

جامعة غرداية

كلية العلوم الاقتصادية، والتجارية، وعلوم التسيير

قسم العلوم المالية والمحاسبة



مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي

الشعبة: مالية والمحاسبة

التخصص مالية مؤسسة

من إعداد الطالبة: سعدية ربوب

بعنوان:

نظرية التبادل ودورها في تحديد القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية

- دراسة حالة المجمع الصناعي صيدال خلال الفترة الممتدة ما بين 2003-2014-

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ: 30-ماي-2016

أمام اللجنة المكونة من السادة:

أ/ذهبية بن عبد الرحمان (استاذ مساعد -جامعة غرداية) رئيساً

أ.د/ عبد المجيد تيماي (استاذ محاضر -جامعة غرداية) مقررأ

أ/عادل شنيبي..... (استاذ مساعد - جامعة غرداية) مناقشا

أ/ الشيخ بن فايد.....(استاذ مساعد -جامعة غرداية) مناقشا

الموسم الجامعي: 2015/2016م

جامعة غرداية

كلية العلوم الاقتصادية، والتجارية، وعلوم التسيير

قسم العلوم المالية والمحاسبة



مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي

الشعبة: مالية والمحاسبة

التخصص مالية مؤسسة

من إعداد الطالبة: سعدية ربوب

بعنوان:

نظرية التبادل ودورها في تحديد القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية

- دراسة حالة المجمع الصناعي صيدال خلال الفترة الممتدة ما بين 2003-2014-

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ: 30-ماي-2016

أمام اللجنة المكونة من السادة:

أ/ ذهبية بن عبد الرحمان (استاذ مساعد - جامعة غرداية) رئيساً

أ.د/ عبد المجيد تيموي (استاذ محاضر - جامعة غرداية) مقررأ

أ/ عادل شنيبي..... (استاذ مساعد - جامعة غرداية) مناقشا

أ/ الشيخ بن قايد..... (استاذ مساعد - جامعة غرداية) مناقشا

الموسم الجامعي: 2015/2016م

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

﴿قَالُوا سُبْحَانَكَ لَا عِلْمَ لَنَا إِلَّا مَا عَلَّمْتَنَا إِنَّكَ أَنْتَ الْعَلِيمُ الْحَكِيمُ﴾

[الآية 32 من سورة البقرة]

بِسْمِ اللَّهِ
الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

إهداء

أهدي هذا العمل:

إلى الوالدين الكريمين أدامهما الله لي؛

إلى كل أفراد عائلتي كبيرهم وصغيرهم؛

إلى من جمعني بها القدر وكانت خير رفيقة لي: رغيسة أم السعد؛

إلى الذين تتسع الصدور لذكورهم، وتعجز السطور عن حصر أسمائهم؛

إلى من أحسبهم عند الله شهيدي الوطن، إلى روح الشهيدين مُحَمَّد،

وَمُحَمَّد، ضحايا أحداث الشغب؛

إلى كل هؤلاء وبأسمى معاني الحب والوفاء أهدي هذا العمل.

ربوب سعيدية

كلمة شكر

الحمد لله رب العالمين والصلاة والسلام على المبعوث رحمة للعالمين سيدنا محمد وعلى آله وصحبه أجمعين

عملاً بقوله تعالى: « وإذ تأذن ربكم لئن شكرتم لأزيدنكم... » سورة إبراهيم الآية 7

أشكر الله على نعمه التي لا تعد ولا تحصى، ومنها توفيقه لي لإتمام هذا العمل

أتقدم بجزيل الشكر والتقدير والامتنان لأستاذي ومشرفي الدكتور: عبد المجيد تيماوي، الذي أسعدني بإشرافه على هذا البحث، وما بذله معي من جهد وإرشاد، كان له الدعم المعنوي، فله مني كل الشكر والتقدير والاحترام وجزاك الله خيراً ووفقك وأعلى من شأنك. كما أتقدم بالشكر الجزيل والعرفان للسادة أعضاء لجنة المناقشة الموقرين لما سيبدونه من مقترحات قيمة على هذا البحث بغية تصويبه والارتقاء به. كما لا أنسى أن أشكر كل من ساعدني من قريب وبعيد لإتمام هذا البحث ولو بكلمة طيبة.

فلهم جزيل الشكر وعظيم الامتنان.

وأخيراً أتوجه بخالص شكري وتقديري لأمي على ما قدمته في صبر وصمت حتى يكتمل هذا البحث.

ربوب سعيدية

ملخص:

حاولنا في هذه الدراسة معالجة إشكالية: كيف تساهم نظرية التبادل في تحديد القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية؟.

ويهدف الكشف عن أثر استخدام القروض على القيمة السوقية للمؤسسة اعتمادنا المنهج الوصفي للإمام بالجانب النظري، ومنهج دراسة حالة من خلال معالجة القوائم المالية للمؤسسة، وقد توصلت الدراسة إلى جملة من النتائج أهمها: أنه من الصعب تفسير التبادل بين الوفر الضريبي وتكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة باعتبار المؤسسة محل الدراسة تعتمد على نسب اقتراض منخفضة.

الكلمات المفتاحية:

قيمة السوقية للمؤسسة، هيكل مالي، وفر ضريبي، تكلفة الإفلاس، تكلفة الوكالة.

Résumé :

Par la présente étude, nous avons tenté de traiter la problématique suivante:

La théorie de compromis, Comment participe -t- elle à la détermination de la valeur vénale de l'entreprise économique ?

A l'effet de diagnostiquer l'impact créé par les crédits sur la valeur vénale de l'entreprise, nous avons adopté la méthode descriptive dans le but de cerner l'aspect théorique et la démarche de l'étude de cas par l'intermédiaire du traitement des listes financières de l'entreprise.

L'étude a abouti à un ensemble de résultats à savoir notamment : la difficulté d'expliquer l'échange entre l'intérêt fiscal, le coût de la banqueroute (faillite) et le coût de commission étant donné l'entreprise objet de notre étude , s'appuie sur des taux bas de crédits.

Mots clé :

Valeur vénale de l'entreprise, structure financière, intérêt fiscal, coût de la banqueroute (faillite), cout d'agenics

قائمة المحتويات

I	الإهداء
II	كلمة شكر
III	الملخص
V	قائمة المحتويات
VI	قائمة الجداول
VII	قائمة الأشكال
VIII	قائمة الملاحق
أ - د	مقدمة
05	الفصل الأول: الأدبيات النظرية والتطبيقية حول نظرية التبادل وقيمة المؤسسة
06	تمهيد
07	المبحث الأول: تكلفة مصادر التمويل وقيمة المؤسسة
07	المطلب الأول: التكلفة النوعية لمصادر التمويل
07	الفرع الأول: تكلفة أموال الملكية
07	أولاً: تكلفة الأسهم العادية
09	ثانياً: تكلفة الأسهم العادية الجديدة
10	ثالثاً: تكلفة الأسهم الممتازة
11	رابعاً: تكلفة الأرباح المحتجزة
11	الفرع الثاني: تكلفة الاقتراض
11	أولاً: القروض متوسطة وطويلة الأجل
12	ثانياً: السندات
12	الفرع الثالث: تكلفة رأس المال
14	المطلب الثاني: تحديد قيمة المؤسسة في ظل نظرية التبادل
14	الفرع الأول: الوفر الضريبي
19	الفرع الثاني: تكلفة الإفلاس
20	الفرع الثالث: تكلفة الوكالة
23	الفرع الرابع: الموازنة بين الوفورات الضريبية وتكلفة الإفلاس والوكالة
25	المبحث الثاني: الدراسات السابقة

25	المطلب الأول: الدراسات العربية
28	المطلب الثاني: الدراسات الأجنبية
29	المطلب الثالث: ما يميز الدراسة عن الدراسات السابقة
30	خلاصة الفصل
31	الفصل الثاني: الجانب التطبيقي
32	تمهيد
33	المبحث الأول: الطريقة والأدوات المستخدمة
33	المطلب الأول: الطريقة التي اعتمدت عليها الدراسة
33	الفرع الأول: مجتمع وعينة الدراسة
34	الفرع الثاني: طريقة جمع وتلخيص البيانات
34	الفرع الثالث: متغيرات الدراسة وكيفية قياسها
34	المطلب الثاني: أدوات الدراسة
34	الفرع الأول: أدوات معالجة المعطيات
34	الفرع الثاني: الأساليب الإحصائية المستخدمة
35	المبحث الثاني: تحليل ومناقشة نتائج الدراسة
35	المطلب الأول: عرض نتائج الدراسة التطبيقية
35	الفرع الأول: تكلفة الاقتراض
37	الفرع الثاني: تكلفة حقوق الملكية
39	الفرع الثالث: تحديد متوسط تكلفة التمويل المرجحة بالأوزان
43	الفرع الرابع: حساب الوفر الضريبي
43	الفرع الخامس: تقدير قيمة المجمع
46	المطلب الثاني: نتائج الدراسة ومناقشتها
46	الفرع الأول: بالنسبة للوفر الضريبي
46	الفرع الثاني: تكلفة الإفلاس
46	الفرع الثالث: تكلفة الوكالة
48	خلاصة الفصل
50	الخاتمة
52	قائمة المراجع
56	الملاحق

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	الرقم
35	تطور الفوائد والمصاريف المالية لمجمع صيدال خلال الفترة من 2003 إلى 2014	1-2
36	تطور القروض المتوسطة وطويلة الأجل لمجمع صيدال خلال الفترة من 2003 إلى 2014.	2-2
37	تكلفة الاقتراض للمجمع صيدال من 2003 إلى 2014.	3-2
38	تطور توزيعات والسعر السوقي لسهم صيدال خلال الفترة (2003 إلى 2014)	4-2
38	تطور تكلفة التمويل بالأسهم العادية للمجمع صيدال خلال الفترة من (2003 إلى 2014)	5-2
40	تطور الأموال الخاصة لمجمع صيدال خلال الفترة من 2003 إلى 2014	6-2
41	تطور القروض المتوسطة والطويلة الأجل لمجمع صيدال خلال الفترة من 2003 إلى 2014.	7-2
42	تطور متوسط تكلفة التمويل المرجحة للأوزان للفترة من (2003 إلى 2014)	8-2
43	تطور الوفر الضريبي لمجمع صيدال خلال (2003 إلى 2014)	9-2
44	تطور الربح الصافي لمجمع صيدال خلال (2003 إلى 2014)	10-2
45	القيمة السوقية لمجمع صيدال خلال (2003 إلى 2014)	11-2

قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	الرقم
20	القيمة السوقية للمؤسسة في وجود تكلفة الإفلاس	1-1
22	تأثير تكلفة الوكالة على قيمة المؤسسة في ظل وجود ضرائب وتكلفة الإفلاس	2-1
23	أبعاد النظرية ويوضح القيمة السوقية للمؤسسة في ظل نظرية التوازن	3-1
24	العلاقة بين تكاليف التمويل ونسبة الاقتراض.	4-1
37	تطور تكلفة الاقتراض للفترة من (2003 إلى 2014)	1-2
39	تطور تكلفة الاقتراض للفترة من (2003 إلى 2014)	2-2
42	يبين تطور متوسط تكلفة التمويل المرجحة للأوزان من (2003 إلى 2014)	3-2
45	تطور القيمة السوقية لمجمع صيدال خلال (2003 إلى 2014)	4-2

قائمة الملاحق

الصفحة	عنوان الملحق	الرقم
56	الملحق رقم (01): القوائم المالية لمجمع صيدال 2003	01
59	الملحق رقم (02): القوائم المالية لمجمع صيدال 2004	02
62	الملحق رقم (03): القوائم المالية لمجمع صيدال 2005	03
65	الملحق رقم (04): القوائم المالية لمجمع صيدال 2006	04
68	الملحق رقم (05): القوائم المالية لمجمع صيدال 2007	05
71	الملحق رقم (06): القوائم المالية لمجمع صيدال 2008	06
74	الملحق رقم (07): القوائم المالية لمجمع صيدال 2009	07
77	الملحق رقم (08): القوائم المالية لمجمع صيدال 2010.	08
80	الملحق رقم (09): القوائم المالية لمجمع صيدال 2011	09
83	الملحق رقم (10): القوائم المالية لمجمع صيدال 2012	10
84	الملحق رقم (11): القوائم المالية لمجمع صيدال 2014	11
88	الملحق رقم (12): التوزيعات السنوية لمجمع صيدال	12

مقدمة

1- توطئة:

تسطر المؤسسة مجموعة من الأهداف تسعى لتحقيقها خلال فترة حياتها، ومما لا شك فيه أن تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة من بين أبرز مقومات استمراريته، فهو بمثابة الحافز الأساسي لكافة الأطراف الفاعلة في المؤسسة.

وتمثل الأدوات المالية طويلة الأجل المتداولة في سوق رأس المال أهم العناصر التي يمكن أن تعكس حالة المؤسسة، كونها تشكل أهم مكونات الهيكل المالي أو هيكل رأس المال، إذ تعمل المؤسسة على الموازنة بين العائد والمخاطرة بغية إحداث تغيير إيجابي على القيمة المستقبلية للمؤسسة، فاختلاف المصادر التمويلية للمؤسسة يضعها بين مجموعة من المزايا والمخاطر، ومهما تنوعت هذه المصادر فيمكن حصرها بين أموال ملكية واقتراض.

وقد تكون الميزة الأساسية للاقتراض انخفاض التكلفة وذلك لما يحتويه التمويل بالقروض أو ما يسمى بالرافعة المالية من مزايا نظراً لما تحققه من وفر ضريبي، حيث أن تكلفة الفوائد تخصم من وعاء الأرباح الخاضع للضريبة، خاصة وإن كانت تكلفة هذه الديون أقل من تكلفة حقوق الملكية، مما يجعلها مصدراً مفضلاً للتمويل عن غيره من المصادر الأخرى، إلا أن التوسع في الاعتماد على القروض قد ينعكس سلباً على قيمة المؤسسة وهذا بزيادة المخاطر المالية الناجمة عنه، مما يؤدي إلى رفع تكلفة الأموال، ولذلك على المؤسسة العمل على الموازنة بين العائد والمخاطر.

2- إشكالية الدراسة:

تعتمد نظرية التبادل أساساً على التوازن بين مزايا وعيوب التمويل المقترض، فهي ترى ضرورة التوازن بين الوفورات الضريبية وتكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة وهذا للوصول إلى أقصى قيمة سوقية للمؤسسة الاقتصادية وبناءً على ما سبق تأتي هذه الدراسة لمعالجة الإشكالية التالية:

كيف تساهم نظرية التبادل في تحديد القيمة السوقية لمجمع صيدال الصناعي؟

وتدرج تحت هذه الإشكالية الرئيسية مجموعة من الإشكاليات الفرعية والتي يمكن صياغتها على النحو

التالي:

- ما هي المعايير المتخذة لتحديد القيمة السوقية لمجمع صيدال الصناعي في ظل نظرية التبادل؟
- هل تؤثر تكلفة مصادر التمويل على الهيكل المالي وبالتالي على القيمة السوقية للمجمع؟

- هل يأخذ المجمع الصناعي صيدال كلا من الوفورات الضريبية وتكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة في تحديد هيكله المالي؟

وللإجابة على هذه الإشكاليات المطروحة تم اعتماد مجموعة من الفرضيات نوجزها كالتالي:

3- فرضيات الدراسة:

- تعتبر الوفورات الضريبية، وتكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة العوامل المحددة للقيمة السوقية في ظل نظرية التبادل.

- الموازنة بين العائد والمخاطرة المحدد الرئيسي لتكلفة كل مصدر ومن ثم تكلفة التمويل ككل.

- يراعي المجمع الصناعي صيدال الوفورات الضريبية في تحديد هيكله المالي.

4- أسباب اختيار الموضوع:

يمكن إدراج العديد من الأسباب والدوافع الموضوعية التي أدت إلى اختيار الموضوع نذكر منها:

- ارتباط الموضوع بالتخصص في المالية.

- محاولة الإحاطة والتمكن أكثر في المالية.

5- أهداف الدراسة:

تكمّن أهداف الدراسة في:

- ارتباط الموضوع بالهدف الحديث للإدارة المالية والمتمثل في تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة.

- محاولة الإلمام بنظرية التبادل في تحديدها للقيمة السوقية للمؤسسة.

- التعرف على الهيكل المالي للمجمع الصناعي صيدال.

6- أهمية الدراسة:

إن عمل المجمع الصناعي صيدال في ظل محيط يؤثر ويتأثر به يفرض عليه ضرورة استغلال كل الفرص المتاحة، فالمصادر التمويلية حقوق ملكية منها واقتراض قد تخلق لدى المجمع ميزة تمكنه من تعظيم قيمته قدر المستطاع، وهذا في ظل تكلفة تمويل أقل ما يمكن.

تنبع أهمية الدراسة من أنها تزود المؤسسة بمؤشرات تضمن لها السلامة في اتخاذ قرار الهيكل المالي فمخاطر الأعمال المرتفعة تحتم على المؤسسة ضرورة تخفيض الأموال المقترضة، كما أن الاعتماد على أصول ملموسة مع طرق إنتاجية نمطية ترفع من القدرة الاقتراضية للمؤسسة إلى جانب مستوى الربحية المحققة من طرف المؤسسة، فارتفاعها يرفع من الشريحة الضريبية للمؤسسة، مما يسمح لها بالتوسع في الاقتراض.

7- حدود الدراسة:

للإجابة على إشكالية الموضوع والتوصل إلى نتائج دقيقة، حصرنا الدراسة ضمن الإطار الزمني والمكاني وذلك على النحو التالي:

- الحدود الزمنية:

تغطي هذه الدراسة الفترة الممتدة من 2003 إلى سنة 2014، وهي فترة كافية حسب اعتقادنا للإجابة على إشكالية الدراسة.

- الحدود المكانية:

شملت الدراسة التطبيقية المجمع الصناعي صيدال بالجزائر باعتباره مؤسسة مدرجة في البورصة الجزائرية.

8- منهج الدراسة:

من أجل معالجة الموضوع والوصول إلى النتائج المرجوة، اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي وهو المنهج الموافق للدراسة النظرية التي تستدعي جمع المعلومات وعرضها، حيث تطرقنا لوصف تكلفة مصادر التمويل، تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة والوفورات الضريبية، والتطرق لمختلف الدراسات السابقة حول الموضوع واستخدمنا أيضا منهج دراسة حالة في الجانب التطبيقي من خلال تحليل القوائم المالية للمجمع للوصول إلى النتائج المرجوة.

9- مرجعية الدراسة:

تم الاعتماد في الدراسة على عدد من المراجع، من بينها الكتب، الرسائل الجامعية، المجالات العلمية، إضافة إلى القوائم المالية لمجمع الصناعي صيدال المتمثلة في الميزانيات، جداول حسابات النتائج.

10- صعوبات الدراسة:

- من بين الصعوبات التي واجهتنا في إعداد هذه الدراسة:
- ضيق الوقت الممنوح لإعداد البحث.
- صعوبة الحصول على التقارير السنوية والكشوفات المالية المتمثلة في الميزانيات وجداول حسابات النتائج للمجمع الصناعي صيدال لفترة أكثر من 30 سنة.
- عدم كفاءة السوق المالية (البورصة) الجزائرية وعدم شفافية القوائم المالية للمؤسسة محل الدراسة.

11- هيكل البحث:

استناداً إلى الإشكالية والفرضيات المتبناة في بحثنا هذا تم تقسيم هذه الدراسة إلى فصلين، حيث تناولنا في الفصل الأول المعنون بـ الأدبيات النظرية والتطبيقية لنظرية التبادل وقيمة المؤسسة. أما الفصل الثاني متعلق بالدراسة الميدانية أو الجانب التطبيقي، حيث جاء المبحث الأول لذكر الطريقة والأدوات والمبحث الثاني لعرض النتائج ومناقشتها. وأخيراً خاتمة تم فيها عرض أهم النتائج

الفصل الأول

الأدبيات النظرية والتطبيقية حول نظرية التبادل وقيمة
المؤسسة

تمهيد:

تلجأ المؤسسة عادة لتمويل نشاطها إلى مصادر مختلفة، حيث تتضمن تلك المصادر كافة العناصر التي يتكون منها جانب الخصوم في الميزانية سواء كانت تلك العناصر طويلة أو متوسطة أو قصيرة الأجل وهو ما يسمى إصطلاحاً بالهيكل المالي.

ومهما اختلفت هذه المصادر فيمكن حصرها بين أموال ملكية واقتراض، وقد تكون الميزة الأساسية للاقتراض انخفاض التكلفة، ولكن التوسع في استعمال القروض قد ينعكس سلباً على قيمة المؤسسة، وهذا بزيادة المخاطر المالية الناجمة عنه، ما يعمل على رفع تكلفة الأموال، ولذلك على المؤسسة العمل على الموازنة بين العائد والمخاطرة.

وقد تناولت العديد من الدراسات والنظريات المتعددة والمتنوعة التي اهتمت بالموازنة بين العائد والمخاطرة، ومن بين هذه النظريات نجد نظرية التبادل (التوازن) وأهم ما يميزها إدخال بعض التعديلات على النظرية المصححة لـ "مودكلياتي" و"ميلر" 1963 باحتساب تكلفة التمويل المقترض وموازنتها مع القيمة الحالية للوفورات الضريبية، ويمكن تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين:

المبحث الأول نتناول فيه تكلفة مصادر التمويل وقيمة المؤسسة .

أما المبحث الثاني فخصصناه للدراسات السابقة .

المبحث الأول: تكلفة مصادر التمويل وقيمة المؤسسة:

يشمل الهيكل المالي كافة مصادر التمويل بأنواعها المختلفة (أموال، ملكية، اقتراض) وبأجالاتها المختلفة، أي يُعبر عن مختلف التوليفات من مصادر التمويل التي يمكن للمؤسسة المفاضلة بينها لتحقيق مزايا متعددة، أي توزيع قيمتها بين الأموال الخاصة والديون للتمكن من تحقيق المزايا التي يوفرها كل مصدر من مصادر التمويل وعلى أساس أن لكل مصدر تكلفة مختلفة عن المصادر الأخرى، فإن قرارات الاستثمار المستقبلية وقيمتها ستتأثر تبعاً لدرجة ومستوى تفضيلاتها بين مختلف التوليفات المتاحة من الهيكل المالي.

المطلب الأول: التكلفة النوعية لمصادر التمويل:

أدى اختلاف المصادر التي تحصل منها المؤسسة على احتياجاتها من الأموال إلى اختلاف تكلفة التمويل من هذه المصادر واختلاف النماذج التي تعتمد عليها في تقدير تكلفة كل نوع ويتطلب تحديد تكلفة كل مصدر معرفة مقدار العائد والمخاطرة المترتبة عن كل مصدر.

الفرع الأول: تكلفة أموال الملكية:

تمثل أموال الملكية أحد أهم مصادر التمويل التي تعتمد عليها المؤسسة لتمويل انفاقها الاستثماري، ويقصد بتكلفة أموال الملكية معدل المردودية المطلوب أو المتوقع من طرف المساهمين في المؤسسة، فحملة الأسهم يسعون للحصول على عائد ينبغي أن يساوي أو يفوق معدل العائد الذي يمكن الحصول عليه من استثمارات أخرى لها نفس درجة المخاطرة، وهو ما يطلق عليه تكلفة الفرصة البديلة¹.

أولاً: تكلفة الأسهم العادية:

السهم ورقة مالية تثبت ملكية صاحبها لجزء من رأس المال في حدود قيمته الاسمية، وعلى هذا الأساس فحامل السهم هو شريك في المؤسسة². ويمثل السهم العادي مستند ملكية له قيمة اسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية، وتتمثل القيمة الاسمية في القيمة المدونة على قسيمة السهم، وعادة ما يكون منصوح عليها في عقد التأسيس، أما القيمة الدفترية فتتمثل في قيمة حقوق الملكية التي لا تتضمن الأسهم الممتازة ولكنها

¹ أنفال حدة حبيزة، تأثير الهيكل المالي على إستراتيجية المؤسسة الصناعية دراسة حالة: مؤسسة المطاحن الكبرى للجنوب GMS، بسكرة، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2012م، ص42.

² الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، ط4، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، 2005، ص82.

