جامعة الدكتور يحي فارس بالمدية

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية

وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير

الموضوع:

أثر تكلفة التمويل في تحديد الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة

دراسة حالة مجمع صيدال من الفترة (2015/2002)

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم التجارية.

تخصص: مالية المؤسسة.

من إعداد الطالبين:

- بوخاري إيمان
- بلقاسمي إلياس

تحت إشراف الأستاذ:

- زاهي محمد أمين

السنة الجامعية: 2018/2017


بسم الله الرحمن الرحيم

كلمة شكر وتقدير

الحمد لله نحمده حمدا يليق بجلاله على كل نعمة من بها علينا

نحمده ونثني عليه.

نتوجه بالشكر الجزيل والتقدير الكبير والعرفان الجميل إلى:

الأستاذ الكريم "زاهي محمد أمين" الذي تفضل بالإشراف على هذا البحث، فكان لنا نعم المعلم الناصح والصابر، فله علينا دين سنبقى عاجزين على آدائه.

كما نتقدم بالشكر الجزيل والخاص إلى الدكتور "مليكاوي مولود" الذي ساعدنا كثيرا في إنجاز هذا البحث، دون أن ننسى رئيس قسم العلوم التجارية الأستاذ"محمد بن عيشوش" الذي كان سندا لنا طيلة مسارنا الجامعي.

وكذلك الأساتذة لتفضلهم بمناقشة هذه المذكرة.

ونشكر جميع الأساتذة والزملاء على التوجيهات والدعم.

إلى كل من وقف معنا ودعمنا من بعيد أو قريب على إنجاز هذا البحث بجهده، ووقته،

ودعائه، ودام ودمنا معه أوفياء.



إهداء



أهدي ثمرة نجاحي إلى من قال فيهما عز و جل: **"وقضى ربك ألا تعبدوا إلا إياه وبالوالدين إحسانا"**

"سورة الإسراء "-الآية"23"

إلى أغلى ما في الوجود، إلى التي ضلت دعواتها ترافقني طيلة حياتي،

إلى من تشوقت لرؤيتي على ما أنا عليه اليوم،

إلى الغالية: **أمي** ثم **أمي** ثم **أمي** أطال الله في عمرها و أدخلها جنته.

إلى الذي تحمل مشقة وعناء الحياة لأجلنا، و سهر الليالي لتوفير راحتنا، إلى مثلي في الحياة الحبيب الغالي أبي الغالي **"عبد الله"** فلن أنسى فضله إلى يوم الدين أطال الله في عمره.

إلى من منحوني الدعم والحنان إخوتي الأعزاء:

محمود وزوجته فضيلة، فاطمة وزوجها محمد، سيدأحمد.

إلى عصافير العائلة: "سيف الدين إسلام"، "أمين عبد القادر"، "جهاد عبد المؤمن"، "آدم عبدالله" حفظهم الله ورعاهم

إلى صديقاتي: نور الهدى، فاطمة، جهان، إيمان، أمينة، منال.

إلى توأم روحي و نصفي الثاني "فؤاد"

إلى شريكي في هذا العمل "إلياس"

إلى زملاء الدراسة طلبة سنة ثانية ماستر "مالية المؤسسة" دفعة **2018/2017.**

إيمان



إهداء

أهدي ثمرة جهدي إلى من تفانت في تربيتي و غمرتني بالحب و العطف و الحنان ... إلى أغلى إنسان عندي في الوجود ... إلى أمي ... حفظها الله لنا و أطال في عمرها ...

إلى سندي في الحياة ... أبي العزيز حفظه الله لنا

إلى أخواتي الغاليات سميرة، أمينة، فاطمة، أسماء وفضيلة وأزواجهم أمين، إسماعيل، يوسف، مولود وكمال... حفظهم الله.

إلى إخوتي الأعزاء محمد وزوجته سهيلة، اخي العزيز فؤاد.

إلى عصافير العائلة: رؤيا، مريم، جود، رحمة، ميساء، والكتكوت عبد الرحمان بدون أن أنسى أمير إبن صديقي أمين.

كما أتقدم بالشكر الخاص إلى الدكتور "مليكاوي مولود" الذي ساعدنا في إعداد هذا البحث.

إلى كل الأصدقاء خاصة: أمين، أيوب، مراد، عقبة، زاكي، فيصل، إسلام وياسين، وكل الطاقم التربوي العامل معي خاصة الأساتذة: نسيم، خالد وجيلالي.

إلى زميلتي في هذا العمل ايمان...

و إلى كل طلبة السنة الثانية ماستر لدفعة **2018/2017** .



إلياس

فهرس المحتويات.

المحتويات	الصفحة
شكر.....	
إهداء.....	
مستخلص.....	
قائمة الجداول.....	
قائمة الأشكال.....	
قائمة الملاحق.....	
مقدمة.....	

الفصل الأول: عموميات حول التمويل والهيكل المالي	30-02
تمهيد الفصل الأول.....	02
المبحث الأول: الخلفية النظرية لتكلفة التمويل والهيكل المالي والقيمة في المؤسسة....	03
المطلب الأول: السياسات التمويلية في المؤسسة.....	03
المطلب الثاني: اتخاذ قرار التمويل والتكلفة التمويلية.....	10
المطلب الثالث: أساسيات حول الهيكل المالي والقيمة في المؤسسة.....	14
المبحث الثاني: أثر تكلفة التمويل على قرار التمويل وفي تحديد الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة.....	16
المطلب الأول: مفهوم تكلفة التمويل.....	16
المطلب الثاني: حساب تكلفة التمويل.....	18
المبحث الثالث: أثر تكلفة التمويل على قيمة المؤسسة وفق الفكر المالي.....	21
المطلب الأول: الهيكل التمويلي في ظل كمال الأسواق.....	21
المطلب الثاني: الهيكل التمويلي في ظل التيارات المالية الجديدة.....	26
خلاصة الفصل الأول.....	30

الفصل الثاني: الدراسة التطبيقية للبحث	32

تمهيد الفصل الثاني.....	32
المبحث الأول: تحليل بيانات الدراسة ومناقشتها.....	33
المطلب الأول: الطريقة المستخدمة.....	33
المطلب الثاني: أدوات الدراسة.....	35
المبحث الثاني: علاقة تأثير تكلفة رأس المال على تكلفة التمويل والهيكل التمويلي.....	47
المطلب الأول: قياس علاقة الارتباط الإحصائي بين تكلفة رأس المال وتكلفة الأموال....	47
المطلب الثاني: قياس علاقة الارتباط الإحصائي بين تكلفة رأس المال والهيكل التمويلي	49
المطلب الثالث: نتائج الدراسة.....	52
خلاصة الفصل الثاني.....	53
خاتمة.....	55
قائمة المصادر والمراجع.....	59
الملاحق.....	62

قائمة الجداول.

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة

01	تمثيل الفائض التنظيمي وثروة المؤسسة	28
02	تطور حجم التمويل الذاتي للمجمع خلال الفترة (2002-2015)	36
03	تطور حجم رأس المال للمجمع خلال الفترة (2002-2015)	38
04	تطور الهيكل التمويلي لمجمع صيدال خلال الفترة (2002-2015)	39
05	تطور تكلفة رأس المال للمجمع خلال الفترة (2002-2015)	41
06	تطور تكلفة الأرباح المحتجزة للمجمع خلال الفترة (2002-2015)	43
07	تطور التكلفة الوسطية المرجحة للمجمع خلال الفترة (2002-2015)	45
08	تطور تكلفة رأس المال وتكلفة التمويل للمجمع للفترة (2002-2015)	48
09	علاقة الارتباط بين المتغير المستقل (تكلفة رأس المال) والمتغير التابع (تكلفة التمويل) لمجمع صيدال خلال الفترة(2002-2015)	49
10	تطور تكلفة رأس المال (متغير مستقل) وحجم التمويل الذاتي (متغير تابع) لمجمع صيدال خلال الفترة (2002-2015)	50
11	علاقة الارتباط بين المتغير المستقل (تكلفة رأس المال) والمتغير التابع (التمويل الذاتي) لمجمع صيدال خلال الفترة(2002-2015)	51

قائمة الأشكال.

رقم الشكل	عنوان الشكل	الصفحة
01	السياسة المعتدلة في التمويل (سياسة مثالية)	05
02	السياسة المحتفظة في التمويل	06
03	السياسة المغامرة في التمويل	07
04	تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة بدلالة الاقتراض وفق مدخل صافي الربح	22
05	سلوك متغيرات تكلفة الاقتراض وتكلفة أموال الملاك وأيضا التكلفة الكلية للأموال وفقا لمدخل صافي ربح العمليات	24
06	العلاقة بين تكلفة الأموال ونسبة الاقتراض (المدخل التقليدي)	25
07	الهيكل التمويلي الأمثل حسب نظرية الوكالة	26
08	النموذج المقترح للدراسة	34
09	تطور حجم التمويل الذاتي للمجمع خلال الفترة (2002-2015)	37
10	تطور الهيكل التمويلي لمجمع صيدال خلال الفترة (2002-2015)	40
11	تطور تكلفة رأس المال للمجمع خلال الفترة (2002-2015)	42
12	تطور تكلفة الأرباح المحتجزة للمجمع خلال الفترة (2002-2015)	44
13	تطور التكلفة الوسطية المرجحة للمجمع خلال الفترة (2002-2015)	46
14	النموذج المقترح للدراسة	47
15	النموذج المقترح للدراسة	50

قائمة الملاحق.

رقم الملحق	عنوان الملحق
01	ميزانية الأصول لسنة 2002.
02	ميزانية الخصوم لسنة 2002.
03	جدول حسابات النتائج لسنة 2002.
04	ميزانية الأصول لسنة 2003.
05	ميزانية الخصوم لسنة 2003.
06	جدول حسابات النتائج لسنة 2003.
07	ميزانية الأصول لسنة 2004.
08	ميزانية الخصوم لسنة 2004.
09	جدول حسابات النتائج لسنة 2004.
10	ميزانية الأصول لسنة 2005.
11	ميزانية الخصوم لسنة 2005.
12	جدول حسابات النتائج لسنة 2005.
13	ميزانية الأصول لسنة 2006.
14	ميزانية الخصوم لسنة 2006.
15	جدول حسابات النتائج لسنة 2006.
16	ميزانية الأصول لسنة 2007.
17	ميزانية الخصوم لسنة 2007.
18	جدول حسابات النتائج لسنة 2007.
19	ميزانية الأصول لسنة 2008.
20	ميزانية الخصوم لسنة 2008.
21	جدول حسابات النتائج لسنة 2008.
22	ميزانية الأصول لسنة 2009.
23	ميزانية الخصوم لسنة 2009.
24	جدول حسابات النتائج لسنة 2009.
25	ميزانية الأصول لسنة 2010.
26	ميزانية الخصوم لسنة 2010.
27	جدول حسابات النتائج لسنة 2010.
28	ميزانية الأصول لسنة 2011.
29	ميزانية الخصوم لسنة 2011.
30	جدول حسابات النتائج لسنة 2011.
31	ميزانية الأصول لسنة 2012.
32	ميزانية الخصوم لسنة 2012.
33	جدول حسابات النتائج لسنة 2012.
34	ميزانية الأصول لسنة 2013.
35	ميزانية الخصوم لسنة 2013.
36	جدول حسابات النتائج لسنة 2013.

37	ميزانية الأصول لسنة 2014.
38	ميزانية الخصوم لسنة 2014.
39	جدول حسابات النتائج لسنة 2014.
40	ميزانية الأصول لسنة 2015.
41	ميزانية الخصوم لسنة 2015.
42	جدول حسابات النتائج لسنة 2015.

مستخلص.

يهدف هذا البحث إلى التعرف على أثر تكلفة التمويل على القرارات التمويلية وفي تحديد الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة لما لها من أهمية كبيرة على نمو المؤسسة واستمرارها، لذا وجب على الإدارة المالية للمؤسسة أن توازن بين قراراتها التمويلية للوصول إلى هيكل تمويلي مناسب والذي تنخفض عنده تكلفة الأموال إلى أدنى الحدود، ولتحقيق هذا الغرض قمنا بإجراء دراسة حالة لمؤسسة جزائرية اقتصادية والمتمثلة في مؤسسة " صيدال " لإيجاد العلاقة الارتباطية بين قرار التمويل وقيمة المؤسسة.

وقد خلصت الدراسة إلى أن تكلفة التمويل تعتبر عامل أساسي في اتخاذ القرار التمويلي للمؤسسة وكذا لها أثر كبير في تحديد الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة، وفي الأخير توصلنا إلى أن هناك علاقة طردية بين قرار التمويل وقيمة المؤسسة، ومن هنا نستنتج أن المؤسسة تعطي أهمية بالغة لعملية اتخاذ القرار التمويلي الذي يعتبر عاملا مهما في زيادة ثروة الملاك وبالتالي الرفع من قيمة المؤسسة.

الكلمات المفتاحية: القرار التمويلي، القيمة السوقية للمؤسسة، تكلفة التمويل، الهيكل المالي للمؤسسة.

Abstract.

This research aims to identify the impact of the cost of financing on financing decisions and in determining theoptimal financial structure of the institution because of its great importance to the growth and sustainability of the institution, so must be of financial managment for entreprise to balance between its financial desision to reach a suitable finance structure which decrease the finance cost to minimum, To achieve this purpose we have makes the empirical study to find a correlation between the financial decision and the value of the entreprise.

The study is concluded that financial cost is mailly factors to make the financial decision in entreprise, in finally we determined that there is a direct correlation between the financial decision and the value of the entreprise.Hence we conclude the the entreprise give the importance to make the financial decision process wich cosidere the main factor to increase the wealth of owners, thus raising the entreprise value.

Key Word : the financial decision, the market value of entreprise, the finance cost, financial structure of the corporation.

مقدمة

أولا: مقدمة.

شغلت المؤسسة الاقتصادية حيزا كبيرا في أعمال الاقتصاديين بمختلف اتجاهاتهم الأيديولوجية باعتبارها كتلة من الأنشطة الديناميكية المتفاعلة فيما بينها والوحدة الأساسية لأي اقتصاد، و بالتالي فإن تطور الاقتصاد الوطني مرتبط بالفعالية الاقتصادية والمالية والاجتماعية والبيئة للمؤسسة، كما أن نمو المؤسسة مرهون بعدة عوامل تختلف الحاجة إليها باختلاف البيئة التي تنشط فيها كتوفر رؤوس الأموال ،اليد العاملة المؤهلة، بالإضافة الى التسيير المحكم فيما يتعلق بالجانب المالي الذي يعتبر محركها الحيوي المسؤول عن كافة الأنشطة الرئيسية كالتمويل والاستثمار والتصرف في الأرباح بطريقة تمكن من بلوغ هدف المؤسسة والمتمثل في تعظيم قيمتها.

ويعتبر التمويل من بين الوظائف الأساسية للإدارة المالية في المؤسسة ومن الطبيعي أنه كلما زاد حجم الاستثمار زاد حجم التمويل، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة أهمية التمويل ولعل هذه الأهمية تنبع من القرارات المترتبة على التمويل كالقرارات التي تتعلق باختيار مصادر التمويل والتي تنقسم على مصدرين رئيسيين الأول التمويل بحقوق الملكية والثاني التمويل بالقروض، وبالتالي فالأداء المالي الإيجابي يتوقف على قدرة المؤسسة على تشكيل التوليفة المثلى للهيكل التمويلي ومدى استخدام المصادر التمويلية المتاحة أمامها بوتيرة تكافئ دوران أصلها الاقتصادي بما يضمن تشكيل الثروة والرفع من معدل النمو، فمن هذا المنطلق يمكن اعتبار الهيكل التمويلي بمثابة العنصر الأساسي والركن الرئيسي في موضوع تقييم وقياس الأداء المالي للمؤسسة، لأنه يصعب الحديث عن مؤسسة اقتصادية دون هيكل تمويلي، وبالتالي يتوجب عليها اتخاذ القرارات المتعلقة بالهيكل التمويلي بشكل يؤدي إلى تعظيم قيمتها.

كما يعتبر اتخاذ القرار التمويلي في المؤسسة من بين الوظائف الأساسية للإدارة المالية كونه يتعلق بتحديد هيكل التمويل الأمثل.

فالنظريات المفسرة للهيكل التمويلي (نظرية الهيكل التمويلي الأمثل ونظرية انعدام هيكل تمويلي أمثل) اهتمت بالإجابة عن الأسئلة التي كانت ولازالت محل جدل وخلاف بين الباحثين حول إمكانية تحقيق هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الاقتصادية من عدمه.

وما إذا كان الهيكل التمويلي يؤثر على القيمة السوقية للمؤسسة من عدمه، وتؤكد تلك النظريات من ان قرارات الهيكل التمويلي ماهي إلا تعديلات للوصول إلى ذلك الهيكل التمويلي الأمثل، لكن مع نهاية السبعينات من القرن العشرين ظهرت نظريات حديث (نظرية الإشارة، نظرية التمويل السلمي) تشير ان الهيكل التمويلي للمؤسسة هو نتيجة للسلوك التمويلي لها وليس العكس.

من خلال كل ما سبق تبرز معالم الإشكالية في السؤال الرئيسي التالي:

ما مدى تأثير تكلفة التمويل على القرارات التمويلية وكيف تؤثر هذه الأخيرة على هيكل التمويل؟

ومن أجل الإجابة على التساؤل الرئيسي والإحاطة بمختلف جوانب الموضوع تم طرح الأسئلة الفرعية التالية:

- ما المقصود بكل من القرارات التمويلية وتكلفة التمويل؟

_ ما مدى تأثير تكلفة التمويل على اتخاذ القرارات التمويلية؟

_ ما هي أهم النظريات التي تناولت الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية وتأثيره على قيمة المؤسسة؟

_ كيف ينعكس القرار التمويلي الأمثل على قيمة المؤسسة ونموها؟

ثانيا: فرضيات البحث.

للإجابة على التساؤل الرئيسي ومختلف الأسئلة الفرعية تم صياغة الفرضيات التالية:

_ تعتبر القرارات التمويلية عملية اختيار الهيكل التمويلي الأمثل من أجل الوصول إلى الأهداف المرغوبة
من قبل المؤسسة؛

_ تعتبر تكلفة التمويل من العوامل الرئيسية التي تأخذها الإدارة المالية في الاعتبار عند اتخاذ القرار التمويلي؛

_ تعتبر قدرة المؤسسة على ترشيد قراراتها التمويلية عاملا حاسما في زيادة ثروة الملاك، وبالتالي الرفع من قيمة المؤسسة.

ثالثا: أهمية البحث.

تكمن أهمية معالجة هذا الموضوع في معرفة مدى تأثير تكلفة التمويل على القرارات التمويلية المناسبة
التي تتخذها المؤسسة والمتمثلة في تشكيل التوليفة المثلى للهيكل التمويلي، ومدى مساهمة هذه القرارات في الرفع
من قيمة المؤسسة، كما أن عمل الإدارة المالية على تدنية التكاليف المالية لهيكلها التمويلي يعمل على زيادة العائد على الاستثمار وتعظيم التدفقات النقدية، وهو ما يعمل في صالح تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة، فالمؤسسة الناجحة تختار الهيكل التمويلي الذي يجعل التكلفة في أدنى مستوى لها ويعظم قيمة المؤسسة.

رابعا: أهداف البحث.

يهدف هذا البحث إلى محاولة الكشف عن النقاط التالية:

_ الاطلاع على أهم المفاهيم المتعلقة بقرار التمويل وتكلفة التمويل؛

_ معرفة كيفية تأثير الضرائب وتكلفة التمويل على القرارات التمويلية في المؤسسة؛

_ محاولة الاطلاع على سلامة قرارات التمويل في المؤسسة الاقتصادية الجزائرية من خلال دراسة حالة؛

_ إظهار العلاقة الترابطية بين ترشيد قرارات التمويل والقيمة السوقية للمؤسسة.

خامسا: حدود البحث.

_ **الحدود المكانية:** تمت الدراسة في مجمع "صيدال" بالجزائر.

_ **الحدود الزمانية:** جرت خلال الفترة 2002_2015 وذلك بالاعتماد على ميزانيات المؤسسة وكذا جداول حسابات النتائج، لتحديد تكلفة كل عنصر من عناصر الهيكل التمويلي وصولا إلى التكلفة الوسطية المرجحة.

سادسا: منهج البحث.

من أجل الإجابة على مختلف التساؤلات المطروحة، والتي تعكس إشكالية الدراسة واختبار الفرضيات المذكورة أعلاه وفي ظل أهداف البحث وأهميته تم اعتماد المنهج الوصفي التحليلي، حيث تم اعتماد المنهج الوصفي لتوضيح مختلف مصادر تمويل المؤسسة الاقتصادية وتقدير تكلفتها، وكذلك التعرف على أهم النظريات التي تناولت بالدراسة تركيبة الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية، وبعدها تم الاعتماد على المنهج التحليلي من خلال تحليل الهيكل التمويلي للمؤسسة محل الدراسة وعلاقات الارتباط بين القرار التمويلي من جهة وتكلفة التمويل من جهة
أخرى، وكذلك تحليل علاقة الارتباط بين قرار التمويل وقيمة المؤسسة.

سابعا: أسباب اختيار الدراسة.

تم اختيار الموضوع لعدة أسباب منها ما هو ذاتي ومنها ما هو موضوعي، نذكر منها:

_ الرغبة الشخصية للبحث في هذا النوع من المواضيع؛

_ موضوع البحث يتناسب ويخدم مجال التخصص (مالية المؤسسة)؛

_ تعد مسألة تمويل المؤسسة الاقتصادية ودراسة وتقييم هيكلها التمويلي من بين المواضيع الحساسة وذات الأهمية البالغة في مجال مالية المؤسسة؛

_ الأهمية البالغة التي تحظى بها القيمة السوقية للمؤسسة لضمان بقائها واستمراريتها.

ثامنا: صعوبات البحث.

نشير في الأخير إلى بعض الصعوبات التي واجهتنا في إعداد هذا البحث والتي تمكنا من تخطي بعضها
إلا أن هناك بعض الحقائق التي لم نستطع تجاوزها، خاصة في الجانب التطبيقي والتي تتمثل في النقاط التالية:

_ تكوين المعلومات حول البيانات المالية للمؤسسة الاقتصادية أمرا صعبا؛

_ صعوبة الحصول على المعلومات المالية محل الدراسة وذلك لسرية المعلومات وعدم التصريح بها لاستخدامها في البحوث العلمية؛

_ صعوبة تقدير التكلفة الحقيقية للأموال وكذا القيمة السوقية للمؤسسة محل الدراسة وخاصة خلال الفترة التي سبقت دخولها للبورصة.

تاسعا: الدراسات السابقة.

1) دراسة "أنفال حدة خبيزة" تحت عنوان "تأثير الهيكل المالي على استراتيجية المؤسسة الصناعية".

حيث تناولت في دراستها تحليلا كليا للهيكل المالي للمؤسسة ذلك من خلال وضع مفهوم شامل للهيكل المالي وماهيته ومحدداته وكذا استعراض مختلف النظريات المفسرة للهيكل المالي.

2) دراسة "عائشة قاضي" تحت عنوان "محددات الهيكل المالي للمؤسسة الصغيرة والمتوسطة في الجزائر".
لقد استعرضت في دراستها الإطار الشامل حول الهيكل المالي للمؤسسة، وكذا العوامل التي تتحكم في تركيبة الهيكل المالي، وكذا استعرضت أهم النظريات المفسرة للهيكل المالي في المؤسسة.

3) دراسة "عقيلة زهري" تحت عنوان "أثر الهيكل المالي على الاداء المالي للمؤسسة الاقتصادية".

حيث تطرقت في دراستها إلى إبراز الأثر المالي على الاداء المالي وذلك من خلال الدور المحوري والفعال الذي يلعبه في تقييم الوضعية المالية للمؤسسة، وتم الاعتماد في الدراسة على أداتين هما: القوائم والتقارير المالية، لقد استعرضت في دراستها على

الإطار الشامل للهيكل المالي وأثره على الاداء المالي للمؤسسة، وتطرقت كذلك إلى قدرة المؤسسة في تشكيل التوليفة المثلى للهيكل المالي ومدى استخدام المصادر التمويلية المتاحة أمامها بوتيرة تكافؤ دوران أصلها الاقتصادي.

عاشرا: هيكل البحث.

بغرض الإجابة على الإشكالية واختبار صحة الفرضيات المقدمة قمنا بتقسيم بحثنا إلى فصلين كالاتي:

الفصل الأول: خصص للتعريف أهم الاحتياجات التمويلية التي تحتاجها المؤسسة الاقتصادية وأهم السياسات المتبعة من طرفها، وكذا التعرف على أهم المصادر التمويلية المتاحة أمام المؤسسة الاقتصادية وتقدير تكلفتها، ومن أجل ذلك تم تقسيمه إلى ثلاث مباحث رئيسية حيث خصص المبحث الأول من هذا الفصل لدراسة الخلفية النظرية لتكلفة التمويل والهيكل المالي والقيمة في المؤسسة الاقتصادية، أما المبحث الثاني فاهتم بمعرفة أثر تكلفة التمويل على قرار التمويل وفي تحديد الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة، أما في المبحث الثالث و الأخير خصصناه لأثر تكلفة التمويل على قيمة المؤسسة وفق الفكر المالي.

الفصل الثاني: يعتبر هذا الفصل محاولة لتجسيد وتطبيق أهم النقاط التي تم التطرق لها في الجانب النظري من هذا البحث، و ذلك من خلال دراسة حالة تطبيقية لمجمع "صيدال"،وهذا بالتعرض فيه لدراسة تركيبة الهيكل التمويلي لمجمع "صيدال" خلال الفترة(2002_2015)،حيث خصص المبحث الأول من هذا الفصل إلى معرفة طريقة وأدوات الدراسة المعتمدة خلال الفترة المدروسة، وفي المبحث الثاني نحاول تحليل الهيكل التمويلي للمؤسسة وكذلك محاولة تقدير تكلفة كل عنصر وصولا إلى التكلفة الكلية، أما المبحث الثالث خصص لمعرفة أثر تكلفة التمويل على القرار التمويلي، وأثر هذا الأخير على القيمة السوقية لمجمع "صيدال" خلال الفترة المدروسة(2002_2015).

وأخيرا تم إدراج خاتمة تلخص ما ورد في الجانب التطبيقي وكذا اختبار فرضيات البحث، مع عرض لأهم النتائج المتوصل إليها والتوصيات المقدمة حول الموضوع، بالإضافة إلى اقتراح بعض المواضيع ذات العلاقة والتي يمكن أن تشكل إشكاليات بحوث في المستقبل.

الفصل الأول:

عموميات حول التمويل والهيكل المالي

تمهيد.

يتمثل الهدف الرئيسي للمؤسسة في الفكر المالي المعاصر في تعظيم قيمتها السوقية وعليه فهي مضطرة قبل اتخاذ أي قرار إلى معرفة اثاره على هذه القيمة، وبحكم هذا الهدف توجد نوعان من القرارات هما: قرار الاستثمار وقرار التمويل حيث يمكن زيادة قيمة المؤسسة إما من خلال قرارات استثمارية ينتج عنها زيادة العائد وتدفقات الخزينة الصافية، أو من خلال قرارات التمويل ينجم عنها تخفيض تكلفة الأموال إلى أدنى حد ممكن أو كلاهما معا.

ويتميز النشاط الاقتصادي للمؤسسة بحركية دائمة تديرها الاستثمارات المختلفة وباعتبار هذه الأخيرة العامل الأساسي الذي يسمح للمؤسسة بالبقاء والتطور، هذا ما يتطلب منها البحث عن مصادر تمويل احتياجاتها التي تسمح لها بمواجهة نشاطاتها وتجنب المؤسسة الوقوع في الأزمات المالية مثل العجز المالي.

وتعد مسألة التمويل من بين أعقد المشكلات الاستراتيجية التي تواجه تنمية وتطوير المؤسسة الاقتصادية، فالكيفيات أو الطرق المختلفة التي يحصل بها المستثمرون او المؤسسات على ما يحتاجون إليه من أموال هي أول ما يفكر فيه كل مستثمر أو مؤسسة.

وقد تم تخصيص هذا الفصل لإلقاء نظرة على التمويل في المؤسسة الاقتصادية ومصادره المتنوعة، وكيفية اتخاذ قرارا التمويل ومختلف العوامل التي تؤثر عليه مثل تكلفة الأموال عند الاختيار بين مختلف المصادر، وكذا حساب تكلفة التمويل لكل مصدر تمويلي لغرض الوصول للهيكل التمويلي الأمثل، وكيف يؤثر قرارا التمويل على قيمة المؤسسة، بالإضافة إلى التطرق إلى بعض الدراسات التي لها علاقة مباشرة بموضوع بحثنا.

وهذا من خلال المباحث التالية:

_ المبحث الأول: الخلفية النظرية لتكلفة التمويل والهيكل المالي والقيمة في المؤسسة؛

_ المبحث الثاني: أثر تكلفة التمويل على قرار التمويل وفي تحديد الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة؛

_ المبحث الثالث: أثر تكلفة التمويل على قيمة المؤسسة وفق الفكر المالي.

المبحث الأول: الخلفية النظرية لتكلفة التمويل والهيكل المالي والقيمة في المؤسسة.

تعد القرارات التمويلية من أخطر القرارات المالية التي تتخذها الإدارة المالية في المؤسسة لما لها من تأثير مباشر على الهدف الرئيسي للمؤسسة وهو تعظيم قيمتها، هذا الهدف أصبح هو المسيطر في الأدبيات المالية الحديثة بسبب تطور أشكال المؤسسات وانفصال الملكية عن التسيير، ولبلوغ هذا الهدف لابد من احترام مجموعة من القيود التي تنشأ بفعل متغيرات المحيط المالي.

المطلب الأول: السياسات التمويلية في المؤسسة.

تهتم السياسة التمويلية في المؤسسة بكيفية الحصول على الأموال من مصادرها المختلفة بأقل تكلفة ممكنة وبأقل مستوى من المخاطرة، وذلك لتغطية احتياجاتها اللازمة للقيام بنشاطها الاقتصادي الذي يظهر من خلال القرارات المتخذة من طرف الإدارة.

