P : صافي قيمة السهم.

2- تكلفة التمويل عن طريق الأموال المقترضة

وهي عبارة عن العائد المطلوب من قبل الممولين لقاء اقتراض المؤسسة وتمثل في:

2-1- تكلفة السندات⁽¹⁾:

يترتب عن اصدار السندات كلفة تتحملها المؤسسة المصدرة لها وتتضمن الفوائد الدورية المدفوعة، وسعر بيع السند الصافي بعد استبعاد النفقات الخاصة بالإصدار وعدد سنوات التمويل بالسندات، وتحسب كالتالي:

$$\text{الفوائد السنوية} + (\text{قيمة السند عند تاريخ الإطفاء} - \text{سعر بيع السند الصافي}) \div \text{فترة الدين} = \text{كلفة السندات}$$

$$\text{كلفة السندات} = \frac{(\text{قيمة السند عند تاريخ الإطفاء} + \text{سعر بيع السند الصافي}) \div 2}{\text{فترة الدين}} \dots\dots (8.1)$$

حيث:

$$\text{سعر بيع السند الصافي} = \text{سعر بيع السند} - \text{نفقات الإصدار} \dots\dots (9.1)$$

2-2- تكلفة القروض الطويلة والمتوسطة الاجل

وتتمثل في القيمة التي تقوم المؤسسة بتسديدها للجمعية التي اقرضتها، او التكلفة التي تتحملها المؤسسة وتحسب كالتالي⁽²⁾:

1- بدون أثر الضريبة ومصاريف الإصدار

وتحسب كالتالي:

$$\sum_{t=1}^t V_0 = ap(1+re) - p \dots\dots (1.10)$$

حيث:

(1) دريد ال شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، مرجع سبق ذكره، ص 327-332.

(2) خميسي شيجة، التسيير المالي، دار هومة للنشر والتوزيع، الجزائر، 2010، ص 150.

V_0 : مبلغ القرض؛

a_p : الأقساط المدفوعة خلال الفترات 1، 2،، p ، n ؛

re : تكلفة القرض.

كذلك مخطط الدفع لاي قرض تحكمه العلاقة التالية:

$$\sum_{i=1}^t V = a_p (1-i) - p \dots\dots\dots (1.11)$$

حيث:

i : المعدل التعاقدى.

ب- بأثر الضريبة

تحقق المؤسسة المقترضة اقتصاد ضريبي على الفوائد المدفوعة سنويا للمقترض، نذكر ان الدفعة تضم الفوائد واهتلاك القرض:

$$a_p = i v_{p-1} + A_p \dots\dots\dots (1.12)$$

إذا كان t يمثل معدل الضريبة على أرباح الشركات، يؤدي اقتصاد الضريبة المحقق " $e = i v_{p-1} - t$ " الي تخفيض قيمة دفعة السداد، نحصل على تكلفة القرض بعد الضريبة " re "، من خلال العلاقة التالية (1):

$$V = \sum [i v_{p-1}(1-t) + A_p] (1+re)^{-p} \dots\dots\dots (1.13)$$

2-3- تكلفة التمويل التاجيري

ويمثل في معدل العائد الأدنى الواجب تحقيقه على الاستثمارات الممولة بواسطة التمويل التاجيري، وتحسب بالصيغة التالية (2) :

$$V_0 = Li (1-t) + \frac{A_{it}}{(1+r)^i} + \frac{RN}{(1+r)^i} \dots\dots\dots (1.14)$$

(1) خميسي شيحة، مرجع سبق ذكره، ص 151.

(2) معراج الهوارى، حاج سعيد عمر، مرجع سبق ذكره، ص 55-56.

حيث:

V_0 : القيمة الحالية الصافية للاستثمار؛

L_i : الدفعة (الايجار او التأجير) التي سوف تدفع في السنة

t : معدل الضريبة على أرباح المؤسسات؛

A_i : الاهتلاكات السنوية للأصل فيما كانت المؤسسة مالكة له؛

RN : القيمة المتبقية من الأصل في نهاية العقد؛

r : تكلفة الاستئجار (معدل العائد المادي بين قيمة الأصل وقيمة التدفقات الحالية لعناصر الأصل المستأجر).

ثالثاً: تكلفة التمويل بمصادر خارجية

1- تكلفة الائتمان التجاري

كل مورد يتحمل تكلفة تحويل في حساباته الحدية، إضافة الي ذلك تكلفة الخصم النقدي إذا استفاد منها المشتري، ويعكس المورد هذه التكاليف في غالب الأحيان في سعر بيع المواد.

وتحسب من خلال العلاقة التالية (1):

365

تكلفة الائتمان التجاري = معدل الخصم النقدي × (15.1)

فترة التمتع بالائتمان - فترة الخصم

2- تكلفة الائتمان المصرفي

نستطيع ان نحدد تكلفة الائتمان المصرفي من خلال الملاحظات التالية (2):

- سعر الفائدة الحقيقي او الاسمي؛

- الحد الأدنى الذي يحجزه البنك من حساب المؤسسة وهو ما يعرف بالرصيد العوض؛

- كلفة الضمانات المقدمة وإجراءات الضمانات وعدم إمكانية استغلالها والاستفادة منها، فلو كانت أوراق مالية لا يستطيع العميل بيعها الا بعد تسديد القرض.

(1) نهال فريد مصطفى، رسمية زكي قرياقص، أساسيات الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص 331.

(2) عليان الشريف واخرون، الإدارة والتحليل المالي، دار البركة للنشر والتوزيع، عمان، 2001، ص 81.

وتحسب من خلال العلاقة التالية (1):

أ- الفائدة البسيطة:

$$\text{معدل الفائدة البسيطة} = \frac{\text{الفائدة السنوية المدفوعة}}{\text{أصل القرض}} \dots\dots\dots (16.1)$$

$$\text{الفائدة السنوية} = \text{معدل الفائدة البسيط} \times \text{أصل القرض} \dots\dots\dots (17.1)$$

ب- الفائدة المخصومة:

$$\text{معدل الفائدة على القرض المخصوم} = \frac{\text{الفائدة السنوية المدفوعة}}{\text{أصل القرض - الفائدة المدفوعة}} \dots\dots\dots (18.1)$$

ج- فائدة قرض الأقساط:

$$\text{معدل الفائدة الفعلي على قرض الأقساط} = \frac{\text{الفائدة المدفوعة على القرض}}{\text{نصف قيمة القرض}} \dots\dots\dots (19.1)$$

المطلب الثالث: التكلفة الوسطية المرجحة (WACC)

بعدما تطرقنا لإيجاد تكلفة مختلفة مصادر التمويل (أموال ملكية، ديون)، يمكننا الآن التطرق إلى التكلفة الوسطية المرجحة وتستخدم في تقييم الجدوى الاقتصادية للمشروعات الرأسمالية وكأساس في اعداد موازاناتها الرأسمالية، كما انها تخدم أيضا إدارة المؤسسة في تحديد ما يعرف بالهيكل المالي لرأس المال (2).

ويقصد بها: " تكلفة المزيج الأمثل من مصادر الأموال المتاحة للمؤسسة والتي تشكل هيكلها المالي، أي تكلفة الأموال المستثمرة في المشروع محسوبة على أساس المعدل المرجح لنسبة مساهمة كل مصدر تمويل في

(1) محمد الصيرفي، إدارة المال وتحليل هيكله، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007، ص 514-515.

(2) محمد مطر، الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والائتماني (الأساليب والأدوات والاستخدامات العلمية)، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع،

عمان، 2003، ص 305.

هيكل رأسمال المؤسسة للوصول الي تكوين الهيكل الأمثل لرأسمال المؤسسة (1)."

وتحسب التكلفة الوسطية المرجحة لرأسمال بالمعادلة التالية (2):

$$\text{كلفة راس المال} = \text{[(نسبة المديونية) (كلفة المديونية)]} + \text{[(نسبة الأسهم الممتازة) (كلفة الأسهم الممتازة)]} + \text{[(نسبة حقوق الملكية) (كلفة حقوق الملكية)]} \dots\dots (20.1)$$

أي:

$$\text{WACC} = K_d \times W_d + K_{ps} \times W_{ps} + K_s \times W_s \dots\dots (1.21)$$

وتعتبر هذه المعادلة هي المتوسط المرجح لتكاليف مكونات الهيكل المالي للمؤسسة، وبعد احتساب كلفة كل عنصر من عناصر التمويل نضرب كلفة كل عنصر بالوزن النسبي لمساهمته في هيكل راس المال وتجمع النتيجة لنتحصل على الكلفة المرجحة للأموال.

وأيضاً: للحصول على معدل تكلفة واحد لكل الأموال يتعين الحصول على متوسط لكل تكلفة الأموال المختلفة، وذلك من الأفضل الحصول على المتوسط المرجح الذي يعطي كل مصدر وزناً مختلفاً يتحدد على أساس نسبته من مجموع الأموال (بدلاً من المتوسط البسيط الذي يعطي جميع المصادر وزناً نسبياً واحداً)، وتحسب التكلفة الوسطية المرجحة كما يلي (3):

$$r = \sum_{i=1}^n r_i \times W_i \dots\dots (1.22)$$

حيث:

r : المتوسط المرجح لمعدل تكلفة الأموال؛

r_i : معدل تكلفة الأموال؛

W_i : الوزن النسبي (الأموال المتوفرة من الصدر ÷ مجموع الأموال من المصادر المختلفة) ؛

n : عدد مصادر الأموال.

(1) دريد ال شبيب، إدارة مالية (الشركات المتقدمة)، الطبعة العربية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص 195.

(2) عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص 377.

(3) عبد القادر محمد عبد القادر عطية، دراسات الحدود التجارية والاقتصادية والاجتماعية مع مشروعات BOT، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006،

خلاصة:

من خلال ما تم عرضه في هذا الفصل، يمكن القول ان الهيكل المالي من اهم المواضيع التي استأثرت بجزء مهم من الدراسات المالية لما تحمله من أهمية جمة في التأثير على المؤسسة، والهيكل المالي ما هو الا حوصلة من مصادر التمويل اختارتها المؤسسة لتغطي على استثماراتها.

وقد عرجنا الي هذه المصادر التمويلية وقسمناها حسب العنصر الزمني، من مصادر تمويلية طويلة ومتوسطة الاجل وكذلك قصيرة الاجل مع الاخذ بعين الاعتبار نوعية هذه المصادر هل هي مصادر داخلية ام خارجية، وبعدها انتقلنا الي التعريف بتكلفة الحصول على هذه الموارد (المصادر) وقمنا بتقديرها بعلاقة رياضية، لنستخلص في الأخير صيغة التكلفة الوسطية المرجحة للهيكل المالي التي تساعد في اختيار المزيج التمويلي الأمثل للمؤسسة.

الفصل الثاني: اساسيات حول قيمة المؤسسة

تمهيد

المبحث الأول: ماهية قيمة المؤسسة

المبحث الثاني: طرق تحديد القيمة

خلاصة

تمهيد:

ترتكز اهتمامات الماليين في دراستهم للقيمة على القيمة المرتبطة بالمؤسسة في إطار ما يعرف بقيمة المؤسسة، وينصب الفكر المالي على جانبين هما: مالية المؤسسة، مالية الأسواق والذي يعبران عن النظرية المالية، فالمؤسسة ككيان اعتباري تهدف الي تحقيق مجموعة من الأهداف خلال فترة وجودها، ومما لا شك فيه ان تعظيم قيمة المؤسسة من أبرز مقومات استمراريته فهي الحافز الأساسي لكافة الاطراف الفاعلة في المؤسسة.

فهدف المسير المالي في وقت سابق هو تعظيم الربح اما حاليا ومع التطورات المشهودة هو تعظيم قيمة المؤسسة، ومن هذا المنطلق خصصنا هذا الفصل لنتناول فيه اساسيات حول القيمة، في المبحث الأول تناولنا ماهية قيمة المؤسسة، اما المبحث الثاني فعالجنا فيه طرق تحديد القيمة.

المبحث الأول: ماهية قيمة المؤسسة

لا يزال مفهوم القيمة محل اهتمام الباحثين والأكاديميين، كون اغلب القرارات المالية تبني على أساس قيمة المؤسسة لما لها من أهمية بالغة للمسيرين الماليين في المؤسسة، وتختلف قيمة المؤسسة باختلاف طريقة التقييم، ومن خلال ذلك ارتأينا التطرق الي مفهوم القيمة في المطلب الأول، اما المطلب الثاني فتناولنا أنواع القيمة والمطلب الثالث فتحدثنا عن الجوانب المختلفة للقيمة.

المطلب الأول: مفهوم قيمة المؤسسة

اختلفت تعاريف قيمة المؤسسة لكونها معقدة ولكن سنعرض مجموعة من التعاريف منها:

تتمثل قيمة المؤسسة في: " ذلك المبلغ النقدي العادل الذي خلص اليه خبير متخصص حيث ان ذلك المبلغ يحظى بقبول لدى مختلف الأطراف المعنية بها عند كل مرحلة من طلب قياسها، والذي يعكس القيمة المعادلة لكافة موارد وإمكانيات المؤسسة المستغلة في تنظيمها القائم وذلك في ظل مفهوم استمرارية النشاط⁽¹⁾".

وتعرف أيضا على انها: " مبلغ يدفع مقابل أصل او الحق في الحصول على عوائد مستقبلية من وراء استخدام الأصل ولذلك فان القيمة الاقتصادية هي القيمة النقدية لأصل ما، بمعنى ان القيمة موجودة في جوهر الشيء وحدثت عملية التبادل يتم ترجمتها الي السعر⁽²⁾".

ومن خلال التعريفين السابقين يمكن القول بان القيمة:

عبارة عن المبلغ النقدي المتفاوض عليه والمقدر من طرف خبير مالي اقتصادي متخصص، وذلك مقابل الحصول على عوائد من وراء استخدام الأصل في ظل استمرارية نشاط المؤسسة.

المطلب الثاني: أنواع القيمة

للقيمة أنواع يمكن ذكرها في التالي:

1- القيمة السوقية:

وتعرف هذه القيمة على انها: " القية الاقتصادية لمجموع الأصول التي تحوزها المؤسسة من اجل تحقيق هدف الاستمرارية في النشاط ورسملة توزيعات الأرباح⁽³⁾".

(1) هوارى سويبي، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2008، ص 37.

(2) طارق عبد العال حماد، التقييم وإعادة هيكلة الشركات: تحديد قيمة المنشأة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008، ص 11.

(3) محمد بوشوشة، تأثير السياسات التمويلية على امثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية، أطروحة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2016، ص 184.

وهناك أيضا من يطلق عليها مصطلح القيمة العادلة فهي: " القيمة التي على أساسها يمكن مبادلة الموجود بين أطراف يتوافر لها المعرفة والرغبة والتكافؤ في إتمام المبادلة وهذا حسب تعريف المعيار المحاسبي الدولي (16) (1)".

ومنه يمكن الملاحظة في وجود اختلاف بين المصطلحين، يمكن توضيحه في الجدول التالي:

جدول رقم (1.1): الفرق بين القيمة السوقية والقيمة العادلة

التفاصيل	القيمة السوقية	القيمة العادلة
الظروف الاقتصادية	تتأثر بالظروف الاقتصادية للعرض والطلب.	لا تتأثر بالظروف الاقتصادية لأنها قيمة دفترية تخضع للمقومات المحاسبية المتعارف عليها.
الظروف الاجتماعية	تتأثر بالإعلام والاشاعات، تأثير مباشر وكذلك بالعادات والتقاليد.	لا تتأثر بالإعلام والاشاعات ولا العادات والتقاليد اطلاقا.
التقارير والقوائم المالية	يحددها البائع والمشتري.	تحدها النظم المحاسبية.

المصدر: صفا مهدي راجي، باسم عبد الله كاظم، علي كريم محمد، مرجع سبق ذكره، ص 145.

2- القيمة الاستثمارية:

هي عبارة عن الحاصل الإجمالي للتدفقات المستقبلية لأصل ما، أي ما يدره الأصل خلال فترة الاستثمار يعبر عن قيمته مع الاخذ بعين الاعتبار العاملين هما:

- القيمة الإضافية التي يمكن تحقيقها خلال فترات زمنية؛

- حجم المخاطر وتقلبات الأسعار وأثر التضخم (2).

3- القيمة الدفترية :

" وتمثل عموما التكلفة التاريخية، اما بالنسبة للمؤسسة فتمثل القيمة الدفترية لمجموع الأصول منقوصا منها القيمة الدفترية للخصوم مما ينتج عنها القيمة الصافية وبالتالي فهذا المفهوم محاسبي وليس اقتصادي (3)".

(1) صفا مهدي راجي، باسم عبد الله كاظم، علي كريم محمد، قياس القيمة العادلة للموجودات الثابتة على وفق معيار الإبلاغ المالي الدولي TFRSB، مجلة المثني للعلوم الاقتصادية والإدارية، العدد 03، العراق، 2019، ص 143.

(2) سعيد بريكة، سمير مسعي، تقييم المنشأة الاقتصادية: مدخل القيمة الاقتصادية المضافة EVA، مداخلة في إطار فعالية الملتقي الدولي حول صنع القرار في المؤسسة الاقتصادية، جامعة محمد بوضياف، الجزائر، أفريل 2009، ص 4.

(3) عبد الكريم بوحادرة، أثر اختبار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة: دور سياسة توزيع الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2011-2012، ص 66.

4- القيمة الاستعمالية التبادلية :

" تمثل النفقات الواجب دفعها لحيازة سلع لها نفس النوعية ونفس الأداء، فهي تتعلق خصوصا بمعدلات الاستغلال والاساس الذي تركز عليه هذه القيمة هو المنفعة (1)".

5- قيمة تكلفة إعادة الانشاء او الإنتاج:

" وتعتبر عن التكلفة الواجب انفاقها لإنتاج أصل مماثل الأصل موضوع التقييم، اذن فهي تأخذ بعين الاعتبار التغيرات الحاصلة في السوق فيما يتعلق بتكاليف إعادة الإنتاج (2)".

6- القيمة المتبقية:

" هي المبلغ الصافي الذي يرتقب كيان ما الحصول عليه في مقابل أصول عند نهاية مدة منفعتها بعد خصم التكاليف الممكن تحملها عند خروجه (3)".

7- قيمة التصفية:

" هي نصيب السهم من تصفية موجودات الشركة بعد تسديد حقوق كافة الدائنين وحقوق حملة الأسهم الممتازة (4)".

8- القيمة الجارية:

هي أساس للتقييم تنتج نظير المراعاة في الأسعار للأصول (التغيرات الخاصة بالأسعار)، وهناك مفهومين أساسيين للقيمة الجارية (5):

- **سعر الخروج الجاري:** ويسمي أيضا صافي القيمة التبعية، وتمثل مبلغ النقدية او ما في حكمها الذي يمكن الحصول عليه حاليا اذ تم بيع أصل في السوق بعد طرح المصاريف اللازمة لإتمام عملية البيع.

(1) بلخير بكاري، أثر التقييم المالي على مسار الشراكة بالنسبة لمؤسسات قطاع المحروقات في الجزائر، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2009-2010، ص 28.

(2) نادية عيساوي، تقييم المؤسسة في اطار الخصوصية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة منثوري، قسنطينة، 2004-2005، ص 67.

(3) عبد الكريم خيرى، حسين لعجوز، أثر اختبار الهيكل المالي على قيمة المؤسسات الاقتصادية غير المسعرة في البورصة، مقال، جامعة مسيلة، مسيلة، 2017، ص 4.

(4) محمد الفاتح المغربي، التمويل والاستثمار في الإسلام، الطبعة الاولى، الاكاديمية الحديثة للكتاب الجامعي، القاهرة، 2018، ص 22.

(5) بلال كيموش، التقييم الدوري لعناصر المالية ودورها في المحافظة على قيمة المؤسسة في ظل النظام المحاسبي المالي، مذكرة ماجستير في العلوم التجارية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2010-2011، ص 43.

- **سعر الدخول الجاري:** ويسمي أيضا تكلفة الاستبدال، وتمثل المبلغ النقدي او ما يعادله الذي يتعين دفعه للحصول على أصل مماثل تماما او مكافئ للأصل الموجود، وكذا استخدمت عدة تفسيرات لها:

- **تكلفة استبدال الأصول المستخدمة:** وهي المبلغ اللازم للحصول على أصل مماثل له نفس العمر الإنتاجي من سوق الأصول المستعملة، غير ان هذا المفهوم غير عملي لنقص الأسواق المنظمة لهذا النوع من الأصول؛
- **تكلفة إعادة انتاج الأصول المستخدمة:** وهي المبلغ المطلوب من اجل إعادة انتاج أصل مماثل للأصل الموجود؛
- **تكلفة الأصول الجديدة:** التي تعبر عن استبدال القدرة الإنتاجية للأصل لتعكس التغير التكنولوجي.

9- قيمة الاحلال:

" وهي قيمة شراء الموجودات المختلفة في المؤسسة بالأسعار المالية (1)".

10- قيمة شهرة المحل:

" هي مجموع الصفقات غير القابلة للوزن او القياس بدقة التي تجذب الزبائن الي منشأة الاعمال، وهي في جوهرها توقع استمرار تفضيل العملاء وتشجيعهم لاي سبب من الأسباب (2)".

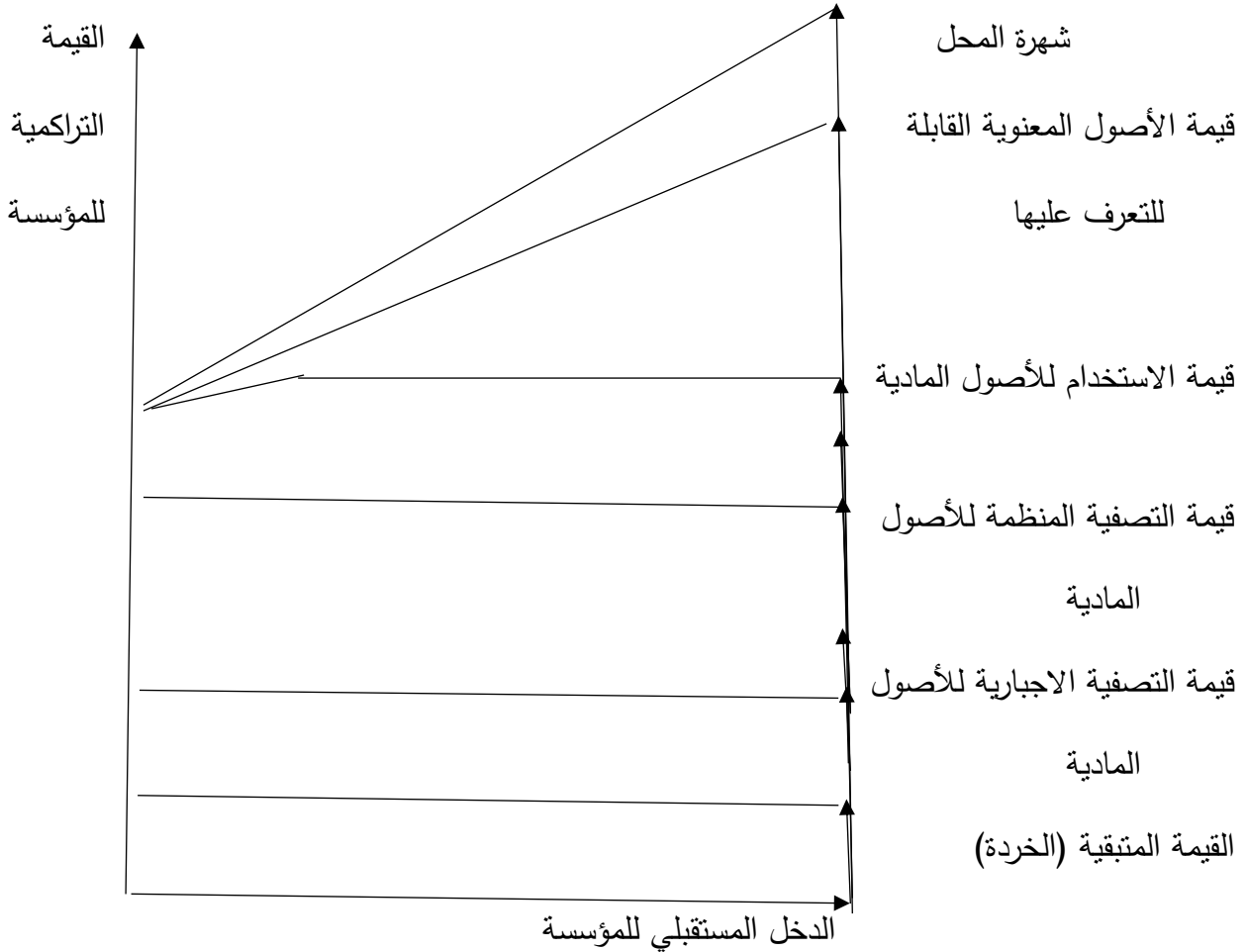
11- القيمة القابلة للتأمين:

" هي القيمة بالجنيهاات للأجزاء القابلة للتلف من أصل ما التي سيتم التأمين عليها لتعويض المالك في حالة الخسارة، وهذا الأخير له علاقة ضعيفة بعمليات التملك والاندماج".

(1) عبد الستار محمد العلي، فايز جمعة محمد النجار، الريادة وإدارة الأعمال الصغيرة، الطبعة الثانية، دار حامد، عمان، 2010، ص 101.

(2) طارق عبد العال حماد، التقييم: تقدير قيمة بنك لأغراض الاندماج او الخصوصية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص 9.

الشكل رقم (2.1): العلاقة بين مختلف أنواع قيمة المؤسسة والدخل المستقبلي لتلك المؤسسة



المصدر: طارق عبد العال حماد، التقييم: تقدير قيمة البنك لأغراض الاندماج او الخصخصة، مرجع سبق ذكره، ص 17.

المطلب الثالث: الجوانب المتنوعة في تحديد القيمة

للقيمة عدة جوانب متنوعة والتي تعتبر من أصعب الأمور التي تخضع للتقييم، لذا تناولنا في هذا المطلب اهم الجوانب المتنوعة في تحديد القيمة.

أولاً: المبادئ الأساسية في خلق القيمة

تتحدد قيمة أصل من خلال أربع مبادئ نذكر منها ما يلي:

1- مبدا وجود البدائل:

يقضي مبدا البدائل انه عند انه عند التفكير في أي نقل للملكية يكون امام كل من المشتري والبائع بدائل لإتمام المعاملة، ولا يعني هذا المبدأ كل البدائل مرغوبة بدرجة متساوية، ولكنه ببساطة ان البائع ليس مجبرا على البيع لمشتري معين وان المشتري ليس مجبرا على الشراء من بائع بعينه، فاذا لم يكن هذا هو الوضع فان الية السوق سوف تنتشوه ولن يكون بالإمكان تحديد القيمة السوقية العادلة.

2- مبدا الاستبدال:

بمعني الشخص العاقل لا يدفع مقابل أصل معين ما يزيد عن ذلك المبلغ الذي يساوي تكلفة استبداله بأصل اخر يماثله ويقوم بالوظيفة نفسها، أي له الخصائص نفسها (1).

3- مبدا الاحلال:

أي ان قيمة الأصل تتحدد من خلال التكلفة التي سوف تدفع مقابل أصل مرغوب بنفس الدرجة، والفرق بين هذا المبدأ وسابقه ان مبدا الاستبدال يتطلب ان تكون الأصول مماثلة وتؤدي نفس الوظيفة، اما مبدا الاحلال فلا يتطلب ذلك بل للمشتري نفس الرغبة في الحصول على الاصلين (2).

4- مبدا المنافع المستقبلية:

يقضي هذا المبدأ بان قيمة الأصل تعكس المنافع الاقتصادية المستقبلية المتوقعة من امتلاكه او السيطرة عليه (3).

ثانيا: مؤشرات انشاء القيمة

لقياس انشاء القيمة على مستوي المؤسسات هناك العديد من المؤشرات تختلف من حيث طبيعة مكوناتها حيث نجد مؤشرات ذات طبيعة محاسبية، مالية، مهجنة وبورصيه، عرفت هذه المؤشرات تطورا كبيرا ويمكن ابراز ذلك من خلال الشكل التالي:

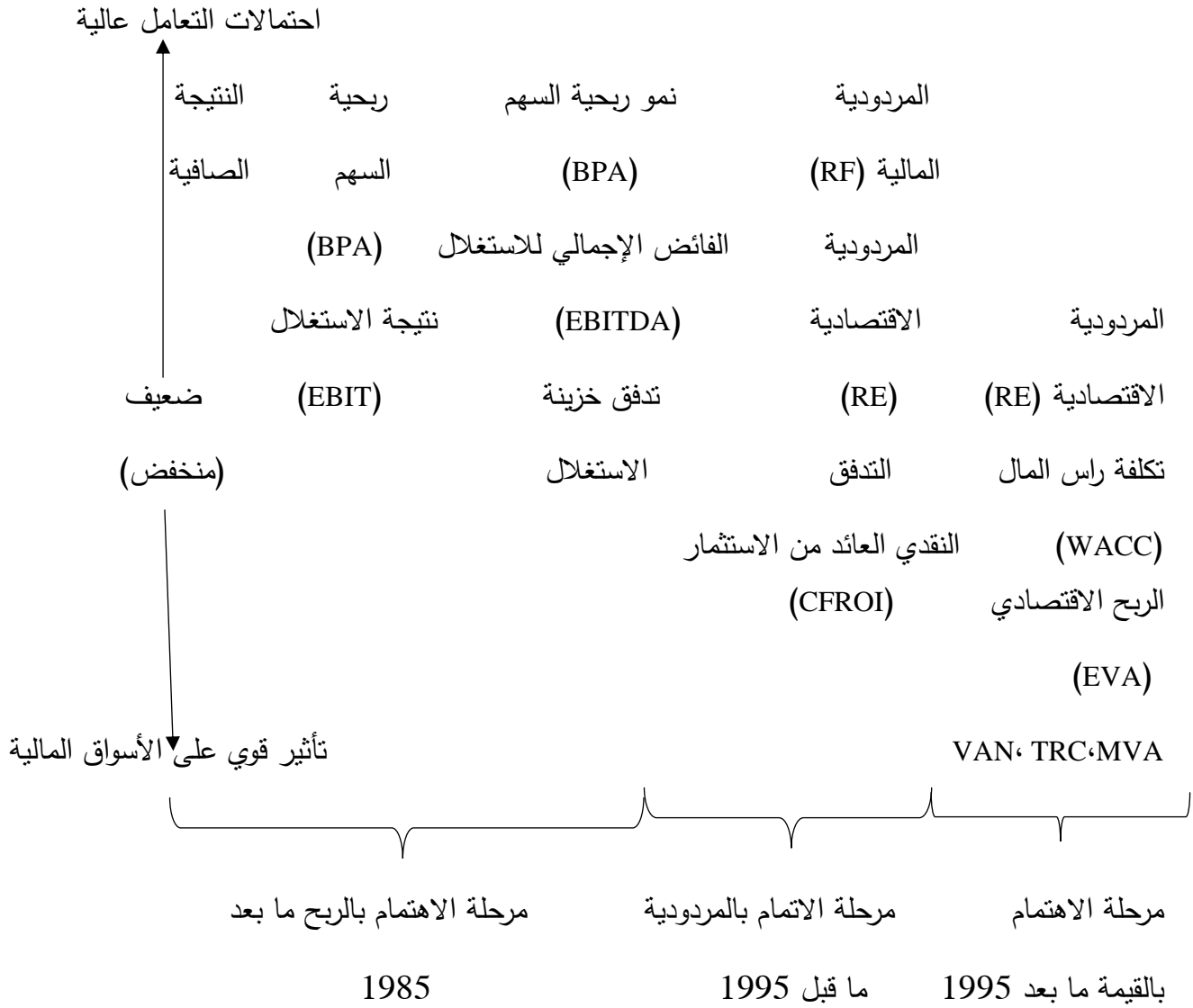
(1) طارق عبد العال حماد، التقييم: تقدير قيمة البنك لأغراض الاندماج او الخصخصة، مرجع سبق ذكره، ص 18.

(2) بلال كيموش، مرجع سبق ذكره، ص 47.

(3) عصمت محمد بن حمو، طرق ومحددات تقييم المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية في ظل استراتيجية الخصخصة، مذكرة ماجيستر في علوم

التسيير، جامعة ابي بكر بلقايد، تلمسان، 2015-2016، ص 6.

الشكل رقم (3.1): تطور مؤشرات انشاء القيمة



Source: Pascal Quiry & Yanna Le Fur: Pierre Vernimmen, 'Finance D'entreprise', 5^{eme} Edition, Dalloz, Paris, 2002, P 639.

1- مؤشرات ذات طبيعة محاسبية

عرفت تطورا كبيرا من حيث الاستعمال خاصة في منتصف الثمانينات (الشكل)، حيث تتمثل هذه المؤشرات في النتيجة الصافية، ربحية السهم الواحد، الفائض الإجمالي للاستغلال، نتيجة الاستغلال، تدفقات خزينة الاستغلال

والأموال الخاصة للسهم الواحد " Cppa"، حيث اُخذت كقيم مطلقة دون الاخذ بمبدأ النسبية الذي نادى به ريكاردو منذ زمن بعيد، مما أدى الي ظهور جيل اخر تمثل أساسا في المردودية الاقتصادية، المردودية المالية، أثر الرافعة (1).

1-1- ربحية السهم الواحد (BPA/|EPS)

يمثل هذا المؤشر في النتيجة الصافية للسهم الواحد ربح/ خسارة لسنة معينة، وله أهمية بالغة بالرغم من النقائص التي تشوبه (2)، ويعتبر أكثر استخداما اليوم وذلك لوجود علاقة مباشرة لقيمة السهم الواحد بمضاعف النتيجة الصافية (PER)، واستعمال مؤشر ربحية السهم مبني على ثلاثة أخطاء:

- الاعتقاد بان ربحية السهم تأخذ في الحسبان تكلفة الأموال الخاصة وبالتالي الخطر؛

- الاعتقاد بان المعطيات المحاسبية لها تأثير على قيمة المؤسسة، فتتغير الطريقة المحاسبية (المخزونات، الاهتلاكات....) يستطيع تعديل قيمة المؤسسة، وبالتالي فان تعديل ربحية السهم يؤدي الى تعديل قيمة المؤسسة؛

- الاعتقاد بان القرارات المالية التي تأخذ بنمو ربحية السهم تؤدي الي زيادة القيمة، وهذا باعتبار ان مضاعف النتيجة الصافية يبقى ثابتا قبل وبعد القرارات المالية، لكن في معظم الحالات هذا الافتراض خاطئ فالقيمة ليست مضاعف مباشر لربحية السهم لان القرار يؤثر على تقدير المستثمرين للخطر والنمو المحتمل للمؤسسة؛

- مؤشر ربحية السهم لا يعتبر مؤشر خلق القيمة الا إذا استوفي على الشروط الثلاثة التالية:

- خطر الأصل الاقتصادي هو نفسه من دورة الي اخري، قبل وبعد عملية (الاندماج، الاستحواذ، زيادة او تحويل راس المال، الاستثمار....)؛
- معدل نمو النتائج هو نفسه قبل وبعد عملية الصفقة؛
- الهيكل المالي للمؤسسة هو نفسه من دورة الي اخري وقبل وبعد الصفقة (3).

1-2- معدلات المردودية (RE/RF) (4)

تمثل المردوديات الجيل الثاني من المؤشرات المحاسبية حيث انها تعمل بمبدأ النسبية الذي يقيس الفعالية، وذلك بقسمة النتائج المحققة على الأصول المستخدمة او الأموال المستثمرة؛ اما المردودية الاقتصادية فهي حاصل قسمة نتيجة الاستغلال على الأصل الاقتصادي، اما المردودية المالية عبارة عن حاصل قسمة النتيجة الصافية

(1) علي بن الضب، سيدي امحمد عياد، تكلفة راس المال ومؤشرات انشاء القيمة، مجلة أداء المؤسسات المالية، العدد02، جامعة ورقلة، ورقلة، 2013، ص 127.

(2) علي بن الضب، دراسة تأثير الهيكل وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة، مذكرة ماجستير في علوم التسبير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2008-2009، ص 7.

(3) Pascal Quiry & Yanna Le fur: Pierre Vernimmen، Op.cit، P 640.

(4) علي بن الضب، سيدي امحمد عياد، مرجع سبق ذكره، ص 127-128.

على الأموال الخاصة (تستخدم المردودية المالية او مردودية الأموال الخاصة بكثرة في المؤسسات المالية كالبنوك وشركات التأمين)؛

وتحسب كل من المردودية الاقتصادية والمردودية المالية كما يلي (1):

$$\text{المردودية الاقتصادية} = \frac{\text{نتيجة الاستغلال بعد الضريبة}}{\text{الأصول الاقتصادية}} \quad (23.1)$$

$$\text{المردودية المالية} = \frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{الأموال الخاصة}} \quad (24.1)$$

1-3- التدفق النقدي المتولد عن الاستثمار (CFROI)

يمثل شكله البسيط نسبة الفائض الإجمالي للاستغلال الي الأصول الاقتصادية المأخوذة بالقيمة الاجمالية، أي قبل حساب اهتلاكات الأصول الثابتة، ويحسب بالعلاقة التالية (2):

$$\text{التدفق النقدي المتولد عن الاستثمار} = \frac{\text{الفائض الإجمالي للاستغلال}}{\text{الأصول الثابتة الاجمالية + الاحتياج في راس المال العامل}} \quad (25.1)$$

1-4- الأموال الخاصة للسهم الواحد (CPPA) (3)

يعطي هذا المؤشر صورة على ذمة المساهم، يسمى " Price To Book Ration " واستخدامه يشبه الي حد كبير استخدام مضاعف السعر الي العائد (PER) وله حالتان:

(1) الياس بن الساسي، يوسف القريشي، مرجع سبق ذكره، ص 267-268.

(2) Pierre Vernimmen، **Finance D'entreprise**، 9^{eme} Edition، Dalloz، Paris، 2011، P 677.