تتضمن الاحتياطات والأرباح المحتجزة مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة. وأخيراً تتمثل القيمة السوقية في القيمة التي يباع بها السهم في سوق المال، وقد تكون هذه القيمة أكثر أو أقل من القيمة الاسمية أو الدفترية¹. وحسب ما يحمله أصحاب الأسهم العادية من حصص فإن لهم حقوق التصويت في مجلس الإدارة والتدخل في الشؤون الإدارية². وفي حالة تصفية الشركة لا يحق لحملة الأسهم العادية المطالبة بحقوقهم في القيمة التصفوية للشركة إلا بعد تسوية مطالبات المقترضين وحملة الأسهم الممتازة كافة³. وتُعبّر تكلفة الأسهم العادية عن معدل الخصم الذي يستخدمه المستثمرون لخصم توزيعات أرباح السهم العادي المتوقعة، ونجد عدة نماذج لقياس وتقدير تكلفة الأسهم العادلة أهمها:

1- نموذج تسعير الأصول المالية (MEDAF)⁴: حسب النموذج المعدل هو عبارة عن المجموع الجبري لمعدل المردودية بدون مخاطر كتعويض عن عنصر الزمن، وعلاوة مخاطر السوق النظامية مرجحة بمعامل الحساسية B ، ويحسب بالعلاقة الرياضية التالية:

$$E(R_i) = r_f + B_i(R_m - r_f). \dots\dots (1)$$

بحيث: $E(R_i)$: معدل العائد المتوقع للورقة المالية، وتمثل تكلفة التمويل بالسهم العادية.

r_f : معدل العائد خالي من المخاطر

R_m : معدل العائد لمحفظة السوق.

B : معامل الخطر يبين معدل العائد للسهم بالنسبة لمعدل العائد في السوق ويحسب بالعلاقة التالية:

$$B = \frac{COV(k, y_m)}{Var(y_m)} \dots\dots\dots (2)$$

2- نموذج التدفقات النقدية المخصومة (D. C F)⁵:

يهدف استخدام نموذج التدفقات النقدية المخصومة إلى تقدير القيمة السوقية للسهم التي تعد الأساس في تقدير كل من العائد المتوقع من وجهة نظر الملاك، وتكلفة الأسهم العادية من وجهة نظر المؤسسة، ويمكن

¹ منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، المكتب العربي الحديث، 2011، ص7.

² هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، ط1، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص93.

³ محمد أيمن عزت الميداني، الإدارة التمويلية في الشركات، ط4، مكتبة العبيكان، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2004، ص551.

⁴ علي بن الضب، سيدي أحمد عياد، تكلفة رأس المال ومؤشرات إنشاء القيمة (دراسة تطبيقية ببورصة الدار البيضاء)، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، جامعة ورقلة، العدد 2، 2012، ص117.

⁵ عبد المجيد تيمواوي، نحو بناء نظري لتفسير السلوك التمويلي للمؤسسات الجزائرية، أطروحة دكتوراه غير منشورة في العلوم الاقتصادية جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015م، ص9.

إيجاد قيمة السهم بحساب القيم الحالية للتوزيعات النقدية المتوقعة وغير المحدودة وفق نموذج القيم الحالية للتوزيعات المستقبلية وهو ما توضحه العلاقة التالية¹:

$$P_o = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{Dt}{(1 + k_e)^t} \dots\dots\dots (3)$$

حيث: P_o : تمثل القيمة السوقية للسهم؛

Dt : تمثل التوزيعات في نهاية الفترة t ؛

K_e : تمثل معدل العائد الذي يتوقعه الملاك على استثماراتهم (تكلفة الأسهم العادية).

تعتمد العلاقة السابقة على فرض مفاده أن التوزيعات لا تتغير من سنة لأخرى، أما في حالة نمو

التوزيعات من سنة لأخرى بمعدل ثابت g ، فيقدر القيمة السوقية للسهم بالعلاقة التالية²:

$$P_o = \frac{D \times (1 + g)}{(1 + k_e)} + \frac{D \times (1 + g)^2}{(1 + k_e)^2} + \dots\dots\dots \frac{D \times (1 + g)^{\infty}}{(1 + k_e)^{\infty}} \dots\dots\dots (4)$$

حيث: D : تمثل التوزيعات الفعلية للعام الحالي؛

g : تمثل معدل نمو التوزيعات؛

وبإجراء بعض التعديلات على العلاقة السابقة نجد:

$$P_o = \frac{D}{k_e - g} \dots\dots\dots (5) \Rightarrow k_e = \frac{D}{P_o} + g.$$

ثانياً: تكلفة الأسهم العادية الجديدة:

عند إصدار أسهم جديدة فإنه يجب الأخذ بعين الاعتبار تكلفة إصدار تلك الأسهم وبالتالي فإن

المؤسسة سوف تتحصل على مبلغ أقل من القيمة الاسمية للإصدار وفي المقابل فإن المساهمين يتوقعون عائداً

أكبر من القيمة الاسمية للاكتتاب مما يرفع تكاليف المؤسسة³، وهو ما توضحه العلاقة التالية:

$$k_e = \frac{D}{P_o \times (1 - f)} + g \dots\dots\dots (6)$$

حيث أن f : تمثل تكلفة إصدار السهم العادي الجديد.

¹ - عبد المجيد تيمامي، مرجع سبق ذكره، ص9.

² - نفس المرجع.

³ - ياسين ضيف، تأثير الهيكل المالي على قيمة الشركة المسعرة (دراسة عينة من الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي خلال 2009-

2012)، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2015، ص11.

ثالثاً: تكلفة الأسهم الممتازة:

تعتبر الأسهم الممتازة وسطاً بين الأسهم العادية والسندات (هجيناً)¹، حيث تجمع بين صفات السهم العادي والسندات، يمثل السهم الممتاز سند ملكية له قيمة اسمية ودفترية وسوقية شأنه في ذلك شأن السهم العادي غير أن القيمة الدفترية تتمثل في قيمة الأسهم الممتازة كما تظهر في دفاتر الشركة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة، والسهم الممتاز ليس له تاريخ استحقاق ولكن من الممكن أن ينص في العقد على استدعائه في توقيت لاحق، وحامل السهم الممتاز له الأولوية على حملة الأسهم العادية في أموال التصفية وله الحق في توزيعات سنوية تتحدد كنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم، أما إذا لم تحقق المنشأة أرباح في سنة معينة أو حققت أرباح فإنه لا يحق للمنشأة إجراء توزيعات لجملة الأسهم العادية في أي سنة لاحقة ما لم يحصل حملة الأسهم الممتازة على التوزيعات².

كما لا يتمتع حملة الأسهم الممتازة بحق التصويت واختيار مجلس إدارة الشركة³.

تمثل تكلفة الأسهم الممتازة معدل العائد الذي يرغب حاملو هذه الأسهم التي أصدرتها المؤسسة في الحصول عليه. ونظراً لأن الأسهم الممتازة تعتبر من الاستثمارات الأبدية التي ليس لها تاريخ استحقاق ويحصل حاملها على نسبة ثابتة من الأرباح فإن معدل العائد المطلوب من قبل حاملها والذي يساوي تكلفة التمويل لها يتمثل في المعادلة الموالية⁴:

$$kp = \frac{D}{V_m - C} \dots\dots\dots (7)$$

حيث: kp : تكلفة الأسهم الممتازة؛

V_m : القيمة السوقية للأسهم الممتازة؛

D : قيمة الأرباح الثابتة؛

C : تكاليف الإصدار.

¹ - قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار (بين النظرية والتطبيق)، ط1، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص339.

² - رسمية قرياقص، أسواق المال، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002، 2003، ص26.

³ - محمد قاسم خصاونة، أساسيات الإدارة المالية، ط1، دار الفكر، عمان، الأردن، 2011، ص161.

⁴ - حمزة غربي، محددات الهيكلية المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، دراسة حالة الجزائر، مذكرة ماجستير غير منشورة، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2009، 2010، ص24.

رابعاً: تكلفة الأرباح المحتجزة:

الأرباح المحتجزة جزء من الإيرادات المالية التي لا توزع على حملة الأسهم العادية، تحتفظ بها المؤسسة قصد استثمارها، وبالرغم من أن المؤسسة لم تدفع مصايف على هذه الأرباح إلا أن لها تكلفة تمثل في العائد الذي كان من الممكن تحقيقه فيما لو أن هذه الأموال كانت قد استثمرت في مجالات أخرى، وأن احتفاظ المؤسسة بهذه الأرباح إنما هو إلتزام بتحقيق عائد في السنوات القادمة هذا العائد لا يقل عن العائد المتحقق حالياً بعد إجراءات التعديلات الضريبية عليها، ولا يقبل حملة الأسهم العادية بسياسة عدم توزيع الأرباح إلا بعد أن يتوقعوا بأن العائد من استثمار الأرباح المحتجزة لا يقل عن الفرصة البديلة خارج المؤسسة¹.
وبمعنى آخر فإن تكلفة الأرباح المحتجزة تساوي تكلفة الأسهم العادية، غير أن الأرباح المحتجزة لا يوجد لها تكاليف إصدار².

الفرع الثاني: تكلفة الاقتراض:

الاقتراض يمثل مديونية ينبغي على المؤسسة الوفاء بقيمتها في وقت لاحق، ويأخذ الاقتراض شكلين أساسيين هما³: السندات والقروض متوسطة وطويلة الأجل.
أولاً: القروض متوسطة وطويلة الأجل:

يعرف القرض على أنه عقد بين المقرض والمقرض يقدم بموجبه هذا الأخير مبلغاً من المال ويلتزم المقرض بإعادة المبلغ المقرض في مواعيد محددة، بموجب دفعات متفق على قيمتها بالإضافة إلى الفوائد⁴، تتحصل عليها المؤسسة من البنوك والمؤسسات المالية الأخرى، وقد يصل تاريخ إستحقاقها إلى ثلاثين عاماً⁵، حيث يتم الاتفاق على هاته الشروط (سعر الفائدة، تاريخ الاستحقاق، الضمانات...) بالتفاوض بين المؤسسة المقرضة والمقرضة، وقد يصاحب ذلك إلتزام المقرض ببعض الشروط تدعيماً للضمان المتفق عليه، إما

¹ - مبارك لسوس، التسيير المالي، ط2، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، 2012، ص177.

² - بسام محمد الأغا، أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار، دراسة تطبيقية على شركات المساهمة العامة العاملة بفلسطين، رسالة ماجستير في إدارة الأعمال، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2005، ص70.

³ - مبارك لسوس، مرجع سبق ذكره، ص185.

⁴ - ذهيبية بن عبد الرحمان، دراسة تأثير التغيرات في مؤشرات الأداء على إختيار الهيكل المالي للمؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية "دراسة عينة من الشركات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية"، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2012، ص12.

⁵ - مبارك لسوس، مرجع سبق ذكره، ص189.

تشرط دفع الفوائد جملة واحدة عند منح القرض. أما التسديد فيكون حسب الاتفاق دفعة واحدة أو أن يتم على أقساط متساوية في تواريخ معلومة¹.

ثانياً: السندات:

تعتبر السندات أحد صور الاقتراض طويل الأجل، يحمل سعر فائدة ثابت توافق بموجبه المؤسسة التي أصدرته على دفع الفائدة المستحقة عليه لمالك السند في تواريخ محددة إضافة إلى إلزامها بدفع قيمة السند في تاريخ استحقاقه². ويعرف السند على أنه "ورقة مالية ذات دخل ثابت تتمتع بقابليته للتداول، تلتزم بموجبه المؤسسة بدفع وتسديد دفعات دورية من الفوائد"³، وتحمل السندات الأولوية في السداد من أموال التصفية في حالة إفلاس المؤسسة قبل حملة الأسهم الممتازة والأسهم العادية⁴.

وتتمثل تكلفة الاقتراض في معدل الفائدة الفعلي ولهذا فهي تعرف بأنها معدل العائد الذي يجب تحقيقه على الاستثمارات الممولة بالقروض والذي يحفظ العوائد المتوفرة لحملة الأسهم العادية بدون تغيير⁵. تستخدم تكلفة الاقتراض "بعد خصم الضريبة" لحساب التكلفة المرجحة لرأس المال، وهي تمثل سعر الفائدة الفعلي الذي تدفعه المؤسسة مع استبعاد الوفورات الضريبية الناتجة عن إمكانية خصم الفوائد ويمكن التعبير عنها بالمعادلة التالية⁶:

$$kdt = kd \times (1 - T) \dots \dots \dots (8)$$

حيث: kdt : تمثل تكلفة الاقتراض بعد الضريبة. T : تمثل معدل الضريبة المفروض على أرباح المؤسسة.

الفرع الثالث: تكلفة رأس المال (التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال (CMP).

بعدما تناولنا تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل على حدة، يتم الآن التطرق إلى حساب تكلفة الخليط التمويلي (حقوق ملكية، اقتراض) كلا حسب وزنه في هيكل رأس المال المؤسسة، حيث تعكس رأس المال مجموع موارد التمويل التي حصلت عليها المؤسسة بهدف تمويل استحداثاتها⁷.

¹ - مبارك لسوس، مرجع سبق ذكره، ص 189.

² - قاسم نايف علوان، مرجع سبق ذكره، ص 320.

³ - عدنان تايه النعيمي، ياسين كاتب خرشة، الأساسيات في الإدارة المالية، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2007، ص 172.

⁴ - عبد المجيد تيمواوي، هوارى معراج، تحديد هيكل رأس المال ودورها في تحديد قيمة المؤسسة، الملتقى الوطني حول إشكالية تقييم المؤسسات الاقتصادية، جامعة سكيكدة، 2005، ص 3.

⁵ - حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، ط2، الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص 496.

⁶ - عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص 363.

⁷ - عبد الغني دادان، قراءة في الأداء المالي والقيمة في المؤسسة الاقتصادية، مجلة الباحث، العدد 4، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2006، ص 6.

وتعرف على أنها: "الحد الأدنى من العائد الذي يطلبه المستثمرون الذين يقومون باستثمار أموالهم في الأوراق المالية التي تصدرها أو التكلفة الوسطية المرجحة بين تكلفة الديون وتكلفة الأموال الخاصة"¹. كما تعرف أيضاً على أنها المتوسط الحسابي المرجح للتكاليف الناجمة عن مختلف الموارد المالية للمؤسسة². وهي عبارة عن معدل المردودية المفروض على الأموال الاقتصادية التي تم تمويلها عن طريق كل من الأموال الخاصة والديون³.

ويمكن تعريف التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال بأنها القيمة المرجحة للتكلفة النسبية لمختلف مصادر التمويل⁴.

وعند ذكر تكلفة رأس المال فيمكن أن نميز بين مفهومين أساسيين هما: التكلفة الصريحة والتكلفة الضمنية، فالتكلفة الصريحة لرأس المال هي معدل الخصم الذي تتساوى عنده القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة والخارجة، والناجحة بشكل مباشر عن استعمال مصدر تمويلي معين، أما التكلفة الضمنية فهي تكلفة الفرصة البديلة أي التكلفة التي تتحملها المؤسسة مقابل الحصول على مورد مماثل لذلك المصدر المستعمل وتحسب بالعلاقة التالية⁵:

$$k_0 = k_e \left(\frac{E}{E + D} \right) + \left(\frac{D}{E + D} \right) kdt (1 - T) \dots \dots \dots (9)$$

حيث : k_0 : التكلفة الوسطية المرجحة للأموال؛

D : القيمة السوقية للديون؛

K_e : كلفة التمويل الممتلك؛

E : القيمة السوقية لحقوق ملكية الشركة؛

T : معدل الضريبة على أرباح الشركات؛

Kdt : كلفة التمويل المقترض.

¹ - عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، مدخل معاصر في الإدارة المالية، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص157.

² - عبد الوهاب ددان، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي، الاسهامات النظرية الأساسية، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، العدد4، 2006، ص107.

³ - حمزة غربي، مرجع سبق ذكره، ص22.

⁴ - زغيب مليكة، غلاب نعيمة، تحليل أساليب المؤسسات الاقتصادية، دراسة حالة المجمع الصناعي العمومي للحليب ومشتقاته، الملتقى الدولي حول حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، دراسة حالة الجزائر والدول النامية

⁵ - المرجع نفسه.

$(\frac{D}{E+D})$ وزن التمويل المقترض، $(\frac{E}{E+D})$ وزن التمويل الممتلك، $(E+D)$: الأصل الاقتصادي.

ويمكن الإشارة إلى أن هناك مداخل شتى في استخدام أوزان الترجيح من بينها¹:

- الترجيح على أساس الأوزان التاريخية: وذلك بالاعتماد على أوزان مصادر التمويل حسب ماهي مقيدة محاسبيا في الميزانية.
- الترجيح على أساس القيمة السوقية: أي على أساس قيمة كل عنصر في السوق المالي وهي الأكثر استخداماً من قبل الباحثين والممارسين.
- الترجيح على أساس الأوزان المستهدفة: ونعني به أن بعض المؤسسات تضع هيكل تمويلي مستهدف لتحقيقه.
- الترجيح على أساس الأوزان الحدية: نعني به الترجيح على أساس مختلف مصادر التمويل الإضافية المستخدمة من طرف المؤسسة.

المطلب الثاني: تحديد قيمة المؤسسة في ظل نظرية التبادل

بإسقاط افتراضات السوق التام وفي عالم تخضع فيه أرباح المؤسسات للضريبة ينتج عن استخدام الاقتراض في الهيكل التمويلي للمؤسسة زيادة القيمة السوقية للمؤسسة وأنه بزيادة استخدام الرفع المالي تزداد قيمة المؤسسة بشكل مستمر، إذ تتأثر قيمة المؤسسة بشكل مباشر بقيمة الوفورات الضريبية، غير أنه بزيادة نسبة الاقتراض عن حد معين يترتب عليها ظهور تكلفة الإفلاس أو العسر المالي وتكلفة الوكالة²

الفرع الأول: الوفر الضريبي (Tax Shield):

بعد صدور المقال التصحيحي سنة 1963 ميلر حول زيادة الاستدانة (الاقتراض) من شأنها زيادة قيمة المؤسسة بسبب الوفر الضريبي للفوائد، كون هذه الأخيرة تندرج ضمن صنف الأعباء فتتخفف الأرباح الخاضعة للضريبة، فتدفع المؤسسة ضرائب أقل مما لو لم تكن هناك فوائد³. وتعد فوائد القروض من بين المصروفات التي تخصم من الإيرادات قبل حساب الضريبة، ومن ثم فإن افتراض خضوع المؤسسة للضريبة على

¹ - رشيد حفصي، تقييم الأداء المالي للمؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر، دراسة إحصائية خلال الفترة 1999-2009، رسالة ماجستير غير منشورة في علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2011، ص 80.

² - محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، ط1، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص 213.

³ - عبد الغني دادن، قرار التمويل تحت تأثير الضرائب وتأثير تكلفة التمويل، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، العدد 06، 2008، ص 17.

الدخل يعني أنه يمكن للمؤسسة التي يتضمن هيكل رأس مالها على قروض أن تحقق وفورات ضريبية، تقدر بقيمة الفوائد مضروبة في معدل الضريبة¹.

وأثبت الباحثان مودكلياني وميلر أنه في حالة خضوع دخل المؤسسة للضريبة فإن القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة تساوي القيمة السوقية لمؤسسة مماثلة تعتمد كلية في تمويل استثماراتها على أموال ملكية بالإضافة إلى القيمة الحالية للوفورات الضريبية الناجمة عن الاقتراض². ويضيف مودكلياني وميلر أنه بفضل عملية المراجعة أو الموازنة لا يتوقع أن يزيد أو أن يقل الفرق بين القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة عن مؤسسة أخرى مماثلة تعتمد بالكامل على أموال ملكية إلا بمقدار القيمة الحالية للوفورات الضريبية، وإذا زاد أو نقص الفرق عن ذلك فإن عملية المراجعة أو الموازنة كفيلة بأن تعيد التوازن³. فإذا كانت المؤسسة تستعمل الاستدانة (الاقتراض) بشكل دائم فإنها تستفيد من وفورات ضريبية يجب أن تلحقها بقيمة أصولها الاقتصادية، وفي هذه الحالة الربح بعد الضريبة يصبح $x(1-T)$ بحيث x يمثل نتيجة الاستغلال، T : معدل الضريبة، أما قيمة المؤسسة فتصبح تساوي⁴:

$$VN = \frac{x(1-T)}{R} \dots\dots\dots (9)$$

حيث أن: VN : القيمة السوقية للمؤسسة؛

R : معدل التحيين متضمنا الأثر الضريبي.

وعليه فإن قيمة المؤسسة المستدينة (المقترضة) تساوي⁵:

$$VI = V\mu + ID \dots\dots\dots (10)$$

حيث: VI : القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة؛

$V\mu$: القيمة السوقية لمؤسسة غير مقترضة؛

ID : القيمة الحالية للوفورات الضريبية الناجمة على الاقتراض.

¹ - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، توزيع منشأة المعارف بالإسكندرية، مصر، 1998، ص224.

² - مليكة زغيب، سفیان دلفوف، تأثير الاقتراض على القيمة السوقية للمنشأة، دراسة حالة مجمع صيدال، أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد 12، 2012، جامعة محمد خيضر، بسكرة، ص298.

³ - منير إبراهيم صالح هندي، تأثير الوفورات الضريبية، تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة على نسبة الاقتراض وعلى القيمة السوقية للمنشأة "نموذج مقترح"، المجلة العلمية، العدد1، كلية الإدارة والاقتصادي، جامعة قطر، ص11.

⁴ - إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية)، ط2، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2011، ص407.

⁵ - مليكة زغيب، علاقة الهيكل المالي بالقيمة السوقية للمنشأة من خلال النظرية المالية، دراسة نظرية تحليلية، مجلة العلوم الإنسانية، العدد31 جوان 2009، المجلد ب، ص188.

وبما أن الوفورات الضريبية تقدر بقيمة الفائدة مضروبة في معدل الضريبة على دخل المؤسسة فإنه يمكن حساب القيمة الحالية للوفورات الضريبية وفقاً للمعادلة التالية¹:

$$ID = \frac{kd \times D \times t}{kd} \dots\dots\dots (11)$$

حيث: I: معدل الضريبة على دخل المؤسسة؛

kd: تكلفة الاقتراض؛

D: القيمة السوقية للقروض.

وفي دراسة لاحقة لمودجلياني وميلر سنة 1966،² أجريت على 63 مؤسسة لإنتاج الكهرباء، كشفت عن علاقة طردية بين القيمة السوقية للمؤسسة وبين الوفورات الضريبية الناجمة عن الاقتراض، كما كشفت دراسات أخرى على أن الاقتراض يخلف آثار إيجابية على القيمة السوقية للمؤسسة، وفي سنة 1977³ أضاف ميلر "Miller" أن خاصية الوفورات الضريبية تتلاشى بسبب الضرائب على الأشخاص التي يدفعها المستثمرون (حملة الأسهم والسندات على الأرباح المحققة).

فحسب تحليل ميلر، فالوفورات الضريبية تتمثل في قيمة القرض مضروبة في معدل الضريبة على الأرباح، وذلك في حالة واحدة فقط وهي عندما لا يخضع الدخل الشخصي من الأسهم للضريبة، ولكن في حالة خضوع المؤسسة للضريبة على الدخل ويخضع حملة الأسهم للضريبة الشخصية على دخولهم من تلك الأسهم، فالوفورات الضريبية عند وجودها تحسب من خلال المعادلة التالية⁴:

$$G = \left[1 - \frac{(1-t)(1-t_e)}{(1-td)} \right] \times D \dots\dots\dots (12)$$

حيث: G: القيمة الحالية للوفورات الضريبية.

t: معدل الضريبة على دخل المؤسسة؛

t_e: معدل الضريبة على دخل حملة الأسهم (الملاك)؛

td: معدل الضريبة على دخل حملة السندات (المقترضين).

¹ - مليكة زغيب، مرجع سبق ذكره، ص 189.

² - منير إبراهيم صالح هندي، تأثير الوفورات الضريبية، تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة على نسبة الاقتراض وعلى القيمة السوقية للمنشأة، مرجع سبق ذكره، ص 11.

³ - عبد الغني دادن، قرار التمويل تحت تأثير الضرائب وتأثير تكلفة التمويل، مرجع سبق ذكره، ص 17.

⁴ - مليكة زغيب، مرجع سبق ذكره، ص 192.