الفرع الأول: الاحتياجات المالية.

تعرف الاحتياجات المالية بأنها مختلف الاحتياجات الضرورية والمرتبطة ارتباطا مباشرا بنشاط المؤسسة الخاص، والتي قد تكون احتياجات قصيرة الأجل أو طويلة الأجل.

أولا: الاحتياجات المالية قصيرة الأجل (احتياجات دورة الاستغلال).

تعرف احتياجات تمويل دورة الاستغلال بأنها قسط أو جزء من الاحتياجات الضرورية المرتبطة ارتباطا مباشرا بتنفيذ البرامج والخطط المتعلقة بالجانب التشغيلي، مثل "المخزونات"، حقوق العملاء، حقوق الموردين، الرسم على القيمة المضافة، الديون الاجتماعية والجبائية، ويظهر هذا الاحتياج من خلال التباعد بين تاريخ شراء البضاعة أو المواد الأولية ومواد التحصيل (تحصيل المبيعات[1]).

ثانيا: الاحتياجات المالية طويلة الأجل.

يجب على المؤسسة أن تضمن استمرارها وتحفز نموها على المدى الطويل بصورة مستقلة من خلال تحقيق عوائد عالية وبصفة مستمرة، حيث تستعمل المؤسسات الاقتصادية طرق متعددة من التمويلات، والتي تختلف باختلاف احتياجاتها المالية، هذه الاحتياجات عادة ما تكون مرتبطة بمراحل تطورها خلال عمرها الإنتاجي من نشأتها فانطلاقها فنموها ثم إلى نضجها[2]، ويمكن إظهار نوع الاحتياجات حسب الأطوار التالية:

---

1 بن نوار عمار، **أثر قرار التمويل في المؤسسة الاقتصادية على العائد والمخاطرة**، مذكرة ماجستير (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، تخصص مالية ومحاسبة، جامعة عمار ثليجي، الأغواط، الجزائر، 2013/2012، ص11.

2 دريد كامل آل شبيب، **الإدارة المالية المعاصرة**، ط2، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص 263.

1_ الاحتياجات في طور التأسيس أو الإنشاء: تبدأ هذه المرحلة عند ظهور فكرة المشروع في ذهن صاحب المشروع إلى غاية تطبيقها في أرض الواقع، يحتاج صاحب المشروع هنا إلى رأس المال المخاطر ولأكثر تديد نميز ثلاث أنواع من الاحتياجات المالية في هذه المرحلة:

_ رأس المال الأولي (التأسيسي): في الفترة التأسيسية تحتاج المؤسسة لتمويل بداية نشاطها، وعادة ما تكون هناك صعوبة في الحصول على الأموال من المصادر الخارجية، ولذلك فغالبا ما يتخوف المستثمرون أو الممولون وكذا البنوك من هذا النوع من التمويل لأنه يعتبر الأكثر مخاطرة لكون المشروع في بدايته ولا يعرف مدى كفاءة صاحب المشروع لمقاومة الطوارئ، يقوم صاحب المشروع بإعداد خطة التطوير من أجل إقناع المستثمرين لتمويل الانطلاق، حيث يتعين عليه بذل جزء من رأس ماله لبداية تطوير الفكرة[1].

_ تمويل الانطلاق الفعلي للمشروع: وهو التمويل المتعلق بالسنوات الأولى من حياة المؤسسة والتي تكون فيها المؤسسة قد أنهت تصميم وتطوير منتوج معين، ولكن تكون بحاجة إلى الأموال للانطلاق في تصنيعه وبيعه، وبالتالي تتطلب هذه المرحلة توفر الأموال الخاصة التي ستتمكن من مواجهة جزء من المصاريف الأولية، حيث تكون نتائج المؤسسة خلال هذه المرحلة أغلب الأحيان سالبة نظرا للتكاليف الثابتة التي تتحملها المؤسسة وبالتالي تحميلها على حجم ضيق من الإنتاج[2].

2_ الاحتياجات المالية في مرحلة النمو.

تصل المؤسسة لهذه المرحلة بعد نجاحها في تجاوز مخاطر المرحلة السابقة، وتتميز هذه المرحلة بنمو سريع لمستوى الإنتاج والمبيعات، وكذلك الأرباح نظرا للطلب على منتجاتها من قبل المستهلكين، وبزيادة المبيعات تقابلها تدفقات مالية موجبة، ومن الناحية المالية سينعكس هذا النمو الذي تشهده المؤسسة في ارتفاع الاحتياجات المالية المرتبطة بالاستثمارات التي يتطلبها التوسع في القدرات الإنتاجية لتمويل إنتاج منتجات بديلة أو تطوير منتجات حالية، إذا قضت ضرورة مواجهة متطلبات المنافسة، وكذا الاحتياجات في رأس المال العامل الناتج عن نمو وتطوير المبيعات وخاصة عندما تكون المؤسسة مجبرة على البيع بمنح آجال للدفع لزبائنها إذا ما أرادت كسب سوق معين، الأمر الذي يجعلها في احتياج مستمر للتمويل قصير الأجل[3].

3_ الاحتياجات المالية في مرحلة التوسع.

تقيم المؤسسات التي لديها فرص للتوسع عمليات التسيير بالشكل الذي يسمح لها بتحقيق توسعات جديدة في القدرات الإنتاجية أو شبكتها التجارية، حيث تسجل المؤسسة في هذه الحالة مردودية عالية أو حصولها

---

[1] أحمد بوراس، **تمويل المنشآت الاقتصادية**، دار العلوم للنشر والتوزيع، عنابة، الجزائر، 2008، ص ص 19-20.

[2] **المرجع نفسه**، ص 20.

[3] بن نوار عمار، **مرجع سابق**، ص13.

على مؤشرات إيجابية مستقبلا من خلال رقم أعمالها الكبير بسبب الرواج الذي تلقاه منتجاتها في السوق، إضافة إلى الإخلاص الذي تلمسه من زبائنها وبالتالي تمتعها بميزة تنافسية واضحة، ومنه تحتاج المؤسسة في هذه المرحلة إلى موارد مالية لتوسيع قدرتها الإنتاجية وقوتها البيعية بهدف تطوير وتمويل منتجات جديدة[1].

4_ الاحتياجات المالية في مرحلة النضج.

بعد مرحلة توسع ناجحة تكون المؤسسة قد ضمنت حصة سوقية معتبرة، بذلك تصل إلى مرحلة تتسم بالنضوج من حيث استقرار ونمو المبيعات والأرباح، في هذه المرحلة تحاول المؤسسة الاقتصادية الحفاظ على حصتها من المبيعات وهذا ما يجعلها في احتياج مستمر ولكن بنسبة أقل للتمويل قصير الأجل وذلك من أجل تلبية احتياجات الدورة الاستغلالية وما تتطلبه من سياسات بيعية لأجل، وقليل من التمويل طويل الأجل لتمويل منتجات بديلة أو تطوير المنتجات الحالية، إذا ما استدعى الأمر ذلك لمواجهة متطلبات المنافسة[2].

5_ الاحتياجات المالية في مرحلة الانحدار.

في هذه المرحلة تبدأ مبيعات المؤسسة تعرف تراجعا ملحوظا بسبب انخفاض الطلب على منتجاتها لفقدان تنافسيتها في السوق، مما يزيد احتياجها إلى تمويل إضافي لاسيما عند محاولة طرح منتج جديد في السوق وما يرافق هذه العملية من تمويلات معتبرة، هنا يبرز دور المؤسسات التمويلية كالبنوك وغيرها في دعم هذه المؤسسات ومساندتها ليس بالتمويل المناسب فقط، بل ببرامج متكاملة كعمليات إعادة التأهيل الخاصة بجميع وظائف المؤسسة[3].

الفرع الثاني: سياسات التمويل.

تشير المراجع إلى وجود ثلاث أنواع لسياسات التمويل والمتمثلة في:

أولا_ السياسة المعتدلة في التمويل (سياسة مثالية).

تقتضي هذه السياسة بضرورة مواءمة توقيت استحقاق الأموال المستخدمة في تمويل الأصل مع توقيت التدفقات النقدية المتولدة عنه، وطبقا لهذا المبدأ ينبغي تمويل الأصول الدائمة التي عادة ما تتحول إلى نقدية بعد فترة طويلة من كصادر تمويل طويلة الاجل كالقروض الطويلة الأجل وحقوق الملكية، أما فيما يتعلق بالأصول المؤقتة (الأصول المتداولة المؤقتة) التي عادة ما تتحول إلى نقدية خلال فترة قصيرة، فإنه ينبغي تمويلها من مصادر تمويل قصيرة الأجل، وبالتالي فإن السياسة المثالية تبرز نقطة هامة، وهي أن قرار المفاضلة بين مصادر التمويل القصيرة

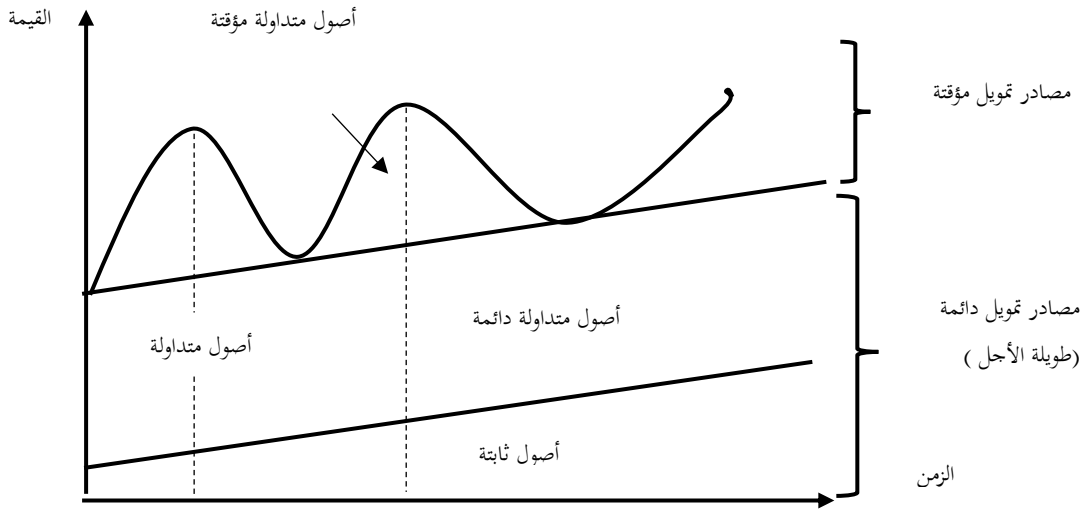
[1] **المرجع نفسه**، ص 14.

[2] أحمد بوراس، **مرجع سابق**، ص ص22، 23.

[3] المرجع نفسه، ص23.

وبين مصادر التمويل الطويلة يتوقف على هيكل الأصول المتداولة[1]، والشكل التالي يمثل تمويل الأصول وفق السياسة المعتدلة:

الشكل رقم (01): السياسة المعتدلة في التمويل (سياسة مثالية).



المصدر: منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية – مدخل تحليلي معاصر –، ط4، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2000، ص225.

يظهر بوضوح في هذا الشكل أن الأصول الثابتة قد تم تمويلها بالكامل من خلال مصادر التمويل طويلة الأجل، في حين استعمل مصدر التمويل قصير الأجل لتمويل الاحتياجات الاستثمارية قصيرة الأجل، فمن غير المنطقي من الناحية التحليلية أن تمول الإدارة المالية هذه الاستثمارات قصيرة الأجل بمصادر تمويل طويلة الأجل، وإن تم ذلك فإنه يعني أن تتحمل الإدارة المالية تكاليف إضافية متمثلة بمدفوعات الفوائد الإضافية لأموال لا حاجة لهم، ورغم سلامة هذه السياسة من ناحية تأثيرها على ربحية المؤسسة إلا أن هذه السياسة تتجاهل مدى ميل إدارة المؤسسة لتحمل المخاطر، وبالتالي نستخلص أن مضمون هذه السياسة سوف يجعل من مخاطر التمويل الذي تتعرض له الإدارة المالية في حدود مقبولة، كما أنه يضمن عائدا مقبولا أيضا ويحافظ على ربحية معتدلة[2].

ثانيا: سياسة التمويل المحتفظة (الحافظة).

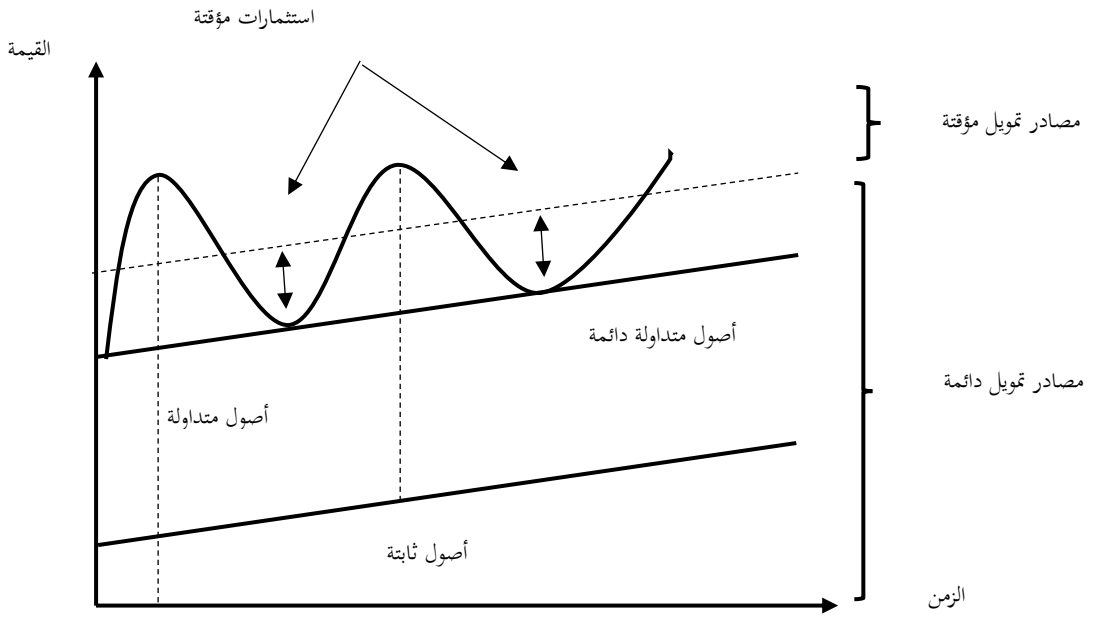
حسب ما سبق مبدأ المثالية فالأصول الدائمة ينبغي تمويلها من مصادر طويلة الأجل، والأصول المؤقتة ينبغي تمويلها من مصادر قصيرة الأجل، غير أن هذا الوضع نادر الحدوث فقد تكون إدارة المؤسسة من النوع المحافظ، ومن ثم فقد تذهب إلى الاعتماد على مصادر التمويل طويلة الأجل إلى حد استخدامها في تمويل جزء

[1] منير إبراهيم هندي، **مرجع سابق**، ص 224.

[2] بوربيعة غنية، **محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة**، مذكرة ماجستير (غير منشورة)، تخصص مالية المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3، 2012/2011، ص08.

من الأصول المؤقتة، وفي محاولة لتخفيض مخاطر العسر المالي رغم ما لذلك من أثر عكسي على العائد[1]. والشكل التالي يوضح تمويل الأصول وفق السياسة المحتفظة:

الشكل رقم (02): السياسة المحتفظة في التمويل.



المصدر: منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص226.

ومن الشكل يظهر أن الأصول الدائمة والتي تنمو عبر الزمن سوف يتم تمويلها كليا بمصادر تمويل طويلة الأجل مع استخدامه أيضا لتمويل جزء من الأصول المتداولة المؤقتة، ولهذا فإن هذه السياسة تعتبر محتفظة لأن الإدارة المالية تسعى إلى تمويل جزء من الأصول المتداولة المؤقتة بمصادر تمويل قصيرة الأجل، ويساعد هذا النمط التمويلي أيضا في الحصول على مصادر التمويل طويلة الاجل في الأوقات المناسبة عندما تنخفض تكلفتها، ومن جانب آخر فإن الاعتماد على مصدر التمويل الطويل الأجل لتعويض الانخفاض في حجم الخصوم المتداولة، من شأنه أن يؤدي إلى تخفيض معدل العائد على الاستثمار، نظرا لأن تكلفة التمويل طويلة الأجل تفوق تكلفة التمويل قصيرة الأجل[2].

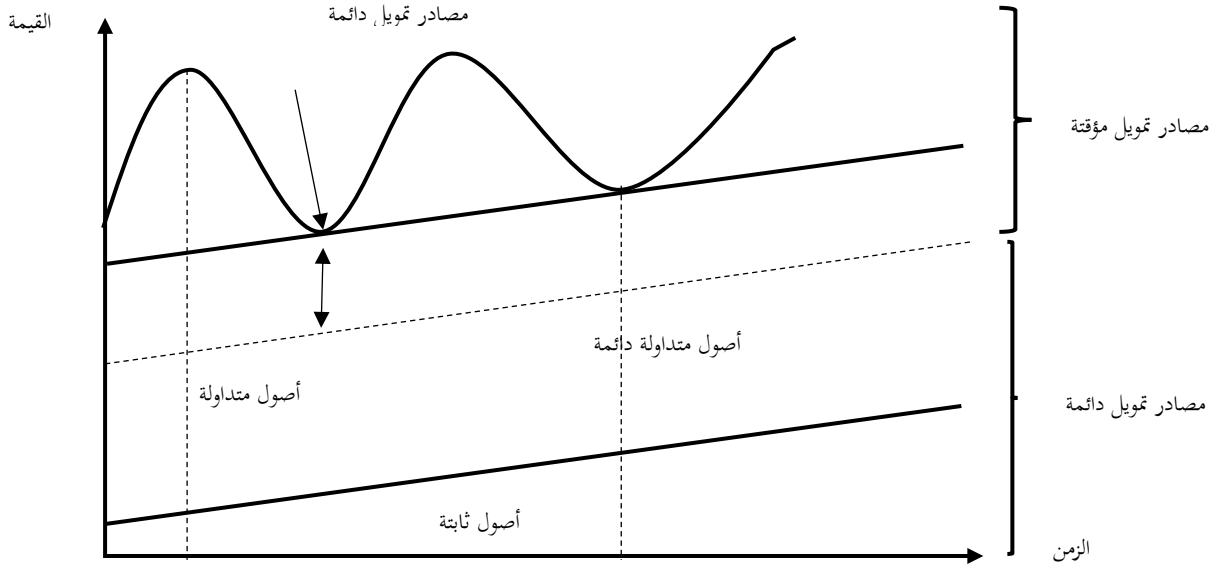
[1] منير إبراهيم هندي، **مرجع سابق**، ص 225.

[2] بوربيعة غنية، **مرجع سابق**، ص ص 09-10.

ثالثا: سياسة التمويل المغامرة (الجريئة).

إذا ما تميزت إدارة المؤسسة بقدر من الجرأة، فإنها ستلجأ إلى اعتمادها على مصادر التمويل قصيرة الأجل إلى حد استخدامه في تمويل جزء من الأصول الدائمة، وذلك أملا في زيادة العائد على الاستثمار رغم ما يترتب على ذلك من زيادة في المخاطر[1]. والشكل التالي يوضح تطبيق للسياسة الجريئة في التمويل:

الشكل رقم (03): السياسة المغامرة في التمويل.



المصدر: منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص227.

وإذا حاولنا المقارنة بين الشكل (01) والشكل (03) فسوف يتضح أن حجم الأصول المتداولة لم يتغير، بينما ازداد حجم الاعتماد على الخصوم المتداولة على حساب الخصوم غير المتداولة، وهذا من شأنه أن يؤدي إلى إضعاف مركز المؤسسة من حيث السيولة، أي يؤدي إلى زيادة مخاطر العسر المالي.

ومن ناحية أخرى فإن زيادة الاعتماد على الخصوم المتداولة لتعويض انخفاض في درجة الاعتماد على الخصوم غير المتداولة وحقوق الملكية من شأنه أن يؤدي إلى زيادة العائد، نظرا لانخفاض تكلفة التمويل قصير الأجل، باختصار تؤدي السياسة الجريئة إلى زيادة المخاطر وزيادة العائد أيضا[2].

[1] منير إبراهيم هندي، **مرجع سابق**، ص ص 227-228 .

[2] **المرجع نفسه**، ص228.

الفرع الثالث: مصادر التمويل.

يقصد بمصادر التمويل تشكيلة المصادر التي حصلت منها المؤسسة على أموال بهدف تمويل استثماراتها، وهي عبارة عن كافة العناصر التي يتكون منها جانب الخصوم سواء كانت طويلة الأجل أو قصيرة الأجل.

أولا_ مصادر التمويل قصيرة الأجل.

يقصد بها تلك الأموال التي تحصل عليها المؤسسة من الغير، وتلتزم بردها خلال فترة لا تزيد عن سنة، ومن بين المصادر قصيرة الاجل نجد:

1_ الائتمان التجاري: يمكن تعريفه بأنه نوع من التمويل قصير الأجل تحصل عليه المؤسسة من الموردين، ويتمثل في قيمة المشتريات الآجلة للسلع التي تتاجر فيها أو تستخدمها في العملية الصناعية، يطلق عليه اسم الائتمان التلقائي نظرا لأنه عادة ما يزيد وينقص في التقلبات في حجم النشاط، بمعنى أنه يتاح بالقدر الملائم في الوقت المناسب، وتعد هذه واحدة من أهم مزايا الائتمان التجاري، يضاف إليها أنه يتم دون إجراءات أو تعهدات رسمية[1].

أما بالنسبة لتكلفة هذا النوع من التمويل فإنها تعتمد على شروط الموردين، ففي غياب الخصم النقدي يعتبر الائتمان التجاري في حكم التمويل المجاني، غير أنه قد ينقلب إلى تمويل مكلف إذا لم تحسن المؤسسة استخدامه، فعدم قيام المؤسسة بسداد مستحقات الموردين في الوقت المناسب قد يترتب عليه الإساءة إلى سمعتها في السوق بشكل يصعب معه الحصول على احتياجاتها بشروط معقولة، يعتبر الائتمان التجاري مجاني في حالة قيام المؤسسة بسداد قيمة الفواتير خلال فترة الخصم، ويعتبر غير مجاني إذا تم السداد بعد انقضاء فترة الخصم، ففي حالة فشل المؤسسة في الاستفادة من الخصم النقدي يعتبر مكلفا للغاية[2].

2_ الائتمان المصرفي: يعتبر الائتمان المصرفي قصير الأجل الذي تمنحه البنوك التجارية مصدرا هاما من مصادر التمويل التي تعتمد عليها المؤسسات في تمويل عمليات قصيرة الأجل، وذلك نظرا لتعدد البنوك التجارية وتعدد فروعها بحيث تستطيع المؤسسة الحصول على الأموال اللازمة لتمويل عملياتها قصيرة الأجل[3].

---

[1] قاسم نايف علوان، **إدارة الاستثمار**، ط1، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الأردن،2009، ص ص296-297.

[2] منير إبراهيم هندي، **الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل**، منشأة المعارف، مصر، 1998، ص8.

[3] طارق الحاج، **مبادئ التمويل**، ط1، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2010، ص43.

ثانيا_ مصادر التمويل طويلة الأجل.

هي تلك المصادر التي مدتها أكثر من سنة وتوجه للاستثمارات طويلة الأجل، أو لتلبية الاحتياجات الدائمة بعض الأصول المتداولة، ويمكن أن تقسم إلى مصادر يمكن اكتسابها من داخل المؤسسة ومصادر أخرى من خارج المؤسسة.

1_ مصادر التمويل الخارجية. ويمكن تلخيصها فيما يلي:

- **الأسهم العادية:** يمثل السهم العادي مستند ملكية له قيمة اسمية ودفترية سوقية، وتتمثل القيمة الاسمية في القيمة المدونة على قسيمة السهم وعادة ما تكون منصوص عليها في عقد التأسيس، أما القيمة الدفترية فتتمثل في القيمة الاسمية مضافا إليها الاحتياطات والأرباح المحتجزة مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة، وأخيرا تتمثل القيمة السوقية في القيمة التي تباع بها الأسهم في سوق رأس المال وقد تكون هذه القيمة أكثر أو أقل من القيمة الدفترية، وللسهم العادي كذلك قيمة تصفوية تمثل باقي التصفية على عدد الأسهم العادية المصدرة[1].
- **الأسهم الممتازة:** هي إحدى مصادر التمويل طويلة الأجل وتعد من عناصر حقوق الملكية ولا تلزم الجهة المصدرة بتاريخ محدد لرد قيمتها، وللسهم الممتاز قيمة اسمية وقيمة سوقية وقيمة دفترية، فالقيمة الاسمية هي قيمة السهم في وثيقة الإصدار، أما القيمة السوقية فهي القيمة التي تتحدد نتيجة التعامل في السوق المالي بمشاركة أطرافه، أما القيمة الدفترية فتتمثل بقيمة هذه الأسهم في السجلات مقسومة على هذه الأسهم الممتازة المصدرة[2].
- **السندات:** يعرف السند على أنه مستند مديونية طويلة الأجل تصدره المؤسسات ويعطي الحق لحامله في الحصول على القيمة الاسمية في تاريخ الاستحقاق، فهي بمثابة قرض طويل الأجل يستحق الدفع في وقت محدود وله معدل فائدة ثابتة، وتعرف القيمة الاسمية للسند على أنها السعر المثبت على السند عند إصداره وتأمل المؤسسة أن يباع السند عند إصداره بالقيمة الاسمية المدونة عليه، وهو ما يتحقق عندما يكون معدل الفائدة الاسمي المثبت على السند يساوي معدل الفائدة السائد في السوق المالي على سندات مماثلة من حيث الاستحقاق ومخاطرة التخلف عن الدفع[3].

---

[1] منير إبراهيم هندي، **الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل**، مرجع سابق، ص13.

[2] دريد كامل آل شبيب، **مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة**، ط1، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2007، ص207.

[3] محمد علي إبراهيم العامري، **الإدارة المالية المتقدمة**، إثراء للنشر والتوزيع، ط1، الأردن، 2010، ص ص 705-706.

- **القروض المصرفية طويلة الأجل:** وتحصل عليها المؤسسة من المؤسسات المالية المختلفة مثل البنوك وشركات التأمين وغالبا ما تستحق هذه القروض بعد فترة طويلة من الزمن، وتتوقف عملية سداد القرض على ما يتم الاتفاق عليه من شروط يتفق عليها بين المؤسسة والجهات التي تقدم هذه الأموال في شكل قروض وذلك فيما يتعلق بمعدل الفائدة، وتاريخ الاستحقاق وطريقة السداد وما إذا كان يسدد مرة واحدة أو على دفعات، ونظرا لأن مدة هذه القروض عادة ما تفوق سبعة سنوات فإنها تتطلب بعض الضمانات التي تطلبها الجهة المقرضة[1].
- **التمويل التأجيري:** يعرف بأنه اتفاق بين طرفين يخول لأحدهما حق الانتفاع بأصل مملوك لطرف الآخر مقابل دفعات دورية لمدة زمنية محددة، فالمؤجر هو الطرف الذي يحصل على الدفعات الدورية مقابل تقديم الأصل في حين أن المستأجر هو الطرف المتعاقد على الانتفاع بخدمات الأصل مقابل سداده لأقساط التأجير للمؤجر.

تعتبر هذه التقنية في التمويل حديثة نسبيا انتشرت بسرعة لما توفره من مزايا، تستعملها المصارف والمؤسسات المالية المتخصصة في الخصول على أصول منقولة وعقارات لتأجيرها لمؤسسة أخرى، هذه الأخيرة تقوم بشرائها بالقيمة المتبقية عند انتهاء مدة العقد ويتم التسديد على أقساط متفق عليها تسمى بثمن الاستئجار[2].

2_ مصادر التمويل الداخلية.

- **الأرباح المحتجزة:** تمثل الأرباح المحتجزة أحد المصادر الهامة المصادر الهامة للتمويل الذاتي التي تلجأ إليه المؤسسة لتغطية احتياجاتها طويلة الأجل، وتمثل الأرباح المحتجزة الرصيد التراكمي لذلك الجزء من الأرباح السنوية التي لم يتم توزيعها على ملاك المؤسسة أو التي لم تضعه كاحتياطات للمؤسسة، وتستخدم المؤسسة الأرباح المحتجزة لتمويل عمليات النمو والتوسع في أنشطتها كما تستخدمها أيضا لإجراء أي توزيعات على المساهمين في الأموال التي لا يتم فيها تحقيق أرباح أو تحقيق خسارة[3].
- **الإهتلاكات:** هو التناقص في قيمة أصل من الأصول الرأسمالية بسبب مادي هو تكرار استخدامها في الإنتاج، أو بسبب اقتصادي كاختراع آلة جديدة تفوقها في الكفاءة، وفي علم المحاسبة يعني القضاء

[1] أحمد بوراس، **مرجع سابق**، ص57.

[2] عبد المجيد تيماوي، **معايير اختيار مصادر التمويل في المؤسسة**، مذكرة ماجستير(غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الأغواط، 2004، ص20.

[3] عاطف وليم أندراوس، **التمويل والإدارة المالية للمؤسسات**، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2006، ص ص 378-379.

على جزء من عمر رأس المال، ويعني العمر هنا صلاحية الأصل الرأسمالي للبقاء مستخدما استخداما اقتصاديا في عمليات الإنتاج[1].

- **المؤونات:** تعرف على أنها مكون مالي من أموال المؤسسة يحتجز لغرض مواجهة خسائر محتملة، أو أعباء ممكنة الحدوث في المستقبل، حيث تبقى مجمدة داخل المؤسسة إلى حين تحقق الخطر أو العبء الذي كونت من أجله هذه المؤونات، أو زوال الخطر المحتمل[2].

المطلب الثاني: اتخاذ قرار التمويل والتكلفة التمويلية.

