جامعة يحي فارس بالمدية
كليةالعلوم الاقتصادية و العلوم التجارية
وعلوم التسيير
قسم :علوم التسيير

الموضوع:

استخدام الرافعة المالية وتكلفة التمويل في تقييم أمثلية الهيكل المالي دراسة حالة مجمع صيدال للفترة 2010-2017

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر أكاديمي في علوم التسيير

تخصص: إدارة مالية

إعداد الطالبتين :

- ابراهيمي صبرينة
- مايدي ايمان

تحت إشراف الأستاذ:

د/ كشيدة حبيبة

اللجنة المناقشة

د.قويدر لويزة	جامعة المدية	رئيسا
د. كشيدة حبيبة	جامعة المدية	مشرفا ومقررا
د. شراطي نسيمة	جامعة المدية	عضوا ممتحنا

السنة الجامعية: 2018 – 2019

شكر وعرفان

إلهي لا يطيب الليل إلا بشكرك.ولا يطيب نهار إلا بطاعتك .

ولا تطيب اللحظات إلا بذكرك و لا تطيب الآخرة إلا بعفوك .

ولا تطيب الجنة إلا برؤيتك فلحمد والشكر لله رب العالمين الذي نور دربنا ويسر أمرنا وأعاننا لإكمال هذا البحث.

إلى الذين حملوا قدس رسالة في الحياة وإلى الذين مهدوا لنا طريق العلم والمعرفة إلى جميع أساتذتنا الكرام.

كما نتوجه بالشكر الجزيل إلى الأستاذة المشرفة "كشيدة حبيبة "

إلى كل من ساهم في إرشادنا ولو بكلمة بسيطة بكل الشكر والاحترام والتقدير.

إلى لجنة المناقشة على قبولها مناقشة هذا البحث

الإهداء

.يا من أحمل أسمك بكل فخر

.يا من أفتقدك منذ الصغر

.يا من يرتعش قلبي لذكرك

. يا من أودعتني لله أهديك هذا البحث أبي رحمه الله

إلى الشمعة التي ذابت من أجل أن تضيء لي درب الحياة ،إلى العين التي سهرت لأجل أن تشرق عليا شمس الأمنيات ،إلى

التي تعبت حتى يكون نصيبي النجاح ،إلى ملاكي في الحياة ،إلى معنى الحب إلى معنى الحنان

. والتفاني ، إلى بسمة الحياة وسر الوجود ،إلى من كان دعائها سر نجاحي وحنانها بلسم جراحي أمي الحبيبة

: إلى من كان حبهم يجري في عروقي ،إلى القلوب الطاهرة الرقيقة والنفوس البريئة إلى رياحين حياتي إخوتي

. عبد القادر سامية فاطمة الزهراء

. إلى من عرفت معها سنفونية الود والصداقة والاحترام أختي في الله حبيبة أدام الله محبتنا

. إلى من عملت معي بكد بغية إتمام هذا العمل صديقتي وأختي في الله إيمان أدام الله محبتنا

. إلى كل الأهل والأقارب من قريب وبعيد

. إلى جميع الأصدقاء والأحباب والزملاء الذين عرفتهم وأحببتهم وأحبوني

. إلى أحبتي بلا استثناء ما دامت الحياة صفحات دربها الإخلاص والوفاء

صبرينة

الإهداء

إلى من حرم نفسه ليعطينا إلى من تحدى الصعاب ليوصلنا إلى ما نحن عليه اليوم إلى من أهدى حياته قربانا من أجل أن نعيش إلى أبي حفظه الله وأطال في عمره .

إلى ملاكي في الحياة ...إلى معنى الحب وإلى معنى الحنان والتفاني...إلى بسمة الحياة وسر الوجود.

إلى من كان دعائها سر نجاحي وحنانها بلسم جراحي إلى أمي ثم أمي حفظها الله وأطال في عمرها.

إليكما يامنبع الحنان أبي وأمي

إلى إخوتي الأعزاء أحمد ياسين رمزي .

إلى كل الأهل والأقارب.

إلى أختي التي لم تلدها أمي ...إلى من تحلت وتميزت بالوفاء والعطاء والصدق الصافي ،إلى من كانت معي على طريق النجاح والخير إلى صديقتي صبرينة .

إلى كل صديقاتي :سعاد ،حياة ،أمال .

إيمان

المستخلص

تهدف هذه الدراسة إلى معرفة أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على هيكل التمويل الأمثل ،والتوصل إلى نتائج عملية وعلمية من شأنها أن تساعد متخذ القرار المالي في مجمع صيدال للمفاضلة بين قرارات التمويل وبالتالي تقييم هيكل التمويل الأمثل .

حيث توصلنا إلى مجموعة من النتائج نذكر منها : يمكن للمؤسسة الاقتصادية تقييم هيكلها التمويلي بالاعتماد على الرافعة المالية وتكلفة التمويل ،ويتحقق هيكل التمويل الأمثل عند النقطة التي تكون فيها تكلفة التمويل عند أدنى قيمة لها وقيمة المؤسسة عند أعظم قيمة لها ،كما توجد علاقة طردية بين الرافعة المالية والهيكل المالي .

الكلمات المفتاحية :الهيكل المالي ،الهيكل المالي الأمثل ،الرفع المالي ،تكلفة التمويل .

Abstract

The objective of this study is to know the impact of leverage and the cost of financing on the optimal financing structure ;and to produce practical and scientific results that will assist the financial decision maker in the saidal complex between funding decision and thus assess the optimal funding structure .

We came up with a set of rusult ,including that the economic institution can assess its financing ,and the optimum financing structure is achieved at the point where the cost of financing is at its lowest value and the valu of the Enterprise at is greatest valu ,as there is a correlation between leverage and Financial structure.

Keywords:

Financial structure، optimal Financial structure، Financial leverage، cost of Financial.

قائمة المحتويـــات

الشكر.....

الإهداء .....

الملخص.....

قائمة المحتويات .....

قائمة الجداول .....

قائمة الأشكال البيانية .....

قائمة الملاحق .....

المقدمة .....

الفصل الأول:مدخل للهيكل المالي

تمهيد 01

المبحث الأول:الإطار المفاهيمي لهيكل التمويل الأمثل 02

المطلب الأول:تعريف الهيكل المالي الأمثل ومناهج اختياره 02

المطلب الثاني:مميزات الهيكل المالي الأمثل والهدف من اختياره للتمويل 05

المطلب الثالث:العوامل المؤثرة في الهيكل المالي الأمثل ومحدداته 06

الفرع الثاني :محددات الهيكل المالي الأمثل 10

المبحث الثاني:الإطار المفاهيمي لرافعة المالية وتكلفة التمويل 15

المطلب الأول :ماهية الرافعة المالية 16

المطلب الثاني :ماهية تكلفة التمويل 22

المبحث الثالث :تقييم الأداء المالي 30

المطلب الأول :الاتجاهات التقليدية لتقييم الأداء المالي 30

المطلب الثاني: الاتجاهات الحديثة لتقييم الأداء المالي.....36

خلاصة.....42

الفصل الثاني:طرق حساب الرافعة المالية وتكلفة التمويل ونظريات المفسرة لهيكل التمويل

تمهيد 44

المبحث الأول: طرق حساب الرافعة المالية وتكلفة التمويل 45

المطلب الأول:قياس درجة الرافعة المالية وأثرها.....45

المطلب الثاني :طرق حساب تكلفة التمويل 55

المبحث الثاني:تفسير نظريات هيكل التمويل للرافعة المالية وتكلفة التمويل.....67

المطلب الأول:النظريات المعارضة لوجود هيكل مالي أمثل.....68

المطلب الثاني:النظريات المؤيدة لوجود هيكل مالي أمثل.....73

خلاصة 81

الفصل الثالث :دراسة حالة تطبيقية لمجمع صيدال للفترة (2010-2017)

تمهيد.....83

المبحث الأول :تقديم عام لمجمع صيدال 84

المطلب الأول :لمحة تاريخية عن المجمع الصناعي صيدال 84

المطلب الثاني :الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال 86

المطلب الثالث :الأهداف الإستراتيجية لمجمع صيدال 90

المبحث الثاني :تحليل الهيكل المالي لمجمع صيدال 92

المطلب الأول :عرض الميزانية المالية المختصرة لمجمع صيدال للفترة (2010-2017).....92

المطلب الثاني :تقديم الهيكل المالي لمجمع صيدال 97

المطلب الثالث :دراسة قياسية حول تأثير الهيكل المالي للمجمع على الرافعة المالية ...101

خلاصة 106

خاتمة 108
قائمة المراجع 113
الملاحق

قائمة الجداول

رقم الجدول	العنوان	الصفحة
الجدول رقم:(01)	الميزانية المالية المختصرة جانب الأصول للفترة(2010-2017)	92
الجدول رقم:(02)	الميزانية المالية المختصرة جانب الخصوم للفترة (2010-2017)	93
الجدول رقم:(03)	نسب الهيكل المالي للفترة (2010-2017)	93
الجدول رقم:(04)	الهيكل المالي لمجمع صيدال للفترة (2012-2015)	97
الجدول رقم:(05)	مكونات الهيكل المالي الفعلي لمجمع صيدال للفترة (2010-2017)	99
الجدول رقم:(06)	درجة الرفع المالي لمجمع صيدال للفترة (2010-2017)	100

قائمة الأشكال البيانية

رقم الشكل	العنوان الشكل	الصفحة
الشكل رقم :(01)	العلاقة بين نسبة الرفع المالي وتكلفة التمويل المرجحة وفق نظرية صافي ربح العمليات .	71
الشكل رقم: (02)	العلاقة بين تكلفة التمويل وقيمة المؤسسة وبين نسبة الاقتراض لمدخل صافي ربح العمليات .	74
الشكل رقم :(03)	الهيكل المالي الأمثل حسب المنظور الكلاسيكي .	76
الشكل رقم:(04)	أثر تكلفة الإفلاس والوفر الضريبي على القيمة السوقية للمؤسسة .	80
الشكل رقم:(05)	الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال	87

قائمة الملاحق

رقم الملحق	عنوان الملحق
الملحق رقم : (01)	القوائم المالية لمجمع صيدال لسنة 2010
الملحق رقم : (02)	القوائم المالية لمجمع صيدال لسنة 2011
الملحق رقم : (03)	القوائم المالية لمجمع صيدال لسنة2012
الملحق رقم : (04)	القوائم المالية لمجمع صيدال لسنة 2013
الملحق رقم : (05)	القوائم المالية لمجمع صيدال لسنة 2014
الملحق رقم : (06)	القوائم المالية لمجمع صيدال لسنة 2015
الملحق رقم : (07)	القوائم المالية لمجمع صيدال لسنة 2016
الملحق رقم : (08)	القوائم المالية لمجمع صيدال لسنة 2017
الملحق رقم : (09)	البيانات الإحصائية لمتغيرات الدراسة في مجمع صيدال (2010-2017)
الملحق رقم : (10)	تقدير و اختبار النموذج

مقدمة

يكتسب موضوع تمويل المؤسسات أهمية كبيرة في مختلف الدراسات المتعلقة بالإدارة المالية وذلك نظرا للأهمية البالغة لهذا العنصر الحيوي من أجل استمرار المؤسسة وقدرتها على المنافسة ومواجهة تهديدات المحيط الذي أصبح يتسم بمزيد من العدوانية وسرعة التغيير لذلك يسعى المسير دائما إلى ضمان التمويل اللازم ،من خلال تحديد المزيج التمويلي الأمثل الذي يحقق الأهداف المسطرة .

ولكي تحقق المؤسسة أهدافها المرجوة نقوم بدراسات معمقة واعتماد تقنيات متطورة لاختيار وتقييم هيكلها التمويلي المناسب ،حيث تقوم بتحديد المزيج المناسب من الأموال الخاصة والديون في تكوين هذا الأخير بالشكل الذي يؤدي إلى تخفيض تكلفة إلى أقص حد ممكن .

وقد تكون الميزة الأساسية للاقتراض هي انخفاض التكلفة ،وذلك لما يحتويه التمويل بالقروض أو ما يسمى بالرافعة المالية من مزايا نظرا لما تحققه من وفر ضريبي ،حيث أن تكلفة الفوائد تخصم من وعاء الأرباح الخاضعة للضريبة .

ورغم تعدد مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة الاقتصادية واختلاف أشكالها ،لا زال الاهتمام منصبا على الطريقة التي يتم بها تشكيل الهيكل التمويلي الأمثل بين أمول الملكية وأموال الاستدانة ،وهذا التنويع له تأثير على عنصرين أساسيين في النشاط المؤسسة هما العائد والمخاطرة ،هذا ما جعل من مسألة تمويل المؤسسة الاقتصادية وتصميم هيكلها التمويلي الأمثل إحدى المواضيع الأساسية ضمن مالية المؤسسة ،والتي تشكل موضوع جدل بين المختصين منذ أكثر من نصف قرن ،واختلاف وجهات نظرها بين مؤيد و معارض ،لإمكانية تحقيق هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الاقتصادية .

وقد تعددت النظريات الخاصة بالهيكل المالي ،فظهرت مقاربات تقر بوجود هيكل مالي أمثل بناءا على عدة فرضيات وتحليلات تصب كلها في خانة تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة وتخفيض تكلفة التمويل إلى حدها

الأدنى ،في المقابل تنفي العديد من الدراسات إمكانية تحقيق هيكل مالي أمثل انطلاقا كذلك من عدة فرضيات وتفسيرات للسلوكيات التمويلية .

بناء على ما سبق ونظرا لأهمية استخدام الرافعة المالية في تقييم أمثلية الهيكل المالي ،جاءت هذه الدراسة لتوضح كيفية تقييم الهيكل المالي باستخدام الرافعة المالية من خلال إجراء دراسة على مجمع صيدال خلال فترة (2010-2017) .

1- إشكالية البحث:

على ضوء ما تقدم يمكن حصر إشكالية البحث ورسم معالمه الأساسية في التساؤل الجوهري الأتي :

كيف تستخدم الرافعة المالية وتكلفة التمويل في تقييم أمثلية الهيكل المالي في مجمع صيدال ؟

2-الأسئلة الفرعية:

تثير هذه الإشكالية عدة أسئلة فرعية نوجزها فيما يلي :

1- ماهي المؤشرات التي نعتمد عليها عند تقييم المؤسسة الاقتصادية ؟

2- كيف يتحقق هيكل التمويل الأمثل ؟

3- هل الهيكل المالي المعتمد من طرف مجمع صيدال طول فترة الدراسة أمثل ؟

3-الفرضيات:

للإجابة عن إشكالية البحث والأسئلة الفرعية فانه تم صياغة الفرضيات التالية :

1- عند تقييم المؤسسة الاقتصادية لهيكلها التمويلي تعتمد على الرافعة المالية فقط .

2- يتحقق هيكل التمويل الأمثل عند النقطة التي تكون فيها تكلفة التمويل عند أدنى قيمة لها وقيمة المؤسسة عند أعظم قيمة لها .

3- طول فترة الدراسة كان مجمع صيدال يعتمد على هيكل أمثل.

4-أهمية الموضوع :

تتمثل أهمية هذا الموضوع في أنها ستوضح استخدام كل من الرافعة المالية وتكلفة التمويل في تقييم أمثلية الهيكل المالي.

5-أهداف الموضوع :

من بين أهم النقاط التي تهدف هذه الدراسة لمعالجتها نذكر مايلي :

- تعرف على الهيكل المالي والهيكل المالي الأمثل مع التطرق إلى العوامل التي تؤثر عليه.

- التعرف على طريقة تقييم الهيكل الأمثل باستخدام الرافعة المالية وتكلفة التمويل.

- التوصل إلى نتائج عملية وعلمية من شأنها أن تساعد متخذ القرار المالي في مجمع صيدال للمفاضلة بين قرارات التمويل وبالتالي تقييم هيكل التمويل الأمثل .

6-حدود الدراسة :

-الحدود المكانية :مجمع صيدال .

الحدود الزمنية :تمت دراسة بيانات للفترة الممتدة بين 2010-2017.

7-المنهج والأدوات المستعملة:

بغية القيام بتحليل علمي ومنهجي لإشكالية بحثنا ،وبهدف اختبار صحة الفرضيات المقترحة استخدامنا في بحثنا المنهج الوصفي التحليلي الذي يعتمد على تجميع الحقائق والمعلومات و تحليل مختلف الجداول والأشكال البيانية .

وعن أهم الأدوات المستخدمة في هذا البحث فهي كما يلي:

- المسح المكتبي المتعلق بالكتب والمجلات والمذكرات .

-تم الاعتماد على مجموعة من الأدوات الإحصائية وهي :فيشر ،ستيودنت ،معامل تحديد.

-استخدام برنامج Eviews.

8-صعوبة الدراسة:

واجه الطالبتين خلال فترة قيامه بإعداد الدراسة العديد من الصعوبات من أهمها :

- أن تكلفة التمويل تعتبر عامل من بين العوامل المؤثرة في اختيار هيكل التمويل ،وبسبب انعدام المعلومات حولها بالنسبة لمجمع صيدال تم إلغائها في الجانب التطبيقي .

-صعوبة الحصول على بعض المعلومات المالية للمؤسسة محل الدراسة وذلك لسرية تلك المعلومات، وعدم التصريح بها حتى بغرض استخدامها في البحوث العلمية.

9-مبررات اختيار الموضوع :

ومن أهم الأسباب التي دفعتنا إلى اختيار ودراسة هذا الموضوع :

-تعود أسباب اختيارنا لهذا الموضوع بالدرجة الأولى إلى الميل للمواضيع ذات العلاقة بتخصص ، كما أن الاهتمام نابع أيضا بإحساسنا بالأهمية البالغة وكذا الدور المهم التي يحتلها الهيكل المالي الأمثل .

-أثراء الرصيد المعرفي للباحث وتحضيره لنيل شهادة الدكتورة .

10-هيكل البحث :

تم تقسيم البحث إلى ثلاث فصول كالأتي :

يعتبر الفصل الأول كمدخل لهيكل التمويل ويحتوي على ثلاث مباحث ،يتناول المبحث الأول الإطار ألمفاهيمي للهيكل المالي الأمثل ،أما المبحث الثاني تناول الرافعة المالية وتكلفة التمويل ،والمبحث الثالث يحتوي على تقييم الأداء المالي والهيكل المالي للمؤسسة.

أما الفصل الثاني تناول طرق حساب الرافعة المالية وكلفة التمويل ونظريات المفسرة للهيكل المالي ويحتوي على مبحثين ،ففي المبحث الأول تم توضيح طرق حساب الرافعة المالية وتكلفة التمويل ،في حين اشتمل المبحث الثاني على تفسير نظريات الهيكل المالي لرافعة المالية وتكلفة التمويل .

بينما تضمن الفصل الثالث دراسة حالة مجمع صيدال ،وقد تم تقسيمه إلى مبحثين ، تناول المبحث الأول تقديم عام لمجمع صيدال ،أما المبحث الثاني فقد خصص لتحليل وتقييم الهيكل المالي لمجمع صيدال للفترة 2010-2017.

وفي النهاية اختتمت الدراسة بخاتمة تضمنت ملخص الدراسة ونتائج اختبار الفرضيات وتأكد صحتها من عدم صحتها .

الفصل الأول

مدخل للهيكل المالي

تمهيد

إن الاهتمام بهيكل التمويل هو من صميم التخطيط المالي للمشروع ،حيث تسعى المؤسسات بشكل عام والمشاريع الاقتصادية بشكل خاص للحصول على الأموال اللازمة لتوفير مستلزماتها بأقل تكلفة ممكنة،وفي الوقت المناسب ،الأمر الذي يساعد على تحقيق الكفاية الإنتاجية ،كما يعطيها الرؤية الواضحة في التعامل والتفاوض مع القنوات المالية المختلفة ،وهنا تظهر كفاءة الإدارة المالية في اتخاذ القرارات المناسبة ،التي تجنب المشروع الوقع في صعوبات مالية غير متوقعة ،وبالتأكيد أهم هذه القرارات هو التوصيل إلى هيكل التمويل الأمثل ،والذي يتوقف اختياره على الرافعة المالية وتكلفة التمويل .

فالرافعة المالية هي إحدى الأساليب التي تلجأ إليها المشاريع لتحسين أرباحها واختيار هيكل مالي أمثل وهي تمثل مدى اعتماد الإدارة المالية على القروض في تمويل أصولها.

وتعتبر تكلفة التمويل ذات أهمية بالغة في تحديد حدود الاستثمار في المشاريع ،بهدف تحقيق أقل تكلفة ممكنة لتستطيع تغطية تكاليف الأموال المستعملة في تمويل استثماراتها وتعظيم ثروة ملاكها .

المبحث الأول : الإطار المفاهيمي لهيكل التمويل الأمثل

إن مهام الإدارة المالية البحث في كيفية الاختيار بين البدائل التمويلية المتعددة حسب الظروف الخاصة وتكلفة كل بديل من عناصر الهيكل المالي ،وذلك بعد دراسة الاحتياجات المالية للمؤسسة والتي تتمثل في احتياجات مالية طويلة أو قصيرة الأجل ، التمويل بالملكية والتمويل بالدين .

المطلب الأول : تعريف الهيكل المالي الأمثل ومناهج اختياره

يعتبر الهيكل المالي الأمثل من أهم الجوانب التي تهتم بها أصحاب المصالح داخل المؤسسة من مساهمين ومسيرين لما لها من تأثير على استقرار المؤسسة من الجانب المالي ،وضمان تعرضها للإفلاس .

الفرع الأول : تعريف الهيكل المالي الأمثل

أولا : تعريف الهيكل المالي

هناك عدة تعاريف للهيكل المالي نذكر منها :

- " مجموعة المصادر التي حصلت منها الشركة على الأموال بهدف تمويل استثماراتها وبالتالي فإنه يتضمن كافة العناصر التي يتكون منها الجانب الأيسر من الميزانية العمومية (المطلوبات +حقوق الملكية) ".([1])

- " الكيفية التي من خلالها يتم تمويل إجمالي موجودات استثمارات الشركة ويتمثل ذلك بجانب المطلوبات وحقوق المساهمين الذي يبين كافة وسائل التمويل التي تقوم باستخدامها الشركة،وهذا يمثل الفرق بين الهيكل

[1] –محمود فهد عبد علي ،**أثر الرافعة المالية في كلفة التمويل ومعدل العائد على حق الملكية** ،(المجلة العراقية للعلوم الإدارية)،كلية الإدارة و الاقتصاد جامعة كربلاء ،العراق ،العدد الحادي والعشرون ،ص234.

المالي وبين هيكل رأس المال الذي يتعلق بمصادر التمويل طويلة الأجل والدائمة كالدين طويل الأجل ،والأسهم العادية ،والأرباح المحتجزة ".([1])

– "ويتضح لنا مما تقدم بأن الهيكل المالي هو مجموع المصادر التي يتم من خلالها تمويل إجمالي أصول الشركة، أي يشمل كافة مصادر التمويل بأنواعها المختلفة وبآجالها المختلفة ".

– "وبعبارة أخرى هو كيفية قيام شركة بتمويل أصولها المختلفة وتوظيفها،ويختلف هيكل رأس المال على هيكل التمويل في أنه يعتمد على المصادر التمويلية طويلة الأجل واستبعاد تمويل قصير الأجل ومنه هيكل رأس المال هو جزء من الهيكل المالي".

ثانيا : تعريف الهيكل المالي الأمثل

هناك عدة تعاريف للهيكل المالي الأمثل نذكر منها :

– " هيكل التمويل الذي يكبر الربح أو العائد للملاك إلى أقصى حد وبتالي فهو الهيكل الذي يعظم القيمة السوقية للسهم إلى أقصى حد ".([2])

– " ذلك المزيج من التمويل الممتلك (E) والمقترض (D) الذي يجعل المعدل الموزون لكلفة التمويل في أدنى حد ممكن،وإذا ما نجحت المنشأة من تحقيق ذلك تمكنت من تعظيم ثروة المالكين ".([3])

–ومما سبق يمكن تعريف الهيكل المالي الأمثل بأنه: ذلك المزيج من الأموال الذي يترتب عليها أقل تكلفة ممكنة وأكبر عائد ممكن .

[1] –محسن السبيعي بداح ،**العلاقة بين الرفع المالي والعائد على الاستثمار في الشركات المساهمة الكويتية** ، (رسالة الماجستير) ،قسم المحاسبة كلية الأعمال ،جامعة الشرق الأوسط ،2012،ص16.

[2] –سيد الهواري ،**الإدارة الإدارة المالية منبع اتخاذ القرارات** ،الطبعة السادسة ،توزيع مكتبة عين شمس ،مصر ،1996،ص161.

[3] –محمد علي ابراهيم العامري ،**الإدارة المالية الحديثة** ،الطبعة الأولى ،دار وائل للنشر ،الأردن ،2013،ص310 .

الفرع الثاني : مناهج اختيار الهيكل المالي الأمثل

هناك ثلاث مناهج تستخدم في تحديد هيكل التمويل الأمثل نذكرها كما يلي :([1])

1-منهج التوازن

يفترض هذا المنهج وجود حالة توازن ومرونة مالية للهيكل المالي ،وهذا يتطلب حساب تكلفة رأس المال في ضوء البدائل التمويلية المتاحة من مصادر التمويل المختلفة ،في ظل افتراضات محددة وهي أن هناك عائد متوقع ،وحالة معينة للطلب والعرض على الأموال في السوق المالي ،تحدد على أساس اتجاهات أسعار الفائدة ،ثم القيام بإختيار المزيج التمويلي ،والذي يصاحبه أقل تكلفة تمويل .

2-منهج التوازن المقارن

يفترض وجود معدل عائد إضافي يجب تحقيقه بالإضافة لتكلفة الأموال ،ولذلك يتم وضع العديد من الخطط المالية التي تحتوي على مزيج تمويلي مختلف وتقوم بتحديد أثر كل خطة على تكلفة الأموال ،وبالتالي الوصول إلى العائد الإضافي المطلوب ،وبمقارنة هذه الخطط يمكن اختيار المزيج التمويلي الأمثل للمؤسسة .

3-منهج التوازن الحركي الديناميكي

يفترض وجود متغيرين يؤثران في اختيار المزيج التمويلي ،وهما المخاطر المالية ومخاطر الأعمال ،حيث يتأثر بقيود البيئة الداخلية والبيئة الخارجية المحيطة بالمؤسسة ،وبمجموعة من العوامل متمثلة في :مدة الإتمان ،مدى توفير المعلومات ،وجود سياسة مالية واضحة محددة المعالم ،على أن يتم اتخاذ القرار المالي في ضوء قيود لا يمكن

[1] -أنفال حدة خبيزة ،**تأثيرالهيكل المالي على إستراتيجية المؤسسة الصناعية** ،(رسالة الماجستير) ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير قسم العلوم الاقتصادية ،جامعة محمد خيضر بسكرة ،2011-2012 ،ص ص 4-5.

الاستغناء عنها مثل :المركز الإتمان للمؤسسة ،مجال استخدام الأموال ،والقرارات المالية التي اتخذت في الماضي ...الخ وفي ضوء العمليات الإنتاجية والتسويقية ودرجة استغلال الأصول والموارد الإنتاجية لأن ذلك يؤدي إلى تغير المزيج التمويلي مع كل تغير في حجم أعمال المؤسسة .وعليه يجمع هذا المنهج بين المناهج السابقة الذكر عند اختيار المزيج التمويلي الأمثل ما يجعله منهج متكامل .

المطلب الثاني : مميزات الهيكل المالي الأمثل والهدف من اختياره للتمويل

يقوم المشروع بتحديد الهيكل المالي المناسب الذي يعمل على تعظيم قيمة المشروع، ويتم ذلك عندما يتحقق التوازن بين كل العوامل المؤثرة في الهيكل المالي بطريقة مناسبة ،والتخطيط السليم للهيكل المالي هو الذي يؤخذ في الاعتبار بمصالح حملة الأسهم حيث أنهم الملاك الحقيقيون للمشروع ،وهو الذي يضفي أيضا قدرا من الاهتمام لمصالح الجماعات الأخرى مثل الموظفين والعملاء والدائنون والمجتمع والحكومة .

الفرع الأول : مميزات الهيكل المالي الأمثل

تتمثل مزايا الهيكل المالي الأمثل فيما يلي :([1])

1-الربحية : فيجب أن يعود الهيكل المالي للشركة بالنفع عليها عن طريق الوصول إلى أقصى إستخدام ممكن للرفع المالي مع الالتزام بأقل تكلفة ممكنة .

2-**القدرة على الوفاء بالدين** : فيجب ألا يتجاوز اقتراض الشركة الحد الذي يهدد قدرتها على الوفاء بإلتزامات هذه الاقتراض .وفي نفس الوقت يجنب الملاك (حملة الأسهم العادية)أي مخاطر مالية أضافية .

3-**المرونة** : بمعنى عدم اتصاف الهيكل المالي للمشروع بالجمود .وإنما يتعين تميزه بالقدرة على تعديل مصادر الأموال (أموال الملكية والإقراض بأنواعها) تبعا للتغيرات الرئيسية في الحاجة إلى الأموال وبأقل تكلفة ممكنة .

[1] -سمير محمد عبد العزيز،**اقتصاديات الاستثمار – التمويل – التحليل المالي** ،مركز الإسكندرية للكتاب ،الإسكندرية ،2006،ص216.

4-**الرقابة** : يجب أن يتضمن الهيكل المالي أقل مخاطر ممكنة لفقدان السيطرة والرقابة على إدارة الشركة.

الفرع الثاني : الهدف من اختيار الهيكل المالي الأمثل للتمويل

قرار المدير المالي لابد أن يكون مبنيا على هدف محدد قابل للقياس ،ثم يلي ذلك تطبيق الأساليب التي توضح له نتائج استخدام إستراتيجيه مالية معينة على تحقيق هذه الهدف ،وهناك أتفاق بين الكتاب والباحثين في الإدارة المالية على أن هدف الشركة هو تعظيم ثروة حملة الأسهم ، والثروة تأتي من ارتفاع قيمة السهم في السوق الذي هو نتاج لعوامل كثيرة من أهمها توزيع الأرباح المتوقعة ودرجة مخاطر الإعمال وغيرها .

ولتحقيق الهدف السابق تقوم الإدارة المالية بوضع تصورات بديلة للهيكل التمويلي أي هل تعتمد الشركة على رأس المال المملوك بالكامل أم ستعتمد على رأس المال المملوك ورأس المال المقترض؟ وعند إتباع الإستراتيجية الأخيرة يتم اختيار عدة نسب للمديونية وقياس تأثير كل واحد منها على تعظيم ثروة الملاك وتخفيض تكلفة التمويل ومن خلال تجربة أكثر من نسبة للأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة ،أي هيكل التمويل حيث يتم اختيار الهيكل التمويلي الذي يعظم قيمة السهم ويقلل تكلفة التمويل .([1])

[1] -فؤاد أبو إسماعيل ،**الإدارة المالية المعاصرة (النظريات ونظم وأساليب التطبيق العملية)** ، الطبعة الأولى ،دار افكر العربي ،القاهرة ،2015،ص406.