وخلص ميلر من هذه المعادلة إلى أنه إذا كانت المؤسسة في عالم لا تفرض فيه ضرائب (كل من te و td تساوي الصفر)، فإن القيمة الحالية للوفورات الضريبية وفقاً للمعادلة (12) تساوي الصفر، ومن ثم تتساوى القيمة السوقية للمؤسسة التي يتكون هيكلها المالي من حقوق ملكية فقط مع القيمة السوقية للمؤسسة مماثلة لتكون هيكلها من قروض وحقوق ملكية، وهذا الاستنتاج يتفق مع ما توصل إليه مودكلياني وميلر قبل ذلك. وإذا كان معدل الضريبة على عائد السندات يساوي تماماً معدل الضريبة على عائد الأسهم أي $(td=te)$ فإن القيمة الحالية للوفورات الضريبية سوف تساوي (t, D) ، وتتحقق نفس النتيجة في حالة خضوع دخل المؤسسة للضريبة وعدم خضوع الدخل الشخصي للمستثمرين، وهو ما يتفق مع ما توصل إليه مودكلياني وميلر (MM, 1963)، في حين إذا كان الدخل الشخصي للملاك أقل من معدل الضريبة على الدخل الشخصي للمقرضين، بسبب انخفاض الضريبة على الأرباح الرأسمالية للأسهم، فإن صافي الدخل للمقرضين ينبغي أن يكون كبيراً لتعويضهم عن ارتفاع الضريبة على دخلهم، وإلا لن يقدم أحد على شراء السندات، بمعنى أنه إذا كانت ميزة الاقتراض أن فوائد القروض تحقق وفورات ضريبية، فإن الفوائد ذاتها ينبغي أن تكون مرتفعة لتعويض المستثمرين في السندات عن ارتفاع معدل الضريبة على دخلهم وهذا يعني أن ما تحققه المؤسسة من وفورات من ناحية يضيع ولو جزئياً من ناحية أخرى¹.

وفي حالة تساوي القيمة $(1-td)$ مع القيمة $(1-t)$ فنجد الوفورات الضريبية مساوية للصفر وبالتالي القيمة السوقية للمؤسسة لن تتأثر بزيادة الاقتراض، وهذه الحالة هي حالة التوازن التي تسعى إليها كل المؤسسات، وفي ظلها يتحقق أكبر قدر من الوفورات الضريبية وأعلى مستوى للقيمة السوقية. ويعتبر ميلر أنه وفقاً للمعادلة السابقة فالمؤسسة تستطيع تحقيق وفورات ضريبية عندما تكون $(1-te)$ أكبر من القيمة $(1-td)$ ، ولكن هذه الحالة مؤقتة فهي لا تمثل حالة التوازن، فالهيكل التمويلي المستهدف لأي مؤسسة ينبغي أن يحدث أقصى وفورات ضريبية ممكنة ويتحقق هذا عندما تصل القروض لمستوى تحقق فيه المساواة بين $(1-t)$ و $(1-te)$ والقيمة $(1-td)$ ، فعند هذه المساواة تكون المؤسسة قد حققت أقصى وفورات ضريبية وأقصى قيمة سوقية، وأي زيادة للقروض فيما بعد لن تؤدي لزيادة القيمة السوقية للمؤسسة وقد تؤثر عليها عكسياً، وبذلك لا يكون هناك أية مزايا للاقتراض².

¹ - مليكة زغيب، مرجع سبق ذكره، ص 193.

² - محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص 199-200

في حين نظرية "دي أنجلو وماسوليس Deanglo et Masulis" أدرجت الوفر الضريبي على قائمة الأعباء الأخرى، بخلاف الفوائد وهذا من خلال نموذجهما المقدم سنة 1980 والذي يأخذ في الاعتبار كل من ضرائب المؤسسة، وضرائب الأشخاص، كمتغير جديد، الوفورات الضريبية من الأعباء الأخرى (غير الفوائد)، مثل الوفورات الضريبية الناجمة عن أفساط الاهتلاكات أو الإعفاءات الضريبية لتشجيع الاستثمار، ويفترض النموذج أن الوفورات الضريبية الأخرى بديل تام للوفر الضريبي للفوائد¹، وتوصلا من خلاله إلى وجود علاقة عكسية بين نسبة الاقتراض والوفورات الضريبية الأخرى. وهذا النموذج كان مؤيد لنموذج "ميلر" وأوضح أن نسبة الاقتراض تتحدد بنقطة التوازن بين الوفورات الضريبية المتولدة عن فوائد القروض وبين الضريبة الشخصية على العائد الذي يحصل عليه حملة الأسهم². في حين انتقد جوردون وملكيل (Gordon and Malkeil , 1981) تحليل ميلر على أساس أنه قائم على افتراض أن حملة الأسهم لن يخضعوا للضريبة لكونهم لن يحصلوا على توزيعات وعلى أرباح رأسمالية، وبيننا أنه في الواقع العملي تقوم المؤسسة بتوزيعات على المساهمين، وهناك من المستثمرين من لا يحتفظ بالأسهم إلى الأبد، ومن ثمة فإنهم يدفعون ضرائب على الأرباح الرأسمالية. وفي ظل التعديل الضريبي الذي أُجري في الولايات المتحدة الأمريكية في عام 1986، أصبح معدل الضريبة على التوزيعات وعلى فوائد القروض مساوياً للضريبة على الأرباح الرأسمالية، وبالتالي فقد أدى هذا التعديل إلى سقوط فرض من فروض "ميلر" والذي يقوم على أساس أن معدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية يقل عن معدل الضريبة على التوزيعات³.

وفي دراسة حديثة رفض فروهان (Fruhan, 1988) وجهة نظر "ميلر" لسببين إلى جانب أن الوفورات الضريبية تجعل للرفع المالي تأثير إيجابي على القيمة السوقية للمؤسسة وهما:

- يعتبر الاقتراض وما يُصاحبه من مخاطر، دافعاً لتواخي الكفاءة في إدارة النشاط؛
- ارتفاع نسبة القروض يجعل الملاك المديرين إمكانية في تحقيق سيطرة أكبر وذلك بزيادة طفيفة في نسبة أسهمهم، وهذا الإجراء يزيد العلاقة بين مصلحة المؤسسة ومصلحة الإدارة وبالتالي ينعكس أثره على القيمة السوقية للمؤسسة.

¹ - عبد الغني دادن، قرار التمويل تحت تأثير الضرائب وتأثير تكلفة التمويل، مرجع سبق ذكره، ص 17.

² - منير إبراهيم صالح هندي، تأثير الوفورات الضريبية، تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة على نسبة الاقتراض وعلى القيمة السوقية للمنشأة، مرجع سبق ذكره، ص 15.

³ - نفس المرجع.

واستناداً لتحليل (M M) أوضح "بريلي وميرز" (Brealy and Myers 1988) أن زيادة نسبة الاقتراض في هيكل التمويل للمؤسسة يكون مرغوباً من طرف المؤسسة التي تسعى لتعظيم قيمتها السوقية وذلك عندما يكون العائد الصافي للدائنين بعد الضريبة يفوق العائد الصافي للمساهمين، بسبب اختلاف معدلات الضريبة التي يخضع لها كل منهما، أما في الحالة المعاكسة فمن الأفضل للمؤسسة التخفيض من نسبة الاقتراض داخل هيكلها التمويلي.

ومن وجهة نظر "بانداي" نجد أن الضريبة على دخل المؤسسة من شأنها التأثير على سلامة التحليل الذي توصل إليه كل من "مودكلياني وميلر" فيما أن للاقتراض ميزة والمتمثلة في الوفورات الضريبية فهذا يعني أن تكلفة الأموال المقترضة تكون أقل من تكلفة الاقتراض الاسمية، وبالتالي يصبح الاقتراض القائم على أن معدل الفائدة على القروض هو نفسه للمؤسسة والأفراد غير مقبول، لكون أن المستثمر لا يحقق وفورات ضريبية عند خضوع دخله للضريبة.

الفرع الثاني: تكلفة الإفلاس:

تعرض المؤسسة التي يتكون هيكل تمويلها من أموال ملكية واقتراض إلى مخاطر الإفلاس بسبب عجزها عن تسديد ديونها وهذا ناتج من الإفراط في الاقتراض للاستفادة من الوفورات الضريبية، وهذا ما لم يأخذه مودكلياني وميلر في تحليلهما والذي ركزا فيه على الأثر الإيجابي الذي تحققه الوفورات الضريبية على قيمة المؤسسة.

يترتب على مخاطر الإفلاس تحمل المؤسسة لبعض التكاليف يطلق عليها تكاليف الإفلاس حسب Malécot 1984¹، فإن هذه التكاليف يصعب على المؤسسة تجاهلها وكذا على المقرضين والدائنين الذين يقومون بنقل هذه التكاليف إلى المساهمين لحماية أنفسهم، وذلك من خلال رفع معدل عائد الاستثمار في السندات أو رفع فوائد القروض منذ البداية مما يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الأموال، يترتب على نقل تلك التكاليف تحمل المساهمين مخاطر الإفلاس لوحدهم، لذلك يرتفع معدل العائد الذي يطلبه المساهمون² وبذلك فإن زيادة نسبة الاقتراض يترتب عليها أثرتين متضادتين على تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة، حيث تؤدي نسبة الاقتراض إلى تخفيض تكلفة الأموال بسبب الوفورات الضريبية وتم زيادة قيمة المؤسسة، ومن ناحية أخرى

¹ - إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 414.

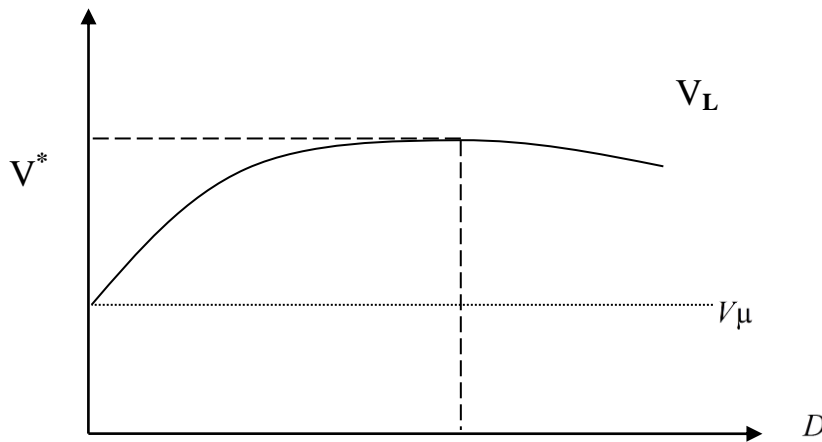
² - همزة غربي، مرجع سبق ذكره، ص 43.

يترتب على زيادة نسبة الاقتراض تزايد احتمال الإفلاس وما يصاحبه من تكاليف مما يؤدي إلى زيادة تكلفة الأموال ومن ثم انخفاض قيمة المؤسسة.

وانطلاقاً من العلاقة العكسية بين تكلفة الأموال والقيمة السوقية للمؤسسة القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة سوف تنخفض بمقدار القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس، وعليه كلما زادت القروض زادت تكلفة الإفلاس ويسبب ذلك استمرار الانخفاض في القيمة السوقية للمؤسسة.

الشكل رقم (1-1): يبين القيمة السوقية للمؤسسة في وجود تكلفة الإفلاس.

القيمة السوقية



المصدر: حمزة غربي: محددات الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، دراسة حالة الجزائر، مذكرة ماجستير غير منشورة

المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2009، 2010م، ص43.

وعليه حسب نظرية موديكاني وميلر بإدخال الوفر الضريبي تكلفة الإفلاس فإن القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة تساوي القيمة السوقية للمؤسسة غير المقترضة مضاف إليها الوفورات الضريبية ناقص القيمة الحالية المتوقعة لتكلفة الإفلاس وتصاغ رياضياً كما يلي¹:

$$V_L = V_\mu + tD - VAECF \quad \dots\dots\dots (13)$$

حيث: VAECF: القيمة الحالية لتكاليف الإفلاس.

الفرع الثالث: تكلفة الوكالة:

ينص عقد الاقتراض على ضرورة الرجوع إلى المقرضين قبل اتخاذ أي إجراءات تتعلق بشراء أصول جديدة، أو إجراء توزيعات أو رفع مرتبات المديرين وحتى يتأكد المقرضون من أن الإدارة لم تخل بشروط التعاقد فإنه يصبح من الضروري عليهم القيام بمتابعة ما يجري داخل المؤسسة سواء بأنفسهم أو بواسطة وكيل عنهم،

¹ - حمزة غربي، مرجع سبق ذكره، ص44.

ومن ثم يتحمل المقرضون بعض التكاليف في سبيل ذلك، أو أن يقوم المقرضون منذ البداية برفع معدل الفائدة على القروض، ويطلق على التكاليف التي يتكبدها المقرضون من أجل المتابعة بتكاليف الوكالة¹.

وتنشأ علاقة الوكالة حين يكلف طرف يسمى الأصيل طرف آخر شخصاً كان أم مؤسسة يسمى الوكيل بأداء بعض الخدمات ويفوض الأصيل الوكيل سلطة اتخاذ بعض القرارات². وفي إطار الإدارة المالية تنشأ علاقة وكالة بين الملاك أو حملة الأسهم والإدارة وبموجب هذه العلاقة تصبح الإدارة بمثابة وكيل عن الملاك، ومن المفترض في ظل هذه العلاقة أن تقوم بتحقيق مصالح الملاك بتحقيق هدفهم الأساسي وهو تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة ومن ثم تعظيم قيمة ثروة الملاك، بيد أن هذه العلاقة قد لا تكون قائمة بهذا الشكل في بعض الأحيان، إذ أنه نتيجة لفصل الملكية عن الإدارة وانقسام الإدارة إلى فرق عدة: الملاك، الدائنين، العمال، الإدارة، يرغب كل فريق ويسعى إلى تحقيق مصالحه وأهدافه الذاتية، وتنتج تكاليف الوكالة بشكل عام من تضارب المصالح بين أصحاب المؤسسة (الملاك) والمديرين (الوكلاء)³، وهذا التعارض في المصالح على القرارات المالية في ظل افتراضات أساسية مفادها أن جميع أفراد الوكالة يتصرفون وفقاً لمصالحهم الشخصية، وأن سلوك كل منهم يتصف بالرشد الاقتصادي، فهم يسعون لتعظيم المنفعة المتوقعة، كما أن توقعاتهم غير متحيزة بشأن الثروة في المستقبل ويشير "Brigham and Gapenski" إلى أن المقصود بتكلفة الوكالة هي تكلفة فقدان الكفاءة (سواء الإدارة) بالإضافة إلى تكلفة المراقبة والمتابعة، كما أن وجود هذه التكاليف يزيد من تكلفة الاقتراض للمؤسسة التي تؤدي إلى تقليل مزايا استخدام الرافعة المالية المتمثلة في الوفورات الضريبية⁴، ففي عام 1976⁵ أسقط كل من Jensen et Meckling افتراض تماثل دالة الهدف لكل من الملاك والدائنين، حيث تفترض نظريتهما وجود مصالح خاصة بمدراء المؤسسات تدفعهم إلى سلوك مغاير فيما لو كانوا مساهمين أو مقرضين، حيث أثبتنا أن هناك تكلفة وكالة للديون تلعب دوراً هاماً في قرار التمويل، وبظهور هذه التكلفة أصبح الهيكل المالي الأمثل يتحدد بتوازن الوفر الضريبي للفوائد مع كل من تكلفة الوكالة وتكلفة الإفلاس معاً.

¹ - إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص ص 422-423.

² - عاطف وليم أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2006، ص 36.

³ - جميل علاونة، بناء وهيكل رأس مال الشركات المساهمة العامة الفلسطينية غير المالية، رسالة دكتوراه في الإدارة المالية والتمويل، جامعة النيلين جمهورية السودان، 2004، ص 36.

⁴ - محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص 232.

⁵ - إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 419.

وكما هو الحال بالنسبة لتكلفة الإفلاس فإن المقترضين عادة ما ينقلون تكلفة الوكالة إلى المساهمين (الملاك)¹، وذلك برفع معدل الفائدة على الأموال التي يقترضونها، وهو الأمر الذي يجعل المساهمون (الملاك) يرفعون من معدل العائد الذي يطلبونه على الاستثمار والنتيجة هي ارتفاع تكلفة رأس المال وانخفاض القيمة السوقية للمؤسسة نتيجة ذلك.

وسواء تمثلت تكلفة الوكالة في خسائر ناجمة عن انفصال الإدارة عن الملكية أو في القيود التي يفرضها الدائنون والتي تُسفر عن انخفاض كفاءة التشغيل أو تمثلت في ارتفاع تكلفة الاقتراض، فإن العديد من الدراسات قد أوضحت أن تكلفة الوكالة تزداد بزيادة الأموال المقترضة، ويزداد معها التأثير السلبي على القيمة السوقية للمؤسسة، أي أن هذه القيمة تنخفض بمقدار القيمة الحالية لتكلفة الوكالة².

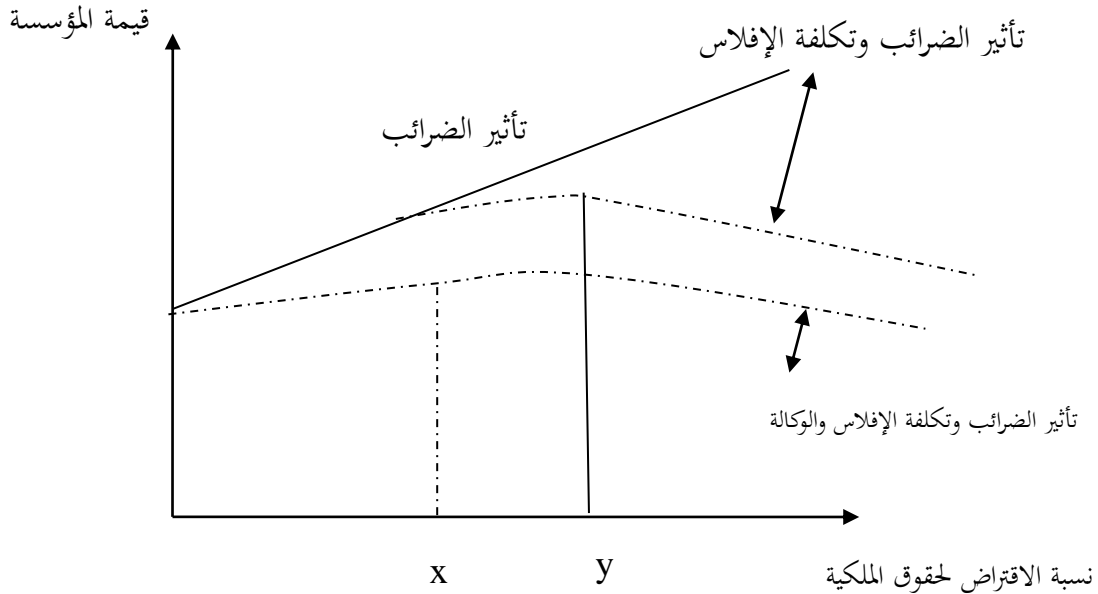
وبإضافة تكلفة الوكالة إلى كل من الوفورات الضريبية لتكلفة الإفلاس فإن القيمة السوقية للمؤسسة

المقترضة تنخفض بمقدار القيمة الحالية لتكلفة الوكالة على النحو التالي³:

$$V_L = V_\mu + tD - VAECF - A \dots \dots \dots (14)$$

حيث: A: تمثل تكلفة الوكالة.

والشكل رقم (1-2): تأثير تكلفة الوكالة على قيمة المؤسسة في ظل وجود ضرائب وتكلفة الإفلاس.



المصدر: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، توزيع منشأة المعارف بالإسكندرية، مصر، 1998، ص 260.

¹ - إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 423.

² - مليكة زغيب، سفيان دلفوف، مرجع سبق ذكره، ص 300.

³ - حمزة غربي، مرجع سبق ذكره، ص 46.

يلاحظ من الشكل أعلاه انخفاض نسبة الاقتراض لحقوق الملكية من النقطة (y) التي تصل عندها قيمة المؤسسة في ظل وجود الضرائب وتكلفة الإفلاس إلى حدها الأقصى إلى النقطة (x) التي تتعادل عندها الوفورات الضريبية الناجمة على الاقتراض مع تكلفة الإفلاس والوكالة وقبل أن تبلغ نسبة الاقتراض لحقوق الملكية هذه النقطة تكون الوفورات الضريبية أكبر من تلك التكاليف، أما بعد فيحدث العكس.

الفرع الرابع: الموازنة بين الوفورات الضريبية وتكلفة الإفلاس والوكالة:

تقضي النظرية التوازنية بأن القرار المحدد لنسبة الاقتراض هو محصلة التوازن بين التأثير الإيجابي الذي تحدثه الوفورات الضريبية والتأثير السلبي الذي تحدثه تكلفة الإفلاس والوكالة¹، لتصبح القيمة السوقية معبر عنها

$$VE = V_{AENE} + VAEI - VACF - VACA \dots\dots\dots (15)$$

حيث أن: VE: قيمة المؤسسة المقترضة؛

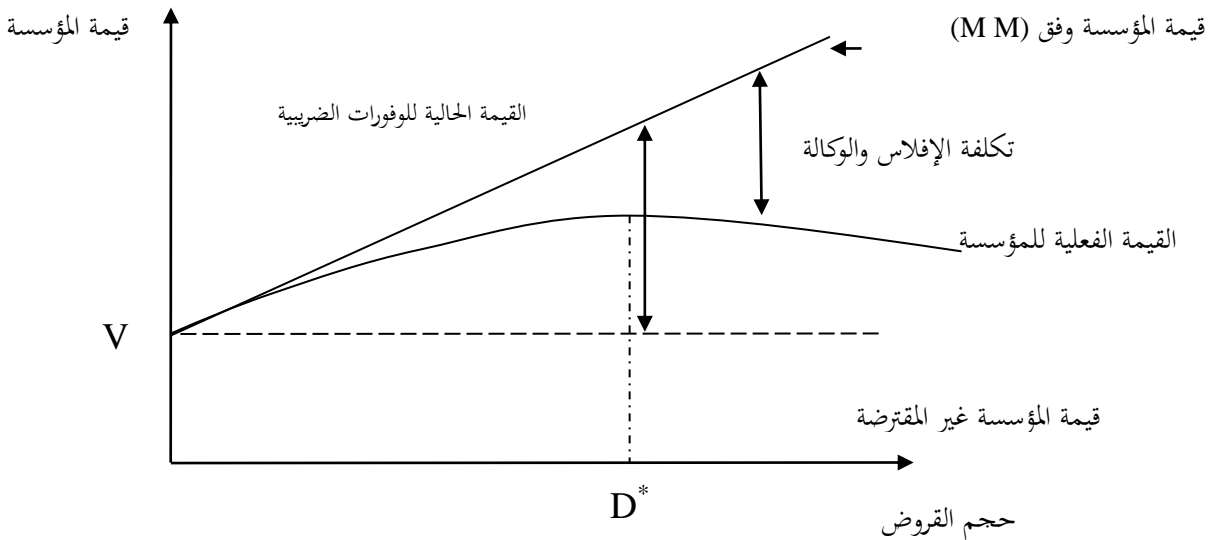
V_{AENE} : القيمة الحالية للمؤسسة غير المقترضة؛

VAEI: القيمة الحالية للوفورات الضريبية؛

VACA: القيمة الحالية لتكلفة الوكالة؛

VACF: القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس.

ويصور الشكل رقم (1-3): أبعاد النظرية ويوضح القيمة السوقية للمؤسسة في ظل نظرية التوازن.



المصدر: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص 296.

¹ - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص 295.

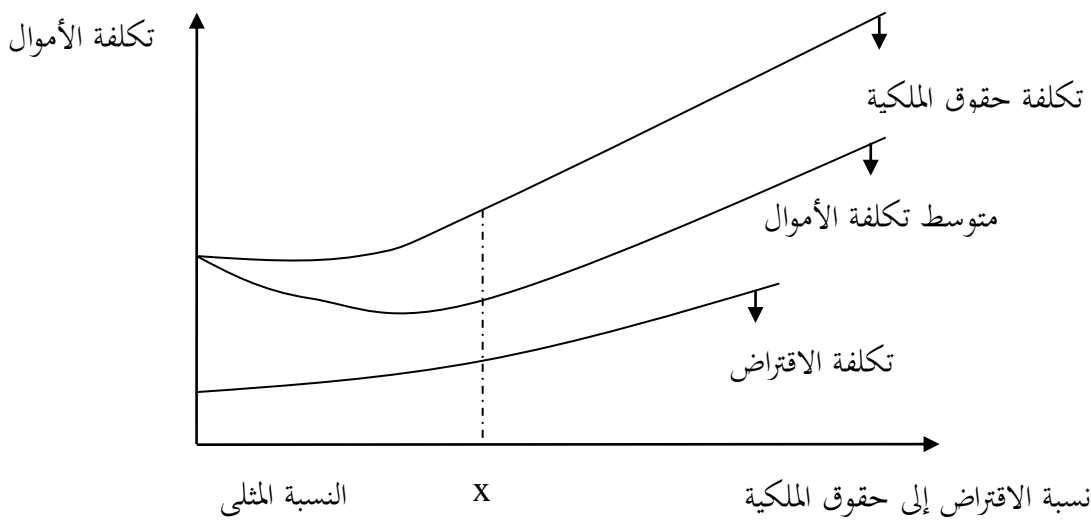
² - ذهبية بن عبد الرحمان، مرجع سبق ذكره، ص 91.