يعتبر قرار التمويل من القرارات المعقدة والحساسة التي يجب على المدير المالي دراستها دراسة جيدة ومتأنية، وذلك لأن عملية اتخاذ القرار المالي يترتب عليه نتائج هامة وقد تكون مصيرية في حياة المؤسسة.

الفرع الأول: مفهوم قرار التمويل.

من أعقد القرارات التي تمارسها الإدارة المالية هي تلك القرارات المتعلقة بتحديد وصياغة هيكل التمويل الأمثل والذي نصل من خلاله إلى تعظيم ثروة الملاك أو تعظيم القيمة السوقية للسهم، وذلك من خلال تحقيق الحد الأدنى لكلفة التمويل، وفق افتراض أساسي مفاده أنه كلما انخفضت كلفة التمويل والناتج عن خلق المزيج الأمثل لمصادر التمويل، كلما ارتفعت القيمة السوقية للسهم، وعلى ضوء هذا الافتراض تمارس الإدارة المالية نشاطا وظيفيا غاية في الأهمية تسعى من خلاله إلى تحديد النسبة المثلى لكل نوع من مصادر التمويل، أضف إلى ذلك اهتمامها بشكل العلاقة التي يجب أن تكون بين التكوين الاستثماري للمؤسسة وبين قرارات التمويل فيها، حيث أنها تنظر للعلاقة من زاوية معدل العائد على الاستثمار المتوقع تحقيقه وكلفة التمويل التي تتحدد وفق مصادر تمويل تلك الاستثمارات.

إن اهتمام المدير المالي قبل اتخاذ القرار التمويلي وبعده هو التأكد من أن الأموال المطلوبة ممكن:

_ توفيرها في الوقت المناسب؛

_ توفيرها خلال فترات زمنية مناسبة؛

_ توفيرها بأقل كلفة ممكنة؛

_ استثمارها في المجالات الأكثر فائدة.

[1] عبيد علي أحمد الحجازي، **مصادر التمويل**، دار النهضة العربية، دون بلد، 2001، ص 48.

[2] أحمد بوراس، **مرجع سابق**، ص 30.

وتعزز الإدارة المالية نشاطها التمويلي بضرورة الأخذ بعين الاعتبار جملة من المتغيرات والتي تعتبر أساسية في اتخاذ القرار التمويلي وهي: هيكل التمويل المطلوب، المرونة، الكلفة، الزمن، حيث تشكل هذه المحددات الأبعاد الرئيسية لاتخاذ القرار التمويلي[1].

الفرع الثاني: محددات اتخاذ قرار التمويل.

هناك العديد من المكونات التي تسمح بالحصول على أنواع محددة من مصادر التمويل، مثلما تعيق هذه المحددات اللجوء إلى مصادر أخرى، من بين هذه المعايير الواجب أخذها بعين الاعتبار عند اختيار هيكل التمويل نجد ما يلي:

أولا: هيكل الأصول.

لقد كشفت نتائج بعض الدراسات لوجود علاقة عكسية بين نسبة الأصول الثابتة إلى مجموع الأصول ونسبة الاقتراض، فكلما زادت الأصول الثابتة في هيكل الأصول كلما زاد اعتماد المؤسسة على الأموال الخاصة، لأن تمويل المقترضين للأصول الثابتة سوف يعرضهم لمخاطر أكبر بسبب انخفاض قيمة تلك الأصول في حالة التصفية، وهو ما توصل إليه()وقدمت دراسة() على أن المؤسسات التي تنخفض فيها نسبة الأصول الثابتة إلى الاستدانة أكثر من غيرها من المؤسسات[2].

ثانيا: درجة التخصص.

كلما اتجهت المؤسسة نحو التخصص ارتفعت تكلفة الإفلاس، وذلك بالمقارنة مع مؤسسة مماثلة تتبع سياسة تنويع منتجاتها بشكل قد يجعل التأثير السلبي لهبوط مبيعات أحد المنتجات على قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها محدودة، ولما كان الاقتراض من شأنه أن يزيد من مخاطر الإفلاس فانه من المتوقع أن تميل المؤسسات التي تعتمد على منتج واحد إلى تخفيض نسبة القروض في هيكل رأس المال تجنبا لمزيد من المخاطر[3].

ثالثا: السيطرة والإدارة.

الإدارة هي حق مطلق للمالكين وفي شركات المساهمة هي حق لحملة الأسهم العادية، ورغبة من المالكين في إبقاء السيطرة والإدارة لهم في المؤسسة فإنهم يفضلون الحصول على التمويل عن طريق أموال القروض أو عن طريق طرح الأسهم الممتازة حيث أن هذين النوعين ليس لهم حق الإدارة، ولكن التوسع في التمويل عن طريق

---

[1] حمزة محمود الزبيدي، **الإدارة المالية المتقدمة**، ط2، الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص ص 48،49.

[2] مليكة زغيب، إلياس بوجعادة، **دراسة أسس صناعة قرار التمويل بالمؤسسة الاقتصادية**، ملتقى علمي دولي، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، أفريل2009، ص12.

[3] منير إبراهيم هندي، **الإدارة المالية_ مدخل تحليلي معاصر_**، مرجع سابق، ص624.

أموال الاقتراض تؤدي إلى زيادة مخاطر عدم قدرة المؤسسة على دفع التزامات هذه الأموال والمتمثلة في فوائدها وتسديد أقساطها، ولذلك من الأفضل للمالكين التضحية بجزء من السيطرة والتوجه إلى إدخال مالكين جدد عند الحاجة إلى تمويل إضافي[1].

رابعا: المرونة.

يقصد بها قدرة المؤسسة على تعديل مصادر الأموال تبعا للتغيير في حاجتها للأموال، أي الملائمة بين الظروف المالية السائدة وبين مصادر الأموال. ويؤدي تواجد عنصر المرونة إلى:

- تمكين المؤسسة من الحصول على أكبر عدد ممكن من البدائل عندما تحتاج إلى عمليات توسع أو انكماش؛
- زيادة قدرة المؤسسة على المساومة للحصول على شروط جيدة عند التعامل مع مصدر محتمل للأموال؛
- زيادة قدرة المؤسسة على استخدام الأموال المتاحة لها؛
- زيادة قدرة المؤسسة على التخلص من الأموال الفائضة في الوقت المناسب.

وتفقد المؤسسة مرونتها في حالة زيادة الالتزامات لأن الالتزامات تحد من قدرتها على الاقتراض، وخاصة أن بعض أموال الاقتراض الأولى تكون قد حصلت على ضمانات أو رهونات بحيث لا تتمكن المؤسسة من تقديم ضمانات للقروض الجديدة[2].

خامسا_ نمو واستقرار المبيعات وهوامش الربح.

كلما اتسعت مبيعات المؤسسة بالاستقرار، أدى ذلك لتوجهها أكثر نحو القروض لقدرتها على الوفاء بالتزاماتها الثابتة على القروض بأقل درجة من المخاطر، ويعتبر القرض أكثر مصادر التمويل الخارجي رخصا ونفعا في حالة نمو المبيعات وهوامش الأرباح، عكس التمويل بأموال الملكية التي ترتفع تكلفة وكالته لمستويات عليا، نظرا لتعدد الفرص المتاحة لمصادر التمويل من الاستقرار في المبيعات. يفضل الملاك الاعتماد على مواردهم الداخلية في حالة ارتفاع تكلفة الاقتراض[3].

سادسا_ حجم المؤسسة.

إن اختلاف أحجام المؤسسات سيغير من مقدرة البعض منها على الاقتراض من عدمه، فالمؤسسات ذات الأحجام الكبيرة التي عادة ما يتسم نشاطها بقدر من التنويع تتعرض لمخاطر الإفلاس بدرجة أقل، وسيكون لديها الدافع لزيادة نسبة الأموال المقترضة وعلى العكس من ذلك فإن المؤسسات ذات الأحجام الصغيرة يرتكز نشاطها

[1] محمد طنيب، محمد عبيدات، **الإدارة المالية في القطاع الخاص**، ط1، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص190 .
[2] **المرجع نفسه**، ص192.
[3] **المرجع نفسه**، ص62.

في منتج أو منتجين مما يحرمها من عملية الاقتراض خوفا من التعرض إلى مخاطر العجز المالي وخروجها من السوق، وبهذا فإن حجم المؤسسة يلعب دورا كبيرا في مقدرة المؤسسة على الاقتراض أو الاعتماد على التمويل الذاتي أو إصدار أسهم جديدة[1].

سابعا_ توقيت توفر الأموال من مصادرها.

إن المرونة تؤدي إلى قدرة المؤسسة على اختيار البديل المناسب من البدائل المتاحة للمؤسسة بأقل تكلفة ممكنة، أما التوقيت والذي يرتبط بعنصر المرونة فهو اختيار الوقت المناسب الذي تقوم به المؤسسة بتمويل نفسها عن طريق الاقتراض أو أموال الملكية، ولكن قد تنشأ في بعض الأوقات حاجة إلى الأموال من الضروري تمويلها حتى ولول بتكلفة مرتفعة مما يلغي عنصر التوقيت وأحيانا أخرى قد تتوافر الأموال بتكلفة رخيصة ولكن لعدم الحاجة لها لا يتم اللجوء إليها[2].

ثامنا_ مخاطر التشغيل.

كلما اتسمت مبيعات المؤسسة بالاستقرار زاد الحافز لزيادة نسبة الأموال المقترضة، إذ يمكنها أن تخطط بدقة لسداد فوائد وأصل القرض في المواعيد المحددة مما يحد من فرص التعرض لمخاطر الإفلاس، أما إذا اتسمت المبيعات بالتقلب وعدم الاستقرار فقد تفضل الاعتماد بدرجة أقل على الأموال المقترضة[3].

الفرع الثالث: القرار المالي المتوازن.

يتوقع من خلال اختيار هيكل التمويل الأمثل الوصول إلى تعظيم ثروة الملاك أو تعظيم القيمة السوقية للسهم، وذلك من خلال تحقيق الحد الأدنى لتكلفة التمويل وفق افتراض أساسي مفاده أنه كلما انخفضت تكلفة التمويل والناتج عن خلق المزيج الأمثل لمصادر التمويل كلما ارتفعت القيمة السوقية للسهم، وعلى ضوء هذا الافتراض تمارس الإدارة المالية في المؤسسة نشاطا وظيفيا غاية في الأهمية تسعى من خلاله إلى تحديد النسبة المثلى لكل نوع من مصادر التمويل، إن أسلوب التمويل سواء بالملكية أو بالاقتراض يؤثر على ربحية المؤسسة وبالتالي تحقيق أكبر عائد للملاك" أي حملة الأسهم العادية"، ومن ثم يجب على متخذ القرار الاهتمام بمدى تأثير اختيار معين للتمويل على القيمة السوقية للسهم في الأجل الطويل[4].

---

[1] مليكة زغيب، إلياس بوجعادة، **مرجع سابق**، ص10.

[2] محمد طنيب، محمد عبيدات، **مرجع سابق**، ص 193.

[3] منير إبراهيم هندي، **الإدارة المالية_ مدخل تحليلي معاصر_**، مرجع سابق، ص 625.

[4] بن موار عمار، **مرجع سابق**، ص 37.

قدم التحليل المالي الكلاسيكي بعض القواعد التي على ضوئها تتحصل على هيكل تمويلي متوازن يجنب المؤسسة خطر العسر المالي، ومن بين أهم هذه القواعد نذكر ما يلي[1]:

أولا_ قاعدة التوازن المالي الأدنى: محتواها أن الاستخدامات المستقرة يجب أن تمول بواسطة الموارد الدائمة، فمثلا يجب أن تمول الاستثمارات بديون متوسطة أو طويلة الأجل أو عن طريق التمويل الذاتي أو الأموال الخاصة، كما يتوجب أن تمول استخدامات الاستغلال باستخدام موارد الاستغلال، أي يجب أن تغطى حقوق العملاء والمخزون وما يماثلها عن طريق ديون المورد وما يماثلها.

الإحلال بهذه القاعدة عند اتخاذ القرار التمويلي يؤدي إلى عدة مشاكل أهمها عجز مفاجئ في الخزينة وانخفاض حاد في رأس المال العامل، ويحدث ذلك مثلا عن طريق تمويل عملية شراء استثمار باستخدام قرض قصير الأجل.

ثانيا: قاعدة الاستدانة العظمى "الاستقلالية المالية": إن الهدف من هذه القاعدة هو جعل المؤسسة تتمتع بالاستقلالية المالية، أي لا يفوق مجموع ديونها حجم الأموال الخاصة، بمعنى أن يظل ملاك المؤسسة مساهمين في احتياجاتها أكبر من مقرضيها، وهذا أمر مهم خصوصا فيما يتعلق بمجالات التوقف عن الدفع والعسر المالي ومخاطر الإفلاس، فإذا كان قرار الاستدانة يجعل أموال المقرضين أعلى من مساهمة المالكين، فإذا هذا القرار غير عقلاني من منظور الاستقلالية المالية، ويجب أن يعوض بقرار آخر وليكن فتح رأس المال للمساهمة أو التنازل عن بعض الاستثمارات.....إلخ.

ثالثا_ قاعدة القدرة على السداد: تقوم هذه القاعدة على أن الديون المالية يجب أن لا تفوق ثلاث أضعاف القدرة على التمويل الذاتي السنوية المتوسطة المقدرة، ويمكن أن تترجم هذه القاعدة على أن المؤسسة تستطيع تغطية مجمل ديونها باستخدام قدرتها على التمويل الذاتي، أي أن لقدرة على التمويل الذاتي لثلاث سنوات قادمة تغطي إجمالي الديون المالية، وعدم الالتزام بهذه القاعدة يعني الاستمرار في الاستدانة بغض النظر عن مستوى القدرة التمويلية الذاتية، وذلك مؤشر عن زيادة احتمال عدم القدرة على السداد، وبالتالي التوقف عن دفع الديون في آجال استحقاقها، وبالتالي ارتفاع احتمال الإفلاس.

رابعا_ قاعدة الحد الأدنى للتمويل الذاتي: يجب أن تمول جزء من الاستثمارات ذاتيا (في حدود الثلث)، وأن يغطي الباقي عن طريق الاستدانة، وتهدف هذه القاعدة إلى تنويع مصادر تمويل المشاريع الاستثمارية، وذلك عن طريق التمويل الذاتي في حدود الثلث والاستدانة في حدود الثلثين، فإذا مولت المؤسسة استثمارا كليا بواسطة قرض فإن ذلك يزيد من احتمالات تحقق مجموعة من المخاطر كتضخم مصاريف الاستدانة

[1] إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، **التسيير المالي (الإدارة المالية)**، ط1، دار وائل، عمان، الأردن، 2006، ص ص 301_303.

مقارنة بمردودية المشروع، وإذا مول المشروع كليا بموارد ذاتية فإن ذلك قد يفوت فرص الاستفادة من الوفرات الضريبية المحققة بواسطة الاستدانة.

المطلب الثالث: أساسيات حول الهيكل المالي والقيمة في المؤسسة.

تتميز قيمة المؤسسة بصعوبة التقدير نظرا لارتباطها بعوامل تخص طبيعة وخصائص المؤسسة في حد ذاتها، وكذلك ارتباط عملية التقدير بعوامل منها المنفعة التي يراها كل شخص والتي على أساسها يصدر حكم معين بشأن القيمة.

الفرع الأول: مفهوم قيمة المؤسسة.

القيمة عبارة عن مفهوم نظري يعبر عن رأي أو حكم، وقد يحدث أن ينتج عن هذا الحكم تقدير مساوي للسعر المدفوع فعلا كما يظل السعر متقلب حول القيمة حيث يكون أكبر أو أقل.

أولا_ القيمة في العلوم الاقتصادية: نجد أن مفهوم القيمة يكون دائما مقرونا ب "آدم سميث" و "دافيد ريكاردو" و "كارل ماركس"، حيث كتب آدم سميث عن القيمة ما يلي: "يجب ملاحظة أن كلمة القيمة لها معنيين مختلفين، فهي تعني أحيانا منفعة شيء محدد، وأحيانا تعني الاختيار الذي تمنحه حيازة هذا الشيء بشراء أشياء أخرى، ويمكننا تسمية الأولى بقيمة الاستعمال، والأخرى قيمة الاستبدال[1].

ثانيا_ القيمة في النظرية المالية: إن محور النظرية المالية يقوم حول تقدير قيمة المؤسسة التي تعتبر مهمة صعبة جدا ومتطلب أساسي يمكن من تتبع تطور هذه القيمة عبر الزمن وتحديد العناصر التي تؤثر فيها، وهكذا فإن فهم آليات تقييم المؤسسات يعد شرطا أساسيا لمشاركة أي شخص في اتخاذ القرارات ذات الطابع المالي، ليس فقط المتعلقة بمدى فعالية وملائمة أساليب التسيير[2].

ثالثا_ مفاهيم أخرى للقيمة: تأخذ القيمة معاني أخرى كثيرة منها[3]:

- **القيمة السوقية:** هي تعبير عن قيمة الأصل في السوق أي تقدير السوق للأصل؛
- **القيمة الدفترية:** تعبر عن القيمة المحاسبية التاريخية للأصل ناقص الإهتلاك المجمع؛

---

[1] محمد رزقي، **أثر القرارات المالية على قيمة المؤسسة الاقتصادية**، مذكرة ماجستير(غير منشورة)، تخصص اقتصاد وتسيير المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر،بسكرة،2008/2007، ص 40.

[2] **المرجع نفسه**، ص 40.

[3] زينات دراجي، نعيمة غلاب، **تحليل مقاربات تقييم المؤسسة**، الملتقى الدولي: اقتصاديات الخوصصة والدور الجديد للدولة، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2004، ص3.

- **القيمة المتبقية:** هي قيمة الأصل بعد إهتلاكه كليا أي محاسبيا ولكن لا يزال ذو فائدة أي أنه يمكن الاستفادة منه، والقيمة المتبقية تختلف عن قيمة الخردة التي يفترض فيها أن الأصل لا فائدة من ورائه،
- **القيمة عند التصفية:** وهي صافي المبالغ النقدية والتي يمكن الحصول عليها عند الأصول ناقص الخصوم.

الفرع الثاني: العوامل المؤثرة في القيمة الحالية للمؤسسة.

بما أن القيمة الحالية للأرباح النقدية المتوقع الحصول عليها من قبل حملة الأسهم، وتمثل هذه القيمة السعر السوقي للسهم مضروبا في عدد الأسهم، فإنها سوف تتحدد قيمتها بالعناصر التالية[1]:

- العائد المتوقع للسهم حيث سوف يؤدي ارتفاع عائد السهم إلى زيادة تلقائية في قيمة السهم السوقية، وبالتالي زيادة القيمة السوقية للمؤسسة في البورصة والعكس صحيح؛
- الأرباح الموزعة على المساهمين حيث سوف تؤدي زيادة نسبة التوزيع إلى زيادة تلقائية في قيمة السهم السوقية، وبالتالي زيادة القيمة السوقية للمؤسسة في البورصة والعكس صحيح؛
- التوقيت الذي يحصل فيه المستثمر على العوائد حيث سوف يؤدي قرب موعد الحصول عليها إلى زيادة تلقائية في قيمة السهم السوقية، وبالتالي زيادة القيمة السوقية للمؤسسة في البورصة والعكس صحيح؛
- المخاطر المتوقعة للمؤسسة حيث سوف يؤدي انخفاض المخاطر إلى زيادة تلقائية في قيمة السهم السوقية، وبالتالي زيادة القيمة السوقية للمؤسسة في البورصة والعكس صحيح؛
- توقعات المستثمرين حيث سوف يؤدي ارتفاعها إلى زيادة تلقائية في قيمة السهم السوقية، وبالتالي زيادة القيمة السوقية للمؤسسة في البورصة والعكس صحيح؛
- مدى استخدام المؤسسة المرافعة المالية بشكل صحيح حيث سوف يؤدي ارتفاع الدين في الظروف الاقتصادية الجيدة وانخفاضه في الظروف الاقتصادية السيئة إلى زيادة تلقائية في قيمة السهم السوقية، وبالتالي زيادة القيمة السوقية للمؤسسة في البورصة والعكس صحيح.

ونستخلص من هذا المبحث أنه من الواجب على المدير المالي الإحاطة بمختلف البدائل التمويلية المتاحة أمام المؤسسة الاقتصادية، وكذا اتخاذ القرارات المناسبة المتعلقة بالجانب التمويلي لها بشكل يساعد المؤسسة على الرفع من قيمتها السوقية.

المبحث الثاني: أثر تكلفة التمويل على قرار التمويل وفي تحديد الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة.

[1] فيصل محمود الشواورة، **مبادئ الإدارة المالية**، ط1، دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2013، ص57.

إن اختلاف مصادر التمويل التي تحصل عليها المؤسسة من أجل تغطية احتياجاتها من الأموال أدى إلى اختلاف تكلفة التمويل من هذه المصادر واختلاف النماذج التي تعتمد عليها في تقدير تكلفة كل نوع، ومن ثم تحديد التكلفة الوسطية المرجحة التي تشمل مختلف المصادر حيث تكتسب هذه العملية اهتماما واسعا لأنها تعد الحد الأدنى للعائد المقبول على الاستثمار.

المطلب الأول: مفهوم تكلفة التمويل.

إن اختيار اقتراح إنفاق استثماري معين لا يتوقف فقط على العائد المتوقع منه، ولكن يعتمد أيضا على التكلفة المقدرة للأموال المستثمرة، لهذا أصبح لدراسة تكلفة الأموال وتقديرها أهمية بالغة في اتخاذ قرارات تكوين الهيكل التمويلي للمؤسسة.

الفرع الأول: تعريف تكلفة التمويل.

يمكننا تعريف تكلفة التمويل بأنها "الحد الأدنى للمعدل الذي ينبغي تحقيقه على الاستثمارات الرأسمالية المقترحة"، وتحقيق معدل غائد أقل من هذا المعدل يؤدي إلى سوء الحالة المالية لأصحاب المؤسسة مما كانت عليه من قبل وما يترتب عن ذلك من انخفاض القيمة السوقية للمؤسسة، بينما تحقيق معدل أكبر من هذا الحد الأدنى يؤدي إلى تحسن الحالة المالية لملاك المؤسسة مع زيادة القيمة السوقية للمؤسسة[1].

الفرع الثاني: العوامل المؤثرة على متوسط التكلفة المرجحة لرأس المال.

تتأثر تكلفة رأس المال بعدد من العوامل، بعضها يخرج عن نطاق سيطرة المؤسسة والبعض الآخر يتأثر بالسياسات التمويلية والاستثمارية التي تنتهجها المؤسسة.

أولا_ العوامل الخارجة عن سيطرة الإدارة.

وتتمثل أهمها فيما يلي[2]:

_ **مستويات أسعار الفائدة:** يؤدي ارتفاع أسعار الفائدة في الاقتصاد إلى ارتفاع تكلفة الدين لأنه سيكون على المؤسسات دفع أسعار فائدة إلى المستثمرين إذا ما أرادت الحصول على ديون إضافية، كذلك يبين نموذج تسعير الأصول الرأسمالية أن ارتفاع أسعار الفائدة يؤدي إلى ارتفاع أسعار تكلفة الأسهم العادية نتيجة ارتفاع معدل العائد عديم المخاطرة؛

[1] محمد صالح الحناوي وآخرون، **أساسيات الإدارة المالية**، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2000، ص392.

[2] أجين برغام، **الإدارة المالية 2 " أسس تقييم المشاريع، تقييم الشركات، القرارات التمويلية الاستراتيجية**، ط1، شعاع للنشر والعلوم، سوريا، 2010، ص ص 42،41.

_ **علاوة مخاطر السوق:** تتفاعل المخاطر الملازمة للأسهم مع درجة كراهية المستثمرين للمخاطرة لتحديد علاوة مخاطر السوق، لا تملك أي مؤسسة أن تتحكم بهذا العامل ولكن يمكن لها أن تؤثر تكلفة رأس المال العادي وعلى تكلفة الدين من خلال أثر الإحلال وبالنتيجة على متوسط التكلفة المرجحة لرأس المال؛

ثانيا_ العوامل الواقعة تحت سيطرة المؤسسة.

وتتمثل أهمها فيما يلي[1]:

- **سياسة هيكل رأس المال:** نفترض أن للمؤسسة هيكل تمويلي مستهدف وأنها تستخدم الأوزان المنبثقة عن هذا الهيكل لحساب متوسط التكلفة المرجحة لرأس المال، رغم ذلك لا بد من الإشارة أنه يمكن للمؤسسة تعديل هيكل رأسمالها ومثل هذه التعديلات تؤثر عن تكلفة رأس المال؛
- **سياسة التوزيع:** تؤثر نسبة التوزيع النقدي على معدل العائد المطلوب على الأسهم العادية، إضافة إلى ذلك إذا كانت نسبة التوزيع النقدي المعتمدة لدى المؤسسة مرتفعة بشكل كبير يجبرها على إصدار أسهم عادية جديدة لتغطية احتياجات موازناتها الرأسمالية من رأس المال العادي، فذلك يجعل المؤسسة تتحمل مصاريف إصدار كبيرة ما ينعكس على تكلفة رأسمالها؛
- **سياسة الاستثمار:** عند تقدير تكلفة رأس المال من معدلات العائد المطلوب على مختلف أشكال رأس المال التي تعكس المخاطر الملازمة للأصول الحالية للمؤسسة، مفترضين في ذلك أن رأس المال الجديد سيستثمر في أصول مماثلة من حيث درجة المخاطرة للمشاريع الحالية للمؤسسة، يعتبر هذا الافتراض صحيحا في العموم كون معظم المؤسسات تستثمر في أصول متشابهة من حيث المخاطر الملازمة لكل منها. لكن هذا الافتراض يغدو غير مناسب عندما تقوم المؤسسة بتعديل سياستها الاستثمارية على نحو واضح، لذا إذا اعتمدت إحدى المؤسساتّ إلى الاستثمار في قطاع أعمال جديد عليها كليا فإن التكلفة الحدية لرأسمالها يجب أن تعكس المخاطر الملازمة لعملياتها الجديدة.

الفرع الثالث: أهمية تحديد تكلفة التمويل.

[1] **المرجع نفسه**، ص ص 44،43.

تكلفة التمويل تمثل الأساس للكثير من القرارات التي تعتمدها الإدارة المالية، وفيما يلي حصر موجز لهذه الأهمية[1]:

- إن حساب كلفة التمويل لكل عنصر من عناصر التمويل سوف تمكن الإدارة المالية من اختيار أنسب تلك المصادر من ناحية التكلفة؛
- تستخدم تكلفة التمويل كمعيار للمفاضلة بين الاقتراحات الاستثمارية الممكن أن تستخدم فيها الأموال؛
- إن العديد من القرارات المالية من ضمنها تلك القرارات المرتبطة بإيجاد الموجودات وإعادة تمويل السندات وسياسة رأس المال العامل، يستخدم حسابا دقيق لتكلفة التمويل؛
- إن تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة كهدف استراتيجي للإدارة المالية يستلزم أن تكون تكلفة جميع العناصر التي تشكل مدخلات المؤسسة من ضمنها الأموال بحدودها الدنيا، ولذلك ولغرض تخفيض تكلفة التمويل فإن المنطلق يتطلب حسابها.

المطلب الثاني: حساب تكلفة التمويل.

الهيكل التمويلي المناسب هو الذي يحقق أدنى تكلفة وبالتالي سنحدد تكلفة كل مصدر من المصادر وصولا إلى التكلفة الوسطية المرجحة.

الفرع الأول: تكلفة حقوق الملكية.

يمكن تعريفها بأنها " معدل المردودية المطلوب أو المتوقع من طرف المساهمين في المؤسسة فحملة الأسهم يسعون للحصول على عائد ينبغي ان يساوي او يفوق معدل العائد الذي يمكن أن يحصلوا عليه من استثمارات أخرى لها نفس درجة المخاطرة وهو ما يطلق عليه تكلفة الفرصة البديلة".

أولا: تكلفة الأسهم العادية.

تحسب تكلفة الأسهم العادية بأحد النماذج الآتية[2]:

1_ نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM: يحتل هذا النموذج مكانة متميزة في سوق الأوراق المالية، لأنه يأخذ بعين الاعتبار العلاقة بين العائد والمخاطرة في الأسهم، والمخاطرة التي يعتمدها النموذج هي المخاطرة السوقية المقاسة بمعامل"...."، عند حساب تكلفة الأسهم العادية.

وتحكم النموذج متغيرات نوضحها في المعادلة التالية:

[1] حمزة محمود الزبيدي، **مرجع سابق**، ص ص 496،495.

[2] محمد إبراهيم العامري، **مرجع سابق**، ص ص705،704.

تكلفة الأسهم العادية = معدل العائد الخالي من المخاطرة +β (عائد محفظة السوق – معدل العائد الخالي من المخاطرة)

$$\mathbf{Ks}=Rf+\beta\,(Rm-Rf)$$

2_ نموذج خصم مقسوم الأرباح: قدم هذا النموذج كوردن، يحسب هذا النموذج الكلفة على أساس مقسوم الأرباح للسهم الواحد(D) وسعر السهم(P) بعد طرح كلفة الإصدار، كما أنه ينسب معدل النمو(g) إلى مقسوم الأرباح للسهم الواحد وفق الصيغة التالية:

$$Ks = D/p(1-F) + g$$

كما يستخدم هذا النموذج ربحية السهم الواحد إلى صافي الإيراد المحقق من بيع السهم العادي، أي معدل العائد المحقق بعد طرح تكاليف الإصدار التي تتحملها المؤسسة مضاف إلى ذلك معدل النمو في ربحية السهم الواحد وفق الصيغة التالية:

$$Ks = E/p+g$$

وعند تصحيح ربحية السهم الواحد المحاسبية من خلال إزالة عامل التضخم من معدل النمو، تحصل على التكلفة الحقيقة للسهم العادي وفق الصيغة الآتية:

$$Ks = E/p+g-pt$$

حيث أن (pt) يمثل معدل التضخم، إذ أن(g-pt) تمثل معدل النمو الحقيقي في ربحية السهم الواحد ثم تحسب تكلفة الأسهم الحقيقية على أساس وزنها النسبي في هيكل رأس المال.