المطلب الثالث : العوامل المؤثرة في الهيكل المالي الأمثل ومحدداته

الفرع الأول : العوامل المؤثرة في الهيكل المالي الأمثل

تتمثل العوامل المؤثرة في الهيكل المالي الأمثل فيما يلي :

1-**معدل نمو المبيعات** : يعتبر معدل نمو المبيعات في المستقبل مقياسا لمدى التضاعف المحتمل في الإيرادات للسهم الناتج عن الرفع .

فمثلا إذا كان معدل نمو المبيعات و الإيرادات يتراوح بين 8% و10% في العالم الواحد، فأن التمويل بالقروض ذات الفائدة المحدودة والثابتة ،يؤدي إلى تحقيق أرباحا مضاعفة لحملة الأسهم العادية.

وهذا ما يجعل أسعار بيع الأسهم العادية عادة مرتفعة في حالة المنشأة التي تتمتع بمعدل مرتفع لنمو المبيعات والإيرادات.

ولهذا يبدو التمويل بالأسهم العادية مفضلا في مثل هذه الحالة.والواقع أنه يقع على عاتق المنشأة في هذه الحالة الموازنة بين المكاسب الناتجة عن إستخدام الرفع المالي وبين المزايا التي تعود عليها من زيادة حجم الملكية.

2-**درجة استقرار المبيعات** : ترتبط درجة إستقرار المبيعات بنسب الإقتراض إرتباطا مباشرا .فعندما تزيد درجة إستقرار المبيعات والإيرادات، تتمكن المنشأة من دفع التزاماتها الثابتة على القروض بأقل درجة من الخطر .وذلك بعكس الحال إذا كانت المبيعات والإيرادات تتعرض لتقلبات مستمرة حيث تجد الشركة صعوبة في دفع هذه الالتزامات .([1])

[1] -محمد صالح الحناوي ،جلال ابراهيم العبد ،**الإدارة المالية مدخل القيمة واتخاذ القرارات** ،الدار الجامعية ،الإسكندرية ،2006،ص ص267 -268.

3-**المنافسة** : إن المقدرة على خدمة الديون تتوقف على ربحية المنشأة وعلى حجم المبيعات .وعل هذا الأساس فإن إستقرار هوامش الربح له نفس أهمية إستقرار المبيعات ، ولاشك أن سهولة دخول شركات أخرى في الصناعة التي تنتمي إليها المنشأة وكذلك مقدرة هذه الشركات على التوسع في طاقاتها سيؤثران على هوامش الربح للمنشأة .

فالصناعة التي تتميز بمعدل نمو مرتفع يتوقع أن تكون هوامش ربحها كبيرة ،ولكن من ناحية أخرى ينتظر أن تضيق هوامش الربح هذه إذا كانت هذه الصناعة تندرج في مجموعة الصناعات التي يسهل على الشركات الجديدة أن تنضم إليها وبالتالي تشارك في سوقها .

4-**هيكل الأصول** : يؤثر هيكل الأصول على مصادر التمويل بصورة عديدة ،فالمنشأة التي تتميز بأن أصولها الثابتة تعيش لفترة طويلة ،وخاصة في حالة أن الطلب على منتجاتها مؤكد إلى حد كبير ،تستخدم القروض طويلة الأجل المكفولة بضمانات معينة بدرجة كبيرة (المثال على هذا النوع من المنشآت هو شركات المرافق العامة) .

ومن ناحية أخرى فأن الشركات التي تتكون أغلبية أصولها من ذمم ومخزون ،والتي تتوقف قيمتها على إستمرار تحقيق الشركة للأرباح ،تعتمد بصفة أساسية على القروض قصيرة الأجل و إن كانت تستخدم أيضا القروض طويلة الأجل ولكن بدرجة محدودة (والمثال على هذه الشركات هو المنشأت التي تعمل في تجارة الجملة والتجزئة).([1])

5-**اتجاهات رجال الإدارة** : إن اتجاهات رجال الإدارة التي لها تأثير مباشر على إختيار وسائل التمويل هي تلك المرتبطة بأحد أمرين : الأول التحكم والسيطرة على إدارة المنشأة ،والثاني : الخطر .

[1] -عبد الغفار حنفي ،رسمية زكي قرياقص ،**الإدارة المالية** ،الدار الجامعية ،الإسكندرية ،2002 ،ص ص 252-253 .

فالمنشآت الضخمة التي تتشتت فيها ملكية الأسهم العادية وتتوزع على عدد كبير جدا من المساهمين ستقوم عادة في حالة الحاجة إلى أموال إضافية بإصدار أسهم عادية حيث أن ذلك سيترتب عليه تأثير ضئيل على السيطرة الحالية على إدارة الشركة .

وبالإضافة إلى ذلك فإن رجال الإدارة الذين يسهرون على مصالح ملاك الشركة يحاولون عادة تجنب الملاك خطر استخدام قروض زائدة عن الحاجة وما يترتب على ذلك من خطر التوقف عن دفع التزاماتها الثابتة .

ومن ناحية أخرى ، فإن ملاك المنشأت الصغيرة يفضلون تجنب إصدار الأسهم العادية حتى يتسنى لهم السيطرة الكاملة على إدارة الشركة .

وبالإضافة إلى ذلك فإنهم عادة واثقون من مستقبل شركاتهم ويتوقعون مكاسب كبيرة من إستخدام الرفع المالي ،ولهذه الأسباب فإنهم دائما على إستعداد لزيادة نسب

الإقتراض ،وعلى كل فلا يمكن إعتبار ذلك قاعدة عامة تنطبق على جميع ملاك الشركات الصغيرة ،فقد يكون مالك الشركة الصغير أكثر تحفظا من إدارة الشركات الكبيرة ،وبالتالي لا يكون مستعدا لقبول درجة أكبر من الخطر بالحصول على قروض إضافية ،حيث أنه قد يقنع بما يملكه في الشركة وليس لديه دافع قوي لزيادة حجم أرباحه عما يحصل عليه حاليا .

6-اتجاهات القروض : بالإضافة إلى العوامل السابقة التي تقوم المنشأة بدراستها وتحليلها لتحديد درجة الرفع المالي ،فإن اتجاهات وأراء المقرضين تلعب دورا في غاية الأهمية في تحديد الهيكل المالي للمنشأة .

فيلاحظ في غالبية الأحوال أن الشركة تناقش هيكلها المالي مع المقرض المحتمل وتعطى وزنا كبيرا لرأيه ،وكثيرا ما يفرض المقرض الزيادة غير الطبيعية في نسب الإقراض لأن ذلك معناه تهديد مصالح في الشركة .

فالهيكل المالي إذا لا يتوقف على إتجاهات إدارة المنشأة أو ظروفها الداخلية ،لأن ظرفا خارجيا (وهو المقرض) يلعب دورا هاما في تحديد هذا الهيكل .([1])

الفرع الثاني :محددات الهيكل المالي الأمثل

يجب التخطيط للهيكل المالي للمشروع من وقت تأسيسه ،كما يجب تصميمه في البداية بمنتهى الحذر،وعلى إدارة المشروع أن توضح أهدافه حيث يمكن أن تتخذ القرارات المالية على ضوئها ،لذلك فإن قرار تكوين الهيكل المالي هو قرار مستمر .

1-مخاطر النشاط

تشير هذه المخاطر إلى درجة الخطورة المرتبطة بالعمليات التشغيلية للشركة إذا لم تستخدم التمويل بالاقتراض ،وكما زادت درجة مخاطر النشاط تطلب هذا تخفيض النسبة المثلى للتمويل بالدين .

2-الموقف الضريبي للشركة

أحد الأسباب الأساسية التي تدفع الشركة للتمويل من خلال القروض هو أن مدفوعات فوائد هذه القروض تعتبر من التكاليف الواجبة الخصم وصولا للدخل الخاضع للضريبة ،الأمر الذي يخفض من عبء الضرائب على الشركة ،غير أنه في بعض الأحيان قد يعفى دخل الشركة من الضرائب أو قد تمنح الشركة حوافز ضريبية تخفض من عبء الضريبة كإهتلاك المعجل ،أو السماح بترحيل الخسائر للأمام أو الخلف من وعاء الضريبة لعدة سنوات ،ويؤدي تمتع الشركة بالإعفاء الضريبي أو بالحوافز الضريبية إلى فقدان الاقتراض كمصدر للتمويل لأحد مزاياه الأساسية التي تنشأ في حالة ارتفاع الأعباء الضريبية .

[1]-عبد الغفار حنفي ،رسمية زكي قرياقص ،**أساسيات الاستثمار الرأسمالي وتقييم الأداء** ،الدار الجامعية ،2013 ،ص ص 188-189 .

3-المخاطر المالية

ترتبط المخاطر بقدرة الشركة على سداد التزاماتها ،و بداهتها كلما زادت المخاطر المالية التي تواجهها الشركة قل اعتماد على التمويل باستخدام الاقتراض .([1])

4-المرونة المالية أو التمويلية

تشير المرونة المالية إلى قدرة الشركة على تجميع وحشد الأموال بشروط معقولة في ظل الظروف المعاكسة ،ويدرك المدراء الماليون بالشركات الكبيرة أهمية وضرورة التمويل المستقر ضمانا لاستقرار عمليات الشركة ومن ثم نجاحها ،ويدرك المديرون الماليون أيضا صعوبة الحصول على تمويل في الأوقات التي تواجه فيها الشركة صعوبات تشغيلية ،حيث يفضل المقرضون في هذه الحالة إقراض الشركات التي تتميز بمتانة مراكزها المالية معبرا عنها بالميزانية العمومية الخاصة بها ،وتأسيسا على ذلك يمكن القول أن من احتياجات الشركة المتوقعة من التمويل والنتائج المترتبة على القصور في الموارد المالية المتاحة يؤثران بشكل كبير على الهيكل المالي الأمثل ،فمع بقاء العوامل الأخرى على حالها ،كلما زادت الاحتياجات المستقبلية من الأموال وتفاقمت حدة النتائج السلبية نتيجة للقصور في الأموال تزداد الحاجة بشكل أكبر لميزانية عمومية تعبر عن مركز مالي أكثر قوة .

5-درجة تحفظ أو جرأة الإدارة :

يتميز بعض المديرين بدرجة أعلى من المغامرة والجرأة مقارنة بغيرهم ،حيث يعمدون إلى استخدام الاقتراض بشكل مكثف في محاولة منهم لرفع أرباح الشركة ،ولا يؤثر هذا العامل على الهيكل المالي الفعلي ،ولكن يؤثر على الهيكل المالي الذي يستهدفه المدير المالي .

[1] -عاطف وليم أندراوس ،**التمويل والإدارة المالية للمؤسسات** ،دار الفكر الجامعي ،مصر ،2006 ،ص ص 402 -403 .

وتحدد النقاط الخمس السابقة بشكل كبير الهيكل المالي المستهدف ،غير أن الظروف التشغيلية يمكنها أن تؤدي إلى اختلاف بين الهيكل المالي الفعلي والهيكل المالي المخطط أو المستهدف ،فمثلا قد تقرر إحدى الشركات نسبة اقتراض مستهدف تبلغ 40% غير أنها قد تحقق خسائر كبيرة تجبرها على تخفيض أسهمها العادية ،الأمر الذي يؤدي إلى رفع نسبة الاقتراض على المستوى المستهدف . ([1])

6-مدى استقرار المبيعات :

تستطيع الشركة التي تتميز مبيعاتها بالاستقرار النسبي أن تعتمد وهي مطمئنة على التمويل من خلال القروض ،وتتحمل من ثم بتكلفة ثابتة أعلى من الشركات التي تتميز بعدم استقرار مبيعاتها ،وتأسيسا على ذلك فإن شركات المنافع العامة التي تتميز باستقرار الطلب على منتجاتها في غالبية الأحوال استخدام نسب عالية من الرفع المالي مقارنة بالشركات الصناعية .

-هيكل الصول :

تلجأ الشركة التي تتميز أصولها بتوفير عنصر الأمان للمقرض إلى استخدام الاقتراض بشكل كبير لتمويل أنشطتها ،وتتمثل الأصول ذات الاستخدامات العامة في العديد من الأنشطة ضمانا جيدا للقروض ،بينما لا تمثل الأصول ذات الاستخدامات الخاصة ضمانا جيدا للقروض ،وتأسيسا على ذلك تتميز شركات العقارات بنسب عالية من الرفع المالي ،فيما تتصف شركات الأبحاث التكنولوجيا بعكس هذا . ([2])

8-مقدرة التدفق النقدي للشركة :

يعتبر التحفظ أحد سمات الهيكل المالي المناسب ،ولكنه لا يعني عدم استخدام الشركة للقروض أو الاستخدام الضئيل لها ،إنما التحفظ يعني علاقته بالمصاريف الثابتة التي نشأت نتيجة استخدام القروض أو

[1] -عاطف وليم أندراوس ،المرجع نفسه ،ص ص 404-405 .

[2] -عاطف وليم أندراوس ،المرجع نفسه ،ص ص405-406.

الأسهم الممتازة ،وكذلك مقدرة الشركة على توفير أموال المقابلة تكاليفها الثابتة تحت أي ظروف معقولة ،وتتمثل التكاليف الثابتة لشركة في دفع فوائد القروض والأرباح الموزعة على حملة الأسهم الممتازة .

لذلك تتوفر التكاليف الثابتة على كل من مبلغ القروض والأسهم الممتازة وشروط

الدفع ، وتكون التكاليف الثابتة للشركة مرتفعة إذا ما استخدمت قرض كبير أو أسهم ممتازة لفترة استحقاق قصيرة الأجل ،لذلك يجب على الإدارة المالية للشركة حينما تفكر في الحصول على قرض إضافي لتحليل تدفقاتها النقدية المتوقعة في المستقبل لمواجهة المصاريف الثابتة ،فقد تواجه الشركة التي لا تكون قادرة على توفير أموال كافية لسداد التزاماتها الثابتة من خطر الإفلاس المالي ،والشركات التي تتوقع تدفقات نقدية كبيرة ومستقرة في المستقبل يمكنها أن تستخدم قروض بنسبة كبيرة في هيكلها المالي .

لذلك نجد أن النسب الهامة التي يجب فحصها عند التخطيط للهيكل المالي الأمثل ،هي نسبة صافي التدفقات النقدية الداخلية للمصارف الثابتة ،والتي يستدل منها على عدد مرات تغطية الالتزامات المالية الثابتة بواسطة صافي التدفقات التي تتولد في الشركة .

ولتحديد طاقة استيعاب المنشأة للقروض يجب فحص التدفقات النقدية الداخلية للمنشأة تحت ظروف معاكسة (مثل ظروف الكساد) ،ويتم القيام بهذا النوع من التحليل عن طريق إعداد بيانات افتراضية توضح الحالة المالية للشركة تحت هذه الظروف المعاكسة ، وبذلك يكون لدى الشركة صورة واضحة على مقدرتها لخدمة التزاماتها المالية الثابتة في ظل هذه الظروف ،وبناء عليه تقرر مبلغ القرض المناسب الذي تضعه في هيكلها المالي ،ومن هذا التحليل نخلص إلى أنه لا يوجد مخاطرة إذا كان معدل القروض إلى أموال الملكية ترتفع طالما أن الشركة لديها المقدرة على توليد تدفقات نقدية كافية في المستقبل لسداد التزاماتها المالية الثابتة .([1])

[1] –سمير محمد عبد العزيز ،**التمويل وإصلاح خلل الهيكل المالي** ،مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية ،مصر ،1997، ص 320 .

9–حجم الشركة Size of the company

يؤثر حجم الشركة بصورة كبيرة على إمكانية إتاحة الأموال من المصادر المختلفة ،فالشركة الصغيرة قد تجد صعوبات كبيرة في الحصول على القروض طويلة الأجل وحتى إذا تمكنت من ذلك فسوف تتحمل سعر فائدة مرتفع وتقبل بشروط غير ملائمة .

ونتيجة لذلك ستؤدي الشروط المقيد في اتفاقية القروض في حالة الشركة الصغيرة إلى جعل هيكلها المالي غير مرن ،وكذلك لن تستطيع إدارة المشروعات العمل بحرية وبدون تدخل خارجي ،لذلك يجب أن تعتمد الشركات الصغيرة على أسهم رأس المال والفائض المحجوز لديها كمصادر التمويل في المدى الطويل ،ولكن تكلفة إصدار الأسهم تكون أكبر في حالة الشركة الصغيرة عن الكبيرة ،بل الأكثر من ذلك فإن الالتحاق بصفة متكررة لإصدار أسهم عادية للحصول على الأموال يحمل في طياته خطر كبير يتمثل في فقد الرقابة ،ويظهر ذلك بصورة واضحة في الشركات الصغيرة على الشركات الكبيرة ونستخلص من ذلك أنه يجب على الشركة أن تنتفع بأفضل استخدام لحجمها عند تخطيط الهيكل المالي ،إلا أنه يمكن القول بصفة عامة بأن الشركات الكبيرة لديها مرونة أكبر في تكوين هيكلها المالي ،حيث تستطيع الحصول على قروض بشروط ميسرة وإصدار أسهم عادية وممتازة وسندات ،وبسبب كبر حجم الإصدار تصبح تكلفة أي مصدر مالي في هذه الشركات الكبيرة أقل من الشركات صغيرة الحجم ،وفي نفس الوقت يكون خطر فقدان السيطرة والرقابة أقل كذلك .([1])

10–تكلفة الأموال :

إن قرار الشركة بالاستثمار يتوقف على تحليل التدفقات النقدية المخصومة ،ويقتضي هذا المنهج من التحليل تحديد قيمة التدفقات النقدية ثم تحديد سعر الخصم المناسب لخصم هذه التدفقات ،ويطلق على سعر الخصم

[1] –سمير محمد عبد العزيز ،المرجع نفسه ، ص ص320_321 .

المستخدم هنا تكلفة الأموال ،وبالرغم من أن استخدام مفهومه تكلفة الأموال في تقييم الاقتراحات الاستثمارية يعد أكثر استخداماتها أهمية ،إلا أنه يمكن استخدامها في مجالات أخرى منها :

1/يمكن استخدام مفهوم تكلفة الأموال في قرارات الاختيار بين التمويل بالاقتراض أو التمويل بإصدار أسهم عادية .

2/يستخدم مفهوم تكلفة الأموال في تنظيم شركات المنافع العامة (الكهرباء والغاز ،الاتصالات)،حيث غالبا ما تتمتع هذه الشركات بظاهرة الاحتكار الطبيعي .

وبصرف مفهوم هذه الظاهرة إلى الوضع الذي تستطيع فيه الشركة أن تقدم خدماتها بتكلفة متوسطة أقل من مستوى التكلفة المتوسطة المحققة فيما لو تم توفير الخدمات عن طريق شركتين أو أكثر ،لذلك تقوم الهيئات المنظمة والمعنية بصناعة المنافع بالأتي :

1-تحديد تكلفة الأموال التي تتحملها هذه الشركات من مصادر تمويلها .

2-تصميم وتحديد معدلات خصم (تكلفة أموال)،لخصم تدفقات الشركة بما يسمح لها فقط بتغطية تكلفة أموالها الحقيقية بزيادة أو نقصان .([1])

[1] -عاطف وليم أندراوس ، المرجع السابق، ص ص 405-406 .

المبحث الثاني :الإطار المفاهيمي لرافعة المالية وتكلفة التمويل

للهيكل المالي عدة عوامل مؤثرة من بينها الرافعة المالية وتكلفة التمويل وهذا ما سوف نتطرق وهذا ما سوف نتطرق إليه في هذا المبحث .

المطلب الأول : ماهية الرافعة المالية

تتأثر أرباح المؤسسة بالزيادة أو النقصان وفق الطريقة التي يتم فيها تكوين الهيكل المالي ،حيث تزداد الأرباح بزيادة الإعتماد على القروض في ظروف اقتصادية مزدهرة في السوق ،حيث يمكن للمؤسسة استخدام نوع أو أكثر من ما يسمى بالرافعة المالية للخروج من أزمتها المالية والتخلص من خطر التصفية .

الفرع الأول : تعريف الرافعة المالية

لرافعة المالية عدة تعاريف نذكر منها :

- " إذا كانت الرافعة التشغيلية ترتبط بهيكل تكاليف الوحدة الاقتصادية فإن الرافعة المالية ترتبط بهيكل التمويل (Financing Structure) والرافعة المالية تعني (شراء الأصول من الأموال المقترضة أو من إصدار أسهم ممتازة) ،وهو يعني محاولة الوحدة استثمار رأس المال المقترض بما يحقق عائد أكبر من تكلفة الإقراض " .([1])

[1] –منير شاكر ،إسماعيل إسماعيل وعبد الناصر نور ،**التحليل المالي مدخل صناعة القرارات** ،الطبعة الثانية ،دار وائل للنشر ،عمان ،2005 ،ص255 .

– " هي نسبة ما موجود من الديون ضمن هيكل تمويل الشركة إلى إجمالي الأصول يطلق مصطلح الرفع المالي على أي إقراض أو استخدام لأدوات مالية ينتج عنه تضخم في أثر الأرباح أو الخسائر على المستثمر ،وفي الغالب يستخدم لوصف نسبة الاستدانة إلى حقوق الملكية في شركات " .([1])

–"يقصد بالرفع المالي الاستعانة بأموال الآخرين لتحقيق أرباح إضافية يستفيد منها ملاك الشركة ،لذا فهو يعتمد على الاقتراض لتمويل عمليات الشركة بغية تحقيق عائد يترتب عليه زيادة أرباح الملاك ،إذ أن الرفع المالي يتحقق منه عائد وقد يكون أكبر من تكلفة الاقتراض أو مساويا له أو أقل منه وهو ما يميز حالات الرفع المالي الأساسية وهي :

1-**الرفع المالي الجيد** : هو الحالة التي يتحقق فيها عائد من أموال الاقتراض (الغير) أكبر من تكلفة الاقتراض ،مما يترتب عليه ارتفاع العائد للملاك وزيادة نسبة العائد على الملكية .

2-**الرفع المالي المتوسط** : عندما يتحقق عائد من أموال الاقتراض (الغير) مساويا لتكلفة الاقتراض ،مما يترتب عليه عدم إحداث أي تغير في العائد على الملاك وبقاء نسبة العائد على الملكية كما هي دون تغير " .([2])

– " هو اعتماد المنشأة على الاقتراض من المؤسسات المالية والمصرفية في سد احتياجاتها المالية ،وبالتالي تكون التكاليف الثابتة لديها في هذه الحالة هي الفوائد المدينة أو المدفوعة ،أما إذا كانت الشركة تطرح أسهمها ممتازة

[1] –محمد جاسم محمد ،(**علاقة نسبية الرفع المالي وWACC في مؤشرات سوق الأوراق المالية**) ،مجلة العلوم الاقتصادية ،جامعة البصرة كلية الإدارة والاقتصاد ،العراق ،العدد السابع وثلاثون ،تشرين الثاني 2014 ، ص 157 .

[2] –محسن بداح السبيعي ،المرجع السابق ،ص ص 14-15 .

لسد هذه الاحتياجات فإن التكاليف الثابتة هنا ،هي إرباح الأسهم الممتازة التي ستقوم الشركة بدفعها إلى المساهمين الممتازين ،وذلك لأن الأسهم الممتازة تتمتع بأرباح مضمونة ومحددة " .([1])

– " هي استخدام أموال الغير بتكاليف ثابتة وقد تكون أموال الغير هي القروض أو الأسهم الممتازة حيث أن كلاهما له تكلفة ثابتة ويجب على المنشأة الالتزام بدفعها ،أي أن الرفع المالي مرتبط بهيكل تمويل المنشأة فكلما أزداد اعتماد المنشأة على المصادر الخارجية للتمويل تزداد درجة الرفع المالي ،ويصبح الرفع المالي فعالا إذا استطاعت المنشأة استثمار الأموال المقترضة بمعدل عائد يزيد تكلفة الأموال المقترضة " .([2])

–" هي استعمال أموال الغير بتكاليف ثابتة لسد احتياجات الشركة من الأموال ،ونوع التكاليف الثابتة يعتمد على نوع أموال الغير المستعملة فإن كانت أموال الغير أموال اقتراض كانت الفوائد المدينة هي التكاليف الثابتة المقصودة وإن كانت أموال الغير آتية عن بيع أسهم ممتازة فالتكاليف الثابتة هي أرباح الأسهم قبل الضرائب وقد اعتبرت أرباح الأسهم الممتازة قبل الضرائب تكاليف ثابتة لأن هذه الأرباح محددة بشكل قطعي ودائمي في عقد اصدرا هذه الأسهم فمهما كانت أرباح الشركة فإن أرباح هذه الأسهم الممتازة تظل ثابتة كنسبة مئوية محددة من قيمتها الاسمية " .([3])

– ومن خلال التعاريف السابقة يمكن أن نضع تعريف للرافعة المالية بأنها : استخدام أموال الغير لتمويل مما يؤدي إلى تعظيم معدل العائد على الملكية وهذا في هيكل التمويل .

الفرع الثاني : مزايا وسلبيات الرفع المالي

أولا : مزايا الرفع المالي

[1] –أحمد الجعيري ،عاطف الأخرس وإيمان الهنيني ،**الإدارة والتحليل المالي** ،دار البركة للنشر وتوزيع ،عمان ،2007 ، ص286 .

[2] –عبد الحليم كراجة ،علي ربابعة،ياسر السكران ،موسى مطر وتوفيق عبد الرحيم يوسف،**الإدارة والتحليل المالي** ،الطبعة الثانية ،دار صفاء للنشر وتوزيع ، عمان ،2006 ،ص 251 .

[3] –زياد رمضان ،**الإدارة المالية في الشركات المساهمة** ،الطبعة الأولى ،دار الصفاء للنشر وتوزيع ،عمان ،1998 ،ص 145 .

تتمثل مزايا الرفع المالي فيما يلي : ([1])

1-تحسين العائد على حقوق المساهمين نتيجة الفرق بين كلفة الاقتراض ومردود الاستثمار .

2-المحافظة على السيطرة في المؤسسة لأن الدائنين لا صوت لهم في الإدارة .

3-عدم مشاركة الآخرين في الأرباح المحققة (عدا ما يدفع على شكل فوائد للمقرضين).

4-الاستفادة من ميزة كون الفوائد قابلة للتنزيل من الضريبة .

5-في فترات التضخم يتم اقتراض أموال ذات قوة شرائية عالية وإعادتها بأموال ذات قوة شرائية أقل .

6-الاقتراض بحكمه يمكن المؤسسة من بناء سمعة في الأسواق المالية،وهذا أمر هي بحاجة إليه دائما خاصة عندما تحتاج إلى مزيد من الاقتراض .

ثانيا : سلبيات الرافعة المالية

تتمثل سلبيات الرافعة المالية فيما يلي :([2])

1-انخفاض العائد على حقوق المساهمين نتيجة لكون مردود الاستثمار أقل من كلفة الاقتراض .

2-احتمال تدخل الدائنين وسيطرتهم على المؤسسة .

3-في فترات انخفاض التضخم يتم الوفاء بأموال قوتها الشرائية أفضل من القوة الشرائية للأموال المقترضة .

4-قد يؤدي التأخر في الوفاء إلى إيذاء سمعة المؤسسة الائتمانية والحد من قدرتها على الاقتراض .

[1] -مفلح عقل ،**مقدمة في الإدارة المالية** ،الطبعة الأولى ،مكتبة المجتمع العربي للنشر وتوزيع ،عمان ،2009 ، ص 369 .

[2] -مفلح عقل،المرجع نفسه ،ص 396 .

الفرع الثالث : مخاطر الرفع المالي والآثار المترتبة على استعمالها

أولا : مخاطر الرفع المالي

يقصد بالرفع المالي مدى نسبة التكاليف الثابتة كفوائد الديون إلى التكاليف الكلية .

فإذا كانت درجة الرفع المالي في شركة ما مرتفعة فإن أي انخفاض بسيط في إيرادات الشركة يؤدي إلى انخفاض أكبر في صافي أرباحها .

وهناك الكثير من الشركات التي تعتمد إلى درجة كبيرة على الاقتراض لتمويل عملياتها وأنشطتها ، ومن المفترض أن يكون العائد على استثمار هذه الأموال أعلى من الفوائد التي تقوم الشركة بدفعها على الأموال المقترضة .

ويمكن استخدام عدة نسب كمؤشرات لدرجة الرفع المالي أهمها نسبة الاقتراض إلى حقوق الملكية ،حيث يفضل المقرضون أن تكون هذه النسبة مقبولة وذلك لأن ارتفاعها قد يؤدي إلى مخاطر عدم دفع أموالهم عند تصفية الشركة في حالة تحقيق خسائر جسيمة .

إن ارتفاع نسبة الاقتراض إلى حقوق الملكية يؤدي إلى ارتفاع الفوائد المدفوعة على الأموال المقترضة وبالتالي إلى زيادة التكاليف الثابتة ،وكذلك فإن زيادة التكاليف الثابتة تزيد من نقطة التعادل المطلوبة مما يزيد من مخاطر وقوع خسائر الشركة عند حصول أي انخفاض في المبيعات .

هذا ويمكن النظر إلى درجة الرفع المالي على أنها النسبة المئوية للغير في الإيرادات والمرتبطة بنسبة تغير الإيرادات قبل الفائدة والضريبة .([1])

ومن هذه الزاوية فإنه يتم حساب درجة الرفع المالي باستخدام المعادلة التالية : ([1])

[1] –حسني علي خريوش ،عبد المعطي رضا أرشيد ،**أدارة المحافظ الاستثمارية** ،دار زهران للنشر وتوزيع ،عمان ،2012 ، ص 126 .

$$\Delta FL = \%\Delta EPs/\%\Delta EBIT$$

$$\Delta EPs = EPs1 - Eps2$$

$$\Delta EBIT = EBIT1 - EBIT2$$

حيث أن :

ΔFL : درجة الرفع المالي .

ΔEPs : نسبة التغير في حصة السهم الواحد من الأرباح .

EPS: حصة السهم الواحد من الأرباح لسنة .

ΔEBIT : نسبة التغير في صافي الربح قبل الفائدة والضريبة .

EBIT : صافي الربح قبل الفائدة والضريبة .

تحدث مخاطر الرافعة المالية نتيجة لاستخدام الشركة لأموال ذات أعباء ثابتة (القروض ،السندات ،والأسهم الممتازة) ويؤدي استخدام الرفع المالي أحيانا إلى تعرض الشركة للمخاطر أذان زيادته عن الحد المعقول قد يؤدي إلى ارتفاع معدلات الفائدة على القروض التي يطلبها الشركة من المقترضين مما قد يعرض الشركة إلى مخاطر ينشأ عنها احتمالات الإفلاس أو التصفية القانونية .