(3) علي بن الضيب، سيدي امحمد عياد، مرجع سبق ذكره، ص 128.

- المؤشر CPPA أكبر من الواحد، يعني المردودية المتوقعة للأموال الخاصة أكبر من المردودية المفروضة هناك انشاء القيمة؛

- المؤشر CPPA اقل من الواحد، دليل على ان المردودية المتوقعة للأموال الخاصة اقل من المردودية المفروضة.

2- مؤشرات ذات الطبيعة المالية

2-1- القيمة الحالية الصافية (VAN)

يعتبر المؤشر الوحيد ذو الطبيعة المالية كونه يأخذ في الحسبان القيمة الزمنية للنقود⁽¹⁾، كما يقيس المردودية المستقبلية اخذا بعين الاعتبار تأثير الزمن على القيمة باستخدام معدل التحيين⁽²⁾، وتحسب كالتالي:

$$VAN = \sum_{i=1}^n \frac{F_i}{(1+t)^i} - V_0 \dots\dots\dots (1.26)$$

حيث:

F_i : التدفقات النقدية للأصل المالي؛

V₀: قيمة الاستثمار المبدئي؛

t: معدل الخصم؛

n: الفترة الزمنية.

3- مؤشرات ذات الطبيعة المهجنة (محاسبة/ مالية)

جمعت هذه المؤشرات بين المؤشرات المحاسبية والمالية والمتمثلة أساسا في القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)، ومعدل التدفق النقدي المتولد عن الاستثمار (CFROI)⁽³⁾.

(1) علي بن الضب، مرجع سبق ذكره، ص 8.

(2) الياس بن الساسي، مداخلة بعنوان النمو ومفهوم خلق القيمة كمؤشر للأداء المالي والاستراتيجي للمؤسسة، المؤتمر العلمي حول الأداء المتميز للمنظمات وحكومات، جامعة ورقلة، الجزائر، 8-9 مارس، 2005، ص 347.

(3) عبد الغني دادن، قراءة في الأداء المالي والقيمة في المؤسسات الاقتصادية، مجلة الباحث، العدد 4، جامعة ورقلة، 2006، ص 42.

3-1- القيمة الاقتصادية المضافة (PE/EVA)

تعد القيمة الاقتصادية المضافة أفضل مقاييس الإدارة التي تستند الي القيمة وهي من ستقدر الربح الاقتصادي المتولد من المؤسسة، وهي قياس للأداء وأداة لقرار الاستثمار⁽¹⁾، وبالتالي ماهي الان نسخة جديدة للمفهوم القديم " الربح المتبقي"، حيث يستند كلاهما على ان مبدا المؤسسة يقوم على خلق ثروة للمساهمين من خلال تحقيق فائض يفوق التكلفة الاجمالية لراس المال المستثمر، وتقوم القيمة الاقتصادية المضافة كمؤشر للأداء المالي الداخلي على الصلة الموجودة بين أرباح المؤسسة وقدرتها على خلق الثروة، وهي مقياس يسعى الي تحسين وقياس كفاءة خلق القيمة⁽²⁾؛

ويتم حساب القيمة الاقتصادية المضافة كالتالي⁽³⁾:

القيمة الاقتصادية المضافة = راس المال المستثمر × (العائد على راس المال المستثمر - تكلفة راس المال)

.....(27.1)

ويمكن إيجاد علاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) والقيمة الحالية الصافية (VAN) بمنطق ان هذه الأخيرة ما هي الا مجموع الأرباح الاقتصادية المتحدثة بتكلفة الأموال⁽⁴⁾:

$$VAN = \sum_{i=0}^n \frac{EVA_i}{(1+K)^i} \dots\dots\dots (1.28)$$

3-2- معدل التدفق النقدي العائد على الاستثمار (CFROI)⁽⁵⁾

يعتبر هذا المؤشر بمثابة معدل المردودية الداخلي (TRI) للاستثمارات المتواجدة بالمؤسسة، حيث يساوي هذا المعدل بين قيمة الأصل الاجمالية (قبل الاهتلاكات والمؤنات وتصحيحات التضخم) وسلسلة من فائض خزينة الاستغلال بعد الضريبة النظرية على مدى حياة الأصل الاقتصادي، يتم في الأخير مقارنة هذا المؤشر مع تكلفة راس المال (K)، اين نميز حالتين:

- مؤشر CFROI أكبر من تكلفة التمويل دليل على ان هناك انشاء القيمة؛

⁽¹⁾ عماد عبد الحسين دلول، محمد فوزي مهدي، تقييم الأداء المالي باستخدام بعض مؤشرات خلق القيمة، المجلد 23، العدد 99، الجامعة المستنصرية، 2017، ص 470.

⁽²⁾ حسينة صيفي، نوال بن عمارة، قياس الأداء المالي باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة، مجلة الباحث، العدد 15، جامعة ورقلة، 2015، ص 181.

⁽³⁾ Fernandez P، Valuations Methods and Sharholder value création، Academic presse، Usa، 2002، P 269.

⁽⁴⁾ امين صالح، أثر تكلفة الأموال الخاصة على قيمة المؤسسة المدرجة في البورصة، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة محمد الصديق بن يحي، جيجل، 2018-2019، ص 107.

⁽⁵⁾ علي بن الضب، سيدي امحمد عياد، مرجع سبق ذكره، ص 129.

- مؤشر CFROI اقل من تكلفة التمويل يعني هناك تدمير للقيمة.

4- مؤشرات ذات طبيعة بورصية

تتمثل المؤشرات ذات الطبيعة البورصية في القيمة السوقية المضافة (MVA)، وعائد المساهم الكلي (TSR) وهما مؤشران يتأثران بالظروف البورصية (السوقية).

4-1- القيمة السوقية المضافة (MVA)

ويتم تطبيق هذا المؤشر على مستوى المؤسسات المدرجة في البورصة، ويقصد بها الفرق بين القيمة السوقية للمؤسسة وراس المال المستثمر بها من قبل الملاك والمقترضين⁽¹⁾، وتعتبر المؤسسة المدرجة في البورصة خالقة للقيمة إذا كان الفرق بين الرسملة البورصية والقيمة المحاسبية (الدفترية) للأموال الخاصة موجبا، ويمكن البرهنة على ذلك بسهولة مع افتراض المساواة بين المبلغ المحاسبي والقيمة السوقية للاستدانة الصافية كمايلي⁽²⁾:

القيمة السوقية المضافة = الرسملة البورصية + قيمة الاستدانة الصافية - المبلغ المحاسبي للأصل

الاقتصادي(29.1)

القيمة السوقية المضافة = الرسملة البورصية + المبلغ المحاسبي للديون - (المبلغ المحاسبي للأموال الخاصة

+ المبلغ المحاسبي للديون)(30.1)

القيمة السوقية المضافة = الرسملة البورصية - المبلغ المحاسبي للأموال الخاصة(31.1)

وإذا كانت القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) تحسب لكل فترة (سنة)، فان القيمة السوقية المضافة (MVA) تحسب لمجموعة من السنوات حيث تمثل القيمة الحالية لسلسلة القيم الاقتصادية المضافة المقدره لحظة التقييم، وذلك كمايلي⁽³⁾:

$$MVA = \sum_{t=1}^n \frac{EVA_t}{(1+k)^t} \dots\dots\dots (1.32)$$

(1) حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2004، ص 261.

(2) امين صالح، مرجع سبق ذكره، ص 109.

(3) هوراي سويسبي، دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة، مجلة الباحث، العدد7، جامعة ورقلة، 2010، ص 62.

4-2- عائد السهم الكلي (TSR)

يهدف هذا المؤشر الي إعطاء صورة عن الأداء التاريخي والمالي، بسبب ان القيمة السوقية ليست دائما ذات مدلول جيد في وقت الازمات أي تكون الأسعار متذبذبة كثيرا حيث تكون تكلفة التمويل مرتفعة بسبب زيادة المخاطر، تم تطبيق هذا المؤشر من طرف " Boston Consulting Groupe"، " BCG"، حيث يكمن الفرق بينه وبين " TRA" انه يعتمد على الأداء التاريخي بعد عملية الاستثمار على عكس " TRI" الذي يعتمد على المردودية وتدفقات الخزينة المتوقعة مستقبلا، يتمثل هذا المؤشر في معدل نمو سعر السهم السوقى مضافا للتوزيعات منسوبة الي السعر، وهو في الحقيقة لا يختلف عن معدل المردودية ولإعطائه معنوية أكثر يستحسن حسابه على فترات طويلة من 5 الي 10 سنوات كمتوسط حسابي؛

ويحسب بالعلاقة التالية (1):

$$TSR = \frac{P_0 + D + P_1}{P_0} \dots\dots\dots (1.33)$$

حيث:

P_0 : سعر السهم السوقى في بداية المدة؛

D : التوزيعات؛

P_1 : سعر السهم السوقى في نهاية المدة.

ومن سلبياته انه:

- لا يهتم بتقسيم الوقت او تجزئته؛

- هذه الطريقة تركز على توفر معلومات دقيقة في السوق، والسوق دائما محفوف بالمخاطر سواء العامة او الخاصة بالأصل المعني (2).

بعدها تطرقنا لمؤشرات انشاء القيمة بمختلف أنواعها المحاسبية، المالية، المهجنة والبورصية، نعرض الان الجدول التالي الذي يلخص اهم نقاط القوة والضعف لكل مؤشر من المؤشرات وهي كالتالي:

(1) علي بن الضب، مرجع سبق ذكره، ص 10-11.

(2) سعيد بريكة، سمير مسعى، مرجع سبق ذكره، ص 19.

جدول رقم (2.1): تقييم مؤشرات انشاء القيمة

المؤشرات	المؤشر	نقاط القوة	نقاط الضعف
المؤشرات البورصية	MVA	- يقيس انشاء القيمة المتراكمة وليس السنوية؛ - يتميز بالسهولة والبساطة.	- مشكل كفاءة السوق المالي؛ - لا يمكن تطبيقه في المؤسسات الغير المسعرة.
	TSR	- الاعتماد على المدى الطويل وقياس الأداء التاريخي؛ - التعبير عن مردودية المساهمين.	- يتأثر بالتغيرات السعريّة؛ - اعتماد على الأسعار خلال فترة قصيرة.
المؤشرات المهجنة	EVA/PE	- لا يتأثر بتذبذب الأسعار؛ - يمكن استعماله للمؤسسات الغير المسعرة؛ - التركيز على دورة الاستغلال واستبعاد الدورات الأخرى.	- يصعب تحديد K عند استخدام الأوراق المالية المهجنة؛ - لا يأخذ بعين الحسبان المصاريف المالية والاهتلاكات؛ - ساكن كونه يخص دورة واحدة.
المؤشرات المحاسبية	RF /RE	- سهولة الحساب؛ - يسمح بحساب أثر الرفع المالي.	- محاسبي ولا يراعي البعد المالي ولا السوقي؛ - ساكن.
	BPA	- بساطة وسهولة الحساب؛ - يسمح بحساب المضاعف PER.	- اهمال جانب المخاطرة؛ - عدم مراعاة الأموال المستثمرة وتكلفتها؛ - يشمل كل الدورات خاصة الاستثنائية.
المؤشرات المالية	VAN	- الأخذ في الحسبان التوقعات المستقبلية وتكلفة الأموال؛ - الاعتماد على التحيين، اعتبار القيمة الزمنية للنقود.	- صعوبة الاستخدام من طرف المطلل الخارجي.

المصدر: علي بن الضب، مرجع سبق ذكره، ص 11.

المبحث الثاني: طرق تحديد القيمة

هناك العديد من الطرق والأساليب المطبقة لتقويم المؤسسات، وهذه الطرق كذلك لها تقسيمات متعددة فمنها من يركز على الذمة المالية ومنها على قيمة المردودية ومنها ما يركز على مقارنة فائض القيمة او المتوسط المرجح، وهذا ما يعني انه ليس هناك طريقة تكون بمثابة الوسيلة الفعالة التي تحقق النجاح لاي عملية تقييم للمؤسسة؛

وسوف نتطرق في هذا المبحث الي هذه الطرق المذكورة وكيفية الحصول عليها.

المطلب الأول: طرق الذمة المالية

هي من الطرق البسيطة الغير المعقدة حيث انها عبارة عن قراءة بسيطة لمجموع الممتلكات الخاصة بالمؤسسة، فهي تهدف الى تحديد قيمة المؤسسة بتجميع كل القيم الحقيقية الخاصة بممتلكاتها مع طرح الديون وهو ما يعرف بالذمة المالية، وهي تشمل طرق التقييم التي تمثل الصفة التاريخية وليس التقديرية⁽¹⁾، وعليه يبرز هذا المطلب اهم الطرق التي جاءت بها هذه الطريقة وهي كالتالي:

- طريقة الأصل المحاسبي الصافي (ANC)؛
- طريقة الأصل المحاسبي الصافي المصحح (ANCC)؛
- القيمة الجوهرية (VSB)؛
- الأموال الدائمة للاستغلال (CPNE).

أولاً: طريقة الأصل المحاسبي الصافي (ANC)

يتم حسب هذه الطريقة تقييم أصول المؤسسة على أساس التكلفة التاريخية، وتحديد قيمة أصولها من واقع دفاترها وسجلاتها⁽²⁾، وتسمى كذلك بالقيمة الرياضية المحاسبية وتعرف الأصول المحاسبية او ما يعرف المركز المالي للمؤسسة على انها:

" فائض أصول وحقوق المؤسسة على مجموع الديون التي عليها اتجاه الغير⁽³⁾."

وتحسب بالطريقة الاتية⁽⁴⁾:

(1) عصمت محمد بن حمو، مرجع سبق ذكره، ص 100.

(2) محمود علي الجبالي، تقسيم الأصول الثابتة لأغراض الخصخصة حالة مؤسسة سكة حديد العقبة، مجلة الباحث، العدد 10، جامعة الأردن، 2012، ص 255.

(3) رزقي محمد، أثر القرارات المالية على قيمة المؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2007-

2008، ص 42.

(4) Bellalah Mondher، **Finance Moderne D'entreprise**، 2^{eme} Edition، Economica، Paris، 2003، P 28.

Actif Net = Actif corporel – Ensemble des dettes

الأصل الصافي = الأصل المادي – مجموع الديون(34.1)

وتحسب أيضا:

Actif Net = Capital + Réserves + Résultat après distribution

الأصل الصافي = رأسمال + الاحتياطات + النتائج بعد التوزيع(35.1)

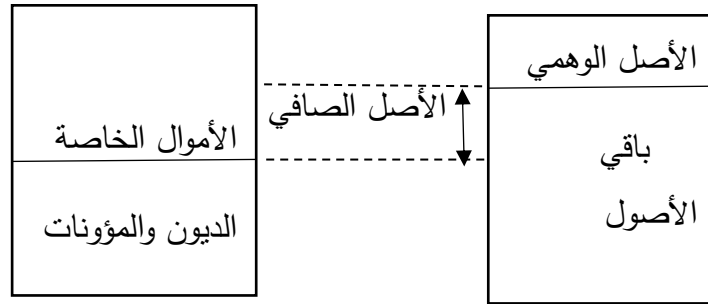
وأیضا:

Actif Net = Capital propres – Actifs fictifs

الأصل الصافي = الأموال الخاصة – الأصول الوهمية(36.1)

والشكل التالي الموضح للأصل المحاسبي الصافي:

الشكل رقم (4.1): يوضح الأصل المحاسبي الصافي



المصدر: بلخير بكاري، مرجع سبق ذكره، ص 48.

فالأصل المحاسبي الصافي لا يمثل سوى مقارنة قاصرة لقيمة المؤسسة فهو يمثل الحق المالي للمساهم في حالة التنازل عن نشاط المؤسسة معبر عنها بقيم محاسبية، اذن في الحقيقة يتم هذا انطلاقا من الأصل المتنازل عليه والديون الحقيقية (1).

ثانيا: طريقة الأصل المحاسبي الصافي المصحح (ANCC)

الأصول الصافية المحاسبية المصححة تسمى بالأصول الصافية الاصلية في كل الأحوال جميع المفاهيم المستعملة لتقويم أسهم المؤسسة لا تشكل أي أهمية، وتعرف الأصول الصافية المصححة بقيمة الملكية وهي القيمة الاصلية للمؤسسة والتي عرفناه بانها:

(1) بلخير بكاري، مرجع سبق ذكره، ص 48.

" الفرق بين قيمة الأصول والديون بعد حساب هذه القيمة، تكمل بتصحيحات او إعادة تقييم لكل عنصر من العناصر المكونة للميزانية (1)".

وتحسب وفق المعادلة التالية (2):

$$\text{Actifs Net Real ou Corrige} = \text{Actifs net comptabilité} + \text{Plus-values} - \text{Moins-values}$$

الأصول الصافية الحقيقية (المصححة) = الأصول الصافية المحاسبية + زيادة القيمة - نقصان القيمة

(37.1)

ثالثا: القيمة الجوهرية (VSB)

القيمة الجوهرية تمثل مجموع الأصول المادية للمؤسسة المستعملة والمنظمة من اجل تحقيق الأهداف بدون الأخذ بعين الاعتبار طرق تحويل هذه الأصول، وهي تركز على الاستمرارية والنشاط، ولحساب هذه القيمة تتبع الخطوات التالية:

- الحذف من قيمة الأصول كل العناصر المادية والمعنوية غير اللازمة للاستغلال؛
 - العناصر المعنوية غير فائض القيمة مثل: براءة الاختراع، العلامات التجارية، حين حساب القيمة الجوهرية الاجمالية؛
 - يضاف للأصول كل الاستثمارات اللازمة للاستغلال والتي تستعملها المؤسسة بدون ان تكون ملكا لها.
- وتتم حسابها وفق العلاقة التالية (3):

القيمة الجوهرية = الأصول المصححة + مصاريف الاستثمار + الأملاك المستأجرة - العناصر خارج

الاستغلال.....(38.1)

رابعا: لأموال الدائمة للاستغلال (CPNE) (4)

وفيها يتم ادخال مفهوم الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال كطرف في العلاقة، باعتباره بديلا لما جاء كانتقاد لطريقة القيمة الجوهرية، خاصة ما تعلق بمشكل التمويل للعناصر الضرورية للاستغلال.

وتحسب القيمة فيها بالعلاقة التالية:

(1) رشيد عريوة، أساليب وطرق اندماج الشركات دراسة مالية ومحاسبية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2009-2010، ص 61.

(2) Jean Michel Palon، **Comptabilité**، Groupe revue fiduciaire، Paris، 2005، P 152.

(3) سفيان دلوف، أثر محددات القرار التمويلي على قيمة الرفع المالي بالمؤسسة من وجهة نظر اسلامية، مجلة اقتصاديات شمال افريقيا، العدد 19، جامعة سطيف، 2018، ص 198.

(4) سفيان دلوف، مرجع سبق ذكره، ص 198.

$$\text{CNPE} = \text{BFR} + \text{AE} + \text{IL} \dots\dots (1.39)$$

حيث:

CNPE : الأموال الدائمة للاستغلال؛

BFR : الاحتياجات من رأس المال العامل؛

AE : أصول الاستغلال؛

IL : استثمارات مؤجرة.

المطلب الثاني: طرق قيمة المردودية

تعتمد طرق الذمة المالية في تحديدها لقيمة المؤسسة أساسا على الميزانية وبذلك فهي تتجاهل القدرة الربحية المستقبلية للمؤسسة، في حين ان طرق المردودية تعتبر أكثر ديناميكية حيث تعتمد على جدول حسابات النتائج لإيجاد قيمة المؤسسة انطلاقا من الأرباح التي تهم المستثمرين، أي ⁽¹⁾ يهتم بما قد يفرزه استغلال هذه الأصول من تدفقات والتي عادة ما يغير عنها في شكل أرباح، توزيعات الأسهم وتدفق نقدي.

أولا: الطرق المرتكزة على التدفق النقدي المتاح (DCF)

يتمثل التدفق النقدي المتاح في التدفق النقدي بعد حساب الضريبة المطروح من طرف المؤسسة ككل والذي يعود لجميع من قدم الاموال (مساهمين، دائنين)، على عكس التدفق النقدي الموافق للأموال الخاصة الذي يعود للمساهمين فقط ⁽²⁾، ويحسب التدفق المتاح مستقبلا عن طريق التمويل لذا تستبعد من حسابه المصاريف المالية كما لا تؤخذ في حسابه الا تدفقات السيولة الناتجة عن الاستغلال، بحيث عند القيام بخصمها (التدفقات المتوقعة) نحصل على قيمة الأصل الاقتصادي الضروري للحصول على نتيجة الاستغلال ⁽³⁾.

ويمكن حساب التدفق النقدي المتاح كما يلي ⁽⁴⁾:

التدفق النقدي المتاح = نتيجة الاستغلال بعد الضريبة + مخصصات الاهتلاكات - التغير في الاحتياج في

رأس المال العامل - الاستثمارات (40.1)

(1) Jean Banneau، Jacqueline Delhaye، **Gestion Financier**، 8^{eme} Edition، Du nord، Paris، 1999، P 300.

(2) هواري سويبي، دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة، مرجع سبق ذكره، ص 65.

(3) هواري سويبي، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، مرجع سبق ذكره، ص 94.

(4) Jean Banneau étal، **Gestion Financière**، 15^{eme} Edition، Du nord، Paris، 2006، P 316.

ويعد معرفة وتحديد العناصر المكونة للتدفق النقدي المتاح يمكن تشكيل سلسلة من التدفقات النقدية المقدره لعدد من السنوات ثم القيام باستحداثها بمعدل استحداث معين، وذلك كالتالي (1):

$$V = \sum_{i=1}^n \frac{FT}{(1+K)^i} + \frac{VRn}{(1+K)^n} \dots\dots\dots (1.41)$$

حيث:

V : القيمة الحالية للتدفقات المستقبلية؛

Ft : التدفق النقدي المتاح المقدر؛

VRn : القيمة الباقية للمؤسسة في نهاية المدة؛

n : الفترة لحساب التدفقات؛

K : معدل الاستحداث.

ثانيا: الطرق المعتمدة على توزيعات الأرباح

تهدف هذه الطرق الي تحديد قيمة السهم بأخذ بعين الاعتبار توزيعات الأرباح المتوقعة وسعر إعادة التنازل عن هذا السهم في المستقبل، ويمكننا حساب قيمة المؤسسة بالمعادلة التالية (2):

$$VE = \sum_{i=1}^n \frac{Di}{(1+t)^i} + \frac{Vn}{(1+t)^n} \dots\dots\dots (1.42)$$

حيث:

VE : قيمة المؤسسة؛

Di

∑ : القيمة الحالية للتوزيعات المتوقع الحصول عليها خلال الفترة i؛
i=1 (1+t)ⁱ

(1) عبد القادر دبون، هواري سويبي، أهمية قياس قيمة الأصول المعنوية في ظل اقتصاد المعرفة، المؤتمر العلمي حول الأداء المتميز للمنظمات والحكومات، جامعة ورقلة، 8-9 مارس، 2005، ص 406.

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

VN

—: القيمة الحالية لسعر إعادة التنازل عن السهم.

$(1+t)^n$

وبالنظر التي سيواجهها المقيم بخصوص تقدير هذه التدفقات سنة بعد سنة، ثم من الناحية النظرية تطور التوزيعات حسب ثلاث وضعيات سمحت بمعالجة قيمة السهم عبر نماذج التقييم التالية:

1- النموذج الصفري

يفترض هذا النموذج بان حامل السهم سيتحصل على مقدار ثابت من التوزيعات، وذلك يعني ان النمو الدوري لهذه التدفقات يساوي صفر مهما كانت n أي $D_1=D_2=D_3.....$ وفي ظل هذه الفرضيات يمكن صياغة المعادلة التي تعطينا قيمة السهم على النحو الاتي ⁽¹⁾:

$$V = \frac{D}{t} \dots\dots (1.43)$$

حيث:

V : قيمة السهم؛

D : التوزيعات المتوقعة الحصول عليها مستقبلا والي ما لا نهاية، و يمكن الاعتماد اما على توزيعات اخر دورة او على المتوسط الحسابي لتوزيعات عدة دورات في التعبير عن المقدار الثابت لهذه التدفقات؛

t : معدل الرسملة.

2- النموذج الثابت

ويعتمد هذا النموذج على فرضية نمو التوزيعات مهما كانت الفترة n، ما ينتج عنه دخل سنوي متزايد بمعدلات ثابتة وفق العلاقة التالية ⁽²⁾:

$$V = D \frac{1}{1-g} \dots\dots\dots (1.44)$$

⁽¹⁾ Kienast Philippe، L'évaluation Des Entreprise، 1^{ere} Edition، Vuibert، Paris، 1992، P 741.

⁽²⁾ نادية عيساوي، مرجع سيق دكره، ص 90.

حيث:

V: قيمة السهم؛

D: التوزيعات؛

t: معدل العائد المطلوب من طرف الساهمين؛

g: معدل نمو التوزيعات.

ويسمى هذا النموذج بـ " Gordon- Shapiro " حيث هذا النموذج قد ادخل تحسينات على نموذج النمو الصفري بافتراضه وجود معدل لنمو التوزيعات و ان كان ثابتا، لكن قد يعكس ذلك ثبات نمو الأرباح و معدل توزيعاتها طيلة فترة التوقع، ما يعتبر بعيدا عن الواقع لأنه غالبا ما تكون نتائج المؤسسة متغيرة من سنة لأخرى و قد تميل معدلات نموها في بعض الأحيان الي التراجع، وذلك من شأنه ان يؤثر على سياسة التوزيعات، وعليه فسيكون من المناسب الاستعانة بنماذج اخرى تأخذ بعين الاعتبار النمو المتناقص و المتعدد للتوزيعات في التعبير عن قيمة السهم.

3- نموذج النمو المتعدد (1)

يقوم نموذج النمو المتعدد على فرضيتين هما: تعدد معدلات نمو التوزيعات، وميل هذه المعدلات الي الانخفاض كلما طالت فترة التوقع ونتيجة افتراض امتداد فترة التوقع الا ما لا نهاية، طرحت إشكالية تقدير كل من مراحل نمو التوزيعات و معدل نمو هذه التوزيعات، و لأجل تجاوز هذه المشكلة تم افتراض نمو هذه التدفقات على مرحلتين: تمديد المرحلة الأولى الي السنة n و تنمو من خلالها التوزيعات حسب معدل مرتفع و ثابت و ليكن g، اما المرحلة الثانية فتبدا من السنة n + 1 و تستمر الي ما لا نهاية و يكون و يكون معدل نمو التوزيعات خلالها منخفضا و ثابتا ونرمز له بالرمز 'g'.

وللوصول على قيمة السهم حسب هذا النموذج لا بد من حساب القيمة الحالية للتوزيعات المتوقع الحصول عليها من خلال المرحلتين، وما دامت المرحلة الثانية ستمتد الي ما لا نهاية يستعمل النموذج " Gordon- Shapiro " لحساب القيمة الحالية للتوزيعات عند الزمن n، مع الاخذ بعين الاعتبار معدل نمو المرحلة الثانية 'g'، فتصبح العلاقة كالتالي:

(1) نادية عيساوي، مرجع سبق ذكره، ص 90-91.

$$D_0 \times \frac{(1+g)^i (1+g')}{(1-g')} \dots\dots (1.45)$$

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

$$V = \sum_{i=1}^n \frac{D_0 (1+g)^i}{(1+g)^i} + \frac{D_0 (1+g)^i (1+g')}{1-g'} \times \frac{1}{(1+g)^i} \dots\dots (1.46)$$

حيث:

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

$$\sum_{i=1}^n \frac{D_0 (1+g)^i (1+g')}{1-g'} \times \frac{1}{(1+g)^i} : \text{القيمة الحالية للتوزيعات المتوقعة الحصول عليها خلال المرحلة الثانية.}$$

ثالثاً: الطرق المرتكزة على الأرباح

تهدف هذه الطرق الي تحديد راس المال الواجب انفاقه في شراء المؤسسة أي قيمتها، أي الاخذ بعين الاعتبار قدرة هذه الأخيرة على افراز نتائج مستقبلية تتمثل في الأرباح، وتبعاً لذلك نحصل على قيمة المؤسسة بحساب القيمة المالية للأرباح المتوقعة الحصول عليها مستقبلاً.

ويتم تصنيف هذه الطرق لمعالجة قيمة المؤسسة بالاعتماد على الأرباح وتتمثل في ثلاث طرق وهي:

1- رسملة الأرباح

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

(1) محمد مطر، مرجع سبق ذكره، ص 325.

$$V_E = B \frac{1}{t} \dots\dots\dots (1.47)$$

حيث:

V_E : قيمة المؤسسة؛

B : الربح المتوقع ان تفرزه المؤسسة الي ما لا نهاية؛

t : معدل الرسملة؛

: معامل الرسملة. $\frac{1}{t}$

تعتبر رسملة الأرباح من الطرق شائعة الاستعمال لبساطتها، غير ان ذلك لا يمكن ان يخفي عيوبها فهذه الطرق تفترض ان الأرباح ستتجدد الي ما لا نهاية وهذا عكس الواقع الاقتصادي.

2- القيمة الحالية للأرباح

تتفق طريقة تحيين الأرباح مع طريقة الرسملة من حيث المبدأ، حيث نحصل على قيمة المؤسسة بحساب القيمة الحالية للأرباح المتوقع ان تفرزها المؤسسة في المستقبل، الا انها تأخذ بعين الاعتبار عامل الزمن فبدلا من افتراض استمرار تحقق الأرباح الي ما لا نهاية، تعتبر هذه الطريقة ان افراز الأرباح بالمؤسسة سيتم من خلال فترة محدودة من الزمن، ويمكن تطور هذه التدفقات مستقبلا عبر احدى الوضعيتين التاليتين⁽¹⁾:

▪ إذا افترضنا ان الأرباح ستبقي ثابتة طيلة فترة التوقع، نحصل على قيمة المؤسسة وفقا للعلاقة التالية:

$$V_E = Bx \frac{(1+t)^n - 1}{t(1+t)^n} \dots\dots\dots (1.48)$$

حيث:

V_E : قيمة المؤسسة؛

B : الربح الذي نتوقع ان تفرزه المؤسسة و هو ثابت مهما كانت n ؛

(1) نادية عيساوي، مرجع سبق ذكره، ص 85-86.

t : معدل التحيين؛

n : الفترة التي يفترض ان يتحقق من خلالها التدفق.

▪ اما إذا افترضنا ان الأرباح تتغير من سنة الي اخري ومنه نحصل على قيمة المؤسسة وفقا للعلاقة التالية:

$$V_E = \sum_{i=1}^n \frac{B_i}{(1+t)^i} \dots\dots\dots (1.49)$$

حيث:

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

3- فترة الاسترداد

تقوم طريقة فترة الاسترداد على تقييم طريقة سعر السهم، حيث تمثل فترة حيازة سعر السهم مضاف اليه القيمة الحالية للأرباح المستقبلية⁽¹⁾؛

كما تتمثل فترة الاسترداد في عدد السنوات اللازمة للمستثمر لكي يتساوى سعر سهمه مع القيمة الحالية للأرباح المستقبلية، هذه الطريقة مستوحاة من طريقة فترة الاسترداد المستعملة في تقييم المشاريع الاستثمارية، وتقوم قاعدة الحساب على أساس تعريف فترة الاسترداد على العلاقة التالية⁽²⁾:

$$P = B \frac{[(1+C) \div (1+R)]^n}{[(1+C) \div (1+R)] - 1} \dots\dots\dots (1.50)$$

حيث:

P : سعر السهم المراد الوصول اليه؛

B : ربح السهم للسنة صفر (آخر سنة مقفلة) ؛

C : معدل الزيادة الاسمية لربح السهم؛

(1) نعيمة غلاب، زينات دراجي، تحليل مقاربات تقييم المؤسسة، الملتقى الدولي حول اقتصاديات الخوصصة والدور الجديد للدولة، جامعة فرحات عباس، سطيف، 3-7 أكتوبر، 2004، ص 7.

(2) جمال قدام، تمويل المؤسسات الاقتصادية: دراسة تحليلية لأثر التمويل المباشر على قيمة المؤسسة، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة محمد الصديق بن يحي، جيجل، 2006-2007، ص 65.

R : معدل المردود السندات على المدى البعيد؛

n : فترة التحصيل بالسنوات.

المطلب الثالث: الطرق الأخرى للتقييم

من خلال دراستنا لطرق تقييم المؤسسة، فبالإضافة لطريقة الذمة المالية وطريقة قيمة المردودية هناك أيضا طرق أخرى جاءت لتسد عجز هذه الطرق للتعبير عن قيمة المؤسسة، وتم الجمع بين الطريقتين من أجل الحصول على مدخل ثالث يضم مجموع الطرق المختلطة.

ونميز وفق هذا المصدر الطرق التالية:

أولاً: الطرق المرتكزة على المتوسط المرجح

يمكن ان نجد في هذه الطرق طريقتين هما:

• طريقة المطبقين؛

• طريقة المعاملات الترجيحية.

1- طريقة الطبقين (1)

تعرف قيمة المؤسسة حسب هذه الطريقة بمثابة المتوسط الحسابي لأصلها الصافي المصحح وقيمة المردودية مع الاخذ لآخر ربح معلوم، مقسوم على المعدل بدون خطر ويكتب وفق العلاقة التالية:

$$V = \frac{1}{2} (ANC + VR) \dots\dots\dots (1.51)$$

حيث:

V : قيمة المؤسسة؛

ANC : الأصل الصافي المصحح؛

VR : قيمة المردودية.

(1) بلخير بكاري، مرجع سبق ذكره، ص 116.

$$VR = \frac{B}{i} \dots\dots\dots (1.52)$$

حيث:

B : اخر ربح معلوم للمؤسسة؛

i : معدل المردودية بدون خطر .

2- طريقة المعاملات الترجيحية (1)

يتم وفق هذه الطريقة حساب المتوسط الترجيحي للنتائج المتحصل عليها من خلال طريقتي الذمة المالية والمردودية، وتحسب بالعلاقة التالية:

$$V = \frac{av_1 + bv_1 + cv_1}{a + b + c} \dots\dots\dots (1.53)$$

حيث:

V₁ : يمثل القيمة المحصل عليها عن طريق الذمة المالية؛

V₂ : القيمة المحصل عليها عن طريق المردودية؛

V₃ : القيمة ذات الطابع الأكثر اقتصادي (نسبة من رقم الاعمال مثلا) ؛

c·b·c : معاملات ترجيحية يتم اختيارها بصفة بطريقة تعسفية من طرف الخبير المقيم.

ثانيا: الطرق المرتكزة على فائض القيمة (Good Will)

من اساسيات هذه المقاربة هو ان للمؤسسة قيمة اعلى من مجموع عناصر الأصول والخصوم (المراد تقسيمها)⁽²⁾، ومصطلح " Good Will " مصطلح معروف كثيرا لدى الماليين حيث استعمل لفترة طويلة كأداة مفضلة لتصحيح قيم الذمة المالية من اجل الاخذ بالحسبان المردودية الاقتصادية المحققة من طرف المؤسسة خصوصا مقارنة مع التكلفة الوسطية المرجحة لرأسمال، من ثم تقييم راس المال المعنوي للمؤسسة⁽³⁾.

(1) بلخير بكاري، مرجع سبق ذكره، ص 116-117.

(2) Georges Legvos ، L'évaluation Des Entreprise، Du nord، Paris، 2011، P 127- 128.

(3) بلخير بكاري، مرجع سبق ذكره، ص 118.

ولتقييم هذه الطريقة " Good Will " يمكن حسابه وفق الطريقتين هما:

1- الطرق غير المباشرة (1)

يستعمل في هذه الطريقة مفهوم الأصل المحاسبي المصحح (ANCC) لحساب فائض القيمة والقيمة الاجمالية للمؤسسة.

$$V = GW + ANCC \dots\dots\dots (1.54)$$

حيث:

V: القيمة الاجمالية للمؤسسة؛

GW : فائض القيمة؛

ANCC : الأصل الصافي المحاسبي المصحح.

وتحسب فائض القيمة كالتالي:

$$GW = \frac{1}{2i} (B - i \times ANCC) \dots\dots\dots (1.55)$$

ومنه تحسب قيمة المؤسسة على النحو التالي:

$$V = ANCC + \frac{1}{2i} (B - i \times ANCC) \dots\dots\dots (1.56)$$

حيث:

i : يمثل سعر الفائدة المستعمل في الدولة (غالبا معدل الفائدة على القيم ذات الدخل ثابت).

2- الطرق المباشرة

توجد عدة طرق مباشرة لحساب فائض القيمة والتي سوف نتطرق لذكر أهمها:

(1) هوارى سويسي، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، مرجع سبق ذكره، ص 99.

2-1 الطريقة الانجلوسكسونية

تعتمد هذه الطريقة على رسملة الربح الصافي " super profit " الناتج عن الفرق بين الربح المحصل عليه وعائد توظيف الأموال الضرورية للمؤسسة في السوق المالي (1).
وتعطي قيمة المؤسسة وفائض القيمة بالعلاقة التالية (2):

ا- الطريقة الصافية:

$$V = ANC + \frac{1}{i} (CB - i \times VSB) \dots\dots (1.57)$$

$$GW = \frac{1}{t} (CB - i \times VSB) \dots\dots (1.58)$$

ب- الطريقة الاجمالية:

$$V = ANCC \frac{1}{t} + (CB \times i \times ANC) \dots\dots (1.59)$$

$$GW = \frac{1}{t} (CB - i \times ANC) \dots\dots (1.60)$$

حيث:

i : سعر الفائدة؛

t : معدل استحداث الخطر (حيث يكون اكبر من " i " كونه يضاف اليه ما بين 25% الي 50% كنسبة خطر)؛

CB : القدرة الربحية.

(1) هواري سويبي، مرجع سبق ذكره، ص 101.

(2) Mauguire، H، L'évaluation Des Entreprises Non Cotées، Édition Bordas، Paris، 1990، P 36.

2-2- طريقة الخبراء المحاسبين الاوربيين

يعتمد أصحاب هذه الطريقة على فائض القيمة (Good Will) والذي يمثل استثمار حصة المسيرين (1).