3_ نموذج مستوى سوق الأوراق المالية: يعتمد هذا النموذج على نوعين من علاوة المخاطرة عند حساب تكلفة الأسهم العادية (تكلفة التمويل الممتلك)، الأولى تمثل عائد مقسوم الأرباح والثانية علاوة المخاطرة السوقية وهي مساوية لتلك العلاوة المستخدمة في نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية $\beta(Rm-Rf)$.

صيغة النموذج تحدد وفق المعادلة التالية:

$$Ks = D/p+\beta(ERm-Rf)$$

حيث انD/P هي عائد مقسوم الأرباح كعلاوة لمخاطر السهم.

ثانيا_ تكلفة الأسهم الممتازة.

يمكن تعريفها بأنها "معدل العائد الذي يتطلع إليه المستثمرين على السهم الممتاز، وتشكل الأسهم الممتازة مثلها مثل الديون التزاما ماليا ثابتا على المؤسسة تدفعه كنسبة معينة من الأرباح كل سنة، ويختلف السهم الممتاز عن الدين في أن الأول غير محدد بمدة زمنية معينة بعكس الثاني الذي يكون محدد بفترة يتعين على المؤسسة خلالها سداد الدين، إلا إذا نصت شروط الإصدار على عكس ذلك، كما أن الدائنين يحصلون على حقوقهم قبل حملة الأسهم الممتازة عند التصفية بينما يحصل حملة الأسهم العادية على حقوقهم بعد حملة الأسهم الممتازة عند إفلاس المؤسسة أو تعرضها للتصفية، وهذه ميزة من مزايا الأسهم الممتازة، ويتم حساب كلفة الأسهم الممتازة على أساس الأرباح الممتازة مقسومة على صافي سعر الإصدار، او السعر الذي تحصل عليه المؤسسة بعد خصم تكاليف الإصدار[1]:

تكلفة الأسهم الممتازة = 100× الربح الموزع للسهم الممتاز ÷ سعر السهم الممتاز – (تكاليف الإصدار)

ثالثا_ تكلفة الأرباح المحتجزة.

إن تكلفة التمويل بالأرباح تعد تكلفة ضمنية تساوي التمويل بالملكية (الأسهم العادية) لأن الأرباح المحتجزة هي جزء من الأرباح المتاحة للتوزيع على المساهمين، وبالتالي هي حق من حقوق المساهمين حيث أن البديل عن احتجاز الأرباح دفع قيمتها نقدا للمساهمين من الناحية العلمية، وبصورة عامة أن تكلفة الأرباح المحتجزة أقل من تكلفة التمويل بالأسهم العادية لاستبعاده تكلفة الضريبة والعمولة.

ويمكن حساب تكلفة الأرباح المحتجزة بالمعادلة التالية[2]:

تكلفة الأرباح المحتجزة= تكلفة الأسهم العادية (1–الضريبة) (1–العمولة)

الفرع الثالث: التكلفة الوسطية المرجحة والتكلفة الحدية للتمويل.

أولا–التكلفة الوسطية المرجحة.

[1] علي عباس، **الإدارة المالية**، ط1، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص ص 171،172.

[2] دريد كامل آل شبيب، **مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة**، مرجع سابق، ص ص323،324.

من المعروف ان أغلب مؤسسات الاعمال تمتلك هيكل أمثل لرأس المال، أو ما يطلق عليه بالمزيج التمويلي، الذي يتكون من المديونية، الأسهم الممتازة، وحقوق الملكية، التي تتشكل بدورها من التمويل الممتلك الخارجي (إصدار أسهم عادية جديدة) والتمويل الممتلك الداخلي (احتجاز الأرباح) وبما يؤدي إلى تعظيم قيمة السهم في سوق الأوراق المالية بناءا عليه، فإن تعظيم قيمة المؤسسة يتطلب من إدارتها تأسيس هيكل مستهدف (أمثل) لرأس المال وأن عليها أن تحافظ على ذلك الهيكل عند وجود الحاجة لتوفير الأموال لتوزيع نشاطها.

ومن المعادلة أدناه يمكن استخدامها لحساب التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال:

التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال= [(نسبة الدين) (تكلفة الدين بعد الضريبة)] +[(نسبة الأسهم الممتازة) (تكلفة الأسهم الممتازة)]+ [(نسبة حقوق الملكية) (تكلفة حقوق الملكية)]

= ك د ض م+ ك م م + ك ع م

حيث أن: ك د ض م = التكلفة الموزونة للدين بعد الضريبة، ك م م = التكلفة الموزونة للأسهم الممتازة، ك ع م = التكلفة الموزونة للأسهم العادية[1].

ثانيا_ التكلفة الحدية للتمويل.

تعرف بأنها تكلفة الإضافية (الجديدة) ومن الملاحظ أن التكلفة الحدية للأموال هي في الواقع تكلفة مرجحة أيضا ولكنها تكلفة الأموال فقط، وتظهر التكلفة الحدية للأموال في حالة اختلاف مستوى الأموال المطلوبة، فعند حد معين من الأموال المطلوبة قد تكون تكلفة الأموال الحدية مختلفة عن تكلفة الأموال في المستوى الذي قبله.

والتكلفة الحدية للأموال هي التكلفة المهمة في اتخاذ قرا ر الاستثمار طويل المدى على أساس أن الشركة ستقبل الاستثمار المقترح إذا كان العائد مساوي على الأقل التكلفة الحدية، وترفضه إذا قل العائد عن تكلفة الأموال الإضافية المطلوبة[2].

[1] عدنان تايه النعيمي وآخرون، **الإدارة المالية (النظرية والتطبيق)**، ط4، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2011، ص ص 422-421.

[2] عاطف جابر عبد الرحيم، **أساسيات التمويل والإدارة المالية**، الدار الجامعية، مصر، 2010، ص ص279-278.

تناولنا في هذا المبحث تعريف تكلفة الحصول على الأموال والعوامل المؤثرة فيها، وكذا تقدير هذه التكلفة عبر حساب تكلفة كل عنصر من أموال الملكية وأموال الاستدانة على حدى، لنستخلص في الأخير صيغة التكلفة الوسطية المرجحة والتكلفة الحدية لرأس المال التي توفق بين تكاليف مختلف مصادر التمويل المعتمدة.

المبحث الثالث: أثر تكلفة التمويل على قيمة المؤسسة وفق الفكر المالي.

تعتبر دراسة العلاقة بين الهيكل التمويلي وكل من تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة من أهم القضايا المعاصرة للإدارة المالية، حيث يدور الجدل بين المفكرين والممارسين في مجال الإدارة المالية حول وجود هيكل تمويلي أمثل من عدمه، وما إذا كان هذا الهيكل التمويلي يؤثر على قيمة المؤسسة أم لا، ويعتبر هذا الجدل المدخل الطبيعي لتفسير السلوك التمويلي للمؤسسات.

المطلب الأول: الهيكل التمويلي في ظل كمال الأسواق.

في هذا المطلب سوف نستعرض مختلف وجهات النظر أو المقاربات التي قامت بدراسة الهيكل التمويلي في ظل كمال الأسواق وعلاقته بتكلفة الأموال وقيمة المؤسسة، بين مؤيدة ومعارضة لوجود هيكل تمويلي أمثل.

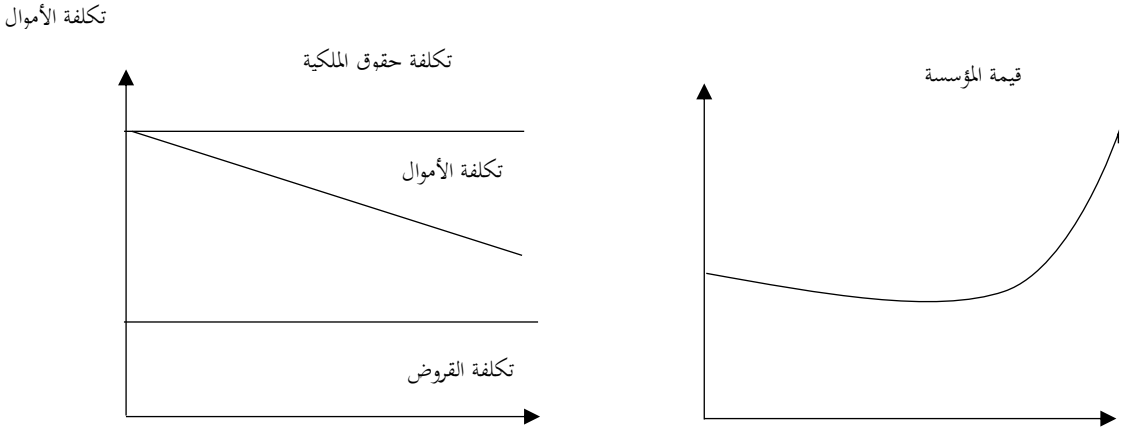
الفرع الأول: مدخل الربح الصافي.

يعتمد هذا المدخل على افتراض أساسي وهو أن تكلفة كل من أموال الملكية وأيضا الاقتراض ثابتة لا تتغير وليس لها علاقة بهيكل رأس امال، وهذا يعني ان ارتفاع أو انخفاض نسبة الرفع المالي (نسبة الاقتراض) في هيكل رأس المال لا يترتب عليها ارتفاع أو انخفاض في تكلفة أموال القروض أو الملكية، وطالما أن تكلفة الاقتراض أقل من تكلفة إصدار أسهم جديدة فإن الاعتماد على الاقتراض في التمويل بنسبة أكبر من أموال الملكية يؤدي إلى انخفاض التكلفة الوسطية للأموال وبالتالي ارتفاع قيمة المؤسسة[1].

والشكل التالي يوضح ذلك:

[1] محمد صالح الحناوي وآخرون، **مرجع سابق**، 2000، ص 427.

الشكل رقم(04): تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة بدلالة نسبة الاقتراض وفق مدخل صافي الربح.



المصدر: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، ط2، توزيع منشأة المعارف بالإسكندرية، مصر، 2005، ص99.

يتضح من هذا الشكل ان تكلفة الأموال الكلية تنخفض كلما زادت نسبة الاقتراض إلى الملكية، وتستمر هذه التكلفة في الانخفاض إلى ان تصل على أدناها وتصبح مساوية لتكلفة أموال الاقتراض، حيث ان انخفاض تكلفة الأموال يعني ارتفاع قيمة المؤسسة، وبالتالي فان الهيكل المثالي لرأس مال المؤسسة طبقا لهذا المدخل إذا اعتمدت في تمويلها على الاقتراض بنسبة 100% تقريبا.

غير أن هذا المدخل يعاني من نقطة ضعف أساسية هو افتراض ثبات كل من تكلفة الاقتراض وتكلفة الملكية بغض النظر عن التغير في نسبة الاقتراض الى الملكية وهذا الافتراض بعيد كل البعد عن الواقع العملي[1].

الفرع الثاني: مدخل صافي ربح العمليات.

يرى المؤيدون لهذا المدخل أن القيمة السوقية للمؤسسة مستقلة تماما، ولا تتأثر بالتغيرات في هيكل رأس المال وتتحدد قيمة المؤسسة كما توضحها المعادلة التالية:

قيمة المؤسسة = ربح العمليات/تكلفة الأموال المرجحة

[1] **المرجع نفسه**، ص ص431،432.

حيث تتأثر تكلفة الأموال المرجحة بالأوزان بمخاطر الأعمال، وطالما أن مخاطر الأعمال مستقلة عن تشكيلة هيكل رأس المال فمعنى ذلك أن كل من ربح العمليات وتكلفة الأموال مستقلة عن رأس المال، وهو ما يعني أن قيمة المؤسسة ستظل ثابتة ومستقلة أيضا عن هيكل رأس المال، ونتيجة لما سبق فإن فكرة هيكل رأس المال المثالي فكرة تبدو غير مقبولة الا أن من وجهة نظر مؤيدو هذا المدخل، ولكي نناقش الأفكار التي قدمها مؤيدو مدخل صافي ربح العمليات، دعنا نتناول الافتراضات الأساسية التي يقوم عليها هذا المدخل:

- تتحدد القيمة السوقية للمؤسسة ككل بخصم أرباح العمليات المتاحة وليس من الأهمية تقسيم هذه القيمة بين اقتراض وملكية؛
- يتحدد معدل خصم ربح العمليات بدرجة مخاطر الأعمال، ولذلك فإذا ما ظلت مخاطر الاعمال ثابتة لا تتغير، فإن معدل الخصم (تكلفة الأموال) لا تتغير أيضا؛
- الاعتماد المتزايد على الاقتراض يترتب عليه زيادة درجة المخاطر التي يتعرض لها الملاك، ولذلك فإن المزايا الناجمة عن الاعتماد على القروض تضيع نتيجة مطالبة الملاك بمعدلات خصم أعلى لتعويضهم عن ارتفاع درجة الخطر التي يتعرضون لها؛
- معدل الفائدة (تكلفة السندات) ثابتة؛
- لا توجد ضرائب على دخل المؤسسات.

وكما ذكرنا سابقا فإن القيمة السوقية لأموال الملاك وفقا لأسلوب صافي ربح العمليات يمكن تحديدها كما يلي:

القيمة السوقية لأموال الملاك = القيمة السوقية للمؤسسة – القيمة السوقية للسندات

أما عن تكلفة أموال الملاك فيمكن قياسها بالمعادلة التالية:

تكلفة أموال الملاك = تكلفة الأموال المرجحة + (تكلفة الأموال المرجحة – تكلفة الضرائب) (القيمة السوقية للمؤسسة/ القيمة السوقية لأموال الملاك)

وتشير المعادلة إلى أنه إذا ما كانت تكلفة الأموال للمؤسسة ثابتة، فإن تكلفة أموال الملاك سوف تزداد بمعدل ثابت مع الزيادة في نسبة الاقتراض إلى حق الملكية[1].

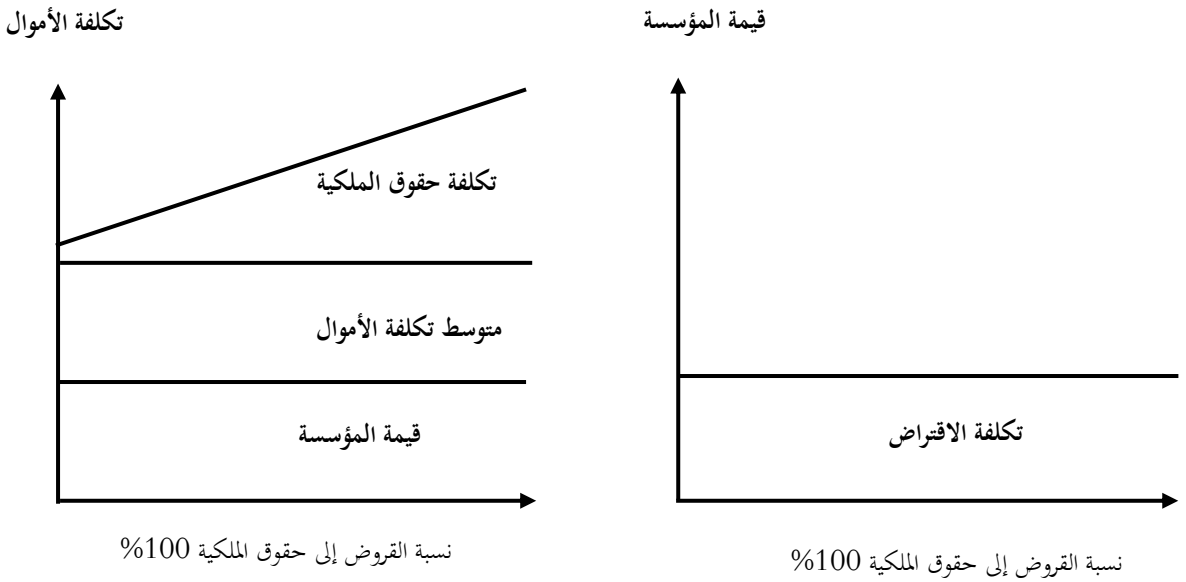
وعليه خلصت هذه النظرية إلى نتيجتين أساسيتين هما[2]:

- أن قيمة المؤسسة مستقلة عن هيكلها التمويلي؛
- أن تكلفة رأس المال مستقلة أيضا عن الهيكل التمويلي للمؤسسة.

وبالتالي حسب هذه النظرية، فسواء اقترضت المؤسسة أو لم تقترض، وسواء زادت نسبة الاستدانة أو نقصت فإن تكلفة رأس المال تظل ثابتة مما يترتب عليه ثبات قيمة المؤسسة، وهي نفس النتيجة التي تم التوصل إليها من طرف Modigliani et Miller .

والشكل التالي يوضح ذلك:

الشكل رقم (05): سلوك متغيرات تكلفة الاقتراض وتكلفة أموال الملاك وأيضا التكلفة الكلية للأموال وفقا لمدخل صافي ربح العمليات.



المصدر: منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص104.

[1] محمد صالح الحناوي وآخرون، **الإدارة المالية (التحليل المالي للمشروعات الجديدة)**، الدار الجامعية، مصر، 2003، ص ص347-349.

[2] Cohen Elie, Gestion financière de l'entreprise et développement financier, édition UREF, Paris 1991, p237.

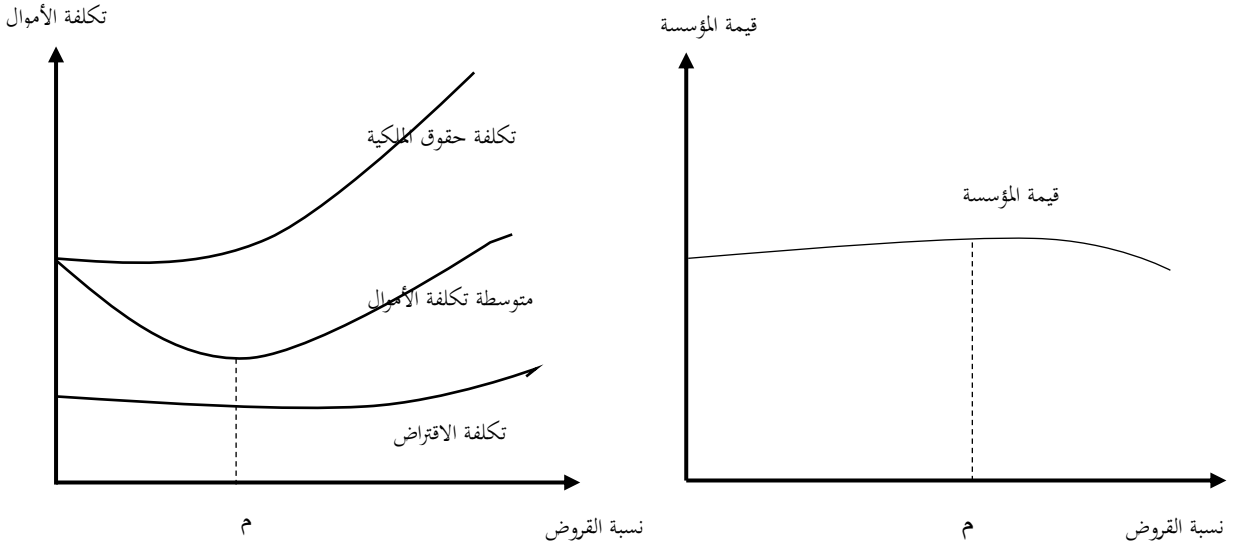
الفرع الثالث: النظرية التقليدية.

ويتشابه هذا المدخل مع مدخل صافي الربح حيث أنه يفترض وجود نسبة اقتراض مثالية تنخفض عندها تكلفة الأموال إلى أدنى حد وعندها تصل قيمة المؤسسة إلى حدها الأقصى، كما أن هذا المدخل يستخدم نفس الطريقة المتبعة في مدخل صافي الربح فيما يتعلق بتقدير قيمة المؤسسة غير أنه يختلف عنه فيما يتعلق بالافتراضات الأساسية لهذا المدخل، فالمدخل التقليدي يفترض أن تكلفة الاقتراض تظل ثابتة إلى حد معين من الاقتراض بعده تزيد المخاطر المالية مما يستوجب ارتفاع سعر الفائدة، وهذا يعني أنه بعد مستوى معين من الاقتراض ترتفع تكلفة الاقتراض بزيادة معدل الرفع المالي، ومن ناحية أخرى نجد أيضا أن معدل العائد المطلوب من جانب الملاك سيزداد مع ازدياد نسبة الاقتراض، وهذا يعني أن هناك علاقة طردية بين نسبة الاقتراض وتكلفة كل من أموال الملكية والاقتراض.

إن جوهر هذا المدخل يشير إلى أن تكلفة الأموال تنخفض تدريجيا مع زيادة حجم الأموال المقترضة إلى أن تصل إلى حد معين بعده تأخذ هذه التكلفة في الارتفاع، وعند هذا الحجم من الاقتراض والذي يتحول عنده اتجاه تكلفة الأموال نحو الارتفاع تتحدد نسبة الاقتراض المثالية[1].

والشكل التالي يوضح ذلك:

الشكل رقم (06): العلاقة بين تكلفة الأموال ونسبة الاقتراض (المدخل التقليدي).



المصدر: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سابق، ص106.

[1] عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، **مدخل معاصر في الإدارة المالية**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002، ص ص194،195.

يشير الشكل إلى ان تكلفة الأموال تنخفض مع زياد نسبة الاقتراض إلى أن تصل تلك النسبة إلى النقطة "م" وعندها تصل القيمة السوقية للمؤسسة إلى أقصاها، وبعد النقطة "م" تأخذ تكلفة الأموال في الارتفاع وتنخفض القيمة السوقية للمؤسسة[1].

المطلب الثاني: الهيكل التمويلي في ظل التيارات المالية الجديدة.

في هذا المطلب نستعرض النظريات التي اهتمت بدراسة إشكالية الهياكل التمويلية في ظل التيارات المالية الجديدة التي تدخل تحت إطار ما يعرف بالمنظور المتعدد الأشكال.

الفرع الأول: نظرية الوكالة.

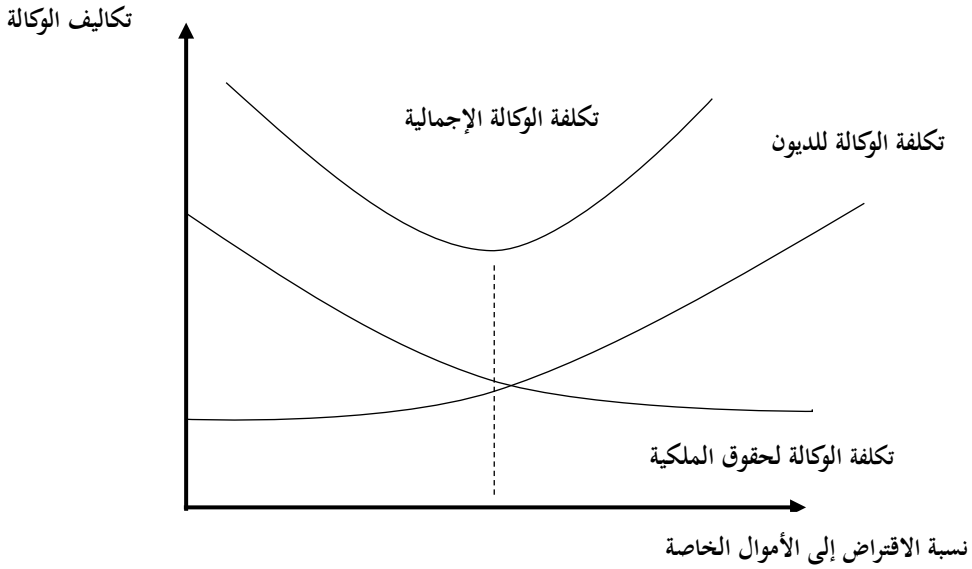
أول الأبحاث في هذا المجال قام بها كل منJensen وMeckling سنة 1976 وتعرف الوكالة بأنها عقد بموجبه يقوم شخص يدعى الموكل باللجوء إلى شخص آخر يسمى الوكيل، من أجل القيام بمهمة معينة له وباسمه فيما يخص المؤسسة، بحيث يوجد هذا العقد بين المساهمين او المقرضين والمسيرين من خلال قيامهم بجزء من سلطاتهم، وكل عون اقتصادي يبحث عن تعظيم منفعته الخاصة قبل المنفعة العامة ما يؤدي إلى ظهور تعارض وتناقض، إذ تهدف هذه النظرية إلى نوعين من خصائص العقود المثلى:

- **تكاليف وكالة الديون**: ناجمة عن تعارض المصالح بين المساهمين والدائنين وقد تتمثل في الخسائر الناجمة عن تأثير القرارات الاستثمارية للمؤسسة، التكاليف التي يتحملها الدائنون للرقابة على قرارات الإدارة أو تكاليف الإفلاس وإعادة التنظيم.
- **تكاليف وكالة الأموال الخاصة**: تنتج من تعارض المصالح بين المساهمين والمسيرين بحيث يتحملها المساهمون من أجل رد تصرفات المسيرين والحد من انحرافات التسيير، فإن العديد من الدراسات أوضحت أن تكلفة الوكالة تزداد مع زيادة نسبة الاستدانة في المؤسسة، ويزداد معها التأثير السلبي على القيمة السوقية للمؤسسة[2]، ويمكن تمثيل الهيكل التمويلي الأمثل في الشكل الموالي:

[1] منير إبراهيم هندي، **الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات**، مرجع سابق، ص105.

[2] لزغم سمية، **أثر الهيكل المالي على القرارات المالية في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة**، مذكرة ماستير (غير منشورة)، تخصص مالية المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2012/2011، ص ص56،55.

الشكل رقم(07): الهيكل التمويلي الأمثل حسب نظرية الوكالة.



يتضح من خلال الشكل أن ارتفاع نسبة الاستدانة للهيكل التمويلي تؤدي من جهة إلى انخفاض تكلفة الوكالة لحقوق الملكية ومن جهة أخرى إلى ارتفاع تكاليف الوكالة للديون، ومن ثم يمكن الوصول إلى نسبة الاستدانة المثلى بالهيكل التمويلي حينما يصل مجموع تكاليف الوكالة سواء للديون أو لحقوق الملكية إلى أدنى حد لها (عند النقطةA^1).

الفرع الثاني: نظرية الإشارة.

تستند هذه النظرية على مفهوم انعدام التناظر في المعلومة التي تتميز بها الأسواق المالية، إذ أن المعلومات التي تنشرها المؤسسات ليست هي بالضرورة المتغيرات الحقيقة فتذهب هذه النظرية إلى تأكيد أن مسيري المؤسسات الأحسن أداء التي تستطيع إصدار مؤشرات خاصة وفعالة تميزها عن غيرها من المؤسسات الأقل أداء، وخصوصية هذه المؤشرات هي صعوبة نشرها من قبل المؤسسات الضعيفة، نستطيع أن نذكر من بينها هذه المؤشرات المعتمدة هيكل رأس المال، سياسة مكافآت رأس المال واللجوء إلى أوراق مالية معقدة.

تقترح هذه النظرية نموذجا يحاول أن يعكس نوعية مؤسسة ما على أساس هيكلها التمويلي، فالمستثمرون يصنفون المؤسسات الموجودة في السوق إلى فئتينAو B بحيث تكون المؤسسات من الصنف الأول أحسن أداء من المؤسسات من الصنف الثاني.

[1] زغود تبر، **مرجع سابق**، ص98.

من أجل تصنيف المؤسسات في المجموعتين يحدد المستثمرون في السوق مستوى من الاستدانة D يسمى الاستدانة الحرجة، حيث أن المؤسسات ذات المجموعة الأولى لها قدرة على الاستدانة أعلى من الاستدانة الحرجة وهكذا.

اللجوء إلى هذا النموذج يكون مجديا في سوق مالي متميز بانعدام التناظر في المعلومة الناتج خاصة مع امتلاك هذه الأخيرة من قبل المسيرين[1].

الفرع الثالث: نظرية التسلسل الهرمي للتمويل.

ظهرت هذه النظرية في منتصف الثمانينات، إذ تتعلق بتصنيف وترتيب مصادر التمويل حسب أفضليتها، وفق النماذج التالية:

أولا– نموذج Myers et Majluf.

ظهرت هذه النظرية سنة 1984 وحسب هذه النموذج يصلح التمويل التسلسلي في حال كون تكاليف إصدار أسهم جديدة أكبر من تكاليف الاعتماد على الاستدانة، وبالتالي فإن المؤسسة تمول استثماراتها أولا بالتمويل الذاتي، ثم تلجأ للاستدانة وفي الأخير تصدر أسهم جديدة، حسب هذه النظرية فإن المؤسسة لا تهدف إلى الوصول لنسبة استدانة معينة بحيث تؤكد بأن المؤسسة تلجأ للتمويل الخارجي فقط لعدم كفاية التمويل الداخلي، إذ أن مصادر التمويل الخارجية غير مرغوب فيها بسبب عدم تماثل المعلومة بين المسيرين والمستثمرين، مع ذلك تستعمل المؤسسة هذا النوع من التمويل محاولة منها مراعاة ترتيب مصادر التمويل، وفي هذه الحالة تفضل في القيام الأول الاعتماد على الديون ثم السندات القابلة للتحويل إلى أسهم وفي الأخير الأسهم[2].

ثانيا_ نموذج Williamson(1988).

يفترضWilliamson أن أطراف التعاقد (مساهمون، مسيرون ومقترضون) لهم رشادة محدودة وهم في واقع الأمر انتهازيون، فانطلاقا من الأطراف التي تم التعاقد معها تستطيع الأطراف الأخرى تغيير سلوكها ليصب في نهاية الأمر في مصلحتها.

[1] إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي "الإدارة المالية" دروس وتطبيقات، دار وائل للنشر، ط2، الأردن، عمان، 2011، ص ص430-429.

[2] G. charreaux, Théorie financière et stratégie financière, Aout 1992, p15.