ثانيا : الآثار المترتبة على استعمال الرفع المالي

تتمثل الآثار المترتبة على استعمال الرفع المالي فيما يلي :([2])

[1] –مؤيد عبد الرحمان الدوري ،**أدارة الاستثمار والمحافظ الاستثمارية** ،الطبعة الأولى ،إثراء للنشر وتوزيع ، الأردن ،2010 ،ص 209 .

[2] –مفلح محمد عقل ،**مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي** ،الطبعة الأولى ،مكتبة المجتمع العربي ،للنشر وتوزيع ،عمان ،2006 ،ص ص 412-411 .

1-أن الرفع المالي يعظم الأرباح والخسائر إلى المساهمين وذلك حسب الأوضاع الاقتصادية ،فإذا كان الاقتصاد في حالة رواج ومبيعات المؤسسات في ارتفاع ،فإن التمويل بالدين يعظم الربح ،أما إذا كان الاقتصاد في حالة كساد ومبيعات الشركة في حالة تراجع فإن التمويل بالدين يعظم الخسارة .

2-أن الرفع التمويلي يزيد الخطر التمويلي الذي يواجه الشركة وذلك لما يرتبه الرفع التمويلي من أعباء خدمة الدين على شكل تسديد لأقساط هذا الدين والفوائد المترتبة عليه .

3-أن هياكل التمويل المختلفة هي اقتراحات تبادل ما بين العائد والخطر حيث أن نسبة المديونية الأعلى تعني عائدا متوقعا أكبر وخطرا أكبر أيضا ،واختيار نسب المديونية الأنسب يعتمد على علاقة التفضيل ما بين المخاطر والمردود.

المطلب الثاني : ماهية تكلفة التمويل

يعتبر موضوع تكلفة التمويل من الموضوعات الهامة والرئيسية في مجال الإدارة المالية نظرا لدورها في اختيار المزيج التمويلي الملائم للمؤسسة الاقتصادية كما أن تحديدها ليس من السهل وذلك لتنويع مصادر التمويل وهذا التنويع يؤدي إلى اختلاف تكلفة كل مصدر منها ،ولهذا يجب على مسؤول الإدارة المالية أن يعمل على اختيار مصادر التمويل الأقل تكلفة .

الفرع الأول : تعريف وأهمية حساب تكلفة التمويل

سنتطرق في هذا المطلب إلى تعريف وأهمية حساب تكلفة التمويل

أولا : تعريف تكلفة التمويل

يمكن تعريف تكلفة التمويل بأنها :

– " الحد الأدنى لمعدل العائد الذي ينبغي تحقيقه على الاستثمارات المقترحة ،وعند تحقيق عائد يقل عن هذا المعدل فإن الموقف المالي لأصحاب الشركة سيصبح أسوء مما كان عليه من قبل ،مع انخفاض إجمالي القيمة السوقية للأوراق المالية الخاصة بالشركة. بينما يؤدي تحقيق معدل العائد أكبر من هذا الحد الأدنى (تكلفة الأموال)إلى تحسين الحالة المالية لأصحاب الشركة مع ارتفاع القيمة السوقية لأوراقهم المالية .([1])

– " هي الحد الأدنى للمعدل الذي ينبغي تحقيقه على الاستثمارات الرأسمالية المقترحة " .([2])

– "هي بأنها مجموع تكاليف مصادر تمويل المنشأة التي تستخدمها في تمويل مشترياتها وإدارتها للموجودات ،وهي العائد الذي يجب أن تحققه المنشأة من أجل الوفاء بمعدلات العائد المطلوب من قبل المساهمين في المنشأة أخذا في الاعتبار التزاما الإطراف الأخرى كالدائنين ونفقات إدارة الأسهم والسندات " .([3])

–مما سبق نستنتج أن تكلفة التمويل : هي الحد الأدنى من العائد الذي يجب تحقيقه من الاستثمارات ومجموع تكلفة مصادر التمويل وما تدفعه المنشأة مقابل الحصول على الأموال ،وتعرف على أنها كل ما تدفعه المنشأة نظيرة حصولها على المال الذي تستخدمه في استثماراتها وتحقيق أعلى عائد منه لتغطية تكلفة التمويل وزيادة الربحية .

ثانيا : أهمية حساب تكلفة التمويل

تتمثل أهمية حساب تكلفة التمويل فيما يلي : ([4])

[1] –أحمد عبد اللحلح ،جمال الدين المرسي ،**الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرارات** ،الدار الجامعية ،القاهرة ،2016، ص ،262 .

[2] –عبد الغفار حنفي وأخرون ،المرجع السابق ، ص 193 .

[3]– إبراهيم يعقوب إسماعيل ،هلال يوسف صالح ،**إمكانية تطبيق نماذج القيمة العادلة في قياس القيمة الحقيقية للأسهم العادية** ، (مجلة العلوم الاقتصادية)،كلية الدراسات التجارية ،السودان ، 2016 ،ص 15 .

[4] –حمزة الشمخي ،إبراهيم الجزراوي ،**الإدارة المالية الحديثة منهج علمي تحليلي في اتخاذ القرارات** ،الطبعة الأولى ،دار الصفاء للطابعة والنشر والتوزيع ،عمان ،1998،ص ص 364-365 .

1- أن حساب تكلفة التمويل لكل عنصر من عناصر التمويل سوف يساعد الإدارة المالية في اتخاذ القرار المتعلق باختيار انسب تلك المصادر من ناحية التكلفة .

2- يستخدم تكلفة التمويل كمعيار في المفاضلة بين المشروعات الاستثمارية الممكن أن تستخدم فيها الأموال .

3-يفيد حساب تكلفة التمويل في تقييم المشروعات التي ستستخدم فيها الأموال ،فإذا تبين أن تكلفة التمويل تزيد على العائد المتوقع أصبحت هذه المشروعات عبء على إدارة المنشأة ويمكن إذا حسبت التكلفة وقدر عائدها بدقة مقدما أن تتفادى إدارة المنشأة الدخول في هذه المشروعات غير المجزية .

4-يفيد حساب تكلفة التمويل في المفاضلة بين المشروعات الصناعية ذاتها وتحديد مدلولاتها .

5-أن العديد من القرارات المالية ،من ضمنها تلك المرتبطة بإيجاد leasing وإعادة تحويل السندات bonds refundin،سياسة رأس المال التي تستلزم حساب دقيق لتكلفة التمويل .

6-أن تعظيم قيمة المنشأة (لهدف استراتيجي للإدارة المالية) يستلزم أن تكون تكلفة جميع العناصر التي تشكل مدخلات المنشأة من ضمنها الأموال ،بحدودها الدنيا ،ولذلك ولغرض تخفيض تكلفة التمويل فأن المشروع يستوجب حسابها .

الفرع الثاني : العوامل المؤثرة في تكلفة التمويل

تتأثر تكلفة الأموال بعدد من العوامل ،بعضها يخرج عن نطاق سيطرة الشركة ،فيما يقع البعض الأخر تحت سيطرة الشركة ويتأثر بسياستها .([1])

[1] -عبد الرزاق الرحاحلة ،زاهد محمد ديري ،**إدارة الأعمال الدولية** ،الطبعة الأولى ،مكتبة المجتمع العربي للنشر وتوزيع ،عمان ،2010 ،ص ص 310-308 .

لتكلفة التمويل عدة عوامل نذكر منها ما يلي :

أولا : العوامل التي لا تخضع لسيطرة الشركة

أ–مستوى أسعار الفائدة :

إذا كانت أسعار السائدة في الاقتصاد الوطني تتجه للارتفاع فإن تكلفة التمويل تزيد لأن الشركة ستكون مضطرة لدفع معدلات فائدة أعلى للمقرضين وحملة السندات ، ولا يقتصر تأثير ارتفاع أسعار الفائدة على القروض والسندات فقط بل يؤدي إلى رفع تكلفة كل من الأسهم الممتازة والأسهم العادية وذلك طبقا لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية ،فمثلا أدى انخفاض معدلات الفائدة في بداية تسعينات القرن الماضي في الولايات المتحدة إلى تخفيض تكلفة الأموال لجميع الشركات ،الأمر الذي أدى إلى زيادة الاستثمارات ،ولا شك أن انخفاض تكلفة الأموال يؤدي إلى انخفاض التكلفة الكلية لمنتجات الشركة بشكل قد يعطيها ميزة تنافسية في مواجهة الشركات الأجنبية .

ب–معدلات الضرائب :

تتحدد أسعار الضرائب بموجب التشريعات الضريبة ، وبالتالي فهي تخرج عن نطاق سيطرة الشركة ،وتؤثر أسعار الضرائب على تكلفة الأموال ومن ثم على التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال ،فهي تؤخذ في الاعتبار عند احتساب تكلفة الاقتراض ،كما أن مستوى الضرائب يؤثر بطريقة أخرى على تكلفة الأموال ،فإذا قررت الحكومة مثلا تحديد معدلات منخفضة للضرائب على الأرباح الرأسمالية عن المعدلات المقررة على الربح الدوري ،فإن هذا يعطي أفضلية للتمويل بالأسهم العادية ،حيث يؤدي ذلك الإجراء إلى تخفيض تكلفة الأسهم بالمقارنة بتكلفة الإقراض ،الأمر الذي ينعكس على الهيكل المالي المستهدف للشركة ،حيث تتجه الشركات نحو مزيد من التمويل باستخدام الأسهم العادية والأرباح المحتجزة في مواجهة التمويل بالاقتراض .

ثانيا : العوامل التي تخضع لسيطرة الشركة

تتعدد العوامل التي تخضع لسيطرة الشركة وتؤثر على الهيكل المالي للشركة فيما يلي :

أ-سياسة الشركة بشأن الهيكل المالي :

افترضنا حتى الآن أن للشركة هيكل مالي مستهدف وأنها استخدمت أوزان مكونات وعناصر هذه الهياكل لتحديد التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال ،غير أنه يمكن للشركة أن تغير من هيكلها المالي بشكل يغير أيضا من تكلفة التمويل ،وكما سلف الذكر فأن تكلفة الاقتراض بعد الضريبة تكون أقل من تكلفة التمويل باستخدام حقوق الملكية ،فإذا قررت الشركة استخدام المزيد من القروض والأقل من الأسهم العادية ،فإن هذا يغير من الأوزان النسبية لمصادر التمويل داخل الهيكل التمويلي بشكل يخفض من التكلفة المتوسطة المرجحة للهيكل المالي ،بيد أن الزيادة في الاعتماد على القروض في موجهة تناقض الاعتماد على حقوق الملكية يؤدي إلى ارتفاع درجة الخطر المرتبطة بالهيكل المالي بشكل يؤدي إلى ارتفاع تكلفة التمويل مرة أخرى ، وقد تلغى الزيادة في التكلفة الناتجة عن ارتفاع درجة الخطر والخفض في التكلفة الناجم عن تزايد الاعتماد على الاقتراض أو على الأقل تحد منها .

ب-سياسة التوزيعات :

تمثل الأرباح المحتجزة الرصيد المتراكم للأرباح التي لم يتم توزيعها على المساهمين ،وتبعا لذلك فعند مستوى معين من الأرباح المحققة فأن ارتفاع نسبة الأرباح الموزعة يؤدي إلى انخفاض نسبة الأرباح المحتجزة بشكل قد يعرض الشركة لنقطة الانكسار حيث لا تكفي الأرباح المحتجزة لتمويل احتياجات الشركة من الموارد الإضافية اللازمة لتنفيذ الاستثمارات الجديدة ،الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع تكلفة التمويل ،فإذا كانت الموازنة الرأسمالية للشركة من نوع الذي يتطلب الحصول على تمويل إضافي بعد نقطة الانكسار ،فإن الشركة قد تقرر تخفيض

نسبة الأرباح الموزعة وزيادة نسبة الأرباح المحتجزة بشكل يسمح بتمويل أي استثمارات إضافية منها في حدود النسب الواردة بالهيكل المستهدف ، ومن شأن هذا الإجراء أن يجنب الشركة زيادة تكلفة الأموال بشكل كبير غير أن تخفيض نسبة الأرباح الموزعة قد تسبب من ناحية أخرى زيادة تكلفة التمويل بشكل قد يؤثر على فاعلية الخفض الناجم عن الإجراء السابق .

ج-**السياسة الاستثمارية للشركة :**

عند تقدير تكلفة الأموال يتم استخدام معدلات العائد المطلوب على الأرصدة الحالية للأسهم والسندات كنقطة بدء للتقدير ،وتعكس هذه المعدلات درجة الخطر المرتبطة بأصول الشركة الحالية ،وتبعا لذلك يتعين أن نفترض بشكل ضمني أن الأموال الإضافية الجديدة سيتم استثمارها في أصول مماثلة للأصول الحالية وبنفس درجة الخطر المصاحبة لها ،وقد يبدو هذا الاقتراض صحيحا طالما أن الشركة تستثمر في نفس نوع الأصول الحالية ،غير أن هذا الاقتراض يسقط إذا غيرت الشركة من سياستها الاستثمارية واتجهت للاستثمار في أصول مغايرة للأصول الحالية ،فإذا افترضنا أن إحدى الشركات قررت الاستثمار في خط إنتاجي جديد ،فأن التكلفة الحدية للأموال تعكس فقط درجة خطورة النشاط الجديد وليس الأنشطة القديمة للشركة ،وتأسيسا على ذلك فإن تغيير السياسة الاستثمارية للشركة ينعكس على تكلفة الاستثمار نتيجة لتباين مستويات الخطر بين الأنواع المختلفة للاستثمار

الفرع الثالث :التحديات الخاصة بتقدير تكلفة التمويل

هناك عدة تحديات خاصة بتقدير تكلفة التمويل نذكر منها :([1])

أولا : التحدي الخاص بالتنبؤ بتكلفة كل مصدر من مصادر التمويل :

[1] -فؤاد أبو إسماعيل ،المرجع السابق،ص ص229-233 .

عموما أمام الشركة ثلاث مصادر رئيسية للحصول على التمويل وعليها أن تفاضل بينها ،وتختار ما يتوقف مع ظروفها الخاصة وظروف سوق المال وهذه المصادر هي :

أ-**حقوق الملاك أو المساهمين بالشركة** :والتي تتمثل فيما دفعه كل مساهم من نقدية لشراء الأسهم العادية عند إصدارها ،ويضاف إليها الأرباح المحتجزة التي تعتبر حقا أصيلا للمساهم ولكنه تنازل عن جزء منها وربما كلها لكي تعيد الشركة استثمارها في مشروعاتها الجديدة ،أو في تسديد جزء من ديونها ،وربما لكي لا يدفع مالك السهم العادي ضرائب على دخله من توزيعات الأرباح التي توزع على الأسهم العادية .

ب-الأسهم الممتازة : وهي عندما تصدر يتم الاتفاق على توزيع نسبة ثابتة كالعائد على حملة السهم سنويا .

ج-القروض : بأنواعها المختلفة سواء كانت قروض طويلة أو قصيرة الأجل ،وسواء كانت برهن أم بغير رهن .-والتحديات التي تواجه الإدارة في هذه الحالة هي كالأتي :

1-بالنسبة لتقدير تكلفة الحصول على الأموال من خلال طرح أسهم جديدة ،أو من خلال احتجاز نسبة أكبر التي الأرباح لكي تدخل ضمن مصادر التمويل ،نجد أن التحدي الرئيس هنا هو تحديد النسبة التي يتوقع المشتري للسهم الحصول عليها في شكل توزيعات أرباح مستقبلية حتى يقبل على شراء الأسهم الآن حيث أن تقديرها يتوقف على عناصر كثيرة لا تخضع لسيطرة إدارة الشركة .

2-بالنسبة للأسهم الممتازة يطبق عليها ما سبق شرحه بالنسبة للحصول على الأموال من خلال طرح الأسهم العادية مع اختلاف بسيط هو أن حامل السهم الممتاز يواجه درجة أقل من المخاطر في حالة تعرض الشركة للإفلاس ،حيث أنه يأتي في المرتبة الثانية في استيفاء قيمة أسهمه من بيع أصول الشركة المفلسة بعد حامل السند أو أوراق الديون ، كما أنه يحصل على نسبة ثابتة من عائد الأرباح سنويا تحدد مسبقا عند طرح السهم

الممتاز للاكتتاب ، عموما هذا التحدي هو الأخر يحتاج لتحليل الظروف المستقبلية الاقتصادية و السياسية وغيرهما و انعكاساتها على حجم النقود المتاحة لدى المستثمرين سواء كانوا أفراد أو منظمات مثل بنوك الاستثمار والصناديق الاستثمار وغيرها .

3-بالنسبة للحصول على الأموال من خلال القروض فإنها هي الأخرى تكتنفها الكثير من الصعاب بالنسبة للتنبؤ بسعر الفائدة الذي يطلبه مقدم القرض حيث يتوقف ذلك على قرار البنك المركزي ،وعلى ظروف العرض والطلب على النقود .

-كما أن التمويل باستخدام القروض يتأثر بالارتفاع أو الانخفاض في معدلات ضريبة الدخل التي تحددها وزارة المالية ،وبالتالي يصعب التنبؤ بما إذا كانت وزارة المالية سترفع سعر الضريبة أو ستقوم بتخفيضها في السنوات القادمة حتى يتم استخدام ذلك في المفاضلة بين التمويل بالأسهم العادية أم الممتازة أم القروض ،ولذا يجب توضيح أنه في حالة تساوي كافة المتغيرات الأخرى فإن الشركة قد تفضل تمويل باستخدام القروض لأن الفائدة على القرض تضخم من الوعاء الضريبي وبالتالي تسمح بدفع ضرائب أقل.

ثانيا : التحدي الخاص بتحديد هيكل التمويل :

المقصود بهيكل التمويل نسبة كل مصدر من مصادر التمويل إلى إجمالي المصادر الأخرى ،إن التشكيلة المستخدمة في تمويل أصول الشركة ،ونسبة حقوق الملاك إلى الديون تؤثر بالطبع على تكلفة التمويل لأن كل مصدر منها له تكلفة خاصة به ، والتحدي هنا هو التوصل لهيكل التمويل الأمثل الذي عنده تنخفض تكلفة التمويل الإجمالية باستخدام القروض مع رأس المال المملوك إلى أقل حد ممكن .

ثالثا : التحدي الخاص بتحديد تكلفة التمويل :

أن تكلفة التمويل تعتبر مناسبة أو غير مناسبة في ضوء ما إذا كانت ستوجه للاستثمار في مشروع يعطي عائدا أعلى من تكلفة التمويل ،أم أن الإدارة المالية ستهتم فقط بالحصول على التمويل بتكلفة أقل ولكنها تستثمرها في مشروعات عالية المخاطر وتعطي عائدا أقل مما كان متوقعا عند اقتراض الأموال ،أو زيادة رأس المال من خلال طرح أسهم جديدة .

إن التحدي هنا هو أن الحصول على الأموال بتكلفة منخفضة لا يكفي وحده لتعظيم ثروة الملاك للشركة إذا لم يصاحب ذلك اتخاذ القرارات الاستثمارية في المشروعات المناسبة .

رابعا : التحدي الخاص بالربط بين تكلفة التمويل والعائد المتوقع:

هناك تحدي أخر يتمثل في أن الربط بين تكلفة التمويل والعائد المتوقع الحصول عليه من استثمارات الأموال المقترضة ،أو تلك التي يتم الحصول عليها من خلال طرح الأسهم العادية يتوقف في الأساس على تقدير حجم التدفقات النقدية المتوقعة من وراء المشروع ،وهنا نجد أن هناك عدة مخاطر قد تواجه الشركة تتمثل أولا في أن حجم الطلب المتوقع على منتجات المشروع الجديد قد لا يتحقق ولا يكون باستطاعة الشركة إلا أن تحقق مستوى أقل من المبيعات المتوقعة ،مما يعني أن حجم التدفقات النقدية سيكون أقل ،وبالتالي تنشأ المخاطر . ومن هو الذي يستطيع أن يضمن تحقيق رقم المبيعات المستهدفة حتى مع استخدام المعادلات الإحصائية وبحوث التسويق في التنبؤ بالطلب على المنتج ؟

المخاطر هنا متعددة من بينها أن أذواق المستهلكين قد تتغير ،أو قد يظهر منافسون أقوى من الشركة بالسوق المحلي أو الأجنبي .

المبحث الثالث : تقييم الأداء المالي

من أهم الأهداف التي ترجو المؤسسة أن تحققها بواسطة الأنشطة التي تقوم بها ، فهما كان متاحا للمؤسسة من موارد مختلفة أنواعها لا يمكن لها استغلالها الا عن طريق إدارة رشيدة ومتطورة وجيدة، فلا يمكن لهذه الأخيرة معرفة ما حققتا من نتائج وما ضاع عنها من فرص من أجل تحديد خططها المستقبلية الا عن طريق تقييم الأداء وخاصة تقييم الأداء المالي

المطلب الأول : الاتجاهات التقليدية لتقييم الأداء المالي

للاتجاهات التقليدية لتقييم الأداء المالي عدة مؤشرات نذكرها كما يلي : ([1])

أولا :مؤشرات الأداء الربحي (المردودية)

1**–معدل العائد على حقوق الملكية (ROE)** : تشير هذه النسبة عن ربحية الدينار الواحد المستثمر من قبل ملاك الشركة ،وكلما زادت هذه النسبة كلما عبرت عن كفاءة الإدارة المالية في استغلال أموال الملاك لضمان عائد مرضي لهم ،كما تعتبر من أهم النسب التي يتم تداولها في سوق الأوراق المالية ،وتحسب هذه النسبة بقسمة النتيجة الصافية على حقوق الملكية .

2**–معدل العائد على الأصول (ROA)** : تبين هذه النسبة ما استخدم من أصول للحصول على النتيجة ،وبالوحدات تمثل ما تعطيه الوحدة النقدية الواحدة من الأصول الثابتة والأصول المتداولة من نتيجة إجمالي ،وتحسب بقسمة النتيجة الصافية على مجموع الأصول .

ثانيا : مؤشرات السيولة

[1] –شنين عبد النور ،زرقون محمد ،(دراسة قدرة المؤشرات التقليدية والحديثة على تفسير الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية للسعر في البورصة) ،مجلة الدراسات الاقتصادية الكمية ،الجزائر ،العدد الأول 2015،ص ص 243–244.

1-**نسبة السيولة العامة (نسبة التداول)** : تستخدم هذه النسبة لمعرفة قدرة المؤسسة على مواجهة إلتزاماتها قصيرة الأجل من أصولها المتداولة ،وكلما زادت هذه النسبة عن الواحد تكون المؤسسة قادرة على الالتزام بتسديد ديونها القريبة ،وتحسب بقسمة الأصول المتداولة على الديون قصيرة الأجل .

2-**نسبة التداول السريعة** : تعتمد هذه النسبة على الأصول سريعة التحويل إلى نقدية ،لقياس درجة سيولة المنشأة ،وتحسب بقسمة صافي الأصول المتداولة من المخزونات على الخصوم المتداولة .

3-**نسبة السيولة الفورية** : تبين هذه النسبة مدى قدرة المؤسسة على تسديد ديونها القصيرة الأجل ،مقارنة بمبلغ السيولة الموجودة تحت تصرفها في أي وقت ،وتحسب من خلال العلاقة قسمة النقديات على الديون قصيرة الأجل .

ثالثا : المؤشرات أداء هيكل رأس المال .

1-**نسبة الرافعة المالية** : تقيس هذه النسبة المدى الذي ذهبت إليه المؤسسة في الاعتماد على أموال الغير في تمويل احتياجاتها ،وانخفاض هذه النسبة يدل على انخفاض الأعباء الثابتة التي تتحملها المنشأة ،وكذا انخفاض المخاطر التي يتعرض لها الدائنون وتحسب من خلال قسمة إجمالي الديون على إجمالي الموجودات .

2-نسبة قابلية السداد : تقيس هذه النسبة مدى تمويل المؤسسة لأصولها من خلال الاقتراض وتحسب من خلال قسمة مجموع الأصول على مجموع الديون .

3-نسبة الاستقلالية المالية : تقيس هذه النسبة درجة استقلالية المؤسسة من دائنيها وتحسب من خلال قسمة الأموال الخاصة على مجموع الديون .

رابعا : مؤشرات التوازن المالي

يمكن اعتباره معيار مهم لتقييم الأداء المالي ،كونه هدف مالي تسعى وباستمرار الوظيفة المالية إلى بلوغه من أجل تحقيق الأمان للمؤسسة ،وهناك ثلاث توازنات من المنظور الوظيفي تستعمل من طرف المحلل المالي نوجزها في ما يلي :

1-**رأس المال العامل الصافي الإجمالي** : هو ذلك الجزء من الموارد الدائمة المخصصة لتمويل الأصول المتداولة ،ويحسب كما يلي :

$$\mathbf{FRng = RD - Es}$$

حيث إذا كانت :

FRng > 0 : تدل على وجود هامش أمان ،وهو مؤشر إيجابي للمقدرة على السداد .

FRng < 0 : يشير أن المؤسسة عجزت عن تمويل استثماراتها ،وسوف تواجه مشاكل خاصة المقدرة على الدفع والاستدانة .

FRng = 0 : يعني أن المؤسسة في حالة التوازن الأمثل على المدى الطويل ،دون تحقيق فائض ولا عجز.

2-**الاحتياجات في رأس المال** :

يتولد الاحتياج المالي للاستغلال عندما لا تستطيع المؤسسة مواجهة ديونها المترتبة عن النشاط بواسطة حقوقها لدى المتعاملين و مخزوناتها ،مما يتوجب البحث عن مصادر أخرى لتمويل هذا العجز ،ويعبر عن إجمالي الاحتياجات المالية المتولدة عن الأنشطة الرئيسية وغيرها بالعلاقة التالية :

$$BFRg = BFRex + BERhex$$

3-**الخزينة الصافية الإجمالية** : وتتشكل هذه الأخيرة عندما يستخدم رأس المال العامل الصافي الإجمالي في تمويل الاحتياج في رأس المال العامل الإجمالي ،فإذ تمكنت المؤسسة من تغطية هذا الاحتياج تكون الخزينة موجبة ،وهي حالة الفائض في التمويل ،وفي الحالة المعاكسة تكون الخزينة سالبة وهي حالة العجز في التمويل ،وتحسب من خلال العلاقة التالية :

$$Tng = FRng - BFRg$$

رابعا : مختلف نسب الهيكلة المالية

وأهم تلك النسب التي تساعد على دراسة الهيكل المالي للمؤسسة هي :

1- نسبة التمويل الذاتي : ([1])

وتحسب بالعلاقة التالية : **الأموال الخاصة /الأصول الثابتة**

وتعبر عن نسبة مدى تغطية المؤسسة لأصولها الثابتة بواسطة أموالها الخاصة .

2- نسبة قابلية التسديد : ([2])

ويقيس مدى قابلية المؤسسة للوفاء بديونها وتعطى بالعلاقة التالية :

نسبة قابلية التسديد = الديون الطويلة والمتوسطة الأجل /طاقة التمويل الذاتي

3- نسبة تمويل الأصول الثابتة : ([3])

وتحسب هذه النسبة كما يلي : (الأموال الدائمة /صافي الأصول الثابتة) * 100

[1] -رشاد العصارة و أخرون، **الإدارة والتحليل المالي** ،الطبعة الأولى ،دار البركة للنشر والتوزيع ،عمان ،2001، ص212.

[2]-غنية بوربيعة ،**محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة** ،(أطروحة ماجستير)،كلية العلوم الاقتصادية وتجارية وعلوم التسيير ،جامعة الجزائر 3، 2013 ،ص135.

[3]-منير شاكر وأخرين ،المرجع سابق ،ص 61.

الأموال الدائمة تضم الأموال الخاصة (رأس المال +الاحتياطات +الأرباح المحتجزة +الديون طويلة الأجل) وتعود هذه النسبة إلى فلسفة التوازن المالي القائلة بضرورة تمويل الأصول الثابتة بالأموال الدائمة أي ذات الاستحقاق الطويل الأجل .

4- نسبة تمويل الأصول المتداولة :

ويحسب هذه النسبة كما يلي : (**الخصوم المتداولة /الأصول المتداولة**)***100**

وقاعدة التوازن تقول أن مصدر تمويل الأصول المتداولة هو الخصم المتداولة ورأس المال العامل الصافي وانخفاض هذه النسبة يعني ارتفاع رأس المال العامل الصافي والعكس صحيح .

5- نسبة المديونية طويلة الأجل

وتحسب كما يلي :

(**الديون طويلة الأجل /الأموال الخاصة (حقوق الملكية**))***100**

تظهر هذه النسبة العلاقة بين الديون طويلة الأجل والأموال الخاصة وكلما كانت هذه النسبة منخفضة كان وضع المنشأة المالية أفضل وإذا تجاوزت الواحد فإن ذلك يعني أن الديون طويلة الأجل أكبر من الأموال الخاصة وهذا وضع خطير على المنشأة والأفضل أن لا تزيد هذه النسبة عن 5% .

6- نسبة المديونية قصيرة الأجل :

وتحسب هذه النسبة كما يلي :

(**الخصوم المتداولة /الأموال الخاصة (حقوق الملكية)**)***100**

وتدرس هذه النسبة العلاقة بين الخصوم المتداولة والأموال الخاصة ،وكلما كانت هذه النسبة منخفضة كلما كان أفضل للدائنين نظرا لزيادة ضمان ديونهم .

7– نسبة المديونية الكاملة :

وتحسب هذه العلاقة كما يلي : **(إجمالي الديون/الأموال الخاصة)*100**

وتحسب هذه النسبة إجمالي الديون إلى الأموال الخاصة ،ويقدر ما تكون هذه النسبة منخفضة يعتبر وضع المنشأة ايجابيا أو لا يجب أن تتجاوز هذه النسبة 1.

المطلب الثاني : الاتجاهات الحديثة لتقييم الأداء المالي

الفرع الأول : معيار القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)

أولا : مدخل تاريخي للقيمة الاقتصادية المضافة

يتميز الربح الاقتصادي أو الدخل المتبقي بكونه أحد أكبر المفاهيم اتساعا للقيمة الاقتصادية المضافة ،حيث ظهر تعريف هذه الأخيرة منذ أكثر من قرنين خاصة ما تداوله هاملتون في كتابه مقدمة في المبيعات عام 1777م ،وكذا ما تداوله مارشال في كتابه مبادئ الاقتصاد عام 1890م .