وعليه تصبح المعادلة كالتالي:

ا- الطريقة الاجمالية (2):

قيمة المؤسسة:

$$V_s + (an \times CB)$$

$$V = \frac{V_s + (an \times CB)}{1 + (an \times t)} - \text{Dettes} \dots\dots\dots (1.61)$$

$$1 + (an \times t)$$

فائض القيمة:

$$an$$

$$GW = \frac{an}{1 + (an \times t)} (CB - t \times VS) \dots\dots\dots (1.62)$$

$$1 + (an \times t)$$

ب- الطريقة الصافية (3):

$$an \times B$$

$$V = ANCC + \frac{an \times B}{1 + (an \times i)} \dots\dots\dots (1.63)$$

$$1 + (an \times i)$$

$$an$$

$$GW = \frac{an}{1 + (an \times i)} (B - i \times ANCC) \dots\dots\dots (1.64)$$

$$1 + (an \times i)$$

حيث:

V : قيمة المؤسسة؛

(1) هواري سويبي، مرجع سبق ذكره، ص 102.

(2) Manguire 'H' Op.cit' P 34.

(3) Jean Brilman Et Jean Marie 'Manual D'évaluation Des Entreprises' Edition d'organisation' Paris' 1993' P 120.

VS : القيمة الجوهرية؛

an : القيمة الحالية لمبالغ مستقبلية متساوية؛

CB : القدرة الربحية؛

t : معامل استحداث يساوي الي معدل الفائدة لقرض الدولة مضاف اليه علاوة ب 50%؛

n : فترة تتراوح بين 3 و 8 سنوات.

يطبق تخفيض بنسبة 30% على القدرة الربحية (CB).

خلاصة:

توجد عدة مفاهيم مختلفة ومتنوعة لقيمة المؤسسة منها القيمة الاستثمارية، الدفترية، المتبقية، الحقيقية الخ وتعتبر القيمة السوقية الأكثر شيوعا لتقدير القيمة، اذ تكمن في جوهر الشيء وعندما تتم عملية التبادل فإنها تصبح مجسدة في السعر.

ولقياس مدى خلق القيمة لابد من توفر مؤشرات المحاسبية، المالية، المهجنة والبورصية وتعدد الطرق والمبادئ الأساسية في تحديد قيمة المؤسسة لكن يجب الأخذ بعين الاعتبار العوامل المؤثرة على هذه العوامل.

وتهدف عملية التقييم الي البحث عن القيمة الحقيقية للمؤسسة، غير ان المقيم يجد صعوبة في تحقيق الأهداف المرجوة من التقييم في حال اعتماده على طرق التقييم لوحدها، وذلك نتيجة معالجة هذه الطرق من وجهة نظر محاسبية واهمالها لعوامل عديدة ذات علاقة بوضعية المؤسسة محل التقييم وبالمخاطر التي يفرضها عليها المحيط الذي تنشط فيه.

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 التغيرات الحديثة

خلاصة

تمهيد:

رغم تعدد المصادر التمويلية المتاحة أمام المؤسسة الاقتصادية واختلاف أشكالها، يعد الهيكل المالي من القضايا الهامة في النظريات المالية وما يزال الاهتمام منصباً على التوليفة التي يتم بها تشكيل الهيكل المالي الأمثل من بين أموال الملكية وأموال الاستدانة وكيفية انعكاسه على القيمة السوقية الاقتصادية. ورغم ظهور العديد من النظريات التي حاولت ولا تزال تحاول تفسير مشكلة الهيكل المالي الأمثل واختلاف وجهات نظرها بين مؤيد ومعارض حول إمكانية تحقيق هيكل مالي أمثل للمؤسسة الاقتصادية، إلا أنه لا يزال هناك جدل كبير بين الباحثين والمختصين في حقل الإدارة المالية وعدم حيازة أي نظرية على الإجماع. ولهذا تم تخصيص هذا الفصل لنتناول فيه النظريات المفسرة لأثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة، في المبحث الأول سوف نتطرق إلى النظريات المفسرة لأثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة في ظل كمال الأسواق، أما المبحث الثاني فعالجنا فيه النظريات المفسرة لأثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة في ظل عدم كمال الأسواق، فالمبحث الأخير النظريات المفسرة للهيكل المالي على قيمة المؤسسة في ظل النظريات الحديثة.

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

ظهرت عدة نظريات تدرس علاقة الهيكل الحالي بقيمة المؤسسة في ظل كمال الأسواق، وفي هذا المبحث سوف نتطرق إلى أهم هذه النظريات واستعراض مختلف وجهات النظر التي هي بين مؤيدة ومعارضة لوجود هيكل مالي أمثل ومن أهم هذه النظريات نظرية صافي الربح وصافي ربح العمليات، كذلك النظرية التقليدية ونظرية مودكلياني وميلر في ظل غياب الضريبة.

المطلب الأول: مدخل صافي الربح وصافي ربح العمليات

بعد سنة 1952، قام أحد المفكرين في مجال المالية David Durand بعرض أسلوبين لتقييم المؤسسة من خلال مدى اعتمادها على الديون في تكوين هيكل رأس المال وهما أسلوب صافي الربح وصافي ربح العمليات⁽¹⁾.

أولاً: نظرية صافي الربح (Net Income Theory)

يرى مؤيدو مدخل صافي الربح أنه يمكن زيادة القيمة السوقية للمؤسسة وتدنية تكلفة الأسواق عن طريق زيادة نسبة الاقتراض في الهيكل المالي⁽²⁾.

ويقوم هذا المدخل على الافتراضات التالية:

- الزيادة في استخدام الديون (القروض) لا يغير من إدراك المساهمين للمخاطر ونتيجة لذلك فمعدل المردودية المطلوب من قبل المساهمين (تكلفة الأسواق الخاصة) K_{cp} ومعدل الفائدة على السندات والقروض K_d تظل ثابتة ولن تتغير نسبة الاستدانة؛
- نظراً لأن المساهمين يحصلون على الأرباح الصافية، فمن المتوقع أن تزداد درجة المخاطر الذين يتعرضون لها أكثر من تلك الذي يتعرض لها المقرضون، نتيجة لذلك فإن معدل المردودية الذي يطلبه المساهمون K_{cp} يكون أكبر من معدل الفائدة على الديون K_d وذلك لتعويض الزيادة في درجة المخاطر الذي يتعرض لها المساهمون؛
- حجم الأصول الاقتصادية ثابت لا تتغير وهذا يعني ضمناً أن القيمة الكلية للعناصر التي يتضمنها الهيكل الحالي ثابتة، غير أنه لا يمنع المؤسسة من تغيير الخليط الذي يتكون منه الهيكل التمويلي ونظراً لأن حجم الأصول الاقتصادية ثابت هذا يعني أن نتيجة الاستغلال ثابتة لا يتغير؛
- عدم وجود ضرائب أو تكلفة الإفلاس (افتراض أن الديون خالية من الخطر)؛

(1) عبد الغفار الحنفي، سمية قرياقص، أساسيات في التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2004، ص 184.

(2) عبد السلام حططاش، محددات الهيكل التمويلي وأثره على قيمة المنشأة في ظل النظام التقليدي ونظام المشاركة، مذكرة ماجستير في العلوم التجارية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2007 - 2008، ص 61.

➤ تقوم المؤسسة بتوزيع كل الأرباح على المساهمين أي لا توجد أرباح محتجزة (احتياطات) ويهدف هذا الفرض إلى ابعاد تأثير مصادر التمويل الذاتي من نتائج التحليل⁽¹⁾.

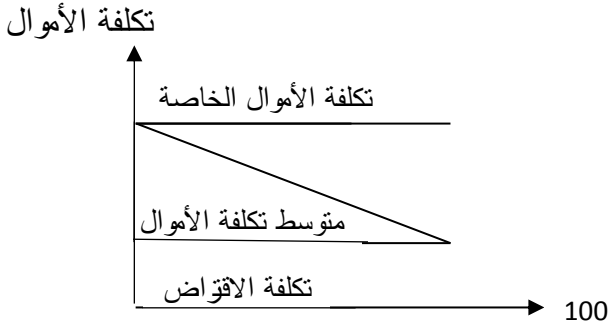
• والشكلان المواليان يوضحان مضمون نظرية صافي الربح:

الشكل رقم (5.1): علاقة الهيكل المالي

وقيمة المؤسسة حسب نظرية صافي الربح

الشكل رقم (6.1): علاقة الهيكل المالي

وتكلفة الأموال حسب نظرية صافي الربح



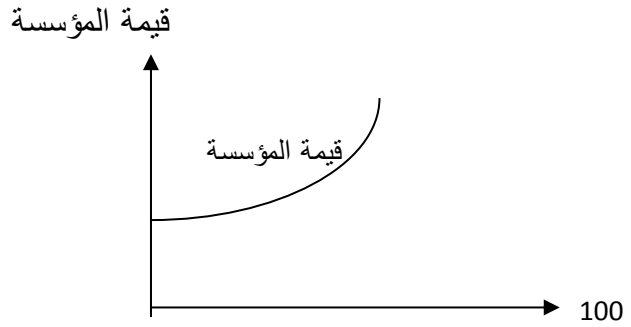
نسبة القروض إلى الأموال الخاصة %

المصدر: منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية

(مدخل تحليلي معاصر)، الطبعة الخامسة،

مكتب العربي الحديث، الاسكندرية، 2003

ص 645.



نسبة القروض إلى الأموال الخاصة %

المصدر: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث

في مجال مصادر التمويل،

مرجع سبق ذكره، ص 170.

من خلال الشكلين يمكن القول إن الهيكل المالي الأمثل محققا عند النقطة التي تتعاطم فيها قيمة المؤسسة ونقل تكلفة الأموال إلى أنى حد، وهذه النقطة تتحقق عند التمويل بالروض بنسبة 100% أو الاقتراب قدر الإمكان إلى هذه النسبة؛ وهذا يعني أن استمرار ارتفاع نسبة الاستدانة في الهيكل المالي للمؤسسة تعني 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، والقيمة السوقية تكون في حدها الأعلى عندما تبلغ التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال مستوى يساوي تكلفة الديون من منطلق اعتماد المؤسسة على الاستدانة فقط في هيكلها التمويلي.

ثانيا: نظرية صافي ربح العمليات (Net Operating Income)

مدخل صافي ربح العمليات يعارض وجود تأثير للهيكل المالي (قرار التمويل) على قيمة المؤسسة، ويستند

أصحاب نظرية صافي ربح العمليات على افتراض ثبات تكلفة الأموال بغض النظر عن مكونات الهيكل المالي

(1) تبر زغود، محددات سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2008 -

وبالتالي فإن تشكيلة الهيكل المالي لن تؤثر على القيمة السوقية للمؤسسة ما دام تكلفة الأموال ثابتة⁽¹⁾.
وتتفي هذه النظرية أي ارتباط بين القيمة السوقية للمؤسسة وهيكل رأسمالها حيث أن القيمة السوقية للمؤسسة تتحدد برسمة صافي ربح العمليات بمتوسط التكلفة المرجحة للأموال⁽²⁾.
وتحسب كالتالي:

$$\text{القيمة السوقية للمؤسسة} = \frac{\text{صافي ربح العمليات}}{\text{تكلفة الأموال المرجحة بالأفران}} \dots\dots\dots (65.1)$$

وتحسب كذلك⁽³⁾:

$$V = (S+D) = \frac{NOI}{\bar{K}_o} \dots\dots\dots (1.66)$$

حيث:

V : القيمة السوقية للمؤسسة؛

S : القيمة السوقية لأموال الملكية؛

D : القيمة السوقية للقروض؛

NOI : صافي ربح العمليات؛

K_o : التكلفة الكلية للأموال.

وثبات \bar{K}_o يعني استقلالية القيمة السوقية للمؤسسة عند تركيبة هيكلها المالي.

ومن أهم الفرضيات التي يقوم عليها هذا المدخل⁽⁴⁾:

- تحدد القيمة السوقية للمؤسسة ككل بخصم صافي ربح العمليات بمعدل خصم يساوي تكلفة الأموال المرجحة لذلك ليس من الأهمية تقسيم تلك القيمة بين الاقتراض والملكية؛
- يتحدد معدل خصم صافي ربح العمليات بدرجة مخاطر الأعمال، لذلك فإذا ما ظلت مخاطر الأعمال ثابتة لا تتغير فإن معدل الخصم يظل ثابتاً لا يتغير أيضاً؛

(1) نبيلة سهابلية، جبار بوكثير، عناصر الهيكل المالي وأثرها على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، العدد 05، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، 2017، ص 247.

(2) محمد شعبان، نحو اختبار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة أحمد بوقرة، بومرداس، 2009-2010، ص54.

(3) محمد صالح الحناوي، إبراهيم العبد، الإدارة المالية (مدخل القمة واتخاذ القرارات)، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الاسكندرية، 2006، ص323.

(4) عبد المجيد تيمائي، نحو بناء نظري لتفسير السلوك التمويلي للمؤسسات الجزائرية، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة،

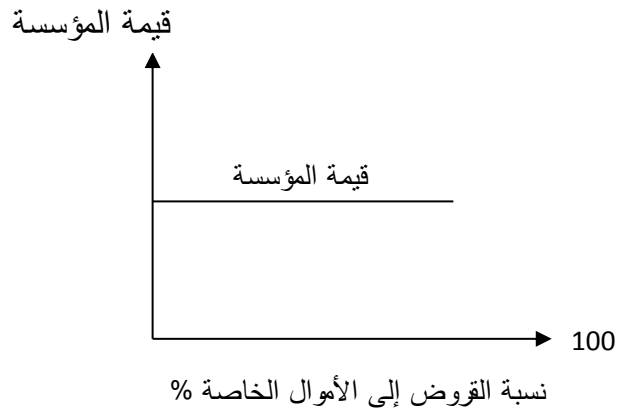
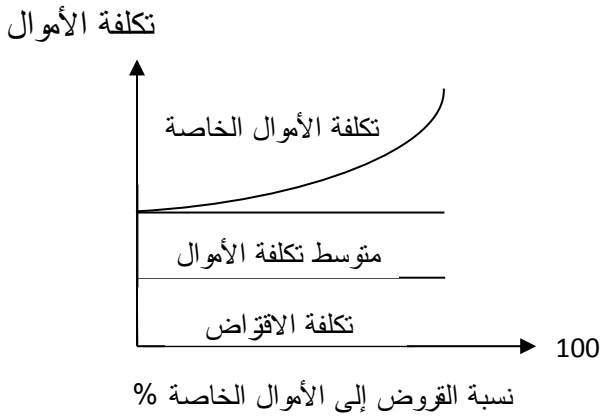
- أن معدل الفائدة على القروض ثابت؛
- لا توجد ضريبة على دخل المؤسسة.
- والشكلان المواليان يوضحان ما تم تداولها سلفاً:

الشكل رقم (7.1): العلاقة بين نسبة الاقتراض

الشكل رقم (8.1): العلاقة بين نسبة الاقتراض

وقيمة المؤسسة حسب نظرية صافي ربح العمليات

وتكلفة الأموال حسب نظرية صافي ربح



المصدر: منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية
(مدخل تحليلي معاصر)، الطبعة السادسة،
الاسكندرية، 2006، ص 631.

المصدر: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث
في مجال مصادر التمويل،
مرجع سبق ذكره، ص 175.

من الشكلين السابقين يمكن القول إن زيادة المخاطر الذي تعرض لها الملاك كلما زادت نسبة الاقتراض، ومن ثم نتوقع أن يرتفع معدل العائد الذي يطلبونه على استثماراتهم، ومنه فإن ثبات تكلفة الاقتراض يؤدي في النهاية إلى ثبات تكلفة الأموال، بسبب أن ارتفاع تكلفة الأموال نتيجة ارتفاع تكلفة الأموال الخاصة " الناتجة عن زيادة القروض" سوف يقابلها انخفاض بنفس القيمة في تلك التكلفة نتيجة لزيادة الاعتماد على القروض ذات التكلفة الأقل، وهو ما يعني ثبات القيمة الإجمالية للمؤسسة وعدم تأثرها بنسبة الاستدانة⁽¹⁾.

المطلب الثاني: المدخل التقليدي

يقوم هذا المدخل على افتراض تغير كل من تكلفة الاقتراض (K_d) وتكلفة الأموال الخاصة (K_{cp}) تبعاً للتغير

(1) مليكة زغيب، علاقة الهيكل المالي بالقيمة السوقية للمنشأة من خلال النظرية المالية، مجلة العلوم الإنسانية، المجلة ب، العدد 31، جامعة منثوري، قسنطينة، 2009، ص 156.

في نسبة الاستدانة، مع الحفاظ على فرضية أن تكلفة الاقتراض تعد أقل نسبيا من تكلفة الأموال الخاصة < (Kd Kcp) إلى جانب الفرضيات العامة لنظرية صافي الربح⁽¹⁾.

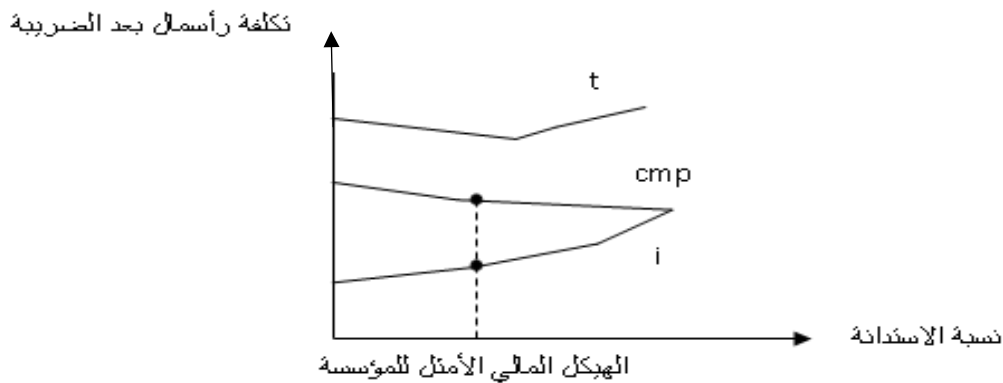
وبإمكان المؤسسات وفق هذه النظرية الوصول إلى مزيج أمثل لعناصر الهيكل الحالي، وذلك من خلال استخدام الاقتراض بشكل معقول لزيادة القيمة السوقية للمؤسسة، ولم توضح هذه النظرية كمية الاقتراض المعقولة، وإنما دعت المؤسسات إلى المحافظة على التوازن بين درجة المخاطرة المرتبطة بزيادة حجم الديون وبين الانتفاع من مزاياها⁽²⁾.

وقد تجسدت هذه النظرية من خلال مجموعة من الفرضيات أهمها⁽³⁾:

- ❖ خطر الاستغلال الذي تتحمله المؤسسة ثابت حتى في حالة القيام باستشارات جديدة؛
- ❖ توقعات العوائد من طرف المساهمين معروفة ومتجانسة؛

المؤسسة تعمل في محيط تتعدم فيه الضرائب ولا توجد تكاليف المعاملات.

الشكل رقم (9.1): الهيكل المالي الأمثل حسب المنظور التقليدي.



المصدر: عبد الوهاب دادن، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلة الهيكل المالي، مجلة الباحث، العدد 04، جامعة ورقلة، 2006، ص 109.

وما يلاحظ من الشكل أن تكلفة رأس المال تتناقص تحت تأثير تزايد تكلفة الاستدانة، وهذا ما يفسر بالفورات الضريبية، وتصل إلى حد معين يميل إلى الثبات ثم التزايد وذلك بعد اختفاء أثر الوفر الضريبي، أين يصبح المساهمين يطالبون بمعدل مردودية للأموال الخاصة أعلى، الأمر الذي يؤدي إلى تزايد تكلفة رأس المال،

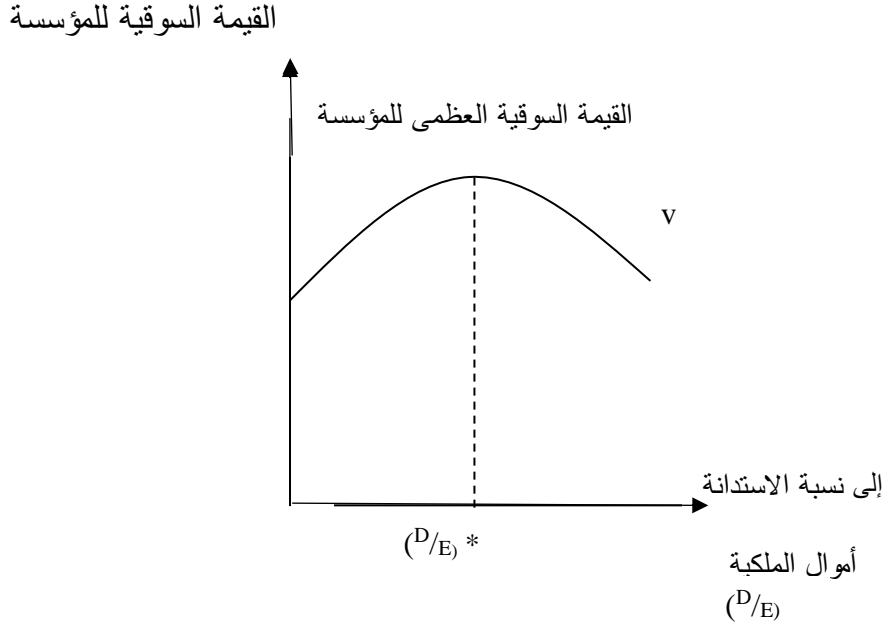
⁽¹⁾ شرابي باية كززة، العوامل المحددة لبناء الهيكل المالي للمؤسسة، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة الجزائر 03، الجزائر، 2013-2014، ص 102.

⁽²⁾ أنفال حدة خبيزة، تأثير الهيكل المالي على استراتيجية المؤسسة الصناعية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2011-2012، ص 21.

⁽³⁾ Alaim Capiez, Eléments De gestion Financière, 4ème Edition, Masson France, 1995, P153.

فتحدد النقطة المثلى، حسب المدخل التقليدي عند النقطة التي تتغير فيها تكلفة رأس المال اتجاهها عند زيادة تكلفة الاستدانة بدرجة واحدة⁽¹⁾.

الشكل رقم (10.1): أثر الاستدانة على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية وفق المدخل التقليدي



المصدر: حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص 784.

حيث:

* (D/E) : نسبة الاستدانة المثلى.

إذن يعتبر المدخل التقليدي للهيكل المالي مفهوماً وسطياً بين مدخل الربح الصافي و صافي ربح العمليات، حيث يركز مفهومه على أن القيمة الكلية للمؤسسة يمكن أن تزداد في السوق كذلك يمكن تخفيض التكلفة للأموال من خلال التوليفة المثلى المشكلة من أموال الملكية وأموال الاقتراض⁽²⁾.

المطلب الثالث: نظرية مودكلياني وميلر في ظل غياب الضريبة وتكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة

كشفت الدراسة الرائدة التي قدمها مؤسس الفكرة الحديث في الإدارة المالية فرانكو مودكلياني ومرتن ميلر سنة 1958 (M & M) على أنه ليس لقرار الاقتراض تأثير على القيمة السوقية وذلك في عالم لا يخضع فيه دخل المؤسسة للضريبة⁽³⁾.

(1) عبد الوهاب دادن، مرجع سبق ذكره، ص 109.

(2) محمد شعبان، مرجع سبق ذكره، ص 58.

(3) منير إبراهيم صالح هندي، تأثير الوفورات الضريبية لتكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة على نسبة الاقتراض وعلى القيمة السوقية للمنشأة (نموذج مقترح)،

المجلة العلمية، كلية العلوم الإدارية، العدد 01، جامعة قطر، 1990، ص 10.

في ظل غياب الضرائب لا يتفق (M & M) مع نتائج التحليل التقليدي فليس لقرار الاقتراض تأثير على القيمة السوقية للمؤسسة، وهذا معناه أن قيمة المؤسسة مستقلة عن الهيكل الحالي لها وبالتالي فتكلفة الأموال ثابتة لكل المؤسسات المتماثلة المخاطر.

فلو كانت هناك مؤسستان واحدة تعتمد في تمويلها كلياً على مصادر التمويل الداخلية والمؤسسة الأخرى تعتمد على مصادر التمويل الداخلية بالإضافة إلى مصادر التمويل الخارجية، وكلا المؤسستان تنتميان لنفس الفئة من المخاطر فالقيمة السوقية لكليهما متساوية، وإذا حدث وارتفعت القيمة السوقية لإحدهما فعملية الترجيح كفيلة لإعادة التوازن بين المؤسستين⁽¹⁾.

ورغم عدم تأييد كلا من مودكلياني وميلر لفكرة تغيير متوسط تكلفة الأموال مع تغيير نسبة الاقتراض، إلا أنهما يعترفان بإمكانية اختلاف متوسط تكلفة الأموال بين مؤسستين مختلفتين، لكن لا تكون نسبة الاقتراض هي السبب ويؤكدان على أن هذا الاختلاف في متوسط تكلفة الأموال ويمكن تصحيحه بعملية المرجحة، وذلك في سوق كاملة لرأس المال، وبالتالي فقد نفياً وجود هيكل مالي أمثل⁽²⁾.

أما فكرة المراجعة تنطوي على افتراض أن المستثمر يمكنه أن يحول استثماراته من مؤسسة تعتمد على القروض عند تكوين هيكلها المالي إلى مؤسسة أخرى مشابهة ولكنها تعتمد في تحويلها كلياً على الأموال الخاصة، وبالتالي يترتب على ذلك أن المستثمر يمكنه تحقيق العائد الذي كان يحققه من قبل دون زيادة المخاطر ولكن باستثمارات أقل.

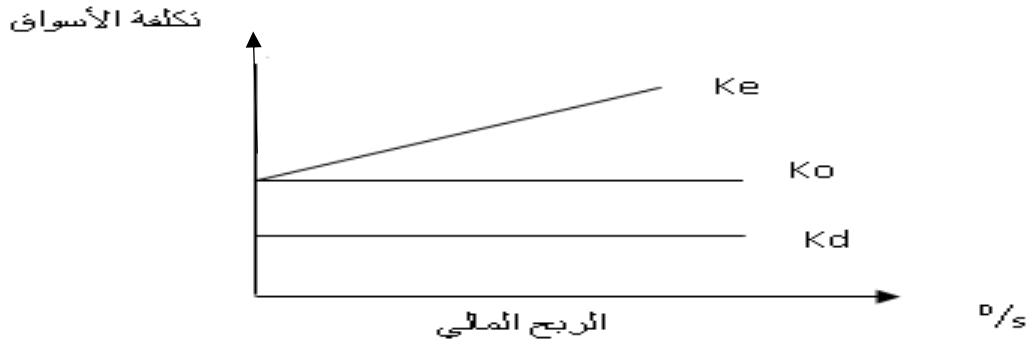
وبما أن هؤلاء المساهمين قادرين على تحقيق عائد دون مساعدة المؤسسة التي تعتمد على الأموال الخاصة في تمويلها، فلا داعي للمؤسسة استعمال القروض من أجل الاستفادة من مزايا الوضع المالي⁽³⁾، ويمكن توضيح وجهة نظر مودكلياني وميلر في عالم بدون ضرائب كما يلي:

(1) مليكة زغيب، نظيرة قلادي، دراسة علاقة السياسة الحياتية بالهيكل التمويلي للمؤسسة، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، العدد 01، جامعة منثوري، قسنطينة، 2014، ص100.

(2) محمد أمين وليد طالب، دور الحياطة في اختبار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة، مجلة العلوم الانسانية، العدد 06، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، 2016، ص226.

(3) مليكة زغيب، نظيرة قلادي، مرجع سبق ذكره، ص100.

الشكل رقم (11.1): أطروحة مودكلياني وميلر في عالم بدون ضرائب



المصدر: سمير محمد عبد العزيز، اقتصاديات (الاستثمار والتمويل والتحليل المالي)، مرجع سبق ذكره، ص 205.

حيث:

Ke: تكلفة أموال الملكية؛

K0: متوسط تكلفة الأموال؛

D: القيمة السوقية للقروض؛

S: القيمة السوقية للسهم؛

Kd: تكلفة القروض.

من الشكل السابق يمكن القول إن المؤسسة يمكنها تبني أي هيكل مالي لأن ذلك لن يؤثر على تكلفة الأموال وبالنتيجة على قيمة المؤسسة. وبالتالي يمكن للمستثمرين القيام بعملية الترحيح أو الموازنة تؤدي في النهاية إلى التساوي بين قيمة المؤسستين أي⁽¹⁾:

$$VN = VE \dots\dots (1.67)$$

حيث أن:

VN: القيمة السوقية للمؤسسة التي يضم هيكل رأس المال أموالا خاصة فقط (مؤسسة غير مستدينة)؛

VE: القيمة السوقية للمؤسسة التي يضم هيكل رأس مالها أموالا خاصة أو أموال مقترضة (مؤسسة مستدينة).

ومن أهم الفرضيات التي تقوم عليها نظرية مودكلياني وميلر⁽²⁾:

❖ مثلوية الأسواق المالية؛

(1) شرابي باية كنزة، مرجع سبق ذكره، ص 107.

(2) ياسين العايب، إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري، قسنطينة، 2010-2011، ص 17-

- ❖ يمكن للأعوان الاقتصاديين الإقراض والاقتراض بمعدل ثابت وبدون حدود؛
- ❖ عدم وجود تكلفة الإفلاس؛
- ❖ لا يوجد إلا نوعين من القيم (السهم والسندات)؛
- ❖ عدم وجود توسع للمؤسسة أي أن التدفقات النقدية تبقى ثابتة عبر الزمن؛
- ❖ يتحصل كل المستثمرين على نفس المعلومات (تماثل المعلومات بين مختلف المستثمرين والمؤسسة)؛
- ❖ توجد كل المؤسسات في نفس المستوى من الخطر وتحقق نفس المردودية؛
- ❖ استقلالية قرارات التمويل عن قرارات الاستثمار؛
- ❖ لا توجد ضرائب، أو لا يوجد اختلاف في معدلات الضريبة على التوزيعات ومعدلات الضريبة على الأرباح الرأسمالية⁽¹⁾.

ولقد وجهت لنظرية مودكلياني وميلر في ظل غياب الضرائب مجموعة من الانتقادات ومن بينها ما يلي⁽²⁾:

- ✓ الفرض القائل بأن المؤسسات والأفراد يمكنهم الإقراض والاقتراض بنفس معدل الفائدة، هو فرض بعيد عن الواقع، فنجد أن المؤسسة تتمتع بثقة أكبر من التي يتمتع بها الأفراد فهي تملك حجم معين من الأصول الثابتة تكسبها هذه الثقة عند طلب القرض؛
- ✓ من الخطأ افتراض أن الدفع المالي يحل بالكامل محل الدفع المالي للمؤسسات فإذا أفلست إحدى المؤسسات المستخدمة للدفع المالي فإن الخسارة تقع على كل مستثمر بمقدار حصته، أم في حالة إفلاس أحد المستثمرين المستخدمين للدفع المالي الشخصي فنجد لا يخسر فقط حصته بل عليه سداد القرض.

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 أم في هذا المبحث وفي ظل عدم كمال الأسواق سوف نستعرض نظرية مودكلياني وميلر والضريبة على دخل المؤسسات، الهيكل المالي في ظل وجود تكلفة الإفلاس، وأخيرا الهيكل الحالي في وجود تكلفة الوكالة.

المطلب الأول: نظرية مودكلياني وميلر على دخل المؤسسات

أدرك "مودكلياني وميلر" في دراستهما عام 1963 أن إسقاط فرضية عدم وجود ضريبة على دخل

(1) محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، الإدارة المالية التحليل المالي لمشروعات الأعمال، المكتب الجامعي الحديث، الاسكندرية، 2008، ص

(2) مليكة زغيب، نظرية قلاوي، مرجع سبق ذكره، ص 101.

المؤسسات من شأنه أن لا يحافظ على ما توصلنا إليه قبل ذلك من ثبات تكلفة الأموال ومن تم القيمة السوقية للمؤسسات المقترضة المستخدمة للاقتراض⁽¹⁾.

فإن افتراض وجود ضريبة على دخل المؤسسات هو واقع معظم الاقتصاديات في العالم سيسمح بتفضيل القروض كمصدر للتمويل لأن الفوائد المدفوعة للدائنين تطرح من الأرباح قبل الضريبة⁽²⁾.

فقد قدما "مودكلياني وميلر" تحليلا متميزا أثبتنا فيه أنه في حالة خضوع دخل المؤسسة للضريبة، فإن القيمة السوقية للمؤسسة مستدينة تساوي القيمة السوقية لمؤسسة مماثلة تعتمد كلية في تمويل استثماراتها على الأموال الخاصة بالإضافة إلى القيمة المالية للوفرات الضريبية الناجمة عن الاقتراض، وعليه فإن الهيكل المالي المثالي هو ذلك الهيكل الذي تكون به أكبر نسبة اقتراض ممكنة.

ويؤكد الباحثان على أنه لا ينبغي أن يزيد أو يقل الفرق بين القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة والمؤسسة الغير مقترضة عن القيمة المالية للوفرات الضريبية، وإذا حدث العكس فإن عملية المراجعة كفيلة بإعادة التوازن بين المؤسستين⁽³⁾.

يقسم "مودكلياني وميلر" نظريتهما إلى اقتراحين وهما كما يلي:

أولاً: الاقتراح Proposition 01

يقضي هذا الاقتراح أن قيمة المؤسسة التي يتكون هيكلها الحالي من الديون خاصة تزيد من قيمة مؤسسة مماثلة يتكون هيكلها المالي من أموال خاصة فقط، وذلك بمقدار القيمة الحالية للوفرات الضريبية لفوائد الديون. ويمكن صياغة هذا الاقتراح بالمعادلة التالية⁽⁴⁾:

$$VE = VN + TD \quad \dots(1.68)$$

حيث:

VE : القيمة السوقية لمؤسسة مقترضة (مستدينة)؛

VN : القيمة السوقية لمؤسسة غير مقترضة (غير مستدينة)؛

TD : القيمة المالية للوفرات الضريبية؛

I : معدل الضرائب على الأرباح؛

D : الديون؛

(1) محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية (مدخل القيمة واتخاذ القرارات)، مرجع سبق ذكره، ص 349.

(2) جمال قدام، تمويل المؤسسات الاقتصادية : دراسة تحليلية لأثر التمويل المباشر على قيمة المؤسسة، مرجع سبق ذكره، ص 104.

(3) مليكة زغيب، سفيان دلوف، تأثير الاقتراض على القيمة السوقية المنشأة، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد 12، جامعة قسنطينة، سطيف، الجزائر، 2012، ص 299.

(4) مليكة زغيب، علاقة الهيكل المالية بالقيمة السوقية للمنشأة من خلال النظرية المالية، مرجع سبق ذكره، ص 160.

ثانيا: الاقتراح (1) Proposition 02

يقضي هذا الاقتراح أن تكلفة الأموال الخاصة لمؤسسة مقترضة، ينبغي أن تتساوى مع تكلفة حقوق ملكية المؤسسة غير مقترضة، مضافا إليها مكافأة عن المخاطر المالية تتحدد على أساس: الفرق بين تكلفة حقوق الملكية؛

لمؤسسة غير مقترضة وتكلفة الاقتراض التي يفترض "مودكلياني وميلر" أنها ثابتة لكافة المؤسسات كما تتحدد على أساس معدل الضريبة على أرباح المؤسسات، ونسبة الأموال المقترضة إلى حقوق الملكية في هيكل رأس المال المؤسسة.

ونلخص هذا الاقتراح في العلاقة التالية:

$$CMPC = RC \frac{C}{C+D} + i(1-T) \frac{D}{C+D} \quad \dots (1.69)$$

حيث:

CMPC : التكلفة الوسطية المرجحة؛

C : الأموال الخاصة؛

D : الديون؛

i: معدل الفائدة على الديون.

وبالتالي فإن تكلفة الأموال الخاصة تزداد بارتفاع نسبة الاستدانة في الهيكل المالي للمؤسسة 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 دخل المؤسسات فإن ارتفاع نسبة الاستدانة في الهيكل المالي سوف يؤدي إلى انخفاض تكلفة رأس المال.

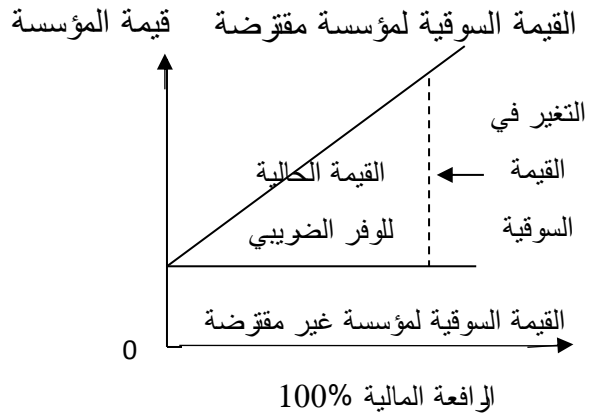
ويمكن عرض كل من الاقتراح الأول والثاني " لمودكلياني وميلر" في ظل وجود أثر الضرائب في الشكلين

التاليين:

(1) غنية بوربيعة، محددات اختبار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة الجزائر3، الجزائر، 2011-2012،

الشكل رقم (12.1): العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة حسب نظرية M&M والضريبة والضريبة

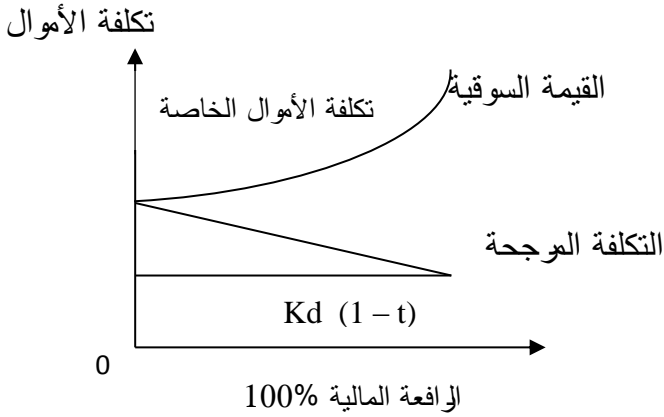
على دخل المؤسسات



المصدر: حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص 813.