حسب Williamson فإن درجة خصوصية الأصل الذي يراد تمويله تؤدي دورا كبيرا في اختيار طبيعة مصدر التمويل، فالاستثمار في أصل خاص ذو خصوصيات معينة (كأصل له إلا استعمال محدود من قبل عدد قليل من المؤسسات وليس له سوق ثانوي متطور) يكون عموما محل عقد غير تام بين المؤسسة وأصحاب رؤوس الأموال حتى يمكن ذلك من إجراء تكيفات لاحقا، وعليه فإن التمويل بالأموال الخاصة في هذه الحالة سيكون أكثر فعالية مقارنة بالتمويل عن طريق الاستدانة، وبالمقابل لا تسمح الاستدانة بتحقيق التعديلات القبلية وخاصة عند وجوب تسديد الفوائد والأقساط حسب جدول الاستحقاق بشكل منتظم، وعليه فإن خصوصية الاستثمار تؤدي إلى ارتفاع درجة الشك لدى الجهات المقرضة وبالتالي ظهور خطر الإفلاس المحتمل، الأمر الذي يؤدي إلى المطالبة بتكاليف تمويل أعلى، ومن المنطقي أن يكون التمويل بالاستدانة مفضلا في حالة عدم خصوصية الأصل المراد تمويله نظرا لكون هذا الأخير من المحتمل أن يولد عوائد بشكل منتظم[1].

ثالثا_ نموذج Myers (1990).

ضمن هذا النموذج وعلى المدى البعيد فإن الفرضية السلوكية للمسيرين هي تعظيم ثروة المؤسسة والتي تحسب بالعلاقة التالية:

$$W = E+S$$

كما هي مبينة في الميزانية المالية المختصرة التالية:

الجدول رقم (01): تمثيل الفائض التنظيمي وثروة المؤسسة.

الأصول	الخصوم
pva: القيمة الحالية للأصول الموجودة مع الأخذ في الاعتبار التدفقات المنتظرة لهذه الأصول. **Pvgo+**: القيمة الحالية للفرص الاستثمارية. **Pvtax–**: القيمة الحالية للضرائب.	D: لديون. E: الأموال الخاصة S: القيمة الحالية للفوائض التنظيمية

المصدر: إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، ط2، مرجع سابق، ص 431.

الفائض التنظيمي يعكس القيمة المحينة للتكاليف الناجمة عن الأجور العالية جدا والتي لا تتمتع بخاصية الديمومة باعتبار أن المقرضين يمكنهم فرض تخفيضها إذ كان سداد الدين أو دفع الفوائد غير منتظمة.

[1] عبد الوهاب دادن، **الجدل القائم حول تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة**، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، عدد7، 2010/2009، ص327.

أما Myers فينظر إلى المؤسسة على أساس أنها تحالف يبحث عن زيادة حجم الأموال الخاصة والفوائض التنظيمية (أي سلطته على إعادة توزيع العلاوات على المستخدمين)، وفي هذه الحالة فإن الرفع في رأس المال يفضل على الاستدانة إذا كان من الضروري اللجوء إلى تمويل خارجي.

ومنه نستنتج ان المؤسسة تطبق تسلسلا بين مصادر التمويل: أولا التمويل الذاتي، ثم الرفع في رأس المال ثم الاستدانة كملاذ أخير[1].

مما سبق نلاحظ اختلاف وجهات النظر بين مؤيد ومعارض لإمكانية تحقيق هيكل تمويلي مناسب أو أمثل بالنسبة للمؤسسة الذي يحقق الموازنة بين العائد والمخاطرة ويخفض تكلفة التمويل إلى أدنى حد ومن ثم يعظم قيمة المؤسسة.

[1] إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، ط2، **مرجع سابق**، ص ص431،432.

خلاصة.

يعد التمويل ضرورة قصوى في جميع المشروعات الاستثمارية باختلاف أحجامها للقيام بنشاطها الاقتصادي وتمويل الاحتياجات المتزايدة، لذا تتموقع الوظيفة المالية بالقرب من الادارة العليا لما تحويه من قرارات بالغة الأثر على قيمة المؤسسة في المدى القريب والبعيد.

ومن خلال سعي العديد من رواد الادرة المالية عبر الزنم حصر العناصر المؤثرة على قيمة المؤسسة من قرار التمويل فالجدل لا يزال قائما إلى حد الآن، كذلك من خلال ما تقدم فإن مختلف المداخل التي حاولت تفسير العلاقة بين تركيبة الهيكل التمويلي من جهة وتكلفة الأموال وقيمة المؤسسة من جهة أخرى، منها ما يؤدي إلى وجود تأثير ومنها ما ينفي ذلك التأثير وفي ظل عدم حيازة أي مدخل بالإجماع فإن دراسة هذه المداخل من شأنه الإلمام بأهم المخاطر والتكاليف والمزايا التي تنجم عن اعتماد بديل تمويلي معين في ظل ما تمليه البيئة الخارجية وما يتعلق بخصائص المؤسسة في حد ذاتها.

الفصل الثاني:

الدراسة التطبيقية للبحث

تمهيد.

بعد عرض الجانب النظري من الموضوع سنحاول في هذا الفصل النتائج النظرية عمليا لدراسة وتحليل تركيبة الهيكل التمويلي وتوضيح تأثير تكلفة التمويل على هذا الهيكل التمويلي لإحدى المؤسسات الاقتصادية الجزائرية مدرجة في بورصة الجزائر والمتمثلة في مجمع "صيدال "خلال فترة زمنية تتراوح من 2002 إلى 2015، محاولين إبراز الجوانب المتعلقة بموضوع دراستنا المتمثلة في أثر تكلفة التمويل في تحديد الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة معتمدين على مجموعة من الأدوات والإجراءات المنهجية، قصد الوصول إلى الأهداف المرجوة من الدراسة بعد اختيار لعينة الدراسة وتحديد متغيراتها، وأخيرا عرض النتائج المتوصل إليها وتحليلها ومناقشتها قصد الخروج بمجموعة من التوصيات حسب وجهة نظرنا.

وهذا من خلال المباحث التالية:

- المبحث الأول: تحليل بيانات الدراسة ومناقشتها؛
- المبحث الثاني: علاقة تأثير تكلفة رأس المال على تكلفة التمويل والهيكل التمويلي.

المبحث الأول: تحليل بيانات الدراسة ومناقشتها.

يهدف هذا المبحث إلى إيضاح ومناقشة وشرح منهجية الدراسة، وكذا دراسة كل من سياسة التوزيعات للمؤسسة وتكلفة التمويل والهيكل التمويلي كل على حدة.

المطلب الأول: الطريقة والأدوات المستخدمة.

يتناول هذا المبحث وصفا لمجتمع الدراسة وعينتها، وكذلك أداة الدراسة المستخدمة وطرق إعدادها، كما يتضمن وصف لبعض الإجراءات التي تمت في اختيار أدوات الدراسة وتطبيقها.

الفرع الأول: طريقة الدراسة.

إن لكل بحث طريقة دراسة معينة يتم الاعتماد عليها وتختلف هذه الأخيرة من بحث لآخر وذلك حسب طبيعة الدراسة، لهذا سوف نعرض نموذج وعينة الدراسة ومصادر هذه المعلومات.

أولا: المؤسسة محل الدراسة.

يتم من خلال هذا الجزء إعطاء وصف لعينة الدراسة والشروط الواجب توفرها في المؤسسة لتشكيل العينة التي يتم اختيارها.

1- **تقديم المؤسسة محل الدراسة:** نقوم بتعريف مجمع صيدال باعتباره العينة التي تم اختيارها:[1]

تم إنشاء الصيدلية المركزية الجزائرية عام 1969م بموجب مرسوم رئاسي تعمل على ضمان احتكار الدولة للاستيراد، صناعة وتجارة المواد الصيدلانية ذات الاستعمال البشري، وفي إطار وظيفتها الإنتاجية تم إنشاء الوحدة الإنتاجية للحراش في 1971م، وذلك من خلال قيامها بشراء وحدتي PHARMAL et BIOTIC على مرحلتين، وفي مرحلة لاحقة تم وفق الأمر 161/82 لأفريل 1982م تكوين المؤسسة الوطنية للمنتجات الصيدلانية، حيث كان يقع على عاتقها احتكار السوق الوطنية لصناعة وتوزيع الأدوية والمنتجات المماثلة والعمل على تموين السوق بكميات كافية ومنتظمة، وخلال سنة 1985م تم تغيير تسمية المؤسسة لتصبح صيدال.

نشأ المجمع الصناعي صيدال نتيجة إعادة هيكلة المؤسسة الاقتصادية العمومية صيدال عام 1998م، وهي من بين المؤسسات الجزائرية المدرجة في البورصة حاليا، إضافة إلى الأوراسي وأليانس للتأمينات هذه الأخيرة تم إدراج أسهمها في البورصة انطلاقا من سنة 2000م و2011م على التوالي.

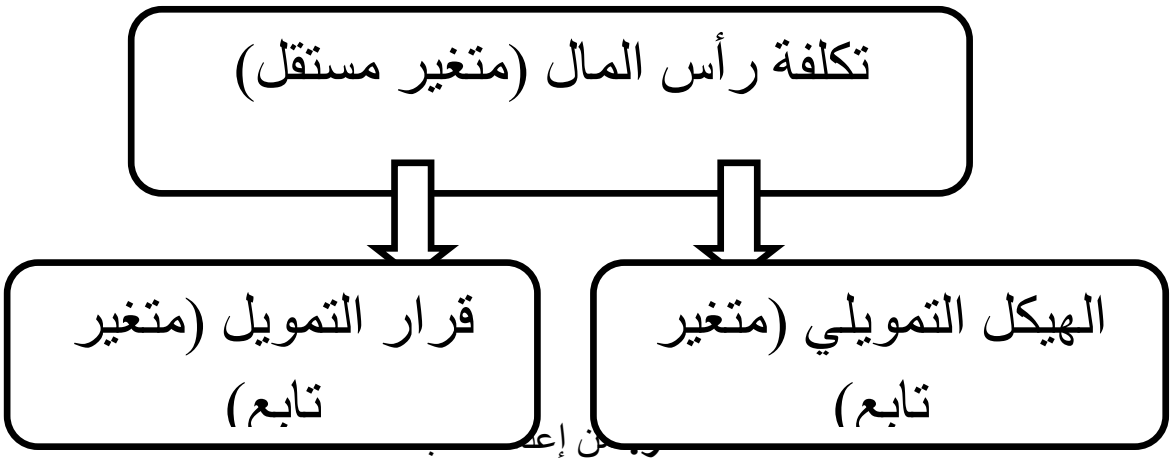
فابتداء من 15 فيفري 1999م طرح 20% من رأسمال المؤسسة (أسهم) للاكتتاب العام، إذ يمثل رأسمالها الاجتماعي 2.500.000.000 دج، أي ما يعادل 10.000.000 سهم بقيمة اسمية 250 دج لكل سهم، فالكمية المعروضة من الأسهم تمثل 20% من رأسمال المؤسسة، أي ما يعادل 2.000.000 سهم بقيمة جارية 800 دج للسهم. ويقع مقرها في الدار البيضاء بالجزائر العاصمة، وتمتلك ثلاث فروع لها في كل من باتنة ووهران بالإضافة إلى الجزائر العاصمة.

[1] www.sgbv.dz

2- نموذج الدراسة المقترح:

يمكن تلخيص النموذج المقترح للدراسة من خلال الشكل أدناه، الذي يتبين من خلاله أن الدراسة ستتم عن طريق دراسة أثر تكلفة التمويل على القرار التمويلي، وتأثير هذا الأخير على القيمة السوقية للمؤسسة.

الشكل رقم (08): النموذج المقترح للدراسة



المصدر: من إعداد الطالب

3- **عينة الدراسة:**

تتكون عينة الدراسة من مصلحة المحاسبة والمالية والتي تتضمن رئيس مصلحة المحاسبة والمالية، وقد تم أخذ هذه المصلحة نظرا لطبيعة الموضوع المدروس حتى تكون الدراسة شاملة وموضوعية، باعتبار المعلومات المراد معالجتها تتعلق بالقوائم المالية للمؤسسة مثل قائمة المركز المالي وقائمة الدخل أو جدول حساب النتيجة، وهي القوائم التي يتم إعدادها على مستوى المصلحة المذكورة، وكونها تمتلك أسهم متداولة في بورصة الجزائر، وتتمثل في مجمع صيدال.

ثانيا: مصادر المعلومات وتلخيص المعطيات.

سيتم في هذا الفرع توضيح مصادر جمع المعلومات وطريقة تلخيصها.

1- مصادر جمع المعلومات: لقد اعتمدنا في جمع المعلومات على المصادر والأدوات التالية:

1-1- المصادر الأولية: هي البيانات التي تم الحصول عليها من خلال القوائم المالية، والمتمثلة في الميزانية وجدول حسابات النتائج لمجمع صيدال خلال الفترة 2002-2015.

2-1- **المصادر الثانوية:** تمت معالجة الجانب النظري للدراسة من خلال الاعتماد على الكتب والمراجع والمجلات العلمية ذات العلاقة بموضوع الدراسة، مع البحث في مواقع الانترنت المختلفة والدراسات والمقالات السابقة المتعلقة بالموضوع.

2- **تلخيص المعطيات المجمعة:**

بغرض معرفة تأثير تكلفة رأس المال والتي تمثل المتغير المستقل في هذه الدراسة على المتغيرين التابعين المتمثلين في تكلفة التمويل والهيكل التمويلي، ومن أجل تحقيق هذه الأهداف قمنا بدراسة حالة مؤسسة صيدال وهذا من أجل جمع القوائم المالية والمتمثلة في الميزانية وجدول حسابات النتائج خلال الفترة 2002-2015.

الفرع الثاني: أدوات الدراسة.

سنتطرق إلى أهم الأدوات والأساليب الإحصائية المستخدمة في الجانب التطبيقي.

أولا: أدوات معالجة المعطيات.

تمت المعالجة عن طريق ملاحظة وتحليل الوثائق المقدمة من طرف المؤسسة حيث أخذنا أهم العناصر التي تساعدنا على حساب كل من تكلفة التمويل ومحددات الهيكل التمويلي من أجل معرفة مدى تأثير تكلفة التمويل عليهما.

ثانيا: الأساليب الإحصائية المستخدمة.

تم الاستعانة بنظام Microsoft office Excel 2007 وذلك لتمثيل البيانات التي توضح العلاقة بين المتغيرين التابعين والمتغير المستقل، بالإضافة إلى برنامج SPSS وهذا من أجل تحقيق أهداف الدراسة واختبار الفرضيات.

المطلب الثاني: تحليل الهيكل التمويلي لمجمع صيدال.

ينقسم هذا المطلب لعدة فروع وهذا لأننا سوف ندرس تطور مصادر تمويل لمجمع صيدال والمتمثلة في عناصر الجانب الأيسر من الميزانية بالاعتماد على القوائم المالية المتحصل عليها من المجمع.

الفرع الأول: تطور التمويل الذاتي.

التمويل الذاتي وسيلة جد هامة وتعد الأكثر استعمالا حيث تسمح للمؤسسة بتمويل نشاطها دون اللجوء إلى أطراف خارجية، وهو يعبر عن مجموع الأموال الأصلية الداخلية

التي تم إنشاؤها بواسطة نشاط المؤسسة خلال فترة معينة والتي تستخدم بالتأكيد لتمويل نموها وإثراء أموالها الخاصة.[1] ويمكن حساب التمويل الذاتي بالمعادلة التالية:

التمويل الذاتي = الأرباح المحتجزة + اهتلاكات الدورة + مؤونات الدورة

والجدول أدناه يوضح تطور حجم التمويل الذاتي والبيانات اللازمة لتطبيق المعادلة أعلاه:

جدول رقم (02): تطور حجم التمويل الذاتي للمجمع خلال الفترة (2002-2015).

الوحدة: د.ج

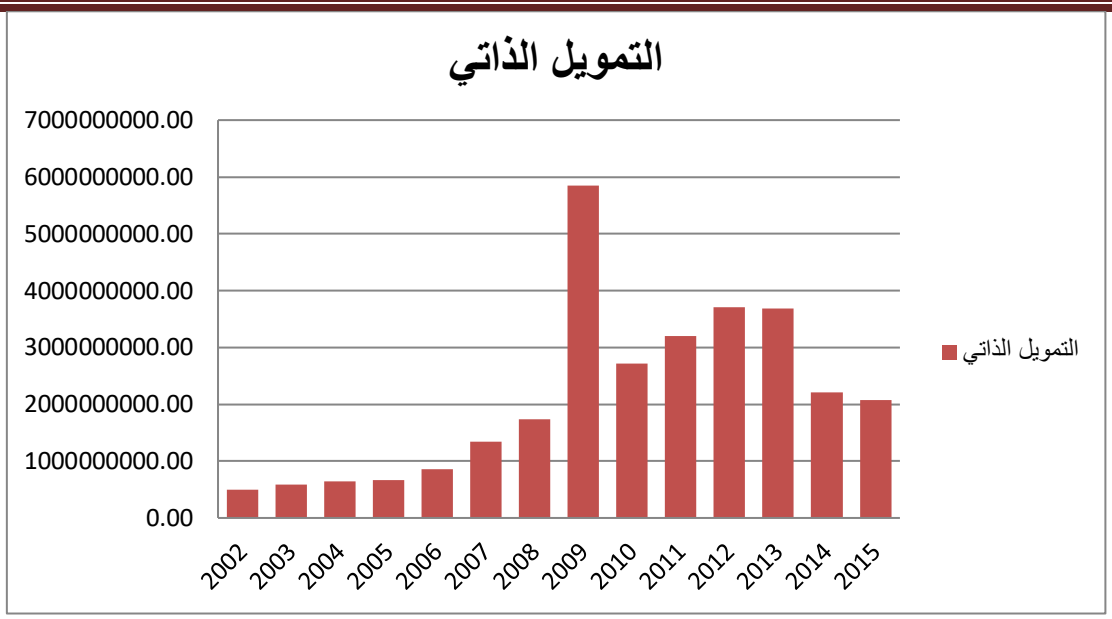
السنوات	الأرباح المحتجزة	الإهتلاكات والمؤونات	التمويل الذاتي	معدل النمو
2002	97339237,6	402666656,8	500005894,4	-
2003	242290897	350412693,4	592703590,4	0,19
2004	256231457	385913421,5	642144878,5	0,08
2005	230555201	440018602	670573803	0,04
2006	317483833	537190191,4	854674024,4	0,27
2007	762149771	584486230,5	1346636001	0,58
2008	978601110	761734123	1740335233	0,29
2009	2521813551	3322709631	5844523182	2,36
2010	752191923	1962879560	2715071483	0,54-
2011	1710480316	1488030462	3198510778	0,18
2012	1565160951	2144929105	3710090056	0,16
2013	2258147327	1431299340	3689446667	0,01-
2014	1077751553	1130374262	2208125815	0,40-
2015	743817991	1328939749	2072757740	0,06-

المصدر: من إعداد االطالبين بالاعتماد على القوائم المالية لمجمع صيدال.

ويمكن توضيح حجم التمويلي الذاتي للمجمع من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم(09): تطور حجم التمويل الذاتي للمجمع خلال الفترة (2002-2015).

[1] رمال حجاج، **دور التمويل الذاتي في النمو الداخلي للمؤسسة الاقتصادية- دراسة حالة المؤسسة الوطنية للأشغال في الآبار- حاسي مسعود- ورقلة للفترة 2010-2012**، مذكرة لنيل شهادة ماستر (غير منشورة)، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2013، ص 4.



المصدر: من إعداد الطالبين

بالاعتماد على الجدول أعلاه.

نلاحظ من خلال الجدول والشكل أعلاه أن معدل نمو التمويل الذاتي لمجمع صيدال في 2004 و2005 كان صغيرا بالنسبة لسنة 2003، بعدها بدأ معدل نمو التمويل الذاتي للمجمع بالتصاعد تدريجيا حتى وصل إلى ذروته سنة 2009 حيث كان معدل النمو 236% وهذا راجع للزيادة الكبيرة في الإهتلاكات و المؤونات المسجلة في هذه السنة والتي تأثرت بدورها بالزيادة في التثبيتات الذي سببه الزيادة في الأصول الثابتة، وكذا الزيادة في الأرباح المحتجزة ولكن بشكل صغير بالنسبة للإهتلاكات و المؤونات، أما في السنوات الأخرى فكان هناك تراجع ملحوظ في التمويل الذاتي باستثناء سنتي 2011 و2012، وهذا التراجع كان سببه أن المؤسسة كان توزع الأرباح بنسب كبيرة وهذا ما أدى إلى انخفاض الأرباح المحتجزة وبالتالي الانخفاض في التمويل الذاتي.

الفرع الثاني: تطور رأس المال.

يعتبر رأس المال الحجر الأساسي لأي مؤسسة، فعند بداية أي مؤسسة يجب أن يكون لها رأس مال معتبر من أجل انطلاق ولهذا فهو من أهم مصادر التمويل الداخلية ويتكون من الأسهم العادية والأسهم الممتازة، ولهذا تم دراسة تطوره لعدة سنوات لمؤسسة صيدال كما هو موضح في الجدول التالي:

الجدول رقم(03): تطور حجم رأس المال للمجمع خلال الفترة (2002-2015).

الوحدة: د.ج

السنوات	رأس المال
2002	2500000000
2003	2500000000
2004	2500000000
2005	2500000000
2006	2500000000
2007	2500000000
2008	2500000000
2009	2500000000
2010	2500000000
2011	2500000000
2012	2500000000
2013	2500000000
2014	2500000000
2015	2500000000

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على القوائم المالية لمجمع صيدال.

من خلال المنحنى نلاحظ أن رأس مال مؤسسة صيدال ثابت خلال فترة الدراسة والتي تتراوح من 2002 حتى 2015 وهذا راجع إلى أن المؤسسة لم تقم بإصدار أسهم عادية جديدة لعدة أسباب منها أنها تبعث إشارة إلى السوق عن الوضع السيئ للمؤسسة، وكذلك يمكن أن تفقد استقلاليتها في التسيير، إضافة إلى ارتفاع تكاليف الإصدار بالنسبة للأسهم العادية.

الفرع الثالث: تطور الهيكل التمويلي لمؤسسة صيدال

السنوات	رأس المال	النسبة	التمويل الذاتي	النسبة	مجموع الديون	النسبة	مجموع الهيكل التمويلي

2002	2500000000	%29,20	500005894,40	%5,84	5562701926	%64,96	8562707820,03
2003	2500000000	%26,83	592703590,4	%6,36	6225742196	%66,81	9318445787
2004	2500000000	%24,94	642144878,5	%6,41	6882486919	%68,66	10024631798
2005	2500000000	%22,18	670573803	%5,95	8102905174	%71,88	11273478977
2006	2500000000	%22,24	854674024,4	%7,60	7888778386	%70,16	11243452410
2007	2500000000	%21,10	1346636001	%11,37	7999112009	%67,53	11845748010
2008	2500000000	%17,45	1740335233	%12,15	10088493253	%70,41	14328828486
2009	2500000000	%13,20	5844523182	%30,85	10601555286	%55,96	18946078468
2010	2500000000	%11,53	2715071483	%12,52	16465662515	%75,95	21680733998
2011	2500000000	%13,03	3198510778	%16,68	13482488325	%70,29	19180999103
2012	2500000000	%11,64	3710090056	%17,27	15274639482	%71,10	21484729538
2013	2500000000	%12,79	3689446667	%18,88	13351137270	%68,33	19540583937
2014	2500000000	%13,37	2208125815	%11,80	13997040019	%74,83	18705165834
2015	2500000000	%13,14	2072757740	%10,89	14455966244	%75,97	19028723984

سوف نقوم بدراسة الهيكل التمويلي لمجمع صيدال لفترة 2002-2015 والتي تبين أنها تتكون من أموال ملكية وأموال الاستدانة، حيث تتشكل أموال ملكية المجمع من أسهم عادية والتي تشكل رأس ماله الاجتماعي، احتياطات، إعانات مستلمة، فرق إعادة التقييم وأرباح المحتجزة، وتقتصر أموال الاستدانة في مجمع صيدال خلال الفترة المدروسة على قروض بنكية طويلة، متوسطة وقصيرة الأجل.

الجدول رقم (04): تطور الهيكل التمويلي لمجمع صيدال خلال الفترة (2002-2015).

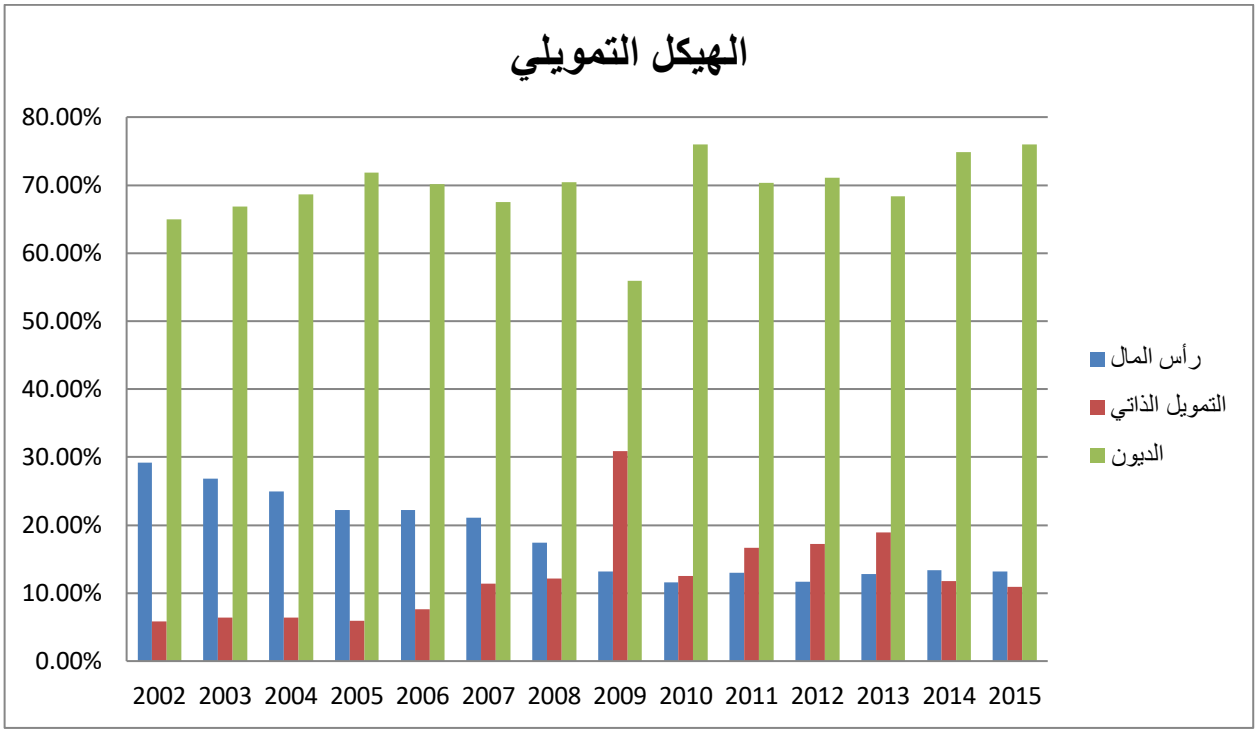
الوحدة: د.ج

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على القوائم المالية لمجمع صيدال.

نلاحظ من خلال الجدول أن المجمع يتميز بالمرونة الكبيرة في اختيار تركيبة هيكله التمويلي بين أموال الملكية وأموال الاستدانة، لكن المجمع كان يعتمد في هيكله التمويلي بنسبة كبيرة جدا على الاستدانة وهذا في كل السنوات المدروسة، هذا عامل إيجابي للاستفادة من الرفع المالي لكنه يزيد من المخاطر المالية التي تشير إلى أن احتمالات إفلاس المجمع مرتفعة، وهذا ما يعني أن مجمع

صيدال عليه تقليص حضور أموال الاستدانة في هيكله التمويلي، وبالمقابل الاعتماد على أموال الملكية في عملية التمويل، حيث كان رأسمال المؤسسة ثابت وهذا راجع إلى أن المجمع لا يقوم بإصدار أسهم جديدة لعدة أسباب منها المحافظة على الاستقلالية المالية وكذلك ارتفاع تكاليف الإصدار، كما أن إصدار أسهم جديدة يؤدي إلى انخفاض قيمة المؤسسة بسبب الزيادة في الكميات المعروضة من الأسهم وهذا ما يعرف بقانون العرض والطلب، كما يلاحظ على نسبة التمويل الذاتي في الهيكل التمويلي أنها كانت صغيرة ثم بدأت في التصاعد ما عدا السنتين الأخيرتين فقد انخفضت فيهما، وهذا الارتفاع في نسبة التمويل الذاتي راجع إلى أن المؤسسة حققت قيمة مضافة أي أنها حققت ارتفاع في النتيجة الصافية وهذا ما يدل أن هناك زيادة في الأرباح، وفي الأخير نصل إلى نتيجة مفادها أن المجمع يمتلك هيكل تمويلي يتميز بمعدل استدانة أعلى من اللازم والسبب الرئيسي في ذلك دورة الاستغلال وهذا نتيجة ارتفاع احتياجاتها المالية الدورية، وهذا ما يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم(10): تطور الهيكل التمويلي لمجمع صيدال خلال الفترة (2002-2015).



المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على الجدول أعلاه.

المطلب الثالث:

الفرع الاول: تكلفة أموال مجمع صيدال.

أمام المؤسسة العديد من المصادر لتمويل احتياجاتها، ولهذا يجب حساب تكلفة كل مصدر منها من أجل انتقاء أهمها، وهذا بما يلائم أهداف المؤسسة ونشاطها وبيئتها.