في بداية التسعينات تم إحياء هذا المفهوم مجددا وبطريقة حديثة سميت القيمة الاقتصادية المضافة ،والتي انبثق منها مفهوم جديد للقيمة السوقية المضافة ،حيث تعدى دورها من مجرد مقياس للأداء المالي للشركة أو كنظام مكافأة الإدارة ، بل أصبح أيضا عبارة عن مؤشرات لخلق القيمة ،يسترشد بها المستثمرون وحملة الأسهم للحكم على قدرة الإدارة في تعظيم القيمة السوقية للشركة .

هذا المعيار الحديث حل محل بعض المؤشرات التقليدية كمعدل العائد على حق الملكية ،معدل العائد على الموجودات ،خصم التدفقات النقدية وصافي القيمة الحالية ....الخ .

القيمة الاقتصادية المضافة أزالت كل الغموض المتعلق بربط القرارات المالية ،لا بل أنها أصبحت لغة عامة لكل الوظائف التشغيلية و الإدارية في الشركة لأغراض المتابعة والرقابة والتقويم ،لقد ارتبط معيار القيمة الاقتصادية المضافة بالعلامة التجارية لشركة Stern Stewat في الولايات المتحدة الأمريكية ،إذ بدأت الشركة بتنفيذ هذا المعيار كمدخل لقياس الأداء ،ومع مرور الوقت تم إدخال بعض التغيرات على هذا المؤشر ،حيث اعتمدته مجموعة من الشركة كان أخرها شركة أليكان في كندا عام 2005م .([1])

ثانيا : مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة

يمكن تعريف القيمة الاقتصادية على أنها : ([2])

هي عبارة عن الربح التشغيلي بعد الضريبة مخصوما منه كلفة رأس مال المستثمر ، وبعد التعديل الذي طرأ على هذا المعيار أصبح هذا الأخير أداة متكاملة لقياس الأداء الداخلي والخارجي ،كما أنه معيار جيد لربط الأداء بإحداث القيمة وتعظيم ثروة المساهمين ،كما أن الكلفة الضمنية لرأس مال المستثمر تمثل الحد الأدنى المقبول لمعدل العائد ،والذي بدوره يمثل كلفة الاستثمار ، وبالتالي حساب هذه التكلفة الضمنية سوف يؤدي إلى مقياس أشمل للأداء ،وبالتالي يمكن اعتبار أن القيمة الاقتصادية المضافة توفر المعلومات أكثر مما توفره النسب المالية التقليدية السابقة الذكر ،حيث تم إضافة كل من نفقات البحث والتطوير ،تقييم بضاعة أخر المدة ،شهرة المحل ،الأرباح والخسائر غير المتوقعة أو غير العادية .

إن إجمالي رأس مال الشركات المكون من القرض ،تكون طويلة الأجل خاصة الأسهم العادية منها ،وبالتالي أصبحت القيمة الاقتصادية المضافة تمثل تقديرا للأرباح الاقتصادية ،والتي تختلف جذريا عن الأرباح

[1] –بن مالك عمار ،**المنهج الحديث للتحليل المالي الأساسي في تقييم الأداء** ، (أطروحة الماجستير) ،كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ،جامعة منتوري قسنطينة ، ،2011،ص 99 .

[2] –نفس المرجع أعلاه ،ص ص100–102 .

المحاسبية ،حيث تمثل الدخل المتبقي بعد طرح تكلفة الأموال المستخدمة ،في حين نجد أن الأرباح المحاسبية لا تأخذ بعين الاعتبار أي تكلفة ،كتكلفة أموال الملكية ،خاصة وأن هذه الأخيرة لها تكلفة خاصة بها .

الأموال التي يتركها الملاك في الشركة يمكن استخدامها في مشاريع خارجية قد تدر لهم فوائد أفضل ،أي إنهم ضحوا بفرصة استثمار أموالهم في استخدامات أخرى ،ولهذا يتطلب على الشركة أن تحقق لهم فوائد تكون بالحجم المطلوب .

وبالتالي نجد أن القيمة الاقتصادية المضافة توفر مقياسا جيدا عن مقدار الإضافة التي تحققها لأصحاب الأسهم لدى الشركة ،وعلى هذا الأساس يرى بعض المحللون أنه إذا ركز المدينون على هذا النوع من المؤشرات الحديثة ،فهذا يعني بأنهم في الطريق الصحيح نحو تعظيم ثروة الملاك ،حيث يلاحظ أيضا أن القيمة الاقتصادية المضافة يمكن استخدامها للأقسام الرئيسية داخل الشركة ،لذا يتم وضع نظام حوافز للمديرين على أساس ما يقدمونه من قيمة اقتصادية مضافة .

وعلى وفق التعديلات التي أشير إليها سابقا فأن :

$$EVA=NOPATA-WACC\ xi$$

إذ أن : NOPATA تمثل صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة المعدل .

وبالتالي يتضح من مفهوم EVA ومن كيفية قياسها ،أنه توجد ثلاثة عوامل أساسية تدخل في حسابها :

-صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب .

-مقدار الاستثمار المستخدم ،وعادة ما يشار إلى القيمة الدفترية لرأس مال المستخدم .

-المتوسط الموزون لكلفة رأس المال والذي يحسب وفق المعادلة التالية :

$$WACC = (D/D+E)\ Kd\ (1-t) + (E/D+E)\ Ke$$

بحيث أن :

D : القيمة الدفترية للديون طويلة الأجل ذات الفائدة .

E : القيمة الدفترية الإجمالية لحق الملكية .

T : نسبة الضريبة على الدخل .

Kd : كلفة التمويل الممتلك ،وتحسب هذه الكلفة كما يلي : Ke =Rt+Be(Rm-Rf)

ثالثا : أهمية القيمة الاقتصادية المضافة

تلعب القيمة الاقتصادية المضافة دورا هاما في تقييم الأسهم بقيمها العادلة ،حيث تكمن هذه الأهمية في ما يلي : ([1])

-يوضح المعيار التحسن المستمر والفعلي لثروة المساهمين .

-مقياس حقيقي للأداء التشغيلي والإداري .

-معيار لنظم الحوافز والتعويضات لمدراء الشركات .

-معيار لمقياس النمو الحقيقي لربحية الشركة في الأجل الطويلة .

-مؤشر حقيقي لتعظيم سعر السهم في السوق .

-وسيلة لسد الفجوات التي تحدثها المبادئ المحاسبية المتعارف عليها دوليا .

[1] -عدنان تايه النعيمي ،أرشد فؤاد التميمي ،**التحليل والتخطيط المالي اتجاهات معاصرة** ،دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع ، عمان الأردن ،2008، ص ص 140-141 .

-وسيلة للحد من مشكلة الوكالة من خلال تقريب اهتمامات المدراء وحملة الأسهم العادية .

-أداة للمفاضلة بين الفرص الاستثمارية المتوقعة .

-أداة للتقييم الشامل لعملية إتخاذ القرارات الإدارية و المالية .

- معيار يخلق لغة مشتركة لجميع العاملين في الشركة في إيطار الرقابة والمتابعة .

الفرع الثاني : القيمة السوقية المضافة

تهدف الشركة الاقتصادية مهما كان نوعها ،سواء كانت مدرجة في البورصة أو لا ،إلى تعظيم قيمتها لفائدة ملاكها ومساهميها وكل الأطراف المهتمة بها ،وذلك كما جاءت به النظرية المالية الحديثة ،وأكده مضمون وتعريف القيمة السوقية المضافة .

أولا : تعريف القيمة المضافة (MVA)

هي عبارة عن معيار لتقييم القيمة السوقية للأسهم ،حيث تعتمد على القيمة الاقتصادية المستقبلية بشكل مباشر ،حيث تعبر عن الفرق بين القيمة السوقية للشركة ،ورأس مال المستثمر من قبل المالكين والمقترضين ،في حين يمكن اعتبارها الفرق بين القيمة السوقية لأسهم الشركة والقيمة الدفترية لحقوق المالكين .([1])

ثانيا : العوامل المؤثرة في القيمة السوقية المضافة

هناك عدة عوامل رئيسية تؤثر على القيمة السوقية المضافة ،حيث يمكننا تلخيصها في النقاط التالية : ([2])

[1] -هواري سويسي ،**دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة** ،(مجلة الباحث) ،العدد 7 سنة 2010 ، ص .

[2] - عدنان تايه النعيمي وأخرون ، المرجع السابق ، ص ص 145-146 .

-معدلات النمو في الإيرادات وصافي الربح التشغيلي ورأس المال المستثمر ،ولكي تكون القيمة السوقية المضافة موجبة لابد أن تكون معدلات النمو هذه تفوق كلفة رأس المال المستثمر .

-إنتاجية الدينار المستثمر ،حيث كلما زادت هذه الإنتاجية في ظل ثبات رأس المال المستثمر أو انخفاضه كلما زادت القيمة السوقية المضافة ،خاصة في ظل انخفاض أو ثبات كلفة رأس المال .

-الحد الأدنى من هامش الربح المطلوب لخلق ثروة إضافية للمساهمين .

ثالثا : كيفية حساب القيمة السوقية المضافة

يفترض ثبات القيمة للديون طويلة الأجل ،حيث تكون مساوية لقيمتها الدفترية ،ولهذا تعتبر القيمة السوقية مساوية للفرق بين القيمة السوقية لأسهم الشركات والقيمة الدفترية لحقوق المالكين ،لذا تحسب بالطريقة التالية :([1])

القيمة السوقية المضافة = القيمة السوقية لأسهم الشركات – القيمة الدفترية لحقوق المالكين

$$MVA = MVE - BVE$$

حيث :

MVA : القيمة السوقية المضافة .

MVE : القيمة السوقية لأسهم الشركة (عدد الأسهم × سعر السهم).

BVE : القيمة الدفترية لحقوق المالكين ،كما تظهر في الميزانية العمومية للشركة .

[1] -بن مالك عمار ،المرجع السابق ،ص 104 .

خلاصة

لقد سبطنا الضوء في هذا الفصل على الإطار النظري لهيكل التمويل من خلال التطرق إلى مجموعة من المفاهيم المتمثلة في تعريف الهيكل التمويلي الأمثل ومميزاته والعوامل المؤثرة فيه ،وماهية الرافعة المالية وتكلفة التمويل .

ويمكن تلخيص أهم النقاط التي تم توصل إليها من خلال هذا الفصل فيما يلي :

يعتبر الهيكل التمويلي الأمثل تشكيلة من التمويل الممتلك والمقترض والذي يحقق أدنى تكلفة ممكنة وأكبر عائد ممكن وذلك لتعظيم ثروة حملة الأسهم .

وتعتبر تكلفة التمويل معيارا أساسيا لاتخاذ قرارات التمويل من خلال المفاضلة بين المشروعات واختيار المصدر التمويلي الأقل .

كما تعتبر الرافعة المالية استخدام لأموال الغير لتحقيق أكبر عائد بأقل تكلفة .

الفصل الثاني

طرق حساب الرافعة المالية وتكلفة التمويل والنظريات المفسرة لهيكل التمويل

تمهيد

رغم تعدد مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة الاقتصادية واختلاف أشكالها ، لازال الاهتمام منصبا على التوليفة التي يتم بها تشكيل الهيكل المالي الأمثل بين أموال الملكية وأموال الاستدانة ، والذي يحقق الموازنة بين العائد والمخاطرة ويخفض التكلفة إلى الحد الأدنى مما يسمح بتعظيم قيمة المؤسسة .

وتعتبر دراسة العلاقة بين الهيكل المالي الأمثل وكل من تكلفة الأموال والرافعة المالية من أهم القضايا المعاصرة للإدارة المالية ، حيث انه منذ أزيد من أربعين عاما يدور الجدال بين العلماء والممارسين في مجال الإدارة المالية حول مدى وجود هيكل مالي أمثل ، وقد ظهرت عدة نظريات تفسر تأثير الرافعة المالية وتكلفة الأموال على اختيار الهيكل المالي الأمثل . و عليه سنتطرق في هذا الفصل إلى طريقة قياس درجة الرافعة المالية وتقدير تكلفة التمويل ونظريات هيكل التمويل المفسرة للرافعة المالية وتكلفة التمويل.

المبحث الأول:طرق حساب الرافعة المالية وتكلفة التمويل

إن الرافعة المالية وتكلفة التمويل يرتبطان ارتباطا وثيقا بهيكل تمويل المنشأة وعليه فإن الاعتماد على المصادر الخارجية في التمويل سوف يؤثر على درجة الرافعة المالية ، والتي تمثل نسبة التغير التي تحدث في العائد ، واتخاذ القرارات في المنشأة يعتمد بشكل كبير على تقدير تكلفة التمويل و تحديد تكلفة كل مصدر من المصادر وصولا إلى تكلفة الكلية التي تشمل مختلف المصادر .

المطلب الأول: قياس درجة الرافعة المالية وأثرها

الفرع الأول: قياس درجة الرافعة المالية

يمكن قياس تأثير الزيادة في نسبة التمويل بالدين في هيكل التمويل على الأرباح المتاحة للمساهمين من خلال درجة الرفع المالي (Degree of Financial Leverage).([1])

وتعرف درجة الرفع المالي (DFL):بأنها نسبة التغير التي تحدث في عائد السهم العادي (ΔEPS)بسبب تغير بنسبة معينة تحدث في ربح التشغيل قبل الفوائد والضرائب ($\Delta EBIT$)وبناء على هذا نعبر على درجات الرفع المالي بالمعادلة التالية : ([2])

$$DFL \qquad \frac{\Delta EPS}{\Delta EBIT} =$$

حيث:

ΔEPS: التغير النسبي في نصيب السهم من الأرباح

[1] –محمد الصيرفي ،**التحليل المالي وجهة نظر إدارية محاسبية** ،طبعة الأولى ،دار الفجر للنشر والتوزيع ،مصر ،2014،ص389.

[2] –محمد مطر،**الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والائتماني** ،الطبعة الثانية ،دار وائل للنشر،الأردن،2006،ص 224.

$\Delta EBIT$: التغير النسبي في الأرباح قبل الفائدة

DFL: درجة الرافعة المالية

ويمكن تحديد DFLمباشرة بالمعادلة التالية :

$$DFL = \frac{EBIT}{EBT}$$

حيث:

$EBIT$: ربح التشغيلي قبل الفوائد والضريبة

EBT: صافي الربح قبل الضريبة

إن الرافعة المالية مرتبطة بهيكل تمويل المنشأة ،فكلما ازداد اعتماد المنشأة على المصادر الخارجية في التمويل تزداد درجة الرافعة المالية ،وتصبح الرافعة المالية فعالة إذا استطاعت المنشأة استثمار الأموال المقترضة بمعدل عائد يزيد عن تكلفة الأموال المقترضة ، بينما إذا لم تنجح الشركة في استثمار الأموال المقترضة فإنها ستتعرض لمخاطرة أكبر وتحقق خسائر أكبر فيما لو أنها لم تستعمل الرافعة المالية .([1])

كما يمكن للمنشأة أن تغير درجة الرفع المالي (DFL)عن طريق تغيير هيكل رأس المال.وكلما زاد الوزن النسبي للديون والأسهم الممتازة في هيكل رأس المال ترتفع درجة الرفع المالي والعكس بالعكس .

وفي حالة وجود أسهم ممتازة في هيكل رأس المال تحدد (DFL)بالمعادلة التالية:([2])

[1] –جليل كاظم مدلول ألعارضي ،**الإدارة المالية المتقدمة مفاهيم نظرية وتطبيقات عملية** ،الطبعة الأولى ،دار صفاء للنشر وتوزيع ،عمان ، 2013،ص403.

[2] –محمد مطر، مرجع سابق، ص225.

$$DFL= \frac{EBIT}{EBT[DP/(I-T)]}$$

حيث:

EBIT: ربح التشغيل قبل الفوائد والضريبة

EBT: صافي الربح قبل الضريبة

DP: توزيعات الأسهم الممتازة

I-T : المتمم الحسابي لنسبة الضريبة

الفرع الثاني: أثر الرافعة المالية

من بين العوامل المحددة لمستوى الأداء في المؤسسة هو هيكل التمويل،بالرغم من أن دور هذا الهيكل معقد ومحل جدل كبير،فتحليل أثر الرافعة يسمح بإعطاء مقاربة أولية لهذه الإشكالية ،فحسب هذا التحليل يمكن للاستدانة أن يكون لها تأثيران مزدوجان حسب العلاقة بين تكلفة الاستدانة ومردودية الأصول،فيكون تأثيرها ايجابي إذا كانت مردودية الأصول كافية كما يمكن أن يكون لها تأثير سلبي إذا كانت تكلفتها غير مغطاة بمر دودية كافية.

أولا : مفهوم أثر الرافعة المالية

1- المردودية المالية و المردودية الاقتصادية :

تعرف المردودية على أنها ذلك الارتباط بين النتائج والوسائل التي ساهمت في تحقيقها حيث تحدد مدى مساهمة رأس المال المستثمر في تحقيق النتائج المالية .

2 - المردودية الاقتصادية

تهتم المردودية الاقتصادية بالنشاط الرئيس ،وتستبعد النشاطات الثانوية وذات الطابع الاستثنائي،حيث تحمل في مكوناتها عناصر دورة الاستغلال ممثلة بنتيجة الاستغلال من جدول حسابات النتائج والأصول الاقتصادية من الميزانية .

تقاس المردودية بمعدل المردودية الاقتصادية :

معدل المردودية الاقتصادية =نتيجة الاستغلال بعد الضريبة /الأصول الاقتصادية

أي تقيس مساهمة الأصول الاقتصادية في تكوين نتيجة الاستغلال، أي حساب مساهمة كل وحدة نقدية مستثمرة كالأصول في تكوين نتيجة الاستغلال.

3 – المردودية المالية (مردودية الأموال الخاصة)

تهتم المردودية المالية بإجمالي أنشطة المؤسسة وتدخل في مكوناتها كافة العناصر و الحركات المالية ،حيث نأخذ النتيجة الصافية من جدول حسابات النتائج والأموال الخاصة من الميزانية .

ويمكن حساب مردودية الأموال الخاصة بالعلاقة التالية :

مردودية الأموال الخاصة =النتيجة الصافية /الأموال الخاصة

حيث تحددا لعلاقة أعلاه ،مستوى مشاركة الأموال الخاصة في تحقيق نتائج صافية تمكن المؤسسة من استعادة ورفع حجم الأموال الخاصة ،ويمكن بقراءة معمقة ،تعريف مردودية الأموال الخاصة ،على أنها معدل المردودية الاقتصادية عند مستوى استدانة معدوم .

ثانيا : مبدأ أثر الرافعة المالية

يقوم مبدأ أثر الرافعة المالية على مبدأ بسيط فهي نتاج المرونة المكافأة المخصصة لرأس المال الخارجي عن المؤسسة (أي الديون)،فإذا كانت مردودية الأصول تتجاوز التكاليف المالية المدفوعة للمقرضين ،يكون هذا الفائض في فائدة المساهمين ،حيث يكون الحديث هنا عن أثر رافعة ايجابي ،أما في الحالة العكسية ، أي إذا كانت هذه المردودية غير كافية من أجل تغطية التكاليف تنخفض مردودية المساهمين ،ويصبح هنا اثر الرافعة سلبي .

إذن يمكنا تفسير أثر الرافعة المالية بمعدل مردودية الأموال الخاصة بدلالة معدل مردودية الأصول الاقتصادية وتكلفة الدين .

فمجموع الأموال المقدمة من قبل المقرضين والمساهمين تمول مجموع الاستخدامات اي الأصول الاقتصادية ،هذه الاستخدامات تولد نتائج توزع بدورها على التكاليف المالية (مكافأة المقرضين)والنتيجة قبل الضريبة التي تعود إلى المساهمين .

في نهاية الأمر عندما نقارن بين مردودية الأموال الخاصة والمردودية الاقتصادية (قبل الضريبة من اجل التجانس)نجد أن الفرق يعود إلى أثر الهيكل المالي ،ومنه نعرف الفرق بين مردودية الأموال الخاصة والمردودية الاقتصادية بأنه أثر رافعة الاستدانة أو بعبارة أبسط أثر الرافعة .

أثر الرافعة يفسر كيف يمكننا أن نحقق مردودية أموال خاصة تكون أعلى من مردودية مجمل الأموال المستثمرة التي نعبر عنها بالمردودية الاقتصادية .

لكن علينا أن لا ننساق مع هذا المنطق الذي تقدمه أثر الرافعة ،وهو أنه بإمكاننا أن نحصل على ربح مزيد من الأموال بفعل الاستدانة ،لأن أثر الرافعة يمكن لها أن تؤثر باتجاهين متعاكسين ،فإذا كان بإمكانها أن

ترفع من مردودية الأموال الخاصة بالمقارنة مع المردودية الاقتصادية ،فإنه يمكن أن يكون لها اثر عكسي في بعض الأحيان وتخفض من مردودية الأموال الخاصة بالمقارنة مع المردودية الاقتصادية .

إذا مبدأ أثر الرافعة هو أنه عندما تقوم المؤسسة بالاستدانة واستثمار الأموال المقترضة في مجال نشاطها الصناعي والتجاري ،فإنها تحصل من جراء ذلك على نتيجة اقتصادية التي من المفروض أن تكون أعلى من التكاليف المالية للاستدانة ،ففي هذه الحالة تحقق المؤسسة فوائض تتمثل في الفرق بين المردودية الاقتصادية وتكلفة الأموال المقترضة ،هذا الفائض سوف يعود إلى المساهمين ويرفع بذلك مردودية الأموال الخاصة ،فأثر رافعة الاستدانة يرفع مردودية الأموال الخاصة ومن هذه الخاصية سمي بأثر الرافعة .

فالاستدانة يمكن لها أن ترفع من مردودية الأموال الخاصة للمؤسسة ،دون أن تغير من المردودية الاقتصادية ،لكن الفرضية الأساسية لهذه الآلية ،تحقق جدلية أن المردودية المالية ترتفع عندما تزيد المؤسسة من مديونيتها ، وأنه يجب أن تكون المردودية الاقتصادية أكبر من تكلفة الاستدانة ،و بخلاف ذلك ،أي عندما تستدين المؤسسة بمعدل تكلفة (فائدة) أعلى من المردودية التي يمكن أن تحصل عليها من استثمار الأموال المقترضة ،يكون هناك عجز سيحمل على مردودية الأموال الخاصة ،لأن النتيجة تنخفض وتصبح مردودية الأموال الخاصة أقل من المردودية الاقتصادية .

إذا عندما تصبح المردودية الاقتصادية أقل من تكلفة الاستدانة ،فإن أثر رافعة الاستدانة ينعكس فتنخفض مردودية الأموال الخاصة التي تصبح أقل من المردودية الاقتصادية .

ثالثا : الصياغة الرياضية لأثر الرافعة المالية

في البداية يجب الإشارة إلى أثر الضريبة على التحليل الذي قمنا باستعراضه لأثر الرافعة ،فالضريبة هي اقتطاع من النتيجة ،فكل ناتج هو مولد للضريبة ،وكل تكلفة تخفض من الضريبة (في حدود الربح الذي تحققه

المؤسسة)فكل نتيجة من حسابات جدول النتائج فهو مرتبط بضريبة أو دين ضريبة نظري ،الضريبة النهائية هي محصلة مجموع الضرائب أو دين الضرائب (إذا كان هذا المجموع موجب)،وعليه يمكننا حساب نتيجة اقتصادية صافية من الضرائب على الأرباح بضرب نتيجة الاستغلال في معدل الضريبة .

هذه الخطوة تمكننا من تجانس حسابنا، لذلك سوف نعتبر من خلال تحليلنا أن أي نتيجة هي بعد الضريبة (نتيجة الاستغلال، النتيجة المالية والنتيجة الصافية)مع الإشارة أن التحليل سيضل نفسه إذا اعتبرنا كل النتائج هي قبل الضريبة.

يمكن تحديد علاقة أثر الرافعة المالية، انطلاقا من المعطيات التالية:

RE : نتيجة الاستغلال.

Rn : النتيجة الصافية.

Re : المردودية الاقتصادية.

Rcp : مردودية الأموال الخاصة.

Cp : الأموال الخاصة.

D : الاستدانة الصافية.

I:المصاريف المالية (تكلفة الاستدانة).

IS:معدل الضريبة على أرباح الشركات.

لدينا مايلي : نحدد النتيجة الصافية بدلالة نتيجة الاستغلال :

$$Rn= (RE - iD)*(1-IS).....(1)$$

وبقسمة طرفي المعادلة (1)على قيمة الأموال الخاصة Cp نجد أن:

$$Rcp = Rn/Cp = (RE - iD)(1-IS)/2$$

$$=(Re-iD/(Cp+D))(1-IS)*(Cp+D)/Cp$$

$$=(Re*Cp/Cp+Re*D/Cp-iD/Cp)*(1-IS)$$

وبالتالي يمكن صياغة أثر الرافعة المالية رياضيا كالتالي :

$$Rcp= [Re+ (Re-i)*D/Cp]*(1-IS)$$

حيث

(Re-i):الهامش بين المردودية الاقتصادية وتكلفة الاستدانة.

D/Cp:الرافعة المالية وتقيس تركيبة الهيكل المالي.

(Re-i)*D/Cp : أثر الرافعة المالية.

يمكن البرهنة على هذه العلاقة بسهولة باستخدام المعادلات المحاسبية:

-الاستدانة الصافية +الأموال الخاصة =الأصول الاقتصادية

-نتيجة الاستغلال بعد الضريبة –التكاليف المالية بعد الضريبة =النتيجة الصافية

-النتيجة الصافية /الأموال الخاصة =مردودية الأموال الخاصة

-نتيجة الاستغلال بعد الضريبة /الأصول الاقتصادية =المردودية الاقتصادية

مردودية الأموال الخاصة =المردودية الاقتصادية +(المردودية الاقتصادية –تكلفة الاستدانة)*الاستدانة الصافية /الأموال الخاصة

تدعى العلاقة (الاستدانة الصافية /الأموال الخاصة) الرافعة المالية.

والعلاقة (المردودية الاقتصادية –تكلفة الاستدانة)*الاستدانة الصافية /الأموال الخاصة

تسمى بأثر الرافعة

فيكون لدينا :

مردودية الأموال الخاصة =المردودية الاقتصادية +أثر الرافعة المالية

رابعا : حالات أثر الرافعة المالية

يهدف المحلل المالي من خلال حساب أثر الرافعة المالية ،أي دراسة أثر الاستدانة على مردودية الأموال الخاصة (أو المردودية المالية)،ومنه تكون الاستدانة ذات أثر إيجابي على المردودية المالية ،كما تكون ذات أثر سلبي في حالات معينة

1–حالة المؤسسة عديمة الاستدانة

وهي حالة نادرة الحدوث على أرض الواقع، وعندها تمول الاحتياجات المالية حصرا بواسطة التمويل الذاتي والرفع فبرأس المال:

$$D=0 \Longrightarrow \quad Rcp=Re*(1-IS)$$

في هذه الحالة ،لا يوجد أثر للرافعة المالية ،وبالتالي تتساوى مردودية الأموال الخاصة مع المردودية الاقتصادية بعد اقتطاع الضريبة على الأرباح .

2-حالة المؤسسة المستدينة

تعد الاستدانة أهم مصادر التمويل ،كما أنها تساهم في تحسين مستويات المردودية الأمر الذي يؤدي إلى تحقيق نمو للقدرة على التمويل الذاتي ،والتي تعتبر أهم وسائل التمويل .

لكن من الضروري مراقبة مستويات الاستدانة، وهذا ما نحاول تحقيقه من خلال دراسة اثر الرافعة المالية.

***حالة المردودية الاقتصادية أعلى من معدل الفائدة :(Re>i)**

عندما تكون المردودية الاقتصادية أكبر من معدل الفائدة ، يكون أثر الرافعة المالية موجب :

$$(Re-i)>0 \quad \Longrightarrow cp-Re= (Re-i*D/cp>0$$

ومنه يمكن تحسين مردودية الأموال الخاصة ، بزيادة الرافعة المالية D/Cp أي زيادة اللجوء إلى الاستدانة ، يؤدي إلى زيادة مردودية الأموال الخاصة .

***حالة المردودية الاقتصادية تساوي معدل الفائدة : (Re=i)**

هذه الوضعية تؤدي إلى تحييد اثر الرافعة المالية ،وحينها تتوحد دلالة كل من مردودية الأموال الخاصة والمردودية الاقتصادية ، وهي نفسها حالة انعدام الاستدانة .

***حالة المردودية الاقتصادية أقل من معدل الفائدة : (Re<i)**

عندما تحقق هذه الحالة يكون أثر الرافعة المالية سالب:

$$(Re-i)< 0 \Longrightarrow Rcp-Re= (Re-i)*D/Cp<0$$

وتنخفض مردودية الأموال الخاصة بزيادة اللجوء إلى الاستدانة ،وذلك بسبب ارتفاع المصاريف المالية ،وهي حالة أثر الرافعة المالية سالب . ([1])

المطلب الثاني:طرق حساب تكلفة التمويل

سوف نتطرق في هذا المطلب إلى طريقة حساب تكلفة التمويل بمصادر الملكية وتكلفة التمويل بالدين وتكلفة الوسطية المرجحة.

الفرع الأول: تكلفة التمويل بمصادر الملكية

تتمثل تكلفة التمويل بمصادر الملكية في تكلفة الأسهم العادية وتكلفة الأسهم الممتازة وتكلفة الأرباح المحتجزة .

أولا : تكلفة الأسهم العادية الجديدة

تعرف تكلفة الأسهم العادية الجديدة بأنها الحد الأدنى للعائد المطلوب على الاستثمارات الجديدة والممولة بإصدار هذه الأسهم الجديدة والذي يحافظ على القيمة السوقية للسهم بدون تغير.

كما تمثل الأسهم العادية الجديدة أموال الملكية الخارجية وذلك بالمقارنة بالأرباح المحتجزة التي تمثل أموال الملكية الداخلية.([2])

وتكلفة رأس المال الخارجي أعلى من تكلفة الأرباح المحتجزة نتيجة لتحمل المشروع مصروفات الإصدار وذلك عند قيامها ببيع الأسهم العادية في سوق الأوراق المالية .

[1] -إلياس بن ساسي ،يوسف قريشي ، **التسيير المالي (الإدارة المالية)** ،الطبعة الأولى، دار وائل للنشر ،الأردن ،2006،ص ص267-276.

[2] -سمير محمد عبد العزيز، مرجع سابق، ص175.

ويمكن التوصل إلى تكلفة الأسهم العادية باستخدام المعادلة التالية :([1])

$$Kn = \frac{Di}{Nn} + g$$

حيث:

Kn:تكلفة الأسهم العادية

Di: التوزيعات المتوقعة في نهاية العام الأول من الإصدار

Nn: سعر السوقي الحالي للسهم بعد طرح مصروفات الإصدار

g:معدل النمو السنوي المتوقع للتوزيعات

مثال:

إذا كانت التوزيعات المتوقعة على السهم الواحد تبلغ 1.24 دينار، وكان السعر السوقي الحالي للسهم 23دينار، وكانت مصروفات الإصدار للشركة تبلغ قيمتها 10%، ومعدل النمو المتوقع في نشاط الشركة 8 %، فإن تكلفة الأسهم العادية الجديدة سوف تبلغ .

$$Kn = 1.24/23(1-0.1)+0.08$$

$$= \frac{1.24}{20.7} + 0.08$$

$$= 14$$

[1] –نهال فريد مصطفى، **مبادئ وأساسيات الإدارة المالية**، دار الجامعية الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2003، ص 284.

