



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية  
المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلة  
معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم علوم التسيير



الميدان: العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية

الشعبة: علوم التسيير

التخصص: إدارة مالية

## مذكرة مكملة لنيل شهادة الماستر بعنوان:

أثر الهيكل المالي على القيمة السوقية للشركات المدرجة في البورصة  
دراسة حالة مجمع صيدال خلال الفترة (2010-2022)

الأستاذ المشرف	اعداد الطلبة	
د. مشري فريد	ثابت اكرم	1
	بوراس وسيم	2

### لجنة المناقشة:

الصفة	اسم ولقب الأستاذ(ة)
رئيسا	برني ميلود
مشرفا ومقرا	مشري فريد
ممتحنا	بوعظم منير

السنة الجامعية 2024/2023

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

# شكر وعرفان

بسم الله الرحمن الرحيم

«رَبِّ أَوْزَعْنِي أَنْ أَشْكُرَ نِعْمَتَكَ الَّتِي أَنْعَمْتَ عَلَيَّ وَعَلَىٰ وَالِدَيَّ وَأَنْ أَعْمَلَ صَالِحًا تَرْضَاهُ»

الحمد لله والشكر لله لإتمامنا هذا العمل وما التوفيق إلا بالله

عز وجل.

أتقدم بالشكر الجزيل إلى الأستاذ المحترم

"مشري فريد"

الذي أمدنا بيد العون ولم يبخل علينا بتوجيهاته وإرشاداته التي

قدمها لنا لإنجاز هذا العمل.

كما نتوجه بخالص الشكر إلى الأستاذة الكريمة

"قاجة أمينة"

والى كل من مد لنا يد العون من قريب أو من بعيد

إلى كل هؤلاء شكرا جزيلا

كما لا يفوتنا أن نقدم شكرنا على طبق من ذهب إلى أسرتنا اللتان كافحتا

وما زالتا تكافحان في نشر ثقافة العلم والتعلم

## إهداء

أهدي هذا العمل المتواضع الى:

من أفضلها على نفسي: أمي الغالية

الى صاحب الوجه الطيب: أبي العزيز

الى إخوتي حفظهم الله

الى أصدقائي وجميع من ساعدني

الى كل أماتذتي

الى كل طالب علم

ثابته أكرم

# إهداء

احترت لمن اهدي، والكل يستحق

اختصر واقول

للوالدين الكريمين

الأخوة والأخوات

لجميع الأصدقاء

بوراس وسيم





**ملخص الدراسة:**

هدفت الدراسة إلى تسليط الضوء على أثر الهيكل المالي على القيمة السوقية لمجمع صيدال خلال الفترة الممتدة من 2010 إلى 2021، حيث تمحورت المشكلة البحثية حول تحديد مدى تأثير الهيكل المالي على القيمة السوقية للمجمع، وذلك باستخدام المنهج الوصفي التحليلي وكذا تحليل القوائم المالية لمجمع صيدال، حيث توصلت الدراسة إلى تحليل العلاقة بين مؤشرات الهيكل المالي والقيمة السوقية للمجمع. وأظهرت النتائج أن درجة ونوع التأثير يختلف من مؤشر إلى آخر، حيث تبين أن مؤشرات السيولة، العائد على الأصول، حجم المبيعات وحجم المؤسسة لها تأثير إيجابي على القيمة السوقية. في المقابل، لم يظهر كل من الرفع المالي وحجم المؤسسة تأثيراً مباشراً على القيمة السوقية. كما توصي الدراسة بضرورة تنوع مصادر التمويل وعدم الاعتماد على الديون فقط.

**الكلمات المفتاحية:** الهيكل المالي، القيمة السوقية، مؤشرات الهيكل المالي، مجمع صيدال.

**Abstract:**

This study aims to understand the extent of the impact of the financial structure on the market value of the Saidal Group during the period from 2010 to 2021. The research problem revolves around determining the extent of the financial structure's impact on the market value of the group. Using the descriptive-analytical method as well as analyzing the financial statements of the Saidal Group, the study found a varying relationship between financial structure indicators and the group's market value. The results showed that the degree and type of impact differ from one indicator to another. It was found that liquidity indicators, return on assets, sales volume, and the size of the institution have a positive impact on market value. Conversely, financial leverage and the size of the institution did not show a direct impact on market value. The study also recommends the necessity of diversifying funding sources and not relying solely on debt.