يلاحظ من الشكل أعلاه، كلما زادت نسبة الأموال المقترضة ارتفعت القيمة السوقية للمؤسسة، غير أنه من ناحية أخرى يترتب على زيادة نسبة الأموال المقترضة عن حد معين النقطة X ظهور الآثار السلبية ممثلة في القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس والوكالة لتزيد عن الوفورات الضريبية مما يترتب عليه ارتفاع في تكلفة رأس المال وانخفاض القيمة السوقية للمؤسسة.

ويربط بريجهام وجابنسكي بين القيمة السوقية وتكلفة الأموال في ظل نظرية التوازن كما في الشكل

الموالي¹:

الشكل رقم (1-4): العلاقة بين تكاليف التمويل ونسبة الاقتراض.



المصدر: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص 296.

يتضح من الشكل أعلاه أن تكلفة حقوق الملكية ترتفع وذلك للتعويض عن المخاطر المالية الإضافية التي يتعرض لها المساهمون نتيجة الاقتراض كما ترتفع تكلفة الاقتراض للتعويض عن تكلفة الإفلاس والوكالة، وكلما كانت تكلفة الاقتراض رخيصة نسبياً، فإن زيادة نسبة الأموال المقترضة إلى حد معين، وهو الحد الذي تكون فيه تكلفة الإفلاس والوكالة أقل من الوفورات الضريبية، يترتب عليه انخفاض في متوسط تكلفة الأموال، ويستمر الحال إلى النقطة التي تتساوى فيها تكلفة الإفلاس والوكالة مع الوفورات الضريبية أي عند النقطة X، عندها تكون تكلفة الأموال قد وصلت إلى حدها الأدنى والقيمة السوقية للمؤسسة إلى حدها الأقصى.

¹ - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص 297.

المبحث الثاني: الدراسات السابقة:

حظي موضوع الهيكل المالي وقيمة المؤسسة باهتمام الكثير من الدارسين والباحثين في مجال الإدارة المالية، فقد تناولته العديد من الدراسات ومن أجل الإحاطة أكثر بموضوع بحثنا قمنا بتخصيص هذا المبحث للدراسات ذات الصلة بالموضوع، وذلك للاستفادة منها لتعزيز الإطار النظري للدراسة والنتائج المتوصل إليها. وتم تقسيم هذا المبحث إلى ثلاثة مطالب، حيث تناولنا في المطلب الأول الدراسات الوطنية والعربية وتطرقنا في المطلب الثاني إلى الدراسات الأجنبية، وفي المطلب الثالث حاولنا إبراز ما يميز هاته الدراسة عن الدراسات السابقة.

المطلب الأول: الدراسات العربية:

أولاً: دراسة عبد المجيد تيمايوي 2015: بعنوان "نحو بناء نظري لتفسير السلوك التمويلي للمؤسسات الجزائرية".

عاجت إشكالية كيف يمكن تفسير السلوك التمويلي للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية من خلال تحديد العوامل المحددة للهيكل المالي للمؤسسات؟.

اعتمد الباحث المنهج الوصفي في بحثه بالخصوص الفصل الأول والثاني، بإسقاط جانب من الأدوات النظرية على واقع بعض المؤسسات الجزائرية المتمثلة في الجمع الصناعي صيدال، المؤسسة الجزائرية للمصبرات الغذائية، سلسلة الأوراسي، المؤسسة الوطنية لصناعة الاسمنت بالشلف، المؤسسة الجزائرية لصناعة الأنايب، وتوصلت الدراسة إلى نتائج أهمها أن المؤسسات تعتمد على استخدام الرفع المالي والرفع التشغيلي حتى يتسنى لها رفع معدل العائد على حقوق الملكية من خلال اعتمادها على مصادر التمويل ذات التكاليف الثابتة لتحقيق معدل عائد أعلى وكذا الاعتماد على أدوات الإنتاج ذات التكاليف الثابتة لزيادة ربحية السهم ومن ثم قيمة المؤسسة، وأيضاً في حالة تفاعل قرارات الاستثمار والتمويل، فالمؤسسات تفضل عادة التمويل الداخلي، ولا تلجأ للتمويل الخارجي إلا إذا كان التمويل الداخلي غير كاف، حيث تقوم أولاً بإصدار ديون خالية من الخطر ثم أسهم ممتازة أو سندات قابلة للتحويل ثم أسهم عادية كمالأخيراً.

كما أن السلوك التمويلي للمؤسسات الجزائرية محل الدراسة أيضاً يتأثر بكثير من المتغيرات المالية مثل الرفع المالي والرفع التشغيلي والتمويل الداخلي، وحتى بعض المتغيرات الإدارية والتنظيمية كهيكلة الأصول وهيكل الملكية.

ثانياً: دراسة ياسين ضيف 2015: بعنوان "تأثير الهيكل المالي على قيمة الشركة المسعرة".

هدفت هذه الدراسة إلى توضيح كيف يتم اتخاذ القرارات المتعلقة بالهيكل المالي بالشكل الذي يرفع من قيمة الشركة، وعليه تم اختبار مدى تأثير الهيكل المالي على قيمة الشركات السعودية المدرجة في السوق السعودي للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من 2009 إلى 2012، حيث غطت الدراسة عينة مكونة من 79 شركة موزعة على ثلاثة عشر قطاعاً، استخدم الباحث أسلوب البيانات الطويلة لدراسة العلاقة بين قيمة الشركة كمتغير تابع مقاسة ب القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، والمتغيرات المستقلة التالية (الهيكل المالي معبرا عنه بنسب المديونية الثلاثة، المردوديات، حجم الشركة مقاس بلوغاريتم إجمالي الأصول، النمو والمخاطر النظامية).

وتوصلت الدراسة إلى نتائج أهمها: وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة بنسبة الديون إلى القصيرة إلى الأموال الخاصة، حجم الشركة، المخاطر النظامية وقيمة الشركة من جهة، وعلاقة ليس لها معنوية إحصائية بين المردودية المالية، المردودية الاقتصادية، النمو وقيمة الشركة من جهة أخرى.

ثالثاً: دراسة ملكية زغيب وسفيان دلفوف 2012. بعنوان: "تأثير الاقتراض على القيمة السوقية للمنشأة مجمع صيدال".

سعى الباحثان لدراسة تأثير الاقتراض على القيمة السوقية للمنشأة من خلال اختبار العلاقة بين الاقتراض كمتغير مستقل والقيمة السوقية للمنشأة كمتغير تابع وأجريت الدراسة على مجمع صيدال خلال الفترة الممتدة من 2003-2007.

واعتمد الباحثان على الأسلوب الإحصائي الممثل بالانحدار والارتباط البسيط لدراسة العلاقة بين نسبة الاقتراض وقيمة المؤسسة، وتوصل الباحثان إلى أنه توجد علاقة عكسية قوية بين الهيكل التمويلي والقيمة السوقية.

رابعاً: دراسة بسام محمد الأغا 2005: بعنوان: أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار". هدفت الدراسة إلى التعرف على نسبة الرافعة المالية لمصادر التمويل وأثر الرافعة وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار والتعرف على المعايير ومحددات تؤثر في إختيار مصدر التمويل، وقد أجريت الدراسة على شركات المساهمة العامة العاملة بفلسطين، حيث تم أخذ عينة مكونة من (15) شركة

خلال الفترة (1999-2003)، واعتمدت هذه الدراسة على المنهج الوصفي في تحليل القوائم المالية لشركات العينة.

وكان من أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة وجود علاقة عكسية بين الاعتماد على مصادر التمويل (المملوكة والمقترضة) وتكلفة هذه المصادر، كما أثبتت الدراسة كذلك عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الرافعة المالية ومعدل العائد على الاستثمار، كما أوصت الدراسة بزيادة الاعتماد على التمويل بحقوق الملكية وتخفيض التمويل بالقروض قدر الإمكان مع مراعاة درجة المخاطر.

خامساً: دراسة عادل حاتم ناصح وعبد الخالق ياسين البدران 2014: بعنوان "علاقة هيكل التمويل بربحية الشركة". سعى الباحثان إلى الكشف عن العلاقة بين هيكل التمويل لشركات القطاع الصناعي وهي الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية والربحية الممثلة وتقاس بالعائد على الموجودات. ومن أجل تحقيق أهداف البحث تم الاعتماد على البيانات المنشورة للشركات لعينة مكونة من 14 شركة، وكانت سنوات الدراسة للمدة الواقعة بين (2004-2011). استخدم الباحثان الإحصاء الوصفي والانحدار البسيط فضلاً عن استخدام بعض أساليب الوصف الإحصائي مثل (الوسط الحسابي والانحراف المعياري). وبعد إجراء عملية تحليل بيانات الدراسة واختبار فرضياتها توصل الباحثان إلى عدة نتائج أهمها أنه لا توجد علاقة بين المتغير المستقل ممثلاً بنسبة المديونية والمتغير التابع الربحية الممثل بالعائد على الموجودات.

سادساً: دراسة غازي فلاح المومني وعلي محمود حسن 2011: بعنوان "محددات اختيار الهيكل المالي بشركات الأعمال".

تبحث هذه الدراسة في العوامل المؤثرة في اختيارات مديري الشركات لنسبة الدين بالهيكل المالي، وطبقت هذه الدراسة على شركات قطاع الخدمات المدرجة في سوق عمان المالي والبالغ عددها (54) شركة خلال الفترة ما بين 1996-2007.

وهدفت الدراسة لمعرفة مدى اعتماد قرارات المديرين الماليين بالشركات على العوامل الخاصة بالشركات والمتمثلة في (الحجم، هيكل الأصول، العائد على الأصول، معدل النمو) والعوامل الخاصة بالسوق والمتمثلة في معدل الضريبة، معدل الفائدة، القيمة السوقية للأسهم بسوق رأس المال) في إختيار وتحديد نسبة الدين للشركات.

تفحص الدراسة أثر العوامل الخاصة بالشركة والسوق في الهيكل المالي باستخدام معادلة الانحدار المتعدد، وذلك باستخدام مقياس الهيكل المالي، والمتمثل في نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول.

وأظهرت الدراسة وجود أثر ذي دلالة إحصائية بين العوامل الخاصة بالشركة، حيث أن حجم الشركة وهيكل الأصول كان له أثر إيجابي في مقياس الهيكل المالي، ومن جهة أخرى أثبتت النتائج عدم وجود أثر العوامل الخاصة بسوق رأس المال في قرارات المديرين الماليين في الشركات، وأن هذه العوامل لا تفسر التغيرات التي تحدث في الهيكل المالي.

المطلب الثاني: الدراسات الأجنبية:

أولاً: دراسة "Salim SEDER و Ali Nabil BELOUARD":

مقال بعنوان "الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة" *Structure du Capital et de la performance de PME Algériennes*

هدفت الدراسة إلى اختبار مدى ملائمة نظريات الهيكل المالي مع المؤسسات المعروضة للدراسة، وقد اعتمد التحليل على عينة واسعة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الفرنسية خلال ثمانية سنوات من 1994-2001، وتكمن خصوصية البحث في استعمال آليات ذات الصلة بالاقتصاد القياسي.

وخلصت الدراسة إلى أن للربحية أثر سلبي يظهر جلياً في مستوى إجمالي الديون لشركات العينة المدروسة على عكس التوقعات لنظريات التوازن الاقتصادي الإحصائي الثابت للوكالة والإشارة، تتميز المؤسسات الصغيرة في مرحلة النمو بالاكتماء في السيولة عن طريق نشاطاتها وبالتالي يمكنها تمويل نفسها بصفة داخلية.

ثانياً: دراسة "Ydrss ZIANE": بعنوان "هيكل الاستدانة للمؤسسات المتوسطة والصغيرة الفرنسية"

"La structure d endettement des petites et moyennes entreprises FRANCAISES : une étude sur données de panel"

هدفت الدراسة إلى توضيح تطور النظرية على محددات هيكل رأس المال للشركات، وقد سلط الضوء على إعادة القضية من الافتراضات الأساسية لنموذج موديكلياني 1958 على أهمية تكاليف الوكالة المرتبطة بالتباين في المعلومات، ودور الشركات على هيكل التمويل وقيمة الشركة التي تربط بهذه التكاليف وطبيعة العلاقة بين تكاليف الوكالة من جهة وأصحاب ومديري الشركة، ولكن أيضاً كجزء من علاقة الائتمان والدائنين والمساهمين من جهة أخرى.

المطلب الثالث: ما يميز الدراسة عن الدراسات السابقة:

من خلال استعراض الدراسات السابقة وجدنا أن معظمها تطرق لدراسة مختلف النظريات المفسرة لتأثير الهيكل المالي وقيمة المؤسسة وما يميزها عن الدراسات السابقة أنها تناولت أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة مدى إختيارها لنسبة تمويل معينة من أموال ملكية واقتراض بالشكل الذي يؤدي إلى تدئنة تكلفة رأس المال (الأموال) إلى أقصى حد ممكن وبالتالي تعظيم قيمة المؤسسة.

وتختلف هذه الدراسة عن الدراسات السابقة أنها حاولت إلقاء المزيد من الضوء على طبيعة العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة من خلال بحثها عن العلاقة بين المتغيرات الثلاث الوفر الضريبي وتكلفة الإفلاس والوكالة الناتجة عن الاعتماد على الاقتراض في الهيكل المالي، لذلك تم البحث في كيفية الموازنة بينها لاختيار الهيكل المالي الأمثل الذي يسمح بتعظيم قيمة المؤسسة.

خلاصة الفصل:

تعتبر النظريات الخاصة بدراسة الهيكل المالي أحد أكثر الحقول المبحوثة للمناقشة ضمن الدراسات الخاصة بتمويل المؤسسات، والجدير بالذكر أن الطروحات المتعلقة بالنظرية الحديثة للهيكل المالي قد بدأت سنة 1958، عندما قام مودكلياني وميلر بنشر بحثهما تكلفة رأس المال، تمويل الشركات ونظرية الاستثمار، الذي تضمن مجموعة من الافتراضات، وتوصل الباحثان إلى أنه ليست هناك علاقة بين الهيكل المالي وبين كل من تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة.

ومنذ ذلك الحين وضعت دراسة مودكلياني وميلر إطاراً نظرياً لتفسير علاقة الهيكل المالي بقيمة المؤسسة، وبالتالي فقد جاءت نظرية التبادل لاستدراك النقص في النظرية المصححة لمودكلياني وميلر 1963م، وقد أوضحنا أن قيمة المؤسسة ترتفع كلما زادت نسبة الاقتراض في الهيكل المالي للمؤسسة، وهذا ناتج عن الوفورات الضريبية، وإهمالها للتكاليف المصاحبة للاقتراض.

وتعتمد المؤسسة وفق هذه النظرية على الاقتراض في تمويل أصولها من خلال تحقيق الموازنة بين الوفورات الضريبية والتكاليف الناتجة عنه والمتمثلة في تكلفة الإفلاس والوكالة.

الفصل الثاني

الجانب التطبيقي دراسة حالة

للمجمع الصناعي صيدال

تمهيد:

بعد الدراسة النظرية لهذا البحث والمتمثلة في الفصل السابق، نقوم في هذا الفصل بإسقاط الجانب النظري على أرض الواقع وذلك بإجراء دراسة ميدانية على المجمع الصناعي صيدال، محاولين إبراز الجوانب المتعلقة بموضوع الدراسة من خلال تقسيم هذا الفصل إلى:

المبحث الأول: الطريقة والأدوات.

المبحث الثاني: النتائج المتوصل إليها ومناقشتها.

المبحث الأول: الطريقة والأدوات المستخدمة.

سيتم من خلال هذه الدراسة التطبيق على المجمع الصناعي صيدال باعتباره مؤسسة مدرجة في البورصة وهذا من أجل دراسة مدى مساهمة نظرية التبادل في تحديد القيمة السوقية للمؤسسة محل الدراسة، وبذلك من المهم البدء بالتعريف بالمؤسسة التي تشملها الدراسة وعينة الدراسة وتحديد متغيراتها، وكيفية قياسها.

المطلب الأول: الطريقة التي اعتمدت عليها الدراسة.

يحتوي هذا المطلب على ثلاثة فروع، الأول يتناول مجتمع وعينة الدراسة، أما الثاني فتطرقنا فيه إلى طريقة جمع وتلخيص البيانات، بينما الثالث تم فيه تحديد متغيرات الدراسة وكيفية قياسها.

الفرع الأول: مجتمع وعينة الدراسة.

- مجتمع الدراسة:

يتمثل مجتمع الدراسة في كل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية المدرجة في البورصة.

- عينة الدراسة: تتمثل في

مجمع صيدال:

نشأ المجمع الصناعي صيدال نتيجة إعادة هيكلة المؤسسة الاقتصادية العمومية صيدال عام 1998م وهي من بين المؤسسة الجزائرية المدرجة في البورصة حالياً، فابتداءً من 15 فيفري 1999 طرح 20% من رأسمال المؤسسة (أسهم) للاكتتاب العام، إذ يمثل رأسمالها الاجتماعي 2.500.000.000 دج، أي ما يعادل 10.000.000 سهم بقيمة اسمية 250 دج لكل سهم فالكمية المعروضة من الأسهم تمثل 20% من رأس مال المؤسسة، أي ما يعادل 2.000.000.000 سهم بقيمة جارية 800 دج للسهم، ويقع مقرها في الدار البيضاء بالجزائر العاصمة، وتملك ثلاث فروع لها في كل من باتنة ووهران بالإضافة إلى الجزائر العاصمة¹.

الفرع الثاني: طريقة جمع وتلخيص البيانات:

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

- بيانات أولية: تم جمع المعطيات والبيانات المالية والمتمثلة في الميزانيات وجداول حسابات النتائج للمجمع الصناعي صيدال خلال الفترة الممتدة من 2003 إلى 2014.
- بيانات ثانوية: وتتمثل في الكتب والمجلات، بالإضافة إلى الدراسات والمقالات السابقة المتعلقة بالموضوع.

¹ عبد الكريم بوحادة، أثر إختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة: دور سياسة توزيع الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم مع دراسة حالة، ماجستير في علوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2012/2011، ص151.

الفرع الثالث: متغيرات الدراسة وكيفية قياسها:

اشتملت متغيرات الدراسة ثلاث متغيرات مستقلة ومتغير تابع، وحددت المتغيرات المستقلة في الوفورات الضريبية وتكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة.

- المتغير التابع: يتمثل في القيمة السوقية لمجمع صيدال (السعر السوقي للسهم في نهاية كل سنة).
- المتغيرات المستقلة:

أ- الوفورات الضريبية: يقترح أن تقاس الوفورات الضريبية بمؤشر هو: الوفورات الضريبية للفوائد.

ب- تكلفة الافلاس: ويمكن قياسها بطريقة مباشرة عن طريق التكلفة التقديرية للافلاس.

ج- تكلفة الوكالة: ويمكن قياسها عن طريق شكل الملكية أو تشتت الملكية.

المطلب الثاني: أدوات الدراسة.

الفرع الأول: أدوات معالجة المعطيات.

تمت المعالجة عن طريق ملاحظة وتحليل الوثائق المقدمة من طرف المؤسسة، حيث أخذنا أهم العناصر

التي تساعدنا على حساب تكلفة التمويل للوصول إلى القيمة السوقية للمجمع.

الفرع الثاني: الأساليب الإحصائية المستخدمة.

استخدمنا المنهج الوصفي لوصف متغيرات الدراسة، ومن أجل تحقيق أهداف الدراسة واختبار فرضياتها

تم استخدام دراسة حالة مستعينة ببرنامج Microsoft Excel 2010 في بعض الأشكال.

-المبحث الثاني: تحليل ومناقشة نتائج الدراسة:

يتكون هذا المبحث مطلبين، الأول يتم فيه عرض النتائج المتعلقة بمتغيرات الدراسة، أما المطلب الثاني تناولنا فيه تحليل ومناقشة النتائج.

المطلب الأول: عرض نتائج الدراسة التطبيقية:

قبل عرض النتائج وتحليلها نقوم بحساب تكلفة التمويل للمؤسسة (المجمع) خلال الفترة من 2003 إلى 2014. وبما أن المجمع الصناعي صيدال يعتمد في تشكيل هيكل رأسماله على نوعين من المصادر التمويلية حقوق ملكية المتمثلة في الأسهم العادية والاقتراض، فإن تقدير تكلفة التمويل يكون وفقاً لهذا المزيج التمويلي.

الفرع الأول: تكلفة الاقتراض:

تحسب تكلفة الاقتراض (kd) بقسمة مجموع الفوائد والمصاريف المالية على حجم القروض المتوسطة وطويلة الأجل، وهذا ما تلخصه المعادلة التالية:

مجموع الفوائد والمصاريف المالية

$$\text{تكلفة الاقتراض} = \frac{\text{مجموع الفوائد والمصاريف المالية}}{\text{القروض الطويلة ومتوسط الأجل}} \times 100\%$$

القروض الطويلة ومتوسط الأجل

ويمكن توضيح تطور الفوائد والمصاريف لمجمع صيدال خلال الفترة من (2003 إلى 2014) في الجدول التالي:

الجدول رقم (1-2): تطور الفوائد والمصاريف المالية لمجمع صيدال خلال الفترة من 2003 إلى 2014.

السنة	المبلغ
2003	267953160
2004	379887812
2005	255011836
2006	223700807
2007	20587857
2008	273387343
2009	433506362
2010	261601049
2011	201298041
2012	62904520
2013	221326018
2014	157011457

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الوثائق المالية للمجمع.

نلاحظ من الجدول تراجع قيمة الفوائد والمصاريف المالية من سنة إلى أخرى، وهذا راجع لارتفاع التكاليف المالية.

كما يمكن توضيح تطور القروض المتوسطة وطويلة الأجل لمجمع صيدال خلال الفترة من (2003 إلى 2014) في الجدول التالي:

الجدول رقم (2-2): تطور القروض المتوسطة وطويلة الأجل لمجمع صيدال خلال الفترة من 2003 إلى 2014.

السنة	المبلغ
2003	2170232409
2004	2595149396
2005	3086963140
2006	2712313428
2007	2612086364
2008	2550734409
2009	3118848904
2010	8620504681
2011	5741800974
2012	5534710844
2013	5008200603
2014	8488726651

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الوثائق المالية للمجمع.

نلاحظ من الجدول تطور القروض المتوسطة وطويلة الأجل من سنة لأخرى، وهذا راجع لاستهلاك المجمع للقروض البنكية.

وبناءً على الجدولين السابقين يمكن حساب تكلفة الاقتراض:

$$kd_{2003} = \frac{267953160}{2170232409} \times 100 \% = 12,35 \%$$

بعد الحصول على المعدلة نقوم بتعديلها باستبعاد الضريبة كما يلي:

$$kd' = kd (1 - t)$$

$$kd'_{2003} = 12,35 \times (1 - 0,25) = 9,263 \%$$

ويمكن الحصول على تكلفة الاقتراض للسنوات الأخرى بنفس الطريقة.

وكما يمكن توضيح تطور تكلفة الاقتراض للمجمع الصناعي صيدال خلال الفترة من (2003 على

2014) في الجدول التالي:

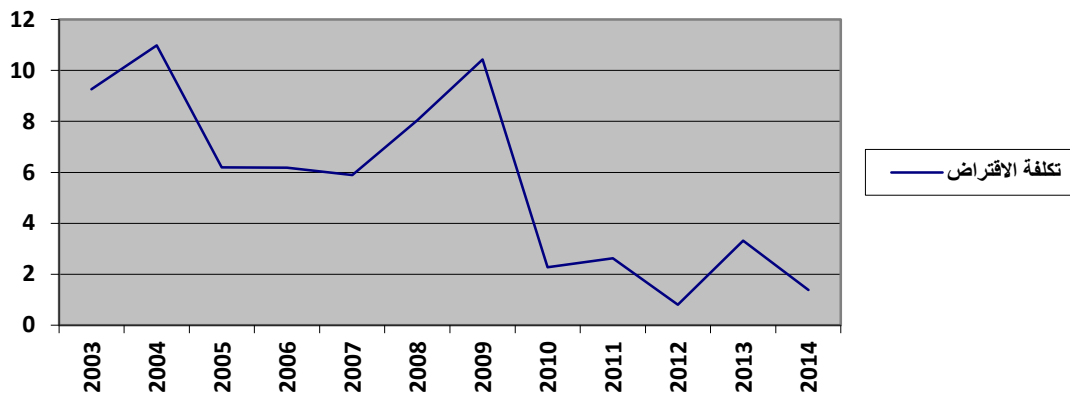
جدول رقم (2-3): تكلفة الاقتراض للمجمع صيدال من 2003 إلى 2014.