ثانيا : تكلفة الأسهم الممتازة

يحصل حملة الأسهم الممتازة على عائد ثابت يتمثل في نسبة مئوية من القيمة الاسمية للسهم، فإذا رمزنا للقيمة السوقية للسهم بالرمز (Np)، ولقيمة التوزيعات السنوية بالرمز (Dp) فإن معدل العائد الذي يطلبه حملة هذه الأسهم بالمعادلة التالية:

$$Kp = \frac{Dp}{Np}$$

غير أن هذا العائد عادة ما يقل عن التكلفة الفعلية التي تتكبدها المنشأة من جراء الاعتماد على الأسهم الممتازة في التمويل، لماذا ؟لأن القيمة الفعلية للمتحصلات من بيع الأسهم عادة ما تقل عن القيمة الاسمية لتلك الأسهم ، ويتمثل الفرق في تكاليف الإصدار والعمولات والخصومات التي قد يحصل عليها بعض المشترين . وإذا ما أخذنا في الحسبان أيضا أن التوزيعات على حملة الأسهم الممتازة لا تخضع للضريبة ، فسوف يتضح أن تكلفة الأسهم الممتازة تفوق العائد الذي يحصل عليه حملة الأسهم ، وهو ما توضحه المعادلة التالية :([1])

$$Kp = \frac{Dp}{Np - Np * Z}$$

$$= \frac{Dp}{Np(1 - Z)}$$

حيث :

Z: تمثل نسبة المصروفات المصاحبة للإصدار إلى القيمة السوقية للسهم.

[11] –منير إبراهيم الهندي، **الفكر الحديث في مجال الاستثمار**، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص 126.

$Np\ (1-Z)$: تمثل صافي المتحصلات من بيع السهم.

مثال:

نفترض أن منشأة ما قد أصدرت أسهما ممتازة جديدة بيعت بسعر 50دج للسهم ،وذلك في مقابل حصول حامل السهم على توزيعات قدرها 8دج .وقد بلغت نسبة مصروفات الإصدار إلى القيمة السوقية للسهم 10%.

$$Kp = \frac{8}{50(1-0.1)}$$

$$= \frac{8}{45}$$

$$=17.7\%$$

ثالثا: **تكلفة الأرباح المحتجزة**

تعتبر تكلفة الأرباح المحتجزة عن نسبة المردود (العائد)الذي يطلبه حملة الأسهم العادية.فبعد أن تدفع المنشأة تكلفة المديونية، وتكلفة الأسهم الممتازة ن يمكنها اتخاذ قرار لاحق بشان الأرباح الصافية المتبقية(غير الموزعة)التي تعود إلى المساهمين العاديين، والتي تعتبر مكافأة عن تقديمهم رأس المال وتحملهم المخاطرة الأعلى.فهي إما توزع الأرباح الصافية المتبقية على شكل مقسوم أرباح لهم أو أن تحتجزها لغرض إعادة استثمارها بالمنشأة نيابة عنهم.وعندها تكون المنشأة قد حجبت عن أولئك المستثمرين فرصة استثمار تلك الأموال بأنفسهم في أي من المجالات التي يرونها ملائمة.ولذلك على المنشأة أن تحقق معدل عائد من احتجاز

الأرباح يساوي على الأقل أو يفوق ما كان يطلبه المالكون.ويعتبر معدل العائد المطلوب هو كلفة الأرباح المحتجزة .

وهناك ثلاث طرق لحساب تكلفة الأرباح المحتجزة.

الطريقة الأولى: نموذج (CAPM)وفق الخطوات الآتية:

$$Ks=Rf+B\ (Rm-Rf)$$

1-الخطوة الأولى: Rf

تقدير سعر الفائدة الخالي من المخاطرة وهو معدل الفائدة على حوالات الخزينة .

2-الخطوة الثانية : B

تقدير معامل (B)للسهم لغرض تقدير المخاطر السوقية للسهم .

3- الخطوة الثالثة:Rm

تقدير معدل العائد المتوقع للسوق (محفظة السوق)Rm.

4- الخطوة الرابعة

تطبيق المعادلة.

مثال:

نفترض أن سعر الفائدة الخالي من المخاطرة 8%، ومعامل Bللسهم 0.7 ومعدل عائد السوق المتوقع 14%.

فإن Ksتصبح.

$$Ks= 0.08+0.7\ (0.14-0.08)$$

$$=12.2\%$$

الطريقة الثانية :عائد السند +علاوة المخاطر .

تعتمد هذه الطريقة على أساس إضافة ما بين 2% إلى 4 %إلى سعر الفائدة السوقية على السندات التي تصدرها نفس الشركة للوصول إلى المردود المطلوب من السهم.وذلك بافتراض أن مخاطرة أسهم ملكية المنشأة أعلى من مخاطرة سنداتها.

مثال:

لنفترض أن سعر الفائدة على سندات المنشأة 9%وأن علاوة المخاطرة تم تقديرها ب 3%للسهم فإن Ks تساوي:

$$Ks=0.09+0.03$$

$$=12\%$$

الطريقة الثالثة: عائد مقسوم الأرباح +نسبة النمو

$$Ks= \frac{D1}{P0}+g$$

حيث:

D1:مقسوم الأرباح المتوقع في السنة 1،2،3،4،..... D1= (g+1)

P0:سعر السهم السوقي الحالي.

g:معدل النمو في توزيعات الأرباح وغالبا ما يفترض أن معدل النمو ثابت. ([1])

مثال:

إذا افترضنا أن سعر السهم السوقي الحالي 25.54 د،ومقسوم الأرباح المتوقع 1.43 د ، ومعدل النمو في توزيعات الأرباح 6.6%.

$$Ks = \frac{1.43}{25.54} + 0.066$$

$$=12.2$$

الفرع الثاني: تكلفة التمويل بالدين

إن كلفة التمويل بالدين هي عبارة عن العائد المطلوب من قبل الممولين لقاء إقراض المشروع ،وتقاس هذه التكلفة باعتماد طريقة معدل العائد الداخلي الذي يحقق المساواة بين القيمة الحالية للتدفق النقدي للأموال المقترضة والقيمة الحالية لتكلفة الإقراض أي المبلغ المستثمر في المشروع ،ويمكن الحصول عليها بواسطة إصدار السندات أو القروض المصرفية طويلة الأجل والتمويل بالدين يكون على شكلين أساسيين هما :

[1] -أسعد حميد العلي ، **الإدارة المالية الأسس العلمية والتطبيقية** ،الطبعة الأولى ،دار وائل للنشر والتوزيع ،الأردن ،2010،ص ص343-344.

أولا : تكلفة القروض المصرفية طويلة الأجل

وهي إحدى مصادر التمويل المتاحة طويلة الأجل وتكون مدتها أكثر من سنة و تمنح مثل هذه القروض من البنوك و مؤسسات الأموال الأخرى ،وقد تكون هذه البنوك من داخل البلد أو من خارجه ، ويتم تحديد مبلغ القرض وسعر الفائدة و طريقة الدفع بالاتفاق مع المقترض ، وكذلك أسلوب إعادة المبلغ المقترض في المواعيد التي يتفق عليها ، وتكون على شكل دفعات مختلفة حسب الاتفاق بين الطرفين،وتتوقف شروط القرض على تقييم المركز المالي للمشروع و إمكانيات الطرفين ،وقد يكون سعر الفائدة بنسبة ثابتة أو عائمة وعادة تكون أسعار الفائدة مرتفعة مقارنة بمصادر التمويل قصيرة الأجل ،ويتحدد سعر الفائدة على ضوء أسعار الفائدة السائدة في السوق ،حجم القروض ،ومدة القروض والقدرة الائتمانية للمشروع ، ويحدد مقدار العمولة ومواعيد طريقة التسديد عند إبرام عقد منح القروض بالإضافة إلى بعض الضمانات أو بنود الحماية التي يطلبها المصرف لتحديد القيود على بعض القرارات الخاصة بالاستثمار والتمويل ،الحفاظ على درجة سيولة الأصول ،نسبة المديونية ، مكونات هيكل رأس المال العامل ومقدار الأرباح المسموح بتوزيعها بالإضافة إلى بعض البنود التي تحدد شروط التسديد والحقوق التي تمنح للممول عند التخلف عن دفع مبلغ القرض .

يتم تسديد القروض المصرفية طويلة الأجل على الأغلب على أقساط دورية متساوية (ربع سنوية أو نصف سنوية)وهنا يتم تسديد أصل القرض +الفوائد والعمولات المصرفية وفق جداول التسديد التي يتم الاتفاق عليها بين المشروع والجهة الممولة ويتم تحديد قيمة القسط بعد تحديد قيمة القرض ،الفترة الزمنية للقرض ،سعر الفائدة وعدد الأقساط ويمكن تحديد عدد الأقساط بالمعادلة التالية :

عدد الأقساط =قيمة القرض /مبلغ الفائدة والقسط

مبلغ الفائدة =مبلغ القرض *سعر الفائدة *المدة

ويمكن استخراج جدول تسديد القروض أي قيمة الدفعة الواحدة باستخراج عامل الفائدة للقيمة الحالية السنوية بمقدار الفائدة للفترة الزمنية المحددة من جدول القيمة الحالية السنوية بالدينار.

ونستخدم المعادلة التالية لتحديد الدفعة الواحدة:

تحديد الدفعة الواحدة =القيمة الحالية للقرض /معدل الفائدة *الفترة الزمنية

مثال:

اقترضت شركة مبلغ 100000دينار لمدة عشر سنوات بفائدة 8%سنويا تدفع بعشر أقساط متساوية.

المطلوب: تحديد قيمة الدفعة السنوية الواحدة للقرض المذكور ؟

قيمة الدفعة =قيمة القرض /قيمة عامل الفائدة للقيمة الحالية السنوية للقرض

قيمة الدفعة = 6.710/100000

= 14903دينار.

ثانيا : تكلفة السندات

السندات هي أوراق مالية ذات قيمة اسمية واحدة تصدر من جهات عديدة مثل الدولة وشركات، وتطرح للتداول إلى الأفراد والمؤسسات بهدف الحصول على تمويل طويل الأجل، وبذلك يعد التمويل بواسطة السندات شكلا من أشكال التمويل طويل الأجل.

يترتب على إصدار السندات تكلفة يتحملها المشروع، وهذه التكلفة تتضمن الفوائد الدورية المدفوعة وسعر بيع السند الصافي بعد استبعاد النفقات الخاصة بالإصدار وعدد سنوات التمويل بالسندات.

ويمكن استخدام المعادلة التالية في استخراج تكلفة التمويل بالسندات :

$$Kd = \frac{I + \frac{M - Nd}{n}}{\frac{Nd + M}{2}}$$

حيث:

Kd:تكلفة السندات

M:قيمة سند عند انتهاء المدة

Nd:سعر بيع السند الصافي

I:مبلغ الفائدة

N:المدة

سعر بيع السند الصافي =سعر بيع السند – نفقات الإصدار.([1])

مثال

سبق وأن أصدرت شركة 200000سند بقيمة اسمية 2000دينار للسند تستحق الإطفاء بعد 10 سنوات بمعدل فائدة 10%من قيمة السند الاسمية، وتم بيع السند بنفس القيمة الاسمية، وتحملت الشركة نفقات إصدار قدرها 4%من القيمة الاسمية فإذا كانت نسبة ضريبة الدخل 40%

المطلوب: بين كلفة إصدار السندات ؟

مبلغ الفائدة =2000*10/10

=200دينار

[1] –دريد كمال آل شبيب ،**مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة** ،الطبعة الأولى ،دار المسيرة للنشر والتوزيع ،عمان ،2007،ص ص325-332.

نفقات الإصدار =2000*100/4

=80

سعر بيع السند الصافي =سعر بيع السند –نفقات الإصدار

سعر بيع السند الصافي = 2000-80

=1920

تكلفة السند =200+(2000-1920)/10/1920+2000/2

كلفة السند قبل الضريبة =200+80/10/1960

=%10.6

كلفة السند بعد الضريبة =%10.6*(1-0.40)

=%6.3

الفرع الثالث: التكلفة الوسطية المرجحة

تضع كل مؤسسة تصورا لهيكله الأمثل ،حيث تحدد المزيج الأمثل من عناصر الاقتراض والأسهم الممتازة والأرباح المحتجزة والأسهم العادية التي تشكل هيكلها المالي بشكل يستهدف تعظيم قيمة المؤسسة .

وتبعا لذلك يجب أن تضع المؤسسة هيكلا ماليا، وتعمل على تجميع الأموال بالشكل أو النمط الذي يحفظ تكوين هذا الهيكل على مدار عمر المشروع. وفي هذا الجزء سوف نفترض أن المؤسسة قد حددت هيكلها التمويلي المستهدف والأمثل من وجهة نظرها ،وأنها في ممارستها للأنشطة التمويلية تلتزم بتكوين هذا الهيكل وتستخدم النسب أو الأوزان المستهدفة لكل من الاقتراض والأسهم العادية والأسهم الممتازة والأرباح

المحتجزة إلى جانب تكلفة هذه العناصر في تحديد ما يسمى بالتكلفة الوسطية المرجحة للأموال التي تمثل المتوسط المرجح لتكاليف مكونات الهيكل المالي للشركة .

أي مجموع تكلفة كل مصادر التمويل مرجحة بالأهمية النسبية لكل مصدر في مساهمته في تشكيل رأس المال.([1])

وتحسب التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال بموجب المعادلة التالية: ([2])

تكلفة رأس المال =[(نسبة الدين)(تكلفة الدين بعد الضريبة)]+[(نسبة الأسهم الممتازة)(تكلفة الأسهم الممتازة)]+[(نسبة حقوق الملكية)(تكلفة حقوق الملكية)]

$$Wacc=KdWd+KpsWps+KsWs$$

مثال:

من الأمثلة السابقة وجدنا أن تكلفة مصادر التمويل المختلفة للشركة على الشكل التالي :

- تكلفة الأسهم العادية الجديدة = 14%
- تكلفة الأسهم الممتازة =17.7%
- تكلفة الأرباح المحتجزة =12.2%
- تكلفة الدين (السندات)=6.3%

[1] -غنية بور بيعة، مرجع سابق ، ص66.

[2] -عدنان تايه النعيمي ،ارشد فؤاد التميمي ،**الإدارة المالية المتقدمة** ،دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع ،عمان ،ص377.

مصادر التمويل	الوزن النسبي	التكلفة	الأهمية النسبية
الأسهم العادية	%20	%14	0.028
الأسهم الممتازة	%10	%17.7	0.0177
الأرباح المحتجزة	%40	%12.2	0.0488
السندات	%30	%6.3	0.0189
المجموع	%100	-	0.1134

التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال =11.34 %

يجب على الشركة قبول كل المشاريع التي تحقق عوائد أكبر من 11.34%

المبحث الثاني: تفسير نظريات هيكل التمويل للرافعة المالية وتكلفة التمويل

بدأت الدراسات حول الهيكل المالي بالتبلور بشكل علمي مع بداية الخمسينات عندما ظهرت أول نظرية في هذا المجال التي أصبحت تعرف الآن بالنظرية التقليدية للهيكل المالي ،تم تلتها باقي النظريات ، حيث تذكر أغلبها حول إمكانية وجود هيكل مالي أمثل ،و الذي يقصد به مدى إمكانية اختيارها لنسبة تمويل معينة بين كل من الأموال الخاصة والديون ، بالشكل الذي يؤدي إلى تدنية تكلفة رأس المال إلى أقصى حد ممكن وبالتالي تعظيم قيمة المؤسسة .

وفي هذا المبحث سوف نتطرق إلى بعض النظريات المعارضة لوجود هيكل تمويل أمثل وبعض النظريات المفسرة لأمثلية الهيكل المالي .

المطلب الأول: النظريات المعارضة لوجود هيكل مالي أمثل

الفرع الأول: نظرية صافي ربح العمليات

يؤكد مؤيدي نظرية صافي ربح العمليات في صياغة هيكل التمويل إلى أن التغير في الرفع المالي لا يسبب أي تغير في تكلفة الأموال المرجحة ولا في القيمة السوقية للشركة والتي تحدد بالقيمة السوقية لحق الملكية زائدا القيمة السوقية للقروض ، بمعنى أن القيمة السوقية للشركة سوف تكون مستقلة عن أي تغيرات في هيكل الأموال وهي أيضا مستقلة عن تأثيرات تكلفة الأموال المرجحة .

إن المضمون العام لهذه النظرية يشير إلى أن زيادة الرفع المالي أي زيادة حصة التمويل المقترض في هيكل الأموال سوف يؤدي إلى ارتفاع المخاطر المالية التي يتعرض لها حملة الأسهم العادية (الملاك).

وبسبب هذه الزيادة في المخاطر فإن الملاك لابد وأن يطلبوا معدل عائد على استثماراتهم أكبر تعويضا عن هذه المخاطرة الإضافية ،وبما أن معدل العائد المطلوب من قبل الملاك يمثل تكلفة التمويل الممتلك لذلك فإن تكلفة التمويل الممتلك سوف تزداد مع كل زيادة في الرفع المالي .أن هذا الارتفاع في تكلفة التمويل الممتلك يعوضه الانخفاض في تكلفة التمويل المقترض الأمر الذي يجعل تكلفة التمويل المرجحة ثابتة لا تتغير والقيمة السوقية للشركة ثابتة لا تتغير أيضا .

ولابد من الإشارة إلى أن تكلفة التمويل المقترض سوف تضم متغيرين أساسيين هما:

1- تكلفة صريحة ممثلة بسعر الفائدة .

2- تكلفة ضمنية ناشئة عن الزيادة في تكلفة التمويل الممتلك بسبب ارتفاع مستويات الرفع المالي .

إن المنهج العام لنظرية صافي ربح العمليات في صياغة هيكل التمويل يؤكد فكرة استقلالية مخاطر الأعمال عن تكلفة التمويل المرجحة وأيضا عن تشكيلة هيكل التمويل وهو ما يعني أن القيمة السوقية للشركة ستظل ثابتة رغم التغيرات التي تحصل في مستويات الرفع المالي .مما يعني أن التغيرات في هيكل التمويل لا تأثير لها سواء على القيمة السوقية للشركة وأيضا لا تأثير لها على تكلفة التمويل المرجحة الأمر الذي يجعل فكرة وجود هيكل تمويل أمثل فكرة غير مقبولة إطلاقا.

ولإثبات وجهة النظر أعلاه حول هذه النظرية لابد لنا من تحديد مجموعة الفروض التي تقوم عليها هذه النظرية وهي:

1- تتحدد القيمة السوقية للشركة ككل بخصم صافي ربح العمليات بمعدل خصم يساوي تكلفة التمويل المرجحة لذلك ليس من الأهمية تقسيم تلك القيمة بين اقتراض وملكية.

2- يتحدد معدل خصم صافي ربح العمليات بدرجة مخاطر الأعمال لذلك فإذا ما ظلت مخاطر الأعمال ثابتة لا تتغير فإن معدل الخصم (تكلفة التمويل المرجحة) يظل ثابت لا يتغير أيضا.

3- زيادة مستويات الرفع المالي من خلال الحصول على قروض بطرح سندات وهو مصدر تمويل منخفض التكلفة يترتب عليه زيادة في درجة المخاطر المالية التي يتعرض لها حملة الأسهم العادية لذلك فإن المزايا الناجمة عن الاعتماد عن القروض (السندات)تضيع نتيجة مطالبة الملاك بمعدل عائد أعلى لتعويضهم عن المخاطر الإضافية التي يتعرضون لها ، الأمر الذي يجعل تكلفة التمويل الممتلك متصاعدة كلما زادت مستويات الرفع المالي .

4- أن معدل الفائدة على القروض ثابت.

5- لا توجد ضريبة على دخل الشركة .

وبما أن القيمة السوقية للشركة ما هي إلا حاصل القيمة السوقية لحق الملكية والقيمة السوقية للقروض (السندات) وفق مضمون هذه النظرية لذلك فإن:

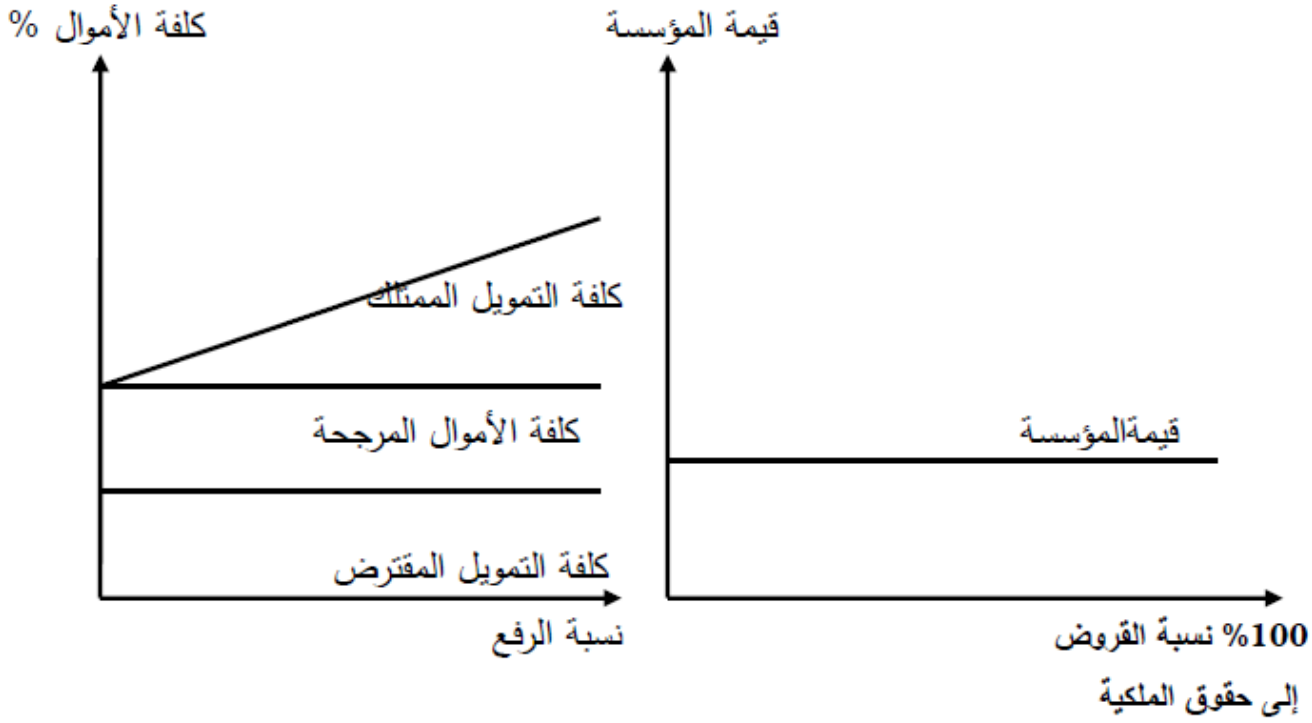
القيمة السوقية لحق الملكية =القيمة السوقية للشركة –القيمة السوقية للقروض

وبما أن تكلفة التمويل المرجحة ثابتة، فإن تكلفة التمويل الممتلك سوف تزداد بمعدل ثابت مع الزيادة في نسبة الاقتراض إلى حق الملكية بسبب زيادة درجات الخطر المالي.

رغم التغير في نسبة الرفع المالي (نسبة القيمة السوقية للقروض إلى القيمة السوقية لحق الملكية)إلا أن القيمة السوقية للمؤسسة ظلت ثابتة كما أن تكلفة التمويل المرجحة ظلت ثابتة أيضا مما يعني عدم وجود هيكل تمويل أمثل رغم أن تكلفة التمويل الممتلك قد تصاعدت مع كل زيادة في نسبة الرفع المالي ([1])، إذ تحدد هذه النتائج مضمون نظرية صافي ربح العمليات التي نستطيع أن نعرض مضمونها في الشكل الهندسي الأتي :

شكل رقم (01):العلاقة بين نسبة الرفع المالي وتكلفة التمويل المرجحة وفق نظرية صافي ربح العمليات.

[1] –حمزة محمود الزبيدي ، **الإدارة المالية المتقدمة** ،مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع ،عمان ،2014،ص ص769-776.



المصدر :حمزة محمود الزبيدي ،الإدارة المالية المتقدمة ،ص776.

الفرع الثاني : مدخل مودكلياني وميلر Modigiliani Et Miller

يجيب الاقتصاديان "مودكلياني وميلر "على السؤال حول أمثلية الهيكل المالي ب "لا"أي لا يوجد هيكل مالي أمثل حيث يريان بأن "تكلفة رأس المال وقيمة المؤسسة مستقلتان عن هيكلها المالي ، ففي ظل سوق مالية كفء ، وغياب الجباية يوجد تكافؤ بين مختلف أنماط التمويل ،وقد بينت النظرية على ما يسمى بالمراجحة أو التحكم .والواقع أن هذه النظرية استندت إلى جملة من الفروع غير الواقعية هي :

-تتصف سوق رأس المال بالكمال (سوق كفء)، مما يعني عدم وجود عمولات وساطة (المعلومات متاحة للجميع دون عمولة).

-عدم وجود ضرائب، عدم وجود تكلفة للصفقات وأن المستثمرين يمكنهم الاقتراض بنفس معدل الفائدة.

-التوقعات متماثلة بالنسبة للمستثمرين .

-عدم وجود خطر الإفلاس .

-يمكن للأشخاص والمؤسسات الإقراض و الاقتراض بدون حدود وبمعدل خالي من الخطر.

- توزع المؤسسات كل أرباحها، وذلك بهدف تجنب التفاعل بين سياسة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال.ويعتبر كل من "مودكلياني وميلر "أن قيمة المؤسسة يكشف عنها برسملة أرباحها خلال عدة فترات بمعدل استحداث يتعلق بقطاع نشاطها .وأدى الاقتراض السابق إلى ضرورة التمييز بين الحالتين : حالة وجود الجباية وحالة عدم وجودها لأن هذه الأخيرة غير واقعية خيالية .

-حالة غياب الجباية

تكتب في هذه الحالة الصياغة العامة لأثر الرافعة كما يلي :

$$Rf=Re+ (Re-i)*D/Cp \ldots\ldots\ldots (1)$$

حيث:

Rf:معدل مردودية الأموال الخاصة المفروض من طرف المساهمين وبالتالي فهي عبارة عن تكلفة الأموال الخاصة.

فعلما أن:

$$CMP=Rf[Cp/(Cp+D)]+i[D/(Cp+D)] \ldots\ldots\ldots\ldots (2)$$

وبما أن CMPهي تكلفة رأس المال ، فإنه يمكننا تعويض Rf بقيمتها (حسب العلاقة (1)في العلاقة (2) فنتحصل على المعادلة: CMP=Reوعليه فإن تكلفة رأس المال عبارة عن معدل المردودية الاقتصادية الأدنى المفروض ،فهي إذن مستقلة عن الهيكل المالي فتوصل الباحثان إلى أن زيادة في هيكل التمويل يؤدي إلى :

-انخفاض تكلفة الأموال المرجحة بسبب رخص تكلفة القروض .

- زيادة تكلفة الملكية (الأموال الخاصة تكون بالقدر الذي تتلاشى معه ميزة رخص تكلفة القروض بحيث تظل تكلفة الأموال المرجحة في التحليل النهائي ثابتة.ومن ثم لا تتأثر قيمة المنشأة بتغير حجم الديون في ظل افتراضات السوق التام.

وهذا ما أدى بهما فعلا إلى استخلاص النتيجة :لا يؤثر الهيكل المالي للمؤسسة في قيمتها ،كما أن التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال ثابتة مهما كانت طبيعة الهيكل المالي .([1])

المطلب الثاني: النظريات المؤيدة لوجود هيكل تمويل أمثل

الفرع الأول: نظرية صافي ربح

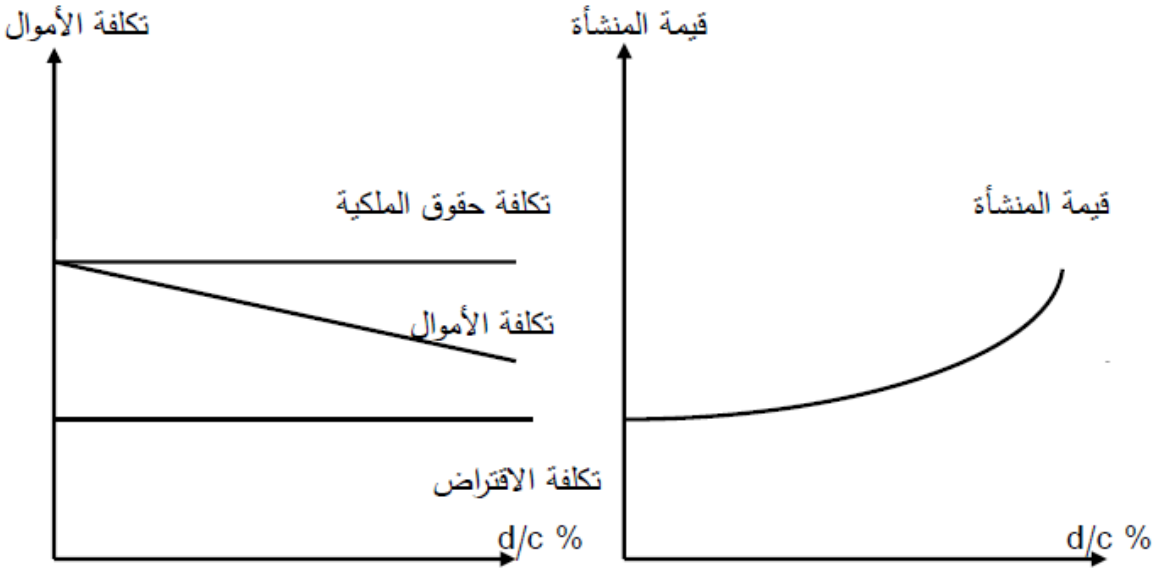
حسب مدخل صافي الربح إن استمرار ارتفاع نسبة الرفع المالي في الهيكل المالي للمؤسسة يعني استمرار انخفاض التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل واستمرار ارتفاع القيمة السوقية للمؤسسة ،ويعني ذلك من الناحية النظرية الوصول بنسبة الرفع المالي إلى 100%في المؤسسة ستكون التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل في حدها الأدنى لتكون القيمة السوقية للمؤسسة في حدها الأعلى ،ومن المنطق أن يتحقق ذلك عندما تعتمد المؤسسة كليا على الديون فقط ،رغم أن ذلك لا يسمح به من الناحية القانونية .