أولا: تكلفة رأس المال (الأسهم العادية)

إن مصادر التمويل الممتلكة كثيرة ولكل مصدر تمويل تكلفة الخاصة به، ولذلك فإن تحديد تكلفة رأس المال يعتبر أمرا ضروريا في الكثير من القرارات المالية الأخرى، ولهذا تم دراسة تكلفة الأسهم العادية لمجمع صيدال خلال الفترة المدروسة (2002-2015) في الجدول التالي:

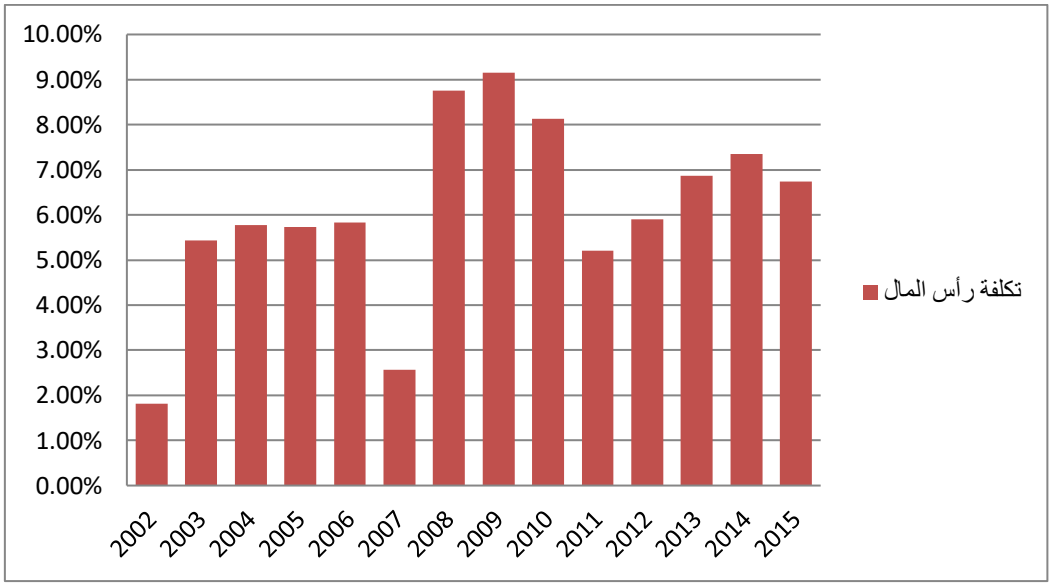
الجدول رقم(05): تطور تكلفة رأس المال للمجمع خلال فترة (2002-2015). الوحدة: د.ج

السنوات	حصة السهم	السعر السوقي للسهم	تكلفة رأس المال
2002	9	497,53	%1,81
2003	24	441,56	%5,44
2004	20	346,15	%5,78
2005	20	348,75	%5,73
2006	23	394,89	%5,82
2007	11	427,95	%2,57
2008	35	399,93	%8,75
2009	35	382,48	%9,15
2010	35	430,39	%8,13
2011	35	672,54	%5,20
2012	40	678,28	%5,90
2013	40	581,94	%6,87
2014	40	544,26	%7,35
2015	40	593,64	%6,74

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على القوائم المالية لمجمع صيدال.

ويمكن توضيح تكلفة رأس المال للمجمع خلال الفترة (2002-2015) من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم(11): تطور تكلفة رأس المال للمجمع خلال فترة (2002-2015).



المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على الجدول أعلاه.

من خلال الجدول والشكل أعلاه نلاحظ أن تكلفة رأس المال كانت ضئيلة في السنة الأولى وكذلك في سنة 2007 وهذا راجع لانخفاض حصة السهم من الأرباح نتيجة احتجاز المؤسسة للأرباح بنسبة أكبر من توزيعها، ولهذا فإن تكلفة رأس المال كانت صغيرة لأن المؤسسة تعتمد على هذه الأرباح كمصدر داخلي لتمويل احتياجاتها وتعتبر تكلفة الأرباح المحتجزة منخفضة بالنسبة لمصادر التمويل الأخرى، أما في السنوات من 2003-2006 فإن التكلفة ارتفعت مقارنة بسنتين السابقتين حيث كانت تتراوح ما بين 5.44% و 5.82% نتيجة لانخفاض السعر السوقي للسهم، والذي بدوره يتأثر بانخفاض النتيجة الصافية، وفي سنة 2009 وصلت تكلفة رأسمال المجمع إلى ذروتها حيث بلغت 9.15% وهذا لارتفاع الأموال الإضافية، فلجأ المجمع في هذه السنة إلى الرفع في نسبة الاحتجاز من أجل تمويل احتياجات الدورة ولإرضاء المساهمين يجب عليه تحقيق معدل عائد متوقع أكبر أو يساوي من العائد الذي يطلبه حملة الأسهم في حالة استثمار هذه الأرباح خارج المجمع، أما في السنوات الباقية فقد كان ارتفاع التكلفة بسبب ارتفاع كل من حصة السهم من الأرباح والسعر السوقي للسهم وارتفاع هذا الأخير بنسبة أقل من ارتفاع حصة السهم.

ثانيا: تكلفة الأرباح المحتجزة.

تعتبر الأرباح المحتجزة من أهم مصادر التمويل الذاتي التي يعتمد عليها مجمع صيدال، كما أن الأرباح المحتجزة لا توجد لها تكلفة هذا ما هوا واضح لكن ضمنيا لها تكلفة الفرصة البديلة، وهي تكلفة صغيرة نسبيا بالنسبة لمصادر التمويل الأخرى وهذا ما سيتم دراسته بالنسبة لمجمع صيدال من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم(06): تطور تكلفة الأرباح المحتجزة للمجمع خلال فترة (2015-2002).

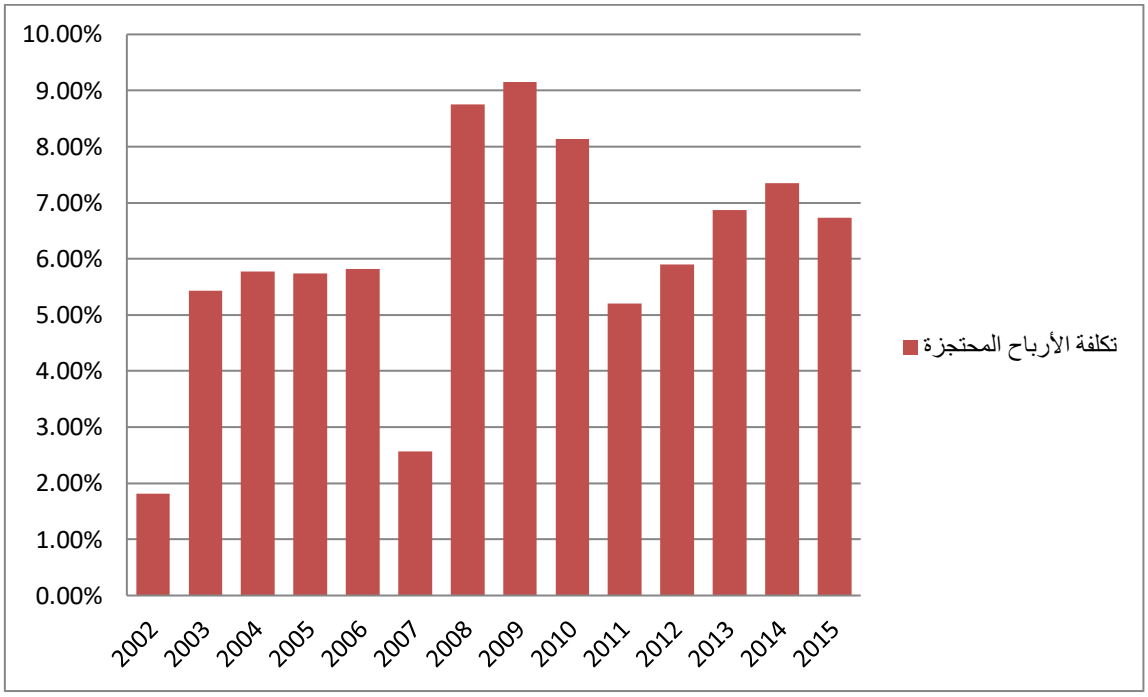
الوحدة: د.ج

السنوات	حصة السهم	السعر السوقي للسهم	تكلفة الأرباح المحتجزة
2002	9	497,53	%1,81
2003	24	441,56	%5,44
2004	20	346,15	%5,78
2005	20	348,75	%5,73
2006	23	394,89	%5,82
2007	11	427,95	%2,57
2008	35	399,93	%8,75
2009	35	382,48	%9,15
2010	35	430,39	%8,13
2011	35	672,54	%5,20
2012	40	678,28	%5,90
2013	40	581,94	%6,87
2014	40	544,26	%7,35
2015	40	593,64	%6,74

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على القوائم المالية لمجمع صيدال.

ويمكن توضيح تكلفة الأرباح المحتجزة للمجمع للفترة المدروسة من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم (12): تطور تكلفة الأرباح المحتجزة للمجمع خلال فترة (2002-2015).



المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على الجدول أعلاه.

من خلال الجدول والشكل أعلاه نلاحظ أن تكلفة احتجاز الأرباح في سنة 2002 كانت تقدر ب 1.81%، إذ تعتبر هذه النسبة منخفضة نتيجة لانخفاض نسبة احتجاز الأرباح فهي بالنسبة للمؤسسة مصدر تمويل داخلي مجاني لكن في واقع الأمر فإن تكلفة الأرباح المحتجزة هي تكلفة الفرصة البديلة أي أن المؤسسة فوتت فرصة استثمارية بديلة على الملاك، أما في باقي السنوات نلاحظ ارتفاع في تكلفة الأرباح المحتجزة وهذا لارتفاع نسبة الاحتجاز، فبرغم من النتائج الايجابية التي تحققها المؤسسة إلا أنها تميل لاحتجاز الجزء الأكبر من الأرباح المحققة لاستغلالها في تمويل استثماراتها. كما يجدر الإشارة إلى أن تكلفة الأرباح المحتجزة للمجمع هي نفسها تكلفة رأسمال المجمع وهذا لعدم وجود تكاليف الإصدار.

ثالثا: التكلفة الوسطية المرجحة.

بحساب التكلفة الوسطية المرجحة لمصادر تمويل المجمع سوف نكون بصدد حساب تكلفة الهيكل التمويلي له، هذا لأن التكلفة الوسطية المرجحة للمجمع ما هي إلا المتوسط المرجح لتكاليف مكونات الهيكل التمويلي للمجمع، والجدول رقم (10) يوضح لنا تكلفة الهيكل التمويلي لمجمع صيدال للفترة (2002-2015):

الجدول رقم(07): تطور التكلفة الوسطية المرجحة للمجمع خلال الفترة(2002-2015)

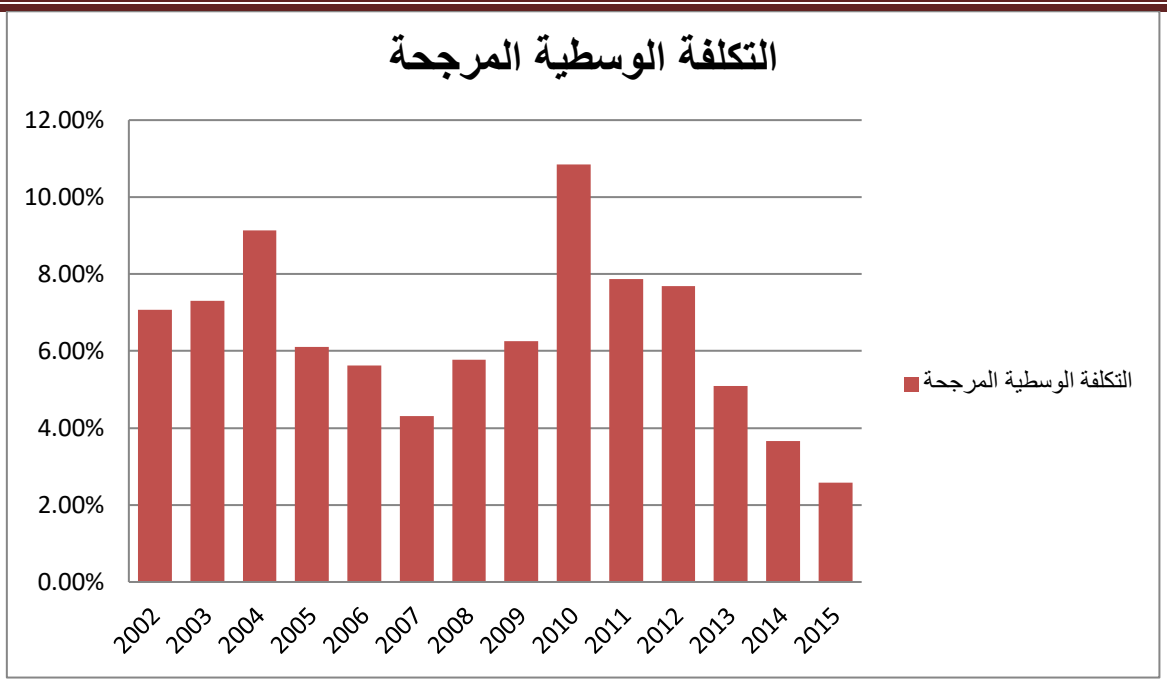
الوحدة: د.ج

السنوات	نسبة الاستدانة	تكلفة الاستدانة	نسبة رأس المال	تكلفة رأس المال	التكلفة الوسطية المرجحة
2002	%64,96	%10,08	%29,20	%1,81	%7,07
2003	%66,81	%8,75	%26,83	%5,44	%7,31
2004	%68,66	%11,21	%24,94	%5,78	%9,13
2005	%71,88	%6,73	%22,18	%5,73	%6,11
2006	%70,16	%6,17	%22,24	%5,82	%5,63
2007	%67,53	%5,57	%21,10	%2,57	%4,30
2008	%70,41	%6,03	%17,45	%8,75	%5,77
2009	%55,96	%9,02	%13,20	%9,15	%6,25
2010	%75,95	%13,06	%11,53	%8,13	%10,86
2011	%70,29	%10,22	%13,03	%5,20	%7,86
2012	%71,10	%9,85	%11,64	%5,90	%7,69
2013	%68,33	%6,16	%12,79	%6,87	%5,09
2014	%74,83	%3,57	%13,37	%7,35	%3,66
2015	%75,97	%2,23	%13,14	%6,74	%2,58

المصدر: من إعداد االطالبين بالاعتماد على القوائم المالية لمجمع صيدال.

ويمكن توضيح تكلفة المرجحة لمجمع صيدال لفترة (2002-2015) من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم(13): تطور التكلفة الوسطية المرجحة للمجمع خلال الفترة (2002-2015).



المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على الجدول أعلاه.

من خلال الجدول والشكل أعلاه نلاحظ في سنتي 2004، 2010 أن التكلفة الوسطية المرجحة مرتفعة وهذا لارتفاع تكلفة الاستدانة لكون المؤسسة في مرحلة التوسع واعتمادها بنسبة كبيرة على الاستدانة لأنها في هذه المرحلة لم تحقق نتيجة صافية كافية لتمويل استثماراتها، وهذا غير جيد بالنسبة للمؤسسة لأنها تتعرض لمخاطر مالية، ونلاحظ في السنوات الباقية انخفاض تكلفة الوسطية المرجحة هذا الانخفاض راجع إلى اعتماد المؤسسة على مصادر تمويل متنوعة فمثلا في سنتي 2014 و2015 كانت نسبة الاستدانة على التوالي 74.83%، 75.97% أي أنها أكبر من نسبة رأس المال كون المؤسسة تركز على الاستدانة نتيجة لوجود الوفرات الضريبية (أي انخفاض معدل الفائدة وبالتالي الزيادة في الاستدانة) وهذا ما يؤكد انخفاض التكلفة الوسطية المرجحة، مما يخول للمؤسسة بناء هيكل تمويلي سليم يجعلها في وضعية جيدة.

المبحث الثاني: علاقة تأثير تكلفة رأس المال على تكلفة التمويل والهيكل التمويلي.

في هذا المبحث سوف نقوم باختبار صحة الفرضيات وهذا عن طرق استخدام نموذج برنامج SPSS
من أجل معرفة العلاقة بين المتغير المستقل وكُلا من المتغيرين التابعين وهذا في المطلبين الأول والثاني، أما المطلب الثالث سوف نتطرق إلى النتائج التي تم التوصل إليها.

المطلب الأول: قياس علاقة الارتباط الإحصائي بين تكلفة رأس المال وتكلفة الأموال:

في البداية سوف نقوم بتعريف متغيرات الدراسة، والتي تحتوي على متغيرين أساسيين إحداهما مستقل والآخر تابع، فيما بعد نقوم بعرض نتائج الدراسة والتعليق عليها وذلك باستخدام البرنامج الإحصائي SPSS بالإضافة إلى اعتمادنا على الجداول المتحصل عليها في المباحث السابقة.

الفرع الأول: التعريف بمتغيرات الدراسة.

قبل الوصول إلى نتائج الدراسة والتعليق عليها، يجب معرفة كل من المتغيرين الكميين لأن الهدف من هذه الدراسة هو معرفة العلاقة بين المتغيرات، لذا يمكن تقسيم متغيرات الدراسة إلى متغير مستقل والمتمثل في القرار التمويلي، ومتغير تابع وهو تكلفة التمويل (wacc)، هذا ما يوضحه الشكل أدناه:

الشكل رقم(14): النموذج المقترح للدراسة



المصدر: من إعداد الطالبين.

والجدول أدناه يمثل تطور المتغيرين لهذا النموذج خلال الفترة المدروسة (2002-2015) من أجل الاستعانة به للحصول على نتائج النموذج.

الجدول رقم(08): تطور تكلفة رأس المال وتكلفة التمويل للمجمع للفترة(2002-2015)

السنوات	نسبة تكلفة رأس المال	تكلفة التمويل

2002	%48,04	%7,07
2003	49,76%	%7,31
2004	43,84%	%9,13
2005	46,45%	%6,11
2006	42,01%	%5,63
2007	12,61%	%4,30
2008	26,34%	%5,77
2009	12,19%	%6,25
2010	31,75%	%10,86
2011	16,99%	%7,86
2012	20,35%	%7,69
2013	15,05%	%5,09
2014	27,07%	%3,66
2015	34,97%	%2,58

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على الجداول السابقة.

الفرع الثاني: عرض نتائج النموذج الإحصائي

من خلال المتغيرات السابقة الذكر يتم استخدام برنامج الانحدار البسيط من أجل استخراج العلاقة بين تكلفة رأس المال وتكلفة التمويل لمجمع صيدال، وهذا بحساب معامل الارتباط الإحصائي والذي يمكن حصره في المجال (1 > R > -1) فيكون الارتباط قويا كلما اقتربت (R) من طرفي المجال، حيث تكون العلاقة طردية في حالة الإشارة الموجبة (+) وعكسية في حالة الإشارة السالبة، أما في حالة اقتراب قيمة (R) من الصفر يعني عدم وجود ارتباط بين المتغيرين المستقل والتابع.

الجدول رقم (09): علاقة الارتباط بين المتغير المستقل (تكلفة رأس المال) والمتغير التابع (تكلفة التمويل) لمجمع صيدال خلال الفترة (2002-2015).

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df 2	Sig. F Change
1	.206[a]	.042	-.037-	2.21953	.042	.531	1	12	.480

a. Predictors: (Constant), dvd

ANOVAb

Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	**Regression**	2.618	1	2.618	.531	.480[a]
	Residual	59.116	12	4.926		
	Total	61.734	13			

a. Predictors: (Constant), dvd
b. Dependent Variable: wacc

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على مخرجات البرنامج الاحصائي SPSS.

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن قيمة معامل الارتباط (R) تساوي 0.206 وهذا يدل على وجود علاقة طردية بين المتغير المستقل (تكلفة رأس المال) والمتغير التابع (تكلفة التمويل) كما أنها علاقة ضعيفة وهذا لاقترابها من الصفر، كما نلاحظ أن مستوى الدلالة يساوي (Sig 0.480) وهو أكثر من مستوى الدلالة (0.05) مما يدل على أنه لا توجد علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين تكلفة رأس المال وتكلفة التمويل، ففي هذه الحالة يمكن القول أن تكلفة رأس المال لا تؤثر بشكل مباشر في تكلفة التمويل.

المطلب الثاني: علاقة الارتباط الإحصائي بين تكلفة رأس المال والهيكل التمويلي

الهدف من هذا المطلب هو دراسة العلاقة بين تكلفة رأس المال كمتغير مستقل وعناصر الهيكل التمويلي كمتغير تابع، وبما أن رأس المال ثابت فهو لا يتغير بتغير تكلفة رأس المال لذا يمكن القول أن ليس هناك علاقة بينهما.

الفرع الأول: علاقة الارتباط الإحصائي بين تكلفة التمويل والتمويل الذاتي

سنقوم في هذا الفرع بدراسة العلاقة بين تكلفة التمويل والتمويل الذاتي والتي تساعد في تفسير التغير الذي يطرأ على التمويل الذاتي تبعا للتغير في قيمة تكلفة التمويل.

أولا: التعريف بمتغيرات الدراسة

في هذا الجزء من الدراسة يتمثل المتغير التابع في القرار التمويلي لمجمع صيدال وهو متغير كمي، أما المتغير المستقل فتمثل في تكلفة التمويل وهو أيضا متغير كمي، ويظهر نموذج الدراسة المقترح كما يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم (15): النموذج المقترح للدراسة.



المصدر: من إعداد الطالبين.

ويمكن عرض تطور المتغيرين لهذا النموذج خلال الفترة (2002-2015) في الجدول أدناه:

الجدول رقم (10): تطور تكلفة رأس المال (متغير المستقل) وحجم التمويل الذاتي (متغير التابع) لمجمع صيدال خلال الفترة (2002-2015)

السنوات	نسبة التوزيعات	نسبة التمويل الذاتي
2002	%48,04	%5,84
2003	49,76%	%6,36
2004	43,84%	%6,41
2005	46,45%	%5,95
2006	42,01%	%7,60
2007	12,61%	%11,37
2008	26,34%	%12,15

%30,85	12,19%	2009
%12,52	31,75%	2010
%16,68	16,99%	2011
%17,27	20,35%	2012
%18,88	15,05%	2013
%11,80	27,07%	2014
%10,89	34,97%	2015

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على الجداول السابقة.

ثانيا: عرض نتائج النموذج الإحصائي.

لقد رأينا في المطلب السابقة أن تكلفة رأس المال لا تؤثر بشكل مباشر على تكلفة التمويل وكذلك لا تؤثر على رأس المال، ولهذا سوف نقوم بمعرفة علاقتها بالتمويل الذاتي بعد القيام بهذه الدراسة والتي تعتمد على البرنامج الإحصائي SPSS.

الجدول رقم(11): علاقة الارتباط بين المتغير المستقل (تكلفة رأس المال) والمتغير التابع (التمويل الذاتي) لمجمع صيدال خلال الفترة (2002-2015).

Model Summary[b]

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	.815[a]	.664	.636	4.12446	.664	23.752	1	12	.000

a. Predictors: (Constant), dvd
b. Dependent Variable: caf

ANOVAb

Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	404.042	1	404.042	23.752	.000[a]
	Residual	204.134	12	17.011		
	Total	608.177	13			

Model Summary[b]

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	.815[a]	.664	.636	4.12446	.664	23.752	1	12	.000

a. Predictors: (Constant), dvd
b. Dependent Variable: caf

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على مخرجات البرنامج الاحصائي SPSS.

من خلال الجداول أعلاه نلاحظ أن معامل الارتباط (R) بين تكلفة رأس المال والتمويل الذاتي يساوي (0.815) وهي علاقة قوية لأنها تقترب من 1، كما أنها موجبة أي أن هذه العلاقة هي طردية بمعنى أن الزيادة في تكلفة رأس المال يصاحبها زيادة في التمويل الذاتي، أما مستوى الدلالة فيساوي (Sig 000) وهو أقل من مستوى الدلالة (0.05) مما يدل على أنه يوجد ارتباط ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل والمتغير التابع.

المطلب الثالث: نتائج الدراسة.

من خلال التطرق في الجانب التطبيقي إلى مختلف العلاقات الرابطة بين العوامل المدروسة لمجمع صيدال
تم التوصل إلى مجموعة من النتائج، كما تم ملاحظة مجموعة من التفاعلات بين هذه المتغيرات إثر استخدام أسلوب الانحدار البسيط، وتتمثل هذه النتائج فيما يلي:

- يشهد مجمع صيدال نتائج إيجابية إذ تتطور باستمرار وهذا خلال الفترة المدروسة، لكن المجمع يميل لاحتجاز الجزء الأكبر من الأرباح المحققة لاستغلالها في تمويل استثماراتها؛
- تؤدي سياسة التوزيعات المنتهجة من قبل المؤسسة إلى التأثير على قيمة السهم، فالإعلان
عن التوزيعات يجذب المستثمرين الراغبين في الحصول على أرباح عاجلة، كما تؤدي عملية احتجاز الأرباح إلى تحقيق نمو في قيمة أسهمها مستقبلا إضافة إلى إمكانية تحقيق أرباح رأسمالية؛
- تكلفة رأس المال لها علاقة مباشرة بالتمويل الذاتي هذا من جهة ومن جهة أخرى فالمتغيرات الباقية لا تتأثر بسياسة التوزيعات؛
- يتكون الهيكل التمويلي لمؤسسة صيدال من مصادر مختلفة؛

- يشهد مجمع صيدال نتائج إيجابية إذ تتطور باستمرار وهذا من خلال الفترة المدروسة، لكن المجمع يميل لاحتجاز الجزء الأكبر من الأرباح المحققة لاستغلالها في تمويل استثمارها؛
- تكلفة رأس المال لها علاقة مباشرة بالتمويل الذاتي هذا من جهة ومن جهة أخرى فالمتغيرات الباقية لا تتأثر بسياسة التوزيعات؛
- عرف السعر السوقي لسهم المؤسسة تغيرات عديدة خلال الفترة المدروسة.

خلاصة:

يعتبر هذا الفصل محاولة بسيطة لتجسيد أهم ما تم التطرق إليه في الفصول النظرية على أرض الواقع، من خلال دراسة تأثير القرارات التمويلية لمؤسسة اقتصادية جزائرية مسعرة في بورصة الجزائر والمتمثلة في مجمع صيدال، الذي يعتبر أحد المعالم الاقتصادية ورائد الصناعة الصيدلانية في الجزائر بخبرته الطويلة في هذا المجال، نتيجة لسعيه إلى تحسين نوعية وجودة منتجاته وتوسيع حصته السوقية من أجل ضمان استمراره وتطوره.

ومن خلال الاطلاع على الميزانيات المالية للمجمع للفترة المدروسة (2002-2015)، يتبين أن مجمع صيدال حقق نتائج إيجابية خلال كامل الفترة المدروسة، وهذا ما

ساعد المجمع على انتهاج هيكل تمويلي مستقر ما يدفع بها إلى تحقيق استقرار نسبي في أسعار أسهمها، الأمر الذي سينعكس بطريقة إيجابية على قيمة هذه الأسهم في الأجل الطويل.

كما تم التعرف على مصادر التمويل المشكلة للهيكل التمويلي لمجمع صيدال، وحساب تكلفة كل مصدر من مصادر هيكله والتي تبين أنها تتكون من أموال الملكية، حيث تتشكل هذه الأخيرة من المجمع من أسهم عادية والتي تشكل رأسماله الاجتماعي، احتياطات، إعانات مستلمة، فرق إعادة التقييم.

خاتمة

خاتمة.

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد تأثير القرارات التمويلية على قيمة المؤسسة، وذلك من خلال التطرق للسياسة التمويلية بالمؤسسة والقيود التي تتحكم بها في ظل التطور الذي يشهده المحيط المالي في السنوات الأخيرة، على اعتبار أن هذه السياسة تحدد تشكيلة الهيكل التمويلي أخذا في الاعتبار كل من العائد والمخاطرة.

حيث يعد قرار التمويل أداة هامة تسعى من خلالها المؤسسة الاقتصادية إلى تحقيق أهدافها الأساسية والتي تتمثل في تعظيم قيمة المؤسسة من جهة وتخفيض التكاليف والمخاطر من جهة أخرى، فعدم تجانس مصادر التمويل سواء من حيث خصائصها أو تكاليفها أو طريقة الحصول عليها تتيح للمؤسسة الاقتصادية فرصة المفاضلة بينها بغية اختيار أفضلها، ومن ثم تشكيل هيكل تمويلي ينسجم مع واقع المؤسسة ويتماشى مع أهدافها المسطرة.

لذلك حاولنا في هذا البحث دراسة أهمية اتخاذ القرار التمويلي السليم وأهم المتغيرات المؤثرة فيه (تكلفة التمويل)، وإسقاط هذه الدراسة على مؤسسة اقتصادية جزائرية والمتمثلة في مؤسسة "صيدال" للتعرف على هيكلها التمويلي، ومدى ارتباط القرار التمويلي بتكلفة التمويل وكيفية انعكاسه على القيمة السوقية للمؤسسة، ليتم في الأخير اختبار الفرضيات والتوصل إلى مجموعة من النتائج وتقديم بعض الاقتراحات والتوجيهات التي يمكن للمؤسسة أن تستفيد منها.

نتائج اختبار الفرضيات.

الفرضية الأولى: والتي تنص على: "تعتبر القرارات التمويلية عملية اختيار الهيكل التمويلي الأمثل من أجل إلى الأهداف المرغوبة من قبل المؤسسة". فقد تحققت صحتها من خلال ما تناولناه حول أهم محددات قرار التمويل، وكيف تصل المؤسسة إلى القرار التمويلي المتوازن وهذا ما يضمن لها تحقيق الأهداف المرغوبة، وتم تأكيد ذلك في الجانب التطبيقي من خلال تحليل الهيكل التمويلي لمؤسسة "صيدال" حيث استنتجنا أنها تحاول إيجاد التوليفة المثلى التي تعظم قيمتها السوقية إلى أعلى المستويات.