الشكل رقم (13.1): العلاقة بين تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة حسب نظرية M&M

على دخل المؤسسات



المصدر: بوربيعة غنية، محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للضريبة، مرجع سبق ذكره، ص 94.

ومن الشكلين نلاحظ أنه إذا كانت تكلفة الديون $K_d (1-t)$ لا تتأثر بالرافعة المالية، فإن التكلفة المرجحة للأموال CMPC تتناقص كلما زادت كمية المبالغ التي تقترضها المؤسسة، ويظهر من الشكل أيضا أن قيمة المؤسسة تصل إلى أعلى حد لها عندما تصل نسبة التمويل بالقروض إلى 100%⁽¹⁾.

ويمكن تقديم بعض الانتقادات لنموذج "مودكلياني وميلر" كالتالي:

- ✓ عدم واقعية افتراض وجود أسواق كاملة، كما أن المستثمرين لا يتصرفون دائما برشد، وعدم الحصول على المعلومات المطلوبة لاتخاذ القرارات الصحيحة من القيمة؛
- ✓ بساطة النموذج لدرجة عدم أخذ بعين الاعتبار تكاليف المعاملات المالية التي قد تحد من مقدرة المستثمر على تنفيذ عملية المراجعة⁽²⁾؛
- ✓ افتراض عدم وجود تكلفة الإفلاس لا أساس لها من الصحة، وفي حالة احتمال حدوث الإفلاس فإن المؤسسة الممولة بالقروض تكون أقل جاذبية للمستثمر؛

(1) غنية بوربيعة، محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة، مرجع سبق ذكره، ص 94.

(2) ملكية زغب، علاقة الهيكل المالي بالقيمة السوقية للمنشأة من خلال النظرية المالية، مرجع سبق ذكره، ص 191-192.

✓ عدم واقعية افتراض أن الرافعة المالية هي المؤثر الوحيد على تكلفة الأموال نظرا لوجود متغيرات أخرى أهمها هيكل الاستثمارات⁽¹⁾.

المطب الثاني: تكلفة الإفلاس

تتفرد المؤسسات المقترضة بتحملها نوع من المخاطر تسمى بالمخاطر المالية، بسبب احتمالات فشلها في تسديد ما عليها من قروض فوائد القروض أو كليهما في تواريخ الاستحقاق، ويترتب على الإفلاس الذي قد تتعرض له المؤسسات تحمل هذه الأخيرة لبعض التكاليف التي يطلق عليها تكاليف الإفلاس⁽²⁾؛

أي اعتماد المؤسسة في تصويرها على الاقتراض بشكل كبير برفع من مخاطر احتمال إفلاسها، هذه المخاطر تؤدي إلى زيادة التمويل وبالتالي تخفيض القيمة السوقية للمؤسسة، فإذا استدانّت المؤسسة بمستويات عالية فإنها ستواجه إمكانية التخلف عن أداء التزاماتها اتجاه الدائنين وبالتالي فإنها معرضة لإشهار إفلاسها⁽³⁾؛ فالإفلاس هو

قيام المؤسسة ببيع أصولها من أجل أداء التزاماتها المترتبة عليها من خلال الحصول على القروض وبالتالي فالقروض ترفع من الخطر المالي للمؤسسة⁽⁴⁾.

وتتكون تكاليف الإفلاس من مجموعتين هما:

التكاليف المباشرة: تضم مختلف المصاريف الإدارية والقانونية (تعويضات تسريح العمال) والانخفاض في قيمة الأصول نتيجة بيعها بأقل من قيمتها الاقتصادية... الخ⁽⁵⁾؛

أما التكاليف الغير مباشرة: فتتمثل في انخفاض أرباح المؤسسة إما بسبب انخفاض كفاءة التشغيل التي عادة ما تحدث قبيل حدوث الإفلاس⁽⁶⁾ أو ارتفاع تكاليف الرفع المالي مقارنة بتطور النشاط⁽⁷⁾.

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) أمين كعواش، تقييم آليات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في ظل برنامج الدعم الاقتصادي، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة محمد

الصادق بن يحي، جيجل، 2013-2014، ص 137.

(2) محمد زيدان، جمال قدام، اختبار الهيكل المالي للمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر، مجلة رؤى الاقتصادية، العدد 09، جامعة الشهيد حمة الخضر الوادي، الجزائر، 2015، ص 129.

(3) أمين صالح، مرجع سبق ذكره، ص 280.

(4) أنفال حدة خبيزة، مرجع سبق ذكره، ص 29.

(5) علي بن الضب، دراسة تأثير الهيكل المالي و سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة في البورصة، مرجع سبق ذكره، ص 108.

(6) منير ابراهيم الهندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، الطبعة الثانية، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2006، ص 169.

(7) محمد شعبان، مرجع سبق ذكره، ص 72.

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

ويمكن تقدير تكلفة الإفلاس وذلك على أساس أن قيمة المشروع في ظل خطر الإفلاس تقل بمقدار تكلفة الإفلاس حيث⁽¹⁾:

قيمة المؤسسة = القيمة المالية للمؤسسة - القيمة المالية لتكلفة الإفلاس (70.1)

في حين أن القيمة المالية لتكلفة الإفلاس تحسب كما يلي:

تكلفة الإفلاس

القيمة المالية لتكلفة الإفلاس = (71.1)

سعر الفائدة

أما تكلفة الإفلاس فتحسب بالعلاقة التالية:

تكلفة الإفلاس = قسط التأمين بعد الضرائب X احتمال الإفلاس (72.1)

تكلفة الإفلاس المتوقعة = تكاليف الإفلاس الفعلية X احتمال الإفلاس (73.1)

حيث يجب مراعاة كل احتمالات الإفلاس عند مستويات المديونية المختلفة، وكذلك قسط التأمين بعد الضرائب عند تحديد تكلفة الإفلاس والقيمة المالية لها؛

فالمؤسسات التي تتصف بأن إيراداتها أكثر تقلباً فهي أكثر تعرضاً للإفلاس وبذلك فهي تقلل من استخدام القروض في هيكل رأس المال، بالمقارنة بالمؤسسات الأكثر استقراراً في إيراداتها.

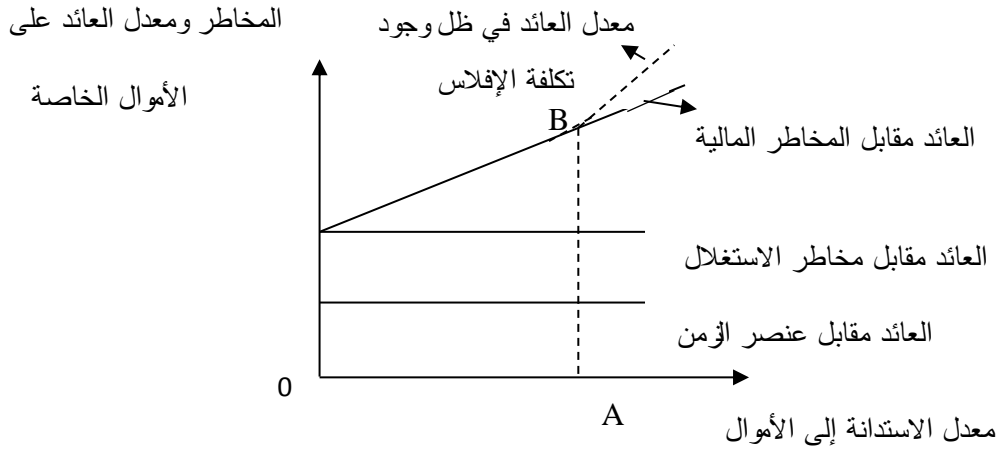
بعد التعرف على تكلفة الإفلاس وما تحويه لا بد من الاطلاع عن كيفية تأثيرها على قيمة السوقية للمؤسسة، من خلال الأثر الذي تتركه على تكلفة رأس المال⁽²⁾، فكلما زادت نسبة الديون كلما زادت تكلفة الإفلاس فما يسبب استمرار الانخفاض في القيمة السوقية⁽³⁾، أي أن الملاك يتحملون هذه التكلفة مما يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الأموال الخاصة بطريقة غير مباشرة، والشكل التالي يوضح طبيعة هذه العلاقة:

(1) غنية بوربيعة، مرجع سبق ذكره، 97-98.

(2) علي بن الضب، مرجع سبق ذكره، ص 108.

(3) حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص 814.

الشكل رقم (14.1): العلاقة بين نسبة الاستدانة إلى الأموال الخاصة ومعدل المردودية المطلوبة من قبل المساهمين



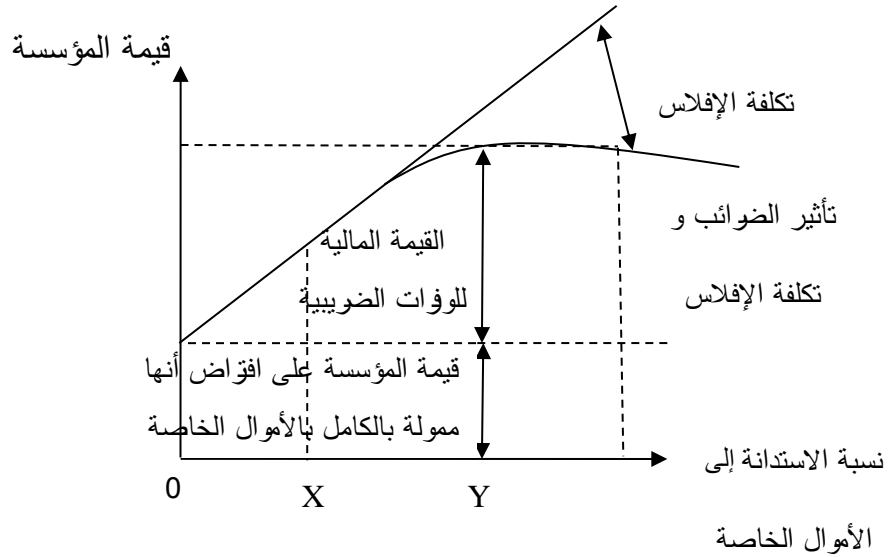
المصدر: إلياس بن الساسي، يوسف القريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية)، مرجع سبق ذكره، ص 378.

نلاحظ من الشكل أن زيادة نسبة الاستدانة إلى الأموال الخاصة أثر بين متضادين على تكلفة الأموال، فمن ناحية تسهم زيادة نسبة الاستدانة في تخفيض تكلفة الأموال بسبب الوفرات الضريبية لفوائد القروض، ومن ناحية أخرى يترتب على زيادة نسبة الاستدانة نقطة معينة إلى ظهور تكلفة الإفلاس، مما يؤدي إلى زيادة تكلفة الأموال، وبالطبع تتوقف تكلفة الأموال في النهاية على حجم كل من الوفرات الضريبية وتكلفة الإفلاس، فإذا تجاهلنا تأثير تكلفة الإفلاس وأبرزنا فقط تأثير الضريبة، فسوف تستقر زيادة نسبة الاستدانة من انخفاض مضطرد في تكلفة الأموال بسبب الوفرات الضريبية، أما إذا أخذنا في الاعتبار كل من الضريبة و تكلفة الإفلاس، سوف تأخذ تكلفة الأموال اتجاهها آخر⁽¹⁾. حيث أن في البداية تأخذ تكلفة الأموال في الانخفاض المستمر حتى تصل نسبة الاستدانة إلى النقطة "x" حينئذ تستمر في الانخفاض لكن بمعدل أقل من ذي قبل، وعندما تصل نسبة الاستدانة إلى النقطة "y" تبدأ تكلفة الأموال في الارتفاع⁽²⁾، وذلك ما يبينه الشكل التالي:

(1) إلياس بن الساسي، يوسف القريشي، مرجع سبق ذكره، ص 378-379.

(2) أنفال حدة خبيزة، مرجع سبق ذكره، ص 29.

الشكل رقم (15.1): العلاقة بين نسبة الاستدانة إلى الأموال الخاصة وبين تكلفة الأموال



المصدر: منير إبراهيم الهندي، الإدارة المالية (مدخل تحليلي معاصر)، مرجع سبق ذكره، ص 650.

من خلال الشكل نلاحظ أنه عندما كانت نسبة الاستدانة أقل من "x" لم تكن هناك تكلفة الإفلاس، ومن ثم فإن تكلفة الأموال خضعت فقط لتأثير الضريبة مما يترتب عليه انخفاض مضطرب في تلك التكلفة، وبدأت تكلفة الإفلاس في الظهور بعد النقطة "x" إلا أن حجم هذه التكاليف كان أقل من الوفرات الضريبية التي صاحبت زيادة نسبة الاستدانة، الأمر الذي أدى إلى استمرار انخفاض تكلفة الأموال، وإن كان ذلك بمعدل أقل إلى أن وصلت نسبة الاستدانة إلى النقطة "y" ففي هذه النقطة ازدادت حدة تكلفة الأموال نحو الارتفاع (1)، وعليه يمكن القول أن النسبة المثالية للاستدانة إلى الأموال الخاصة " لهيكل التمويل الأمثل " في ظل وجود تكلفة الإفلاس، تتحدد بالنقطة "y" التي عندها كانت تكلفة الأموال في حدّها الأدنى (2).

المطلب الثالث: تكلفة الوكالة

لقد قام كل من Jensen & Mechling سنة 1976 بنقد المرجعية التي أسسها Modigliani & Miller وذلك بإدماج نظرية الوكالة في النظرية المالية حيث يعتبران المؤسسة مجموعة من العناصر ذات الأهداف المتباينة والمتضاربة بحيث يختلف فيها مستوى المعلومات (3)، حيث بلغت دورا هاما في قرار التمويل وللديون التي تأخذ المتغيرات المفسرة للهيكل المالي أصبح هيكل التمويل يتحدد بتوازن الوفر الضريبي للفوائد مع كل من تكلفة الفشل المالي وتكلفة الوكالة معا (4)؛

(1) أنفال حدة خبيزة، مرجع سبق ذكره، ص 30.

(2) الياس بن الساسي، يوسف القريشي، مرجع سبق ذكره، ص 380.

(3) محمد شعبان، مرجع سبق ذكره، ص 65.

(4) عبد الغني دادن، قرار التمويل تحت تأثير الضرائب وتأثير تكلفة التمويل، مجلة الباحث، العدد 06، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2008، ص 27.

ويمكن تعريف تكلفة الوكالة بأنها التكاليف والمساوئ التي تنجر عن الأموال التي تحصل عليها المؤسسة من الأشخاص الذين لا يسمح لهم القانون بمراقبة المؤسسة⁽¹⁾، وتشير كتابات الإدارة المالية إلى مصدرين أساسيين لتكلفة الوكالة، ينشأ المصدر الأول كنتيجة للتعارض بين مصالح حملة الأسهم العادية ومصالح المديرين، أما المصدر الآخر فينشأ نتيجة التعارض بين مصالح حملة الأسهم العادية ومصالح حملة السندات أو المقرضين⁽²⁾؛

فهذه النظرية هو تقديم خصائص التعاقد الأمثل التي يمكن أن تعقد بين الموكل والوكيل معتمدة في ذلك على المبدأ النيو كلاسيكي الذي يقوم على أن كل عون اقتصادي يبحث عن تعظيم مصلحته الخاصة قبل المصلحة العامة.

تقترح هذه النظرية تفسير لسلوك مختلف المتعاملين المعنيين بتمويل المؤسسة مثل المدراء، الملاك أو المساهمون، المقرضون والمدينون بشكل عام ومحاولة ملاحظة تأثير سلوكهم على تحديد هيكل التمويل وتطلق هذه النظرية من فرضيتين:

❖ ليس بالضرورة أن تكون أهداف المدراء والملاك متطابقة، ثم أن المتعاملين ليسوا متساويين في الحصول على المعلومة المتعلقة بالمؤسسة ومحيطها؛

❖ فعلاقة الوكالة ينجم عنها نوعان من تضارب المصالح، فهي تؤدي إلى بروز لتناقض في المصالح بين المساهمين من جهة وبين المساهمين والمقرضين من جهة أخرى.

من المفترض أن يقوم المدراء بالعمل وفق مصالح موكلهم، لكن في الواقع عادة ما يلجؤون إلى محاولة تنظيم ثرواتهم الشخصية، هذه الوضعية تولد تكاليف تسمى بتكاليف الوكالة والتي يمكن تصنيفها إلى ثلاث أنواع:

تكاليف المراقبة: التي يتحملها الموكل من أجل التحقق من أن تسيير الوكيل منسجم مع هدف تعظيم المنفعة، أي التكاليف التي تنجم عن تتبع ورصد الوكيل لدفعه بأن يعمل لتحقيق مصلحة موكله؛

تكاليف البرهنة: مجسدة في المصاريف التي يقوم بها الوكيل من أجل التذليل على نوعية سلوكه للموكل، من خلال المؤشرات التي يظهرها الوكيل للموكل والتي يعبر له من خلالها حسن التسيير؛

تكاليف الباقية: والتي تظهر عندما تتجاوز تكاليف المراقبة العائد الحدي لهذا التوكيل أي التي تنجم عن استحالة ممارسة مراقبة شاملة لتسيير الوكيل⁽³⁾.

إن ظهور تكلفة الوكالة إلى جانب تكلفة الإفلاس سوف يؤثر على النسبة المثلى للاقتراض التي في ظلها تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة أي سوف يؤثر على مكونات هيكل رأس المال الأمثل للمؤسسة، وبالتالي سياترتب

(1) جمال قدام، محمد زيدان، مرجع سبق ذكره، ص 131.

(2) جمال قدام، مرجع سبق ذكره، ص 117.

(3) الياس بن الساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 381.

على ظهور تكلفة الوكالة تخفيض نسبة الديون في هيكل رأس المال، ول يتم تحقيق هيكل رأس المال الأمثل يجب على مسيري المؤسسة العمل على جعل الإفلاس وتكلفة الوكالة أدنى ما يمكن. ويمكن توضيح التأثير الذي تحدثه تكلفة الوكالة على القيمة السوقية للمؤسسة من خلال المعادلة التالية⁽¹⁾:

$$V = V^* + VAFE - VACF - VACA \dots\dots (1.74)$$

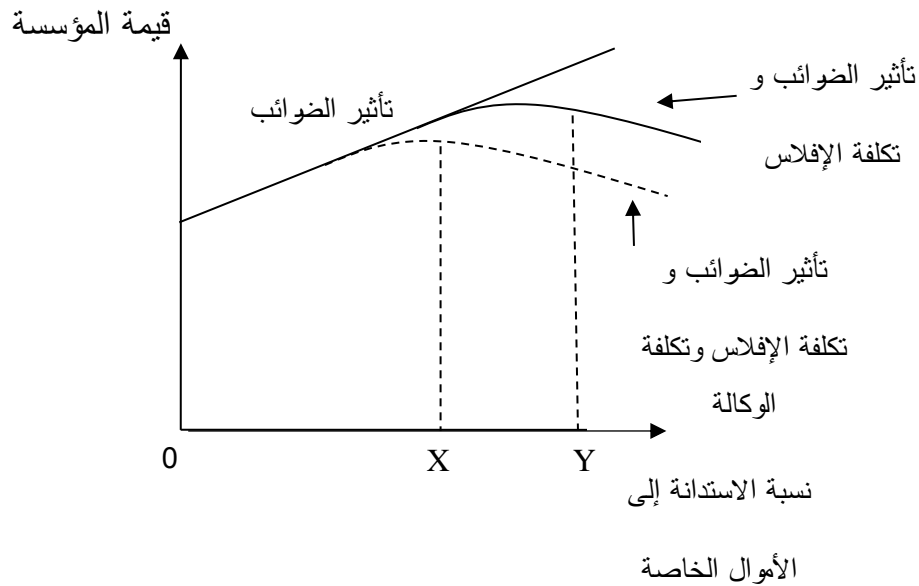
حيث:

VACA : تمثل القيمة المالية لتكلفة الوكالة؛

VACF : القيمة المالية لتكلفة الإفلاس.

وكما هو الحال في شأن تكلفة الإفلاس تتخفيض قيمة المؤسسة بمقدار المالية لتكلفة الوكالة ويمكن توضيح الأثر الذي تحدثه تكلفة الوكالة على القيمة السوقية أي يترتب عليه تخفيض نسبة الاقتراض داخل هيكل التمويل وفق الشكل التالي⁽²⁾:

الشكل رقم (16.1): قيمة المؤسسة في ظل خضوع المؤسسة للضريبة ووجود تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة



المصدر: إلياس بن الساسي، يوسف القرشي، مرجع سبق ذكره، ص 387.

يوضح الشكل أن النسبة المثالية للاقتراض إلى الأموال الخاصة قد انخفضت من "y" إلى "x"، على أن يراعي أنه عند النقطة "x" تتعادل الوفرات الضريبية الناجمة عن الاقتراض مع تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة، وقبل

(1) جمال قدام، مرجع سبق ذكره، ص 119.

(2) جمال الدين كعواش، تأثير هيكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على أدائها المالي، مذكرة ماجستير في علوم التسير، جامعة محمد الصديق بن يحي، جيجل، 2009-2010، ص 120.

أن تبلغ نسبة الافتراض هذه النقطة تكون الوفرات الضريبية أكبر من تلك التكاليف، أما بعدها فيحدث العكس⁽¹⁾، وتستند أمثلية الهيكل المالي حسب هذه النظرية إلى ثلاث متغيرات⁽²⁾:

- الهدف: تعظيم القيمة الإجمالية للمؤسسة؛
- الإمكانات 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 الحديثة

نحاول من خلال هذا المبحث عرض بعض النظريات الحديثة وما جاءت به من جديد في مجال اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة، ونركز بالأخص على نظرية الإشارة، نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل ونظرية عدم تماثل المعلومات.

المطلب الأول: نظرية الإشارة

قدم Ross سنة 1977 نظرية الإشارة لتفسير سلوك الإدارة في تحديد تمثيل رأس مال المؤسسة وبالشكل الذي يعكس طبيعة المعلومات المتوفرة لدى الإدارة عن أداء وقيمة أصول المؤسسة ومستقبلها، ويعود أساس هذه النظرية إلى التفاوت في حجم المعلومات وطبيعتها بين الإدارة والسوق، حيث توزع المعلومات بطريقة غير متماثلة فالمديرون يمتلكون معلمات داخلية غير متوفرة لدى المستثمرين، مما يجعل من الصعب تمييز المؤسسات ذات العائد والأداء المنخفض مما يؤدي إلى تسعير أسهم كلا النموذجين في السوق بنفس القيمة⁽³⁾. وتعتمد نظرية الإشارة على فكرتين أساسيتين هما⁽⁴⁾:

- ✓ نفس المعلومات غير موزعة في جميع الاتجاهات حيث أنه بإمكان المديرين في مؤسسة ما تهيئة معلومات لا تكون متوفرة لدى المستثمرين؛
- ✓ وحتى إذا كانت تلك المعلومات منشورة ومتوفرة لدى الجميع فإنها سوف لا تدرك ولا تفهم بنفس الأسلوب أو الطريقة.

لنفترض على سبيل المثال ما يلي⁽⁵⁾:

أن مسيري مؤسسة ما، كانت أمامهم فرصة استثمارية مربحة تتطلب الحصول على تمويل إضافي، وأنهم يعتقدون أن التوقعات بشأن مستقبل الشركة جد إيجابية وأن السوق ومن خلال ما تعكسه القيمة

(1) مليكة زغيب، مرجع سبق ذكره، ص 197.

(2) عبد الوهاب دادن، الجدل القائم حول هياكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة الباحث، العدد 07، جامعة ورقلة، 2009-2010، ص 318.

(3) دعاء خلقي خنفر، محددات هيكل رأس المال للشركات المدرجة في بورصة فلسطين، مذكرة ماجستير في إدارة الأعمال، جامعة الخليل، فلسطين،

2017، ص 17.

(4) شرايبي باية كنزة، مرجع سبق ذكره، ص 127.

(5) عبد السلام حططاش، مرجع سبق ذكره، ص 106-105.

السوقية لأسهم المؤسسة، لم يعطي القيمة المستحقة أو الفعلية للمؤسسة (بمعنى أن أسهم المؤسسة مسعرة بأقل من قيمتها الحقيقية) في مثل هذه الحالة فإنه سيكون من مصلحة حملة السهم الحاليين أن يقوم المسيرين بالحصول على التمويل اللازم من خلال الاقتراض بدلا من إصدار أسهم جديدة وعليه فإن اللجوء إلى الاقتراض لتمويل الاستثمارات الجديدة ينظر إليه على أنه إشارة تعكس نظرة المسيرين إلى قيمة أسهم المؤسسة، بمعنى أن التمويل باستعمال الديون ينظر إليه على أنه إشارة إيجابية مفادها أن المسيرين يعتقدون أن أسهم المؤسسة مسعرة بأقل من قيمتها،

وعندما يتمكن السوق من معرفة الآفات المستقبلية الإيجابية من خلال هذه الإشارة، فإن ارتفاع في القيمة السوقية جراء هذه الإشارة سوف يستفيد منها حملة الأسهم الحاليين؛

ولنفترض الآن أن الآفات المستقبلية غير واردة وأن المسيرين يرون أن أسهم المؤسسة مسعرة بأعلى من قيمتها ففي هذه الحالة سيكون من مصلحة المساهمين الحاليين إصدار أسهم جديدة ومنه المستثمرون يترجمون عملية الإصدار هذه على أنها إشارة سلبية هذا ما يؤدي إلى انخفاض قيمة السهم إضافة إلى تكاليف الإصدار التي تتحملها المؤسسة وعندما يتلقى المتعاملون في السوق هذه الإشارة يعتبرونها إشارة سلبية للمؤسسة والانخفاض المسجل في الأسهم يتحمل آثاره المساهمين الجدد كذلك وليس القدامى فقط.

وعليه في سياق عدم تماثل المعلومة تتنبأ نظرية الإشارة بما يلي⁽¹⁾:

- ❖ إصدار أوراق الدين هو إشارة موجبة في السوق يؤدي إلى رفع قيمة المؤسسة المعنية؛
- ❖ إصدار أوراق الملكية هو إشارة سلبية في السوق ما يؤدي إلى خفض قيمة المؤسسة المعنية.

المطلب الثاني: نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل (POT)

تعود بداية ظهور النظرية إلى سنة 1961، حيث أجرى " قورن دونالدسون" دراسة ميدانية توصل فيها إلى أن المؤسسات تختار مصادرها التمويلية حسب تسلسل هيراركي⁽²⁾، وقد تلخصت أهم النتائج التي توصل إليها "دونالدسون" في النقاط التالية⁽³⁾:

➤ تفضل المؤسسات الاعتماد على مصادر التمويل الداخلي، المتمثلة في الأرباح المحتجزة ومخصصات الاهتلاك؛

➤ تضع المؤسسات نسب مستهدفة للتوزيعات بناء على توقعاتها بشأن الفرص الاستثمارية المتاحة، وتوقعاتها بشأن التدفقات المستقبلية؛

(1) شرابي باية كنزة، مرجع سبق ذكره، ص128.

(2) منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص301.

(3) جمال الدين كعواش، مرجع سبق ذكره، ص122-123.

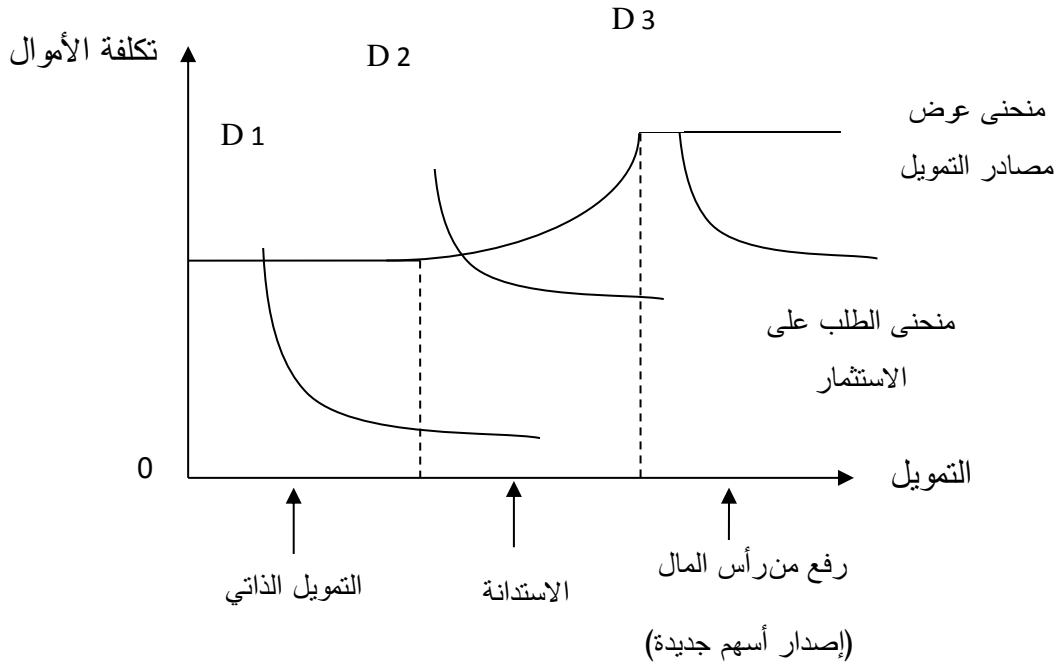
➤ إذا لم تكفي حصيلة بيع الأوراق المالية إضافة إلى الموارد الذاتية التي يمكن توفيرها لمواجهة الاحتياجات المالية، حينئذ تتجه المؤسسة أولاً نحو الاقتراض مباشرة أو بإصدار سندات تقليدية، يأتي بعد ذلك إمكانية إصدار سندات قابلة للتحويل إلى أسهم، ثم في النهاية يأتي دور إصدار أسهم عادية.

وبسبب تفاوت التكاليف بين مصادر التمويل المتاحة إضافة إلى دراسة "Mayers & Majluf" سنة 1984، خلصت أن تباين المعلومات بين المؤسسة ومصادر التمويل يؤدي إلى اختلاف تكاليف التمويل، مما يؤثر على قرار المديرين في التفضيل بسبب المصادر المختلفة المتاحة للتمويل وبحسب النظرية يأتي التمويل الداخلي كخيار أول لأرباح محتجزة، ومن ثم التمويل بالدين، وأخيراً التمويل بالأسهم الجديدة⁽¹⁾؛

وعلى المؤسسة أن تلتزم بهذا التسلسل الهرمي في اختيار مصادر التمويل حيث يكون التمويل بالأسهم ملاذاً أخيراً لأنه يأتي بملاك جدد للمؤسسة كما يؤثر على اتخاذ القرارات⁽²⁾.

ويوضح الشكل التالي التسلسل الهرمي:

الشكل رقم (17.1): توضيح بياني لتكلفة التمويل حسب نظرية التسلسل الهرمي لمصادر التمويل



المصدر: محمد شعبان، مرجع سبق ذكره، ص 79.

ولقد شهدت نظرية التمويل التسلسلي ثلاث نماذج من قبل مؤيديها، نوضحها باختصار فيما يلي:

(1) عبد المجيد عدنان قباچه، محددات هيكل رأس المال للشركات المدرجة في بورصة فلسطين، مجلة الاقتصاد والمالية، العدد 02، جامعة فلسطين الأهلية، 2018، ص 218.

(2) ناصر الحمدان، علي القضاة، أثر هيكل رأس المال على أداء المصارف الأردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، مجلة المنارة، المجلد 19، العدد 04، جامعة الملك سعود، الرياض، 2013، ص 166.

أولاً: نموذج مايرز وماجلوف "Mayers & Majluf" (1984)

إن الملاحظات التي جاءت من دراسة Donaldson 1961 عن ممارسات التمويل لعينة من المؤسسات الكبيرة، ولاحظ أن الإدارة تستخدم بصورة كبيرة المصادر الداخلية للأموال تمويلاً لها مع انتهاء الأموال الخارجية إلا في حالة نفاذ الأموال الداخلية فعندها تحتاج المؤسسة إلى الأموال الخارجية⁽¹⁾ وأساس هذه النظرية هو وجود معلومات غير متناظرة بشأن المؤسسة الاقتصادية بسبب مجموع الأطراف الذين تهمهم حياتها، حيث يقترح Mayers & Majluf نموذجاً حيث يكون المستثمرون أقل إعلاماً من المسيرين حول قيمة المؤسسة، يتم تحديد سعر إصدار السهم 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 الأسهم، و سينظر المستثمرون إلى المؤسسات التي اختارت الإصدار الجديد للسهم 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⁽²⁾.

ثانياً: نموذج ويليامسون "Williamson" (1988)

تضمن النموذج تكلفة المعاملات وتكلفة الوكالة حيث تم اعتبار أنه يتم التعامل مع الديون والأموال الخاصة ليس كمجرد أدوات مالية للتمويل، وحسب Williamson فإن درجة خصوصية الأصل المراد تمويله يلعب دوراً هاماً في اختبار نوع مصدر التمويل الذي يتم اللجوء إليه، حيث أنه عندما يتعلق الأمر بتمويل أصل خاص، فمن الأفضل الاعتماد على التمويل بالأسهم عن طريق إصدار حجم مقبول من الأسهم، فمثلاً إذا كان الاستثمار ال خاص هو بحث وتطوير يكون ذلك مقبولاً أكثر من قبل المساهمين أكثر منه من قبل المقرضين باعتبار أنه لا يوجد العوائد المنتظرة في المواعيد المحددة، أما إذا تعلق الأمر بتمويل أصول غير خاصة، تكون الديون أكثر ملائمة من باقي مصادر التمويل، على اعتبار أن الاستثمار في هذه الأصول سيولد عوائد منتظمة تتماشى مع مواعيد سداد الفوائد والديون⁽³⁾.

ثالثاً: نموذج مايرز "Mayers" (1990)

ضمن هذا النموذج يفترض Mayers أن المسيرين يسعون إلى تعظيم ثروة المؤسسة وهذا من خلال زيادة الأموال الخاصة وبالتالي يكون الرفع رأس المال أفضل من الاستدانة إذا كان من الضروري اللجوء إلى التمويل الخارجي، وبالتالي ومن أجل الاستثمارات تفضل المؤسسة احتجاز الأرباح بدلاً من اللجوء إلى الزيادة في رأس المال التي تفرض توزيع مكافآت رأس المال إضافية، ومنه يفضل التمويل الذاتي على رفع رأس المال. وعليه ترتب أفضلية مصادر التمويل وفق نموذج "Mayers" حسب التسلسل التالي:

(1) صبيحة قاسم هاشم، نظريات هيكل التمويل الحديثة: تطبيقاً عملياً لنظرية الإنقاذ ودورة حياة الشركة، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارة، مجلد 21،

العدد 83، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، 2015، ص 70.

(2) محمد شعبان، مرجع سبق ذكره، ص 80.

(3) نبيلة سهاليلية، جبار بوكثير، مرجع سبق ذكره، ص 252.

✓ التمويل الذاتي، زيادة رأس المال وأخيرا الاستدانة⁽¹⁾.

لكن هناك مجموعة من الانتقادات التي تم توجيهها لهذه النظرية أهمها:

- إن هذه النظرية تتجاهل العوامل التي قد تؤثر على اختيار المؤسسة لمصدر التمويل ومنها مثلا سعر الفائدة أو العلاقات بينها وبين الجهة المقرضة؛
- إن تكاليف كل من المعاملات والمعلومات ليست سببا رئيسيا يجعل متخذي القرار في الشركات يفضلون التمويل الداخلي على الخارجي، بل هناك سبب رئيسي لأهم وهو ميزان السيطرة واتخاذ القرار في المؤسسات، ذلك أن إصدار أسهم جديدة مثلا قد يؤدي إلى تغيير هذا الميزان⁽²⁾.

المطلب الثالث: نظرية عدم تماثل المعلومات

من بين العيوب التي نجدها في الأسواق المالية عدم تماثل المعلومات بين المؤسسة والمستثمرين، بمعنى آخر أن إدارة المؤسسة عادة ما يكون لديها معلومات أكثر من المستثمرين في السوق المالي هذا ما يخلق نوع من عدم توافق المصالح⁽³⁾، ويقصد بعدم تماثل المعلومات أي عدم المساواة في كمية ونوعية المعلومات المتحصل عليها بين الأطراف المتعاقدة أي أنه يمكن لأحد الأطراف أن يكتسب معلومات ليست في حيازة الآخر وقد يستغلها لتحقيق مصالحه الشخصية، ويعد "Akerlof" أول من أشار لهذه النظرية من خلال الدراسة التي قام بها في سوق السيارات سنة 1970؛

وتلخص هذه النظرية أن التمويل بالديون أفضل بكثير من التمويل بالأسهم وليس بسبب الوفرة الضريبية على فوائد الديون، ولكن بسبب التأثير السلبي لإصدار الأسهم العادية على المساهمين القدامى، فإصدار أسهم عادية لا ينبغي أن يكون إلا في حالة وجود فرص استثمارية غير عادية لا ينبغي تفويتها، أو عندما تترك الإدارة أن مستقبل المؤسسة غير مطمئن أو أن إصدار أسهم جديدة سيكون في صالح المساهمين الحاليين، وتقضي هذه النظرية بالاعتماد على الأرباح المحتجزة في التمويل قبل اللجوء إلى الديون وأن تم اللجوء إلى الديون فلا ينبغي أن يصل إلى النقطة التي توصي بها نظرية التوازن وذلك للإبقاء على طاقة اقتراضية احتياطية يمكن استخدامها

في الظروف الطارئة حتى لا تضطر المؤسسة إلى استخدام البديل غير المرغوب فيه المتمثل في إصدار أسهم عادية جديدة⁽⁴⁾.

(1) تير زغود، مرجع سبق ذكره، ص 108.