**Keywords:** Financial structure, Market value, financial structure indicators, Group Saidal.

.....	بسملة.....
.....	شكر وتقدير.....
.....	ملخص.....
.....	فهرس المحتويات.....
.....	قائمة الجداول.....
.....	قائمة الأشكال.....
.....	قائمة الملاحق.....
.....	قائمة المختصرات.....
.....	مقدمة.....
	<b>الفصل الأول: الاطار النظري للهيكل المالي و القيمة السوقية</b>
2	تمهيد.....
3	المبحث الأول: الاطار المفاهيمي للهيكل المالي.....
3	المطلب الأول: ماهية الهيكل المالي وأهميته.....
4	المطلب الثاني: النظريات المفسرة للهيكل المالي.....
10	المطلب الثالث: مكونات والعوامل المؤثرة في الهيكل المالي.....
14	المبحث الثاني: الاطار المفاهيمي للقيمة السوقية للمؤسسة.....
14	المطلب الأول: ماهية القيمة السوقية.....
17	المطلب الثاني: طرق تحديد القيمة السوقية.....
26	المطلب الثالث: العوامل المؤثرة على القيمة السوقية.....
28	المبحث الثالث: الدراسات السابقة لموضوع الهيكل المالي والقيمة السوقية.....
28	المطلب الأول: الدراسات التي تناولت تأثير الهيكل التمويلي على قيمة المنشأة.....
31	المطلب الثاني: الدراسات التي تناولت عدم وجود تأثير لهيكل التمويل على قيمة المنشأة.....
31	المطلب الثالث: التعقيب على الدراسات السابقة.....
33	خلاصة الفصل.....

## الفصل الثاني: دراسة حالة مجمع صيدال خلال الفترة (2010-2021)

35	تمهيد.....
36	المبحث الأول: تقديم عام لمجمع صيدال.....
36	المطلب الأول: التعريف بمجمع صيدال.....
37	المطلب الثاني: مهام مجمع صيدال وهيكله التنظيمي.....
42	المطلب الثالث: أهمية وأهداف مجمع صيدال.....
45	المبحث الثاني: تحليل وضعية وتطور الهيكل المالي للمجمع محل الدراسة خلال الفترة .....
	(2010-2021)
46	المطلب الأول: تحليل ميزانية مجمع صيدال خلال الفترة 2010-2021.....
52	المطلب الثاني: التحليل باستخدام مؤشرات الهيكل المالي في مجمع صيدال (2010-2021).....
59	المطلب الثالث: المطلب الثالث تحليل العلاقة بين الهيكل المالي والقيمة السوقية لمجمع صيدال.....
64	خلاصة الفصل.....
66	خاتمة.....
69	قائمة المصادر والمراجع.....
75	ملاحق.....