البيان	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
تكلفة الاقتراض (%)	9.26	10.98	6.19	6.18	5.9	8.04	10.43	2.27	2.63	0.80	3.32	1.38

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الوثائق المالية للمجمع.

ويمكن التعبير عن تطور تكلفة الاقتراض في الشكل التالي:

الشكل رقم (2-1) يبين تطور تكلفة الاقتراض للفترة من (2003 إلى 2014):



المصدر: من إعداد الطالبة.

نلاحظ من الجدول والشكل السابقين أن تكلفة الاقتراض للمجمع الصناعي صيدال في الانخفاض

المستمر خلال فترة الدراسة وهذا راجع لاستهلاك القروض البنكية من طرف المجمع.

الفرع الثاني: تكلفة حقوق الملكية:

تتمثل تكلفة أموال الملكية بالنسبة للمجمع في تكلفة الأسهم العادية ويتم حسابها باستخدام نموذج

التدفقات النقدية المخصومة، وهذا الأخير يعتمد على رسملة التوزيعات النقدية للسهم وتمثل تكلفة التمويل

بالأسهم العادية في المعدل الذي يجعل القيمة الحالية للتوزيعات المتوقعة مساوية للقيمة السوقية للسهم وفق

المعادلة التالية:

$$kd_e = \frac{D}{P_0}$$

حيث:

k_e = تكلفة التمويل بالأسهم العادية.

D = مبلغ التوزيعات السنوية

P_0 = سعر السهم في 12/31/ن

والجدول الموالي يبين قيمة التوزيعات السنوية للسهم الواحد وأسعار الأسهم في نهاية السنة وخلال فترة

الدراسة (2003-2014).

جدول رقم (2-4): تطور توزيعات والسعر السوقي لسهم صيدال خلال الفترة (2003 إلى 2014)

السنوات	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
توزيعات السهم الواحد	24	20	20	23	11	35	35	35	35	40	40	40
سعر السهم في 12/31/ن	380	345	360	440	400	380	385	500	715	620	450	560

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الملحق رقم (12)

لذا يمكن تقدير تكلفة الأسهم العادية للمجمع صيدال كما يلي:

$$ke_{2003} = 24 / 380 = 6.31 \%$$

ويمكن الحصول على تكلفة التمويل بالأسهم العادية للسنوات الأخرى الباقية بنفس الطريقة.

ويمكن تلخيص تكلفة التمويل بالأسهم العادية للمجمع صيدال للفترة في الجدول التالي:

جدول رقم (2-5): تطور تكلفة التمويل بالأسهم العادية للمجمع صيدال خلال الفترة من (2003 إلى

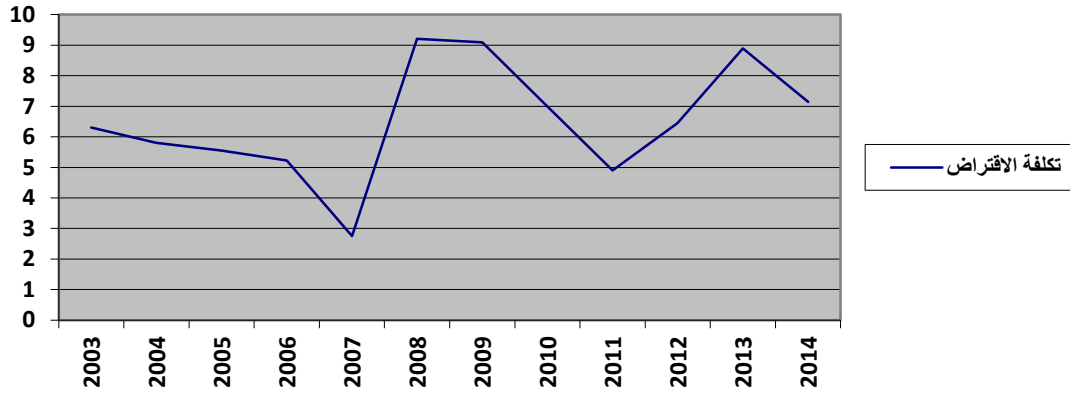
(2014

السنوات	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
تكلفة التمويل %	6.31	5.80	5.55	5.23	2.75	9.21	9.09	7	4.9	6.45	8.89	7.14

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الوثائق المالية للمجمع.

ويمكن التعبير عن تطور تكلفة التمويل بالأسهم العادية لمجمع صيدال خلال الفترة من (2003 إلى 2014) بالشكل التالي::

الشكل رقم (2-2) يبين تطور تكلفة الاقتراض للفترة من (2003 إلى 2014):



المصدر: من إعداد الطالبة.

من الجدول والشكل أعلاه نجد تكلفة التمويل تتراوح ما بين 2% إلى 9.21% وهي في تذبذب مستمر، حيث سجلت أعلى مستوى لها في سنة 2008 وهي في تراجع مستمر في سنة 2014 بـ 7.14%، لأن المساهم لا يهتم بمعدل العائد على الاستثمارات وإنما فقط بمقدار التوزيعات المقدمة من طرف المجمع. كما نجد أن تكلفة الاقتراض أكبر من تكلفة الأسهم العادية خلال سنوات الدراسة وهذا ما يجعل المجمع الصناعي يعاني صعوبات مستقبلية في حصوله على القروض لتجنب ذلك لا بد عليه من الاستثمار في مشاريع تُدر عوائد أكبر من العائد على الاقتراض.

الفرع الثالث: تحديد متوسط تكلفة التمويل المرجحة بالأوزان:

يتم تحديد متوسط تكلفة التمويل المرجحة بالأوزان على أساس القيمة الدفترية أو على أساس القيمة السوقية لمصادر التمويل، بحيث يتم ترجيح تكلفة التمويل لكل عنصر بوزنه في هيكل رأس المال المؤسسة ولصعوبة الحصول على القيمة السوقية لمصادر التمويل يمكن اعتماد القيمة الدفترية في تقدير متوسط تكلفة التمويل وفق العلاقة التالية:

$$k_0 = k_e \left(\frac{E}{E + D} \right) + kd' \left(\frac{D}{E + D} \right) \dots\dots\dots (2)$$

حيث: k_0 = التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال،

K_e , kd' = تكلفة التمويل بالأسهم العادية، تكلفة الاقتراض على التوالي؛

$$\text{وزن الأموال الخاصة في الهيكل المالي؛} = \left(\frac{E}{E + D} \right)$$

$$\text{وزن القروض في الهيكل المالي.} = \left(\frac{D}{E + D} \right)$$

- حساب متوسط تكلفة التمويل على أساس القيمة الدفترية:

أ- الأموال الخاصة:

تتمثل الأموال الخاصة في جميع الأموال التي تحصل عليها المؤسسة من المساهمين في شكل مساهمات عينية أو نقدية بالإضافة إلى الاحتياطات والأرباح المحتجزة.

ويمكن عرض تطور الأموال الخاصة لمجمع صيدال خلال الفترة من (2003 إلى 2014) في الجدول

الآتي:

الجدول رقم (2-6): تطور الأموال الخاصة لمجمع صيدال خلال الفترة من 2003 إلى 2014.

السنة	الأموال الخاصة
2003	5455505165
2004	5665062698
2005	5771991417
2006	5906738853
2007	6143335024
2008	7257107388
2009	11261304777
2010	11758525448
2011	13795482543
2012	14424538406
2013	16748436102
2014	17590664.386

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الوثائق المالية للمجمع.

يلاحظ من الجدول ارتفاع الأموال الخاصة بشكل ملحوظ ومستمر وخاصة خلال السنوات الأربعة

الأخيرة.

ب- القروض:

تمثل تلك الأموال التي تحصل عليها المؤسسة من المقرضين، وتنقسم إلى القروض الطويلة والمتوسطة الأجل.

ويمكن عرض تطور القروض المتوسطة والطويلة الأجل لمجمع صيدال خلال الفترة من (2003 إلى 2014).

الجدول رقم (2-7): تطور القروض المتوسطة والطويلة الأجل لمجمع صيدال خلال الفترة من 2003 إلى 2014.

السنة	المبلغ
2003	6225742196
2004	6882486919
2005	8102905174
2006	7888778386
2007	7999112009
2008	10088493253
2009	1191537933
2010	1646566251
2011	1348248833
2012	1233780155
2013	13335113721
2014	1399703972

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الوثائق المالية للمجمع.

نلاحظ من الجدول ارتفاع تكلفة القروض في السنوات الأخيرة للدراسة، وهذا راجع لاستهلاك القروض من طرف المجمع.

- التكلفة المتوسطة المرجحة بالنسبة لسنة 2003

- قيمة هيكل رأس المال هي: 12543769131 دج.

- قيمة الأموال الخاصة = 5455505165 دج

$$\frac{E}{(E + D)} = \frac{5455505165}{12543769131} = 0.4349$$

- قيمة القروض هي: 6225742196 دج

$$\frac{D}{(E + D)} =$$

$$\frac{D}{(E + D)} = \frac{6225742196}{12543769131} = 0.4963$$

التكلفة المتوسطة المترجحة بالأوزان هي:

$$K_0 = (0.0631 \times 0.4349) + (0.0926 \times 0.4963) = 0.0733$$

$$K_0 = 7.33 \%$$

ويمكن الحصول على متوسط تكلفة التمويل للسنوات الأخرى بنفس الطريقة.

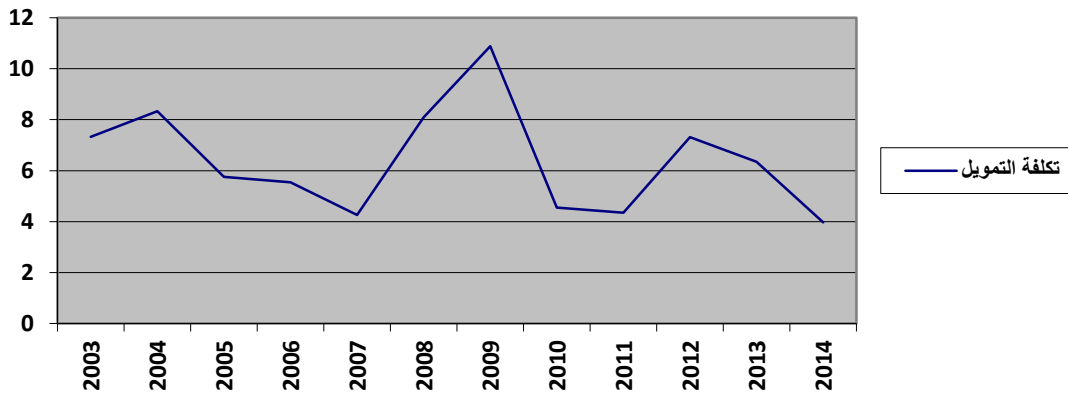
كما يمكن توضيح متوسط تكلفة التمويل للفترة من (2003 إلى 2014) في الجدول التالي:

جدول رقم (2-8): تطور متوسط تكلفة التمويل المترجحة للأوزان للفترة من (2003 إلى 2014)

السنوات	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
تكلفة التمويل %	7.33	8.33	5.75	5.54	4.26	8.09	10.88	4.55	4.35	7.31	6.35	3.97

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الوثائق المالية للمجمع.

الشكل رقم (2-3) يبين تطور متوسط تكلفة التمويل المترجحة للأوزان من (2003 إلى 2014):



المصدر: من إعداد الطالبة.

يلاحظ من الجدول والشكل أعلاه أن متوسط تكلفة التمويل المترجحة بالأوزان تتراوح ما بين

10.88%، مما يفسر عدم ثبات متوسط تكلفة التمويل للمجمع.

الفرع الرابع: حساب الوفر الضريبي:

يقترح أن يقاس الوفر الضريبي وفق المعادلة التالية:

الوفر الضريبي (G) = سعر الفائدة X مبلغ القروض * معدل الضريبة

معدل الضريبة على الأرباح 25%.

- الوفر الضريبي لسنة 2003 = 25% x 6225742196 = 1556435549 دج.

ويمكن الحصول على الوفر الضريبي لسنوات الفترة المحددة للدراسة (2003-2014) بنفس الطريقة.

والجدول التالي يبين تطور الوفر الضريبي لمجمع صيدال خلال الفترة من (2003 إلى 2014).

الجدول رقم (2-9): تطور الوفر الضريبي لمجمع صيدال خلال (2003 إلى 2014):

السنة	الوفر الضريبي (الوحدة: دج)
2003	66988290
2004	94971953
2005	63752959
2006	5592501.8
2007	68346835.8
2008	108376591
2009	65400262.3
2010	157261380
2011	55332004.5
2012	157261380
2013	55332004.5
2014	64252864.3

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الوثائق المالية للمجمع.

من الجدول أعلاه نلاحظ زيادة الوفر الضريبي من سنة لأخرى نتيجة اعتماد المجمع على القروض بدرجة

كبير كمصدر للتمويل وهذا ما ساعده على تحقيق وفر ضريبي.

الفرع الخامس: تقدير قيمة المجمع:

تعددت طرق تقييم المؤسسات، فنجد طرق تركز على مقارنة الذمة المالية، والثانية تركز على مقارنة

التدفقات، وأخرى تركز على فائض القيمة، وفيما يلي سنحاول تقدير قيمة مجمع صيدال بناءً على أساس

التدفقات النقدية وفق الطريقة المرتكزة على رصملة أرباح المجمع بمضاعف PER التي تركز على مدى

تضاعف هذه الأرباح باستعمال نسبة الربح إلى سعر السهم في 31/12/ن.

السعر السوقي للسهم في نهاية السنة

حيث أن نسبة الربح إلى السعر = PER =

ربح السهم الواحد

ويمكن توضيح تطور الربح الصافي لمجمع صيدال خلال الفترة من (2003 إلى 2014) في الجدول

التالي:

الجدول رقم (2-10): تطور الربح الصافي لمجمع صيدال خلال (2003 إلى 2014):

السنة	الربح الصافي
2003	482290897
2004	456231457
2005	430555201
2006	547483833
2007	872149771
2008	1328601110
2009	2871183551
2010	1102191923
2011	2060480316
2012	1716361452
2013	2658147327
2014	1477751553

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الوثائق المالية للمجمع.

يلاحظ من الجدول أن المجمع الصناعي صيدال حقق أرباح معتبرة.

القيمة السوقية لمجمع صيدال بالنسبة ل سنة 2003:

$$48.22 = \frac{482290897}{10000000} = \frac{\text{الربح الصافي}}{\text{عدد الأسهم}}$$

$$7.88 = \frac{380}{48.22} = \frac{\text{السعر السوقي في نهاية السنة}}{\text{ربح السهم الواحد}} = \text{نسبة السهم إلى السعر PER}$$

القيمة السوقية للمجمع = الربح الصافي X نسبة السهم إلى السعر PER

$$= 482290897 \times 7.88\%$$

$$= 3800452268 \text{ دج}$$

ويمكن الحصول على القيمة السوقية لسنوات الدراسة بنفس الطريقة.

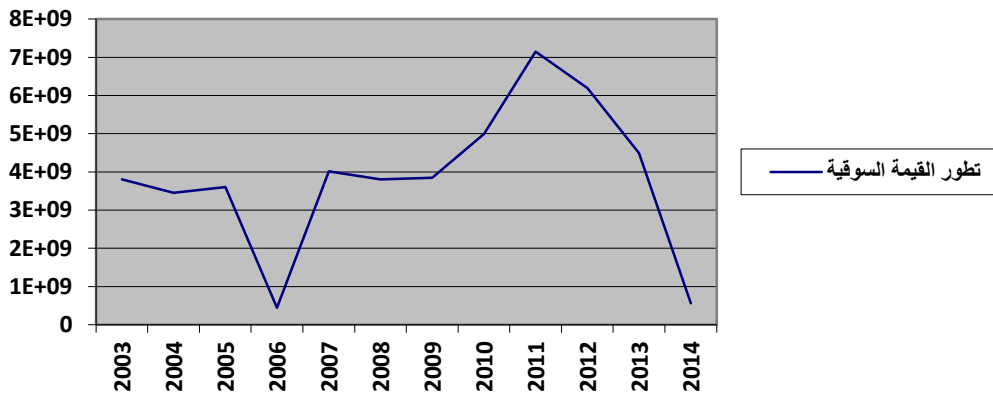
ويمكن عرض تطور قيمة المجمع في الجدول التالي:

الجدول رقم (2-11): تطور القيمة السوقية لمجمع صيدال خلال (2003 إلى 2014):

السنة	قيمة المجمع
2003	3800452268
2004	3449109815
2005	3599441480
2006	440177017
2007	4011888947
2008	3799799175
2009	3848230158
2010	4992929411
2011	7149866697
2012	6196064842
2013	4492268983
2014	558590087

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الوثائق المالية للمجمع.

الشكل رقم (2-4) يبين تطور القيمة السوقية لمجمع صيدال خلال (2003 إلى 2014):



المصدر: من إعداد الطالبة.

يلاحظ من خلال الجدول والشكل أعلاه أن القيمة السوقية لمجمع صيدال في انخفاض وهذا راجع لانخفاض نسبة السهم إلى السعر PER موازنة مع انخفاض الربح الصافي في المجمع
المطلب الثاني: نتائج الدراسة ومناقشتها:

الفرع الأول: بالنسبة للوفر الضريبي:

كشفت الدراسة النظرية على أن الضريبة على الأرباح من شأنها أن تسفر عن وفر ضريبي، وهو أمر من شأنه أن يترك أثر إيجابي على القيمة السوقية للمؤسسة، وبإسقاط هذه الدراسة عن مجمع صيدال باعتباره حقق ارتفاع مستمراً في الأموال الخاصة وكذا وفر ضريبي معتبر، أي أن مجمع صيدال يلجأ إلى الاقتراض كمصدر تمويل، وهذا ما ساعده على تحقيق وفر ضريبي.
كما أن المجمع الصناعي صيدال يراعي الوفر الضريبي في تحديد قيمته السوقية.

الفرع الثاني: تكلفة الإفلاس:

بعد دراسة الوضعية المالية لمجمع صيدال يلاحظ أنه حقق تدفقات نقدية موجبة وموازية مع هذا، فإن المجمع الصناعي يمتلك سياسة اقتراضية توسعية، فالوضعية المالية الجيدة لصيدال حالت دون إفلاسه، وهذا ما يجعل المجمع الصناعي صيدال لا يراعي تكلفة الإفلاس في تقدير قيمته السوقية في ظل نظرية التبادل.

الفرع الثالث: تكلفة الوكالة:

حسب نظرية الوكالة، عدم تركيز الملكية يزيد من نسبة الاقتراض في الهيكل المالي للمؤسسة، وبإسقاط هذه الحالة على مجمع صيدال وباعتباره ملكاً للدولة، حيث أن الوحدات التابعة للمؤسسة الأم تكون مسيرة من طرف أشخاص يعينون من قبل المؤسسة الأم وبالتالي فلا تعارض في المصالح والأهداف، وهذا يحول دون تعارض المساهم مع المسير.

لذا فالمجمع الصناعي صيدال لا يراعي تكلفة الوكالة في تقدير قيمته السوقية أيضاً في ظل نظرية التبادل.

- يؤثر هيكل رأس المال للمجمع الصناعي صيدال على قيمته السوقية لأن اعتماده على نسب منخفضة من الاقتراض في هيكل رأس المال له أثر سلبي على تكلفة التمويل ككل ومن ثمة على القيمة السوقية لمجمع.

- كما أكدت الدراسة أنه من الصعب تفسير التبادل بين الوفر الضريبي وتكلفة الإفلاس والوكالة، إذ أن المجمع يستخدم نسب الاقتراض بشكل منخفض وهذه النتيجة عكس ما تنبأت به نظرية التبادل.

خلاصة الفصل:

تعتبر المؤسسة محل الدراسة من بين أهم المؤسسات التي تنشط على مستوى البورصة وقد اخترنا المجمع الصناعي صيدال أين تمت الدراسة الميدانية لمحاولة معرفة إلى أي مدى تساهم نظرية التبادل في تحديد القيمة السوقية للمجمع خلال الفترة (2003-2014)، حيث حاولنا ربط الجانب النظري بالجانب التطبيقي.

ومن خلال الدراسة توصلنا إلى أن المجمع الصناعي حقق تدفقات نقدية موجبة وبوفرة، وتحقيقه لوفر ضريبي معتبر خلال فترة الدراسة، وأكبر قيمة سوقية له سنة 2011، وهذا لارتفاع نسبة السهم إلى السعر PER موازاة مع ارتفاع الربح الصافي لهذه السنة.

الخاتمة

حاولنا من خلال هذه الدراسة الإجابة على الإشكالية المطروحة والمتمثلة في التساؤل الجوهرى التالي: كيف تساهم نظرية التبادل في تحديد القيمة السوقية للمجمع الصناعى صيدال؟

يهدف الفصل الأول المعنون بالأدبيات النظرية والتطبيقية حول نظرية التبادل وقيمة المؤسسة، فقد تطرقنا في المبحث الأول إلى المفاهيم المتعلقة بالتكلفة النوعية لمصادر التمويل من تكلفة أموال الملكية وتكلفة الاقتراض، وكذلك حاولنا تحديد قيمة المؤسسة في ظل نظرية التبادل (التوازن)، كما حاولنا الإلمام في المبحث الثانى بما أوتى من دراسات سابقة في هذا المجال.

وفي الفصل الثانى التطبيقي الذي تناولنا فيه تكلفة التمويل للمجمع الصناعى صيدال، والوفر الضريبي وكذا تقدير قيمة المجمع، انطلاقاً من الميزانية الاقتصادية وجدول حسابا النتائج وبعد ذلك قمنا بدراسة تحليلية للنتائج المتوصل إليها.

وقد ارتأينا أن تتضمن هذه الخاتمة النتائج المتعلقة بهذا البحث ومن تم ذكر توصيات وآفاق البحث:

- نتائج الدراسة واختبار الفرضيات:

كشفت الدراسة عن النتائج التالية:

- يراعى المجمع الصناعى الوفر الضريبي في تحديد هيكله المالى، وهذا في ظل نظرية التبادل، ولا يراعى تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة وهذه الإجابة تؤكد صحة الفرضية الأولى.
- يؤثر هيكل رأس المال للمجمع الصناعى صيدال على قيمته السوقية.
- من الصعب تفسير التبادل بين الوفر الضريبي وتكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة في المجمع الصناعى صيدال مما اثر بشكل جوهرى على اختبار فرضيات البحث .
- لكل مصدر من مصادر التمويل تكلفته الخاصة به، وتحديد تكلفة رأس المال يعتبر أمراً بالغاً في الأهمية لما لهذه التكلفة من علاقة بتحديد الهيكل المالى واختيار المشاريع الاستثمارية وهذه الإجابة تؤكد صحة الفرضية الثانية .

- تمثل تكلفة التمويل الكلية متوسط معدل المردودية الأدنى الذي تلتزم به المؤسسة الاقتصادية عند الحصول على التمويل المطلوب لتحقيق مشاريعها الاستثمارية، ويتم حساب تكلفة التمويل انطلاقاً من التكلفة النوعية لكل مصدر تمويلي على حدى وتحدد تكلفة كل مصدر تمويلي بمقدار العائد والمخاطرة التي تعود على أصحاب هذه الأموال، وبعد تقدير التكلفة النوعية لكل مصدر تمويلي داخل الهيكل المالي للمؤسسة بهدف الحصول على متوسط تكلفة التمويل المرجحة، ويمكن الإشارة إلى مداخل شتى في استخدام أوزان الترجيح، من بينها الترجيح على أساس أوزان تاريخية وذلك بالاعتماد، إما على أوزان مصادر التمويل حسب ما هي مقيدة عليه محاسبياً في الميزانية أو حسب قيمتها السوقية أو الترجيح على أساس الأوزان المستهدفة كون أن بعض المؤسسات تضع هيكل تمويلي مستهدف تسعى لتحقيقه أو الترجيح على أساس الأوزان الحدية، بمعنى مختلف مصادر التمويل الإضافية التي يتم بها تمويل المشاريع الاستثمارية.
- يؤثر الربح الصافي بشكل كبير على القيمة السوقية للسهم، إذ يعتبر الربح الهدف الأعظم في نظر المستثمر، لذا يلجأ إلى استثمار أمواله في المؤسسة ذات النتائج الإيجابية وينتج عن ذلك زيادة الطلب على أسهم المؤسسة، مما يؤدي إلى ارتفاع سعرها السوقية.
- مع أن نظرية التبادل قد جمعت بين أفكار كل من النظرية التقليدية ونظرية مودجلياني وميلر، إلا أن الواقع في كثير من الأحيان خالف ما توصلت إليه هذا النظرية، خاصة في ما يتعلق بالوفورات الضريبية وأهمية الاستفادة منها.