(2) رضوان العمار، دانيا إبراهيم غيا، نظريات الهيكل التمويلي وأثرها على قيمة المنشأة، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، المجلد 40، العدد 06، جامعة تشرين، سوريا، 2018، ص 70.

(3) جمال قدام، مرجع سبق ذكره، ص 138.

(4) نبيلة سهاليلية، جبار بوكثير، مرجع سبق ذكره، ص 253.

خلاصة:

من خلال ما تم التطرق إليه في هذا الفصل تبين لنا أن هناك اختلافا في وجهات النظر بين مؤيد ومعارض لإمكانية تحقيق هيكل مالي مناسب وأمثلة يرفع من قيمة المؤسسة إلى حدّها الأقصى من خلال تدنية التكاليف؛

حيث نجد أن "مودكلياني وميلر" يعتقدان أنه في ظل عدم وجود ضرائب فقيمة المؤسسة وتكلفة رأس المال مستقلان تماما من الهيكل المالي أي عن تغيرات نسبة الاستدانة، وقد دل ذلك على عدم وجود هيكل مالي أمثل.

أما في ظل وجود ضريبة على دخل المؤسسة فلقد نشرا الباحثان "مودكلياني وميلر" مقالا تصحيحيا سنة 1963 أسقط من خلاله فرضية عدم وجود الضرائب، حيث رأى أن زيادة نسبة الاستدانة في الهيكل المالي يؤدي إلى ارتفاع قيمة المؤسسة بسبب الوفر الضريبي، حيث قدما العديد من الباحثين بعد ذلك إسقاط افتراض أن الديون خالية من الخطر وبالتالي أصبح احتمال لظهور تكلفة الإفلاس تأثير سلبي للاستدانة، ما يعني ارتفاع تكلفة الأموال وبالتالي انخفاض القيمة السوقية للمؤسسة.

وحسب نظرية الوكالة فإن الهيكل المالي الأمثل يتمثل في أنماط التمويل المختلفة التي تسمح بحل تضارب المصالح بين الإدارة والمساهمين حيث يسمح الهيكل المالي الأمثل بتعظيم القيمة المؤسسة. وتظهر مساهمة نظرية الإشارة بالوضعية المالية من خلال الاستدانة التي تعبر عن قدرة المؤسسة على الوفاء بالأموال المقترضة، وبعدها ظهرت نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل والتي تفرض المؤسسة بتتبع تسلسل هرمي معين في مصادر التمويل، ولقد تم رفض هذه النظرية لظهور عدة انتقادات تمثلت في عدم تماثل المعلومات بين الوكلاء من داخل وخارج المؤسسة.

الفصل الرابع: أثر الهيكل المالي على قيمة مجمع صيدال

(Groupe Sidal)

تمهيد

المبحث الأول: تقديم مؤسسة مجمع صيدال

المبحث الثاني: دراسة أثر الهيكل المالي على قيمة مؤسسة مجمع

صيدال

خلاصة

تمهيد:

بعد التطرق الى الجانب النظري المتعلق بمختلف الجوانب ذات الصلة بالهيكل المالي والقيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية إضافة الى اهم النظريات المفسرة لتأثير هذا الأخير على القيمة السوقية.

سنحاول من خلال هذا الفصل دراسة العلاقة بين الهيكل المالي والقيمة السوقية لمجمع صيدال وذلك خلال الفترة الممتدة من 2010 الى 2019 لإجراء الدراسة التطبيقية.

سنتناول في هذا الفصل مبحثين أساسيين من خلال التعريف بمجمع صيدال وتطوره التاريخي وهيكله التنظيمي وهذا في المبحث الأول، وتقديم نتائج الدراسة وتفسير وتحليل هذه النتائج في المبحث الثاني.

المبحث الأول: تقديم مجمع صيدال (Groupe Sidal)

يعد مجمع صيدال (Groupe Sidal) من أهم المؤسسات الرائدة في المجال الصيدلاني في الجزائر، وذات صيت واسع نظرا للنتائج المحققة من طرفه، والتي مكنته من الدخول للبورصة واحتلال مركز مرموق في السوق الجزائرية.

المطلب الأول: التعريف بمجمع صيدال

مجمع صيدال عبارة عن شركة ذات أسهم برأسمال قدره 25000000000 د.ج، 80% منه مملوك من طرف الدولة و 20% المتبقية تم التنازل عنها سنة 1999 عن طريق البورصة، تتمثل مهمة الشركة في تطوير وإنتاج وتسويق الادوية⁽¹⁾، يقع مقرها الاجتماعي في 01 شارع يحي العياشي - حسين داي- بالجزائر العاصمة⁽²⁾.

المطلب الثاني: التطور التاريخي لمجمع صيدال

أولاً: نشأة مجمع صيدال وتطورها

انشأت صيدال في 1982 عقب إعادة هيكلة الصيدلة المركزية الجزائرية وقد استفادت في هذا الإطار من نقل مصانع الحراش، الدار البيضاء وجسر قسنطينة، كما حول إليها في 1988 مركب المضادات الحيوية للمدية الذي كان على وشك الانتهاء من قبل الشركة الوطنية للصناعات الكيماوية؛

في سنة 1989 وتبعاً لتنفيذ الإصلاحات الاقتصادية، أصبحت صيدال مؤسسة عمومية اقتصادية تتميز باستقلالية التسيير،

في سنة 1993 تم إضفاء تعديلات على القانون الأساسي للمجمع، حيث سمح لها بالمشاركة في كل عملية صناعية او تجارية يمكن ان تكون ذات صلة مع موضوعها الاجتماعي من خلال انشاء مؤسسات جديدة او فروع؛

في سنة 1997 وضعت مؤسسة صيدال مخطط إعادة هيكلة أسفر على تحويلها الى مجمع صناعي يضم ثلاثة أنواع (فارمال، انتيبوتيكال وبيوتيك)؛

(1) عبد القادر بكحل، محمد امين بوبري، دور النظام المحاسبي المالي في تعزيز الإفصاح بالمؤسسة الاقتصادية، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية، العدد 37، جامعة الشلف، 2019، ص 166.

(2) البشير زبيدي، سعدي يحي، جودة التقارير المالية ودورها في تقييم الأداء المالي، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، المجلد 2، العدد 09، جامعة الوادي، 2011، ص 97.

في سنة 2009 رفعت صيدال من حصتها في رأسمال "سوميدال" الى حدود 59٪، وفي سنة 2010 قامت بشراء 20٪ من رأسمال شركة "ايبيرال" كما رفعت من حصتها في رأسمال شركة "تافكو" من 38.75٪ الى 44.51٪، في سنة 2011 رفعت صيدال حصتها في رأسمال "ايبيرال" الى حدود 60٪؛

في جانفي 2014 شرع مجمع صيدال في ادماج فروعه الاتي ذكرها (فارمال، انتيبوتيكال و بيوتيك) (1).

ثانيا: اهداف مجمع صيدال

تتمثل في التالي (2):

- ✓ القيام بأبحاث في مجال الطب الانساني والحيواني على حد سواء من اجل اكتشاف جزئيات جديدة موجهة لعلاج الانسان والحيوان؛
- ✓ تطبيق استراتيجيات والسياسات العامة المتعلقة بالمالية، الصناعية، التسويق، التطوير والنوعية؛
- ✓ تحديد الاستراتيجيات المتعلقة بإنتاج المواد الصيدلانية وتطويرها الى جانب الاتصال الطبي والتنسيق بينهما؛
- ✓ المشاركة في كل العمليات التجارية والصناعية التي يمكن ان ترتبط بالموضوع عن طريق انشاء مؤسسات او فروع جديدة.

المطلب الثالث: الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال

أولا: تقديم فروع ووحدات ومديريات المجمع

1- تقديم الفروع والوحدات

1-1- الفروع:

➤ فرع انتيبوتيكال (Antibiotic)

ويشمل مركب المضادات الحيوية بالمدينة، الذي انطلقت به عملية الإنتاج سنة 1988، ومن المنتوجات التي ينتجها هذا المركب نذكر منها: المراهم، الأقراص، الحقن الخ، إضافة الى انتاج بعض المواد تامة الصنع والمواد الأولية.

➤ فرع فارمال (Pharmal)

يقع المقر الاجتماعي لنوع "فارمال" بالدار البيضاء حيث يتكون من ثلاث وحدات انتاج هي:

(1) File: ///c:/users/ pc/ Pictures/الصناعية للأدوية/لمحة عن مجمع صيدال للصناعية للأدوية/Html.

(2) proc dz. Blog post. Com/ 2016/ 07 blog post. Html.

- ✓ وحدت الدار البيضاء وقد انشأت خلال الستينات؛
- ✓ وحدت قسنطينة انضمت الى صيدال سنة 1998 وهي مخصصة في انتاج مضادات السعال؛
- ✓ وحدت عنابة انضمت الى صيدال سنة 1998 تختص في انتاج الأقراص، المراهم، معجون الاسنان، المحاليل.

➤ فرع بيوتيك (Biotic)

يقع مقره الاجتماعي بالحراش ويتكون من ثلاث وحدات الإنتاج هي:

- ✓ وحدت جسر قسنطينة التي بدأت نشاطها سنة 1984 حيث تختص في انتاج الأقراص، المراهم.... الخ؛
- ✓ وحدت الحراش انشأت سنة 1971 ومن اهم منتجاتها: الأقراص، المحاليل؛
- ✓ وحدت شرشال التي انضمت الى المجمع مؤخرا لتقوم بإنتاج محلول لتصفية الدم.

1-2- الوحدات:

➤ مركز البحث والتنمية (CRD)

يقع مقره بالمحمدية الحراش وهو مدعم بوحدة البحث والتسويق الطبي تتمثل مهامه في:

- ✓ تطوير الادوية؛
- ✓ تحقيق مشاريع البحث متبوعة بالبحوث الأساسية في المجال الصيدلاني؛
- ✓ تقديم حاجيات السوق المحلي من ادوية ومواد صيدلانية.

➤ الوحدة التجارية المركزية (UCC)

انشأت هذه الوحدة سنة 1996 وهي مختصة في تسويق منتجات صيدال، إضافة الى المنتجات المنتجة من طرف شركاته تعمل هذه الأخيرة الى توجيه الإنتاج حسب متطلبات السوق بين مراكز التوزيع.

2- تقديم مديريات المجمع

➤ مديرية تسيير المحفظة واستراتيجيات المالية

تتمثل مهامها في:

- ✓ تسيير الاستراتيجيات المالية وكذا تسيير الميزانية؛
- ✓ المحاسبة، المالية والتمويل على المدى المتوسط والطويل؛
- ✓ متابعة محفظة الأوراق المالية للمجمع في السوق الثانوي.

➤ مديرية التسويق والاعلام الطبي

تتمثل اهم مهامها في:

- ✓ إقامة وتنفيذ استراتيجية التسويق والاعلام الطبي؛
- ✓ تطوير دراسات السوق؛
- ✓ اعداد مجلة صيدال، النشرة الداخلية؛
- ✓ انشاء شبكة المدربين الطبيين عبر كامل التراب الوطني من أطباء، صيادلة، بياطرة وجراحي الاسنان.

➤ مديرية تامين الجودة والاعمال الصيدلانية

هي مديرية تقنية مكلفة بمراجعة ملفات صنع الدواء ومراقبة وحدت البحث، وتوجيهها بخصوص تشكيل المنتجات المطابقة للأصل.

➤ مديرية الفحص والمراجعة، التحليل والتركيب

تتمثل مهامها أساسا في مراقبة التسيير، فحص الحسابات وكل النشاطات المتعلقة بالتسويق، التحليل، التركيب.

➤ مديرية التطوير الصناعي والشراكة

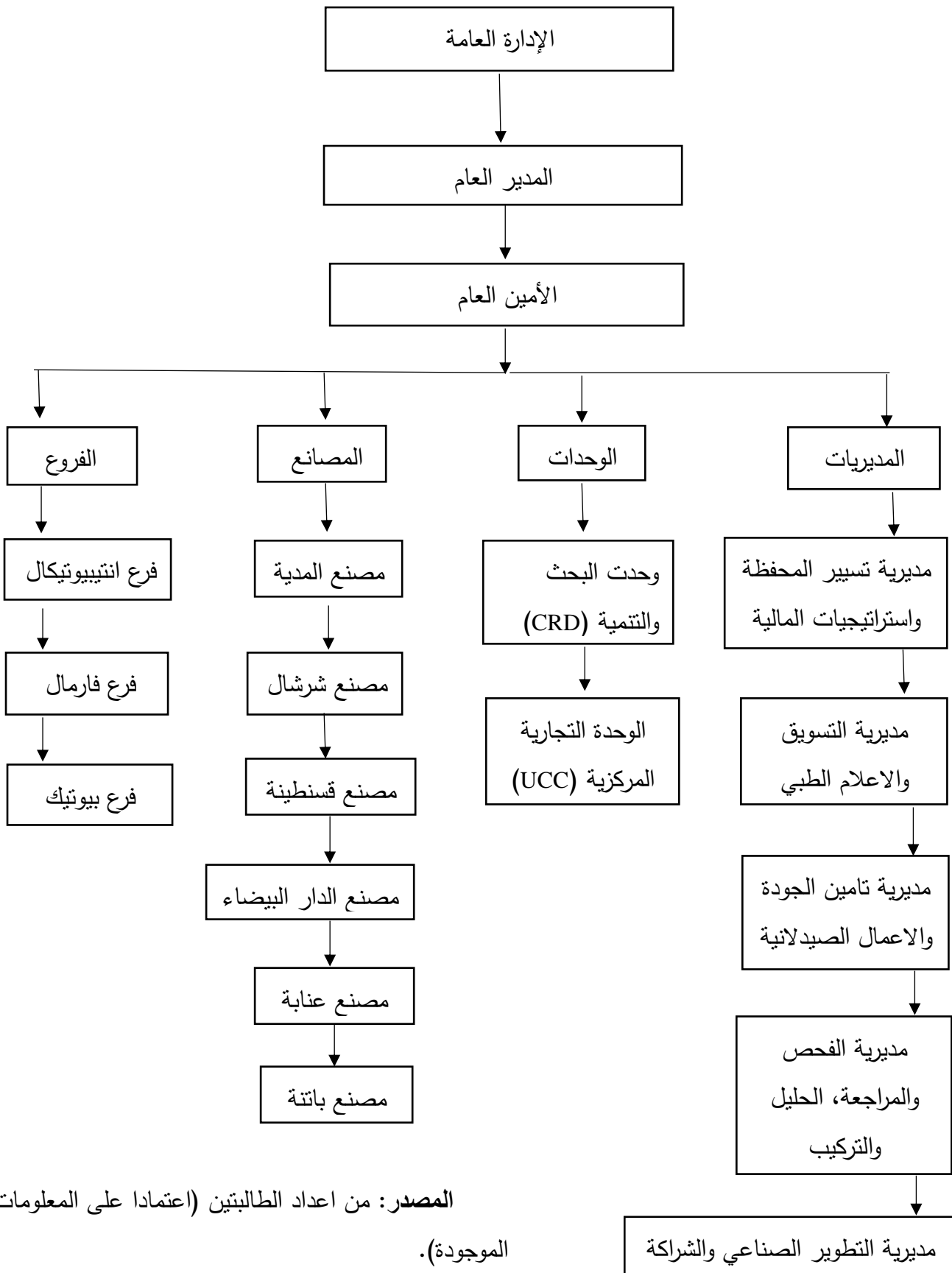
تهتم هذه المديرية بكل النشاطات المرتبطة بالتطوير الصناعي، خاصة الاستثمار في مجال الشراكة سواء مع الوطنيين او الأجانب، وهذا التعزيز مكانه المؤسسة في الأسواق العالمية⁽¹⁾.

ثانيا: الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال

يرتكز الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال على مجموعة من الوظائف تتفاعل فيما بينها لأجل تحقيق أهدافه، والشكل التالي يوضح لنا ذلك:

⁽¹⁾ File: //c:/ Users/ pc/ Pictures/ التمويل لمجمع صيدال تعليم الجزائر / Html.

الشكل رقم (18.1): الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال



المبحث الثاني: دراسة أثر الهيكل المالي على قيمة مجمع صيدال (Groupe Sidal)

بعد ما تم التعرف على المؤسسة محل الدراسة الا وهي "مجمع صيدال"، سنقوم في هذا المبحث بدراسة أثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة وذلك باستخدام أدوات إحصائية، بهدف الوصول الى نتائج تبين أثر الهيكل المالي على قيمة مؤسسة "مجمع صيدال".

المطلب الأول: الأسلوب الاحصائي المعتمد عليه

يعتمد الأسلوب الاحصائي في الكثير من الدراسات خاصة في دراسة العلاقة بين المتغيرات ويعرف هذا الأسلوب بنموذج الانحدار الخطي المتعدد وهو عبارة عن "علاقة متعددة ما بين متغير تابع واحد وعدة متغيرات مستقلة".

وبهذا يكون نموذج الانحدار الخطي المتعدد على النحو التالي (1):

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 \cdot X_{1i} + \beta_2 \cdot X_{2i} + \dots + \beta_k \cdot X_{ki} + U_i$$

حيث:

Y_i : المتغير التابع؛

X_i : المتغيرات المستقلة؛

U_i : المتغير العشوائي وهو يتضمن المتغيرات الأخرى وخطا التقدير؛

β_0 : ثابت المعادلة؛

β_k : معاملات الانحدار الجزئي؛

k : عدد المتغيرات المستقلة.

ويتم اختيار قبول النموذج الخطي المتعدد او رفضه باستعمال مجموعة من الاختبارات:

أولاً: اختبار معنوية المعالم (T) Student

يستخدم اختبار (T) معنوية تأثير المتغيرات المستقلة X_1, X_2, \dots, X_k في المتغير التابع Y_i في نموذج الانحدار المتعدد، ولاختبار (T) نعتمد على نوعين من الفروض؛

فرضية H_0 : $\beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = \dots = \beta_k = 0$ عدم

(1) حسام علي داود، خالد محمد السواعي، الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق، باستخدام برنامج Eviews7، الطبعة الاولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2013، ص 156.

الفرضية البديلة H_1 : $\beta_1 \neq \beta_2 \neq \beta_3 \dots \neq \beta_k \neq 0$

وبعد حساب (T) تقارن مع قيمتها الجدولية لتحديد قبول او رفض فرضية العدم ومن تم تقديم معنوية معاملات النموذج المقدر (1).

ثانيا: معامل التحديد المتعدد (R^2)

هو مقياس يوضح نسبة التغير في المتغير التابع "Y"، الذي سببها في المتغير "X"، أي نسبة الانحرافات الموضحة من قبل خط الانحدار الى الانحرافات الكلية (2)؛

او معامل التحديد (R^2) هو تربيع لمعامل الارتباط، وهو معامل ذو دلالة إحصائية وقياسية مهمة جدا حيث يدل على النسبة التي يفسرها المتغير المستقل من التغير في المتغير التابع وتكون قيمته أصغر من قيمة معامل الارتباط عدا في حالة ($r=1$)، بسبب ان جذر كل كسر هو أكبر من الرقم الأصلي، وان تربيع للكسر هو أصغر من الكسر الأصلي، ويستخدم معاملي الانحدار والتحديد في اختبار جودة توفيق النماذج القياسية والاستدلال الاحصائي، كما ان له علاقة وثيقة مع الانحدار ومعامل الانحدار (b) (3)؛

وتكون قيمة (R^2) محصورة بين 0 و 1 فاذا كان (4):

$R^2=1$: توجد علاقة معنوية تامة بين المتغير التابع والمستقل؛

$R^2=0$: لا توجد علاقة بين المتغير التابع والمستقل؛

$0 < R^2 < 1$: وجود علاقة معنوية غير تامة بين المتغير التابع والمستقل.

ثالثا: اختبار إحصائية فيشر (F-Statistic)

يستهدف هذا الاختبار لمعرفة مدى معنوية العلاقة الخطية بين المتغيرات المستقلة، (X_1, X_2, \dots, X_k) على المتغير التابع (Y_i)، ويقوم هذا الاختبار على نوعين من الفرضيتين هما :

فرضية العدم H_0 : وتنص على انعدام العلاقة الخطية بين كل متغير من المتغيرات المستقلة وبين المتغير

التابع أي:

(1) حسين على بخيث، سحر فتح الله، الاقتصاد القياسي، الطبعة العربية، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان، 2007، ص 161.

(2) حسين على بخيث، سحر فتح الله، الاقتصاد القياسي، الطبعة العربية، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص 87.

(3) وليد إسماعيل السيفو وآخرون، اساسيات الاقتصاد القياسي التحليلي، الطبعة العربية الأولى، الاهلية للنشر والتوزيع، عمان، 2006، ص 77.

(4) جلال جيلاطو، الإحصاء التطبيقي، الطبعة الاولى، دار الخلدونية للنشر والتوزيع، الجزائر، 2009، ص 82.

$$H_0: \beta_1 = \beta_2 = \dots = \beta_k = 0$$

الفرضية البديلة H_1 : وتتص على وجود علاقة معنوية بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع أي:

$$H_1: \beta_1 \neq \beta_2 \neq \dots \neq \beta_k \neq 0$$

فبواسطة مقياس فيشر يتم اختيار موضوعية معامل التحديد ومعامل الارتباط وكذلك جودة تمثيل معادلة الانحدار المقترحة (1).

رابعا: اختبار Breusch-Godfrey

يرتكز هذا الاختبار على مضاعف لاغرانج والذي يسمح باختبار وجود ارتباط ذاتي من درجة أكبر من الواحد، فنموذج الانحدار الذاتي للأخطاء من الدرجة P يكتب على الشكل التالي (2):

$$\hat{\epsilon}_t = p_1 \hat{\epsilon}_{t-1} + p_2 \hat{\epsilon}_{t-2} + \dots + p_p \hat{\epsilon}_{t-p} + U_t$$

ليكن النموذج العام حيث الأخطاء مرتبطة ذاتيا:

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 X_{t1} + \beta_k X_{tk} + P_1 \hat{\epsilon}_{t-1} + P_2 \hat{\epsilon}_{t-2} + \dots + P_p \hat{\epsilon}_{t-p} + U_t$$

وهناك خطوات لإجراء هذا الاختبار:

- ✓ تقدير معادلة النموذج بطريقة المربعات الصغرى العادية للحصول على بواقي؛
- ✓ تحديد الانحدار المساعد وتقديره؛
- ✓ يتم حساب معامل التحديد R^2 من الانحدار المساعد، حيث لوحظ ان $R^2 (n-m)$ يخضع لتوزيع كاي تربيع X_2 ؛
- ✓ يتم تحديد الفرض العدمي والفرض البديل كما يلي:

$$H_0 : P_1 = P_2 = P_3 = 0$$

لا يوجد ارتباط ذاتي

$$H_1 : P_1 \neq P_2 \neq P_3 \neq 0$$

يوجد ارتباط ذاتي

- ✓ يتم مقارنة قيمة $R^2 (n-m)$ مع القيمة الجدولية كاي تربيع X_2 عند مستوى معنوية معين، فإذا كانت القيمة المحسوبة أكبر من القيمة الجدولية نرفض فرضية العدم H_0 ونقبل الفرض البديل H_1 والذي

(1) على مكيد، الإقتصاد القياسي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2007، ص158.

(2) محمد شيخي، طرق الإقتصاد القياسي محاضرات وتطبيقات، الطبعة الأولى، دار الحامد، ورقلة، 2011، ص100.

يقضي بوجود ارتباط ذاتي، اما إذا كانت القيمة المحسوبة اقل من القيمة الجدولية فإننا لا نستطيع رفض العدم H_0 وبالتالي فلا يوجد ارتباط ذاتي يبين الأخطاء العشوائية (1).

المطلب الثاني: منهجية الدراسة

في هذا المطلب سنقوم بالتطرق الى المنهجية المتبعة في دراسة أثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة وذلك وفق مايلي:

أولاً: مجتمع الدراسة

يتمثل مجتمع الدراسة في الموضوع التي تطرقنا اليه في مجمع صيدال، والذي سبق وان ذكرناه في المبحث السابق.

ثانياً: حدود الدراسة

تتمثل حدود الدراسة في الحدود الزمنية المتمثلة في الفترة الممتدة ما بين 2010 الى 2019، والتي تعتبر فترة كافية لمعرفة تأثير المتغيرات المستقلة على المتغير التابع، اما الحدود المكانية فتتمثل في مجمع صيدال والذي يعد من اهم المؤسسات التي يتم تداول اوراقها المالية في بورصة الجزائر بشكل مستمر.

ثالثاً: مصادر البيانات

ان البيانات والمعطيات التي تم الاعتماد عليها خلال هذه الدراسة مأخوذة من الموقع الإلكتروني لمجمع صيدال، الموقع الإلكتروني للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB) لكونها مدققة وتتمتع بمصداقية مقبولة من الاعتماد عليها؛

كما تم الاعتماد على برنامج (Eviews10) في معالجة واستغلال البيانات وتحويلها وهذا من اجل التوصل الى نتائج يمكن تحليلها وتفسيرها.

رابعاً: تحديد وعرض متغيرات الدراسة

1- تحديد متغيرات الدراسة

تتمثل متغيرات الدراسة في كل من المتغير التابع والمتغيرات المستقلة والضابطة التي يفترض ان يكون لها تأثير على قيمة المؤسسة.

(1) حسام على داود، خالد محمد السواعي، مرجع سبق ذكره، ص 323.

1-1 المتغيرات الرئيسية

تتمثل المتغيرات الرئيسية في كل من المتغير التابع والمتغير المستقل.

1-1-1 المتغير التابع

يتمثل المتغير التابع للدراسة في قيمة المؤسسة (VM)، ومن اجل الحصول على أفضل تمثيل لهذا المتغير فقد جسدنا القيمة السوقية لمجمع صيدال في المتوسط الحسابي للقيمة السوقية للسهم لكل سنة؛

ومن اجل الحصول على تمثيل أفضل للقيمة السوقية لمجمع صيدال والوصول الى نتائج أكثر موضوعية اعتمدنا على اللوغاريتم النبيري للمتوسط الحسابي للقيمة السوقية لاسهم مجمع صيدال، ولقد تم الاعتماد على هذا القياس في دراسة مليكة زغيب (2009)، نبيلة سهائلة وجبار بوكثير (2017).

1-1-2 المتغير المستقل

يعتبر الهيكل المالي المتغير المستقل لهذه الدراسة، حيث يمكن الاعتماد على عدة مقاييس تعبر عن هذا المتغير يمكن ادراجها كمايلي:

- **اجمالي الديون:** ويرمز لها بالرمز (DT)، ويتمثل في نسبة اجمالي الديون الى الأموال الخاصة، ولقد تم الاعتماد على هذا القياس في دراسة مليكة زغيب وسفيان دلوف (2012).
- **الديون طويلة الاجل:** ويرمز لها بالرمز (DLT)، وتتمثل في نسبة الديون طويلة الاجل الى الأموال الخاصة، وقد تم الاعتماد على هذا القياس في دراسة (Anup Chowdhury 2010).
- **الديون قصيرة الاجل:** ويرمز لها بالرمز (DCT) وتتمثل في نسبة الديون قصيرة الاجل الى الأموال الخاصة، وقد تم الاعتماد على هذا القياس في دراسة (Wail Rahman 2012).

1-2 المتغيرات الضابطة

تتمثل في مجموعة من المتغيرات المؤثرة في قيمة المتغير التابع (قيمة المؤسسة) نذكر منها:

- **المردودية الاقتصادية:** ويرمز لها بالرمز (RE)، وتتمثل في حاصل قسمة نتيجة الاستغلال قبل الفوائد والضرائب على اجمالي الأصول، ولقد تم الاعتماد على دراسة علي بن الضب (2009).
- **المردودية المالية:** ويرمز لها بالرمز (RF)، وتتمثل في حاصل قسمة النتيجة الصافية على الأموال الخاصة، ولقد تم دراسة هذا القياس بالاعتماد على دراسة علي بن الضب (2009).

➤ **حجم السيولة:** ويرمز لها بالرمز (DIS)، وتتمثل في حاصل قسمة الأصول الجارية على الخصوم الجارية ويتم قياسها من خلال نسبة السيولة، ولقد تم الاعتماد على هذا القياس في دراسة Anup Chowdhury (2010).

➤ **حجم المؤسسة:** ويرمز لها بالرمز (LNAE)، حيث نعتمد لحسابها على اللوغاريتم النبيري للمبيعات لقياس حجم المؤسسة، ولقد تم الاعتماد على هذا القياس في دراسة Fakhfakh & Ben atitallah (2002).

$$LNAE = \ln CA$$

➤ **المخاطر التشغيلية:** ويرمز لها بالرمز (RISQ)، وتتمثل في نسبة الانحراف المعياري للنتيجة الاقتصادية (النتيجة قبل الفوائد والضرائب) الى اجمالي الأصول كمقياس لمستوى المخاطر التشغيلية، ولقد تم الاعتماد على هذا القياس في دراسة Fakhfakh & Ben atitallah (2002).

$$RISQ = \sqrt{\frac{1}{n} (RE - \overline{RE})^2}$$

2- عرض متغيرات الدراسة

جدول رقم (3.1): عرض متغيرات الدراسة لمجمع صيدال خلال الفترة الممتدة من سنة 2010 الى سنة 2019

المتغيرات/ السنوات	V _M	DT	DLT	DCT	RE	RF	DIS	LNAE	RISQ
2010	6,09	0,582	0,731	0,066	0,058	0,093	1,916	23,249	0,158
2011	6,485	0,494	0,561	0,416	0,096	0,149	2,082	23,326	0,146
2012	6,491	0,508	0,43	0,605	0,084	0,133	2,078	23,354	0,149
2013	6,361	0,443	0,299	0,498	0,097	0,158	2,252	23,162	0,145
2014	6,285	0,286	0,482	0,313	0,051	0,084	3,373	23,004	0,507
2015	6,384	0,413	0,379	0,326	0,041	0,055	2,866	23,024	0,517
2016	6,435	0,407	0,414	0,274	0,045	0,054	2,118	23,047	0,162
2017	6,486	0,421	0,476	0,253	0,03	0,049	2,031	23,052	0,166
2018	6,424	0,499	0,655	0,343	0,032	0,059	2,166	23,057	0,526
2019	6,401	0,461	0,572	0,284	0,024	0,036	2,205	22,963	0,534

المصدر: من اعداد الطالبتين اعتمادا على الملاحق.

بعد ما قمنا بتحديد متغيرات الدراسة التي تم جمعها بالاعتماد على المعلومات والبيانات المتواجدة في الموقع، سنقوم الان بقياس هذه المتغيرات خلال الفترة الممتدة من سنة 2010 الى سنة 2019.

المطلب الثالث: تحليل ومناقشة نتائج الدراسة

بعد التعرف على المنهجية المتبعة في الدراسة، نهدف الان في هذا المطلب الى تحليل نتائج الانحدار الخطي المتعدد المتحصل عليها، بالاعتماد على البرنامج الاحصائي (Eviews10) مما سمح لنا بالحصول على مخرجات سنحاول تحليلها وتفسير نتائجها.

أولاً: تحليل نتائج مصفوفة الارتباط

يوضح الجدول ادناه نتائج الارتباط بين المتغيرات قيد الدراسة، والتي تضم المتغير التابع (VM) والمتغيرات المستقلة (DCT)(DLT)(DT) إضافة الى المتغيرات الضابطة (DIS)(RE)(RF)(LNAE)(RISQ).

الجدول رقم (4.1): مصفوفة معاملات الارتباط لمتغيرات الدراسة

Variables	VM	DCT	DLT	DT	DIS	RE	RF	LNAE	RISQ
VM	1	0.641	-0.433	-0.170	-0.164	0.042	0.010	0.016	-0.070
DCT	0.641	1	-0.595	-0.083	0.043	0.597	0.600	0.395	-0.150
DLT	-0.433	-0.595	1	0.544	-0.318	-0.305	-0.240	0.109	0.136
DT	-0.170	-0.083	0.544	1	-0.811	0.228	0.250	0.623	-0.383
DIS	-0.164	0.043	-0.318	-0.811	1	-0.145	-0.142	-0.476	0.623
RE	0.042	0.597	-0.305	0.228	-0.145	1	0.986	0.810	-0.627
RF	0.010	0.600	-0.240	0.250	-0.142	0.986	1	0.806	-0.583
LNAE	0.016	0.395	0.109	0.623	-0.476	0.810	0.806	1	-0.705
RISQ	-0.070	-0.150	0.163	-0.383	0.623	-0.627	-0.583	-0.705	1

المصدر: من اعداد الطالبتين اعتمادا على معطيات برنامج (Eviews10).

✓ من خلال النتائج الملحوظة أعلاه، نلاحظ ان علاقة الارتباط بين المتغير التابع (VM) القيمة السوقية للمجمع والمتغيرات المختلفة كانت كالآتي:

- معامل الارتباط بين القيمة السوقية للمجمع والديون قصيرة الاجل (DCT) تقدر ب: 64.10% وهذا يعني وجود علاقة ارتباط قوية وطردية؛
- علاقة عكسية ضعيفة بين القيمة السوقية للمجمع والديون الطويلة الاجل (DLT) قدرت ب: -43.3%؛
- اجمالي الديون (DT) له ارتباط ضعيف عكسي مع القيمة السوقية قدر ب: -17%؛

✓ اما فيما يخص وجود علاقات بين بعض المتغيرات الأخرى والقيمة السوقية (V_M) للمجمع والتي تتمثل في:

- حجم السيولة (DIS) هناك علاقة ارتباط ضعيفة عكسية قدرت ب: -16.4% ؛
- اما بالنسبة للمردودية الاقتصادية (RE) هناك علاقة طردية قدر معامل الارتباط ب: 42% ؛
- المردودية المالية (RF) علاقة ارتباط ضعيفة جدا قدر ب: 1% ، اما حجم المؤسسة (LNAE) فقدر معامل الارتباط ب: 1.6% وهو ضعيف؛
- المخاطر التشغيلية (RISQ) قدر معامل الارتباط ب: 7% - ويعتبر ضعيف وعكسي؛
- ✓ اما معاملات الارتباط للمتغيرات المستقلة فيما بينها فقد اخذت عدة قيم منها:
- علاقة قوية جدا بين المردودية المالية (RF) والمردودية الاقتصادية (RE) قدرت ب: 98.6% ؛
- علاقة ضعيفة وعكسية بين الديون طويلة الاجل (DLT) وحجم السيولة (DIS) قدر ب: -3.18% ؛
- علاقة طردية قوية بين اجمالي الديون (DT) وحجم المؤسسة (LNAE) ب: 62.3% ، وعلاقة ضعيفة عكسية بين الديون قصيرة الاجل (DCT) والمخاطر التشغيلية (RISQ) ب: -15% .

ثانيا: تحليل الانحدار المتعدد

سنقوم من خلال هذا النموذج بعرض نتائج تحليل الانحدار المتعدد وتقدير معاملات الدراسة من خلال مخرجات برنامج (Eviews10)، ثم نقوم بتفسير وتحليل هذه النتائج.

1- تقدير النموذج قبل التعديل

ظهرت نتائج الانحدار المتعدد لمتغيرات الدراسة كما يلي:

الجدول رقم (5.1): نتائج الانحدار المتعدد للنموذج قبل التعديل

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-77.28449	45.42962	-1.701192	0.3383
DCT	-1.474194	1.321971	-1.115149	0.4654
DLT	-1.948407	1.273921	-1.529457	0.3686
DT	-6.354039	2.866307	-2.216803	0.2698
DIS	-1.263681	0.582503	-2.169397	0.2750
RE	-7.834878	9.664689	-0.810670	0.5663
RF	4.307913	6.050240	0.712024	0.6061
LNAE	3.898540	2.099523	1.856870	0.3145
RISQ	2.789663	1.519137	1.836348	0.3175
R-squared	0.966408	Mean dependent var		6.384200
Adjusted R-squared	0.697674	S.D. dependent var		0.121705
S.E. of regression	0.066919	Akaike info criterion		-3.073265
Sum squared resid	0.004478	Schwarz criterion		-2.800938
Log likelihood	24.36632	Hannan-Quinn criter.		-3.372006
F-statistic	3.596155	Durbin-Watson stat		2.333577
Prob(F-statistic)	0.387727			

المصدر: من اعداد الطالبتين اعتمادا على برنامج Eviews10.

من خلال الجدول رقم (5.1) يمكن كتابة معادلة الانحدار المتعدد كمايلي:

$$V_M = -77.2844 - 1.4741DCT - 1.9484DLT - 6.3540DT - 1.2636DIS - 7.8348RE + 4.3079RF + 3.8985LNAE + 2.7896RISQ$$

1-1 اختبار جودة النموذج قبل التعديل

يعتمد اختبار النموذج على معامل التحديد "R-squared" والذي يقوم بدراسة العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة والذي يجب ان تكون النسبة أكبر ما يمكن من اجل معرفة قبول النموذج الكلي، ومن خلال النتائج الموجودة في الجدول أعلاه نلاحظ ان $R^2 = 0.9664$ وهو ما يدل على ان النموذج له جودة قوية جدا وبالتالي فان المتغيرات المستقلة للدراسة تفسر 96.64% من التغير الحاصل في المتغير التابع الا وهو القيمة السوقية لمجمع صيدال، اما النسبة المتبقية 3.36% فتعود الى متغيرات أخرى لم يتضمنها النموذج.

1-2 اختبار معنوية معاملات الانحدار قبل التعديل

وقد كانت نتائج معاملات الانحدار للنموذج على النحو التالي:

الجدول رقم (6.1): نتائج اختبار معنوية معاملات الانحدار للنموذج قبل التعديل

المتغيرات	قيمة الاحتمال (Prob)	القيمة الإحصائية Student (t)
DCT	Prob= 0.4654	$T_{obs} = -1.115149$
DLT	Prob= 0.3686	$T_{obs} = -1.529457$
DT	Prob= 0.2698	$T_{obs} = -2.216803$
DIS	Prob= 0.2750	$T_{obs} = -2.169397$
RE	Prob= 0.5663	$T_{obs} = -0.810670$
RF	Prob= 0.6061	$T_{obs} = 0.712024$
LNAE	Prob= 0.3145	$T_{obs} = 1.856870$
RISQ	Prob= 0.3175	$T_{obs} = 1.836348$

المصدر: من اعداد الطالبتين اعتمادا على برنامج Eviews10.