[1] – عبد الوهاب دادان،**تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي الإسهامات النظرية الأساسية** ،مجلة الباحث ،جامعة ورقلة ،الجزائر ،العدد2006،04،ص109.

وما يعاب على هذا المدخل إهماله للمخاطر المالية الناتجة عن زيادة الرفع المالي والتي تؤدي إلى ارتفاع تكلفة الديون وتكلفة التمويل الخاص .([1])

والشكل التالي يوضح سلوك تكلفة التمويل مع تزايد نسبة الاقتراض إلى قيمة المؤسسة وكذا قيمة المؤسسة مع تزايد نسبة القروض في هيكل رأس المال .

الشكل رقم (02): العلاقة بين تكلفة التمويل وقيمة المؤسسة وبين نسبة الإقراض لمدخل صافي ربح العمليات.



المصدر :عبد المجيد تيماوي ،نحو بناء نظري لتفسير السلوك التمويلي للمؤسسات الجزائرية،ص 26.

[1] –نبيلة سهايلية ،جبار بوكثير ،**عناصر الهيكل المالي وأثرها على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية** ،مجلات ميلاف للبحوث والدراسات،جامعة العربي بن مهيدي ،أم البواقي ،الجزائر ،العدد الخامس ،جوان 2017،ص246 .

وعليه يوجد هيكل مالي أمثل حسب هذا المدخل يتحقق عند أقصى مستوى تمويل من الاقتراض للمؤسسة الذي يؤدي إلى تخفيض تكلفة التمويل إلى أدنى مستوى لها وزيادة القيمة الإجمالية للمؤسسة إلى أعلى مستوى ،وبالتالي يترتب عن ذلك ارتفاع قيمة السهم السوقية .([1])

الفرع الثاني:النظرية التقليدية

يرى الكلاسيكيون أنه يوجد هيكل مالي أمثل ،لأن تكلفة التمويل الخاصة أعلى من تكلفة الاقتراض ، إذ أن المخاطرة المتأتية من التمويل الذاتي أعلى من المخاطرة الناجمة عن الاستدانة ،ومن جهة أخرى تكلفة الاقتراض التي تندرج ضمن المصاريف المالية التي لها خاصية الاقتصاد في الضريبة ويبرز ذلك في تخفيض الوعاء الضريبي لحساب الضريبة على الأرباح ،بينما عوائد رأس المال الناجمة عن التمويل الذاتي لا تتميز بتلك الخاصية لكونها تأتي بعد حساب النتيجة ،وبالتالي فإن الديون تعمل على تخفيض تكلفة رأس المال .

وقد بنيت هذه النظرية التقليدية على أساس مجموعة من الفرضيات أهمها:

- توزيع الأرباح داخل المؤسسة يكون قبل الضريبة .
- خطر الاستغلال الذي تتحمله المؤسسات ثابت حتى في حالة القيام باستثمارات جديدة.
- توقعات العوائد من طرف المساهمين معروفة ومتجانسة .
- في حالة تغير نسبة: الأموال المقترضة /الأموال الخاصة، فإن مورد التمويل الجديد يتم اللجوء إليه من أجل تقليل من مصدر لأخر.

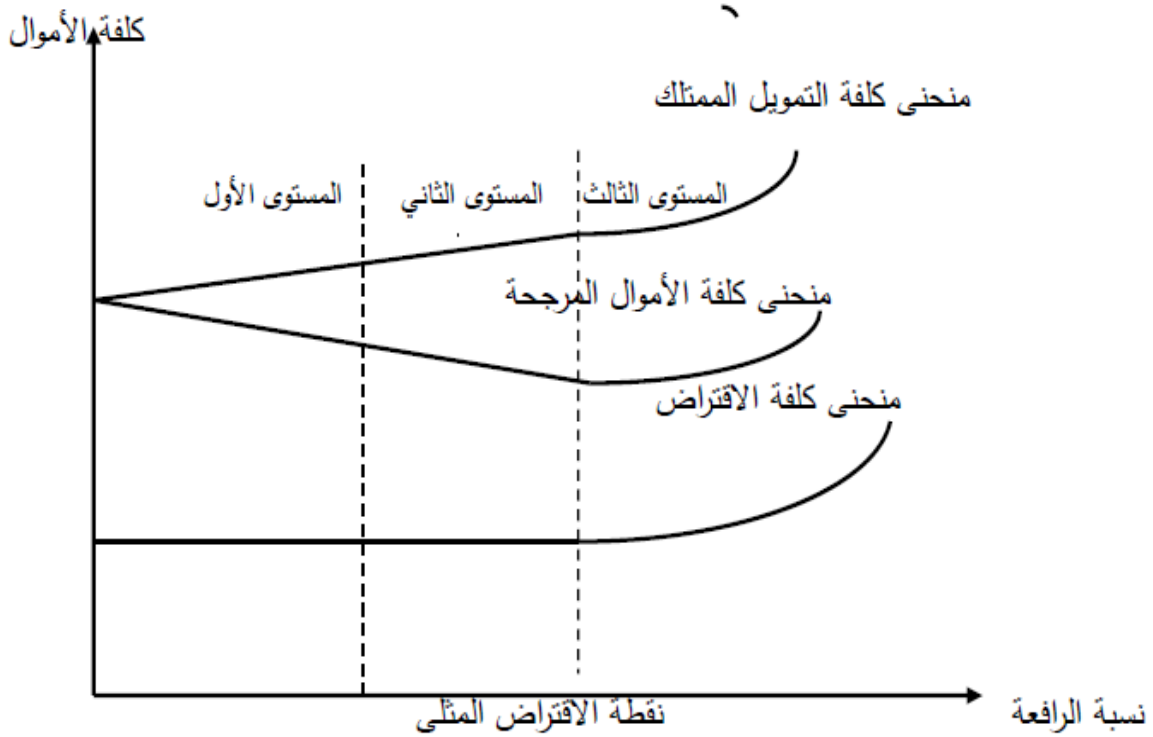
[1] –عبد المجيد تيماوي ،**نحو بناء نظري لتفسير السلوك التمويلي للمؤسسات الجزائرية** ،(أطروحة الدكتورة)،كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير،جامعة محمد خيضر بسكرة ،2014،ص ص26-27.

- المؤسسة تعمل في محيط تنعدم فيه الضرائب ولا توجد تكاليف المعاملات .([1])

ويمكن توضيح المنظور الكلاسيكي بيانيا كما يلي :

شكل رقم (03):الهيكل المالي الأمثل حسب المنظور الكلاسيكي

المصدر :زغيب مليكة ،علاقة الهيكل المالي بلقيمة السوقية للمنشأة من خلال النظرية المالية ،ص158.



رغم ارتفاع تكلفة الأموال الخاصة بزيادة نسبة الاقتراض ، فإن تكلفة الأموال الكلية تنخفض ،لأن الانخفاض في تكلفة الاقتراض يفوق الارتفاع في تكلفة الأموال الخاصة ويستمر هذا الانخفاض التدريجي في تكلفة الأموال حتى تصل نسبة الاقتراض إلى حد معين ثم تأخذ في الارتفاع التدريجي من جديد بسبب أن زيادة نسبة الاقتراض ستؤدي إلى ارتفاع تكلفة الأموال الخاصة بمعدلات اكبر من معدلات انخفاض التكلفة الناتجة عن زيادة نسبة الاقتراض.

[1] –أنفال حدة خبيزة ،**مرجع سابق** ،ص21.

مما سبق يتضح أن المدخل التقليدي يؤيد فكرة وجود هيكل مالي أمثل عند أدنى نقطة لتكلفة التمويل أين تصل قيمة المنشأة أقصاها ،وبعد هذه النقطة المثلى تبدأ تكلفة التمويل في الارتفاع بسبب ارتفاع الديون ،لأن المنشأة قد تعدت حد الرشد في العلاقة بين الديون والأموال الخاصة (انظر الشكل 3).

وبالتحليل السابق ،خلص أصحاب المذهب التقليدي إلى أن تكلفة الأموال تابعة للهيكل المالي ،حيث يؤيد هؤلاء وجود هيكل مالي مثالي تحدده أدنى نقطة لتكلفة الأموال للمنشأة

(R^*)نقطة الاقتراض المثلى .([1])

الفرع الثالث : نظرية (Modigiliani Et Miller1963) المصححة في ظل وجود جباية

قدم مودكلياني وميلر مقالة بعنوان (ضرائب داخل الشركة وتكلفة رأس المال)والتي أشارت إلى أن الفرق بين قيمة الشركة التي تستخدم التمويل بالرافعة المالية في هيكل رأس مالها ،وقيمة الشركة التي تعتمد على التمويل بحقوق الملكية ،هو في القيمة الحالية للوفرات الضريبية ،وإن مزايا التمويل المقترض هي أكثر مما افترضاه في بحثهما السابق .

وأضافت هذه النظرية جانب مؤثر على تكلفة التمويل ومن ثمة على قيمة الشركة وهو الجانب الضريبي،حيث سمحت القوانين الضريبية في الولايات المتحدة الأمريكية بأن مصروف الفائدة هو بمثابة مخفف ضريبي وان توزيعات الأرباح للمساهمين لا تعد مصروفا يخفف من الضريبة المستحقة على الشركة وبالتالي كان ذلك تبريرا للشركات بالتوجه لاستخدام الرافعة المالية أساسا لتخفيض تكلفة التمويل ورفع القيمة الجوهرية

[1] –زغيب مليكة ،**علاقة الهيكل المالي بالقيمة السوقية للمنشأة من خلال النظرية المالية** ،مجلة العلوم الإنسانية ،كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير،جامعة سكيكدة ،الجزائر ،العدد2009،31،ص ص157 158.

للشركة وقد عبر (Ehrlardt et brigham 2011) عن ذلك بالمعادلة التالية :

$$Vl=Vu+PV\ of\ tax\ shield$$

حيث:

Vl: القيمة الجوهرية للشركة الممولة تمويلا كامل بالدين.

Vu : القيمة الجوهرية للشركة التي لا تستخدم الدين في تمويلها.

PV of tax shield : القيمة الحالية للوفرات الضريبية.

ومن هنا خلصت النظرية إلى أن الهيكل الأمثل لرأس المال هو الذي يسعى لجعل القيمة الجوهرية للشركة بأعلى درجاتها من خلال التمويل بالرافعة المالية 100%.([1])

الفرع رابع : الهيكل المالي الأمثل ونظرية التسوية

إن العلاقة بين تكاليف الإفلاس والوفرات الضريبية للديون تعرف بما يسمى نظرية التسوية أو الحل الوسط ،إن هدفها هو كشف أن الهيكل المالي الأمثل لا يتحقق إلا عند التوازن بين المتغيرين (الإفلاس والوفرات الضريبية).

بالنسبة لنظرية التسوية (حل الوسط)،نسبة الاستدانة المثلى تقوم على مميزات والتكاليف المرتبطة بالاستدانة .المؤسسات سوف يعدلون هيكلهم المالي (رأس المال) ليصلوا إلى نسبة الاستدانة التي تعتبر كنسبة مستهدفة لأنها تعظم قيمة المؤسسة.

[1] –أشرف عادل محمود إسماعيل ،**محددات الهيكل المالي وأثرها على هيكل رأس المال للشركات الصناعية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية** ،(رسالة الماجستير)،كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية جامعة الأزهر ،غزة ،2016،ص ص34-35.

إن رفع معدل الاستدانة للمؤسسة له ثلاث أثار :

-أثر الرفع المالي:والذي لا يغير من قيمة المؤسسة ،إذا كان الرفع المالي يلعب أثره وحده ،وخطر الإفلاس والوفر الضريبي مستبعد قيم المؤسسة المستدينة هي نفسها لمؤسسة تم تمويلها كليا بالأسهم .

- أثر جبائي يرفع من قيمة المؤسسة بالقيمة الحالية للوفر الضريبي.

- خطر الإفلاس يخفض من قيمة المؤسسة بالقيمة الحالية لتكاليف الإفلاس .

في السوق كل شيء يمشي على قدم المساواة، الديون توفر أثرين للمؤسسة:

1- المنفعة الضريبية المرتبطة بخصم الفوائد ،وما هي إلا الوفرات الضريبية المرتبطة بالديون .في هذه الحالة ديون تخلق قيمة للمؤسسة من خلال القيمة الحالية للوفرات الضريبية .

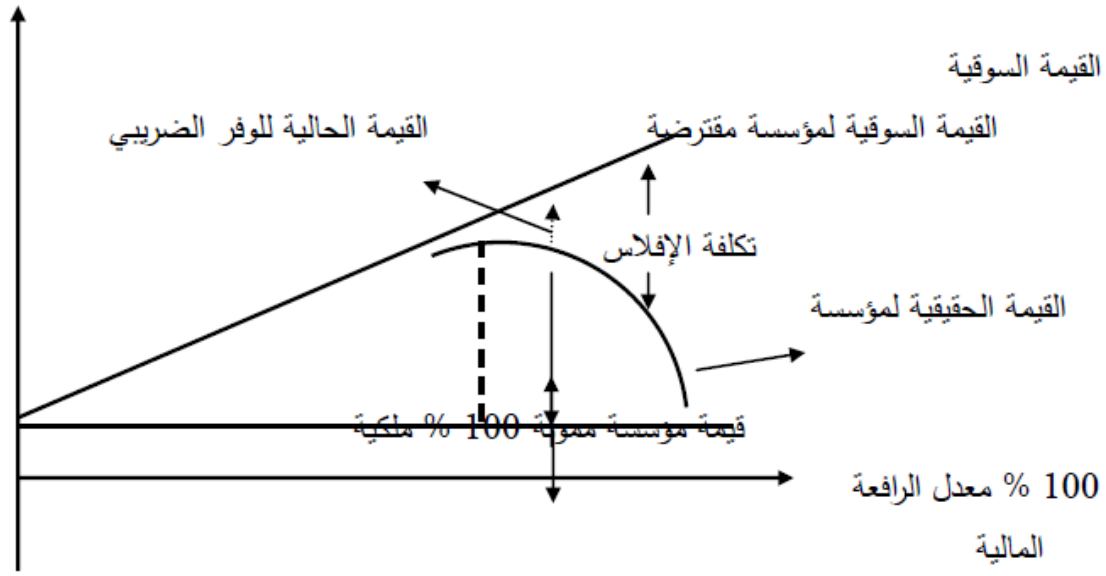
2- أثر سلبي مرتبط بتكاليف الإفلاس ،القيمة الحالية لهذه التكاليف تعاقب قيمة المؤسسة ،يتعلق الأمر بانخفاض القيمة الحالية للوفرات الضريبية .

في سوق غير كاملة الأثرين يحدثان في وقت واحد لتحديد قيمة المؤسسة المستدينة من خلال مؤسسة متشابهة معها في كل النقاط غير أنها ليست مستدينة:

قيمة المؤسسة المستدينة =قيمة مؤسسة غير مستدينة +القيمة الحالية للوفرات الضريبية –القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس

الدراسات المطورة في هذه الفرضية للمقاصة (تطهير أو إزالة) لخطر الإفلاس والوفر الضريبي، تشير أن تكاليف الإفلاس تسمح بمعاقبة الوفر الضريبي للاستدانة وتعطي إمكانية لتحديد هيكل مالي أمثل .

شكل رقم (04) :أثر تكلفة الإفلاس والوفر الضريبي على القيمة السوقية للمؤسسة



المصدر :غنية بوربيعة،مرجع سابق ،84.

الهيكل المالي الأمثل يتحقق عند تعظيم قيمة المؤسسة مع الأخذ بعين الاعتبار جميع المتغيرات ،فالقرار الأمثل للاقتراض والذي يضمن أقل قيمة سوقية للمؤسسة ما هو إلا محصلة للتوازن بين الأثر الايجابي الذي تحدثه القيمة الحالية للوفرات الضريبية والأثر السلبي الذي تسببه تكلفة الإفلاس .([1])

[1] -بوربيعة غنية ،مرجع سابق ،ص ص83-84.

خلاصة

تهتم المؤسسات بتكوين المزيج من مصادر التمويل الذي يتماشى مع أهدافها معتمدة في ذلك على أموال الملكية والاقتراض اللذان تختلف تكلفتهما والمخاطر المترتبة عنهما ،حيث يعتبر الاقتراض أقل تكلفة وأقل خطر من أموال الملكية ، لذا نجد أغلب المؤسسات تلجأ إلى استخدام قدر معين من الاقتراض يسمح لها بتخفيض تكلفة التمويل الكلية ، مما يؤدي إلى زيادة العائد المتوقع على حقوق الملكية .

وتجدر الإشارة إلى أنه لابد من القيام بتقدير تكلفة الأموال من كل مصدر تمهيدا للوصول إلى تكلفة إجمالية لجميع الأموال التي يتكون منها هيكل رأس المال،التي يجب أن تكون في حدها الأدنى بهدف تعظيم قيمة المؤسسة حتى تكون بصدد الهيكل المالي المناسب .

ومن جهة أخرى اختلفت وجهات النظر حول المزيج من التمويل الذي يحقق الهيكل المالي الأمثل .فمنها ما يقر بوجود هيكل مالي أمثل يتحقق عند النقطة التي تكون فيها تكلفة التمويل عند أدنى قيمة لها وقيمة المؤسسة عند أعظم قيمة .أم مودكلياني وميلر يرفضان فكرة وجود هيكل مالي أمثل في حالة وجود جباية ولا يمكن أن يكون له تأثير على تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة أما في حالة وجود جباية على دخل المؤسسة فيعترف مودكلياني وميلر بوجود هيكل مالي أمثل .كما تؤيد نظرية التسوية وجود هيكل مالي أمثل يتحقق عند التوازن بين المتغيرين (الإفلاس والوفرات الضريبية).

الفصل الثالث

دراسة حالة تطبيقية لمجمع صيدال للفترة

(2010-2017)

تمهيد:

سنقوم في هذا الفصل بإسقاط الجانب النظري على الواقع وذلك بإجراء دراسة تحليلية للقوائم المالية لمجمع صيدال –الجزائر – للفترة (2010-2017) محاولين التركيز على الجوانب المتعلقة بموضوع دراستنا المتمثلة في طريقة استخدام الرفع المالي لتقييم الهيكل المالي للمجمع للفترة (2010-2017) باستخدام برنامج EVIEWS06، معتمدين على مجموعة من الأدوات والإجراءات المنهجية، قصد الوصول إلى الأهداف المرجوة من الدراسة.

المبحث الأول : تقديم عام لمجمع صيدال

يحتل مجمع صيدال مركزا هاما في مجال إنتاج المواد الصيدلانية والأدوية بمختلف أنواعها إذا يعتبر الرائد في إنتاج هذه المنتجات على مستوى السوق الجزائرية .

المطلب الأول :لمحة تاريخية عن المجمع الصناعي صيدال

يعتبر المجمع الصناعي صيدال شركة ذات أسهم ،برأسمال اجتماعي قدره 2.5 مليار دينار جزائري ويعتبر من بين أولى المؤسسات الاقتصادية الجزائرية التي تم تسعيرها في بورصة الجزائر. يتمثل النشاط الأساسي لصيدال في تطوير،إنتاج وتسويق المنتجات الصيدلانية المخصصة للاستعمال البشري والحيواني . تعتبر نشأة مجمع صيدال ثمرة لعدة مراحل في إعادة الهيكلة ،وذلك من خلال التحولات التنظيمية ،الصناعية،القانونية والمالية التي مر بها ، وتتمثل أهم المحطات الحاسمة التي مر بها صيدال عبر تاريخه فيما يلي : ([1])

-في سنة1963 تأسست الصيدلية المركزية الجزائرية (PCA) على إنقاص بعض الهياكل التي ورثتها الجزائر عن الحقبة الاستعمارية في مجال الخدمات الصحية، وتتمثل هذه الهياكل في مجموعة من المخازن العمومية القديمة لتخزين الأدوية.

[1] Note d'information -، Groupe SAIDAL، 1999، p14.

-في سنة 1969 عهدت الدولة للصيدلية المركزية مهمة احتكار استيراد ،تصنيع وتسويق المنتجات الصيدلانية الخاصة بالطلب البشري ،وهذا بناء على أمر رئاسي أوكلها هذه المهام ،وفي إطار مهمتها الإنتاجية أسست سنة 1971 وحدة للإنتاج بالحراش .

-في سنة 1982 تحولت الصيدلية المركزية الجزائرية إلى المؤسسة الوطنية للإنتاج الصيدلانية(ENPP) بناء على المرسوم 1982/161 و المؤرخ في أفريل1982 ، لتصبح بعد ذلك تحت وصاية وزارة الطاقة والصناعات الكيميائية تحت اسم مؤسسة صيدال .

-في سنة 1989 صارت صيدال مؤسسة عمومية اقتصادية ذات استقلالية في التسيير ،وهذا وفقا لقانون استقلالية المؤسسات ،كما عهد لها احتكار إنتاج وتوزيع الأدوية والمنتجات الصيدلانية ،وأصبحت ذات قانون أساسي جديد (شركة ذات أسهم) ولكنها بقيت خاضعة لمراقبة صندوق مساهمات الدولة .

-في سنة 1993 سمحت التغييرات التي أجريت على قانونها الأساسي ،بمشاركة صيدال في العمليات الصناعية والتجارية التي من شأنها خدمة هدفه الاجتماعي سواء بإنشاء شركات جديدة أو فروع تابعة لها ،وقد تم أيضا في العام ذاته الإصلاح المالي لصيدال ،حيث تحملت الدولة ديونها وخسائرها في إطار الإصلاح المالي لمؤسسات القطاع العام .

-وفي سنة 1997 تم تحويل كل رأسمال المؤسسة إلى ملكية الشركة القابضة للصيدلة والكيمياء ،وقد اتجهت صيدال في هذه السنة إلى إنتاج المضادات الحيوية بالمدية ،كما عرفت تطورا لفعاليتها في عدة مجالات حيث سجل الإنتاج زيادة نسبة 16% ،كما ارتفعت المبيعات بنسبة 23 %وذلك مقارنة بنسبة 1996.

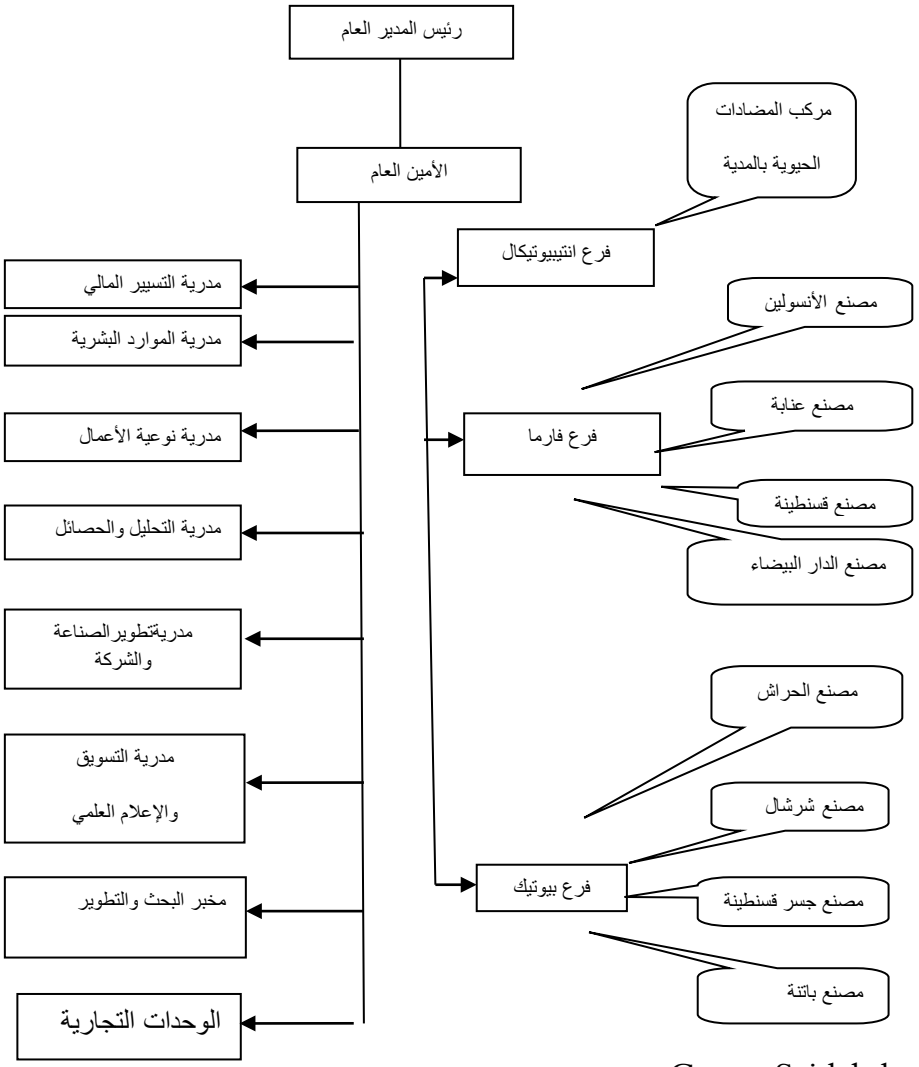
-في سنة 1998 بعد الإصلاح الهيكلي للمؤسسات العمومية ،أصبحت مؤسسة صيدال عبارة عن شركة ذات أسهم لإنتاج المنتجات الصيدلانية ،وبتاريخ 2فيفري 1998 تم تسميتها بالمجمع الصناعي لصيدال

،سجل التوثيق رقم (508/97N) مسجلة بالسجل التجاري لولاية المدية تحت رقم 82B0002 ،وكذلك في سنة 1998 ثم رفع رأس المال الاجتماعي للمجمع من 600 مليون دينار إلى 2500 مليون دينار ،وهذا وفقا لقرار الجمعية العامة غير العادية في 22جوان 1998 يقضي بضم 936 مليون دينار من الاحتياطات إلى رأس المال الاجتماعي ،بالإضافة إلى قرار الجمعية العامة غير العادية المنعقدة في 26جويلية 1998 والقاضي يضم 964 مليون من القروض طويلة الأجل المقدمة من طرف الشركة القابضة للصيدلة والكيمياء إلى رأس المال الاجتماعي للمجمع ،وفي السنة ذاتها تم ترشيح المجمع للدخول إلى بورصة الجزائر ،وذلك بهدف الخوصصة الجزئية لرأسماله عن طريق إصدار أسهم للاكتتاب العام بنسبة 20 % من رأسماله الإجمالي ،وبعد أن قامت لجنة تنظيم ومراقبة العمليات البورصة (COSOB*) بدراسة ملف مجمع صيدال ،والذي وجدته مستوفي لكل الشروط المطلوبة ،منحته بتاريخ 24 ديسمبر 1998 تأشيرة الدخول إلى البورصة تحت رقم 98/04 ،وقد كانت النتائج مشجعة في بداية فترة انضمام صيدال إلى بورصة الجزائر ،حيث قدر عدد الأسهم المعروضة للاكتتاب ب 2000.000 سهم ،وحددت القيمة السوقية الاسمية للسهم ب 250 دينار جزائري ،أما سعر العرض العلني للبيع فقد حدد ب 800دينار جزائري وامتدت فترة العرض العمومي للبيع من 15 فيفري 1999 إلى 15مارس 1999 ،وقد حضت أسهم المجمع بطلب كبير من طرف المستثمرين ،حيث قدر عدد الأسهم المطلوب بأكثر من 2.851.413 سهم، أي أن هناك زيادة في الطلب على العرض بنسبة 42.5% وهو ما يتطابق مع توقعات المسيرين .

المطلب الثاني : الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال

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

الشكل (05) : الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال .



المصدر :.www.Group Saidal.dz

يوضح الهيكل التنظيمي في الشكل (رقم :05) المستويات التنظيمية لمجمع صيدال والتي تتمثل فيما يلي : ([1])

1-**فرع فرمال** : يتكون فرع فرمال من ثلاث مصانع إنتاجية **ومنبر** لمراقبة الجودة والنوعية لمنتجات مصانع الفرع وكذا بعض المؤسسات العمومية والخاصة وقد ألحقت هذه الوحدات فرع فرمال في جويلية 1999 بعد ما كانت تابعة للمؤسسة الوطنية للتمويل بالمواد الصيدلانية سابقا وهي كالأتي :

[1] - نقلا عن الموقع الالكتروني :www.ecomedfot .blogspot.com،بتاريخ 2019/04/25،على الساعة 10:00.

أ-مصنع الدار البيضاء: ينتج هذا المصنع أصنافا صيدلانية متنوعة (أقراص ،أشربة محاليل للشرب ،كبسولات ،مراهم ،أملاح وغيرها) ، وتفوق قدرتها الإنتاجية 40 مليون وحدة بيع لكل الأشكال .

ب-مصنع قسنطينة : يختص في أنتاج الأشكال السائلة من الأشربة ومحاليل بقدرة إنتاجية تصل إلى 5مليون وحدة بيع .

ج-مصنع عنابة : يختص في إنتاج الأشكال الجافة من أقراص وكبسولات بقدرة إنتاجية تتجاوز ال 7 مليون وحدة بيع .

د-مصنع الأنسولين : مقره بقسنطينة يتخصص بصنع الأنسولين للاستعمال البشرية ينتج ثلاث أصناف من الأنسولين : الأنسولين السريع ،الأنسولين مركب مزيج 25 ،الأنسولين أساسي قاعدي على شكل قارورات حقن.

2-فرع أنتيبيوتيكال : يقع فرع أنتيبيوتيكال بالمدية على بعد 80 كم جنوب الجزائر العاصمة يختص في إنتاج المضادات الحيوية البنيسلينية وغير البنيسلينية .

3-فرع بيوتك : يعتبر فرع بيوتك واحد من الفروع الثلاثة الناتجة عن إعادة هيكلة صيدال وتحويلها إلى صناعي في فيفري 1998 يحتوي فرع بيوتك على ثلاث مصانع إنتاج وهي كتالي :

أ-مصنع الحراش : يتوفر مصنع الحراش الذي دشن في مارس 1971 على أربع ورشات إنتاج وهي ورشة الأشربة ،ورشة المحاليل ،ورشة الأقراص والملبسات ،ورشة المراهم ،تبلغ طاقة إنتاج هذه الو رشات 20 مليون وحدة بيع ، كما يتوفر أيضا على مخبر لمراقبة الجودة مكلف بالتحاليل الفيزيوكيمائية والتسيير التقني والوثائقي.