الفرضية الثانية: والتي تنص على: " تعتبر تكلفة التمويل من العوامل الرئيسية التي تأخذها الإدارة المالية في الاعتبار عند اتخاذ القرار التمويلي". فقد تحققت صحتها وذلك من خلال دراستنا للعلاقة الارتباطية بين التمويل الذاتي وتكلفة التمويل، فقد استنتجنا أن هناك علاقة طردية بين هذه المتغيرات مما يؤكد أن تكلفة التمويل عامل أساسي في اتخاذ القرار التمويلي للمؤسسة.

الفرضية الثالثة: والتي تنص على: " تعتبر قدرة المؤسسة على ترشيد قراراتها التمويلية عاملا حاسما في زيادة ثروة الملاك، وبالتالي الرفع من قيمة المؤسسة". فقد تحققت صحتها وذلك من خلال دراسة العلاقة الارتباطية بين القرار التمويلي وقيمة المؤسسة، حيث توصلنا في دراستنا أنه توجد علاقة طردية بين القرار التمويلي وقيمة المؤسسة. وبما أن القيمة السوقية لمؤسسة "صيدال" في ارتفاع طول الفترة المدروسة(2002-2015)، وبهذا نستنتج أن المؤسسة تعطي أهمية كبيرة لعملية اتخاذ القرار التمويلي الذي يعتبر عاملا حاسما في زيادة ثروة الملاك وبالتالي الرفع من قيمة المؤسسة.

نتائج البحث المتعلقة بالجانب النظري.

توصلنا من خلال دراستنا لهذا الموضوع إلى مجموعة من النتائج سنعرضها في النقاط التالية:

- للمؤسسة عدة مصادر لتمويل احتياجاتها، وتحديد تكلفة كل منها يساعدها على انتقاء أهمها بما يلائم أهداف ونشاط المؤسسة وبيئتها؛
- صعوبة اتخاذ قرار المصدر التمويلي الأمثل المتاح أمام المؤسسة، وذلك لكثرة المتغيرات والعوامل التي يتأثر بها وطرقه الصعبة التي تحتاج لمختصين؛
- يؤثر قرار التمويل الممتلك على العائد المحقق من خلال الحصول على قدر أكبر من الاستقلالية والقدرة على تحصيل الأموال من المصادر الخارجية؛
- قرار التمويل يؤثر على تكلفة الأموال بالمؤسسة الاقتصادية والتي بدورها تؤثر على قيمتها، حيث أن التكلفة المرجحة مفهوم أساسي في هذا المجال بدمجها لتكلفة الأموال الخاصة باعتبارها أموالا ليست مجانية في إطار النظرية المالية الحديثة؛
- يعتبر نموذج Modigliani et Miller سنة 1958 أهم النظريات التي رسمت الهيكل التمويلي على مر السنوات، وهذا للمفاهيم الجديدة التي جاء بها وكذا مختلف الافتراضات التي وضعها، والتي أدت إلى ظهور مختلف النظريات الحديثة التي اتخذت من نموذج Modigliani et Miller مرجعا وصلت من خلاله إلى مختلف نتائجها؛
- أقرت النظريات المالية الحديثة بأن هناك تأثير لمصادر التمويل على قيمة المؤسسة وبالتالي هناك هيكل تمويلي أمثل يمكن الوصول إليه، يتيح للمؤسسة تخفيض تكلفة الأموال إلى حدودها الدنيا.

النتائج المتعلقة بالجانب التطبيقي.

يمكن إيجاز أهم نتائج الدراسة التطبيقية المتحصل عليها فيما يلي:

ـ ما يمكن ملاحظته من خلال التعرف على مصادر التمويل المشكلة للهيكل التمويلي للمؤسسة الاعتماد على أساليب التمويل الحديثة مثل الأسهم الممتازة، سندات المساهمة، القرض الايجاري.... الخ، وهذا راجع إلى قيام المؤسسة بدراسة علمية دقيقة لمختلف بدائل التمويل المتاحة أمامها؛

ـ عرف السعر السوقي لسهم المؤسسة تغيرات عديدة خلال الفترة المدروسة، حيث عرف ارتفاعا ملحوظا منذ سنة 2010؛

ـ كما أكدت الدراسة إلى أن هناك علاقة طردية بين التمويل الذاتي وتكلفة التمويل للإهتلاكات وا لمؤونات، حيث أنه كلما ارتفعت تكلفة المصادر الخارجية ارتفع اعتماد المؤسسة على التمويل الذاتي باعتباره ليس له تكلفة؛

ـ وفي الأخير توصلنا إلى أنه هناك علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين قرار التمويل وقيمة المؤسسة، فقد وجدنا أن الاستدانة هي المتغير الأساسي الذي يؤثر على قيمتها وذلك لانخفاض تكلفتها مقارنة باللجوء إلى التمويل عن طريق أموال الملكية.

التوصيات والاقتراحات.

على ضوء النتائج المستوحاة من الدراسة، يمكن الخروج بمجموعة من الاقتراحات نلخصها في النقاط التالية:

ـ نوصي المؤسسة بتنويع مصادر التمويل مع مراقبة مستوى الاستدانة في الهيكل التمويلي تجنبا للمخاطر المالية وكذا التركيز على الموارد المالية الذاتية؛

ـ ينبغي على المؤسسة الاهتمام أكثر بقراراتها التمويلية لأنها تلعب دورا حيويا في رفع قيمة المؤسسة، وفي هذا السياق لابد أن يحظى قرار التمويل بعناية خاصة للتأكد من جدواه وانسجامه مع أهداف المؤسسة وطموحاتها؛

ـ الاعتماد على مصادر التمويل الداخلي في المقام الأول لسهولة الحصول عليها وعدم تحمل تكاليف تحصيلها، ثم اللجوء إلى مصادر التمويل الخارجية لتغطية العجز المتغطي في الاحتياجات؛

ـ عدم تحييد القرارات المتخذة عن قرارات التمويل المتوازن من خلال الحفاظ على مبدأ التغطية والاستقلالية؛

ـ ضرورة إعداد موارد بشرية مؤهلة في مجال الإدارة المالية وتعميق أصحاب القرار في المؤسسة بالمداخل العلمية والكمية الجديدة في اتخاذ القرار.

آفاق البحث.

إن البحث في مجال تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية لايزال واسعا، إذ يمثل كل مصدر تمويلي موضوع يمكن التعمق فيه، كما لاتزال بعض النقاط مجهولة يمكن أن تكون مواضيع لبحوث أخرى وإشكالية تنتظر المعالجة، والتي نذكر منها ما يلي:

ـ دراسة مختلف المحددات التي تأثر بالقرارات التمويلية دراسة دقيقة لاختيار هيكل تمويلي أمثل؛

ـ دراسة الهياكل التمويلية في ظل المراحل المختلفة في حياة المؤسسة؛

ـ أثر مصادر التمويل الاسلامي على القيمة السوقية للمؤسسة؛

ـ دراسة القرارات المالية الأخرى (قرار الاستثمار، قرار توزيع الأرباح) كل على حدى وأثرها على القيمة السوقية للمؤسسة.

قائمة المصادر والمراجع

المصادر والمراجع:

أولا: الكتب باللغة العربية.

1- أجين برغام، **الإدارة المالية 2 "أسس تقييم المشاريع، تقييم الشركات، القرارات التمويلية الاستراتيجية"**، ط1، شعاع للنشر والعلوم، سوريا، 2010.

2- أحمد بوراس، **تمويل المنشآت الاقتصادية**، دار العلوم للنشر والتوزيع، عنابة، الجزائر، 2008.

3- إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، **التسيير المالي (الإدارة المالية)**، ط1، دار وائل، عمان، الأردن، 2006.

4- إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، **التسيير المالي "الإدارة المالية" دروس وتطبيقات**، دار وائل للنشر، ط2، الأردن، 2011.

5- دريد كامل آل شبيب، **مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة**، ط1، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2007.

6- دريد كامل آل شبيب، **الإدارة المالية المعاصرة**، ط2، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.

7- حمزة محمود الزبيدي، **الإدارة المالية المتقدمة**، ط2، الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.

8-طارق الحاج، **مبادئ التمويل**، ط1، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.

9-محمد صالح الحناوي وآخرون، **أساسيات الإدارة المالية**، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، مصر، 2000.

10- محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، **الإدارة المالية (مدخل القيمة واتخاذ القرارات)**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002.

11- محمد صالح الحناوي وآخرون، **الإدارة المالية (التحليل المالي للمشروعات الجديدة)**، الدار الجامعية، مصر، 2003.

12- محمد طنيب، محمد عبيدات، **الإدارة المالية في القطاع الخاص**، ط1، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.

13- محمد علي إبراهيم العامري، **الإدارة المالية المتقدمة**، إثراء للنشر والتوزيع، ط1، الأردن، 2010.

14- منير إبراهيم هندي، **الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل**، منشأة المعارف، مصر، 1998.

15– منير إبراهيم هندي، **الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر**، ط4، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2000.

16– منير إبراهيم هندي، **الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات**، ط2، توزيع منشأة المعارف بالإسكندرية، مصر، 2005.

17– عاطف جابر عبد الرحيم، **أساسيات التمويل والإدارة المالية**، الدار الجامعية، مصر 2010.

18– عاطف وليم أندراوس، **التمويل والإدارة المالية للمؤسسات**، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006.

19– عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، **مدخل معاصر في الإدارة المالية**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002.

20– عبيد علي أحمد الحجازي، **مصادر التمويل**، دار النهضة العربية، دون بلد، 2001.

21– عدنان تايه النعيمي وآخرون، **الإدارة المالية (النظرية والتطبيق)**، ط4، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2001.

22– عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، **الإدارة المالية المتقدمة**، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.

23– علي عباس، **الإدارة المالية**، طبعة 1، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.

24– فيصل محمود الشواورة، **مبادئ الإدارة المالية**، ط1، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2013.

25– قاسم نايف علوان، **إدارة الاستثمار**، ط1، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.

ثانيا: الكتب باللغة الأجنبية.

1– Cohen Elie, **Gestion financière de l'entreprise et développement financier**, édition UREF, Paris 1991.

2– G. charreaux, **Theorie financière et strategie**, Aout 1992.

ثالثا: المذكرات.

1- بن نوار عمار، **أثر قرار التمويل في المؤسسة الاقتصادية على العائد والمخاطرة**، مذكرة ماجستير (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، تخصص مالية ومحاسبة، جامعة عمار ثليجي، الأغواط، الجزائر، 2013/2012.

2- بوربيعة غنية، **محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة**، مذكرة ماجستير (غير منشورة)، تخصص مالية ومحاسبة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2012/2011.

3- زغود تبر، **محددات سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية**، مذكرة ماجستير (غير منشورة)، تخصص مالية المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2009.

4- لزغم سمية، **أثر الهيكل المالي على القرارات المالية في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة**، مذكرة ماستير(غير منشورة)، تخصص مالية مؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2012/2011.

5- محمد رزقي، **أثر القرارات المالية على قيمة المؤسسة الاقتصادية**، مذكرة ماجستير (غير منشورة)، تخصص اقتصاد وتسيير المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2008/2007.

6- عبد المجيد تيماوي، **معايير اختيار مصادر التمويل في المؤسسة**، مذكرة ماجستير(غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الأغواط، الجزائر، 2004.

7- رفاع توفيق، **محددات اختيار الهيكل التمويلي للمؤسسة**، مذكرة ماجستير (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2001.

رابعا: الملتقيات والمجلات.

1- زينات دراجي، نعيمة غلاب، **تحليل مقاربات تقييم المؤسسة، الملتقى الدولي: اقتصاديات الخوصصة والدور الجديد للدولة**، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2004.

2- مليكة زغيب، إلياس بوجعادة، **دراسة أسس صناعة قرار التمويل بالمؤسسة الاقتصادية**، ملتقى علمي دولي، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، أفريل 2009.

3- عبد الوهاب دادن، **الجدل القائم حول تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة**، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، عدد 7، 2010/2009.

4- سليمان شلاوش وآخرون، **العوامل المحددة للهيكل المالي في شركات الأعمال**، مجلة المنارة، مجلد 14، العدد 1، الأردن، 2008.

الملاحق

SAIDAL SPA

DATE DE CLOTURE : 31/12/2002

BILAN (ACTIF) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS			RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMEI	
		MONTANTS BRUTS	AMORTS PROVS	MONTANTS NETS	DEBIT	CREDIT	MONTANTS BRUTS	AMORTS PROVS
20	Frais préliminaires	60 554 857,39	26 525 160,35	34 029 697,04			60 554 857,39	26 525 160,35
21	Valeurs incorporelles	92 773 587,94	77 513 412,51	15 260 175,43			92 773 587,94	77 513 412,51
22	Terrains	215 667 418,86		215 667 418,86			215 667 418,86	0,00
24	Equipements de production	14 989 808 639,17	11 500 564 927,51	3 489 243 711,66			14 989 808 639,17	11 500 564 927,51
25	Equipements sociaux	39 423 503,98	28 635 569,97	10 787 934,01			39 423 503,98	28 635 569,97
28	Investissements en cours	39 675 907,01		39 675 907,01			39 675 907,01	0,00
	INVESTISSEMENTS	**15 437 903 914,35**	**11 633 239 070,34**	**3 804 664 844,01**			**15 437 903 914,35**	**11 633 239 070,34**
30	Marchandises	471 915 533,13	369 709,56	471 545 823,57		469 699 823,57	2 215 709,56	
31	Matières et fournitures	1 839 812 422,70	145 801 164,08	1 694 011 258,62			1 839 812 422,70	145 801 164,08
33	Produits semi finis	53 098 911,87	3 160 910,78	49 938 001,09			53 098 911,87	3 160 910,78
34	Produits et travaux en cours	2 770 286,14		2 770 286,14			2 770 286,14	
35	Produits finis	682 357 117,71	33 108 915,51	649 248 202,20	469 699 823,57	50 288 700,81	1 101 768 240,47	33 478 625,07
36	Déchets et rebuts	1 433 817,10	1 433 817,10	0,00			1 433 817,10	1 433 817,10
37	Stocks à l'extérieur	94 333 929,19		94 333 929,19			94 333 929,19	0,00
	STOCKS	**3 145 722 017,84**	**183 874 517,03**	**2 961 847 500,81**			**3 095 433 317,03**	**183 874 517,03**
42	Créances d'investissement	2 449 314 060,91	119 870 692,19	2 329 443 368,72		1 400 000 000,00	1 049 314 060,91	119 870 692,19
43	Créances de stocks	94 704 225,41		94 704 225,41			94 704 225,41	0,00
44	Créances sur ass et stes app	10 523 499 193,81	9 874 185,65	10 513 625 008,16	9 874 185,65	10 376 329 501,54	147 169 692,27	
45	Avances pour compte	284 058 770,34		284 058 770,34		60 365 234,61	223 693 535,73	0,00
46	Avances d'exploitation	156 713 453,45		156 713 453,45	22 349,90		156 735 803,35	0,00
47	Créances sur clients	4 777 183 519,96	165 334 687,44	4 611 848 832,52		2 245 818 605,40	2 531 364 914,56	165 334 687,44
48	Disponibilités	480 005 004,40	40 000 000,00	440 005 004,40	29 000 000,00		509 005 004,40	40 000 000,00
40	Comptes débiteurs du passif	43 934 599,79		43 934 599,79			43 934 599,79	0,00
	CREANCES	**18 809 412 828,07**	**335 079 565,28**	**18 474 333 262,79**			**4 755 921 836,42**	**325 205 379,63**
	RESULTAT (PERTE)							
	TOTAL ACTIF	**37 393 038 760,26**	**12 152 193 152,65**	**25 240 845 607,61**			**23 289 259 067,80**	**12 142 318 967,00**

SAIDAL SPA

DATE DE CLOTURE : 31/12/2002

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	1 432 618 098,91		211 249 283,48	1 643 867 382,39
14	Subventions reçues	104 089 178,03			104 089 178,03
15	Ecart de réévaluation	1 060 796 239,23			1 060 796 239,23
18	R.I.A	3 139 745,97			3 139 745,97
19	Provisions pour perte et charges	85 006 391,92			85 006 391,92
	FONDS PROPRES	**6 585 649 654,06**			**5 396 898 937,54**
52	Dettes d'investissement	1 853 941 668,34	6 351 350,38		1 847 590 317,96
53	Dettes de stocks	2 561 317 477,94	1 816 019 044,24		745 298 433,70
54	Détention pour compte	30 684 142,59			30 684 142,59
55	Dettes sur ass et stes app	11 599 061 461,85	10 679 702 991,39		919 358 470,46
56	Dettes d'exploitation	720 129 200,61	89 906 766,24		630 222 434,37
57	Avances commerciales	13 059 124,29			13 059 124,29
58	Dettes financières	1 340 696 823,20			1 340 696 823,20
50	Comptes créditeurs de l'actif	97 303 018,46	61 510 839,40		35 792 179,06
	DETTES	**18 216 192 917,28**			**5 562 701 925,63**
	RESULTAT (BENEFICE)	439 003 036,27	261 537 984,29	9 874 185,65	187 339 237,63
	TOTAL PASSIF	**25 240 845 607,61**			**11 146 940 100,80**

SAIDAL SPA

DATE DE CLOTURE : 31/12/2002

BILAN (TCR) RETRAITE

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	MONTANTS		RETRAITEMENTS		MONTANTS APRES RETRAITEMENTS	
		DEBIT	CREDIT	DEBIT	CREDIT	DEBIT	CREDIT
70	Ventes marchandises		4 569 539 156,05	4 553 791 608,96			15 747 547,09
60	Marchandises consommées	4 317 940 743,55			4 308 463 061,05	9 477 682,50	
80	**MARGE BRUTE**		**251 598 412,50**				**6 269 864,59**
71	Production vendue		5 484 303 491,43		192 363 435,98		5 676 666 927,41
72	Production stockée	122 974 388,11		20 107,44		122 974 388,11	
73	P.E.P.E.M		91 220,00				91 220,00
74	Prestations fournies		198 546 871,58	70 153 301,85			128 393 569,73
75	Transfert de charges de production		72 286 818,85				72 286 818,85
61	Matières et fourt consommées	2 682 026 698,78			54 450 784,14	2 627 575 914,64	
62	Services	444 617 696,89			148 704 762,48	295 912 934,41	
81	**VALEUR AJOUTEE**		**2 757 208 030,58**				**2 837 225 055,98**
77	Produits divers		226 053 270,29	211 249 283,48			14 803 986,81
78	Transfert de charges d'exploitation		59 001 904,64				59 001 904,64
63	Frais de personnel	1 429 416 244,18				1 429 416 244,18	
64	Impôts et taxes	181 945 398,28				181 945 398,28	
65	Frais financiers	283 680 504,00				283 680 504,00	
66	Frais divers	75 963 004,93			29 034 961,23	46 928 043,70	
68	Dot aux amortissements	402 666 656,82				402 666 656,82	
83	**RESULTAT D'EXPLOITATION**		**668 591 397,30**				**566 394 100,45**
79	Produits hors exploitation		1 300 956 346,65	109 051 986,63			1 191 904 360,02
69	Charges hors exploitation	1 358 670 039,69			9 874 185,65	1 348 795 854,04	
84	**RESULTAT HORS EXPLOITATION**	**57 713 693,04**				**156 891 494,02**	
	Résultat brut de l'exercice		610 877 704,26				409 502 606,43
	Marge sur stocks P.F						50 288 700,81
	Impôts sur le bénéfice	171 874 667,99				171 874 667,99	
	RESULTAT NET DE L'EXERCICE		**439 003 036,27**				**187 339 237,63**

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		5 212 597 875,67	5 167 265 965,56			45 331 910,11
60	Marchandises consommées	4 795 877 686,17			4 761 244 960,15	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		151 380 235,66		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 fourt consommées	2 822 306 876,05			71 845 424,85	2 750 461 451,20	
62	Services	445 353 695,59			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**

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	59 472 068,88	46 564 086,67	12 907 982,21			59 472 068,88	46 564 086,67	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	1 997 796 851,28	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
	CREANCES	**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		516 972 740,88		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 fourt 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**

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 produc	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 cou	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'investisseme	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 ste	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 p	102 618 408,28		102 618 408,28		83 582 795,23	19 035 613,05	0,00	19 035 613,05
	CREANCES	**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 a	10 394 135 970,48	9 255 572 433,34		1 138 563 537,14
56	Dettes d'exploitation	940 143 510,42	73 691 913,84		866 451 596,58
57	Avances commerciales	102 636 984,85	21 543 081,06		81 093 903,79
58	Dettes financières	2 675 436 189,76	889 512 417,03		1 785 923 772,73
50	Comptes créditeurs de	38 955 660,70			38 955 660,70
	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 consomm	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 fourt conso	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 exploitati	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**

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 fourt 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**

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		7 285 354 402,69	6 694 559 378,32			590 795 024,37
60	Marchandises consommées	6 733 110 489,62			6 184 227 564,02	548 882 925,60	
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 fourt 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**

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	582 938 293,70
	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 fourt 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**

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- Bilan Consolidé / Exercice 2009

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 fourt 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**

3.Bilan Consolidé des Filiales du groupe & Participations minoritaires

3.1: Actif du Bilan :

U:DA

DESIGNATIONS	31/12/2010			31/12/2009
	MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVISIONS	MONTANTS NETS	
ACTIFS NON COURANTS				
Écart d'acquisition (ou goodwill)				
Immobilisations incorporelles	183 932 041,61	151 954 925,96	31 977 115,65	37 284 640,71
Immobilisations corporelles				
Terrains	7 208 256 149,96		7 208 256 149,96	2 750 188 480,92
Bâtiments	7 323 221 848,82	4 647 102 396,41	2 676 119 452,41	1 550 814 289,16
Autres immobilisations corporelles	14 206 128 771,69	11 622 294 076,10	2 583 834 695,59	2 476 366 616,27
Immobilisations en concession				
Immobilisations en cours	413 652 826,73		413 652 826,73	1 454 638 573,71
Immobilisations financières				
Titres mis en équivalences - entreprises associées				
Autres participations et créances rattachées	114 898 125,00	38 777 706,78	76 120 418,22	12 575 884,73
Autres titres immobilisés	104 583,33		104 583,33	334 666,67
Prêts et autres actifs financiers non courants	35 036 204,18		35 036 204,18	28 073 796,63
Impôts différés actif	187 722 185,64		187 722 185,64	187 722 185,64
TOTAL ACTIFS NON COURANTS	**29 672 952 736,96**	**16 460 129 105,25**	**13 212 823 631,71**	**8 497 999 134,44**
ACTIFS COURANTS				
Stocks et encours	7 196 284 806,15	535 640 260,79	6 660 644 545,36	7 693 391 067,65
Créances et emplois assimilés				
Clients	5 988 206 332,35	1 575 695 832,73	4 412 510 499,62	4 269 831 281,08
Autres débiteurs	304 789 906,44	14 745 561,20	290 044 345,24	217 184 420,22
Impôts	445 364 472,17	210 591 786,15	234 772 686,02	272 276 779,32
Autres actif courant	170 718 068,32		170 718 068,32	
Disponibilités et assimilés				
Placements et autres actifs financiers courants	18 559 989,19		18 559 989,19	18 559 989,19
Trésorerie	3 370 089 732,41	118 975 535,19	3 251 114 197,22	2 207 441 432,24
TOTAL ACTIFS COURANTS	**17 494 013 307,03**	**2 455 648 976,06**	**15 038 364 330,97**	**14 678 684 969,70**
TOTAL GENERAL ACTIF	**47 166 966 043,99**	**18 915 778 081,31**	**28 251 187 962,68**	**23 176 684 104,14**

3.Bilan Consolidé des Filiales du groupe & Participations minoritaires

3.2: Passif du Bilan :

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
Ecarts de réévaluation	375 839 601,41	457 264 505,16
Écart d'équivalence		
Résultat Net	1 102 191 923,00	2 871 813 551,05
Autres capitaux propres -report à nouveau	-163 180 692,73	-280 371 061,06
Intérêts minoritaires	725 087 222,50	721 558 023,18
TOTAL I	**11 785 525 448,05**	**11 261 304 776,50**
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**

3.Bilan Consolidé des Filiales du groupe & Participations minoritaires

a . : Tableau des Comptes de Résultats

DESIGNATIONS	31/12/2010	31/12/2009
Chiffre d'affaires	12 510 199 865,69	12 038 305 678,28
Variation stocks produits finis et en cours	-938 730 875,65	2 198 210 641,66
Production immobilisée		
Subvention d'exploitation		
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 AJOUTTEE D'EXPLOITATION (I - II)	**5 684 351 133,26**	**8 090 278 536,89**
Charges de personnel	-3 439 806 440,86	-3 078 975 081,59
Impôts, taxes et versements assimilés	-308 873 342,92	-315 548 872,83
IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	**1 935 671 349,48**	**4 695 754 582,47**
Autres produits opérationnels	586 740 850,00	377 945 963,06
Autres charges opérationnelles	-327 275 482,25	-318 957 687,57
Dotations aux amortissements ,provisions et pertes de valeur	-1 962 879 560,27	-3 322 709 630,78
Reprises sur pertes de valeurs et provisions	1 417 710 036,21	1 489 948 522,19
V - RESULTAT OPERATIONNEL	**1 649 967 193,17**	**2 921 981 749,37**
Produits financiers	131 245 824,40	1 007 190 732,66
Charges financières	-261 601 048,77	-433 506 361,60
VI - RESULTAT FINANCIER	**-130 355 224,37**	**573 684 371,06**
VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)	**1 519 611 968,80**	**3 495 666 120,43**
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-410 899 297,47	-622 213 829,58
Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires		
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	13 707 165 700,65	17 111 601 537,85
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-12 598 453 029,32	-14 238 149 247,00
VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	**1 108 712 671,33**	**2 873 452 290,85**
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)		
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)		
IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE		
X - RESULTAT DE L'EXERCICE	**1 108 712 671,33**	**2 873 452 290,85**
Résultats minoritaires	-6 520 748,33	-1 638 739,80
XI - RESULTAT NET DE L'EXERCICE	**1 102 191 923,00**	**2 871 813 551,05**

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 godwill)	0,00	0,00	0,00	0,00
	Immobilisations incorporelles	193 873 834,27	165 324 654,99	28 549 179,29	31 977 115,65
	Immobilisations corporelles	0,00	0,00	0,00	0,00
	Terrains	4 574 051 920,08	0,00	4 574 051 920,08	7 208 256 149,96
	Bâtiments	7 054 832 984,10	4 847 277 789,44	2 207 555 194,66	2 673 469 320,28
	Autres immobilisations corporelles	15 073 575 275,03	11 918 816 641,95	3 154 758 633,07	2 586 484 827,73
	Immobilisations en concession	0,00	0,00	0,00	0,00
	Immobilisations en cours	629 850 609,89	0,00	629 850 609,89	413 652 826,73
	Immobilisations financières	0,00	0,00	0,00	0,00
	Titres mis en équivalences - entreprises associées	0,00	0,00	0,00	0,00
	Autres participations et créances rattachées	394 212 125,00	38 777 726,78	355 434 398,22	76 120 418,26
	Autres titres immobilisés	0,00	0,00	0,00	104 583,33
	Prêts et autres actifs financiers non courants	22 578 706,97	0,00	22 578 706,97	35 036 204,18
	Impôts différés actif	188 252 038,52	0,00	188 252 038,52	187 722 185,64
	TOTAL ACTIFS NON COURANTS	**28 131 227 493,85**	**16 970 196 813,16**	**11 161 030 680,69**	**13 212 823 631,77**
	ACTIFS COURANTS				
	Stocks et encours	6 896 256 090,37	645 997 748,48	6 250 258 341,88	6 660 644 545,36
	Créances et emplois assimilés	0,00	0,00	0,00	0,00
	Clients	5 554 570 051,04	1 696 442 204,33	3 858 127 846,70	4 412 510 499,62
	Autres débiteurs	83 640 971,31	28 720 954,64	54 920 016,67	290 044 345,23
	Impôts	461 641 047,23	346 251 517,11	115 389 530,12	234 772 686,01
	Autres actif courant	0,00	0,00	0,00	170 718 068,32
	Disponibilités et assimilés	0,00	0,00	0,00	0,00
	Placements et autres actifs financiers courants	18 636 212,26	0,00	18 636 212,26	18 559 989,19
	Trésorerie	5 943 752 064,18	124 143 824,78	5 819 608 239,40	3 251 114 197,22
	TOTAL ACTIFS COURANTS	**18 958 496 436,39**	**2 841 556 249,35**	**16 116 940 187,04**	**15 038 364 330,95**
	TOTAL GENERAL ACTIF	**47 089 723 930,23**	**19 811 753 062,50**	**27 277 970 867,73**	**28 251 187 962,68**

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
	CAPITAUX PROPRES		
	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
	Ecarts 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**
	PASSIFS NON COURANTS		
	Emprunts et dettes financieres	1 595 341 088,53	1 622 583 790,66
	Impots (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**
	PASSIFS COURANTS		
	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 AJOUTTEE 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**