- التوصيات:

- بناءً على ما تقدم يمكن أن نلخص إلى جملة من التوصيات يمكن إجازها فيما يلي:
- ضرورة الإفصاح عن مختلف المعلومات المتعلقة بالجمع، وهذا من أجل ضمان الشفافية والتقييم الجيد للمجمع، وتوفير المعلومات والبيانات المتعلقة بالمؤسسة وهذا من خلال بناء نظام معلومات فعال ومتاح يضمن الشفافية في التعامل.
- قيام المجمع بأبحاث فيما يتعلق بالمؤثرات على القيمة السوقية لأسهمه، وخاصة فيما يتعلق بنظرية التبادل وهذا للوصول إلى نسب اقتراض مثلى تمكنه من تعظيم قيمته السوقية.

- مراعاة تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة عند استخدام التمويل بالاقتراض.

- آفاق البحث:

في ختام هذا البحث هناك مجموعة من النقاط التي نراها جديرة بأن تكون آفاق بحث جديدة، ومن بين

هذه النقاط نجد:

- أثر السياسة الجبائية في تحديد الهيكل المالي والقيمة السوقية للمؤسسة.

- أثر الملكية على القيمة السوقية الاقتصادية.

- تحديد القيمة السوقية لمنشأة في إطار نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل.

قائمة المراجع

قائمة المراجع :

1- المراجع باللغة العربية :

أولاً: الكتب

- 1- إلياس بن الساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية)، ط2، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2011،
- 2- حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، ط2، الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.
- 3- رسمية قرياقص، أسواق المال، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002، 2003.
- 4- الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، ط4، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، 2005.
- 5- عاطف وليم أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية مصر، 2006.
- 6- عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، مدخل معاصر في الإدارة المالية، الدار الجامعية، مصر 2002.
- 7- عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري للنشر والتوزيع عمان، الأردن، 2009م.
- 8- عدنان تايه النعيمي، ياسين كاتب خرشة، الأساسيات في الإدارة المالية، دار المسيرة، عمان الأردن، 2007.
- 9- قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار (بين النظرية والتطبيق)، ط1، دار الثقافة للنشر والتوزيع عمان، الأردن، 2009.
- 10- مبارك لسوس، التسيير المالي، ط2، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، 2012.
- 11- محمد أيمن عزت الميداني، الإدارة التمويلية في الشركات، ط4، مكتبة العبيكان، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2004.
- 12- محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، ط1، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.
- 13- محمد قاسم خصاونة، أساسيات الإدارة المالية، ط1، دار الفكر، عمان، الأردن، 2011.
- 14- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، توزيع المكتب العربي الحديث، 2011.
- 15- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، توزيع منشأة المعارف بالإسكندرية، مصر، 1998.
- 16- هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، ط1، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن 2009.

ثانيا: المجالات والمدخلات

- 17- عبد الغني دادان، قراءة في الأداء المالي والقيمة في المؤسسة الاقتصادية، مجلة الباحث، العدد 4 جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2006.
- 18- عبد الغني دادان، قرار التمويل تحت تأثير الضرائب وتأثير تكلفة التمويل، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، العدد 06، 2008.
- 19- عبد المجيد تيمماوي، هواري معراج، تحديد هيكل رأس المال ودورها في تحديد قيمة المؤسسة الملتقى الوطني حول إشكالية تقييم المؤسسات الاقتصادية، جامعة سكيكدة، 2005.
- 20- عبد الوهاب دادان، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي، الاسهامات النظرية الأساسية، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، العدد 4، 2016.
- 21- مليكة زغيب، سفيان دلفوف، تأثير الاقتراض على القيمة السوقية للمنشأة، دراسة حالة مجمع صيدال، أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد 12، 2012، جامعة محمد خيضر، بسكرة.
- 22- مليكة زغيب، علاقة الهيكل المالي بالقيمة السوقية للمنشأة من خلال النظرية المالية، دراسة نظرية تحليلية، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 31، جوان 2009، المجلد ب.
- 23- منير إبراهيم صالح هندي، تأثير الوفورات الضريبية، تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة على نسبة الاقتراض وعلى القيمة السوقية للمنشأة "نموذج مقترح"، المجلة العلمية، العدد 1، كلية الإدارة والاقتصادي، جامعة قطر.

ثالثا: الرسائل والبحوث العلمية

- 24- أنفال حدة خبيزة، تأثير الهيكل المالي على إستراتيجية المؤسسة الصناعية دراسة حالة: مؤسسة المطاحن الكبرى للجنوب GMS، بسكرة، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2012.

- 25- بسام محمد الأغا، أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار، دراسة تطبيقية على شركات المساهمة العامة العاملة بفلسطين، رسالة ماجستير في إدارة الأعمال الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2005.
- 26- جميل علاونة، بناء وهيكل رأس مال الشركات المساهمة العامة الفلسطينية غير المالية، رسالة دكتوراه في الإدارة المالية والتمويل، جامعة النيلين جمهورية السودان، 2004.
- 27- حمزة غربي، محددات الهيكل المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، دراسة حالة الجزائر، مذكرة ماجستير غير منشورة، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2009، 2010.
- 28- ذهبية بن عبد الرحمان، دراسة تأثير التغيرات في مؤشرات الأداء على إختيار الهيكل المالي للمؤسسات المدرجة في سوق الأوراق المالية "دراسة عينة من الشركات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية"، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2012.
- 29- رشيد حفصي، تقييم الأداء المالي للمؤسسات المسعرة في بورصة الجزائر، دراسة إحصائية خلال الفترة 1999-2009، رسالة ماجستير غير منشورة في علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2011.
- 30- زغيب مليكة، غلاب نعيمة، تحليل أساليب المؤسسات الاقتصادية، دراسة حالة الجمع الصناعي العمومي للحليب ومشتقاته، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، دراسة حالة الجزائر والدول النامية.
- 31- عبد الكريم بوحادرة، أثر إختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة: دور سياسة توزيع الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم مع دراسة حالة، ماجستير في علوم التسيير، جامعة متنوري، قسنطينة، 2011/2012.
- 32- عبد المجيد تيماي، نحو بناء نظري لتفسير السلوك التمويلي للمؤسسات الجزائرية، أطروحة دكتوراه غير منشورة في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015م.
- 33- علي بن الضب، سيدي أحمد عياد، تكلفة رأس المال ومؤشرات إنشاء القيمة (دراسة تطبيقية ببورصة الدار البيضاء)، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 2، 2012.
- 34- ياسين ضيف، تأثير الهيكل المالي على قيمة الشركة المسعرة (دراسة عينة من الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي خلال 2009-2012)، مذكرة ماجستير غير منشورة جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2015.

الملاحق

الملحق رقم (01): القوائم المالية لمجمع صيدال 2003.

SAIDAL SPA

DATE DE CLOTURE : 31/12/2003

BILAN (ACTIF) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS			RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS		
		MONTANTS BRUTS	AMORTS PROVS	MONTANTS NETS	DEBIT	CREDIT	MONTANTS BRUTS	AMORTS PROVS	MONTANTS NETS
20	Frais préliminaires	59 309 733,72	35 028 873,94	24 280 859,78			59 309 733,72	35 028 873,94	24 280 859,78
21	Valeurs incorporelles	93 618 854,44	82 639 781,50	10 979 072,94			93 618 854,44	82 639 781,50	10 979 072,94
22	Terrains	342 937 618,86		342 937 618,86			342 937 618,86	0,00	342 937 618,86
24	Equipements de production	15 287 913 588,74	11 786 705 889,16	3 501 207 699,58			15 287 913 588,74	11 786 705 889,16	3 501 207 699,58
25	Equipements sociaux	34 424 780,96	23 797 910,43	10 626 870,53			34 424 780,96	23 797 910,43	10 626 870,53
28	Investissements en cours	61 693 917,09		61 693 917,09			61 693 917,09	0,00	61 693 917,09
	INVESTISSEMENTS	15 879 898 493,81	11 928 172 455,03	3 951 726 038,78			15 879 898 493,81	11 928 172 455,03	3 951 726 038,78
30	Marchandises	644 039 044,30		644 039 044,30		626 946 944,27	17 092 100,03	0,00	17 092 100,03
31	Matières et fournitures	1 767 177 814,69	102 245 331,34	1 664 932 483,35			1 767 177 814,69	102 245 331,34	1 664 932 483,35
33	Produits semi finis	73 630 439,15	2 508 214,85	71 122 224,30			73 630 439,15	2 508 214,85	71 122 224,30
35	Produits finis	759 845 250,84	31 133 111,99	728 712 138,85	626 946 944,27	55 230 871,95	1 331 561 323,16	31 133 111,99	1 300 428 211,17
36	Déchets et rebuts	0,00		0,00			0,00	0,00	0,00
37	Stocks à l'extérieur	33 047 547,29		33 047 547,29			33 047 547,29	0,00	33 047 547,29
	STOCKS	3 277 740 096,27	135 886 658,18	3 141 853 438,09			3 222 509 224,32	135 886 658,18	3 086 622 566,14
42	Créances d'investissement	2 467 283 588,58	140 565 452,19	2 326 718 136,39		1 400 000 000,00	1 067 283 588,58	140 565 452,19	926 718 136,39
43	Créances de stocks	114 766 846,14		114 766 846,14			114 766 846,14	0,00	114 766 846,14
44	Créances sur ass et stes app	9 314 847 522,30		9 314 847 522,30		9 234 135 899,09	80 711 623,21	0,00	80 711 623,21
45	Avances pour compte	272 533 466,45		272 533 466,45			272 533 466,45	0,00	272 533 466,45
46	Avances d'exploitation	177 800 377,24		177 800 377,24			177 800 377,24	0,00	177 800 377,24
47	Créances sur clients	5 981 755 628,55	208 971 801,32	5 772 783 827,23		3 293 871 306,61	2 687 884 321,94	208 971 801,32	2 478 912 520,62
48	Disponibilités	1 097 017 998,65	60 252 277,90	1 036 765 720,75			1 097 017 998,65	60 252 277,90	1 036 765 720,75
40	Comptes débiteurs du passif	36 980 962,98		36 980 962,98			36 980 962,98	0,00	36 980 962,98
	CREANCES	19 462 986 390,89	409 789 531,41	19 053 196 859,48			5 534 979 185,19	409 789 531,41	5 125 189 653,78
	RESULTAT (PERTE)								
	TOTAL ACTIF	38 620 624 980,97	12 473 848 644,62	26 146 776 336,35			24 637 386 903,32	12 473 848 644,62	12 163 538 258,70

SAIDAL SPA
DATE DE CLOTURE : 31/12/2003

BILAN (PASSIF) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS	RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS
			DEBIT	CREDIT	
10	Capital social	3 900 000 000,00	1 400 000 000,00		2 500 000 000,00
13	Réserves	1 643 422 136,36		165 668 850,46	1 809 090 986,82
14	Subventions reçues	83 498 925,02			83 498 925,02
15	Ecart de réévaluation	966 557 107,18			966 557 107,18
18	R.I.A	-159 331 149,54		159 331 149,54	0,00
19	Provisions pour perte et charges	96 358 146,23			96 358 146,23
	FONDS PROPRES	6 530 505 165,25			5 455 505 165,25
52	Dettes d'investissement	2 186 899 948,47	16 667 539,69		2 170 232 408,78
53	Dettes de stocks	2 482 442 265,24	1 665 266 301,54		817 175 963,70
54	Détention pour compte	36 605 329,74			36 605 329,74
55	Dettes sur ass et stes app	10 878 894 003,91	9 905 680 582,47		973 213 421,44
56	Dettes d'exploitation	875 962 571,93	100 739 637,43		775 222 934,50
57	Avances commerciales	75 529 155,28			75 529 155,28
58	Dettes financières	2 207 440 541,19	839 653 144,57		1 367 787 396,62
50	Comptes créditeurs de l'actif	9 975 586,39			9 975 586,39
	DETTES	18 753 749 402,15			6 225 742 196,45
	RESULTAT (BENEFICE)	862 521 768,95			862 521 768,95
	TOTAL PASSIF	26 146 776 336,35			12 543 769 130,65

SAIDAL SPA
DATE DE CLOTURE : 31/12/2003

BILAN (TCR) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS		RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS	
		DEBIT	CREDIT	DEBIT	CREDIT	DEBIT	CREDIT
70	Ventes marchandises		5 212 597 875,87	5 167 265 985,58			45 331 910,11
60	Marchandises consommées	4 795 877 686,17			4 781 244 960,15	34 632 726,02	
80	MARGE BRUTE		416 720 189,50				10 699 184,09
71	Production vendue		5 770 572 211,53		187 757 439,29		5 958 329 650,82
72	Production stockée		118 773 335,58		151 380 235,68		270 153 571,24
73	P.E.P.E.M						0,00
74	Prestations fournies		179 432 904,48	53 582 750,79			125 850 153,69
75	Transfert de charges de production		35 572 199,87				35 572 199,87
61	Matières et fourts consommées	2 822 308 876,05			71 845 424,85	2 750 461 451,20	
62	Services	445 353 695,58			134 374 822,03	310 978 873,56	
81	VALEUR AJOUTEE		3 253 410 269,32				3 339 164 434,95
77	Produits divers		335 537 213,45	325 000 000,00			10 537 213,45
78	Transfert de charges d'exploitation		29 025 629,39				29 025 629,39
63	Frais de personnel	1 498 086 234,95				1 498 086 234,95	
64	Impôts et taxes	193 206 693,44				193 206 693,44	
65	Frais financiers	267 953 160,40				267 953 160,40	
66	Frais divers	36 666 649,58				36 666 649,58	
68	Dot aux amortissements	350 412 693,38				350 412 693,38	
83	RESULTAT D'EXPLOITATION		1 271 647 680,41				1 032 401 846,04
79	Produits hors exploitation		551 024 629,63	85 754 165,63			465 270 464,00
69	Charges hors exploitation	656 328 558,50				656 328 558,50	
84	RESULTAT HORS EXPLOITATION	105 303 928,87				191 058 094,50	
	Résultat brut de l'exercice		1 166 343 751,54				841 343 751,54
	Marge sur stocks P.F						-55 230 871,95
	Impôts sur le bénéfice	303 821 982,59				303 821 982,59	
	RESULTAT NET DE L'EXERCICE		862 521 768,95				482 290 897,00

الملحق رقم (02): القوائم المالية لمجمع صيدال 2004.

SAIDAL SPA

DATE DE CLOTURE : 31/12/2004

BILAN (ACTIF) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS			RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS		
		MONTANTS BRUTS	AMORTS PROVS	MONTANTS NETS	DEBIT	CREDIT	MONTANTS BRUTS	AMORTS PROVS	MONTANTS NETS
20	Frais préliminaires	59 472 088,88	46 564 088,67	12 907 982,21			59 472 088,88	46 564 088,67	12 907 982,21
21	Valeurs incorporelles	94 036 836,94	87 898 455,55	6 138 381,39			94 036 836,94	87 898 455,55	6 138 381,39
22	Terrains	359 829 780,00		359 829 780,00			359 829 780,00	0,00	359 829 780,00
24	Equipements de production	15 559 200 043,83	12 160 323 032,09	3 398 877 011,74			15 559 200 043,83	12 160 323 032,09	3 398 877 011,74
25	Equipements sociaux	36 067 293,22	24 289 369,96	11 777 923,26			36 067 293,22	24 289 369,96	11 777 923,26
28	Investissements en cours	541 679 692,74		541 679 692,74			541 679 692,74	0,00	541 679 692,74
	INVESTISSEMENTS	16 650 285 715,61	12 319 074 944,27	4 331 210 771,34			16 650 285 715,61	12 319 074 944,27	4 331 210 771,34
30	Marchandises	605 640 171,19		605 640 171,19		569 243 821,96	36 396 349,23	0,00	36 396 349,23
31	Matières et fournitures	1 921 401 726,13	164 346 202,38	1 757 055 523,75			1 921 401 726,13	164 346 202,38	1 757 055 523,75
33	Produits semi finis	57 003 967,48		57 003 967,48			57 003 967,48	0,00	57 003 967,48
35	Produits finis	1 480 302 467,68	26 295 879,20	1 454 006 588,48	569 243 821,96	51 749 438,36	1 997 798 851,28	26 295 879,20	1 971 500 972,08
36	Déchets et rebuts			0,00			0,00	0,00	0,00
37	Stocks à l'extérieur	140 751 685,42		140 751 685,42			140 751 685,42	0,00	140 751 685,42
	STOCKS	4 205 100 017,90	190 642 081,58	4 014 457 936,32			4 153 350 579,54	190 642 081,58	3 962 708 497,96
42	Créances d'investissement	3 216 565 586,05	67 189 411,59	3 149 376 174,46		1 977 500 000,00	1 239 065 586,05	67 189 411,59	1 171 876 174,46
43	Créances de stocks	41 133 024,94		41 133 024,94			41 133 024,94	0,00	41 133 024,94
44	Créances sur ass et stes app	6 355 044 761,58		6 355 044 761,58		6 274 333 138,71	80 711 622,87	0,00	80 711 622,87
45	Avances pour compte	363 184 818,03		363 184 818,03		14 963 195,71	348 221 622,32	0,00	348 221 622,32
46	Avances d'exploitation	132 300 832,19		132 300 832,19			132 300 832,19	0,00	132 300 832,19
47	Créances sur clients	9 942 661 511,15	519 216 722,92	9 423 444 788,23		7 029 531 900,36	2 913 129 610,79	519 216 722,92	2 393 912 887,87
48	Disponibilités	611 541 173,71	76 594 481,94	534 946 691,77			611 541 173,71	76 594 481,94	534 946 691,77
40	Comptes débiteurs du passif	6 758 949,06		6 758 949,06			6 758 949,06	0,00	6 758 949,06
	CRÉANCES	20 669 190 656,71	663 000 616,45	20 006 190 040,26			5 372 862 421,93	663 000 616,45	4 709 861 805,48
	RESULTAT (PERTE)								
	TOTAL ACTIF	41 524 576 390,22	13 172 717 642,30	28 351 858 747,92			26 176 498 717,08	13 172 717 642,30	13 003 781 074,78

SAIDAL SPA
DATE DE CLOTURE : 31/12/2004

BILAN (PASSIF) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS	RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS
			DEBIT	CREDIT	
10	Capital social	4 477 500 000,00	1 977 500 000,00		2 500 000 000,00
13	Réserves	1 684 427 699,62		407 839 530,35	2 092 267 229,97
14	Subventions reçues	60 801 231,70			60 801 231,70
15	Ecart de réévaluation	874 877 161,81			874 877 161,81
18	R.I.A	-342 160 469,65		342 160 469,65	0,00
19	Provisions pour perte et charges	137 117 075,46			137 117 075,46
	FONDS PROPRES	6 892 562 698,94			5 665 062 698,94
52	Dettes d'investissement	2 600 456 107,08	5 306 711,45		2 595 149 395,63
53	Dettes de stocks	2 681 552 814,82	2 007 513 873,73		674 038 941,09
54	Détention pour compte	60 286 934,71			60 286 934,71
55	Dettes sur ass et stes app	11 774 163 897,75	10 680 618 847,31		1 093 545 050,44
56	Dettes d'exploitation	823 624 901,73	1 211 850,55		822 413 051,18
57	Avances commerciales	66 499 201,61			66 499 201,61
58	Dettes financières	2 174 978 242,40	624 176 951,74		1 550 801 290,66
50	Comptes créditeurs de l'actif	19 753 053,79			19 753 053,79
	DETTES	20 201 315 153,89			6 882 486 919,11
	RESULTAT (BENEFICE)	1 257 980 895,09	801 749 438,36		456 231 456,73
	TOTAL PASSIF	28 351 858 747,92			13 003 781 074,78

SAIDAL SPA
DATE DE CLOTURE : 31/12/2004

BILAN (TCR) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS		RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS	
		DEBIT	CREDIT	DEBIT	CREDIT	DEBIT	CREDIT
70	Ventes marchandises		5 707 329 134,26	5 652 083 187,20			55 245 947,06
60	Marchandises consommées	5 236 932 384,78			5 192 554 924,49	44 377 460,29	
80	MARGE BRUTE		470 396 749,48				10 868 486,77
71	Production vendue		5 893 970 077,87		5 16 972 740,88		6 410 942 818,75
72	Production stockée		704 964 665,36	104 526 499,59		0,00	600 438 165,77
73	P.E.P.E.M		0,00				0,00
74	Prestations fournies		155 562 464,44	43 129 671,87			112 432 792,57
75	Transfert de charges de production		41 519 040,50				41 519 040,50
61	Matières et fourts consommées	2 869 215 882,79			39 420 212,87	2 829 795 669,92	
62	Services	418 164 718,66			50 791 480,42	367 373 238,24	
81	VALEUR AJOUTEE		3 979 032 396,20				3 979 032 396,20
77	Produits divers		764 769 855,52	750 000 000,00			14 769 855,52
78	Transfert de charges d'exploitation		109 800 470,33				109 800 470,33
63	Frais de personnel	1 801 487 320,76				1 801 487 320,76	
64	Impôts et taxes	194 302 572,88				194 302 572,88	
65	Frais financiers	379 887 812,48				379 887 812,48	
66	Frais divers	30 557 606,50				30 557 606,50	
68	Dot aux amortissements	385 913 421,45				385 913 421,45	
83	RESULTAT D'EXPLOITATION		2 061 453 987,98				1 311 453 987,98
79	Produits hors exploitation		567 400 536,89				567 400 536,89
69	Charges hors exploitation	1 096 389 621,73				1 096 389 621,73	
84	RESULTAT HORS EXPLOITATION	528 989 084,84				528 989 084,84	
	Résultat brut de l'exercice		1 532 464 903,14				782 464 903,14
	Marge sur stocks P.F						-51 749 438,36
	Impôts sur le bénéfice	274 484 008,05				274 484 008,05	
	RESULTAT NET DE L'EXERCICE		1 257 980 895,09				456 231 456,73

الملحق رقم (03): القوائم المالية لمجمع صيدال 2005.