## قائمة الأشكال

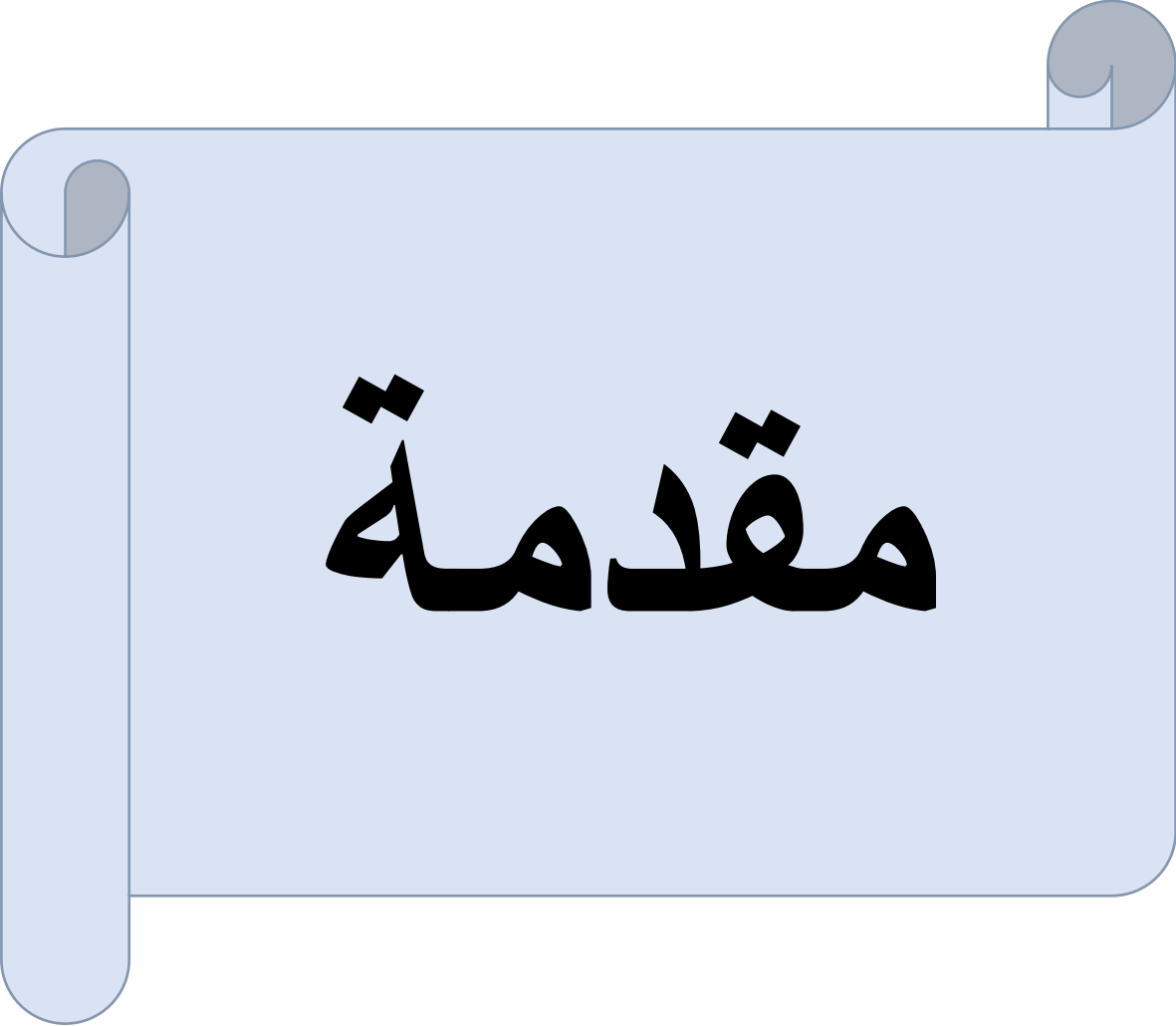
الصفحة	الشكل	الرقم
41	الهيكل التنظيمي للمجمع الصناعي صيدال	(1-2)
45	نموذج الدراسة	(2-2)

## قائمة الجداول

الصفحة	الجدول	الرقم
15	الفرق بين القيمة السوقية والقيمة العادلة	(1-1)
25	أهم مؤشرات القيمة	(2-1)
46	تطور اصول مجمع صيدال خلال الفترة 2010-2021	(1-2)
49	تطور خصوم مجمع صيدال خلال الفترة 2010-2021	(2-2)
52	نسبة الرفع المالي لدى مجمع صيدال.	(3-2)
54	تطور حجم مجمع صيدال	(4-2)
55	تطور القيمة السوقية لمجمع صيدال	(5-2)
56	تطور نسبة السيولة لدى مجمع صيدال	(6-2)
57	العائد على الأصول لمجمع صيدال	(7-2)
58	تطور حجم المبيعات لمجمع صيدال	(8-2)

## قائمة الملاحق

الصفحة	الملحق	الرقم
75		01
76		02
77		03
78		04
79		05
80		06
81		07
82		08
83		09
84		10
85		11
86		12
87		13
88		14
89		15
90		16
91		17
92		18