GROUPE INDUSTRIEL SAIDAL SPA
Direction des Finances et du Portefeuille

DATE DE CLOTURE : 31/12/2012

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	31/12/2012			31/12/2011
		MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVISIONS	MONTANTS NETS	
	ACTIFS NON COURANTS				
	Écart d'acquisition (ou godwill)				
	Immobilisations incorporelles	197 288 659,28	176 738 016,15	20 550 643,13	28 549 179,29
	Immobilisations corporelles				
	Terrains	4 583 697 150,84		4 583 697 150,84	4 574 051 920,08
	Bâtiments	7 397 747 023,53	5 179 180 249,38	2 218 566 774,15	2 207 555 194,66
	Autres immobilisations corporelles	15 623 113 611,00	12 782 105 785,39	2 841 007 825,61	3 154 758 633,07
	Immobilisations en concession	11 014 278,00	333 766,00	10 680 512,00	
	Immobilisations en cours	1 203 233 977,48		1 203 233 977,48	629 850 609,89
	Immobilisations financières				
	Titres mis en équivalences - entreprises associées				
	Autres participations et créances rattachées	184 936 125,00	25 798 499,82	159 137 625,18	355 434 398,22
	Autres titres immobilisés				
	Prêts et autres actifs financiers non courants	30 169 720,32		30 169 720,32	22 578 706,97
	Impôts différés actif	387 701 216,20		387 701 216,20	188 252 038,52
	TOTAL ACTIFS NON COURANTS	**29 618 901 761,66**	**18 164 156 316,74**	**11 454 745 444,93**	**11 161 030 680,69**
	ACTIFS COURANTS				
	Stocks et encours	7 584 873 527,50	1 409 488 300,45	6 175 385 227,05	6 250 258 341,88
	Créances et emplois assimilés				
	Clients	6 348 332 441,30	1 653 374 493,16	4 694 957 948,14	3 858 127 846,70
	Autres débiteurs	353 452 406,86	16 366,61	353 436 040,24	54 920 016,67
	Impôts	516 413 807,36	345 955 271,32	170 458 536,04	115 389 530,12
	Autres actif courant				
	Disponibilités et assimilés				
	Placements et autres actifs financiers courants	18 642 816,89		18 642 816,89	18 636 212,26
	Trésorerie	7 275 589 341,58	122 069 860,32	7 153 519 481,26	5 819 608 239,40
	TOTAL ACTIFS COURANTS	**22 097 304 341,48**	**3 530 904 291,86**	**18 566 400 049,63**	**16 116 940 187,04**
	TOTAL GENERAL ACTIF	**51 716 206 103,15**	**21 695 060 608,59**	**30 021 145 494,54**	**27 277 970 867,73**

GROUPE INDUSTRIEL SAIDAL SPA
Direction des Finances et du Portefeuille

DATE DE CLOTURE : 31/12/2012

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	31/12/2012	31/12/2011
	CAPITAUX PROPRES		
	Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00
	Capital non appelé		
	Primes et réserves -(réserves consolidées)	8 767 303 972,03	7 452 913 713,45
	Ecarts de réévaluation	645 898 091,73	900 905 964,74
	Écart d'équivalence	0,00	
	Résultat Net	1 965 160 951,44	2 060 480 315,80
	Autres capitaux propres -report à nouveau	28 874 721,33	116 850 810,38
	Intérêts minoritaires	839 268 275,80	764 331 738,25
	TOTAL I	**14 746 506 012,32**	**13 795 482 542,61**
	PASSIFS NON COURANTS		
	Emprunts et dettes financieres	1 851 741 010,35	1 595 341 088,53
	Impots (différés et provisionnés)	359 962 619,95	264 218 542,42
	Autres dettes non courantes	0,00	
	Provisions et produits comptabilisés d'avance	4 129 700 666,41	3 882 241 343,10
	TOTAL PASSIFS NON COURANTS II	**6 341 404 296,71**	**5 741 800 974,06**
	PASSIFS COURANTS		
	Fournisseurs et comptes rattachés	3 250 392 942,41	3 168 135 431,44
	Impôts	551 586 033,66	473 910 601,06
	Autres dettes	3 662 731 669,91	2 943 656 219,19
	Trésorerie passif	1 468 524 539,53	1 154 985 099,37
	TOTAL PASSIF COURANT III	**8 933 235 185,51**	**7 740 687 351,05**
	TOTAL GENERAL PASSIF	**30 021 145 494,54**	**27 277 970 867,73**

GROUPE INDUSTRIEL SAIDAL SPA
Direction des Finances et du Portefeuille

DATE DE CLOTURE : 31/12/2012

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	31/12/2012	31/12/2011
	Chiffre d'affaires	13 895 054 472,57	13 504 270 700,95
	Variation stocks produits finis et en cours	229 626 444,54	-814 751 265,22
	Production immobilisée		
	Subvention d'exploitation		
	I - PRODUCTION DE L'EXERCICE	**14 124 680 917,11**	**12 689 519 435,74**
	Achats consommés	-5 246 886 845,95	-4 699 658 292,69
	Services extérieurs et autres consommations	-914 334 046,84	-905 122 461,07
	II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE	**-6 161 220 892,79**	**-5 604 780 753,76**
	III - VALEUR AJOUTTEE D'EXPLOITATION (I - II)	**7 963 460 024,32**	**7 084 738 681,98**
	Charges de personnel	-3 809 104 894,13	-3 342 926 582,67
	Impôts, taxes et versements assimilés	-228 139 765,88	-282 932 101,17
	IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	**3 926 215 364,31**	**3 458 879 998,13**
	Autres produits opérationnels	372 976 278,55	250 864 778,47
	Autres charges opérationnelles	-207 496 681,94	-327 946 833,72
	Dotations aux amortissements,provisions et pertes de valeur	-2 144 929 104,62	-1 488 030 462,38
	Reprises sur pertes de valeurs et provisions	575 024 462,41	730 292 504,92
	V - RESULTAT OPERATIONNEL	**2 521 790 318,71**	**2 624 059 985,42**
	Produits financiers	100 796 850,14	102 440 136,94
	Charges financières	-225 135 653,69	-201 298 040,78
	VI - RESULTAT FINANCIER	**-124 338 803,55**	**-98 857 903,84**
	VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)	**2 397 451 515,15**	**2 525 202 081,58**
	Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-489 506 617,86	-431 623 267,03
	Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires	105 369 639,88	3 128 993,10
	TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	15 264 646 326,18	13 776 767 416,26
	TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-13 267 975 918,89	-11 679 016 474,41
	VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	**1 996 670 407,30**	**2 097 750 941,85**
	Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)	0,00	
	Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)	-3 985 277,20	-90,06
	IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE	**-3 985 277,20**	**-90,06**
	X - RESULTAT DE L'EXERCICE	**1 992 685 130,10**	**2 097 750 851,79**
	Résultat minoritaires	27 524 178,66	37 270 535,99
	XI - RESULTAT NET DE L'EXERCICE	**1 965 160 951,44**	**2 060 480 315,80**

Direction des Finances et Comptabilité

ETATS FINANCIERS CONSOLIDE
GROUPE INDUSTRIEL SAIDAL

EXERCICE 2013

JUIN 2014

BILAN 2013

DESIGNATIONS	31/12/2013			31/12/2012
	MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVISIONS	MONTANTS NETS	
ACTIFS NON COURANTS				
Écart d'acquisition (ou goodwill)	58 268 550,00		58 268 550,00	
immobilisations incorporelles	198 535 044,63	185 023 704,17	13 511 340,46	20 550 643,13
immobilisations corporelles				
Terrains	4 525 499 753,87		4 525 499 753,87	4 583 697 150,84
Bâtiments	7 053 924 525,64	5 144 639 355,17	1 909 285 170,47	2 218 566 774,15
Autres immobilisations corporelles	15 034 995 143,67	13 031 820 034,20	2 003 175 109,47	2 841 007 825,61
immobilisations en concession	11 014 278,00	667 498,62	10 346 779,38	10 680 512,00
Immobilisations en cours	470 133 457,73		470 133 457,73	1 203 233 977,48
Immobilisations financières				
Titres mis en équivalences - entreprises associées	1 776 264 616,78		1 776 264 616,78	0,00
Autres participations et créances rattachées	129 167 575,00	53 886 445,21	75 281 129,79	159 137 625,18
Autres titres immobilisés				
prêts et autres actifs financiers non courants	109 092 099,30		109 092 099,30	30 169 720,32
Impôts différés actif	357 881 232,62		357 881 232,62	387 701 216,20
TOTAL ACTIFS NON COURANTS	**29 724 776 277,24**	**18 416 037 037,37**	**11 308 739 239,87**	**11 454 745 444,91**
ACTIFS COURANTS				
Stocks et encours	6 969 082 810,68	1 434 727 755,37	5 534 355 055,31	6 175 385 227,05
Créances et emplois assimilés				
Clients	5 529 998 546,61	1 699 037 690,24	3 830 960 856,37	4 694 957 948,14
Autres débiteurs	1 865 186 534,90		1 865 186 534,90	353 436 040,24
Impôts	460 376 148,07	344 477 438,32	115 898 709,75	170 458 536,03
Autres actif courant	12 500 000,00		12 500 000,00	
Disponibilités et assimilés				
Placements et autres actifs financiers courants	2 018 559 989,19		2 018 559 989,19	18 642 816,89
Trésorerie	5 495 438 158,83	82 065 171,53	5 413 372 987,30	7 153 519 481,26
TOTAL ACTIFS COURANTS	**22 351 142 188,28**	**3 560 308 055,46**	**18 790 834 132,82**	**18 566 400 049,61**
TOTAL GENERAL ACTIF	**52 075 918 465,52**	**21 976 345 092,83**	**30 099 573 372,69**	**30 021 145 494,52**

3.2. Passif

DESIGNATIONS	31/12/2013	31/12/2012
CAPITAUX PROPRES		
Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00
Capital non appelé		
Primes et réserves -(réserves consolidées)	9 421 690 281,30	8 767 303 972,03
Ecarts de réévaluation	435 055 761,63	645 898 091,73
Écart d'équivalence	556 004 893,04	0,00
Résultat Net	2 658 147 326,76	1 965 160 951,44
Autres capitaux propres -report à nouveau	319 161 089,57	28 874 721,33
Intérêts minoritaires	858 376 750,19	839 268 275,80
TOTAL I	**16 748 436 102,49**	**14 746 506 012,33**
PASSIFS NON COURANTS		
Emprunts et dettes financières	2 911 046 961,36	1 851 741 010,35
Impôts (différés et provisionnés)	252 388 287,15	359 962 619,95
Autres dettes non courantes	493 645 268,24	
Provisions et produits comptabilisés d'avance	1 351 120 085,82	4 129 700 666,41
TOTAL PASSIFS NON COURANTS II	**5 008 200 602,57**	**6 341 404 296,71**
PASSIFS COURANTS		
Fournisseurs et comptes rattachés	1 227 878 706,58	3 250 392 942,41
Impôts	564 464 142,35	551 586 033,66
Autres dettes	5 818 577 282,18	3 662 731 669,91
Trésorerie passif	732 016 536,52	1 468 524 539,53
TOTAL PASSIF COURANT III	**8 342 936 667,63**	**8 933 235 185,51**
TOTAL GENERAL PASSIF	**30 099 573 372,69**	**30 021 145 494,55**

3.3.Tableau de comptes de résultat

DESIGNATIONS	31/12/2013	31/12/2012
Chiffre d'affaires	11 461 847 581,90	13 895 054 472,57
Variation stocks produits finis et en cours	782 030 567,10	229 626 444,54
Production immobilisée		379 032,26
Subvention d'exploitation		
I - PRODUCTION DE L'EXERCICE	**12 243 878 149,00**	**14 125 059 949,37**
Achats consommés	-3 556 475 260,95	-5 246 886 845,95
Services extérieurs et autres consommations	-740 255 739,42	-914 334 046,84
II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE	**-4 296 731 000,37**	**-6 161 220 892,79**
III - VALEUR AJOUTTEE D'EXPLOITATION (I - II)	**7 947 147 148,63**	**7 963 839 056,58**
Charges de personnel	-3 848 442 866,21	-3 809 104 894,13
Impôts, taxes et versements assimilés	-211 018 083,50	-228 139 765,88
IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	**3 887 686 198,92**	**3 926 594 396,57**
Autres produits opérationnels	123 256 224,16	372 976 278,55
Autres charges opérationnelles	-135 200 827,62	-207 496 681,94
Dotations aux amorts,provisions et pertes de valeur	-1 431 299 339,58	-2 144 929 104,62
Reprises sur pertes de valeurs et provisions	501 957 026,14	575 024 462,14
V - RESULTAT OPERATIONNEL	**2 946 399 282,02**	**2 522 169 350,70**
Produits financiers	73 629 153,44	100 796 850,14
Charges financières	-221 326 017,88	-225 135 653,69
VI - RESULTAT FINANCIER	**-147 696 864,44**	**-124 338 803,55**
VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)	**2 798 702 417,58**	**2 397 830 547,15**
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-500 440 495,49	-489 506 617,86
Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires	-4 662 574,50	105 369 639,88
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	12 952 479 688,40	15 264 646 326,18
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-10 658 880 340,81	-13 267 975 918,88
VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	**2 293 599 347,59**	**1 996 670 407,30**
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)	0,00	0,00
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)	-21 476,75	-3 985 277,20
IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE	**-21 476,75**	**-3 985 277,20**
X - RESULTAT DE L'EXERCICE	**2 293 577 870,84**	**1 992 685 130,10**
RESULTAT MINORITAIRES	70 792 332,18	27 524 178,66
Part dans le résultat dans stes mises en équivalence	293 777 123,74	0,00
X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE	**2 658 147 326,76**	**1 965 160 951,44**

صيدال
SAIDAL

Communiqué aux actionnaires du résultat de l'exercice 2014 - Bilan Consolidé

ACTIF

DESIGNATIONS	31/12/2014			31/12/2013	%
	MONTANTS BRUTS	AMORTS PROVISIONS	MONTANTS NETS		
ACTIFS NON COURANTS					
Écart d'acquisition (ou goodwill)	58 268 550,00	0,00	58 268 550,00	58 268 550,00	0%
Immobilisations incorporelles	201 799 344,60	189 768 823,00	12 030 521,60	13 511 340,46	-11%
Immobilisations corporelles	0,00	0,00	0,00		
Terrains	4 514 492 953,87	0,00	4 514 492 953,87	4 525 499 753,87	0%
Bâtiments	7 032 781 737,47	5 269 783 914,71	1 762 997 822,76	1 909 285 170,47	-8%
Autres immobilisations corporelles	15 300 746 959,15	13 696 697 490,28	1 604 049 468,87	2 003 175 109,47	-20%
Immobilisations en concession	87 528 246,00	1 266 904,74	86 261 341,26	10 346 779,38	734%
Immobilisations en cours	2 502 907 388,68	0,00	2 502 907 388,68	470 133 457,73	432%
Immobilisations financières	0,00	0,00	0,00		
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	-35%
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	-5%
Impôts différés actif	463 577 177,79	0,00	463 577 177,79	357 881 232,62	0%
TOTAL ACTIF NON COURANTS	**32 213 883 092,48**	**19 210 653 719,01**	**13 003 229 373,47**	**11 308 739 239,87**	**15%**
ACTIFS COURANTS					
Stocks et encours	7 103 810 877,97	1 496 894 537,00	5 606 916 340,97	5 534 355 055,31	1%
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	-10%
Autres débiteurs	1 036 790 150,80	0,00	1 036 790 150,80	1 865 186 534,90	-44%
Impôts	601 389 838,47	345 347 828,24	Z256 042 010,23	115 898 709,75	121%
Autres actif courant	18 795 412,47	0,00	18 795 412,47	12 500 000,00	0%
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	50%
Trésorerie	5 281 852 295,08	83 275 568,07	5 198 576 727,01	5 413 372 987,30	-4%
TOTAL ACTIFS COURANTS	**22 197 447 905,13**	**3 612 972 872,67**	**18 584 475 032,46**	**18 790 834 132,82**	**-1%**
TOTAL GENERAL ACTIF	**54 411 330 997,61**	**22 823 626 591,68**	**31 587 704 405,93**	**30 099 573 372,69**	**5%**

PASSIF

DESIGNATIONS	31/12/2014	31/12/2013	%
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00	0%
Capital non appelé	0,00		
Primes et réserves -(réserves consolidées)	11 282 665 927,33	9 421 690 281,30	20%
Ecarts de réévaluation	218 627 945,68	435 055 761,63	-50%
Écart d'équivalence	778 627 191,02	556 004 893,04	
Résultat Net	1 477 751 553,22	2 658 147 326,76	-44%
Autres capitaux propres -report à nouveau	371 301 688,91	319 161 089,57	16%
Intérêts minoritaires	961 690 080,29	858 376 750,19	12%
TOTAL CAPITAUX PROPRES I	**17 590 664 386,45**	**16 748 436 102,49**	**5%**
PASSIFS NON COURANTS			
Emprunts et dettes financières	3 383 163 695,36	2 911 046 961,36	16%
Impôts (différés et provisionnés)	267 823 005,95	252 388 287,15	0%
Autres dettes non courantes	3 456 705 764,33	493 645 268,24	600%
Provisions et produits comptabilisés d'avance	1 381 034 485,26	1 351 120 085,82	2%
TOTAL PASSIFS NON COURANTS II	**8 488 726 950,90**	**5 008 200 602,57**	**69%**
PASSIFS COURANTS			
Fournisseurs et comptes rattachés	1 460 434 895,94	1 227 878 706,58	19%
Impôts	363 939 782,75	564 464 142,35	-36%
Autres dettes	3 055 762 788,63	5 818 577 282,18	-47%
Trésorerie passif	628 175 601,26	732 016 536,52	-14%
TOTAL PASSIF COURANT III	**5 508 313 068,58**	**8 342 936 667,63**	**-34%**
TOTAL GENERAL PASSIF	**31 587 704 405,93**	**30 099 573 372,69**	**5%**

Production

RUBRIQUES	31/12/2014	31/12/2013
Quantités (1 000 UV)	111 020	130 676
Valeurs (1 000 DA)	8 483 261	10 719 779

صيدال
SAIDAL

COMPTE DE RESULTAT

DESIGNATIONS	30/06/2014	30/06/2013	%
Chiffre d'affaires	9 789 025 905,91	11 461 847 581,90	-15%
Variation stocks produits finis et en cours	47 596 284,29	782 030 567,10	-94%
Production immobilisée	0,00		
Subvention d'exploitation	0,00		
I - PRODUCTION DE L'EXERCICE	**9 836 622 190,20**	**12 243 878 149,00**	**-20%**
Achats consommés	-3 017 970 352,54	-3 556 475 260,95	-15%
Services extérieurs et autres consommations	-815 279 475,31	-740 255 739,42	10%
II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE	**-3 833 249 827,85**	**-4 296 731 000,37**	**-11%**
III - VALEUR AJOUTTEE D'EXPLOITATION (I - II)	**6 003 372 362,35**	**7 947 147 148,63**	**-24%**
Charges de personnel	-3 222 199 202,24	-3 848 442 866,21	-16%
Impôts, taxes et versements assimilés	-205 064 473,74	-211 018 083,50	-3%
IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	**2 576 108 686,37**	**3 887 686 198,92**	**-34%**
Autres produits opérationnels	85 434 154,80	123 256 224,16	-31%
Autres charges opérationnelles	-204 467 978,10	-135 200 827,62	51%
Dotations aux amorts provisions et pertes de valeur	-1 130 374 262,15	-1 431 299 339,58	-21%
Reprises sur pertes de valeurs et provisions	292 035 551,31	501 957 026,14	-42%
V - RESULTAT OPERATIONNEL	**1 618 736 152,23**	**2 946 399 282,02**	**-45%**
Produits financiers	106 709 251,37	73 629 153,44	45%
Charges financières	-157 011 457,30	-221 326 017,88	-29%
VI - RESULTAT FINANCIER	**-50 302 205,93**	**-147 696 864,44**	**-66%**
VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)	**1 568 433 946,30**	**2 798 702 417,58**	**-44%**
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-309 812 391,00	-500 440 495,49	
Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires	-90 261 226,37	-4 662 574,50	
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	10 320 801 147,68	12 942 720 552,74	-20%
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-8 971 918 366,01	-10 649 121 205,15	-16%
VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	**1 348 882 781,67**	**2 293 599 347,59**	**-41%**
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)			
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)		-21 476,75	
IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE		**-21 476,75**	**0%**
X - RESULTAT NET DE LEXERCICE	**1 348 882 781,67**	**2 293 577 870,84**	**-41%**
Résultat minoritaires	14 686 721,26	70 792 332,18	-79%
part dans le Résutat dans Stes mises en équivalence	114 182 050,29	293 777 123,74	-61%
RESULTAT NET DE LEXERCICE	**1 477 751 553,22**	**2 658 147 326,76**	**-44%**

L'ASSEMBLEE GENERALE ORDINAIRE DU GROUPE INDUSTRIEL SAIDAL Du 10 juin 2015

L'An deux mil quinze et le dix du mois de juin à dix heures, à l'Hôtel El- Aurassi, les actionnaires de la société par Actions dénommée Groupe Industriel SAIDAL, au Capital Social de 2.500.000.000 DA se sont réunis en Assemblée Générale Ordinaire annuelle sur convocation qui leur a été faite par le Conseil d'Administration par communiqué de presse du 13 Mai 2015

Première résolution : Examen des comptes sociaux de la Société Mère

L'Assemblée Générale Ordinaire des Actionnaires de l'EPE Spa, Groupe SAIDAL après avoir pris connaissance des rapports du Conseil d'Administration et des Commissaires aux Comptes, ainsi que des explications complémentaires exposées verbalement. relatives à l'examen.

- Adopte le rapport du Conseil d'Administration de l'exercice 2014
- Approuve les états financiers de l'exercice 2014, avec un total passif / actif net du bilan de 28 863 818 266.13 DA et un résultat net bénéficiaire pour un montant de 1 385 942 685.96 DA.
- Donne quitus de leur mandat aux Administrateurs de l'exercice 2014.
- Mande le Conseil d'Administration, à l'effet de prendre en charge sur l'exercice 2015 les recommandations formulées par Messieurs les Commissaires aux Comptes.

Deuxième résolution : Affectation des résultats de l'exercice 2014 de la Société Mère

L'Assemblée Générale Ordinaire des Actionnaires de l'EPE Spa GROUPE SAIDAL décide d'affecter le résultat net bénéficiaire d'un montant de : 1 385 942 685.96 DA
comme suit:

- Dividendes 400 000 000,00 DA
- Tantièmes (3 fois le jeton de présence) 3 180 000.00 DA
- Intéressement des travailleurs 198 660 000.00 DA
- Réserves facultatives 784 102 685.96 DA

Troisième résolution : Résultat du bilan consolidé du Groupe SAIDAL

L'Assemblée Générale Ordinaire des Actionnaires de l'EPE Spa, Groupe SAIDAL après avoir pris connaissance des rapports du Conseil d'Administration et des Commissaires aux Comptes, ainsi que des explications complémentaires exposées verbalement relatives à l'examen.

- Approuve les comptes sociaux consolidés de l'exercice 2014, avec un total passif / actif du bilan de 31 587 704 405.93 DA et un résultat net bénéficiaire pour un montant de 1 477 751 553.22 DA.

Quatrième résolution : Libération de la partie variable de la rémunération pour le Cadre gestionnaire principal

Cinquième résolution : Libération de la partie variable de la rémunération pour les Cadres Dirigeants

Sixième résolution : Jetons de présence

Septième résolution : Rémunération du Commissaire aux Comptes

Huitième résolution : Nombres de séances autorisés du Conseil d'Administration

Neuvième résolution : Formalités légales et réglementaires

NB/ Le rapport de gestion est disponible au siege du Groupe

Le Président du Conseil d'Administration

Boumediene DERKAOUI

GROUPE INDUSTRIEL SAIDAL SPA
Direction des Finances et Comptabilité
DATE DE CLOTURE : 31/12/2015

BILAN GROUPE

ACTIF	31/12/2015			31/12/2014
	MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVISIONS	MONTANTS NETS	
ACTIFS NON COURANTS				
Écart d'acquisition (ou godwill)	87 341 040,00	0,00	87 341 040,00	58 268 550,00
Immobilisations incorporelles	212 279 501,73	190 691 351,71	21 588 150,02	12 030 521,60
Immobilisations corporelles	0,00	0,00	0,00	0,00
Terrains	4 514 492 953,87	0,00	4 514 492 953,87	4 514 492 953,87
Bâtiments	7 022 975 679,20	5 373 367 146,94	1 649 608 532,26	1 762 997 822,76
Autres immobilisations corporelles	14 957 589 225,86	13 768 091 990,45	1 189 497 235,41	1 604 049 468,87
Immobilisations en concession	280 023 210,00	1 919 226,32	278 103 983,68	86 261 341,26
Immobilisations en cours	5 363 985 192,51	0,00	5 363 985 192,51	2 502 907 388,68
Immobilisations financières	0,00	0,00	0,00	0,00
Titres mis en équivalences - entreprises associées	1 465 132 799,40	0,00	1 465 132 799,40	1 846 291 841,31
Autres participations et créances rattachées	641 518 175,00	56 659 098,99	584 859 076,01	49 030 988,72
Autres titres immobilisés	0,00	0,00	0,00	0,00
Prêts et autres actifs financiers non courants	140 479 615,20	0,00	140 479 615,20	103 321 318,61
Impôts différés actif	472 097 555,36	0,00	472 097 555,36	463 577 177,79
TOTAL ACTIFS NON COURANTS	**35 157 914 948,13**	**19 390 728 814,41**	**15 767 186 133,72**	**13 003 229 373,47**
ACTIFS COURANTS	0,00	0,00		
Stocks et encours	5 450 251 412,46	484 351 393,33	4 965 900 019,13	5 606 916 340,97
Créances et emplois assimilés	0,00	0,00	0,00	0,00
Clients	5 536 082 569,71	1 713 402 532,20	3 822 680 037,51	3 448 794 401,79
Autres débiteurs	1 139 842 768,95	0,00	1 139 842 768,95	1 036 790 150,80
Impôts	524 768 402,40	345 347 828,24	179 420 574,16	256 042 010,23
Autres actif courant	40 666 666,67	0,00	40 666 666,67	18 795 412,47
Disponibilités et assimilés	0,00	0,00	0,00	0,00
Placements et autres actifs financiers courants	3 018 559 989,19	0,00	3 018 559 989,19	3 018 559 989,19
Trésorerie	6 070 920 199,42	83 275 568,07	5 987 644 631,35	5 198 576 727,01
TOTAL ACTIFS COURANTS	**21 781 092 008,80**	**2 626 377 321,84**	**19 154 714 686,96**	**18 584 475 032,46**
TOTAL GENERAL ACTIF	**56 939 006 956,93**	**22 017 106 136,25**	**34 921 900 820,68**	**31 587 704 405,93**

GROUPE INDUSTRIEL SAIDAL SPA
Direction des Finances et Comptabilité
DATE DE CLOTURE : 31/12/2015

BILAN GROUPE

PASSIF	31/12/2015	31/12/2014
CAPITAUX PROPRES		
Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00
Capital non appelé	0,00	0,00
Dotation de l'état	2 586 812 201,59	0,00
Primes et réserves -(réserves consolidées)	12 251 816 341,17	11 282 665 927,33
Ecarts de réévaluation	145 245 635,13	218 627 945,68
Écart d'équivalence	1 025 006 852,16	778 627 191,02
Résultat Net	1 143 817 990,89	1 477 751 553,22
Autres capitaux propres -report à nouveau	-166 052 299,51	371 301 688,91
Intérêts minoritaires	979 287 855,72	961 690 080,29
TOTAL I	**20 465 934 577,15**	**17 590 664 386,45**
PASSIFS NON COURANTS	0,00	
Emprunts et dettes financieres	4 821 513 005,59	3 383 163 695,36
Impots (différés et provisionnés)	285 333 000,95	267 823 005,95
Autres dettes non courantes	1 061 401 552,48	3 456 705 764,33
Provisions et produits comptabilisés d'avance	1 605 571 934,62	1 381 034 485,26
TOTAL PASSIFS NON COURANTS II	**7 773 819 493,64**	**8 488 726 950,90**
PASSIFS COURANTS	0,00	
Fournisseurs et comptes rattachés	1 931 770 182,61	1 460 434 895,94
Impôts	402 507 323,51	363 939 782,75
Autres dettes	3 619 036 497,36	3 055 762 788,63
Trésorerie passif	728 832 746,41	628 175 601,26
TOTAL PASSIF COURANT III	**6 682 146 749,89**	**5 508 313 068,58**
TOTAL GENERAL PASSIF	**34 921 900 820,68**	**31 587 704 405,93**

GROUPE INDUSTRIEL SAIDAL SPA
Direction des Finances et Comptabilité
DATE DE CLOTURE : 31/12/2015

BILAN GROUPE

TABLEAU DES COMPTES DE RESULTAT	31/12/2015	31/12/2014
Chiffre d'affaires	9 984 043 757,71	9 789 025 905,91
Variation stocks produits finis et en cours	-11 893 123,70	47 596 284,29
Production immobilisée	0,00	0,00
Subvention d'exploitation	0,00	0,00
I - PRODUCTION DE L'EXERCICE	**9 972 150 634,01**	**9 836 622 190,20**
Achats consommés	-3 470 479 457,80	-3 017 970 352,54
Services extérieurs et autres consommations	-996 298 147,20	-815 279 475,31
II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE	**-4 466 777 605,00**	**-3 833 249 827,85**
III - VALEUR AJOUTTEE D'EXPLOITATION (I - II)	**5 505 373 029,01**	**6 003 372 362,35**
Charges de personnel	-3 056 024 245,03	-3 222 199 202,24
Impôts, taxes et versements assimilés	-166 639 675,94	-205 064 473,74
IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	**2 282 709 108,04**	**2 576 108 686,37**
Autres produits opérationnels	202 735 842,16	85 434 154,80
Autres charges opérationnelles	-143 865 838,16	-204 467 978,10
Dotations aux amortissements,provisions et pertes de valeur	-1 328 939 749,35	-1 130 374 262,15
Reprises sur pertes de valeurs et provisions	421 168 878,85	292 035 551,31
V - RESULTAT OPERATIONNEL	**1 433 808 241,54**	**1 618 736 152,23**
Produits financiers	142 454 921,27	106 709 251,37
Charges financières	-132 453 560,20	-157 011 457,30
VI - RESULTAT FINANCIER	**10 001 361,07**	**-50 302 205,93**
VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)	**1 443 809 602,61**	**1 568 433 946,30**
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-328 709 218,00	-309 812 391,00
Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires	15 393 711,92	-90 261 226,37
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	10 738 510 276,29	10 320 801 147,68
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-9 638 803 603,60	-8 971 918 366,01
VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	**1 099 706 672,69**	**1 348 882 781,67**
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)		
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)		
IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE	**0,00**	**0,00**
X - RESULTAT NET DE LEXERCICE	**1 099 706 672,69**	**1 348 882 781,67**
Résultat minoritaires	18 117 370,96	14 686 721,26
part dans le Résutat dans Stes mises en équivalence	25 993 947,24	114 182 050,29
RESULTAT NET DE LEXERCICE	**1 143 817 990,89**	**1 477 751 553,22**