ب-مصنع جسر قسنطينة :تفوق طاقة إنتاج هذا المصنع ال 20 مليون وحدة بيع وهو الوحيد على المستوى الوطني المختص في إنتاج المحاليل المكثفة ،قارورات ،وأكياس بتكنولوجيا جد حديثة ،يتوفر المصنع على خمس

ورشات إنتاج في صناعة الأنواع الجالونيسية وهي ورشة التحميلات ،ورشة الأقراص والملبسات ،ورشة الأمبولات ،ورشة المحاليل المكثفة على شكل أكياس ،ورشة المحاليل المكثفة على شكل قارورات .

كما يتوفر على مخبر لمراقبة الجودة مكلف بالتحاليل الفيزيوكيميائية والميكروبيلوجية وخصائص السموم إلى جانب التسيير التقني والوثائقي .

ج-مصنع شرشال :يقع مصنع شرشال الذي يتربع على مساحة 3120 متر مربع بالمنطقة الصناعية واد بلاح بشرشال يتكون هذا المصنع من ثلاث ورشات إنتاج وهي ورشة الأشربة ،ورشة الأقراص والكبسولات والأكياس ورشة المحاليل المكثفة .

يحتوي المصنع على مخبر لمراقبة الجودة مكلف بالتحاليل الفيزيوكيميائية والميكروبيلوجية وخصائص السموم .

د-مصنع باتنة :يتخصص هذا المصنع في إنتاج التحاميل .

4-مركز البحوث و التطوير : أنشئ مركز البحوث والتطوير في جويلية 1999 ،يتوفر على أحدث المعدات وكفاءة بشرية مؤهلة ،يباشر مركز البحث والتطوير كل ما هو بحث علمي وتطوير للأدوية والتقنيات الصيدلانية ومن ضمن مهامه المساهمة في إعداد سياسة لتطوير الأدوية من أجل ابتكار صيدلاني متواصل أخذا على عاتقه تصميم وتطوير صناعة الأدوية الجنيسة .

ونشير أن مركز البحث والتطوير هو القلب النابض لمجمع صيدال حيث يوظف أكثر من 160 عاملا من بينهم 80 % إطارات .

5-الوحدات التجارية : أنشئت أول وحدة بيع 1996 بالجزائر العاصمة ،تهدف إلى تسويق وتوزيع كل منتجات مجمع صيدال من نقطة بيع واحدة ،والنتائج الجيدة التي أسفرت عنها هذه الوحدة شجعت المجمع

لفتح نقاط بيع أخرى في شرق الوطن بولاية باتنة في سنة 1999 والأخرى في غرب الوطن بولاية وهران وكان هذا سنة 2000.

إن الوحدة التجارية مزودة بوسائل تقنية هامة ويد عاملة متخصصة ،نشيطة وشابة اليوم وصلت الوحدات التجارية إلى أوج نشاطها والنتائج التي تحصلت عليها من الخبرة التي اكتسبتها في مجال التسويق والتوزيع ساهمت في تطوير مجمع صيدال حيث أن رقم أعمال هذه الوحدات تضاعف في الخمس سنوات الأخيرة .

6-مديرية التسويق والإعلام الطبي : مديرية التسويق والإعلام الطبي تابعة مباشرة لمجمع صيدال ،من أهم مهامها ضمان التنسيق بين مختلف مهام المؤسسة ،والمساهمة في ترقية منتوج المجمع وتحسين صورة المجمع الخارجية وهي مزودة بطاقم ذو كفاءة عالية في مجال الإعلام الطبي والتسويق وشبكة من المندوبين الطبيين وموزعين على كامل التراب الوطني .

المطلب الثالث : الأهداف الإستراتيجية لمجمع صيدال

تتمثل الأهداف الإستراتيجية لمجمع صيدال في :

-الإرضاء الكلي والدائم للزبون وهذا بوضع سياسة تسيير للنوعية والجودة تدريجيا .

-تنويع قائمة المنتوجات حيث وضعت سياسة بحث وتطوير جديدة للأدوية الجنيسة على أشكال جالونسية لأجيال جديدة بتكنولوجيا متطورة .

-تطوير الشركات من خلال مشاريع مع مخابر ذات سمعة عالمية سواء كانت شركات عن طريق عقود شراكة أو عن طريق اتفاقيات التصنيع .

-الحفاظ والرفع من حصص السوق الوطنية لضمان استمرارية المجمع الذي يضمن الدخول إلى الأسواق الخارجية والبحث الدائم عن النمو الاقتصادي والمالي.([1])

-الأخذ بعين الاعتبار انشغالات الصحة العمومية الوطنية .

-إدماج التكنولوجيا الجديدة في ميدان الصناعة الصيدلانية ومحاولة مسايرة التقدم العلمي الدائم ،وينعكس هذا الهدف الاستراتيجي على أرض الواقع في عقود الشراكة التي أبرمها مجمع صيدال مع كبريات المؤسسات العالمية في صناعة الأدوية بهدف الاستفادة من خبرة هذه المؤسسات في مجالات تخصصها ،وتدريب المهندسين والتقنيين الجزائريين على التكنولوجيات التي تستعملها هذه المؤسسات سواء تعلق الأمر بعملية تصميم الأدوية أو تصنيعها أو تقنيات الإنتاج والتحليل ومراقبة الجودة والصيانة هذا من جهة ومن الجهة الأخرى تنعكس أهداف المجمع الإستراتيجية في إنشائها لمراكز البحث والتطوير وإخضاعه للمقاييس العالمية (إيزو) فهو يمثل عنصر حرج للنجاح في تطبيق الإستراتيجية .

-استعمال طرق تسيير فعالة يمكن لها السيطرة على جميع نشاطات المؤسسة والقضاء على جميع أشكال الهدر الاقتصادي مع رفع الكفاءة الإنتاجية والتسويقية تتجلى هذه الطرق التسييرية الفعالة أولا في تبني المجمع لنظام ضمان الجودة الإدارية العالمية الايزو في أربعة مواقع له وهي مقر المجمع، وحدة جسر قسنطينة التابعة لبيوتيك، مركز البحث والتطوير، مركب المضادات الحيوية بالمدية.

-الوصول بركب التكنولوجيا في ميدان الصناعة الصيدلانية ولذلك يقوم جميع أفراد مجمع صيدال بالسهر على إرضاء الزبائن كما هو مطابق لهدف نظام إيزو في عملية تحسين دائمة التطوير في الخدمات المقدمة للزبائن

[1] - نقلا عن الموقع الالكتروني:www.Group.Saidal.dz ،بتاريخ 2019/04/25، على الساعة 10:30.

والتزمت الإدارة بتوفير جميع الإمكانيات اللازمة لذلك، عملا على الاستجابة لمتطلبات المحيط وإرضاء الزبون الداخلي

(العمال)والزبون الخارجي لقد تبنى نظام جديد للتخطيط في المجمع إذ يقوم النظام على تحديد للتخطيط في المجمع إذ يقوم النظام على تحديد مؤشرات عبارة عن وثيقة يعود إليها في كل النشاطات لأجل هذا الغرض قات المجمع بإعداد هذا النظام بالتعاون مع مكتب (خان) للاستشارات بتبنيه لنظام الموازنة التقديرية القصيرة والمتوسطة المدى وتقوم لجنة خاصة بمتابعة تطبيق هذه الموازنات وتسمى هذه الجنة بلجنة قيادة المؤسسة . ([1])

المبحث الثاني :تحليل الهيكل المالي لمجمع صيدال

إن عملية إعداد القوائم المالية تعد خطوة هامة وضرورية عند الشروع في دراسة الوضعية المالية لأي مؤسسة، ولذلك سوف نقوم في هذا المبحث بعرض الميزانية المالية المختصرة للمجمع وتقديم هيكله المالي.

المطلب الأول :عرض الميزانية المالية المختصرة لمجمع صيدال للفترة (2010–2017)

نعلم أن الميزانية المالية تتكون من جانبين الأصول والخصوم وفي كل جانب مجموعة من الكتل نوضحها من خلال الجدول التالي :

الجدول رقم (01): الميزانية المالية المختصرة جانب الأصول للفترة (2010–2017)

البيان	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
الأصول الثابتة	%46,76	%40,91	%38.1	%37.56	%41.16	%45.14	%65,62	%70,28
الأصول المتداولة	%53,23	%59,08	%61.8	%62.42	%58.83	%54.84	%34,37	%29,71
المجموع	**%100**	**%100**	**%100**	**%100**	**%100**	**%100**	**%100**	**%100**

المصدر : من إعداد الطلبة بالاعتماد على القوائم المالية

[1] -نقلا عن الموقع الالكتروني : www.Startimes.com ،بتاريخ 2019/04/25،على الساعة 09:45.

بالاعتماد على التحليل الديناميكي لأصول المؤسسة نلاحظ ان الأصول الثابتة للمجمع في تزايد خصوصا في السنتين 2016 و 2017 مما يدل على اعتماد المجمع على إستراتيجية توسعية ،وهذا بناء على قرار الجمعية العامة غير العادية.

الجدول رقم (02) الميزانية المالية المختصرة جانب الخصوم للفترة (2010-2017)

البيان	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
الأموال الدائمة	%72.22	%71.61	**%70.2**	**%57.3**	**%82.5**	**%80.8**	%83.76	%85.36
الأموال الخاصة	%41.71	%50.57	%49.1	%55.6	%55.6	%58.6	%59.20	%57.80
ديون طويلة الأجل	%30.51	%21.04	%21.1	%16.6	%26.8	%22.2	%24.56	%27.56
ديون قصيرة الأجل	%27.76	%28.37	**%29.7**	**%27.7**	**%17.4**	**%19.1**	%16.23	%14.62
المجموع	**%100**	**%100**	**%100**	**%100**	**%100**	**%100**	**%100**	**%100**

نلاحظ من جانب الخصوم خلال السنوات المدروسة (2010-2017)أن قيمة الأموال الدائمة في ارتفاع مستمر خصوصا في الفترة 2015-2017، وهذا الارتفاع يدل على تمويل المؤسسة للمشاريع المتعلقة بإستراتيجية التوسع المعتمدة من طرف المجمع في هذه السنوات.

بغرض تحليل الوضعية المالية للمجمع تم الاعتماد على مجموعة من النسب الموضحة في الجدول الأتي:

الجدول رقم (03) :نسب الهيكل المالي للفترة (2010-2017)

النسب / السنوات	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
نسبة الاستقلالية المالية =الأموال الخاصة ÷مجموع الديون	0.7151	1،0232	0.96	1.25	1.25	1.41	1،4510	1،3700
نسبة الاستقلالية المالية=الأموال الخاصة ÷مجموع الاصول	%41.71	%50.57	%49.1	%55.6	%55.6	%58.6	%59.20	%57.80
نسبة قابلية السداد=مجموع الديون ÷مجموع الأصول	%58,29	%49,43	%50,9	%44,4	%44,4	%41,4	%40,8	%42,2
نسبة التمويل الذاتي =الأموال الخاصة ÷الأصول الثابتة	0.8919	1،23	1.28	1.48	1.35	1.29	0.9021	0.8224
نسبة تمويل الأصول الثابتة =الأموال الدائمة ÷الأصول ثابتة	1،54	1،75	1.84	1.92	2	1.79	1،27	1،21
نسبة المديونية طويلة الأجل =ديون طويلة الأجل ÷الأموال الخاصة	0،73	0،41	0.43	0.29	0.48	0.37	0،41	0،47
نسبة المديونية قصيرة الأجل =الخصوم المتداولة ÷الأموال الخاصة	0،66	0،56	0.60	0.49	0.31	0.32	0،27	0،25

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على القوائم المالية

من الجدول أعلاه نستنتج ان:

1. **نسبة الاستقلالية المالية:** تبين هذه النسبة مدى إمكانية تغطية إجمالي الالتزامات باستخدام إجمالي حقوق الملكية، يستحسن ان تكون هذه النسبة محصورة بين 1-2 ونلاحظ أن هذه النسبة خلال كل السنوات المدروسة تراوحت بين 0.96-1،4510و بالتالي فالمؤسسة تعمل على تحسين قدرتها على تغطية ديونها عن طريق أموالها الخاصة مما يكسبها المرونة في التعامل مع دائنيها.

اما بالنسبة للعلاقة الثانية للاستقلالية المالية يستحسن ان تكون >0.5 نلاحظ ان المؤسسة تسعى أيضا لتدعيم استقلاليتها عن دائنيها.

2. **نسبة قابلية السداد:**

وهي العلاقة بين مجموع الالتزامات وبين مجموع الاصول , تبين هذه النسبة قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها القصيرة والطويلة الاجل , وتوضح مدى امكانية تغطية اجمالي الالتزامات باستخدام اجمالى الاصول بحيث كلما انخفضت هذه النسبة كان ذلك افضل من وجهة نظر المستثمرين الخارجيين والمقرضين وتكون نسبتها النموذجية اقل او تساوي 0.5 . نلاحظ من النتائج أن هذه النسبة في تذبذب وعرفت انخفاضا خصوصا في سنة 2016 ،وهذا يعني أن الديون طويلة الأجل ونشاط المؤسسة يولد موارد كافية للقدرة على التسديد الشيء الذي يزيل تخوفات المقرضين من وقوع المؤسسة في حالة التوقف عن الدفع .

3. **نسبة التمويل الذاتي:**

تقيس هذه النسبة قدرة المؤسسة على تمويل أصولها غير الجارية من أموالها الخاصة حيث نلاحظ أن هذه النسبة خلال كل السنوات المدروسة تراوحت بين 1.28-1.48 و هذا يدل على وجود فائض من الأموال الخاصة بالإضافة إلى ديون طويلة الأجل لتمويل الأصول الجارية وهذا في غير صالح المؤسسة ، لان د ط أ يترتب

عليها فوائد و الأصول الجارية لا نجني منها فوائد , من الأحسن أن تكون هذه النسبة اكبر من 0.5 و اقل من 1.نلاحظ ان هذه النسبة تحسنت في السنتين 2016 و 2017.

4. نسبة تمويل الأصول الثابتة:

وهي نسبة تغطية الأصول غير الجارية بالأموال الدائمة ،إذ يمكن تغطية جزء من الأصول الجارية بها . لكي تكون المؤسسة في أمان يجب أن تكون النسبة اكبر من 1، وغالبا ما تكون هذه النسبة محصورة ما بين 1,2 و 1,3 وخاصة ان المجمع ذا مخزونات وحقوق معتبرة وهذا حتى تتمكن من تغطية المخزونات التي مدة دورانها كبيرة .

تراوحت النسبة بين (1.21-2) في الفترة 2010 -2017وهذا يدل على وجود رأس مال عامل موجب كبير يوجه لتغطية احتياجات الاستغلال و هذا يكون في غير صالح المؤسسة لأنها تخصص جزء كبير من الأموال الدائمة لتغطية الأصول الجارية و نحن نعلم ان تكلفة هذه الأموال كبيرة (أسعار الفائدة المركبة و حقوق حملة الأسهم العادية و الممتازة) و لا يمكن تغطيتها من العوائد المتعلقة بدورة استغلال واحدة و عليه كان من الأفضل توجيه هذه الأموال الى التوسع في الأصول غير الجارية و الاعتماد على الخصوم الجارية و هي الديون قصيرة الاجل لتمويل دورة الاستغلال، كما نلاحظ تحسن في النسبة في السنتين 2016 و 2017 بحيث انخفضت هذه النسبة و أصبحت في مستوى الحدود المثلى.

5. نسبة المديونية طويلة الأجل :

تظهر هذه النسبة العلاقة بين الديون طويلة الأجل والأموال الخاصة حيث نلاحظ أنها تراوحت بين (0.29 – 0.48) وهذا يعني أن المؤسسة قادرة على تغطية ديونها طويلة الأجل عن طريق أموالها الخاصة و هي في تحسن خصوصا في السنتين الاخيرتين.

6. **نسبة المديونية قصيرة الأجل** :

تظهر هذه النسبة العلاقة بين الخصوم المتداولة والأموال الخاصة و هي دليل على زيادة قدرتها على تغطية الديون قصيرة الأجل عن طريق أموالها الخاصة، حيث نلاحظ أن هذه النسبة خلال الفترة المدروسة تراوحت بين (0.25 -0.66) و هي في تناقص مما يزيد من الضمانات للدائنين.

المطلب الثاني :تقديم الهيكل المالي لمجمع صيدال

1-تقديم الهيكل المالي لمجمع صيدال للفترة 2012-2015

سنقوم في هذا المطلب بتقديم الهيكل المالي لمجمع صيدال من تمويل ذاتي ، وموارد الاستدانة ومن ثم تحليله للفترة 2012-2015.

نتيجتا لعدم توفر المعلومات المتعلقة بتوزيع الأرباح للسنوية الأخرى .

الجدول رقم (04) :الهيكل المالي لمجمع صيدال للفترة (2012-2015)

البيان	2012		2013		2014		2015	
	المبالغ	النسب	المبالغ	النسب	المبالغ	النسب	المبالغ	النسب
الأرباح المحتجزة	1565160951	%42.18	2258147327	%61.20	1077751553	%48.80	743817991	%35.88
اهتلاكات و مؤونات	2144929104.62	%57.82	1431299339.58	%38.79	1130374262.15	%51.19	1328939749.35	%64.11
التمويل الذاتي*	3710090055.62	%17.26	3689446666.58	%18.88	2208125815.15	%11.80	2072757740.35	%10.89
راس المال الصادر	2500000000	%11.63	2500000000	%12.79	2500000000	%13.37	2500000000	%13.14
الاستدانة	15274639482.22	%71.09	13351137270.2	%68.32	13997040019.48	%74.82	14455966243.53	%75.96
المجموع	21484729537.84	%100	19540583936.78	%100	18705165834.63	%100	19028723983.88	%100

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على القوائم المالية

* يتكون التمويل الذاتي من الأرباح المحققة في دورات سابقة و الاهتلاكات و المؤونات

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن التمويل الذاتي ، عرف ارتفاعا سنة 2013 حيث بلغ 18.88% مقارنتا بسنة 2012 المقدر ب:17.26% ويعود ذلك لارتفاع الأرباح المحتجزة ،كما عرف انخفاضا ملحوظا بين سنتي 2014و2015 وقد بلغت نسبته 11.80%و10.89% على التوالي ،وسبب ذلك انخفاض الأرباح المحتجزة .

كما نلاحظ انخفاض الاستدانة بين سنتي 2012 و 2013 حيث بلغت سنة 2013 نسبة 68.32% بينما كانت سنة2012 تقدر ب 71.09% ، ،كما ارتفعت سنة 2014 و أصبحت نسبتها 74.82% و زادت في الارتفاع سنة 2015 حيث أصبحت 75.96 %.

توصلنا إلى أن مجمع صيدال يمتلك هيكل تمويلي يتميز بمعدلات استدانة عالية بلغت حوالي 75.96%،ويعود السبب في ذلك إلى ارتفاع احتياجات دورته الاستغلالية ،نتيجة لارتفاع قيم الاستغلال (المخزونات) عن نسبها المعيارية ،كما أن الاعتماد على الاستدانة في الهيكل المالي سينتج عنه الاستفادة من الوفرات الضريبية وبالتالي تخفيض تكلفة التمويل ،وهذا ما يعكس على هيكل التمويل وجعله الهيكل المناسب.

هناك العديد من المؤشرات لتحديد الهيكل المالي و سنقوم بالاعتماد على المؤشر التالي في عملية التحليل التي سنقوم بها.

$$\text{نسبة الاستدانة} = \frac{\text{مجموع الديون}}{\text{مجموع الأصول}}$$

الجدول رقم (5) : مكونات الهيكل المالي الفعلي لمجمع صيدال للفترة 2010 إلى 2017

السنوات / البيان	إجمالي الديون	إجمالي الأصول	الهيكل المالي
2010	16465662514.63	28251187962.68	0.5828
2011	13482488325.11	27277970867.73	0.4942
2012	15274639482.22	30021145494.54	0.5088
2013	13351137270.2	30099573372.69	0.4435
2014	13997040019.48	31587704405.93	0.4431
2015	14455966243.53	34921900820.68	0.4139
2016	18926527460.14	46390536657.41	0.4079
2017	20387413532.49	48318944590.23	0.4219

المصدر :من إعداد الطلبة بالاعتماد على القوائم المالية

نلاحظ من خلال الجدول أن أعلى نسبة للهيكل المالي قدرت ب 0.5828 سنة 2010،وادنى نسبة له سنة 2016 قدرت ب0.4079،حيث نجد أن الهيكل المالي المناسب خلال الفترة المدروسة هو سنة 2010 والمقدر ب 0.5828.

2- قياس درجة الرفع المالي :

تقييم الهيكل المالي بالاعتماد على درجة الرفع المالي.

سيتم قياس درجة الرفع المالي بالاعتماد على العلاقة التالية :

درجة الرفع المالي =ربح التشغيلي قبل الفوائد والضرائب /صافي ربح قبل الضريبة سنقوم بحساب درجة الرفع المالي اعتمادا على الهيكل المالي الفعلي للمجمع للفترة 2010-2017وهو كالتالي :

الجدول رقم (06) :درجة الرفع المالي لمجمع صيدال للفترة (2010–2017)

البيان / السنة	ربح التشغيلي قبل الفوائد والضرائب	صافي ربح قبل الضرائب	درجة الرفع المالي
2010	1649967193.17	1519611968.80	1.0857
2011	2624059985.42	2525202081.58	1.0391
2012	2521790318.71	2397451515.15	1.0518
2013	2946399282.02	2798702417.58	1.0527
2014	1618736152.23	1568433946.30	1.0320
2015	1433808241.54	1443809602.61	0.9930
2016	2093143975.07	2098704713.91	0.9973
2017	1480241680.05	1478972917.80	1

المصدر :من إعداد الطلبة بالاعتماد على القوائم المالية

نلاحظ أن درجة الرفع المالي في تذبذب طيلة الفترة المدروسة حيث ارتفعت من سنة 2012 إلى سنة 2013 (1.0518-1.0527) ثم عرفت انخفاض مستمر في السنتين2014 و 2015 وقد بلغت 1.0320 سنة 2014 كما بلغت 0.9930 سنة 2015 ،و ارتفعت إلى أن وصلت إلى 1 سنة 2017،حيث نجد أن أحسن درجة للرفع المالي هي سنة 2010حيث قدرت ب:1.0857وذلك لاعتماد المؤسسة على نسبة كبيرة من الاستدانة .

إن الرفع المالي يؤثر على العائد و المخاطرة و يكون الرفع المالي ايجابي على العائد في كل السنوات تقريبا ، إذ نجحت إدارة المؤسسة في استثمار الأموال المقترضة بمعدل عائد يزيد عن الفائدة المدفوعة عليها و حقوق حملة الأسهم الممتازة ، أي أن الرفع المالي في صالح المجمع .

المطلب الثالث: دراسة قياسية حول تأثير الهيكل المالي للمجمع على الرافعة المالية

نعلم ان الرفع المالي له علاقة بهيكل التمويل ، و هو اعتماد المؤسسة على الاقتراض من المؤسسات المالية المصرفية لسد احتياجاتها المالية و عليه تتمثل التكاليف التي تتحملها المؤسسة في هذه الحالة في الفوائد المدفوعة ، أما إذا قامت المؤسسة بطرح أسهما ممتازة لسد هذه الاحتياجات فان التكاليف المرتبطة الناتجة عنها هي أرباح الأسهم الممتازة التي ستقوم المؤسسة بدفعها إلى المساهمين الممتازين و هذا لان الأسهم الممتازة تتمتع بأرباح مضمونة و محددة حسب ما ينص عليه قانون المؤسسة.

كما نعلم إن ازدياد اعتماد أي مؤسسة على المصادر الخارجية لتمويل رأسمالها المستثمر يؤدي إلى زيادة درجة الرفع المالي والعكس صحيح.

سنحاول في هذا المطلب اختبار صحة الفرضية التالية: يوجد أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية لهيكل التمويل للمجمع على الرفع المالي

تعتمد على اختبار تحليل الانحدار البسيط ومن أجل اختبار صحة او عدم صحة الفرضية السابقة سنقوم بتقدير معلمات النموذج الذي يعبر عن العلاقة بين هيكل التمويل والرفع المالي، وبداية نشير إلى الرموز المستخدمة في كتابة النموذج:

Y: درجة الرفع المالي (متغير تابع).

X: الهيكل المالي (متغير مستقل).

بعد أن تعرفنا على المتغيرات التي يحتويها النموذج القياسي، وبعد تجميعنا للبيانات الخاصة بكل المتغيرات، نقوم بتحديد الشكل الرياضي للنموذج، إذ يعد من أولى وأهم مراحل بناء النموذج القياسي.

استخدمنا أسلوب الانحدار الخطي البسيط يقوم على تقدير معالم النموذج القياسي ، والصيغة الرياضية المناسبة لتقديرها هي الصيغة الخطية وهي كما يلي:

$$Yi=B0+BXi$$

حيث أن:

i:تمثل الزمن (أي قيمة المتغير في العام).

Y: درجة الرافعة المالية.

X:الهيكل المالي.

B0:يمثل الثابت.

B: يمثل ميل درجة الرافعة المالية.

الفرع الأول: تقدير النموذج القياسي.

يتم تقدير النموذج القياسي باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية والتي تعتبر من بين الطرق المستخدمة لتقدير النماذج الخطية، ويتم ذلك بالاعتماد على برنامج (EVIWS06)، وبعد إدخال البيانات في هذا

البرنامج، تم تشكيل النموذج الإحصائي لدراسة وفق ما يوضح (الملحق رقم :)، والذي يحمل الشكل التالي:

$$Y=0.805649+0.486101X$$

الفرع الثاني: التحليل الإحصائي.

إن اختبار النموذج المقدر باستخدام معايير إحصائية يهدف إلى اختبار مدى الثقة الإحصائية في التقديرات الخاصة بمعالم النموذج ، حيث يتم اختبار معنوية المعالم باستخدام إحصائية ستيودنت (T) واختبار المعنوية الكلية لنموذج باستخدام اختبار فيشر F و معامل التحديد المتعدد R^2 .

أولا: اختبار معنوية المعالم.

تستخدم إحصائية ستيودنت (T) لتقييم معنوية معالم النموذج ومن ثم تقييم تأثير المتغير المفسر على المتغير التابع ، باختبار الفرضيات الخاصة بالمعالم المقدرة على النحو التالي:

فرضية العدم H0: B0=0 B1=0

الفرضية البديلةH1: B0≠0 B1 ≠0

وكانت نتائج اختبار ستيودنت (T) وفقا لما هو موضح في (الملحق رقم :10)كالتالي :

-القيمة الاحتمالية لمعامل B0 هي 0.0028 وهي قيمة أقل من مستوى المعنوية 5%، وبذلك فإن المعامل الثابت B0 ذو دلالة معنوية إحصائية وعليه نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة.

- بالنسبة لمعامل Bالقيمة الاحتمال هي 0.0000 وهي قيمة أقل من مستوى المعنوية 5%، ومنه فإن المعامل Bلديه دلالة معنوية إحصائية وبذلك نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة.

ثانيا: اختبار المعنوية الكلية لنموذج.

لاختبار المعنوية الكلية للنموذج المتحصل عليه نستعمل اختبار فيشرF و معامل التحديد R^2.

1. إختيبار فيشر F .

يهدف هذا الاختبار إلى تحديد معنوية الانحدار ككل من خلال الفرضيتين التاليتين :

- فرضية العدم تنص على: انعدام العلاقة بين المتغير المستقل والمتغير التابع أي :

$$H0 : B0=B =0$$

- الفرضية البديلة تنص على : وجود على الأقل معامل من بين المعاملات التي يتضمنها النموذج غير معدوم أي :

$$H1:B0\neq B \neq 0$$

وكانت نتائج اختبار فيشر F، وفقا لما هو موضح في (الملحق رقم:10) كالتالي:

- إن قيمة الاحتمال تساوي 0.002820= (prob(F-stati،هذه القيمة تختلف عن الصفر وأقل من مستوى المعنوية 5%،ومنه فإن النموذج له دلالة ومعنوية إحصائية كلية ،وبذلك ترفض فرضية العدم وتقبل الفرضية البديلة H1.

مما سبق نستنتج من نتائج الاختبار الإحصائي بأن النموذج مقبول من الناحية القياسية، ومنه يمكن القول بأن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغير المستقل (الهيكل المالي) والمتغير التابع (درجة الرفع المالي).

2. معامل التحديد:

يشرح هذا المعامل العلاقة الموجودة بين المتغير التابع مع المتغير المستقل، ونعتمد عليه لمعرفة النسبة المئوية التي يفسر بها المتغير التابع المتغير المستقل، ويعرف بأنه عبارة عن نسبة التغير المفسرة إلى التغيرات الكلية، بحيث يكون $0 \leq R^2 \leq 1$.

- إذا كان $R^2=0$،هذا يعني عدم وجود علاقة بين المتغير التابع والمتغير المستقل .
- أما إذا كان $R^2=1$،هذا يعني أن النموذج صالح أي تأخذ بعين الاعتبار .

إن القيمة المتحصل عليها لمعامل التحديد تقدر ب: 0.7975

وعليه فإن المتغير المستقل (الهيكل المالي) تساهم بنسبة (79.75%)في تفسير المتغير التابع (درجة الرفع المالي)، مما يدل على أن هناك ارتباطا إيجابي بين الهيكل المالي ودرجة الرفع المالي، أما باقي النسبة والمقدرة ب :20.25% تفسرها متغيرات أخرى غير مدرجة في النموذج (كتكلفة التمويل)أو خطأفي القياس .

خلاصة :

بعد إجراء الدراسة التطبيقية لمجمع صيدال –الجزائر –للفترة المدروسة (2012-2015) بالاعتماد على القوائم المالية المستخرجة من الموقع الرسمي للمجمع والمتمثلة في الميزانية المالية وجدول حساب النتائج خلال الفترة المدروسة (2012-2017)، وذلك باستخدام طرق وأساليب التحليل المالي التي اعتمدنا عليها توصلنا من خلالها إلى تحليل للوضعية المالية لمجمع صيدال بالإضافة إلى دراسة تأثير اللجوء الى الاستدانة على الرفع المالي .

خاتمة

الخاتمة

يعتبر الهيكل المالي تشكيلة لمصادر التمويل التي حصلت عليها المؤسسة على الأموال أي أنه يشمل كل أنواع وأشكال التمويل من أموال الاقتراض من مصادر قصيرة متوسطة طويلة الأجل و الأموال الخاصة .

وتعتبر الرافعة المالية إحدى الأساليب التي تلجأ أليها المؤسسة لتحسين أرباحها واختيار هيكل مالي أمثل ومدى اعتمادها على القروض لتمويل أصولها ،كما تعتبر أيضا معيار يعتمد عليه لتقييم درجة أمثلية الهيكل المالي الفعلي.