SAIDAL SPA

DATE DE CLOTURE : 31/12/2005

BILAN (ACTIF) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS			RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS		
		MONTANTS BRUTS	AMORTS PROVS	MONTANTS NETS	DEBIT	CREDIT	MONTANTS BRUTS	AMORTS PROVS	MONTANTS NETS
20	Frais préliminaires	75 394 752,26	53 250 858,20	22 143 894,06			75 394 752,26	53 250 858,20	22 143 894,06
21	Valeurs incorporelles	94 511 459,44	90 891 187,31	3 620 272,13			94 511 459,44	90 891 187,31	3 620 272,13
22	Terrains	360 832 211,45		360 832 211,45			360 832 211,45	0,00	360 832 211,45
24	Equipements de production	15 821 761 926,28	12 479 464 834,40	3 342 297 091,88			15 821 761 926,28	12 479 464 834,40	3 342 297 091,88
25	Equipements sociaux	31 939 748,73	20 224 979,31	11 714 769,42			31 939 748,73	20 224 979,31	11 714 769,42
28	Investissements en cours	1 234 755 418,86		1 234 755 418,86			1 234 755 418,86	0,00	1 234 755 418,86
	INVESTISSEMENTS	17 619 195 517,02	12 643 831 859,22	4 975 363 657,80			17 619 195 517,02	12 643 831 859,22	4 975 363 657,80
30	Marchandises	727 670 595,94		727 670 595,94		727 670 595,94	0,00	0,00	0,00
31	Matières et fournitures	1 749 971 442,21	151 283 614,76	1 598 687 827,45			1 749 971 442,21	151 283 614,76	1 598 687 827,45
33	Produits semi finis	52 810 376,73	1 715 245,40	51 095 131,33			52 810 376,73	1 715 245,40	51 095 131,33
35	Produits finis	1 228 151 184,04	39 855 975,57	1 188 295 208,47	727 670 595,94	66 151 872,36	1 889 669 907,62	39 855 975,57	1 849 813 932,05
36	Déchets et rebuts			0,00			0,00	0,00	0,00
37	Stocks à l'extérieur	258 653 980,28		258 653 980,28			258 653 980,28	0,00	258 653 980,28
	STOCKS	4 017 257 579,20	192 854 835,73	3 824 402 743,47			3 951 105 706,84	192 854 835,73	3 758 250 871,11
42	Créances d'investissement	3 198 040 511,72	37 597 497,59	3 160 443 014,13		1 977 500 000,00	1 220 540 511,72	37 597 497,59	1 182 943 014,13
43	Créances de stocks	50 991 648,05		50 991 648,05		2 500 000,00	48 491 648,05	0,00	48 491 648,05
44	Créances sur ass et st	6 910 018 559,44		6 910 018 559,44		6 807 364 936,57	102 653 622,87	0,00	102 653 622,87
45	Avances pour compte	492 534 696,85		492 534 696,85		138 114 915,11	354 419 781,74	0,00	354 419 781,74
46	Avances d'exploitation	155 835 818,84	604 555,00	155 231 263,84			155 835 818,84	604 555,00	155 231 263,84
47	Créances sur clients	8 312 224 975,74	629 198 545,85	7 683 026 429,89		4 994 592 995,37	3 317 631 980,37	629 198 545,85	2 688 433 434,52
48	Disponibilités	1 097 525 765,75	76 896 881,94	1 020 628 883,81			1 097 525 765,75	76 896 881,94	1 020 628 883,81
40	Comptes débiteurs du	102 618 408,28		102 618 408,28		83 582 795,23	19 035 613,05	0,00	19 035 613,05
	CRÉANCES	20 319 790 384,67	744 297 480,38	19 575 492 904,29			6 316 134 742,39	744 297 480,38	5 571 837 262,01
	RESULTAT (PERTE)								
	TOTAL ACTIF	41 956 243 480,89	13 580 984 175,33	28 375 259 305,56			27 886 435 966,25	13 580 984 175,33	14 305 451 790,92

SAIDAL SPA

DATE DE CLOTURE : 31/12/2005

BILAN (PASSIF) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS	RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS
			DEBIT	CREDIT	
10	Capital social	4 477 500 000,00	1 977 500 000,00		2 500 000 000,00
13	Réserves	1 918 853 944,04		480 251 331,02	2 399 105 275,06
14	Subventions reçues	44 792 164,06			44 792 164,06
15	Ecart de réévaluation	783 200 651,16			783 200 651,16
18	R.I.A	-19 748 668,98		19 748 668,98	0,00
19	Provisions pour perte et c	44 893 326,36			44 893 326,36
	FONDS PROPRES	7 249 491 416,64			5 771 991 416,64
52	Dettes d'investissement	3 129 536 783,98	42 573 644,18		3 086 963 139,80
53	Dettes de stocks	2 780 008 648,97	1 743 262 152,83		1 036 746 496,14
54	Détention pour compte	68 207 066,66			68 207 066,66
55	Dettes sur ass et stes	10 394 135 970,48	9 255 572 433,34		1 138 563 537,14
56	Dettes d'exploitation	940 143 510,42	73 691 913,84		866 451 596,58
57	Avances commerciales	102 636 984,85	21 543 081,06		81 093 903,79
58	Dettes financières	2 675 436 189,76	889 512 417,03		1 785 923 772,73
50	Comptes créditeurs de	38 955 660,70			38 955 660,70
	DETTES	20 129 060 815,82			8 102 905 173,54
	RESULTAT (BENEFICE	996 707 073,10	566 151 872,36		430 555 200,74
	TOTAL PASSIF	28 375 259 305,56			14 305 451 790,92

SAIDAL SPA

DATE DE CLOTURE : 31/12/2005

BILAN (TCR) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS		RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS	
		DEBIT	CREDIT	DEBIT	CREDIT	DEBIT	CREDIT
70	Ventes marchandises		6 088 417 043,60	6 030 393 087,18			58 023 956,42
60	Marchandises consommées	5 609 001 184,81			5 564 012 718,70	44 988 466,11	
80	MARGE BRUTE		479 415 858,79				13 035 490,31
71	Production vendue		6 206 862 010,23		331 388 346,16		6 538 250 356,39
72	Production stockée	219 309 671,04			93 866 312,77	125 443 358,27	0,00
73	P.E.P.E.M		8 845 079,15				8 845 079,15
74	Prestations fournies		196 177 718,61	71 609 350,13			124 568 368,48
75	Transfert de charges de production		73 182 350,86				73 182 350,86
61	Matières et fourts consommés	2 550 610 120,44			23 612 153,97	2 526 997 966,47	
62	Services	484 708 851,55			86 905 999,96	397 802 851,59	
81	VALEUR AJOUTEE		3 709 854 374,61				3 707 637 468,86
77	Produits divers		553 581 123,79	500 000 000,00			53 581 123,79
78	Transfert de charges d'exploitation		50 170 780,11				50 170 780,11
63	Frais de personnel	1 995 047 609,77				1 995 047 609,77	
64	Impôts et taxes	199 615 681,11				199 615 681,11	
65	Frais financiers	255 011 835,70				255 011 835,70	
66	Frais divers	56 741 913,74				56 741 913,74	
68	Dot aux amortissement	440 018 601,96				440 018 601,96	
83	RESULTAT D'EXPLOITATION		1 367 170 636,23				864 953 730,48
79	Produits hors exploitation		518 416 621,36				518 416 621,36
69	Charges hors exploitation	657 986 793,81			2 216 905,75	655 769 888,06	
84	RESULTAT HORS EX	139 570 172,45				137 353 266,70	
	Résultat brut de l'exercice		1 227 600 463,78				727 600 463,78
	Marge sur stocks P.F						66 151 872,36
	Impôts sur le bénéfice	230 893 390,68				230 893 390,68	
	RESULTAT NET DE L'EXERCICE		996 707 073,10				430 555 200,74

الملحق رقم (04): القوائم المالية لمجمع صيدال 2006.

SAIDAL SPA
D.P.S.F

DATE DE CLOTURE : 31/12/2006

BILAN (ACTIF) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS			RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS		
		MONTANTS BRUTS	AMORTS PROVISIONS	MONTANTS NETS	DEBIT	CREDIT	MONTANTS BRUTS	AMORTS PROVISIONS	MONTANTS NETS
20	Frais préliminaires	229 739 385,34	77 719 847,47	152 019 537,87			229 739 385,34	77 719 847,47	152 019 537,87
21	Valeurs incorporelles	96 856 724,64	93 243 881,98	3 612 842,66			96 856 724,64	93 243 881,98	3 612 842,66
22	Terrains	360 832 211,45		360 832 211,45			360 832 211,45		360 832 211,45
24	Equipements de production	17 163 528 072,52	13 002 481 054,60	4 161 047 017,92			17 163 528 072,52	13 002 481 054,60	4 161 047 017,92
25	Equipements sociaux	32 454 764,28	21 499 364,78	10 955 399,50			32 454 764,28	21 499 364,78	10 955 399,50
28	Investissements en cours	78 055 935,67		78 055 935,67			78 055 935,67		78 055 935,67
	INVESTISSEMENTS	17 961 467 093,90	13 194 944 148,83	4 766 522 945,07			17 961 467 093,90	13 194 944 148,83	4 766 522 945,07
30	Marchandises	709 606 614,59		709 606 614,59		709 606 614,59			
31	Matières et fournitures	1 803 200 738,53	172 309 114,16	1 630 891 624,37			1 803 200 738,53	172 309 114,16	1 630 891 624,37
33	Produits semi finis	75 494 045,98	6 719 769,25	68 774 276,73			75 494 045,98	6 719 769,25	68 774 276,73
35	Produits finis	1 716 048 830,81	32 329 209,43	1 683 719 621,38	709 606 614,59	64 509 692,24	2 361 145 753,16	32 329 209,43	2 328 816 543,73
37	Stocks à l'extérieur	278 720 941,39		278 720 941,39			278 720 941,39		278 720 941,39
	STOCKS	4 583 071 171,30	211 358 092,84	4 371 713 078,46			4 518 561 479,06	211 358 092,84	4 307 203 386,22
42	Créances d'investissement	3 207 447 515,48	82 063 066,83	3 125 384 448,65		1 977 500 000,00	1 229 947 515,48	82 063 066,83	1 147 884 448,65
43	Créances de stocks	63 365 269,57		63 365 269,57			63 365 269,57		63 365 269,57
44	Créances sur associés et stes app	7 816 668 919,44		7 816 668 919,44		7 731 980 935,21	84 687 984,23		84 687 984,23
45	Avances pour compte	552 325 349,25	48 361 690,06	503 963 659,19		177 563 599,63	374 761 749,62	48 361 690,06	326 400 059,56
46	Avances d'exploitation	84 484 973,53	604 555,00	83 880 418,53			84 484 973,53	604 555,00	83 880 418,53
47	Créances sur clients	8 859 233 588,60	687 712 124,51	8 171 521 464,09		5 397 737 663,47	3 461 495 925,13	687 712 124,51	2 773 783 800,62
48	Disponibilités	819 031 155,18	76 896 881,94	742 134 273,24			819 031 155,18	76 896 881,94	742 134 273,24
40	Comptes débiteurs du passif	51 138 941,21		51 138 941,21		4 000 455,47	47 138 485,74		47 138 485,74
	CREANCES	21 453 695 712,26	895 638 318,34	20 558 057 393,92			6 164 913 058,48	895 638 318,34	5 269 274 740,14
	RESULTAT (PERTE)								
	TOTAL ACTIF	43 998 233 977,46	14 301 940 560,01	29 696 293 417,45			28 644 941 631,44	14 301 940 560,01	14 343 001 071,43

SAIDAL SPA

D.P.S.F

DATE DE CLOTURE : 31/12/2006

BILAN (PASSIF) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS	RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS
			DEBIT	CREDIT	
10	Capital social	4 477 500 000,00	1 977 500 000,00		2 500 000 000,00
13	Réserves	2 079 810 634,08		560 000 000,00	2 639 810 634,08
14	Subventions reçues	33 620 084,58			33 620 084,58
15	Ecart de réévaluation	701 696 903,62			701 696 903,62
18	R.I.A	3 019 848,32			3 019 848,32
19	Provisions pour perte et charges	28 591 382,50			28 591 382,50
	FONDS PROPRES	7 324 238 853,10			5 906 738 853,10
52	Dettes d'investissement	2 774 418 756,83	62 105 328,86		2 712 313 427,97
53	Dettes de stocks	2 749 133 273,70	1 797 499 664,21		951 633 609,49
54	Détention pour compte	50 662 563,33			50 662 563,33
55	Dettes sur associés et stes app	11 878 818 111,29	10 613 180 330,85		1 265 637 780,44
56	Dettes d'exploitation	902 791 245,10	41 596 988,81		861 194 256,29
57	Avances commerciales	175 124 920,00	19 607 842,07		155 517 077,93
58	Dettes financières	2 614 804 518,57	758 790 959,85		1 856 013 558,72
50	Comptes créditeurs de l'actif	54 307 650,73	18 501 539,13		35 806 111,60
	DETTES	21 200 061 039,55			7 888 778 385,77
	RESULTAT (BENEFICE)	1 171 993 524,80	624 509 692,24		547 483 832,56
	TOTAL PASSIF	29 696 293 417,45			14 343 001 071,43

SAIDAL SPA

D.P.S.F

DATE DE CLOTURE : 31/12/2006

BILAN (TCR) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS		RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS	
		DEBIT	CREDIT	DEBIT	CREDIT	DEBIT	CREDIT
70	Ventes marchandises		6 469 288 543,64	5 939 281 559,47			530 006 984,17
60	Marchandises consommées	5 971 565 028,66			5 464 773 144,83	506 791 883,83	
80	MARGE BRUTE		497 723 514,98				23 215 100,34
71	Production vendue		5 958 186 830,70		454 555 789,78		6 412 742 620,48
72	Production stockée		522 934 918,11	34 184 752,88			488 750 165,23
73	P.E.P.E.M		798 081,37				798 081,37
74	Prestations fournies		353 759 565,55	74 148 026,71			279 611 538,84
75	Transfert de charges de production		104 122 239,29				104 122 239,29
61	Matières et fourts consommées	2 591 048 910,19			27 057 291,04	2 563 991 619,15	
62	Services	558 513 541,63			92 702 229,65	465 811 311,98	
81	VALEUR AJOUTEE		4 287 962 698,18				4 279 436 814,42
77	Produits divers		578 226 988,51	560 000 000,00			18 226 988,51
78	Transfert de charges d'exploitation		48 687 103,48				48 687 103,48
63	Frais de personnel	2 122 146 018,69				2 122 146 018,69	
64	Impôts et taxes	175 465 035,28				175 465 035,28	
65	Frais financiers	223 700 807,38				223 700 807,38	
66	Frais divers	68 183 350,67				68 183 350,67	
68	Dot aux amortissements	537 190 191,38				537 190 191,38	
83	RESULTAT D'EXPLOITATION		1 788 191 386,77				1 219 665 503,01
79	Produits hors exploitation		406 799 987,76	718 880,28			406 081 107,48
69	Charges hors exploitation	795 313 979,54			9 244 764,04	786 069 215,50	
84	RESULTAT HORS EXPLOITATION	388 513 991,78				379 988 108,02	
	Résultat brut de l'exercice		1 399 677 394,99				839 677 394,99
	Marge sur stocks P.F						-64 509 692,24
	Impôts sur le bénéfice	227 683 870,19				227 683 870,19	
	RESULTAT NET DE L'EXERCICE		1 171 993 524,80				547 483 832,56

الملحق رقم (05): القوائم المالية لمجمع صيدال 2007

SAIDAL SPA
D.P.S.F

DATE DE CLOTURE : 31/12/2007

BILAN (ACTIF) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS			RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS		
		MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVS	MONTANTS NETS	DEBIT	CREDIT	MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVS	MONTANTS NETS
20	Frais préliminaires	355 537 819,29	152 849 091,69	202 688 727,60			355 537 819,29	152 849 091,69	202 688 727,60
21	Valeurs incorporelles	97 532 996,34	94 724 545,56	2 808 450,78			97 532 996,34	94 724 545,56	2 808 450,78
22	Terrains	377 111 615,45		377 111 615,45			377 111 615,45		377 111 615,45
24	Equipements de production	17 612 372 633,72	13 630 425 489,58	3 981 947 144,14			17 612 372 633,72	13 630 425 489,58	3 981 947 144,14
25	Equipements sociaux	33 615 340,22	22 639 302,40	10 976 037,82			33 615 340,22	22 639 302,40	10 976 037,82
28	Investissements en cours	20 392 055,40		20 392 055,40			20 392 055,40		20 392 055,40
	INVESTISSEMENTS	18 496 562 460,42	13 900 638 429,23	4 595 924 031,19			18 496 562 460,42	13 900 638 429,23	4 595 924 031,19
30	Marchandises	864 183 248,14	2 285 050,00	861 898 198,14		864 183 248,14			
31	Matières et fournitures	1 772 107 377,72	170 499 892,10	1 601 607 485,62			1 772 107 377,72	170 499 892,10	1 601 607 485,62
33	Produits semi finis	110 613 477,16	6 902 673,62	103 710 803,54			110 613 477,16	6 902 673,62	103 710 803,54
35	Produits finis	1 948 244 081,35	69 346 286,74	1 878 897 794,61	785 340 213,34		2 733 584 294,69	71 631 336,74	2 661 952 957,95
36	Déchets et rebuts			0,00					
37	Stocks à l'extérieur	169 451 905,98		169 451 905,98			169 451 905,98		169 451 905,98
	STOCKS	4 864 600 090,35	249 033 902,46	4 615 566 187,89			4 785 757 055,55	249 033 902,46	4 536 723 153,09
42	Créances d'investissement	3 805 683 541,31	16 728 614,07	3 788 954 927,24		2 577 500 000,00	1 228 183 541,31	16 728 614,07	1 211 454 927,24
43	Créances de stocks	12 003 727,79		12 003 727,79			12 003 727,79		12 003 727,79
44	Créances sur ass et stes app	7 985 369 652,04		7 985 369 652,04		7 903 681 667,81	81 687 984,23		81 687 984,23
45	Avances pour compte	563 541 197,42	96 187 602,49	467 353 594,93		203 540 275,72	360 000 921,70	96 187 602,49	263 813 319,21
46	Avances d'exploitation	99 176 028,74	604 555,00	98 571 473,74			99 176 028,74	604 555,00	98 571 473,74
47	Créances sur clients	10 335 132 761,05	683 935 524,63	9 651 197 236,42		6 259 048 231,64	4 076 084 529,41	683 935 524,63	3 392 149 004,78
48	Disponibilités	874 983 644,18	76 896 881,94	798 086 762,24			874 983 644,18	76 896 881,94	798 086 762,24
40	Comptes débiteurs du passif	24 182 420,46		24 182 420,46			24 182 420,46		24 182 420,46
	CREANCES	23 700 072 972,99	874 353 178,13	22 825 719 794,86			6 756 302 797,82	874 353 178,13	5 881 949 619,69
	RESULTAT (PERTE)			0,00					
	TOTAL ACTIF	47 061 235 523,76	15 024 025 509,82	32 037 210 013,94			30 038 622 313,79	15 024 025 509,82	15 014 596 803,97

SAIDAL SPA
D.P.S.F

DATE DE CLOTURE : 31/12/2007

BILAN (PASSIF) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS	RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS
			DEBIT	CREDIT	
10	Capital social	5 077 500 000,00	2 577 500 000,00		2 500 000 000,00
13	Réserves	2 683 513 404,14		282 000 000,00	2 965 513 404,14
14	Subventions reçues	27 699 328,76			27 699 328,76
15	Ecart de réévaluation	620 193 156,27			620 193 156,27
18	R.I.A	5 887 289,03			5 887 289,03
19	Provisions pour perte et charges	24 041 845,53			24 041 845,53
	FONDS PROPRES	8 438 835 023,73			6 143 335 023,73
52	Dettes d'investissement	2 679 493 907,01	67 407 543,47		2 612 086 363,54
53	Dettes de stocks	2 740 747 236,16	1 868 983 895,26		871 763 340,90
54	Détention pour compte	69 780 544,96			69 780 544,96
55	Dettes sur ass et stes app	13 037 312 068,37	11 580 907 932,93		1 456 404 135,44
56	Dettes d'exploitation	983 424 579,45	51 180 868,86		932 243 710,59
57	Avances commerciales	226 327 716,79	14 982 553,06		211 345 163,73
58	Dettes financières	2 621 853 855,36	782 807 381,59		1 839 046 473,77
50	Comptes créditeurs de l'actif	6 442 276,44			6 442 276,44
	DETTES	22 365 382 184,54			7 999 112 009,37
	RESULTAT (BENEFICE)	1 232 992 805,67	360 843 034,80		872 149 770,87
	TOTAL PASSIF	32 037 210 013,94			15 014 596 803,97

SAIDAL SPA
D.P.S.F

DATE DE CLOTURE : 31/12/2007

BILAN (TCR) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS		RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS	
		DEBIT	CREDIT	DEBIT	CREDIT	DEBIT	CREDIT
70	Ventes marchandises		7 285 354 402,89	6 694 559 378,32			590 795 024,37
60	Marchandises consommées	6 733 110 489,62			6 184 227 564,02	548 882 925,60	
80	MARGE BRUTE		552 243 913,07				41 912 098,77
71	Production vendue		6 869 686 753,75		274 965 849,74		7 144 652 603,49
72	Production stockée		265 293 160,35		147 182 286,14		412 475 446,49
73	P.E.P.E.M		113 619,88				113 619,88
74	Prestations fournies		341 785 879,82	54 837 221,24			286 948 658,58
75	Transfert de charges de production		111 421 551,24				111 421 551,24
61	Matières et fourts consommées	2 626 987 701,84			28 306 324,81	2 598 681 377,03	
62	Services	601 950 726,71			74 724 487,85	527 226 238,86	
81	VALEUR AJOUTEE		4 911 606 449,56				4 871 616 362,56
77	Produits divers		313 218 442,51	282 000 000,00			31 218 442,51
78	Transfert de charges d'exploitation		57 173 213,48				57 173 213,48
63	Frais de personnel	2 453 605 930,57				2 453 605 930,57	
64	Impôts et taxes	218 060 562,76				218 060 562,76	
65	Frais financiers	205 807 857,31				205 807 857,31	
66	Frais divers	86 053 843,26				86 053 843,26	
68	Dotations aux amortissements	584 486 230,47				584 486 230,47	
83	RESULTAT D'EXPLOITATION		1 733 983 681,18				1 411 993 594,18
79	Produits hors exploitation		564 705 156,95				564 705 156,95
69	Charges hors exploitation	774 086 458,22			39 990 087,00	734 096 371,22	
84	RESULTAT HORS EXPLOITATION	209 381 301,27				169 391 214,27	
	Résultat brut de l'exercice		1 524 602 379,91				1 242 602 379,91
	Marge sur stocks P.F						78 843 034,80
	Impôts sur le bénéfice	291 609 574,24				291 609 574,24	
	RESULTAT NET DE L'EXERCICE		1 232 992 805,67				872 149 770,87

الملحق رقم (06): القوائم المالية لمجمع صيدال 2008.

SAIDAL SPA
D.P.S.F

DATE DE CLOTURE : 31/12/2008

BILAN (ACTIF)

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS		
		MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVS	MONTANTS NETS
	INVESTISSEMENTS			
20	Frais préliminaires	541 488 510,88	252 965 499,03	288 523 011,85
21	Valeurs incorporelles	99 805 796,24	97 154 784,73	2 651 011,51
22	Terrains	817 594 733,02		817 594 733,02
24	Equipements de production	18 638 625 922,84	14 601 584 086,56	4 037 041 836,28
25	Equipements sociaux	38 992 053,62	24 557 348,94	14 434 704,68
28	Investissements en cours	505 707 226,64		505 707 226,64
	TOTAL	20 642 214 243,24	14 976 261 719,26	5 665 952 523,98
	STOCKS			
30	Marchandises	17 067 385,62	249 112,90	16 818 272,72
31	Matières et fournitures	2 286 852 532,08	221 602 891,93	2 065 249 640,15
33	Produits semi finis	159 257 587,91	38 409 511,46	120 848 076,45
34	Produits et travaux en cours	67 393 457,39		67 393 457,39
35	Produits finis	3 570 139 636,41	222 044 966,24	3 348 094 670,17
36	Déchets et rebuts			0,00
37	Stocks à l'extérieur	583 032 468,51	94 174,81	582 838 293,70
	TOTAL II	6 683 743 067,92	482 400 657,34	6 201 342 410,58
	CREANCES			
42	Créances d'investissement	158 818 497,32	12 980 706,78	145 837 790,54
43	Créances de stocks	71 221 024,64	4 532 473,19	66 688 551,45
44	Créances sur ass et stes app	90 168 085,42		90 168 085,42
45	Avances pour compte	361 186 010,92	144 203 868,50	216 982 142,42
46	Avances d'exploitation	129 532 775,39	604 555,00	128 928 220,39
47	Créances sur clients	5 625 649 563,39	837 188 214,56	4 788 461 348,83
48	Disponibilités	1 451 510 421,48	113 249 004,56	1 338 261 416,92
40	Comptes débiteurs du passif	31 579 259,78		31 579 259,78
	TOTAL III	7 919 665 638,34	1 112 758 822,59	6 806 906 815,75
	RESULTAT (PERTE)			0,00
	TOTAL ACTIF	35 245 622 949,50	16 571 421 199,19	18 674 201 750,31

SAIDAL SPA
D.P.S.F

DATE DE CLOTURE : 31/12/2008

BILAN (PASSIF)

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS	MONTANTS
	FONDS PROPRES		7 257 107 387,77
10	Capital social	2 500 000 000,00	
12	Primes d'apport	-384 494,76	
13	Réserves	3 942 774 959,34	
14	Subventions reçues	21 647 667,55	
16	Difference de consolidation	-59 569 651,82	
15	Ecart de réévaluation	538 689 408,91	
18	R.I.A	79 470 723,87	
19	Provisions pour perte et charges	234 478 774,68	
	TOTAL I	7 257 107 387,77	7 257 107 387,77
	DETTES		10 088 493 252,76
52	Dettes d'investissement	2 550 734 408,62	
53	Dettes de stocks	2 167 475 318,42	
54	Détention pour compte	87 098 815,24	
55	Dettes sur ass et stes app	1 595 143 233,99	
56	Dettes d'exploitation	1 569 411 163,08	
57	Avances commerciales	268 489 693,25	
58	Dettes financières	1 829 761 718,03	
50	Comptes créditeurs de l'actif	20 378 902,13	
	TOTAL II	10 088 493 252,76	10 088 493 252,76
	RESULTAT (BENEFICE)	1 328 601 109,78	1 328 601 109,78
	TOTAL PASSIF	18 674 201 750,31	18 674 201 750,31

SAIDAL SPA
D.P.S.F

DATE DE CLOTURE : 31/12/2008

BILAN (TCR)

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	DEBIT	CREDIT
70	Ventes marchandises		305 799 515,72
60	Marchandises consommées	292 559 166,58	
80	MARGE BRUTE		13 240 349,14
71	Production vendue		10 915 950 151,79
72	Production stockée		331 300 843,36
73	P.E.P.E.M		
74	Prestations fournies		198 006 053,78
75	Transfert de charges de production		61 614 316,48
61	Matières et fourts consommées	4 301 190 521,41	
62	Services	716 794 629,72	
81	VALEUR AJOUTEE		6 502 126 563,42
77	Produits divers		18 289 967,92
78	Transfert de charges d'exploitation		54 439 362,57
63	Frais de personnel	3 061 841 789,81	
64	Impôts et taxes	275 634 072,69	
65	Frais financiers	273 387 343,07	
66	Frais divers	93 488 859,46	
68	Dotations aux amortissements	761 734 123,02	
83	RESULTAT D'EXPLOITATION		2 108 769 705,86
79	Produits hors exploitation		1 082 309 548,83
69	Charges hors exploitation	1 383 472 445,11	
84	RESULTAT HORS EXPLOITATION	301 162 896,28	
	Résultat brut de l'exercice		1 807 606 809,58
	Quote part resultat consolidé		5 869 108,18
	Marge sur stocks		16 453 114,65
	Impôts sur le bénéfice	456 683 476,97	
	RESULTAT NET DE L'EXERCICE		1 328 601 109,78

الملحق رقم (07): القوائم المالية لمجمع صيدال 2009.