من نتائج الجدول أعلاه نلاحظ:

- قيمة الاحتمال Prob للمتغيرات السابقة أكبر من مستوى المعنوية 5%؛
 - قيمة إحصائية Student المحسوبة (T_{obs}) بالقيمة المطلقة للمتغيرات
- (DCT, DLT, DT, DIS, RE, RF, LNAE, RISQ) هي اقل من T الجدولية (T_c)، والتي تساوي $T_c = 12.7062$ عند مستوى المعنوية 5%، وهذا يعني ان كل المتغيرات ليس لها معنوية إحصائية، ومنه نقبل الفرضية H_0 ونرفض الفرضية H_1 .

وبغية الحصول على نموذج أفضل ارتأينا اجراء تعديلات على النموذج الاولي عن طريق استبعاد المتغيرات التي لها أكبر قيمة احتمال Prob مكنتنا الوصول الي نماذج أخرى كالتالي:

الجدول رقم (7.1): مراحل استبعاد متغيرات الدراسة

النموذج	المتغير المستبعد	قيمة الاحتمال (Prob)	القيمة الإحصائية Student (t)
1	RF	Prob= 0.6061	$T_{obs} = 0.712024$
2	RE	Prob= 0.5663	$T_{obs} = -0.810670$
3	DCT	Prob= 0.4654	$T_{obs} = -1.115149$

المصدر: من اعداد الطالبتين.

من الجدول السابق نلاحظ ان:

بلغت قيمة الاحتمال Prob الخاصة بالمردودية المالية في النموذج الأول 0.6061 وهي أكبر من مستوى المعنوية 5%، فيما كانت القيمة الإحصائية Student المحسوبة (Tobs) بالقيمة المطلقة 0.712024 هي اقل من القيمة الجدولية والتي تساوي $T_c = 4.3026$ ، ما يعني عدم معنوية العلاقة بين المردودية المالية (RF) والقيمة السوقية لمجمع صيدال، وبما ان المتغير لديه أكبر قيمة احتمالية قمنا باستبعاده من النموذج الأول.

اما النموذج الثاني توصلنا الى قيمة الاحتمال Prob للمتغير (RE) والذي يمثل المردودية الاقتصادية قد بلغت 0.5663 وهي أكبر من مستوى المعنوية 5%، كما قدرت احصائية Student المحسوبة (Tobs) بالقيمة المطلقة 0.810670 وهي اقل من القيمة الجدولية $T_c = 3.1824$ ، وعليه فان المتغير ليس له معنوية وبالتالي فالمردودية الاقتصادية (RE) لا تفسر التغيرات التي يمكن ان تحصل في القيمة السوقية للمجمع وبالتالي قمنا بإزالتها من النموذج من اجل الوصول الى النموذج الثالث.

اما في النموذج الثالث فقدرت القيمة الاحتمالية Prob للمتغير (DCT) ب 0.4654 وهي أكبر من مستوى المعنوية 5%، كما بلغت القيمة الإحصائية Student المحسوبة (Tobs) بالقيمة المطلقة 1.115149 وهي اقل من القيمة الجدولية المقدره $T_c = 2.7764$ ، ومنه (DCT) ليس لها معنوية إحصائية مما يعني ان المتغير المستقل الديون قصيرة الاجل لا تفسر التغيرات التي تحصل في القيمة السوقية لمجمع صيدال، وبالتالي قمنا باستبعاده من النموذج الثالث مما أدى الى الحصول على النموذج الرابع.

2- تقدير النموذج بعد التعديل

بعد التعديل للنموذج الاولي باستخدام برنامج (Eviews10) ظهرت نتائج الانحدار المتعدد لمتغيرات الدراسة كالآتي:

الجدول رقم (8.1): نتائج الانحدار المتعدد للنموذج بعد التعديل

Dependent Variable : VM
Method : Least Squares
Date : 10/07/20 Time : 10:48
Sample: 2010 2019
Included observations : 10

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-20.48172	7.529243	-2.720290	0.0530
DLT	-0.467811	0.211481	-2.212068	0.0914
DT	-3.291585	0.811117	-4.058091	0.0154
DIS	-0.659880	0.133095	-4.957945	0.0077
LNAE	1.287285	0.343711	3.745258	0.0200
RISQ	1.136694	0.268663	4.230925	0.0134
R-squared	0.888135	Mean dependent var	6.384200	
Adjusted R-squared	0.748305	S.D. dependent var	0.121705	
S.E. of regression	0.061059	Akaike info criterion	-2.470255	
Sum squared resid	0.014913	Schwarz criterion	-2.288703	
Log likelihood	18.35127	Hannan-Quinn criter.	-2.669416	
F-statistic	6.351499	Durbin-Watson stat	2.006105	
Prob(F-statistic)	0.048754			

المصدر: من اعداد الطالبتين اعتمادا على برنامج Eviews10.

من خلال الجدول رقم (8.1) يمكن كتابة معادلة الانحدار المتعدد كمايلي:

$$V_M = -20.4817 - 0.4678DLT - 3.2915DT - 0.6598DIS + 1.2872LNAE + 1.1366RISQ$$

1-2- اختبار جودة النموذج بعد التعديل

نلاحظ من النتائج الموضحة في الجدول أعلاه ان معامل التحديد "R-squared" قدر ب:

$R^2 = 0.888135$ وهو ما يدل على جودة النموذج، ومنه فالمتغيرات (DLT, DT, DIS, LNAE, RISQ) تفسر ب 88.81% من التغير الحاصل في القيمة السوقية لمجمع صيدال، اما النسبة الباقية 11.19% فتعود الى متغيرات أخرى لم يتضمنها النموذج.

2-2- اختبار معنوية معاملات الانحدار بعد التعديل

وقد قدرت نتائج معاملات الانحدار للنموذج النهائي على النحو التالي:

الجدول رقم (9.1): نتائج اختبار معنوية معاملات الانحدار للنموذج بعد التعديل

المتغيرات	قيمة الاحتمال (Prob)	القيمة الإحصائية Student (t)
DIS	Prob= 0.0077	$T_{obs} = -4.957945$
RISQ	Prob= 0.0134	$T_{obs} = 4.230925$
DT	Prob= 0.0154	$T_{obs} = -4.058091$
LNAE	Prob= 0.0200	$T_{obs} = 3.745258$
DLT	Prob= 0.0914	$T_{obs} = -2.212068$

المصدر: من اعداد الطالبتين اعتمادا على برنامج Eviews10.

من خلال الجدول نلاحظ:

- قيمة الاحتمال Prob بالنسبة لكل المتغيرات (DLT, DT, DIS, LNAE, RISQ) هي اقل من مستوى المعنوية 5%؛
 - قيمة إحصائية Student المحسوبة (T_{obs}) بالقيمة المطلقة لكل المتغيرات في النموذج الرابع
- (DLT, DT, DIS, LNAE, RISQ) هي أكبر من (T) الجدولية والتي قدرت ب $T_c=2.4469$ عند مستوى المعنوية 5%، ومنه نستنتج ان المتغيرات في النموذج الرابع (DLT, DT, DIS, LNAE, RISQ) هي متغيرات ذات معنوية إحصائية، ومنه نقبل الفرضية H_1 ونرفض الفرضية H_0 .

2-3- اختبار المعنوية الكلية للنموذج

لاختبار المعنوية الكلية للنموذج نقوم بمقارنة قيمة إحصائية "Fisher" الجدولية $F(k,n-k)$ أي $F(6,4)$ بقيمة فيشر المحتسبة.

ومن خلال نتائج الجدول رقم (8.1) نلاحظ ان قيمة فيشر "Fisher" المحتسبة بلغت $F_{obs}=6.351499$ وهي أكبر تماما من القيمة الجدولية التي قدرت ب $F_c=6.1631$ عند مستوى المعنوية 5%.

كما ان القيمة الاحتمالية المرفقة للإحصائية $Prob(F\text{-Statistic})$ قدرت ب 0.048754 وهي اقل من مستوى المعنوية 5%.

وعليه فالنموذج لديه معنوية كلية، والمعالم المقدرة تختلف تماما عن الصفر وعليه يتم قبول الفرضية H_1 ورفض الفرضية H_0 .

2-4- اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء "Breush-Godfrey"

للكشف عن وجود ارتباط ذاتي للأخطاء نستعمل "Breush-Godfrey"

الجدول رقم (10.1): نتائج اختبار Breush-Godfrey للتحديد الخطي المتعدد

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	0.042889	Prob. F (1,3)	0.8492
Obs*R-squared	0.140948	Prob. Chi-Square(1)	0.7073

المصدر: من اعداد الطالبتين اعتمادا على برنامج Eviews10.

نلاحظ من الجدول رقم (10.1) ان القيمة الاحتمالية Prob. F و Prob. Chi-Square والمساوية

(0.7073, 0.8492) على التوالي أكبر من 0.05 أي نقبل فرضية العدم H_0 ونرفض الفرضية البديلة H_1 وبالتالي يوجد لا ارتباط ذاتي للأخطاء.

وبما ان قيمة nR^2 المناظرة والتي تساوي (0.1494) أكبر من 0.05 نقبل فرضية العدم H_0 ونرفض الفرضية البديلة H_1 ، أي تنص على عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء العشوائية.

ثانيا: مناقشة نتائج الدراسة

لخصنا دراستنا هذه في مجموعة من النتائج نذكرها في التالي:

ان الهيكل المالي يؤثر بشكل ملحوظ في القيمة السوقية لمجمع صيدال، وذلك من خلال النتائج المتحصل عليها في النموذج النهائي حيث ان المتغيرات المتمثلة في نسبة الديون الاجمالية (DT)، ونسبة حجم السيولة (DIS)، ونسبة الديون طويلة الاجل (DLT)، وحجم المؤسسة (LNAE) تفسر 88.81% من التغيرات التي تطرأ على القيمة السوقية لمجمع صيدال خلال فترة الدراسة، اما القيمة المتبقية والمتمثلة في 11.19% فترجع الى عوامل أخرى لم يتضمنها النموذج.

فمن خلال النموذج النهائي توصلنا الى ان الديون طويلة الاجل (DLT) لها علاقة عكسية مع القيمة السوقية للمجمع، أي عندما ترتفع الديون طويلة الاجل بوحدة واحدة يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للمجمع بمقدار (0.467811) وحدة، اما في الواقع فغالبا ما تؤدي الزيادة في استخدام الديون طويلة الاجل الى الرفع من القيمة السوقية لاي مؤسسة (VM) الا ان نتائج دراستنا هذه تتعارض مع هذا المنطق وجاءت مخالفة للعديد من الدراسات كدراسة عبد الكريم خيرى وحسين بلعجوز سنة 2017، كما انه يمكن القول على رغم من وجود ارتباط وتوافق كبير بين الديون طويلة الاجل التي تعتبر جزء من اجمالي الديون الا انه اثر بالسلب على

القيمة السوقية للمجمع، وقد يرجع هذا الى ما قد تخلفه الفوائد الناتجة عن القروض التي تتحملها المؤسسة إضافة الى ان الزيادة في استخدام المديونية تؤدي بالمؤسسة الى عدم القدرة على الوفاء بدينها وهذا ما يرجع عليها بالسلب ويمس بالدرجة الأولى قيمتها في السوق.

اما فيما يتعلق بإجمالي الديون (DT) فقد اثبتت نتائج الدراسة على وجود أيضا علاقة عكسية مع القيمة السوقية للمجمع، فكلما كان هناك ارتفاع في اجمالي الديون للمجمع يوافق انخفاض في القيمة السوقية، هذا أيضا جاء منافيا للفكر المالي ومتعارض مع العديد من الدراسات التي تناولت وعالجت هذا النوع من المواضيع كدراسة M&M، كذلك Kaifeng 2002، دراسة ضيف ياسين وزوزي محمد سنة 2015، الا ان دراسة نائر قدومي توافقت مع دراستنا وفي مجمل القول نقول على ان المؤسسة يمكن ان تتعرض الى هذا التضارب العكسي بين الديون الاجمالية والقيمة السوقية فالإكثار من التدافع للحصول على السيولة قد يؤدي بها الى الضرر بمصالحها السوقية وبالتالي لا يمكن للمؤسسة اللجوء الى الحصول على السيولة دائما بالمديونية، فلا بد ان تقوم بتنوع مصادرها التمويلية من اجل الوصول الى مزيج تمويلي امثل يسمح لها باستمرارها.

اثبتت كذلك الدراسة وجود علاقة عكسية ذات معنوية إحصائية بين حجم السيولة (DIS) والقيمة السوقية للمجمع، أي عندما يرتفع حجم السيولة بوحدة واحدة يؤدي الى انخفاض في القيمة السوقية للمجمع ب (0.659880) وحدة، فالاحتفاظ بالسيولة يؤدي الى الحصول على أموال مجمدة غير مستثمرة وبالتالي هذا ما ينجر عليه انخفاض في القيمة السوقية، وجاءت هذه النتيجة مطابقة للعديد من الدراسات كدراسة بن رجم محمد خميسي سنة 2016، ودراسة صالح خليل العقدة سنة 2009.

فيما يتعلق كذلك بحجم المؤسسة (LNAE) فأشارت نتائج الدراسة الى وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية، أي كلما زاد حجم المؤسسة أدى ذلك الى الزيادة في القيمة السوقية للمجمع وهذا ما جاءت به أيضا دراسة دلوف سفيان سنة 2018 ومعارضة لما جاءت به دراسة علي بن الضب سنة 2009، وعليه يمكن القول ان مجموع الموجودات للمؤسسة تساهم في الرفع من قيمتها في السوق.

وتشير أيضا نتائج النموذج النهائي الى وجود علاقة طردية بين المخاطر التشغيلية (RISQ) والقيمة السوقية للمجمع، فكلما ارتفعت المخاطر بوحدة واحدة أدى الى ارتفاع القيمة السوقية ب (1.136694) وحدة وهذه النتيجة تعتبر غير منطقية ومخالفة لما هو متعارف عليه فالمخاطر التشغيلية تؤدي الى الإفلاس في بعض الأحيان والذي يترتب عليه اقبال المستثمرين على بيع اسهمهم في الشركة ومنه الانخفاض في قيمة السهم وقيمة المؤسسة بصفة كلية، الا انه يمكن القول أيضا ان ارتفاع القيمة السوقية قد يؤدي ذلك الى تضارب المصالح بين المسيرين ومالكي المؤسسة فيصبح كل طرف يسعى الى خدمة مصالحه على حساب الطرف الاخر وبالتالي فارتفاع القيمة السوقية ستوافقها أيضا ارتفاع المخاطر التشغيلية كما جاءت به نظرية الوكالة.

واعتمادا على النموذج الاخير فان كل من الديون قصيرة الاجل (DCT) والمردودية الاقتصادية (RE) والمردودية المالية (RF) لا يفسرون التغير في القيمة السوقية لمجمع صيدال خلال فترة الدراسة ولهذا تم حذفها من النموذج النهائي.

خلاصة:

هدفت هذه الدراسة الى معرفة مدى تأثير الهيكل المالي على قيمة مجمع صيدال خلال الفترة الممتدة من سنة 2010 الى سنة 2019 اعتمادا على ان المتغير التابع هو القيمة السوقية للمجمع والذي يسمح بتفسير كفاءة مجمع صيدال المعبر عنه بمؤشر (VM) والذي يقاس بالمتوسط الحسابي للوغاريتم النبيري، اما المتغيرات المستقلة في الهيكل المالي والمتمثلة في الديون قصيرة الاجل، الديون طويلة الاجل واجمالي الديون، ولقد تم الاستعانة ببعض المتغيرات الضابطة التي يمكن ان يكون لها تأثير في المجمع محل الدراسة.

واعتمادا على البرنامج الاحصائي "Eviews10" وباستخدام أسلوب الانحدار المتعدد لوحظ لنا من خلال النموذج النهائي للدراسة، انه توجد علاقة بين الهيكل المالي والقيمة السوقية للمجمع ذات دلالة إحصائية بمستوى قوي وموجب في حدود 88.81% اما النسبة المتبقية فنرجع لعوامل أخرى لم يتضمنها النموذج والمقدرة ب 11.19%، كما تبين من خلال نتائج اختبار المعنوية ان المتغير المستقل والمتمثل في الديون قصيرة الاجل (DCT) وكذلك المتغيرات الضابطة المتمثلة في المردودية الاقتصادية (RE) والمردودية المالية (RF) ليس لها معنوية ولهذا تم ازلتها من النموذج النهائي.

الخاتمة

يعتبر الوصول الى مزيج تمويلي امثل من اهم الأهداف التي تسعى الإدارة المالية للحصول عليه، وهذا ما يعكس طبعا على قيمة ومكانة المؤسسة في السوق، وانطلاقا من هذه الفكرة قمنا بطرح إشكالية الدراسة والمتمثلة في مدى تأثير الهيكل المالي على القيمة السوقية لمجمع صيدال واعتمادا على الدراسة التي أجريت على هذا المجمع حاولنا ان نعالج او نصل الى بعض التساؤلات التي لا تزال محل نقاش في الفكر المالي بين الباحثين عن الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة، حيث قمنا بدراسة مدى التأثير الموجود بين نسبة الديون الى الأموال الخاصة وقيمة المؤسسة في البورصة بغية معرفة مدى تأثير هذا الهيكل المالي الذي هو موضوع النقاش على القيمة السوقية لمجمع صيدال.

أولاً: اختبار الفرضيات

من خلال دراستنا للموضوع توصلنا الى مجموعة من النتائج التي من خلالها اختبار مدى صدق الفرضيات او نفيها وذلك كالتالي:

- **الفرضية الأولى:** توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الديون طويلة الاجل (DLT) والقيمة السوقية لمجمع صيدال واستنادا لنتائج النموذج النهائي الذي اظهر ان القيمة المعنوية للديون طويلة الاجل هي اقل من مستوى المعنوية 5% وقدرت ب (0.0914)، كما ان قيمة المعامل تساوي (-0.467811) وهذا ان دل يدل على ان للديون طويلة الاجل أثر معنوي سلبي على القيمة السوقية لمجمع صيدال ومنه نثبت صحة الفرضية.
- **الفرضية الثانية:** توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الديون الاجمالية (DT) والقيمة السوقية لمجمع صيدال، فقد تحصلنا من خلال النموذج النهائي ان للديون الاجمالية قيمة معنوية اقل من مستوى المعنوية 5% وقدرت ب (0.0154)، كما ان قيمة المعامل تساوي (-3.291585) وهذا يفسر على ان الديون الاجمالية لها أثر سلبي على القيمة السوقية لمجمع صيدال ومنه نثبت صحة الفرضية.
- **الفرضية الثالثة:** لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الديون قصيرة الاجل (DCT) والقيمة السوقية لمجمع صيدال، لان لديها مستوى معنوية أكبر من 5% وقدر ب (0.4654)، ومنه نرفض صحة الفرضية.

ثانياً: نتائج الدراسة

بعد تحليلنا لأثر الهيكل المالي على قيمة مجمع صيدال يمكننا الخروج ببعض النتائج:

1- نتائج الدراسة النظرية

من خلال قيامنا بدراسة الجوانب النظرية توصلنا الى النتائج التالية:

- يعد التمويل أحد الركائز الأساسية التي تستخدمها المؤسسات لسداد التزاماتها المالية بهدف تحقيق أكبر عائد عند أقل درجة مخاطرة؛
- تهدف أي مؤسسة الى الحصول على مزيج تمويلي أمثل من بين المصادر التمويلية المتاحة امامها؛
- تحليل مختلف النظريات التي تطرقت لأثر الهيكل المالي على القيمة السوقية للمؤسسة، فاختلقت اتجاهاتها واساليبها بين تقليدية وحديثة وكيفية معالجتها للموضوع والنتائج المتوصل اليها؛
- تعد عملية تقدير قيمة المؤسسة عملية صعبة وذلك لتداخل مجموعة من العوامل فيها كطبيعة وخصائص كل مؤسسة؛
- طريقة تحديد قيمة المؤسسة تعتمد على طرق معينة كطريقة تركز على مقارنة الذمة المالية واخرى على مقارنة المردودية وكذلك تعتمد على طرق أخرى للتقييم؛
- عدم وصول او توافق الباحثين حول مكونات الهيكل المالي الأمثل، فهناك من يرفض وجود أي علاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة والبعض الاخر يؤيد هذه الفكرة.

2- نتائج الدراسة التطبيقية

يمكن ذكرها في التالي:

- وجود علاقة ذات دلالة إحصائية مقاسا بالديون طويلة الاجل (DLT) الى الأموال الخاصة والقيمة السوقية للمجمع، وكانت هذه العلاقة ذات معنوية إحصائية ومنه في حالة ارتفاع الديون طويلة الاجل سيؤدي ذلك الى انخفاض في القيمة السوقية؛
- وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين اجمالي الديون (DT) والقيمة السوقية، وبالتالي في حالة ارتفاع الديون الاجمالية سيؤدي ذلك الى انخفاض في القيمة السوقية وهذا ما جاء منافيا لدراسات عديدة كدراسة علي بن الضب سنة 2009، دراسة منير محمود عباد سنة 2003، Nikolas2003؛
- وجود علاقة بين حجم السيولة (DIS) والقيمة السوقية وذات دلالة إحصائية؛ فعندما يرتفع حجم السيولة سيوافق انخفاض في القيمة السوقية، فالمؤسسة باستثمار السيولة المتوفرة لديها بالشكل الذي يسمح لها بالرفع من قيمتها السوقية مثل ما جاءت به الدراسات السابقة كدراسة بن رجم خميسي سنة 2016؛
- وجود علاقة إحصائية بين حجم المؤسسة (LNAE) والقيمة السوقية، فارتفاع في قيمة حجم المؤسسة سيوافق ارتفاع في القيمة السوقية بمقدار (1.287285)، وبالتالي فحجم المؤسسة يؤثر بالإيجاب في القيمة السوقية مثل ما جاءت به دراسة ضيف ياسين وزوزي محمد سنة 2015؛
- وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المخاطر التشغيلية (RISQ) والقيمة السوقية، فالارتفاع في المخاطر التشغيلية سيشهد بالمقابل ارتفاع في القيمة السوقية (1.136694)؛
- عدم وجود تأثير معنوي للديون قصيرة الاجل (DCT) على القيمة السوقية لمجمع صيدال؛

- عدم وجود تأثير معنوي للمردودية المالية (RF) على القيمة السوقية لمجمع صيدال؛
- عدم وجود تأثير معنوي للمردودية الاقتصادية (RE) والقيمة السوقية لمجمع صيدال.

ثالثا: الاقتراحات

توصلنا الى مجموعة من الاقتراحات بناء على نتائج الدراسة يمكن ذكرها في الاتي:

- يجب على المؤسسة (محل الدراسة) تنويع مصادرها التمويلية وعدم التركيز على المديونية فقط بشكل يساهم في تعزيز مكانتها وقيمتها في السوق؛
- على المؤسسة (محل الدراسة) ان تعطي الأهمية أيضا للمخاطر الذي تواجهها والعمل على وضع الحلول الممكنة لتجنبها وكيفية الخروج منها بشكل يساهم في الرفع من قيمتها السوقية، فالتخطيط الجيد وبناء الأهداف مسبقا يساعد على الصمود والمقدرة على مواجهة الاخطار.

رابعا: افاق الدراسة

لقد تضمن بحثنا هذا أيضا مجموعة من المواضيع التي من شأنها كذلك ان تكون محل الدراسة نذكر

منها:

- تأثير الهيكل المالي على السيولة في المؤسسة الاقتصادية؛
- تأثير الهيكل المالي على أداء المؤسسة الاقتصادية؛
- أثر قرار التمويل قيمة المؤسسة الاقتصادية؛
- أثر الهيكل المالي على القرارات المالية.



قائمة المراجع

❖ المراجع باللغة العربية:

أولاً: الكتب

- 1- احمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر والتوزيع، الجزائر، 2008.
- 2- احمد محمد غنيم، الإدارة المالية (مدخل التحول من الفقر الي الثراء)، المكتبة العصرية للنشر والتوزيع، عمان، 2008.
- 3- أرشد فؤاد التميمي، أسامة غربي سلام، الاستثمار بالإدارة المالية (تحليل وإدارة)، الطبعة الاولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2004.
- 4- اسعد حميد العلي، الإدارة المالية (الأسس العلمية والتطبيقية)، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2012.
- 5- جلاي جيلاطو، الإحصاء التطبيقي، الطبعة الاولى، دار الخلدونية للنشر والتوزيع، الجزائر، 2009.
- 6- حسام علي داود، خالد محمد السواعي، الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق باستخدام برنامج Eviews7، الطبعة الاولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2013.
- 7- حسن محمد القاضي، الإدارة المالية العامة، الأكاديميون للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2014.
- 8- حسين على بخيث، سحر فتح الله، الاقتصاد القياسي، الطبعة العربية، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان، 2007.
- 9- حسين على بخيث، سحر فتح الله، الاقتصاد القياسي، الطبعة العربية، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
- 10- حمزة محمود الزبيدي، اساسيات الإدارة المالية، الطبعة الاولى، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2006.
- 11- حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2004.
- 12- خالد الراوي واخرون، نظرية التمويل الدولي، الطبعة الثانية، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، 2002.
- 13- خميسي شيحة، التسيير المالي، دار هومة للنشر والتوزيع، الجزائر، 2010.
- 14- دريد ال شبيب، إدارة مالية (الشركات المتقدمة)، الطبعة العربية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2010.

- 15- دريد كامل ال شبيب، الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الاولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2012.
- 16- دريد كامل ال شبيب، مبادئ الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، 2006.
- 17- دريد كامل ال شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، الطبعة الاولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2007.
- 18- رضا إسماعيل البسيوني، الإدارة المالية، الطبعة الاولى، مؤسسة طيبة للنشر والتوزيع، القاهرة، 2008.
- 19- زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، الطبعة الاولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 1997.
- 20- سمير محمد عبد العزيز، اقتصاديات (الاستثمار، التمويل، التحليل المالي)، مركز الإسكندرية للكتاب، الإسكندرية، 2006.
- 21- سمير محمد عبد العزيز، اقتصاديات الاستثمار والتمويل والتحليل المالي، مكتبة الاشعاع للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، 1997.
- 22- سمير محمد عبد العزيز، التمويل واصلاح خلل الهياكل المالية، مكتبة الاشعاع للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، 1997.
- 23- طارق عبد العال حماد، التقييم وإعادة هيكلة الشركات: تحديد قيمة المنشأة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008.
- 24- طارق عبد العال حماد، التقييم: تقدير قيمة بنك لأغراض الاندماج او الخصخصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
- 25- طارق عبد العال حماد، دليل التعامل في البورصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007.
- 26- عاطف وليم اندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2008.
- 27- عبد الستار محمد العلي، فايز جمعة محمد النجار، الريادة وإدارة الأعمال الصغيرة، الطبعة الثانية، دار حامد، عمان، 2010.
- 28- عبد الغفار الحنفي ورسومية زكي قرياقص، اساسيات الاستثمار الرأسمالي وتقييم الأداء، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2013.

- 29- عبد الغفار الحنفي، سمية قرياقص، أساسيات في التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2004.
- 30- عبد القادر محمد عبد القادر عطية، دراسات الحدود التجارية والاقتصادية والاجتماعية مع مشروعات BOT، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006.
- 31- عبد الوهاب يوسف احمد، التمويل وإدارة المؤسسات المالية، الطبعة الاولى، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، 2008.
- 32- عدنان تايه النعيمي وباسين كاسب الخرشة، اساسيات في الإدارة المالية، الطبعة الاولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2007.
- 33- عدنان تايه النعيمي، أرشد فواد، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
- 34- علي مكيد، الاقتصاد القياسي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2007.
- 35- علي عباس، الإدارة المالية، دار الاثراء للنشر والتوزيع، عمان، 2008.
- 36- عليان الشريف واخرون، الإدارة والتحليل المالي، دار البركة للنشر والتوزيع، عمان، 2001.
- 37- كنجو عبود كنجو، إبراهيم وهبي فهد، الإدارة المالية، الطبعة الاولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 1997.
- 38- مبارك لسوس، التسيير المالي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004.
- 39- محمد الصيرفي، إدارة المال وتحليل هيكله، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007.
- 40- محمد الفاتح المغربي، التمويل والاستثمار في الإسلام، الطبعة الاولى، الاكاديمية الحديثة للكتاب الجامعي، القاهرة، 2018.
- 41- محمد شيخي، طرق الاقتصاد القياسي محاضرات وتطبيقات، الطبعة الأولى، دار الحامد، ورقلة، 2011.
- 42- محمد صالح الحناوي، إبراهيم العبد، الإدارة المالية (مدخل القيمة واتخاذ القرارات)، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الاسكندرية، 2006.
- 43- محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، الإدارة المالية التحليل المالي لمشروعات الأعمال، المكتب الجامعي الحديث، الاسكندرية، 2008.

- 44- محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، اساسيات ومبادئ الإدارة المالية، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2007.
- 45- محمد مطر، الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والائتماني (الأساليب والأدوات والاستخدامات العلمية)، الطبعة الاولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2003.
- 46- محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الاولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2005.
- 47- معراج الهواري وحاج السعيد عمر، التمويل التأخيري (المفاهيم والأسس)، الطبعة الاولى، دار كنوز المعرفة العلمية، عمان، 2013.
- 48- مفلح محمد عقل، الإدارة المالية والتحليل المالي، الطبعة الاولى، مكتبة المجمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
- 49- مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية، الطبعة الاولى، مكتبة المجمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، 2008.
- 50- مليكة زغيب، ميلود بوشنقير، التسيير المالي (حسب البرنامج الرسمي الجديد)، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010.
- 51- منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، 1998.
- 52- منير ابراهيم الهندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، الطبعة الثانية، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2006.
- 53- منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية (مدخل تحليلي معاصر)، الطبعة السادسة، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، 2006.
- 54- منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية (مدخل تحليلي معاصر)، الطبعة الخامسة، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، 2003.
- 55- نهال فريد مصطفى، رسمية زكي قرياقص، أساسيات الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001.
- 56- نور الدين خبابة، الإدارة المالية، الطبعة الاولى، دار النهضة العربية، بيروت، 1997.
- 57- هوام جمعة، تقنيات المحاسبة المعقدة، الطبعة الثالثة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2007.

58- وليد إسماعيل السيفو وآخرون، اساسيات الاقتصاد القياسي التحليلي، الطبعة العربية الأولى، الاهلية للنشر والتوزيع، عمان، 2006.

59- الياس بن الساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (إدارة مالية)، الطبعة الاولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2006.

ثانيا: المقالات

60- إبراهيم يعقوب إسماعيل، هلال يوسف احمد، إمكانية تطبيق نماذج القيمة العادلة في قياس القيمة الحقيقية للأسهم العادية، مجلة العلوم الاقتصادية، المجلد 17، العدد 02، جامعة السودان، 2016.

61- البشير زبيدي، سعيدي يحي، جودة التقارير المالية ودورها في تقييم الأداء المالي، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، المجلد 2، العدد 09، جامعة الوادي، 2011.

62- حسينة صيفي، نوال بن عمارة، قياس الأداء المالي باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة، مجلة الباحث، العدد 15، جامعة ورقلة، 2015.

63- رضوان العمار، دانيا إبراهيم غيا، نظريات الهيكل التمويلي وأثرها على قيمة المنشأة، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، المجلد 40، العدد 06، جامعة تشرين، سوريا، 2018.

64- سفيان دلوف، أثر محددات القرار التمويلي على قيمة الرفح المالي بالمؤسسة من وجهة نظر إسلامية، مجلة اقتصاديات شمال افريقيا، العدد 19، جامعة سطيف، 2018.

65- سليم مجلخ، وليد بشيشي، محددات الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية (دراسة تحليلية قياسية)، مجلة دراسات اقتصادية، المجلد 6، العدد 1، جامعة 8 ماي قالم، 2019.

66- صبيحة قاسم هاشم، نظريات هيكل التمويل الحديثة: تطبيق عملي لنظرية الالتقاط ودورة حياة الشركة، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارة، مجلد 21، العدد 83، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، 2015.

67- صفا مهدي راجي، باسم عبد الله كاظم، علي كريم محمد، قياس القيمة العادلة للموجودات الثابتة على وفق معيار الإبلاغ المالي الدولي TFRSB، مجلة المثني للعلوم الاقتصادية والإدارية، العدد 03، العراق، 2019.

68- عبد الغني دادن، قراءة في الأداء المالي والقيمة في المؤسسات الاقتصادية، مجلة الباحث، العدد 4، جامعة ورقلة، 2006.

- 69- عبد الغني دادن، قرار التمويل تحت تأثير الضرائب وتأثير تكلفة التمويل، مجلة الباحث، العدد 06، جامعة قاصدي مرياح، ورقلة، 2008.
- 70- عبد القادر بكيجل، محمد امين بوبري، دور النظام المحاسبي المالي في تعزيز الافصاح بالمؤسسة الاقتصادية، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية، العدد 37، جامعة الشلف، 2019.
- 71- عبد الكريم خيرى، حسين لعجوز، أثر اختبار الهيكل المالي على قيمة المؤسسات الاقتصادية غير المسعرة في البورصة، مقال، جامعة مسيلة، مسيلة، 2017.
- 72- عبد المجيد عدنان قباجة، محددات هيكل راس المال للشركات المدرجة في بورصة فلسطين، مجلة الاقتصاد والمالية، العدد 02، جامعة فلسطين الاهلية، 2018.
- 73- عبد الوهاب دادن، الجدل القائم حول هياكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة الباحث، العدد 07، جامعة ورقلة، 2009-2010.
- 74- عبد الوهاب دادن، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلة الهيكل المالي، مجلة الباحث، العدد 04، جامعة ورقلة، 2006.
- 75- علي بن الضب، سيدي امحمد عياد، تكلفة راس المال ومؤشرات انشاء القيمة، مجلة أداء المؤسسات المالية، العدد 02، جامعة ورقلة، ورقلة، 2013.
- 76- عماد عبد الحسين دلول، محمد فوزي مهدي، تقييم الأداء المالي باستخدام بعض مؤشرات خلق القيمة، المجلد 23، العدد 99، الجامعة المستنصرية، 2017.
- 77- محمد أمين، وليد طالب، دور الحياة في اختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة، مجلة العلوم الانسانية، العدد 06، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، 2016.
- 78- محمد زيدان، جمال قدام، اختبار الهيكل المالي للمؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر، مجلة رؤى الاقتصادية، العدد 09، جامعة الشهيد حمة الخضر الوادي، الجزائر، 2015.
- 79- محمود علي الجبالي، تقييم الأصول الثابتة لأغراض الخصخصة حالة مؤسسة سكة حديد العقبة، مجلة الباحث، العدد 10، جامعة الأردن، 2012.
- 80- مليكة زغيب، سفيان دلوف، تأثير الاقتراض على القيمة السوقية المنشأة، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد 12، جامعة قسنطينة، سطيف، الجزائر، 2012.

- 81- مليكة زغيب، علاقة الهيكل المالي بالقيمة السوقية للمنشأة من خلال النظرية المالية، مجلة العلوم الإنسانية، المجلد ب، العدد 31، جامعة منثوري، قسنطينة، 2009.
- 82- مليكة زغيب، نظيرة قلادي، دراسة علاقة السياسة الحبابية بالهيكل التمويلي للمؤسسة، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، العدد 01، جامعة منثوري، قسنطينة، 2014.
- 83- منير إبراهيم صالح هندي، تأثير الوفورات الضريبية تكلفة الافلاس وتكلفة الوكالة على نسبة الاقتراض وعلى القيمة السوقية للمنشأة (نموذج مقترح)، المجلة العلمية، كلية العلوم الإدارية، العدد 01، جامعة قطر، 1990.
- 84- ناصر الحمدان، على القضاة، أثر هيكل راس المال على أداء المصارف الأردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، مجلة المنارة، المجلد 19، العدد 04، جامعة الملك سعود، الرياض، 2013.
- 85- نبيلة سهيلية، جبار بوكثير، عناصر الهيكل المالي وأثرها على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، العدد 05، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، 2017.
- 86- هوارى سويبي، دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة، مجلة الباحث، العدد 7، جامعة ورقلة، 2010.
- ثالثا: الرسائل الجامعية والاطروحات
- 87- امين صالحى، أثر تكلفة الأموال الخاصة على قيمة المؤسسة المدرجة في البورصة، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة محمد الصديق بن يحيى، جيجل، 2018-2019.
- 88- أمين كعواش، تقييم آليات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في ظل برنامج الدعم الاقتصادي، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة محمد الصديق بن يحيى، جيجل، 2013-2014.
- 89- أنفال حدة خبيرة، تأثير الهيكل المالي على إستراتيجية المؤسسة الصناعية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2011-2012.
- 90- بلال كيموش، التقييم الدوري لعناصر المالية ودورها في المحافظة على قيمة المؤسسة في ظل النظام المحاسبي المالي، مذكرة ماجستير في العلوم التجارية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2010-2011.
- 91- بلخير بكاري، أثر التقييم المالي على مسار الشراكة بالنسبة لمؤسسات قطاع المحروقات في الجزائر، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2009-2010.