كما تعتبر تكلفة التمويل معيارا أساسيا لاتخاذ قرار التمويل والأصل الاقتصادي للمؤسسة الممول عن طريق كل من الأموال الخاصة والديون لا بد أن يحقق مردودية اقتصادية تغطي على الأقل تكلفة الأموال ،وذلك ما يسمى بتكلفة رأس المال وعليه يمكن القول بأن تكلفة التمويل عبارة عن معدل العائد الأدنى المفروض على الأصل الاقتصادي للمؤسسة .

ويثار جدل كبير حول تأثير الرافعة المالية وتكلفة التمويل على أمثلية الهيكل المالي ،وظهور عدة نظريات فمنها المؤيدة والمعارضة لوجود هيكل مالي أمثل.

من خلال هذه الدراسة ،سعينا للإجابة على الإشكالية المطروحة والمتمثلة كيف تستخدم الرافعة المالية وتكلفة التمويل في تقييم أمثلية الهيكل المالي ،وقد حاولنا معالجة هذه الإشكالية عبر ثلاث فصول ،وهذا انطلاقا من الفرضيات التي تم صياغتها في المقدمة لإثبات صحتها أو نفيها.

1- اختبار الفرضيات :

استخلصنا من هذا البحث صحة الفرضيات التالية :

الفرضية الأولى: عند تقييم المؤسسة الاقتصادية لهيكلها التمويلي تعتمد على الرافعة المالية فقط .

يمكن للمؤسسة الاقتصادية تقييم أمثلية الهيكل التمويلي بالاعتماد على الرافعة المالية وتكلفة التمويل بعد القيام بالدراسة تم إثبات خطأ الفرضية،حيث أن الاعتماد يكون مؤشرين مرتبطين ببعضهما البعض الأول وهو على الرفع المالي يقلل من تكلفة التمويل والتي تعتبر المؤشر الثاني ويرفع من قيمة المؤسسة كما يوفر للمؤسسة ميزة الوفرات الضريبية .

الفرضية الثانية :يتحقق هيكل التمويل الأمثل عند النقطة التي تكون فيها تكلفة التمويل عند أدنى قيمة لها وقيمة المؤسسة عند أعظم قيمة لها .

يتحقق هيكل التمويل الأمثل عند النقطة التي تكون فيها تكلفة التمويل عند أدنى قيمة لها وقيمة المؤسسة عند أعظم قيمة لها وهذا ما يثبت صحة الفرضية ،حيث وجدنا أن تكلفة التمويل تابعة للهيكل المالي ومن خلال هذا نجد انه يوجد هيكل مالي أمثل تحدده أدنى نقطة لتكلفة تمويل المنشأة .

الفرضية الثالثة : طول فترة الدراسة كان مجمع صيدال يعتمد على هيكل أمثل.

تم التوصل إلى أنه توجد علاقة طردية بين الرافعة المالي و الهيكل المالي المعتمد من طرف مجمع صيدال ،أي كلما زاد الهيكل المالي زادت درجة درجة الرفع المالي وهي موجبة ،أي أن المؤسسة استطاعت استثمار أموال الدائنين بكفاءة مما أدى إلى تحقيق عائد يزيد عن الفائدة المدفوعة للمقترضين ،وأحسن هيكل مالي كان سنة 2010أي حققت المؤسسة أكبر رفع مالي ،ولا يمكننا القول هيكل مالي أمثل لأنه ليس لدينا معلومات عن تكلفة التمويل .

2- النتائج:

ومن خلال الدراسة التي قمنا بها في الجانبين النظري وتطبيقي يمكننا حصر النتائج التي توصلنا إليها في النقاط التالية :

-لكل عنصر من عناصر الهيكل المالي تكلفة خاصة به تمثل الحد الأدنى للعائد الواجب تحقيقه للحفاظ على القيمة السوقية للمؤسسة .

-يتحقق هيكل التمويل الأمثل عند النقطة التي تكون فيها تكلفة التمويل عند أدنى قيمة لها وقيمة المؤسسة عند أعظم قيمة لها .

-إن اعتماد المؤسسة على الاستدانة بشكل كبير في هيكلها المالي لا يؤدي بضرورة إلى فشل المؤسسة وهشاشة هيكلها المالي .

-يعتمد مجمع صيدال على التمويل بالاستدانة بنسبة كبيرة مما أكسبها الحصول على الميزات الجبائية أي إستفادتها من الوافرات الضريبية .

3- الاقتراحات :

من خلال ما تقدم يمكن إبداء الاقتراحات التالية :

-بعد تقييم الهيكل المالي لمجمع صيدال تبين أنه يجب إعادة هيكلة تركيبة الهيكل المالي وذلك باستخدام أموال ملكية أخرى من أجل تخفيض نسبة الاستدانة .

-المجمع يحقق هيكل مالي مقبول ما يجعل المخاطر المالية في مستويات مقبولة .

-يجب القيام بدراسة مسبقة قبل اتخاذ قرار التمويل من أجل تحقيق كفاءة الهيكل للمؤسسة .

4- أفاق البحث :

من خلال هذا البحث وبعد معالجة إشكالية استخدام الرافعة المالية وتكلفة التمويل في تقييم أمثلية الهيكل المالي . اتضح لنا في الأخير مجموعة من المواضيع المرتبطة بهذا الجانب يمكن أن تكون مشاريع لبحوث مستقبلية منها :

-مدى تأثير الهيكل المالي على قيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية .

-تأثير الهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية.

-تأثير تكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار .

أولا: الكتب

- أحمد الجعيري ،عاطف الأخرس ، إيمان الهنيني ،**الإدارة والتحليل المالي** ، دار البركة للنشر والتوزيع ،عمان ، 2007.
- أحمد عبد اللحلح ، جمال الدين المرسي ،**الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرارات** ، الدار الجامعية ،القاهرة ،2016.
- أسعد حميد العلي ،**الإدارة المالية الأسس العلمية والتطبيقية** ، الطبعة الأولى ،دار وائل للنشر وتوزيع ،الأردن ،2010.
- إلياس بن ساسي ،يوسف قريشي ، **التسيير المالي (الإدارة المالية)**،الطبعة الأولى ،دار وائل للنشر ،الأردن ،2006.
- جليل كاظم مدلول ألعارضي ، **الإدارة المالية المتقدمة مفاهيم نظرية وتطبيقات عملية** ،الطبعة الأولى ، دار الصفاء للنشر والتوزيع ،عمان ،2013.
- حسني علي خريوش ،عبد المعطي رضا أرشد ،**إدارة المحافظ الاستثمارية** ،دار زهران للنشر والتوزيع ،عمان ،2012.
- حمزة الشمخي ،إبراهيم الجز راوي ،**الإدارة المالية الحديثة منهج علمي تحليلي في اتخاذ القرارات** ،الطبعة الأولى ،دار الصفاء للطباعة والنشر والتوزيع ،عمان ،1998.
- حمزة محمود الزبيدي ،**الإدارة المالية المتقدمة** ،مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع ،عمان ،2014.
- دريد كمال أل شبيب ،**مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة** ،الطبعة الأولى ،دار المسيرة للنشر والتوزيع ،عمان ،2007.
- رشاد العصارة،عاطف الأخرس ،عليان الشريف ،إيمان الهنيني وأحمد الجعيري ،الإدارة وتحليل المالي ،الطبعة الأولى ،دار البركة للنشر والتوزيع ،عمان ،2001.

- زياد رمضان ،**الإدارة المالية في الشركات المساهمة** ،الطبعة الأولى ،دار الصفاء للنشر وتوزيع ،عمان ،1998.

- سمير محمد عبد العزيز، **التمويل وإصلاح خلل الهيكل المالي**، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، مصر، 1997.

- سمير محمد عبد العزيز، **اقتصاديات الاستثمار –التمويل –التحليل المالي**، مركز الإسكندرية للكتاب، الإسكندرية، 2006.

- سيد الهواري،**الإدارة المالية منبع اتخاذ القرارات** ،الطبعة السادسة ،توزيع مكتبة عين الشمس ،مصر ،1986.

- عاطف وليم أندروس ،**التمويل والإدارة المالية للمؤسسات** ،دار الفكر الجامعي ،مصر ،2006.

- عبد الحليم كراجة ،علي ربابعة وأخرون ،**الإدارة والتحليل المالي** ،الطبعة الثانية ،دار الصفاء للنشر وتوزيع ،عمان ،2006.

- عبد الرزاق الرحاحلة ، زاهد محمد ديري ،**إدارة الأعمال الدولية** ،الطبعة الأولى ،مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع ،عمان ،2012.

- عبد الغفار الحنفي ،رسمية زكي قرياقص ،**الإدارة المالية** ،الدار الجامعية ،الإسكندرية ،2002.

- عبد الغفار الحنفي ،رسمية قرياقص ،**أساسيات الاستثمار الرأس وتقييم الأداء** ،الدار الجامعية ،2013.

- عدنان تايه النعيمي ،،أرشد فؤاد التميمي ،**الإدارة المالية المتقدمة** ،دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع ،عمان ،الأردن ،

- عدنان تايه النعيمي ،أرشد فؤاد التميمي ،**التحليل والتخطيط المالي اتجاهات معاصرة** ،دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع ،عمان ،الأردن ،2008.

- فؤاد أبو إسماعيل، **الإدارة المالية المعاصرة (النظريات ونظم وأساليب التطبيق العلمية)**، الطبعة الأولى، دار الفكر العربي ،القاهرة، 2015.

- مؤيد عبد الرحمان الدوري ،**إدارة الاستثمار والمحافظ الاستثمارية** ،الطبعة الأولى ،إثراء للنشر وتوزيع ،الاردن ،2010.

- محمد الصيرفي ،**التحليل المالي وجهة نظر إدارية محاسبية** ،الطبعة الأولى ،دار الفجر للنشر والتوزيع ،مصر ،2014.

- محمد صالح الحناوي ،جلال إبراهيم العبد ،**الإدارة المالية مدخل القيمة واتخاذ القرارات** ،الدار الجامعية ،الإسكندرية ،2006.

- محمد علي إبراهيم العامري،**الإدارة المالية الحديثة** ،الطبعة الأولى ،دار وائل للنشر ،الأردن ،2013.

- محمد مطر، **الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والائتماني**، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، الأردن، 2006.

- مفلح محمد عقل، **مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي**، الطبعة الأولى، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، 2006.

- مفلح عقل، **مقدمة في الإدارة المالية**، الطبعة الأولى، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، 2009.

- منير إبراهيم الهندي، **الفكر الحديث في مجال الاستثمار**، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999.

- منير شاكر، إسماعيل إسماعيل، عبد الناصر نور، **التحليل المالي مدخل صناعة القرارات**، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، عمان، 2005.

- نهال فريد مصطفى، **مبادئ وأساسيات** الإدارة المالية، الدار الجامعية الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2003.

ثانيا:المذكرات

- عبد المجيد تيماوي ،**نحو بناء نظري لتفسير السلوك التمويلي للمؤسسات الجزائرية** ،(أطروحة الدكتوراه)،كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير،جامعة محمد خيضر بسكرة ،2014.

- أشرف عادل محمود إسماعيل،**محددات الهيكل المالي وأثرها على هيكل رأس المال للشركات الصناعية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية** ، (رسالة الماجستير) ،كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية جامعة الأزهر ،غزة ،2016.

-أنفال حدة خبيزة ،**تأثير الهيكل المالي على إستراتيجية المؤسسة الصناعية** ،(رسالة الماجستير)،كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ،جامعة محمد خيضر،بسكرة ،2012.

-عمار بن مالك ،**المنهج الحديث للتحليل المالي الأساسي في تقييم الأداء** ،(رسالة الماجستير)كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ،جامعة منتوري قسنطينة ، 2011.

-غنية بوربيعة ،**محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة** ،(رسالة الماجستير)،كلية العلوم الاقتصادية وتجارية وعلوم التسيير ،جامعة الجزائر03 ،2013.

- محسن السبيعي بداح ،**العلاقة بين الرفع المالي والعائد على الاستثمار في شركات المساهمة الكويتية** ،(رسالة الماجستير)،كلية الأعمال ،جامعة الشرق الأوسط ،2012.

ثالثا :المجلات

- إبراهيم يعقوب إسماعيل، هلال يوسف صالح، **إمكانية تطبيق نماذج القيمة العادلة في قياس القيمة الحقيقية للأسهم العادية**، (مجلة العلوم الاقتصادية)، كلية الدراسات التجارية، السودان، 2016.

- زغيب مليكة ،**علاقة الهيكل المالي بالقيمة السوقية للمنشأة من خلال النظرية المالية** ،(مجلة العلوم الإنسانية)،كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ،جامعة سكيكدة ،الجزائر ،العدد 31،2009.

- عبد النور شنين ، محمد زرقون،**دراسة قدرة المؤشرات التقليدية والحديثة على تفسير الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية للسعر في البورصة** ،(مجلة الدراسات الاقتصادية الكمية)،الجزائر ،العدد الأول ،2015.

- عبد الوهاب دادان ،**تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي الإسهامات النظرية الأساسية** ،(مجلة الباحث)،جامعة ورقلة ،الجزائر ،العدد04،2006.

- محمد جاسم محمد ،**علاقة نسبة الرفع المالي و wacc في مؤشرات سوق الأوراق المالية** ،(مجلة العلوم الاقتصادية)،جامعة البصرة ،كلية الإدارة والاقتصاد ،العراق ،العدد37،2014.

- محمود فهد عبد الله علي ،**أثر الرافعة المالية في كلفة التمويل ومعدل العائد على حق الملكية** ،(المجلة العراقية للعلوم الإدارية)،كلية الإدارة والاقتصاد ،جامعة كربلاء ،العراق ،العدد21.

- نبيلة سهايلية ،جبار بوكثير ،**عناصر الهيكل المالي وأثرها على القيمة السوقية للمؤسسة الاقتصادية** ،(مجلة ميلاف للبحوث والدراسات)،جامعة العربي بن مهيدي أم البواقي ،الجزائر ،العدد05،2017.

- هواري سويسي ،**دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة** ،(مجلة الباحث)،العدد07،2010.

رابعا :المواقع الالكترونية

-Notice d'information،Groupe SAIDAL،1999 ،p14.

-www.ecomedfot.blogspot.com.

- www.Group Saidal.dz.

-www.Startimes.com.

الملاحق

الملحق رقم (09) : البيانات الإحصائية لمتغيرات الدراسة في مجمع صيدال (2010-2017)

obs	X	Y
2010	0.582800	1.085700
2011	0.494200	1.039100
2012	0.508800	1.051800
2013	0.443500	1.052700
2014	0.443100	1.032000
2015	0.413900	0.993000
2016	0.407900	0.997300
2017	0.421900	1.000000

الملحق رقم (10) :نتائج واختبار النموذج

Dependent Variable: Y
Method: Least Squares
Date: 06/18/19 Time: 18:43
Sample: 2010 2017
Included observations: 8

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.805650	0.046790	17.21837	0.0000
X	0.486102	0.099999	4.861074	0.0028

R-squared	0.797503	Mean dependent var	1.031450
Adjusted R-squared	0.763753	S.D. dependent var	0.032736
S.E. of regression	0.015911	Akaike info criterion	-5.231273
Sum squared resid	0.001519	Schwarz criterion	-5.211412
Log likelihood	22.92509	Hannan-Quinn criter.	-5.365223
F-statistic	23.63004	Durbin-Watson stat	1.457634
Prob(F-statistic)	0.002820		

Estimation Command:
==========
LS Y C X

Estimation Equation:
==========
Y = C(1) + C(2)*X

Substituted Coefficients:
==========
Y=0.805649585046+0.486101913197*X

المصدر : مخرجات برنامج (EVIWS 6)

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 Saidal Bilan et TCR –Exercice 2016-

1. Actif Bilan consolidé

ACTIF	31/12/2016			31/12/2015
	MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVISIONS	MONTANTS NETS	
ACTIF NON COURANT				
Écart d'acquisition (ou goodwill)	115 414 200,00	0,00	115 414 200,00	87 341 040,00
Immobilisations incorporelles	212 104 001,73	195 224 374,97	16 879 626,76	21 588 150,02
Immobilisations corporelles	0,00	0,00	0,00	0,00
Terrains	10 383 338 837,77	0,00	10 383 338 837,77	4 514 492 953,87
Bâtiments	7 329 947 475,94	5 637 047 200,46	1 692 900 275,48	1 649 608 532,26
Autres immobilisations corporelles	15 098 007 460,68	13 798 654 169,79	1 299 353 290,89	1 189 497 235,41
Immobilisations en concession	280 023 210,00	2 252 958,94	277 770 251,06	278 103 983,68
Immobilisations en cours	11 189 299 772,01	0,00	11 189 299 772,01	5 363 985 192,51
Immobilisations financières	0,00	0,00	0,00	0,00
Titres mis en équivalences - entreprises associées	1 388 910 621,59	0,00	1 388 910 621,59	1 465 132 799,40
Autres participations et créances rattachées	691 518 175,00	58 940 054,97	632 578 120,03	584 859 076,01
Autres titres immobilisés	3 000 000 000,00	0,00	3 000 000 000,00	0,00
Prêts et autres actifs financiers non courants	154 332 649,23	0,00	154 332 649,23	140 479 615,20
Impôts différés actif	291 018 838,11	0,00	291 018 838,11	472 097 555,36
TOTAL ACTIF NON COURANT	**50 133 915 242,06**	**19 692 118 759,13**	**30 441 796 482,93**	**15 767 186 133,72**
ACTIF COURANT				
Stocks et encours	6 358 574 088,97	629 232 318,65	5 729 341 770,32	4 965 900 019,13
Créances et emplois assimilés				
Clients	5 547 718 023,80	1 906 769 106,35	3 640 948 917,45	3 822 680 037,51
Autres débiteurs	1 255 466 985,99	377 579,41	1 255 089 406,58	1 139 842 768,95
Impôts	185 798 351,63	11 998 649,03	173 799 702,60	179 420 574,16
Autres actif courant	0,00	0,00	0,00	40 666 666,67
Disponibilités et assimilés				
Placements et autres actifs financiers courants	18 559 989,19	0,00	18 559 989,19	3 018 559 989,19
Trésorerie	5 214 275 956,41	83 275 568,07	5 131 000 388,34	5 987 644 631,35
TOTAL ACTIF COURANT	**18 580 393 395,99**	**2 631 653 221,51**	**15 948 740 174,48**	**19 154 714 686,96**
TOTAL GENERAL ACTIF	**68 714 308 638,05**	**22 323 771 980,64**	**46 390 536 657,41**	**34 921 900 820,68**

2. Passif du Bilan consolidé

UM : DA

PASSIF	31/12/2016	31/12/2015
CAPITAUX PROPRES		
Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00
Dotations de l'état	0,00	2 586 812 201,59
Autres fonds propres	8 721 856 492,20	
Primes et réserves -(réserves consolidées)	12 861 813 853,88	12 251 816 341,17
Ecarts de réévaluation	1 585 712 860,28	145 245 635,13
Écart d'équivalence	1 037 081 287,61	1 025 006 852,16
Résultat Net	1 509 161 605,06	**1 143 817 990,89**
Autres capitaux propres -report à nouveau	-1 766 796 831,10	-166 052 299,51
Intérêts minoritaires	1 015 179 929,35	979 287 855,72
TOTAL I	**27 464 009 197,27**	**20 465 934 577,15**
PASSIF NON COURANT		
Emprunts et dettes financières	8 973 229 626,56	4 821 513 005,59
Impôts (différés et provisionnés)	17 509 995,00	285 333 000,95
Autres dettes non courantes	1 061 401 552,48	1 061 401 552,48
Provisions et produits comptabilisés d'avance	1 345 087 321,65	1 605 571 934,62
TOTAL PASSIF NON COURANT II	**11 397 228 495,69**	**7 773 819 493,64**
PASSIF COURANT		
Fournisseurs et comptes rattachés	2 430 054 019,90	1 931 770 182,61
Impôts	776 153 641,37	402 507 323,51
Autres dettes	3 512 927 858,77	3 619 036 497,36
Trésorerie passif	810 163 444,41	728 832 746,41
TOTAL PASSIF COURANT III	**7 529 298 964,45**	**6 682 146 749,89**
TOTAL GENERAL PASSIF	**46 390 536 657,41**	**34 921 900 820,68**

3. Tableau de Compte de Résultats consolidé

UM : DA

TABLEAU DES COMPTES DE RESULTAT	31/12/2016	31/12/2015	R/O	Evolution 2016/2015
Chiffre d'affaires	10 223 411 484,28	9 984 043 757,71	86,31%	2,40%
Variation stocks produits finis et en cours	265 663 623,51	-11 893 123,70	458,59%	-2333,76%
Production immobilisée	0,00	0,00		
Subvention d'exploitation	0,00	0,00		
I - PRODUCTION DE L'EXERCICE	**10 489 075 107,79**	**9 972 150 634,01**	**88,13%**	**5,18%**
Achats consommés	-3 663 777 474,24	-3 470 479 457,80	94,99%	5,57%
Services extérieurs et autres consommations	-928 780 089,72	-996 298 147,20	105,49%	-6,78%
II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE	**-4 592 557 563,96**	**-4 466 777 605,00**	**96,94%**	**2,82%**
III - VALEUR AJOUTTEE D'EXPLOITATION (I - II)	**5 896 517 543,83**	**5 505 373 029,01**	**82,30%**	**7,10%**
Charges de personnel	-3 023 474 168,42	-3 056 024 245,03	95,38%	-1,07%
Impôts, taxes et versements assimilés	-173 817 524,53	-166 639 675,94	124,52%	4,31%
IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	**2 699 225 850,88**	**2 282 709 108,04**	**70,01%**	**18,25%**
Autres produits opérationnels	72 651 701,08	202 735 842,16	59,17%	-64,16%
Autres charges opérationnelles	-99 258 043,60	-143 865 838,16	54,72%	-31,01%
Dotations aux amortissements provisions et pertes de valeur	-1 299 102 638,36	-1 328 939 749,35	125,64%	-2,25%
Reprises sur pertes de valeurs et provisions	719 627 105,07	421 168 878,85	1195,39%	70,86%
V - RESULTAT OPERATIONNEL	**2 093 143 975,07**	**1 433 808 241,54**	**74,14%**	**45,98%**
Produits financiers	183 271 195,24	142 454 921,27	225,48%	28,65%
Charges financières	-177 710 456,40	-132 453 560,20	118,08%	34,17%
VI - RESULTAT FINANCIER	**5 560 738,84**	**10 001 361,07**	**-8,03%**	**-44,40%**
VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)	**2 098 704 713,91**	**1 443 809 602,61**	**76,21%**	**45,36%**
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-628 653 272,00	-328 709 218,00	117,17%	91,25%
Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires	-96 986 328,41	15 393 711,92		-730,04%
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	11 464 625 109,18	10 738 510 276,29	94,23%	6,76%
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-9 897 587 338,86	-9 638 803 603,60	99,48%	2,68%
VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	**1 567 037 770,32**	**1 099 706 672,69**	**70,67%**	**42,50%**
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)				
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)				
IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE	**0,00**	**0,00**		
X - RESULTAT NET DE LEXERCICE	**1 567 037 770,32**	**1 099 706 672,69**	**70,67%**	**42,50%**
Résultats minoritaires	4 426 500,76	18 117 370,96	78,32%	-75,57%
Part dans le Résultat des Sociétés mises en équivalence	-62 302 666,02	25 993 947,24		-339,68%
RESULTAT NET DE LEXERCICE	**1 509 161 605,06**	**1 143 817 990,89**	**67,88%**	**31,94%**

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**

Bilan consolidé des filiales du Groupe et Participation Minoritaires au 31/12/2017 – Actif –

Actif	Note	31/12/2017			31/12/2016
		Montants bruts	Amortissement ou provisions	Montants nets	
ACTIFS NON COURANTS					
Écart d'acquisition (ou goodwill)		115 414 200.00	0.00	115 414 200.00	115 414 200.00
Immobilisations incorporelles		211 701 398.37	198 057 547.42	13 643 850.95	16 879 626.76
Immobilisations corporelles		0.00	0.00	0.00	0.00
Terrains		10 383 338 837.77	0.00	10 383 338 837.77	10 383 338 837.77
Bâtiments		7 525 649 404.61	5 759 342 500.47	1 766 306 904.14	1 692 900 275.48
Autres immobilisations corporelles		15 441 341 953.87	14 089 777 801.58	1 351 564 152.29	1 299 353 290.89
Immobilisations en concession		280 023 210.00	3 661 722.62	276 361 487.38	277 770 251.06
Immobilisations en cours		13 501 512 857.53	0.00	13 501 512 857.53	11 189 299 772.01
Immobilisations financières		0.00	0.00	0.00	0.00
Titres mis en équivalences - entreprises associées		1 466 608 492.92	0.00	1 466 608 492.92	1 388 910 621.59
Autres participations et créances rattachées		691 518 175.00	60 980 880.06	630 537 294.94	632 578 120.03
Autres titres immobilisés		4 000 000 000.00	0.00	4 000 000 000.00	3 000 000 000.00
Prêts et autres actifs financiers non courants		157 814 646.73	0.00	157 814 646.73	154 332 649.23
Impôts différés actif		296 251 741.16	0.00	296 251 741.16	291 018 838.11
TOTAL ACTIFS NON COURANTS		**54 071 174 917.96**	**20 111 820 452.15**	**33 959 354 465.81**	**30 441 796 482.93**
ACTIFS COURANTS		0.00	0.00		
Stocks et encours		5 512 385 257.34	629 240 246.56	4 883 145 010.78	5 729 341 770.32
Créances et emplois assimilés		0.00	0.00	0.00	0.00
Clients		5 077 251 577.03	1 885 169 800.46	3 192 081 776.57	3 640 948 917.45
Autres débiteurs		1 357 995 866.76	377 579.41	1 357 618 287.35	1 255 089 406.58
Impôts		181 290 731.18	11 998 467.60	169 292 263.58	173 799 702.60
Autres actif courant		0.00	0.00	0.00	0.00
Disponibilités et assimilés		0.00	0.00	0.00	0.00
Placements et autres actifs financiers courants		18 559 989.19	0.00	18 559 989.19	18 559 989.19
Trésorerie		4 825 205 639.02	86 312 842.07	4 738 892 796.95	5 131 000 388.34
TOTAL ACTIFS COURANTS		**16 972 689 060.52**	**2 613 098 936.10**	**14 359 590 124.42**	**15 948 740 174.48**
TOTAL GENERAL ACTIF		**71 043 863 978.48**	**22 724 919 388.25**	**48 318 944 590.23**	**46 390 536 657.41**

Bilan consolidé des filiales du Groupe et Participation Minoritaires au 31/12/2017 – Passif –

PASSIF	Note	31/12/2017	31/12/2016
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis		2 500 000 000.00	2 500 000 000.00
Dotation de l'état		0.00	0.00
Autres fonds propres		8 721 856 492.20	8 721 856 492.20
Primes et réserves -(réserves consolidées)		12 991 033 164.36	12 861 813 853.88
Ecarts de réévaluation		1 585 712 860.28	1 585 712 860.28
Écart d'équivalence		955 727 524.41	1 037 081 287.61
Résultat Net		1 376 295 647.88	1 509 161 605.06
Autres capitaux propres -report à nouveau		-1 080 714 611.43	-1 766 796 831.10
Intérêts minoritaires		881 619 980.04	1 015 179 929.35
TOTAL I		**27 931 531 057.74**	**27 464 009 197.27**
PASSIFS NON COURANTS		0.00	
Emprunts et dettes financières		10 894 562 658.08	8 973 229 626.56
Impôts (différés et provisionnés)		17 509 995.00	17 509 995.00
Autres dettes non courantes		1 059 992 788.80	1 061 401 552.48
Provisions et produits comptabilisés d'avance		1 346 632 170.47	1 345 087 321.65
TOTAL PASSIFS NON COURANTS II		**13 318 697 612.35**	**11 397 228 495.69**
PASSIFS COURANTS		0.00	
Fournisseurs et comptes rattachés		1 436 731 269.94	2 430 054 019.90
Impôts		726 697 526.43	776 153 641.37
Autres dettes		4 107 579 876.69	3 512 927 858.77
Trésorerie passif		797 707 247.08	810 163 444.41
TOTAL PASSIF COURANT III		**7 068 715 920.14**	**7 529 298 964.45**
TOTAL GENERAL PASSIF		**48 318 944 590.23**	**46 390 536 657.41**

Tableau des comptes du résultat consolidé des filiales du Groupe et Participations Minoritaires au 31/12/2017 – TCR

TABLEAU DES COMPTES DE RESULTAT	Note	31/12/2017	31/12/2016
Chiffre d'affaires		10 265 897 771.06	10 223 411 484.28
Variation stocks produits finis et en cours		-558 329 961.16	265 663 623.51
Production immobilisée		0.00	0.00
Subvention d'exploitation		0.00	0.00
I - PRODUCTION DE L'EXERCICE		**9 707 567 809.90**	**10 489 075 107.79**
Achats consommés		-3 755 793 245.73	-3 663 777 474.24
Services extérieurs et autres consommations		-1 002 621 754.72	-928 780 089.72
II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE		**-4 758 415 000.45**	**-4 592 557 563.96**
III - VALEUR AJOUTTEE D'EXPLOITATION (I - II)		**4 949 152 809.45**	**5 896 517 543.83**
Charges de personnel		-2 866 108 087.05	-3 023 474 168.42
Impôts, taxes et versements assimilés		-167 524 872.66	-173 817 524.53
IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION		**1 915 519 849.74**	**2 699 225 850.88**
Autres produits opérationnels		120 876 666.93	72 651 701.08
Autres charges opérationnelles		-58 405 988.66	-99 258 043.60
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeur		-868 249 692.56	-1 299 102 638.36
Reprises sur pertes de valeurs et provisions		370 500 844.60	719 627 105.07
V - RESULTAT OPERATIONNEL		**1 480 241 680.05**	**2 093 143 975.07**
Produits financiers		163 571 611.87	183 271 195.24
Charges financières		-164 840 374.12	-177 710 456.40
VI - RESULTAT FINANCIER		**-1 268 762.25**	**5 560 738.84**
VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)		**1 478 972 917.80**	**2 098 704 713.91**
Impôts exigibles sur résultats ordinaires		-277 583 318.00	-628 653 272.00
Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires		7 032 819.01	-96 986 328.41
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES		10 362 516 933.30	11 464 625 109.18
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES		-9 168 160 152.51	-9 897 587 338.86
VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES		**1 194 356 780.79**	**1 567 037 770.32**
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)			
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)			
IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE		**0.00**	**0.00**
X - RESULTAT NET DE LEXERCICE		**1 194 356 780.79**	**1 567 037 770.32**
Résultat minoritaires		85 189 898.58	4 426 500.76
part dans le Résultat dans Stes mises en équivalence		96 748 968.51	-62 302 666.02
RESULTAT NET DE LEXERCICE		**1 376 295 647.88**	**1 509 161 605.06**