2- Bilan Consolidé / Exercice 2009

1 - Actif du Bilan :

U : DA

N° DE CPTES	DESIGNATION	MONTANTS BRUTS	MONTANTS AMORTS OU PROVS	MONTANTS NETS
INVESTISSEMENTS				
20	Frais préliminaires	713 367 321	361 208 738	352 158 583
21	Valeurs incorporelles	101 946 481	99 475 587	2 470 893
22	Terrains	1 864 446 778		1 864 446 778
24	Équipements de production	19 357 204 466	15 460 555 832	3 896 648 635
25	Équipements sociaux	39 366 461	25 664 697	13 701 765
28	Investissements en cours	1 406 926 021		1 406 926 021
	TOTAL	23 483 257 529	15 946 904 853	7 536 352 675
STOCKS				
30	Marchandises	30 428 130	83 515	30 344 614
31	Matières et fournitures	2 614 000 327	329 135 441	2 284 864 886
33	Produits semi finis	187 134 719	44 152 154	142 982 565
34	Produits et travaux en cours	55 715 482		55 715 482
35	Produits finis	5 526 048 949	239 590 222	5 286 458 728
36	Déchets et rebuts			
37	Stocks à l'extérieur	523 372 634	94 181	523 278 453
	TOTAL II	8 936 700 242	613 055 513	8 323 644 728
CREANCES				
42	Créances d'investissement	167 411 164	25 652 707	141 758 457
43	Créances de stocks	390 577 920	14 141 006	376 436 914
44	Créances sur ass et stes app	49 249 431		49 249 431
45	Avances pour compte	365 442 013	195 783 538	169 658 476
46	Avances d'exploitation	156 495 950	604 555	155 891 395
47	Créances sur clients	5 910 304 863	1 562 817 818	4 347 487 045
48	Disponibilités	2 273 653 209	113 251 368	2 160 401 841
40	Comptes débiteurs du passif	5 546 418		5 546 418
	TOTAL III	9 318 680 969	1 912 250 992	7 406 429 977
	TOTAL ACTIF	41 738 638 739	18 472 211 358	23 266 427 381

2 - Passif du Bilan :

U : DA

N° DE CPTES	DESIGNATION	MONTANTS	MONTANTS
	FONDS PROPRES		9 789 871 730
10	Capital social	2 500 000 000	
12	Primes d'apport	-357 445	
13	Réserves	4 823 196 125	
14	Subventions reçues	15 666 223	
15	Écart de réévaluation	457 264 505	
16	Intérêts minoritaires	778 838 221	
18	R.I.A	47 170 605	
19	Provisions pour perte et charges	1 168 093 495	
	TOTAL I	9 789 871 730	9 789 871 730
	DETTES		10 601 555 286
52	Dettes d'investissement	2 509 161 829	
53	Dettes de stocks	3 157 062 139	
54	Détention pour compte	74 078 658	
55	Dettes sur ass et stes app	1 946 288 091	
56	Dettes d'exploitation	1 436 680 604	
57	Avances commerciales	202 492 832	
58	Dettes financières	1 250 217 206	
50	Comptes créditeurs de l'actif	25 573 927	
	TOTAL II	10 601 555 286	10 601 555 286
	RESULTAT (BENEFICE)	2 875 000 365	2 875 000 365
	TOTAL PASSIF	23 266 427 381	23 266 427 381

2- Bilan Consolidé / Exercice 2009

3 - Tableau de Comptes de Résultats :

U : DA

N° DE CPTES	DESIGNATION	MONTANTS	MONTANTS
70	Ventes marchandises		333 684 806
60	Marchandises consommées	312 048 354	
80	MARGE BRUTE		21 636 452
71	Production vendue		11 566 147 307
72	Production stockée		2 214 173 042
73	P.E.P.E.M		
74	Prestations fournies		291 113 741
75	Transfert de charges de production		55 242 022
61	Matières et fourts consommées	4 861 435 728	
62	Services	789 318 773	
81	VALEUR AJOUTEE		8 497 558 062
77	Produits divers		62 136 570
78	Transfert de charges d'exploitation		43 941 199
63	Frais de personnel	3 099 420 784	
64	Impôts et taxes	313 988 561	
65	Frais financiers	299 073 900	
66	Frais divers	128 113 624	
68	Dotations aux amortissements	1 170 510 055	
83	RESULTAT D'EXPLOITATION		3 592 528 907
79	Produits hors exploitation		2 532 766 253
69	Charges hors exploitation	2 608 095 321	
84	RESULTAT HORS EXPLOITATION	75 329 069	
	Résultat brut de l'exercice		3 517 199 838
	Quote part résultat consolidé	1 638 740	
	Impôts sur le bénéfice	640 560 733	
	RESULTAT NET DE L'EXERCICE		2 875 000 365

الملحق رقم (08): القوائم المالية لمجمع صيدال 2010.

GRUPE INDUSTRIEL SAIDAL SPA
Direction des Finances et du Portefeuille

DATE DE CLOTURE : 31/12/2010

N° DE COMPTES	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	7 208 258 149,96		7 208 258 149,96	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	14 206 128 771,89	11 822 294 076,10	2 583 834 695,59	2 478 366 616,27
	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	5 988 208 332,35	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

Direction des Finances et du Portefeuille

DATE DE CLOTURE : 31/12/2010

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	31/12/2010	31/12/2009
	CAPITAUX PROPRES		
	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	375 839 801,41	457 264 505,16
	Écart d'équivalence		
	Résultat Net	1 270 482 853,00	2 871 813 551,05
	Autres capitaux propres -report à nouveau	-331 471 622,73	-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
	PASSIFS NON COURANTS		
	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
	PASSIFS COURANTS		
	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

DATE DE CLOTURE : 31/12/2010

N° DE COMPTES	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	-1 962 879 580,27	-3 322 709 630,78
	Reprises sur pertes de valeurs et provisions	1 417 710 036,21	1 499 948 522,19
	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	-261 801 048,77	-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	-242 608 367,47	-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	-12 430 162 099,32	-14 238 149 247,00
	VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	1 277 003 601,33	2 873 452 290,85
	Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)		
	Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)		
	IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE		
	X - RESULTAT DE L'EXERCICE	1 277 003 601,33	2 873 452 290,85
	Résultat minoritaires	-6 520 748,33	-1 638 739,80
	XI - RESULTAT NET DE L'EXERCICE	1 270 482 853,00	2 871 813 551,05

الملحق رقم (09): القوائم المالية لمجمع صيدال 2011

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	28 251 187 962,66

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
	<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
	Ecart 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

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
	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 (10): القوائم المالية لمجمع صيدال 2012.

Communiqué aux Actionnaires du Résultat du 1^{er} semestre 2012

Le Conseil d'Administration du Groupe SAIDAL, réuni en séance ordinaire le 20 septembre 2012 a arrêté les comptes du 1^{er} semestre 2012 et communique conformément au règlement de la COSOB du 20 janvier 2000 aux actionnaires de l'entreprise le bilan consolidé du 1^{er} semestre 2012

ACTIF

DESIGNATIONS	30/06/2012			30/06/2011	%
	MONTANTS BRUTS	AMORTIS PROVISIONS	MONTANTS NETS		
ACTIFS NON COURANTS					
Ecart d'acquisition (ou goodwill)					
Immobilisations incorporelles	192 012 197,96	169 400 934,85	22 611 273,11	28 221 664,19	-19,88%
Immobilisations corporelles	-	-	-	-	-
Terrains	4 901 276 243,87	-	4 901 276 243,87	7 136 480 473,75	-36,92%
Bâtiments	6 718 232 498,36	4 938 992 715,25	1 789 239 783,11	2 314 695 823,27	-22,70%
Autres immobilisations corporelles	14 625 959 622,06	11 861 140 391,15	2 764 819 230,90	2 256 492 416,25	22,53%
Immobilisations en concession	209 876 436,00	3 179 946,00	206 696 490,00	-	-
Immobilisations en cours	307 480 547,52	-	307 480 547,52	97 878 788,38	214,14%
Immobilisations financières	-	-	-	-	-
Titres mis en équivalences - entreprises associées	-	-	-	-	-
Autres participations et créances rattachées	1 635 483 537,52	56 962 331,05	1 578 521 206,46	1 290 277 301,80	22,36%
Autres titres immobilisés	-	-	-	-	-
Prêts et autres actifs financiers non courants	30 635 203,17	-	30 635 203,17	27 529 947,25	11,28%
Impôts différés actif	187 722 185,64	-	187 722 185,64	187 722 185,64	-
TOTAL ACTIF NON COURANTS	28 408 878 472,60	17 019 678 988,32	11 989 102 164,18	18 938 288 802,64	-14,81%
ACTIFS COURANTS					
Stocks et encours	6 011 192 624,76	570 932 828,14	5 440 259 796,62	5 828 832 259,69	-6,67%
Créances et emplois assimilés	-	-	-	-	-
Clients	4 916 160 926,28	1 699 039 770,13	3 217 121 156,15	4 437 032 005,61	-27,49%
Autres débiteurs	565 776 166,10	28 720 954,64	537 055 211,46	436 726 723,55	22,97%
Impôts	418 846 158,42	345 983 806,32	72 862 352,10	166 929 369,12	-56,35%
Autres actif courant	-	-	-	68 258 962,21	-
Disponibilités et assimilés	-	-	-	-	-
Placements et autres actifs financiers courants	18 559 989,19	-	18 559 989,19	18 559 989,19	-
Trésorerie	6 169 444 457,53	82 065 171,53	6 087 379 286,00	3 504 097 283,49	73,72%
TOTAL ACTIFS COURANTS	18 099 880 322,28	2 726 742 690,78	16 879 237 791,62	14 480 408 692,86	8,81%
TOTAL ACTIF	46 508 768 794,78	19 746 421 679,10	28 868 399 955,80	27 788 706 196,40	-3,74%

FAITS MARQUANTS

- * Evolution du résultat net de 3,47%
- * Réduction des créances clients de 27%
- * Evolution de la trésorerie de 73%

DONNEES CONSOLIDES

Production

RUBRIQUES	30/06/2012	30/06/2011	EVOLUTION
Quantités (1 000 UV)	67 061	70 770	-5,24%
Valeurs (1 000 DA)	5 298 326	5 383 424	-1,58%

OPINIONS SUR LES COMPTES CONSOLIDES

Nous avons effectué notre examen des comptes selon les normes de la profession, qui requièrent la mise en oeuvre de diligences limitées conduisant à une assurance moins élevée que celle relevant d'un audit. Un examen de cette nature ne comprend pas tous les contrôles propres à un audit, mais se limite à mettre en oeuvre des procédures analytiques et obtenir toutes les informations nécessaires des dirigeants et de toute personne compétente. Nous n'avons pas relevé d'anomalies significatives de nature à remettre en cause la régularité et la sincérité des comptes consolidés arrêtés au 30/06/2012 ni altérer l'image fidèle du Groupe

LES COMMISSAIRES AUX COMPTES

M.CHOUDER Y.DJELLOULI

Le Président du Conseil d'Administration

B.DERKAOU

PASSIF

DESIGNATIONS	30/06/2012	30/06/2011	%
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00	-
Capital non appelé	-	-	-
Primes et réserves -(réserves consolidées)	8 317 865 031,28	6 928 479 270,36	20,05%
Ecart de réévaluation	773 402 027,07	335 127 149,52	130,78%
Ecart d'équivalence	-	-	-
Résultat Net	1 716 361 452,03	1 658 809 860,72	3,47%
Autres capitaux propres -report à nouveau	330 070 064,35	707 113 651,54	-53,32%
Intérêts minoritaires	786 838 831,14	729 088 716,72	7,92%
TOTAL I	14 424 638 406,87	12 868 818 848,88	12,18%
PASSIFS NON COURANTS			
Emprunts et dettes financières	1 436 875 284,78	1 594 454 987,10	-9,88%
Impôts (différés et provisionnés)	262 388 287,15	219 000 183,14	15,25%
Autres dettes non courantes	-	-	-
Provisions et produits comptabilisés d'avance	3 845 447 271,64	6 697 580 346,85	-42,58%
TOTAL PASSIFS NON COURANTS II	6 604 710 843,67	8 611 035 517,10	-34,97%
PASSIFS COURANTS			
Fournisseurs et comptes rattachés	2 632 509 180,00	2 701 344 169,73	-2,55%
Impôts	37 217 796,14	38 907 429,81	-4,34%
Autres dettes	3 398 326 497,71	2 974 349 648,10	14,25%
Trésorerie passif	735 037 242,41	714 499 782,80	2,87%
TOTAL PASSIF COURANT III	6 803 980 706,26	6 429 101 028,44	5,82%
TOTAL GENERAL PASSIF	28 782 389 866,70	27 788 706 196,40	-3,73%

COMPTE DE RESULTAT

DESIGNATIONS	30/06/2012	30/06/2011	%
Chiffre d'affaires	5 957 570 476,44	6 101 114 534,28	-2,35%
Variation stocks produits finis et en cours	263 687 578,27	227 717 972,74	11,40%
Production immobilisée	-	-	-
Subvention d'exploitation	-	-	-
I - PRODUCTION DE L'EXERCICE	6 221 258 054,71	6 328 832 507,02	-1,86%
Achats consommés	-2 258 397 315,84	-2 094 140 335,07	7,84%
Services extérieurs et autres consommations	-326 941 997,60	-347 169 031,17	-25,99%
II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE	-2 585 339 313,44	-2 441 309 366,24	3,03%
III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I - II)	3 635 918 741,27	3 887 523 140,78	-6,93%
Charges de personnel	-1 619 155 018,38	-1 746 038 051,22	-7,27%
Impôts, taxes et versements assimilés	-92 379 013,96	-155 969 814,79	-40,77%
IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	1 924 384 708,93	1 986 515 274,77	-3,06%
Autres produits opérationnels	77 275 183,34	56 613 743,27	36,50%
Autres charges opérationnelles	-96 633 263,59	-99 290 303,52	-2,68%
Dotations aux amortissements et pertes de valeur	-520 158 132,69	-909 516 710,73	-42,81%
Reprises sur pertes de valeurs et provisions	327 035 716,83	676 478 939,11	-51,66%
V - RESULTAT OPERATIONNEL	1 771 804 212,82	1 708 800 842,80	3,63%
Produits financiers	27 390 399,21	21 052 919,47	30,10%
Charges financières	-62 904 520,01	-68 042 507,43	-7,55%
VI - RESULTAT FINANCIER	-35 514 120,80	-46 989 587,96	-24,42%
VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)	1 736 289 092,02	1 661 811 254,84	4,42%
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-	-	-
Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires	-521 567,10	-	-
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	1 735 767 524,92	1 661 811 254,84	4,21%
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-4 907 090 829,17	-5 420 166 753,93	-9,47%
VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	1 730 860 695,75	1 661 811 254,84	4,39%
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)	-	-	-
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)	-	-	-
IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE	0,00	0,00	
RESULTAT MINORITAIRES	-19 507 072,89	-4 001 494,22	387,49%
RESULTAT DU SEMESTRE	1 711 353 622,86	1 657 809 760,62	3,47%

الملحق رقم (11): القوائم المالية لمجمع صيدال 2014.



Direction des Finances et Comptabilité

ETATS FINANCIERS CONSOLIDES
GROUPE INDUSTRIEL SAIDAL

EXERCICE 2014

GROUPE INDUSTRIEL SAIDAL SPA
Direction des Finances et Comptabilité

BILAN GROUPE AU 31/12/2014 « MISE EN EQUIVALENCE »

DESIGNATIONS	MONTANTS	AMORTS OU	MONTANTS	31/12/2013
	BRUTS	PROVISIONS	NETS	
ACTIFS NON COURANTS				
Écart d'acquisition (ou goodwill)	58 268 550,00	0,00	58 268 550,00	58 268 550,00
Immobilisations incorporelles	201 799 344,60	189 768 823,00	12 030 521,60	13 511 340,46
Immobilisations corporelles	0,00	0,00		
Terrains	4 514 492 953,87	0,00	4 514 492 953,87	4 525 499 753,87
Bâtiments	7 032 781 737,47	5 269 783 914,71	1 762 997 822,76	1 909 285 170,47
Autres immobilisations corporelles	15 300 746 959,15	13 696 697 490,28	1 604 049 468,87	2 003 175 109,47
Immobilisations en concession	87 528 246,00	1 266 904,74	86 261 341,26	10 346 779,38
Immobilisations en cours	2 502 907 388,68	0,00	2 502 907 388,68	470 133 457,73
Immobilisations financières	0,00	0,00	0,00	
Titres mis en équivalences – entreprises associées	1 846 291 841,31	0,00	1 846 291 841,31	1 776 264 616,78
Autres participations et créances rattachées	102 167 575,00	53 136 586,28	49 030 988,72	75 281 129,79
Autres titres immobilisés	0,00	0,00	0,00	
Prêts et autres actifs financiers non courants	103 321 318,61	0,00	103 321 318,61	109 092 099,30
Impôts différés actif	463 577 177,79	0,00	463 577 177,79	357 881 232,62
TOTAL ACTIFS NON COURANTS	32 213 883 082,48	18 210 868 718,01	13 003 228 373,47	11 308 798 238,87
ACTIFS COURANTS	0,00	0,00		
Stocks et en cours	7 103 810 877,97	1 496 894 537,00	5 606 916 340,97	5 534 355 055,31
Créances et emplois assimilés	0,00	0,00		
Clients	5 136 249 341,15	1 687 454 939,36	3 448 794 401,79	3 830 960 856,37
Autres débiteurs	1 036 790 150,80	0,00	1 036 790 150,80	1 865 186 534,90
Impôts	601 389 838,47	345 347 828,24	256 042 010,23	115 898 709,75
Autres actif courant	18 795 412,47	0,00	18 795 412,47	12 500 000,00
Disponibilités et assimilés	0,00	0,00	0,00	
Placements et autres actifs financiers courants	3 018 559 989,19	0,00	3 018 559 989,19	2 018 559 989,19
Trésorerie	5 281 852 295,08	83 275 568,07	5 198 576 727,01	5 413 372 987,30
TOTAL ACTIFS COURANTS	22 187 447 806,13	3 812 972 872,87	18 684 476 032,48	18 780 834 132,82
TOTAL GENERAL ACTIF				30 089 673 372,88
	64 411 330 887,81	22 823 826 681,88	31 687 704 405,88	

GRUPE INDUSTRIEL SAIDAL SPA
 Direction des Finances et Comptabilité

BILAN GROUPE AU 31/12/2014 « MISE EN EQUIVALENCE »

DESIGNATIONS	31/12/2014	31/12/2013
<u>CAPITAUX PROPRES</u>		
Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00
Capital non appelé	0,00	
Primes et réserves -(réserves consolidées)	11 282 665 927,33	9 421 890 281,31
Ecart de réévaluation	218 627 945,68	435 055 781,83
Écart d'équivalence	778 627 191,02	558 004 893,04
Résultat Net	1 477 761 668,22	2 858 147 326,78
Autres capitaux propres -report à nouveau	371 301 688,91	319 161 089,57
Intérêts minoritaires	961 690 080,29	858 378 750,19
TOTAL I	17 680 884 388,46	16 748 436 102,49
<u>PASSIFS NON COURANTS</u>		
Emprunts et dettes financières	3 383 163 695,36	2 911 048 861,38
Impôts (différés et provisionnés)	267 823 005,95	252 388 287,15
Autres dettes non courantes	3 456 705 764,33	493 645 268,24
Provisions et produits comptabilisés d'avance	1 381 034 485,26	1 351 120 085,82
TOTAL PASSIFS NON COURANTS II	8 488 726 950,90	5 008 200 602,57
<u>PASSIFS COURANTS</u>	0,00	
Fournisseurs et comptes rattachés	1 460 434 895,94	1 227 878 706,58
Impôts	363 939 782,75	584 484 142,35
Autres dettes	3 055 762 788,63	5 818 577 282,18
Trésorerie passif	628 175 601,26	732 016 538,52
TOTAL PASSIF COURANT III	6 608 318 088,68	8 342 936 667,63
TOTAL GENERAL PASSIF	31 687 704 406,83	30 099 573 372,69

BILAN GROUPE AU 31/12/2014 « MISE EN EQUIVALENCE »

DESIGNATIONS	31/12/2014	31/12/2013
Chiffre d'affaires	9 789 025 905,91	11 461 847 581,90
Variation stocks produits finis et en cours	47 596 284,29	782 030 567,10
Production immobilisée		
Subvention d'exploitation		
I - PRODUCTION DE L'EXERCICE	9 836 622 190,20	12 243 878 149,00
Achats consommés	-3 017 970 352,54	-3 556 475 280,95
Services extérieurs et autres consommations	-815 279 475,31	-740 255 739,42
II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE	-3 833 249 827,85	-4 296 731 000,37
III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I - II)	6 003 372 362,35	7 947 147 148,63
Charges de personnel	-3 222 199 202,24	-3 848 442 866,21
Impôts, taxes et versements assimilés	-205 064 473,74	-211 018 083,50
IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	2 576 108 686,37	3 887 686 198,92
Autres produits opérationnels	85 434 154,80	123 256 224,16
Autres charges opérationnelles	-204 467 978,10	-135 200 827,62
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeur	-1 130 374 262,15	-1 431 299 339,58
Reprises sur pertes de valeurs et provisions	292 035 551,31	501 957 026,14
V - RESULTAT OPERATIONNEL	1 618 736 152,23	2 946 399 282,02
Produits financiers	106 709 251,37	73 629 153,44
Charges financières	-157 011 457,30	-221 326 017,88
VI - RESULTAT FINANCIER	-50 302 205,93	-147 696 864,44
VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)	1 568 433 946,30	2 798 702 417,58
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-309 812 391,00	-500 440 495,49
Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires	-90 261 226,37	4 682 574,50
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	10 320 801 147,68	12 942 720 552,74
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-8 971 918 366,01	-10 649 121 205,15
VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	1 348 882 781,67	2 293 599 347,59
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)		
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)		-21 476,75
IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE		-21 476,75
X - RESULTAT BRUT DE L'EXERCICE	1 348 882 781,67	2 293 577 870,84
Résultat minoritaires	14 686 721,26	70 792 332,18
part dans le Résultat dans Stes mises en équivalence	114 182 050 ,29	293 777 123,74
RESULTAT NET DE L'EXERCICE	1 477 751 553,22	2 658 147 326,76

الملحق رقم (12): التوزيعات السنوية لمجمع صيدال.



بعض المؤشرات عن الشركات المعتمدة

مجموعة صيدال (٣) :

1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	المؤشرات
4 666 786 913	4 201 749 206	5 264 243 108	5 820 808 044	6 129 511 715	6 578 621 559	6 720 842 689	7 222 361 143	رقم الأعمال
721 774 511	271 109 221	379 810 902	187 339 238	482 290 897	456 231 457	430 555 200	547 483 833	النتيجة الصافية
36	20	13,60,40	9	24	20	20	23	الربائح المقبوضة

المؤشرات المالية لمُصدري سندات رأس المال (بالدينار)

الربائح عن كل سهم	النتيجة الصافية	القيمة المضافة	رقم الأعمال	مجموع الأصول	السنة	الشركة
11	872.149.771	4.871.616.363	8.022.396.286	15.014.596.804	2007	مجموعة
35	1.346.638.302	6.220.523.631	9.882.486.205	18.674.201.750	2008	صيدال

Société	Année	Total actif	Chiffre d'affaires	Valeur ajoutée	Résultat net	Dividende par action
Groupe SAIDAL	2011	27 277 970 868	13 504 270 701	7 084 738 682	2 060 480 316	35
	2012	30 021 145 495	13 895 054 473	7 963 460 024	1 965 160 951	40

Société	Année	Total actif	Chiffre d'affaires	Valeur ajoutée	Résultat net	Dividende par action
Groupe SAIDAL	2013	30 099 573 372	11 461 847 581	7 947 147 148	2 658 147 326	40
	2012	30 021 145 495	13 895 054 473	7 963 460 024	1 965 160 951	40