- 92- بوتسطة لامية، أثر الهيكل المالي على تكلفة الأموال في المؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة محمد الصديق بن يحي، جيجل، 2008-2009.
- 93- تبر زغود، محددات سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2008 - 2009.
- 94- جمال الدين كعواش، تأثير هيكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على أدائها المالي، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة محمد الصديق بن يحي، جيجل، 2009-2010.
- 95- جمال قدام، تمويل المؤسسات الاقتصادية: دراسة تحليلية لأثر التمويل المباشر على قيمة المؤسسة، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة محمد الصديق بن يحي، جيجل، 2006-2007.
- 96- دعاء خلقي خنفر، محددات هيكل رأس المال للشركات المدرجة في بورصة فلسطين، مذكرة ماجستير في إدارة الأعمال، جامعة الخليل، فلسطين، 2017.
- 97- رزقي محمد، أثر القرارات المالية على قيمة المؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2007-2008.
- 98- رشيد عربوة، أساليب وطرق اندماج الشركات دراسة مالية ومحاسبية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2009-2010.
- 99- سميرة لطرش، كفاءة سوق راس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة منثوري، قسنطينة، 2009-2010.
- 100- شرابي باية كنزة، العوامل المحددة لبناء الهيكل المالي للمؤسسة، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة الجزائر 03، الجزائر، 2013-2014.
- 101- عبد السلام حططاش، محددات الهيكل التمويلي وأثره على قيمة المنشأة في ظل النظام التقليدي ونظام المشاركة، مذكرة ماجستير في العلوم التجارية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2007 - 2008.
- 102- عبد القادر عيادي، دور وأهمية نظام المعلومات المحاسبي في اتخاذ قرارات التمويل، رسالة ماجستير في علوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2007-2008.
- 103- عبد الكريم بوحادرة، أثر اختبار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة: دور سياسة توزيع الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة منثوري، قسنطينة، 2011-2012.

- 104- عبد المجيد تيماي، نحو بناء نظري لتفسير السلوك التمويلي للمؤسسات الجزائرية، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2013-2014.
- 105- عبيدي سعد نوح، محددات الهياكل التمويلية في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة محمد الصديق بن يحيى، جيجل، 2017-2018.
- 106- عصمت محمد بن حمو، طرق ومحددات تقييم المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية في ظل استراتيجية الخصوصية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة ابي بكر بلقايد، تلمسان، 2015-2016.
- 107- علي بن الضب، دراسة تأثير الهيكل وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة قاصدي مرياح، ورقلة، 2008-2009.
- 108- غنية بوربيعة، محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2011-2012.
- 109- فضيلة زاوي، تمويل المؤسسة الاقتصادية وفق الميكانيزمات الجديدة في الجزائر، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة احمد بوقرة، بومرداس، 2008-2009.
- 110- محمد بوشوشة، تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية، أطروحة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2016.
- 111- محمد شعبان، نحو اختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة أحمد بوقرة، بومرداس، 2009-2010.
- 112- نادية عيساوي، تقييم المؤسسة في إطار الخصوصية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري، قسنطينة، 2004-2005.
- 113- هاجر عودي، محددات الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2010-2011.
- 114- هوارى سويبي، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2008.
- 115- ياسين العايب، اشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري، قسنطينة، 2010-2011.

رابعا: الملتقيات والمؤتمرات

- 116- سعيد بريكة، سمير مسعي، تقييم المنشأة الاقتصادية: مدخل القيمة الاقتصادية المضافة EVA، مداخلة في إطار فعالية الملتقي الدولي حول صنع القرار في المؤسسة الاقتصادية، جامعة محمد بوضياف، الجزائر، افريل 2009.
- 117- عبد القادر دبون، هوارى سويبي، أهمية قياس قيمة الأصول المعنوية في ظل اقتصاد المعرفة، المؤتمر العلمي حول الأداء المتميز للمنظمات والحكومات، جامعة ورقلة، 8-9 مارس، 2005.
- 118- نعيمة غلاب، زينات دراجي، تحليل مقاربات تقييم المؤسسة، الملتقي الدولي حول اقتصاديات الخصوصية والدور الجديد للدولة، جامعة فرحات عباس، سطيف، 3-7 أكتوبر، 2004.
- 119- الياس بن الساسي، مداخلة بعنوان النمو ومفهوم خلق القيمة كمؤشر للأداء المالي والاستراتيجي للمؤسسة، المؤتمر العلمي حول الأداء المتميز للمنظمات وحكومات، جامعة ورقلة، الجزائر، 8-9 مارس، 2005.

❖ باللغة الأجنبية:

A- Les Livres

- 120- Alain Capiez, Element De Gestion Financiere, 4^{eme} Edition, Masson Erance, 1995.
- 121- Aswath Damodaram, Finance D'entreprise : théorie et pratique, 1^{ere} Edition, Groupe de Boeck, Bruxelles, 2010.
- 122- Bellalah Mondher, Finance Moderne D'entrepris, 2^{eme} Edition, Economica, Paris, 2003.
- 123- Fernandez P, Valuations Methods and Sharholder value création, Academic presse, Usa, 2002.
- 124- Georges Legvos, L'évaluation Des Entreprise, Du nord, Paris, 2011.
- 125- Jean Banneau étal, Gestion Financière, 15^{eme} Edition, Du nord, Paris, 2006.
- 126- Jean Banneau, Jacqueline Delhaye, Gestion Financier, 8^{eme} Edition, Du nord, Paris, 1999.
- 127- Jean Brilman Et Jean Marie, Manual D'évaluation Des Entreprises, Edition d'organisation, Paris, 1993.
- 128- Jean Michel Palon, Comptabilité, Groupe revue fiduciaire, Paris, 2005.
- 129- Jotham Berk, Pertir Demazro, Edition française dirigée par Gunther, Capelle balancad, Nicolas Couderc, Finance D'entreprise, Pearson Education, France, 2008.
- 130- Kienast Philippe, L'évaluation Des Entreprise, 1^{ere} Edition, Vuibert, Paris, 1992.
- 131- Mauguire, H, L'évaluation Des Entreprises Non Cotées, Édition Bordas, Paris, 1990.

132- Pascal Quiry & Yanna Le Fur: Pierre Vernimmen, **Finance D'entreprise**, 5^{me} Edition, Dalloz, Paris, 2002.

133- Pierre Vernimmen, **Finance D'entreprise**, 9^{me} Edition, Dalloz, Paris, 2011.

134- Pierre Vernimmen, **Finance D'entreprise**, 3^{me} Edition, Dalloz, Paris, 1998.

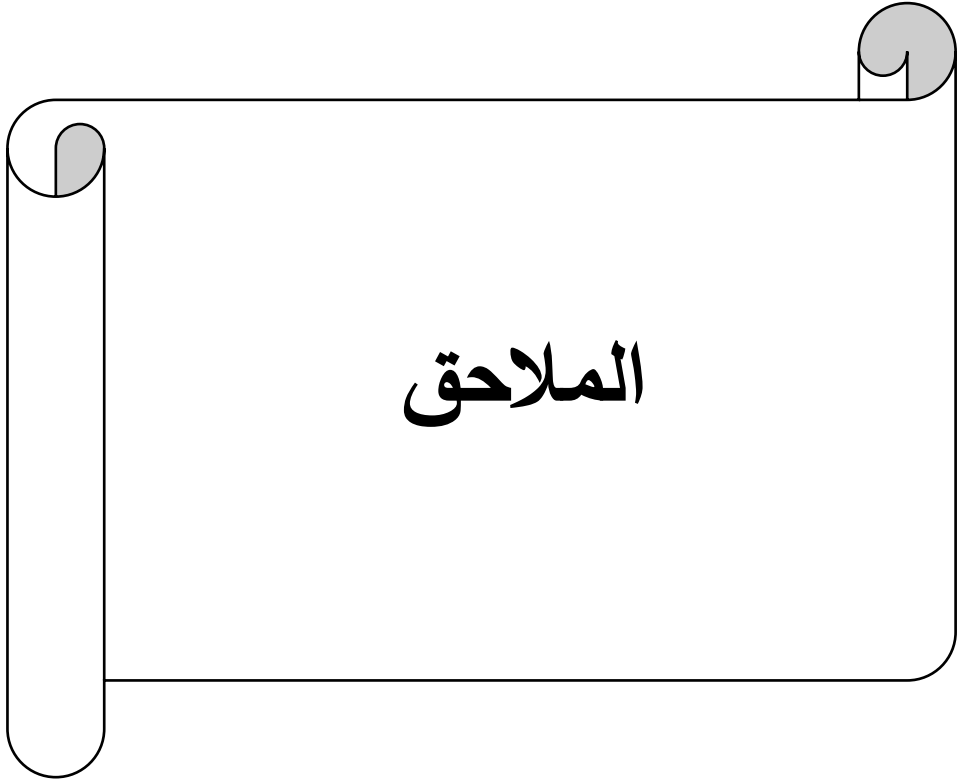
B- Les Sites Electroniques

135- File: //c : /users/ pc/ Pictures/لمحة عن مجمع صيدال الصناعية للأدوية. Html.

136- File: //c : / Users/ pc/ Pictures/ التمويل لمجمع صيدال تعليم الجزائر. Html.

137- <http://www.cosob.org/etas-financiers-des-emetteurss>.

138- proc dz. Blog post. Com/ 2016/ 07 blog post. Html.



الملحق رقم 1

Table de la Loi de Student – Test t

Seuil de risque α (bilatéral)														
DDL	0,9	0,8	0,7	0,6	0,5	0,4	0,3	0,2	0,1	0,05	0,02	0,01	0,005	0,001
1	0,1584	0,3249	0,5095	0,7265	1	1,3764	1,9626	3,0777	6,3137	2,706	31,821	63,656	127,32	636,58
2	0,1421	0,2887	0,4447	0,6172	0,8165	1,0607	1,3862	1,8856	2,92	2,3027	6,9645	9,925	14,089	31,6
3	0,1366	0,2767	0,4242	0,5844	0,7649	0,9785	1,2498	1,6377	2,3534	3,1824	4,5407	5,8408	7,4532	12,924
4	0,1338	0,2707	0,4142	0,5686	0,7407	0,941	1,1896	1,5332	2,1318	2,7765	3,7469	4,6041	5,5975	8,6101
5	0,1322	0,2672	0,4082	0,5594	0,7267	0,9195	1,1558	1,4759	2,015	2,5706	3,3649	4,0321	4,7733	6,8685
6	0,1311	0,2648	0,4043	0,5534	0,7176	0,9057	1,1342	1,4398	1,9432	2,4469	3,1427	3,7074	4,3168	5,9587
7	0,1303	0,2632	0,4015	0,5491	0,7111	0,896	1,1192	1,4149	1,8946	2,3646	2,9979	3,4995	4,0294	5,4081
8	0,1297	0,2619	0,3995	0,5459	0,7064	0,8889	1,1081	1,3968	1,8595	2,306	2,8965	3,3554	3,8325	5,0414
9	0,1293	0,261	0,3979	0,5435	0,7027	0,8834	1,0997	1,383	1,8331	2,2622	2,8214	3,2498	3,6896	4,7809
10	0,1289	0,2602	0,3966	0,5415	0,6998	0,8791	1,0931	1,3722	1,8125	2,2281	2,7638	3,1893	3,5814	4,5868
11	0,1286	0,2596	0,3956	0,5399	0,6974	0,8755	1,0877	1,3634	1,7959	2,201	2,7181	3,1058	3,4966	4,4369
12	0,1283	0,259	0,3947	0,5386	0,6955	0,8726	1,0832	1,3562	1,7823	2,1788	2,681	3,0545	3,4284	4,3178
13	0,1281	0,2586	0,394	0,5375	0,6938	0,8702	1,0795	1,3502	1,7709	2,1604	2,6503	3,0123	3,3725	4,2209
14	0,128	0,2582	0,3933	0,5366	0,6924	0,8681	1,0763	1,345	1,7613	2,1448	2,6245	2,9768	3,3257	4,1403
15	0,1278	0,2579	0,3928	0,5357	0,6912	0,8662	1,0735	1,3406	1,7531	2,1315	2,6025	2,9467	3,286	4,0728
16	0,1277	0,2576	0,3923	0,535	0,6901	0,8647	1,0711	1,3368	1,7459	2,1199	2,5835	2,9208	3,252	4,0149
17	0,1276	0,2573	0,3919	0,5344	0,6892	0,8633	1,069	1,3334	1,7396	2,1096	2,5669	2,8982	3,2224	3,9651
18	0,1274	0,2571	0,3915	0,5338	0,6884	0,862	1,0672	1,3304	1,7341	2,1009	2,5524	2,8784	3,1986	3,9217
19	0,1274	0,2569	0,3912	0,5333	0,6876	0,861	1,0655	1,3277	1,7291	2,093	2,5395	2,8609	3,1737	3,8833
20	0,1273	0,2567	0,3909	0,5329	0,687	0,86	1,064	1,3253	1,7247	2,086	2,528	2,8453	3,1534	3,8466
21	0,1272	0,2566	0,3906	0,5325	0,6864	0,8591	1,0627	1,3232	1,7207	2,0796	2,5176	2,8314	3,1352	3,8193
22	0,1271	0,2564	0,3904	0,5321	0,6858	0,8583	1,0614	1,3212	1,7171	2,0739	2,5083	2,8188	3,1188	3,7922
23	0,1271	0,2563	0,3902	0,5317	0,6853	0,8575	1,0603	1,3195	1,7139	2,0687	2,4999	2,8073	3,104	3,7676
24	0,127	0,2562	0,39	0,5314	0,6848	0,8569	1,0593	1,3178	1,7109	2,0639	2,4922	2,797	3,0905	3,7454
25	0,1269	0,2561	0,3898	0,5312	0,6844	0,8562	1,0584	1,3163	1,7081	2,0595	2,4851	2,7874	3,0782	3,7251
26	0,1269	0,256	0,3896	0,5309	0,684	0,8557	1,0575	1,315	1,7056	2,0552	2,4786	2,7787	3,0669	3,7067
27	0,1268	0,2559	0,3894	0,5306	0,6837	0,8551	1,0567	1,3137	1,7033	2,0519	2,4727	2,7707	3,0565	3,6895
28	0,1268	0,2558	0,3893	0,5304	0,6834	0,8546	1,056	1,3125	1,7011	2,0482	2,4671	2,7633	3,047	3,6739
29	0,1268	0,2557	0,3892	0,5302	0,683	0,8542	1,0553	1,3114	1,6991	2,0452	2,462	2,7564	3,038	3,6595
30	0,1267	0,2556	0,389	0,53	0,6828	0,8538	1,0547	1,3104	1,6973	2,0423	2,4573	2,75	3,0298	3,646
31	0,1267	0,2555	0,3889	0,5298	0,6825	0,8534	1,0541	1,3095	1,6955	2,0395	2,4528	2,744	3,0221	3,6335
32	0,1267	0,2555	0,3888	0,5297	0,6822	0,853	1,0535	1,3086	1,6939	2,0368	2,4487	2,7385	3,0149	3,6218
33	0,1266	0,2554	0,3887	0,5295	0,682	0,8526	1,053	1,3077	1,6924	2,0345	2,4448	2,7333	3,0082	3,6109
34	0,1266	0,2553	0,3886	0,5294	0,6818	0,8523	1,0525	1,307	1,6909	2,0322	2,4411	2,7284	3,002	3,6007
35	0,1266	0,2553	0,3885	0,5292	0,6816	0,852	1,052	1,3062	1,6896	2,0303	2,4377	2,7238	2,9961	3,5911
36	0,1266	0,2552	0,3884	0,5291	0,6814	0,8517	1,0516	1,3055	1,6883	2,0281	2,4345	2,7195	2,9905	3,5821
37	0,1265	0,2552	0,3883	0,5289	0,6812	0,8514	1,0512	1,3049	1,6871	2,0262	2,4314	2,7154	2,9853	3,5737
38	0,1265	0,2551	0,3882	0,5288	0,681	0,8512	1,0508	1,3042	1,686	2,0244	2,4286	2,7116	2,9803	3,5657
39	0,1265	0,2551	0,3882	0,5287	0,6808	0,8509	1,0504	1,3036	1,6849	2,0227	2,4258	2,7079	2,9756	3,5581
40	0,1265	0,255	0,3881	0,5286	0,6807	0,8507	1,05	1,3031	1,6839	2,0213	2,4233	2,7045	2,9712	3,551
41	0,1264	0,255	0,388	0,5285	0,6805	0,8505	1,0497	1,3025	1,6829	2,0195	2,4208	2,7012	2,967	3,5443
42	0,1264	0,255	0,388	0,5284	0,6804	0,8503	1,0494	1,302	1,682	2,0181	2,4185	2,6981	2,963	3,5377
43	0,1264	0,2549	0,3879	0,5283	0,6802	0,8501	1,0491	1,3016	1,6811	2,0167	2,4163	2,6951	2,9592	3,5316
44	0,1264	0,2549	0,3878	0,5282	0,6801	0,8499	1,0488	1,3011	1,6802	2,0154	2,4141	2,6923	2,9555	3,5258
45	0,1264	0,2549	0,3878	0,5281	0,68	0,8497	1,0485	1,3007	1,6794	2,0141	2,4121	2,6896	2,9521	3,5203
46	0,1264	0,2548	0,3877	0,5281	0,6799	0,8495	1,0482	1,3002	1,6787	2,0129	2,4102	2,687	2,9488	3,5149
47	0,1263	0,2548	0,3877	0,528	0,6797	0,8493	1,048	1,2998	1,6779	2,0117	2,4083	2,6846	2,9456	3,5099
48	0,1263	0,2548	0,3876	0,5279	0,6796	0,8492	1,0478	1,2994	1,6772	2,0106	2,4066	2,6822	2,9426	3,505
49	0,1263	0,2547	0,3876	0,5278	0,6795	0,849	1,0475	1,2991	1,6766	2,0096	2,4049	2,68	2,9397	3,5005
50	0,1263	0,2547	0,3875	0,5278	0,6794	0,8489	1,0473	1,2987	1,6759	2,0086	2,4033	2,6778	2,937	3,496
60	0,1262	0,2545	0,3872	0,5272	0,6786	0,8477	1,0455	1,2958	1,6706	2,0003	2,3901	2,6603	2,9146	3,4602
70	0,1261	0,2543	0,3869	0,5268	0,678	0,8468	1,0442	1,2938	1,6669	1,9944	2,3808	2,6479	2,8987	3,435
80	0,1261	0,2542	0,3867	0,5265	0,6776	0,8461	1,0432	1,2922	1,6641	1,9901	2,3739	2,6387	2,887	3,4164
90	0,126	0,2541	0,3866	0,5263	0,6772	0,8456	1,0424	1,291	1,662	1,9867	2,3685	2,6316	2,8779	3,4019
100	0,126	0,254	0,3864	0,5261	0,677	0,8452	1,0418	1,2901	1,6602	1,984	2,3642	2,6259	2,8707	3,3905
110	0,126	0,254	0,3863	0,5259	0,6767	0,8449	1,0413	1,2893	1,6588	1,9818	2,3607	2,6213	2,8648	3,3811
120	0,1259	0,2539	0,3862	0,5258	0,6765	0,8446	1,0409	1,2886	1,6576	1,9799	2,3578	2,6174	2,8599	3,3734
130	0,1259	0,2539	0,3862	0,5257	0,6764	0,8444	1,0406	1,2881	1,6567	1,9784	2,3554	2,6142	2,8557	3,367
140	0,1259	0,2538	0,3861	0,5256	0,6762	0,8442	1,0403	1,2876	1,6558	1,9771	2,3533	2,6114	2,8522	3,3613
infini	0,1257	0,2533	0,3853	0,5244	0,6744	0,8416	1,0364	1,2816	1,6449	1,96	2,3264	2,5759	2,8072	3,2908

الملحق رقم 2

Quantiles d'ordre 0.95 de la loi de Fisher
 Degrés de liberté du numérateur sur la première ligne
 Degrés de liberté du dénominateur sur la colonne de gauche

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1	161.4	199.5	215.7	224.6	230.2	234.0	236.8	238.9	240.5	241.9
2	18.51	19.00	19.16	19.25	19.30	19.33	19.35	19.37	19.38	19.40
3	10.13	9.552	9.277	9.117	9.013	8.941	8.887	8.845	8.812	8.786
4	7.709	6.944	6.591	6.388	6.256	6.163	6.094	6.041	5.999	5.964
5	6.608	5.786	5.409	5.192	5.050	4.950	4.876	4.818	4.772	4.735
6	5.987	5.143	4.757	4.534	4.387	4.284	4.207	4.147	4.099	4.060
7	5.591	4.737	4.347	4.120	3.972	3.866	3.787	3.726	3.677	3.637
8	5.318	4.459	4.066	3.838	3.687	3.581	3.500	3.438	3.388	3.347
9	5.117	4.256	3.863	3.633	3.482	3.374	3.293	3.230	3.179	3.137
10	4.965	4.103	3.708	3.478	3.326	3.217	3.135	3.072	3.020	2.978
11	4.844	3.982	3.587	3.357	3.204	3.095	3.012	2.948	2.896	2.854
12	4.747	3.885	3.490	3.259	3.106	2.996	2.913	2.849	2.796	2.753
13	4.667	3.806	3.411	3.179	3.025	2.915	2.832	2.767	2.714	2.671
14	4.600	3.739	3.344	3.112	2.958	2.848	2.764	2.699	2.646	2.602
15	4.543	3.682	3.287	3.056	2.901	2.790	2.707	2.641	2.588	2.544
16	4.494	3.634	3.239	3.007	2.852	2.741	2.657	2.591	2.538	2.494
17	4.451	3.592	3.197	2.965	2.810	2.699	2.614	2.548	2.494	2.450
18	4.414	3.555	3.160	2.928	2.773	2.661	2.577	2.510	2.456	2.412
19	4.381	3.522	3.127	2.895	2.740	2.628	2.544	2.477	2.423	2.378
20	4.351	3.493	3.098	2.866	2.711	2.599	2.514	2.447	2.393	2.348
21	4.325	3.467	3.072	2.840	2.685	2.573	2.488	2.420	2.366	2.321
22	4.301	3.443	3.049	2.817	2.661	2.549	2.464	2.397	2.342	2.297
23	4.279	3.422	3.028	2.796	2.640	2.528	2.442	2.375	2.320	2.275
24	4.260	3.403	3.009	2.776	2.621	2.508	2.423	2.355	2.300	2.255
25	4.242	3.385	2.991	2.759	2.603	2.490	2.405	2.337	2.282	2.236
26	4.225	3.369	2.975	2.743	2.587	2.474	2.388	2.321	2.265	2.220
27	4.210	3.354	2.960	2.728	2.572	2.459	2.373	2.305	2.250	2.204
28	4.196	3.340	2.947	2.714	2.558	2.445	2.359	2.291	2.236	2.190
29	4.183	3.328	2.934	2.701	2.545	2.432	2.346	2.278	2.223	2.177
30	4.171	3.316	2.922	2.690	2.534	2.421	2.334	2.266	2.211	2.165
40	4.085	3.232	2.839	2.606	2.449	2.336	2.249	2.180	2.124	2.077
50	4.034	3.183	2.790	2.557	2.400	2.286	2.199	2.130	2.073	2.026
60	4.001	3.150	2.758	2.525	2.368	2.254	2.167	2.097	2.040	1.993
70	3.978	3.128	2.736	2.503	2.346	2.231	2.143	2.074	2.017	1.969
80	3.960	3.111	2.719	2.486	2.329	2.214	2.126	2.056	1.999	1.951
90	3.947	3.098	2.706	2.473	2.316	2.201	2.113	2.043	1.986	1.938
100	3.936	3.087	2.696	2.463	2.305	2.191	2.103	2.032	1.975	1.927
150	3.904	3.056	2.665	2.432	2.274	2.160	2.071	2.001	1.943	1.894
200	3.888	3.041	2.650	2.417	2.259	2.144	2.056	1.985	1.927	1.878
400	3.865	3.018	2.627	2.394	2.237	2.121	2.032	1.962	1.903	1.854

الملحق رقم 3

3.1: Actif du Bilan :

U:DA

DESIGNATIONS	31/12/2010			31/12/2009
	MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVISIONS	MONTANTS NETS	
ACTIFS NON COURANTS				
Écart d'acquisition (ou goodwill)				
Immobilisations incorporelles	183 932 041,61	151 954 925,96	31 977 115,65	37 284 640,71
Immobilisations corporelles				
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				
Immobilisations en cours	413 652 826,73		413 652 826,73	1 454 638 573,71
Immobilisations financières				
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
TOTAL ACTIFS NON COURANTS	29 672 952 736,96	16 460 129 105,25	13 212 823 631,71	8 497 999 134,44
ACTIFS COURANTS				
Stocks et encours	7 196 284 806,15	535 640 260,79	6 660 644 545,36	7 693 391 067,65
Créances et emplois assimilés				
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	
Disponibilités et assimilés				
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
TOTAL ACTIFS COURANTS	17 494 013 307,03	2 455 648 976,06	15 038 364 330,97	14 678 684 969,70
TOTAL GENERAL ACTIF	47 166 966 043,99	18 915 778 081,31	28 251 187 962,68	23 176 684 104,14

الملحق رقم 4

3.2: Passif du Bilan :

DESIGNATIONS	31/12/2010	31/12/2009
<u>CAPITAUX PROPRES</u>		
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
Ecart 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
TOTAL I	11 785 525 448,05	11 261 304 776,50
<u>PASSIFS NON COURANTS</u>		
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
TOTAL PASSIFS NON COURANTS II	8 620 504 681,47	3 118 848 903,88
<u>PASSIFS COURANTS</u>		
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
TOTAL PASSIF COURANT III	7 845 157 833,16	8 796 530 423,76
TOTAL GENERAL PASSIF	28 251 187 962,68	23 176 684 104,14

الملحق رقم 5

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		
I - PRODUCTION DE L'EXERCICE	11 571 468 990,04	14 236 516 319,94
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
II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE	-5 887 117 856,78	-6 146 237 783,05
III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I - II)	5 684 351 133,26	8 090 278 536,89
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
IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	1 935 671 349,48	4 695 754 582,47
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
V - RESULTAT OPERATIONNEL	1 649 967 193,17	2 921 981 749,37
Produits financiers	131 245 824,40	1 007 190 732,66
Charges financières	-261 601 048,77	-433 506 361,60
VI - RESULTAT FINANCIER	-130 355 224,37	573 684 371,06
VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)	1 519 611 968,80	3 495 666 120,43
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
VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	1 108 712 671,33	2 873 452 290,85
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)		
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)		
IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE		
X - RESULTAT DE L'EXERCICE	1 108 712 671,33	2 873 452 290,85
Résultats minoritaires	-6 520 748,33	-1 638 739,80
XI - RESULTAT NET DE L'EXERCICE	1 102 191 923,00	2 871 813 551,05

الملحق رقم 6

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
		MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVISIONS	MONTANTS NETS	
	ACTIFS NON COURANTS				
	Écart 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
	TOTAL ACTIFS NON COURANTS	28 131 227 493,85	16 970 196 813,16	11 161 030 680,69	13 212 823 631,77
	ACTIFS COURANTS				
	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
	TOTAL ACTIFS COURANTS	18 958 496 436,39	2 841 556 249,35	16 116 940 187,04	15 038 364 330,95
	TOTAL GENERAL ACTIF	47 089 723 930,23	19 811 753 062,50	27 277 970 867,73	28 251 187 962,68

الملحق رقم 7

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
	<u>CAPITAUX PROPRES</u>		
	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
	Écarts de réévaluation	900 905 964,74	375 839 601,41
	Écart 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
	TOTAL I	13 795 482 542,61	11 785 525 448,08
	<u>PASSIFS NON COURANTS</u>		
	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
	TOTAL PASSIFS NON COURANTS II	5 741 800 974,06	8 620 504 681,46
	<u>PASSIFS COURANTS</u>		
	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
	TOTAL PASSIF COURANT III	7 740 687 351,05	7 845 157 833,19
	TOTAL GENERAL PASSIF	27 277 970 867,73	28 251 187 962,68

الملحق رقم 8

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
	I - PRODUCTION DE L'EXERCICE	12 689 519 435,74	11 571 468 990,05
	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
	II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE	-5 604 780 753,76	-5 887 092 418,17
	III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I - II)	7 084 738 681,98	5 684 376 571,88
	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
	IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	3 458 879 998,13	1 935 696 788,10
	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
	V - RESULTAT OPERATIONNEL	2 624 059 985,42	1 649 967 193,17
	Produits financiers	102 440 136,94	131 245 824,39
	Charges financières	-201 298 040,78	-261 601 048,77
	VI - RESULTAT FINANCIER	-98 857 903,84	-130 355 224,38
	VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)	2 525 202 081,58	1 519 611 968,80
	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
	TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	13 776 767 416,26	13 707 165 700,65
	TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-11 679 016 474,41	-12 598 453 029,33
	VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	2 097 750 941,85	1 108 712 671,32
	Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)	0,00	0,00
	Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)	-90,06	0,00
	IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE	-90,06	
	X - RESULTAT DE L'EXERCICE	2 097 750 851,79	1 108 712 671,32
	Résultat minoritaires	37 270 535,99	6 520 748,33
	XI - RESULTAT NET DE L'EXERCICE	2 060 480 315,80	1 102 191 923,00

الملحق رقم 9

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	
	ACTIFS NON COURANTS				
	Écart d'acquisition (ou goodwill)				
	Immobilisations incorporelles	197 288 659,28	176 738 016,15	20 550 643,13	28 549 179,29
	Immobilisations corporelles				
	Terrains	4 583 697 150,84		4 583 697 150,84	4 574 051 920,08
	Batiments	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	
	Immobilisations en cours	1 203 233 977,48		1 203 233 977,48	629 850 609,89
	Immobilisations financières				
	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
	TOTAL ACTIFS NON COURANTS	29 618 901 761,66	18 164 156 316,74	11 454 745 444,93	11 161 030 680,69
	ACTIFS COURANTS				
	Stocks et encours	7 584 873 527,50	1 409 488 300,45	6 175 385 227,05	6 250 258 341,88
	Créances et emplois assimilés				
	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				
	Disponibilités et assimilés				
	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
	TOTAL ACTIFS COURANTS	22 097 304 341,48	3 530 904 291,86	18 566 400 049,63	16 116 940 187,04
	TOTAL GENERAL ACTIF	51 716 206 103,15	21 695 060 608,59	30 021 145 494,54	27 277 970 867,73

الملحق رقم 10

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
	<u>CAPITAUX PROPRES</u>		
	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
	TOTAL I	14 746 506 012,32	13 795 482 542,61
	<u>PASSIFS NON COURANTS</u>		
	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
	TOTAL PASSIFS NON COURANTS II	6 341 404 296,71	5 741 800 974,06
	<u>PASSIFS COURANTS</u>		
	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
	TOTAL PASSIF COURANT III	8 933 235 185,51	7 740 687 351,05
	TOTAL GENERAL PASSIF	30 021 145 494,54	27 277 970 867,73

الملحق رقم 11

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
	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		
	I - PRODUCTION DE L'EXERCICE	14 124 680 917,11	12 689 519 435,74
	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
	II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE	-6 161 220 892,79	-5 604 780 753,76
	III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I - II)	7 963 460 024,32	7 084 738 681,98
	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
	IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	3 926 215 364,31	3 458 879 998,13
	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
	V - RESULTAT OPERATIONNEL	2 521 790 318,71	2 624 059 985,42
	Produits financiers	100 796 850,14	102 440 136,94
	Charges financières	-225 135 653,69	-201 298 040,78
	VI - RESULTAT FINANCIER	-124 338 803,55	-98 857 903,84
	VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)	2 397 451 515,15	2 525 202 081,58
	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
	VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	1 996 670 407,30	2 097 750 941,85
	Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)	0,00	
	Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)	-3 985 277,20	-90,06
	IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE	-3 985 277,20	-90,06
	X - RESULTAT DE L'EXERCICE	1 992 685 130,10	2 097 750 851,79
	Résultat minoritaires	27 524 178,66	37 270 535,99
	XI - RESULTAT NET DE L'EXERCICE	1 965 160 951,44	2 060 480 315,80

الملحق رقم 12

BILAN 2013

DESIGNATIONS	31/12/2013			31/12/2012
	MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVISIONS	MONTANTS NETS	
ACTIFS NON COURANTS				
Écart d'acquisition (ou goodwill)	58 268 550,00		58 268 550,00	
immobilisations incorporelles	198 535 044,63	185 023 704,17	13 511 340,46	20 550 643,13
immobilisations corporelles				
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
Immobilisations en cours	470 133 457,73		470 133 457,73	1 203 233 977,48
Immobilisations financières				
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
TOTAL ACTIFS NON COURANTS	29 724 776 277,24	18 416 037 037,37	11 308 739 239,87	11 454 745 444,91
ACTIFS COURANTS				
Stocks et encours	6 969 082 810,68	1 434 727 755,37	5 534 355 055,31	6 175 385 227,05
Créances et emplois assimilés				
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	
Disponibilités et assimilés				
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
TOTAL ACTIFS COURANTS	22 351 142 188,28	3 560 308 055,46	18 790 834 132,82	18 566 400 049,61
TOTAL GENERAL ACTIF	52 075 918 465,52	21 976 345 092,83	30 099 573 372,69	30 021 145 494,52

الملحق رقم 13

DESIGNATIONS	31/12/2013	31/12/2012
<u>CAPITAUX PROPRES</u>		
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
Ecart 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
TOTAL I	16 748 436 102,49	14 746 506 012,33
<u>PASSIFS NON COURANTS</u>		
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
TOTAL PASSIFS NON COURANTS II	5 008 200 602,57	6 341 404 296,71
<u>PASSIFS COURANTS</u>		
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
TOTAL PASSIF COURANT III	8 342 936 667,63	8 933 235 185,51
TOTAL GENERAL PASSIF	30 099 573 372,69	30 021 145 494,55

الملحق رقم 14

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		
I - PRODUCTION DE L'EXERCICE	12 243 878 149,00	14 125 059 949,37
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
II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE	-4 296 731 000,37	-6 161 220 892,79
III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I - II)	7 947 147 148,63	7 963 839 056,58
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
IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	3 887 686 198,92	3 926 594 396,57
Autres produits opérationnels	123 256 224,16	372 976 278,55
Autres charges opérationnelles	-135 200 827,62	-207 496 681,94
Dotations aux amortis, 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
V - RESULTAT OPERATIONNEL	2 946 399 282,02	2 522 169 350,70
Produits financiers	73 629 153,44	100 796 850,14
Charges financières	-221 326 017,88	-225 135 653,69
VI - RESULTAT FINANCIER	-147 696 864,44	-124 338 803,55
VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)	2 798 702 417,58	2 397 830 547,15
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
VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	2 293 599 347,59	1 996 670 407,30
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)	0,00	0,00
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)	-21 476,75	-3 985 277,20
IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE	-21 476,75	-3 985 277,20
X - RESULTAT DE L'EXERCICE	2 293 577 870,84	1 992 685 130,10
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
X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE	2 658 147 326,76	1 965 160 951,44

الملحق رقم 15

ACTIF

DESIGNATIONS	31/12/2014			31/12/2013	%
	MONTANTS BRUTS	AMORTS PROVISIONS	MONTANTS NETS		
ACTIFS NON COURANTS					
<i>Écart d'acquisition (ou goodwill)</i>	58 268 550,00	0,00	58 268 550,00	58 268 550,00	0%
Immobilisations incorporelles	201 799 344,60	189 768 823,00	12 030 521,60	13 511 340,46	-11%
Immobilisations corporelles	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%
Immobilisations en cours	2 502 907 388,68	0,00	2 502 907 388,68	470 133 457,73	432%
Immobilisations financières	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%
TOTAL ACTIF NON COURANTS	32 213 883 092,48	19 210 653 719,01	13 003 229 373,47	11 308 739 239,87	15%
ACTIFS COURANTS					
<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	2256 042 010,23	115 898 709,75	121%
<i>Autres actif courant</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%
TOTAL ACTIFS COURANTS	22 197 447 905,13	3 612 972 872,67	18 584 475 032,46	18 790 834 132,82	-1%
TOTAL GENERAL ACTIF	54 411 330 997,61	22 823 626 591,68	31 587 704 405,93	30 099 573 372,69	5%

الملحق رقم 16

PASSIF

DESIGNATIONS	31/12/2014	31/12/2013	%
CAPITAUX PROPRES			
<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>Ecart 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%
TOTAL CAPITAUX PROPRES I	17 590 664 386,45	16 748 436 102,49	5%
PASSIFS NON COURANTS			
<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%
TOTAL PASSIFS NON COURANTS II	8 488 726 950,90	5 008 200 602,57	69%
PASSIFS COURANTS			
<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%
TOTAL PASSIF COURANT III	5 508 313 068,58	8 342 936 667,63	-34%
TOTAL GENERAL PASSIF	31 587 704 405,93	30 099 573 372,69	5%

الملحق رقم 17

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		
I - PRODUCTION DE L'EXERCICE	9 836 622 190,20	12 243 878 149,00	-20%
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%
II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE	-3 833 249 827,85	-4 296 731 000,37	-11%
III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I - II)	6 003 372 362,35	7 947 147 148,63	-24%
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%
IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	2 576 108 686,37	3 887 686 198,92	-34%
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 provisions 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%
V - RESULTAT OPERATIONNEL	1 618 736 152,23	2 946 399 282,02	-45%
Produits financiers	106 709 251,37	73 629 153,44	45%
Charges financières	-157 011 457,30	-221 326 017,88	-29%
VI - RESULTAT FINANCIER	-50 302 205,93	-147 696 864,44	-66%
VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)	1 568 433 946,30	2 798 702 417,58	-44%
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%
VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	1 348 882 781,67	2 293 599 347,59	-41%
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)			
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)		-21 476,75	
IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE		-21 476,75	0%
X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE	1 348 882 781,67	2 293 577 870,84	-41%
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%
RESULTAT NET DE L'EXERCICE	1 477 751 553,22	2 658 147 326,76	-44%

الملحق رقم 18

GROUPE INDUSTRIEL SAIDAL SPA
Direction des Finances et Comptabilité
DATE DE CLOTURE : 31/12/2015

BILAN GROUPE

ACTIF	31/12/2015			31/12/2014
	MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVISIONS	MONTANTS NETS	
ACTIFS NON COURANTS				
Écart d'acquisition (ou goodwill)	87 341 040,00	0,00	87 341 040,00	58 268 550,00
Immobilisations incorporelles	212 279 501,73	190 691 351,71	21 588 150,02	12 030 521,60
Immobilisations corporelles	0,00	0,00	0,00	0,00
Terrains	4 514 492 953,87	0,00	4 514 492 953,87	4 514 492 953,87
Bâtiments	7 022 975 679,20	5 373 367 146,94	1 649 608 532,26	1 762 997 822,76
Autres immobilisations corporelles	14 957 589 225,86	13 768 091 990,45	1 189 497 235,41	1 604 049 468,87
Immobilisations en concession	280 023 210,00	1 919 226,32	278 103 983,68	86 261 341,26
Immobilisations en cours	5 363 985 192,51	0,00	5 363 985 192,51	2 502 907 388,68
Immobilisations financières	0,00	0,00	0,00	0,00
Titres mis en équivalences - entreprises associées	1 465 132 799,40	0,00	1 465 132 799,40	1 846 291 841,31
Autres participations et créances rattachées	641 518 175,00	56 659 098,99	584 859 076,01	49 030 988,72
Autres titres immobilisés	0,00	0,00	0,00	0,00
Prêts et autres actifs financiers non courants	140 479 615,20	0,00	140 479 615,20	103 321 318,61
Impôts différés actif	472 097 555,36	0,00	472 097 555,36	463 577 177,79
TOTAL ACTIFS NON COURANTS	35 157 914 948,13	19 390 728 814,41	15 767 186 133,72	13 003 229 373,47
ACTIFS COURANTS	0,00	0,00		
Stocks et encours	5 450 251 412,46	484 351 393,33	4 965 900 019,13	5 606 916 340,97
Créances et emplois assimilés	0,00	0,00	0,00	0,00
Clients	5 536 082 569,71	1 713 402 532,20	3 822 680 037,51	3 448 794 401,79
Autres débiteurs	1 139 842 768,95	0,00	1 139 842 768,95	1 036 790 150,80
Impôts	524 768 402,40	345 347 828,24	179 420 574,16	256 042 010,23
Autres actif courant	40 666 666,67	0,00	40 666 666,67	18 795 412,47
Disponibilités et assimilés	0,00	0,00	0,00	0,00
Placements et autres actifs financiers courants	3 018 559 989,19	0,00	3 018 559 989,19	3 018 559 989,19
Trésorerie	6 070 920 199,42	83 275 568,07	5 987 644 631,35	5 198 576 727,01
TOTAL ACTIFS COURANTS	21 781 092 008,80	2 626 377 321,84	19 154 714 686,96	18 584 475 032,46
TOTAL GENERAL ACTIF	56 939 006 956,93	22 017 106 136,25	34 921 900 820,68	31 587 704 405,93

الملحق رقم 19

GRUPE INDUSTRIEL SAIDAL SPA
Direction des Finances et Comptabilité
DATE DE CLOTURE : 31/12/2015

BILAN GROUPE

PASSIF	31/12/2015	31/12/2014
<u>CAPITAUX PROPRES</u>		
Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00
Capital non appelé	0,00	0,00
Dotation de l'état	2 586 812 201,59	0,00
Primes et réserves -(réserves consolidées)	12 251 816 341,17	11 282 665 927,33
Ecart de réévaluation	145 245 635,13	218 627 945,68
Écart d'équivalence	1 025 006 852,16	778 627 191,02
Résultat Net	1 143 817 990,89	1 477 751 553,22
Autres capitaux propres -report à nouveau	-166 052 299,51	371 301 688,91
Intérêts minoritaires	979 287 855,72	961 690 080,29
TOTAL I	20 465 934 577,15	17 590 664 386,45
<u>PASSIFS NON COURANTS</u>	0,00	
Emprunts et dettes financières	4 821 513 005,59	3 383 163 695,36
Impôts (différés et provisionnés)	285 333 000,95	267 823 005,95
Autres dettes non courantes	1 061 401 552,48	3 456 705 764,33
Provisions et produits comptabilisés d'avance	1 605 571 934,62	1 381 034 485,26
TOTAL PASSIFS NON COURANTS II	7 773 819 493,64	8 488 726 950,90
<u>PASSIFS COURANTS</u>	0,00	
Fournisseurs et comptes rattachés	1 931 770 182,61	1 460 434 895,94
Impôts	402 507 323,51	363 939 782,75
Autres dettes	3 619 036 497,36	3 055 762 788,63
Trésorerie passif	728 832 746,41	628 175 601,26
TOTAL PASSIF COURANT III	6 682 146 749,89	5 508 313 068,58
TOTAL GENERAL PASSIF	34 921 900 820,68	31 587 704 405,93

الملحق رقم 20

GRUPE INDUSTRIEL SAIDAL SPA
Direction des Finances et Comptabilité
DATE DE CLOTURE : 31/12/2015

BILAN GROUPE

TABLEAU DES COMPTES DE RESULTAT	31/12/2015	31/12/2014
Chiffre d'affaires	9 984 043 757,71	9 789 025 905,91
Variation stocks produits finis et en cours	-11 893 123,70	47 596 284,29
Production immobilisée	0,00	0,00
Subvention d'exploitation	0,00	0,00
I - PRODUCTION DE L'EXERCICE	9 972 150 634,01	9 836 622 190,20
Achats consommés	-3 470 479 457,80	-3 017 970 352,54
Services extérieurs et autres consommations	-996 298 147,20	-815 279 475,31
II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE	-4 466 777 605,00	-3 833 249 827,85
III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I - II)	5 505 373 029,01	6 003 372 362,35
Charges de personnel	-3 056 024 245,03	-3 222 199 202,24
Impôts, taxes et versements assimilés	-166 639 675,94	-205 064 473,74
IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	2 282 709 108,04	2 576 108 686,37
Autres produits opérationnels	202 735 842,16	85 434 154,80
Autres charges opérationnelles	-143 865 838,16	-204 467 978,10
Dotations aux amortissements,provisions et pertes de valeur	-1 328 939 749,35	-1 130 374 262,15
Reprises sur pertes de valeurs et provisions	421 168 878,85	292 035 551,31
V - RESULTAT OPERATIONNEL	1 433 808 241,54	1 618 736 152,23
Produits financiers	142 454 921,27	106 709 251,37
Charges financières	-132 453 560,20	-157 011 457,30
VI - RESULTAT FINANCIER	10 001 361,07	-50 302 205,93
VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)	1 443 809 602,61	1 568 433 946,30
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-328 709 218,00	-309 812 391,00
Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires	15 393 711,92	-90 261 226,37
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	10 738 510 276,29	10 320 801 147,68
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-9 638 803 603,60	-8 971 918 366,01
VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	1 099 706 672,69	1 348 882 781,67
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)		
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)		
IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE	0,00	0,00
X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE	1 099 706 672,69	1 348 882 781,67
Résultat minoritaires	18 117 370,96	14 686 721,26
part dans le Résultat dans Stes mises en équivalence	25 993 947,24	114 182 050,29
RESULTAT NET DE L'EXERCICE	1 143 817 990,89	1 477 751 553,22

الملحق رقم 21

Groupe Saidal Bilan et TCR –Exercice 2016-

1. Actif Bilan consolidé

ACTIF	31/12/2016			31/12/2015
	MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVISIONS	MONTANTS NETS	
ACTIF NON COURANT				
Écart d'acquisition (ou goodwill)	115 414 200,00	0,00	115 414 200,00	87 341 040,00
Immobilisations incorporelles	212 104 001,73	195 224 374,97	16 879 626,76	21 588 150,02
Immobilisations corporelles	0,00	0,00	0,00	0,00
Terrains	10 383 338 837,77	0,00	10 383 338 837,77	4 514 492 953,87
Bâtiments	7 329 947 475,94	5 637 047 200,46	1 692 900 275,48	1 649 608 532,26
Autres immobilisations corporelles	15 098 007 460,68	13 798 654 169,79	1 299 353 290,89	1 189 497 235,41
Immobilisations en concession	280 023 210,00	2 252 958,94	277 770 251,06	278 103 983,68
Immobilisations en cours	11 189 299 772,01	0,00	11 189 299 772,01	5 363 985 192,51
Immobilisations financières	0,00	0,00	0,00	0,00
Titres mis en équivalences - entreprises associées	1 388 910 621,59	0,00	1 388 910 621,59	1 465 132 799,40
Autres participations et créances rattachées	691 518 175,00	58 940 054,97	632 578 120,03	584 859 076,01
Autres titres immobilisés	3 000 000 000,00	0,00	3 000 000 000,00	0,00
Prêts et autres actifs financiers non courants	154 332 649,23	0,00	154 332 649,23	140 479 615,20
Impôts différés actif	291 018 838,11	0,00	291 018 838,11	472 097 555,36
TOTAL ACTIF NON COURANT	50 133 915 242,06	19 692 118 759,13	30 441 796 482,93	15 767 186 133,72
ACTIF COURANT				
Stocks et encours	6 358 574 088,97	629 232 318,65	5 729 341 770,32	4 965 900 019,13
Créances et emplois assimilés				
Clients	5 547 718 023,80	1 906 769 106,35	3 640 948 917,45	3 822 680 037,51
Autres débiteurs	1 255 466 985,99	377 579,41	1 255 089 406,58	1 139 842 768,95
Impôts	185 798 351,63	11 998 649,03	173 799 702,60	179 420 574,16
Autres actif courant	0,00	0,00	0,00	40 666 666,67
Disponibilités et assimilés				
Placements et autres actifs financiers courants	18 559 989,19	0,00	18 559 989,19	3 018 559 989,19
Trésorerie	5 214 275 956,41	83 275 568,07	5 131 000 388,34	5 987 644 631,35
TOTAL ACTIF COURANT	18 580 393 395,99	2 631 653 221,51	15 948 740 174,48	19 154 714 686,96
TOTAL GENERAL ACTIF	68 714 308 638,05	22 323 771 980,64	46 390 536 657,41	34 921 900 820,68

الملحق رقم 22

2. Passif du Bilan consolidé

UM : DA

PASSIF	31/12/2016	31/12/2015
<u>CAPITAUX PROPRES</u>		
Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00
Dotations de l'état	0,00	2 586 812 201,59
Autres fonds propres	8 721 856 492,20	
Primes et réserves -(réserves consolidées)	12 861 813 853,88	12 251 816 341,17
Ecart de réévaluation	1 585 712 860,28	145 245 635,13
Écart d'équivalence	1 037 081 287,61	1 025 006 852,16
Résultat Net	1 509 161 605,06	1 143 817 990,89
Autres capitaux propres -report à nouveau	-1 766 796 831,10	-166 052 299,51
Intérêts minoritaires	1 015 179 929,35	979 287 855,72
TOTAL I	27 464 009 197,27	20 465 934 577,15
<u>PASSIF NON COURANT</u>		
Emprunts et dettes financières	8 973 229 626,56	4 821 513 005,59
Impôts (différés et provisionnés)	17 509 995,00	285 333 000,95
Autres dettes non courantes	1 061 401 552,48	1 061 401 552,48
Provisions et produits comptabilisés d'avance	1 345 087 321,65	1 605 571 934,62
TOTAL PASSIF NON COURANT II	11 397 228 495,69	7 773 819 493,64
<u>PASSIF COURANT</u>		
Fournisseurs et comptes rattachés	2 430 054 019,90	1 931 770 182,61
Impôts	776 153 641,37	402 507 323,51
Autres dettes	3 512 927 858,77	3 619 036 497,36
Trésorerie passif	810 163 444,41	728 832 746,41
TOTAL PASSIF COURANT III	7 529 298 964,45	6 682 146 749,89
TOTAL GENERAL PASSIF	46 390 536 657,41	34 921 900 820,68

الملحق رقم 23

3. Tableau de Compte de Résultats consolidé

UM : DA

TABLEAU DES COMPTES DE RESULTAT	31/12/2016	31/12/2015	R/O	Evolution 2016/2015
Chiffre d'affaires	10 223 411 484,28	9 984 043 757,71	86,31%	2,40%
Variation stocks produits finis et en cours	265 663 623,51	-11 893 123,70	458,59%	-2333,76%
Production immobilisée	0,00	0,00		
Subvention d'exploitation	0,00	0,00		
I - PRODUCTION DE L'EXERCICE	10 489 075 107,79	9 972 150 634,01	88,13%	5,18%
Achats consommés	-3 663 777 474,24	-3 470 479 457,80	94,99%	5,57%
Services extérieurs et autres consommations	-928 780 089,72	-996 298 147,20	105,49%	-6,78%
II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE	-4 592 557 563,96	-4 466 777 605,00	96,94%	2,82%
III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I - II)	5 896 517 543,83	5 505 373 029,01	82,30%	7,10%
Charges de personnel	-3 023 474 168,42	-3 056 024 245,03	95,38%	-1,07%
Impôts, taxes et versements assimilés	-173 817 524,53	-166 639 675,94	124,52%	4,31%
IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	2 699 225 850,88	2 282 709 108,04	70,01%	18,25%
Autres produits opérationnels	72 651 701,08	202 735 842,16	59,17%	-64,16%
Autres charges opérationnelles	-99 258 043,60	-143 865 838,16	54,72%	-31,01%
Dotations aux amortissements provisions et pertes de valeur	-1 299 102 638,36	-1 328 939 749,35	125,64%	-2,25%
Reprises sur pertes de valeurs et provisions	719 627 105,07	421 168 878,85	1195,39%	70,86%
V - RESULTAT OPERATIONNEL	2 093 143 975,07	1 433 808 241,54	74,14%	45,98%
Produits financiers	183 271 195,24	142 454 921,27	225,48%	28,65%
Charges financières	-177 710 456,40	-132 453 560,20	118,08%	34,17%
VI - RESULTAT FINANCIER	5 560 738,84	10 001 361,07	-8,03%	-44,40%
VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)	2 098 704 713,91	1 443 809 602,61	76,21%	45,36%
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-628 653 272,00	-328 709 218,00	117,17%	91,25%
Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires	-96 986 328,41	15 393 711,92		-730,04%
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	11 464 625 109,18	10 738 510 276,29	94,23%	6,76%
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-9 897 587 338,86	-9 638 803 603,60	99,48%	2,68%
VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	1 567 037 770,32	1 099 706 672,69	70,67%	42,50%
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)				
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)				
IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE	0,00	0,00		
X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE	1 567 037 770,32	1 099 706 672,69	70,67%	42,50%
Résultats minoritaires	4 426 500,76	18 117 370,96	78,32%	-75,57%
Part dans le Résultat des Sociétés mises en équivalence	-62 302 666,02	25 993 947,24		-339,68%
RESULTAT NET DE L'EXERCICE	1 509 161 605,06	1 143 817 990,89	67,88%	31,94%

الملحق رقم 24

Bilan consolidé des filiales du Groupe et Participation Minoritaires au 31/12/2017 – Actif –

Actif	Note	31/12/2017			31/12/2016
		Montants bruts	Amortissement ou provisions	Montants nets	
ACTIFS NON COURANTS					
Écart d'acquisition (ou goodwill)		115 414 200.00	0.00	115 414 200.00	115 414 200.00
Immobilisations incorporelles		211 701 398.37	198 057 547.42	13 643 850.95	16 879 626.76
Immobilisations corporelles		0.00	0.00	0.00	0.00
Terrains		10 383 338 837.77	0.00	10 383 338 837.77	10 383 338 837.77
Bâtiments		7 525 649 404.61	5 759 342 500.47	1 766 306 904.14	1 692 900 275.48
Autres immobilisations corporelles		15 441 341 953.87	14 089 777 801.58	1 351 564 152.29	1 299 353 290.89
Immobilisations en concession		280 023 210.00	3 661 722.62	276 361 487.38	277 770 251.06
Immobilisations en cours		13 501 512 857.53	0.00	13 501 512 857.53	11 189 299 772.01
Immobilisations financières		0.00	0.00	0.00	0.00
Titres mis en équivalences - entreprises associées		1 466 608 492.92	0.00	1 466 608 492.92	1 388 910 621.59
Autres participations et créances rattachées		691 518 175.00	60 980 880.06	630 537 294.94	632 578 120.03
Autres titres immobilisés		4 000 000 000.00	0.00	4 000 000 000.00	3 000 000 000.00
Prêts et autres actifs financiers non courants		157 814 646.73	0.00	157 814 646.73	154 332 649.23
Impôts différés actif		296 251 741.16	0.00	296 251 741.16	291 018 838.11
TOTAL ACTIFS NON COURANTS		54 071 174 917.96	20 111 820 452.15	33 959 354 465.81	30 441 796 482.93
ACTIFS COURANTS		0.00	0.00		
Stocks et encours		5 512 385 257.34	629 240 246.56	4 883 145 010.78	5 729 341 770.32
Créances et emplois assimilés		0.00	0.00	0.00	0.00
Clients		5 077 251 577.03	1 885 169 800.46	3 192 081 776.57	3 640 948 917.45
Autres débiteurs		1 357 995 866.76	377 579.41	1 357 618 287.35	1 255 089 406.58
Impôts		181 290 731.18	11 998 467.60	169 292 263.58	173 799 702.60
Autres actif courant		0.00	0.00	0.00	0.00
Disponibilités et assimilés		0.00	0.00	0.00	0.00
Placements et autres actifs financiers courants		18 559 989.19	0.00	18 559 989.19	18 559 989.19
Trésorerie		4 825 205 639.02	86 312 842.07	4 738 892 796.95	5 131 000 388.34
TOTAL ACTIFS COURANTS		16 972 689 060.52	2 613 098 936.10	14 359 590 124.42	15 948 740 174.48
TOTAL GENERAL ACTIF		71 043 863 978.48	22 724 919 388.25	48 318 944 590.23	46 390 536 657.41

الملحق رقم 25

SAIDAL

Bilan consolidé des filiales du Groupe et Participation Minoritaires au 31/12/2017 – Passif –

PASSIF	Note	31/12/2017	31/12/2016
<u>CAPITAUX PROPRES</u>			
Capital émis		2 500 000 000.00	2 500 000 000.00
Dotation de l'état		0.00	0.00
Autres fonds propres		8 721 856 492.20	8 721 856 492.20
Primes et réserves -(réserves consolidées)		12 991 033 164.36	12 861 813 853.88
Écarts de réévaluation		1 585 712 860.28	1 585 712 860.28
Écart d'équivalence		955 727 524.41	1 037 081 287.61
Résultat Net		1 376 295 647.88	1 509 161 605.06
Autres capitaux propres -report à nouveau		-1 080 714 611.43	-1 766 796 831.10
Intérêts minoritaires		881 619 980.04	1 015 179 929.35
TOTAL I		27 931 531 057.74	27 464 009 197.27
<u>PASSIFS NON COURANTS</u>			
		0.00	
Emprunts et dettes financières		10 894 562 658.08	8 973 229 626.56
Impôts (différés et provisionnés)		17 509 995.00	17 509 995.00
Autres dettes non courantes		1 059 992 788.80	1 061 401 552.48
Provisions et produits comptabilisés d'avance		1 346 632 170.47	1 345 087 321.65
TOTAL PASSIFS NON COURANTS II		13 318 697 612.35	11 397 228 495.69
<u>PASSIFS COURANTS</u>			
		0.00	
Fournisseurs et comptes rattachés		1 436 731 269.94	2 430 054 019.90
Impôts		726 697 526.43	776 153 641.37
Autres dettes		4 107 579 876.69	3 512 927 858.77
Trésorerie passif		797 707 247.08	810 163 444.41
TOTAL PASSIF COURANT III		7 068 715 920.14	7 529 298 964.45
TOTAL GENERAL PASSIF		48 318 944 590.23	46 390 536 657.41

الملحق رقم 26

SAIDAL

Tableau des comptes du résultat consolidé des filiales du Groupe et Participations Minoritaires au 31/12/2017 – TCR

TABLEAU DES COMPTES DE RESULTAT	Note	31/12/2017	31/12/2016
Chiffre d'affaires		10 265 897 771.06	10 223 411 484.28
Variation stocks produits finis et en cours		-558 329 961.16	265 663 623.51
Production immobilisée		0.00	0.00
Subvention d'exploitation		0.00	0.00
I - PRODUCTION DE L'EXERCICE		9 707 567 809.90	10 489 075 107.79
Achats consommés		-3 755 793 245.73	-3 663 777 474.24
Services extérieurs et autres consommations		-1 002 621 754.72	-928 780 089.72
II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE		-4 758 415 000.45	-4 592 557 563.96
III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I - II)		4 949 152 809.45	5 896 517 543.83
Charges de personnel		-2 866 108 087.05	-3 023 474 168.42
Impôts, taxes et versements assimilés		-167 524 872.66	-173 817 524.53
IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION		1 915 519 849.74	2 699 225 850.88
Autres produits opérationnels		120 876 666.93	72 651 701.08
Autres charges opérationnelles		-58 405 988.66	-99 258 043.60
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeur		-868 249 692.56	-1 299 102 638.36
Reprises sur pertes de valeurs et provisions		370 500 844.60	719 627 105.07
V - RESULTAT OPERATIONNEL		1 480 241 680.05	2 093 143 975.07
Produits financiers		163 571 611.87	183 271 195.24
Charges financières		-164 840 374.12	-177 710 456.40
VI - RESULTAT FINANCIER		-1 268 762.25	5 560 738.84
VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)		1 478 972 917.80	2 098 704 713.91
Impôts exigibles sur résultats ordinaires		-277 583 318.00	-628 653 272.00
Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires		7 032 819.01	-96 986 328.41
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES		10 362 516 933.30	11 464 625 109.18
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES		-9 168 160 152.51	-9 897 587 338.86
VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES		1 194 356 780.79	1 567 037 770.32
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)			
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)			
IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE		0.00	0.00
X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE		1 194 356 780.79	1 567 037 770.32
Résultat minoritaires		85 189 898.58	4 426 500.76
part dans le Résultat dans Stes mises en équivalence		96 748 968.51	-62 302 666.02
RESULTAT NET DE L'EXERCICE		1 376 295 647.88	1 509 161 605.06

الملحق رقم 27

2.1. Actif du Bilan (Consolidé Groupe)

UM : DA

ACTIF	31/12/2018			31/12/2017
	MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVISIONS	MONTANTS NETS	
ACTIF NON COURANT				
Écart d'acquisition (ou goodwill)	115 414 200,00	0,00	115 414 200,00	115 414 200,00
Immobilisations incorporelles	378 857 436,59	239 123 450,08	139 733 986,51	13 643 850,95
Immobilisations corporelles	0,00	0,00	0,00	0,00
Terrains	2 391 687 791,42	0,00	2 391 687 791,42	10 383 338 837,77
Bâtiments	7 584 297 976,37	5 271 308 688,28	2 312 989 288,09	1 766 306 904,14
Autres immobilisations corporelles	18 277 440 502,83	14 301 350 363,06	3 976 090 139,77	1 351 564 152,29
Immobilisations en concession	0,00	0,00	0,00	276 361 487,38
Immobilisations en cours	10 759 890 495,72	0,00	10 759 890 495,72	13 501 512 857,53
Immobilisations financières	0,00	0,00	0,00	0,00
Titres mis en équivalences - entreprises associées	1 433 217 458,23	0,00	1 433 217 458,23	1 466 608 492,92
Autres participations et créances rattachées	685 893 175,00	462 033 246,90	223 859 928,10	630 537 294,94
Autres titres immobilisés	3 000 000 000,00	0,00	3 000 000 000,00	4 000 000 000,00
Prêts et autres actifs financiers non courants	152 869 240,73	0,00	152 869 240,73	157 814 646,73
Impôts différés actif	324 860 044,51	0,00	324 860 044,51	296 251 741,16
TOTAL ACTIF NON COURANT	45 104 428 321,40	20 273 815 748,32	24 830 612 573,08	33 959 354 465,81
ACTIF COURANT				
Stocks et encours	6 956 065 304,74	667 793 354,53	6 288 271 950,21	4 883 145 010,78
Créances et emplois assimilés	0,00	0,00	0,00	0,00
Clients	5 578 018 586,28	1 897 005 360,67	3 681 013 225,61	3 192 081 776,57
Autres débiteurs	1 391 498 314,49	7 500,00	1 391 490 814,49	1 357 618 287,35
Impôts	240 704 481,51	11 998 830,46	228 705 651,05	169 292 263,58
Autres actif courant	0,00	0,00	0,00	0,00
Disponibilités et assimilés	0,00	0,00	0,00	0,00
Placements et autres actifs financiers courants	18 559 989,19	0,00	18 559 989,19	18 559 989,19
Trésorerie	3 218 125 424,65	82 435 666,36	3 135 689 758,29	4 738 892 796,95
TOTAL ACTIF COURANT	17 402 972 100,86	2 659 240 712,02	14 743 731 388,84	14 359 590 124,42
TOTAL GENERAL ACTIF	62 507 400 422,26	22 933 056 460,34	39 574 343 961,92	48 318 944 590,23

الملحق رقم 28

2.2. Passif du Bilan (Consolidé Groupe)

UM : DA

PASSIF	31/12/2018	31/12/2017
CAPITAUX PROPRES		
Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00
Dotation de l'état	0,00	0,00
Autres fonds propres	411 677 000,00	8 721 856 492,20
Primes et réserves -(réserves consolidées)	13 461 406 696,77	12 991 033 164,36
Écarts de réévaluation	1 272 192 408,65	1 585 712 860,28
Écart d'équivalence	1 016 986 928,55	955 727 524,41
Résultat Net	1 174 214 390,98	1 376 295 647,88
Autres capitaux propres -report à nouveau	-866 679 031,92	-1 080 714 611,43
Intérêts minoritaires	826 612 003,56	881 619 980,04
TOTAL I	19 796 410 396,58	27 931 531 057,74
PASSIF NON COURANT		
Emprunts et dettes financières	10 923 905 958,66	10 894 562 658,08
Impôts (différés et provisionnés)	19 887 217,01	17 509 995,00
Autres dettes non courantes	593 645 268,24	1 059 992 788,80
Provisions et produits comptabilisés d'avance	1 433 885 167,65	1 346 632 170,47
TOTAL PASSIF NON COURANT II	12 971 323 611,56	13 318 697 612,35
PASSIF COURANT		
Fournisseurs et comptes rattachés	2 249 615 538,04	1 436 731 269,94
Impôts	201 334 246,61	726 697 526,43
Autres dettes	3 734 753 856,30	4 107 579 876,69
Trésorerie passif	620 906 312,83	797 707 247,08
TOTAL PASSIF COURANT III	6 806 609 953,78	7 068 715 920,14
TOTAL GENERAL PASSIF	39 574 343 961,92	48 318 944 590,23

الملحق رقم 29

2.3. Tableau de Compte de Résultats (Consolidé Groupe)

UM - DA

TABEAU DES COMPTES DE RESULTAT	31/12/2018	31/12/2017	R/O	Evol. 2018/2017
Chiffre d'affaires	10 317 577 775,54	10 265 897 771,06	88,10%	0,50%
Variation stocks produits finis et en cours	272 122 098,95	-558 329 961,16	52,76%	148,74%
Production immobilisée	0,00	0,00	/	/
Subvention d'exploitation	0,00	0,00	/	/
I - PRODUCTION DE L'EXERCICE	10 589 699 874,49	9 707 567 809,90	86,61%	9,09%
Achats consommés	-4 624 142 242,57	-3 755 793 245,73	109,60%	23,12%
Services extérieurs et autres consommations	-1 067 499 186,54	-1 002 621 754,72	100,13%	6,47%
II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE	-5 691 641 429,11	-4 758 415 000,45	107,69%	19,61%
III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I - II)	4 898 058 445,38	4 949 152 809,45	70,56%	-1,03%
Charges de personnel	-3 329 762 210,93	-2 866 108 087,05	104,82%	16,18%
Impôts, taxes et versements assimilés	-169 982 582,04	-167 524 872,66	94,54%	1,47%
IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	1 398 313 652,41	1 915 519 849,74	39,00%	-27,00%
Autres produits opérationnels	1 159 167 515,64	120 876 666,93	7418,71%	858,97%
Autres charges opérationnelles	-188 852 963,84	-58 405 988,66	319,38%	223,35%
Dotations aux amortissements provisions et pertes de valeur	-1 454 793 798,08	-868 249 692,56	89,39%	67,55%
Reprises sur pertes de valeurs et provisions	380 039 983,32	370 500 844,60	559,38%	2,57%
V - RESULTAT OPERATIONNEL	1 293 874 389,45	1 480 241 680,05	65,27%	-12,59%
Produits financiers	200 013 164,65	163 571 611,87	199,85%	22,28%
Charges financières	-254 951 764,57	-164 840 374,12	194,88%	54,67%
VI - RESULTAT FINANCIER	-54 938 599,92	-1 268 762,25	178,72%	4230,09%
VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)	1 238 935 789,53	1 478 972 917,80	63,48%	-16,23%
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-127 206 062,00	-277 583 318,00	1180,37%	-54,17%
Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires	-21 232 781,46	7 032 819,01	571,46%	-401,91%
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	12 328 920 538,10	10 362 516 933,30	99,34%	18,98%
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-11 195 958 029,11	-9 168 160 152,51	106,98%	22,12%
VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	1 132 962 508,99	1 194 356 780,79	58,26%	-5,14%
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)	0,00	0,00	/	/
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)	0,00	0,00	/	/
IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE	0,00	0,00	/	/
X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE	1 132 962 508,99	1 194 356 780,79	58,26%	-5,14%
Résultats minoritaires	44 778 352,30	85 189 898,58	/	-47,44%
Part dans le Résultat des Sociétés mises en équivalence	-3 526 470,31	96 748 968,51	/	-103,64%
RESULTAT NET DE L'EXERCICE	1 174 214 390,98	1 376 295 647,88	60,38%	-14,68%

الملحق رقم 30

Bilan consolidé des filiales du Groupe et Participation Minoritaires au 31/12/2019 – ACTIF – « APRES RETRAITEMENTS »

ACTIF	31/12/19			31/12/18
	MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVISIONS	MONTANTS NETS	
ACTIFS NON COURANTS				
Écart d'acquisition (ou goodwill)	141 648 564.00		141 648 564.00	115 414 200.00
Immobilisations incorporelles	465 669 052.05	291 611 807.29	174 057 244.76	139 733 986.51
Immobilisations corporelles				
Terrains	3 805 721 423.42		3 805 721 423.42	2 391 687 791.42
Bâtiments	13 199 283 086.61	5 707 118 136.67	7 492 164 949.94	2 312 989 288.09
Autres immobilisations corporelles	20 621 201 809.67	14 989 073 641.21	5 632 128 168.46	3 976 090 139.77
Immobilisations en concession				
Immobilisations en cours	3 580 260 802.98		3 580 260 802.98	10 759 890 495.72
Immobilisations financières				
Titres mis en équivalences - entreprises associées	2 960 993 718.84		2 960 993 718.84	1 433 217 458.23
Autres participations et créances rattachées	102 167 575.00	53 407 519.13	48 760 055.87	223 859 928.10
Autres titres immobilisés	2 500 000 000.00		2 500 000 000.00	3 000 000 000.00
Prêts et autres actifs financiers non courants	107 512 187.56		107 512 187.56	152 869 240.73
Impôts différés actif	329 960 563.53		329 960 563.53	324 860 044.51
TOTAL ACTIFS NON COURANTS	47 814 418 783.66	21 041 211 104.30	26 773 207 679.36	24 830 612 573.08
ACTIFS COURANTS				
Stocks et encours	7 449 789 735.69	562 259 114.50	6 887 530 621.19	6 288 271 950.21
Créances et emplois assimilés				
Clients	5 073 699 027.73	1 896 165 287.33	3 177 533 740.40	3 681 013 225.61
Autres débiteurs	1 436 866 591.79	7 500.00	1 436 859 091.79	1 391 490 814.49
Impôts	222 336 344.63		222 336 344.63	228 705 651.05
Autres actif courant				
Disponibilités et assimilés				
Placements et autres actifs financiers courants	18 559 989.19		18 559 989.19	18 559 989.19
Trésorerie	2 000 587 077.07	82 435 666.36	1 918 151 410.71	3 135 689 758.29
TOTAL ACTIFS COURANTS	16 201 838 766.10	2 540 867 568.19	13 660 971 197.91	14 743 731 388.84
TOTAL GENERAL ACTIF	64 016 257 549.76	23 582 078 672.49	40 434 178 877.27	39 574 343 961.92

الملحق رقم 31

Bilan consolidé des filiales du Groupe et Participation Minoritaires au 31/12/2019 – PASSIF – « APRES RETRAITEMENTS »

PASSIF	31/12/2019	31/12/2018
<u>CAPITAUX PROPRES</u>		
Capital émis	2 500 000 000.00	2 500 000 000.00
Dotation de l'état		
Autres fonds propres	411 677 000.00	411 677 000.00
Primes et réserves -(réserves consolidées)	14 047 153 641.65	13 461 406 696.77
Ecart de réévaluation	2 686 777 592.57	1 272 192 408.65
Écart d'équivalence	1 905 284 336.88	1 016 986 928.55
Résultat Net	793 514 004.08	1 174 214 390.98
Autres capitaux propres -report à nouveau	-1 178 074 235.34	-866 679 031.92
Intérêts minoritaires	609 971 657.90	826 612 003.56
TOTAL I	21 776 278 416.42	19 796 410 396.58
<u>PASSIFS NON COURANTS</u>		
Emprunts et dettes financières	10 403 266 267.81	10 923 905 958.66
Impôts (différés et provisionnés)	21 011 203.32	19 887 217.01
Autres dettes non courantes	593 645 268.24	593 645 268.24
Provisions et produits comptabilisés d'avance	1 446 788 017.73	1 433 885 167.65
TOTAL PASSIFS NON COURANTS II	12 464 710 757.10	12 971 323 611.56
<u>PASSIFS COURANTS</u>		
Fournisseurs et comptes rattachés	1 556 885 668.31	2 249 615 538.04
Impôts	116 625 268.50	201 334 246.61
Autres dettes	3 708 972 235.69	3 734 753 856.30
Trésorerie passif	810 706 531.25	620 906 312.83
TOTAL PASSIF COURANT III	6 193 189 703.75	6 806 609 953.78
TOTAL GENERAL PASSIF	40 434 178 877.27	39 574 343 961.92

الملحق رقم 32

« APRES RETRAITEMENTS »

TABLEAU DES COMPTES DE RESULTAT	31/12/2019	31/12/2018
Chiffre d'affaires	9 392 750 935.10	10 317 577 775.54
Variation stocks produits finis et en cours	1 085 935 007.08	272 122 098.95
Production immobilisée		
Subvention d'exploitation		
I - PRODUCTION DE L'EXERCICE	10 478 685 942.18	10 589 699 874.49
Achats consommés	-4 577 729 592.68	-4 624 142 242.57
Services extérieurs et autres consommations	-1 113 922 480.89	-1 067 499 186.54
II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE	-5 691 652 073.57	-5 691 641 429.11
III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I - II)	4 787 033 868.61	4 898 058 445.38
Charges de personnel	-3 514 951 683.35	-3 329 762 210.93
Impôts, taxes et versements assimilés	-154 310 399.06	-169 982 582.04
IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	1 117 771 786.20	1 398 313 652.41
Autres produits opérationnels	687 941 345.57	1 159 167 515.64
Autres charges opérationnelles	-75 628 723.04	-188 852 963.84
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeur	-1 399 508 839.03	-1 454 793 798.08
Reprises sur pertes de valeurs et provisions	664 533 494.03	380 039 983.32
V - RESULTAT OPERATIONNEL	995 270 118.85	1 293 874 389.45
Produits financiers	152 968 301.58	200 013 164.65
Charges financières	-343 123 098.91	-254 951 764.57
VI - RESULTAT FINANCIER	-190 154 797.33	-54 938 599.92
VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)	805 954 266.41	1 238 935 789.53
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-77 823 533.00	-127 206 062.00
Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires	5 579 922.73	-21 232 781.46
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	11 984 129 083.37	12 328 920 538.10
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-11 262 578 272.69	-11 195 958 029.11
VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	721 550 810.68	1 132 962 508.99
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)		
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)		
IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE		
X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE	721 550 810.68	1 132 962 508.99
Résultat minoritaires	19 736 411.44	44 778 352.30
part dans les Résultats nets des sociétés mises en équivalence	52 226 781.96	-3 526 470.31
RESULTAT NET DE L'EXERCICE	793 514 004.08	1 174 214 390.98

الملخص:

هدفت هذه الدراسة الى تحليل مدى تأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة، ومن اجل هذا قمنا باختيار أثر الهيكل المالي على القيمة السوقية لمجمع صيدال (Groupe Sidal) خلال الفترة الممتدة من 2010 الى غاية 2019، ولقد تم الاعتماد على القوائم المالية واستخدام أسلوب الانحدار الخطي المتعدد لدراسة العلاقة بين قيمة المؤسسة كمتغير تابع والمتغيرات المستقلة للهيكل المالي.

ولقد توصلنا من خلال دراستنا الى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة اجمالي الديون الى الأموال الخاصة، نسبة ديون طويلة الاجل الى الأموال الخاصة، حجم السيولة، حجم المؤسسة والمخاطر التشغيلية، في حين اثبتت الدراسة ان كل من الديون قصيرة الاجل، المردودية الاقتصادية والمردودية المالية لا يفسران التغيرات الحاصلة على القيمة السوقية لمجمع صيدال (Groupe Sidal) خلال فترة الدراسة.

الكلمات المفتاحية: الهيكل المالي، مصادر التمويل، تكلفة التمويل، قيمة المؤسسة.

Abstract:

This study aimed to analyze the extent that the impact of the financial structure has on the value of enterprises. For this purpose, we have chosen the impact of the financial structure on the market value of (Saidal Group) for the period from 2010 to 2019. In fact, we have relied on the financial statements and employed the multiple linear regression method to study the relationship between the value of the enterprise as a dependent variable and the independent variables of the financial structure.

Through our study, we have found out that there is a statistically significant relationship between the total debt ratio to private funds, long-term debt ratio to private funds, the size of liquidity, the size of the institution and operational risks. Indeed, the study proved that each of the short-term debts, the economic and the financial return do not explain the changes in the (Saidal group) market value during the study period.

Keywords: financial structure, sources of financing, cost of financing, enterprise value.