مقدمة

تزداد اهتمامات المفكرين والباحثين يوماً بعد يوم بمواضيع الدراسات المالية في مختلف الأنشطة وتحليلاتها لما تقدمه من إسهامات عظيمة في الاقتصاد والذي يشهد اليوم نهضة كبيرة صناعياً وإنتاجياً ومالياً، وقد تضمن هذا الاهتمام موضوع الإدارة المالية وأصبح الهدف الرئيسي لها هو تعظيم قيمة المؤسسة الاقتصادية، كونها أسلوب من أساليب الذي يسمح للمساهمين من معرفة مدى كفاءة إدارة هذه المؤسسة، والتي تهدف إلى تعظيم القيمة السوقية للشركات المدرجة في البورصة والتي تعتبر كجزء من المؤسسة الاقتصادية باعتبارها العلم الذي يختص بدراسة القرارات المالية المتعلقة بكيفية الحصول على الأموال وكيفية استخدامها في المؤسسة وهو ما يعبر عنه بالهيكل المالي الذي يعد عنصراً رئيسياً لنجاح هذه الشركات إذ تلجأ المؤسسة إلى مصادر تمويلية مختلفة من أجل تمويل نشاطاتها منها ما هو داخلي في شكل تمويل ذاتي، ومنها ما هو خارجي قد يكون في صورة أموال خاصة أو استئانة ومحاولة اختيار المزيج الأفضل الذي يضمن للمؤسسة تحقيق أداء مالي جيد باعتباره جانباً مهماً يعكس مدى قدرة المؤسسة على خلق الثروة وأداة للحكم الموضوعي على كفاءة الشركات ومدى تحقيقها للأهداف بفعالية ولا يزال الخلاف بين الباحثين حول تأثير الهيكل المالي على قيمة السوقية للمؤسسة متواصلاً حتى الآن. فهناك من يرفض فكرة وجود أي تأثير لهذه المصادر التمويلية على القيمة السوقية للمؤسسة وربحياتها، مؤكداً عدم وجود هيكل مالي مثالي. بينما هناك من يؤيد فكرة أن الهيكل المالي له تأثير على القيمة السوقية للمؤسسة. وبناءً على ذلك، قمنا بإجراء هذه الدراسة بهدف الوصول إلى نتائج توضح وتفسر طبيعة العلاقة بينهما.

من هنا يمكن صياغة وطرح إشكالية الدراسة على النحو التالي:

### ما أثر الهيكل المالي على القيمة السوقية لمجمع صيدال خلال الفترة (2021/2010)؟

تحت هذا التساؤل الرئيسي، تندرج مجموعة من الأسئلة الفرعية التي نوضحها فيما يلي:

1. ما هي مؤشرات الهيكل المالي المؤثرة في القيمة السوقية في المجمع إيجاباً خلال الفترة 2010-2021؟
2. ما هي مؤشرات الهيكل المالي المؤثرة في القيمة السوقية في المجمع سلباً خلال الفترة 2010-2021؟
3. كيف يفسر الهيكل المالي التغيرات التي تطرأ على القيمة السوقية لمجمع صيدال خلال الفترة 2010-2021؟

### فرضيات الدراسة:

للإجابة على التساؤلات السابقة، تم صياغة مجموعة من الفرضيات، والتي تتمثل في:

- 1- يؤثر كل من الرفع المالي ونسبة السيولة سلباً في القيمة السوقية لمجمع صيدال خلال الفترة (2020-2021)
- 2- تتمثل مؤشرات الهيكل المالي المؤثرة إيجاباً على القيمة السوقية لمجمع صيدال في معدل النمو المبيعات.
- 3- طبيعة الهيكل المالي تؤثر على تحديد تأثير مؤشرات المجمع خلال الفترة (2020-2021)

## 2- أسباب اختيار الموضوع

تكمن اسباب اختيار الموضوع فيما يلي:

- ملائمة الموضوع لطبيعة التخصص: ادارة مالية.
- الرغبة الذاتية في دراسة المواضيع المتعلقة بالاداء المالي.
- زيادة الاهتمام بتنشيط بورصة الجزائر، ما يحفز على دراسة القيمة السوقية الشركات المدرجة فيها.

## 3- أهداف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة لتحقيق جملة من الأهداف:

- تحديد مختلف المفاهيم المتعلقة بالهيكل المالي وبيان أهميته في المؤسسة الاقتصادية.
- التعرف على ماهية قيمة المؤسسة، والطرق المعتمدة في عملية التقييم.
- التعرف على مختلف وجهات النظر فيما يتعلق بأثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة وتحليلها.
- اختبار العلاقة التي تربط الهيكل المالي بقيمة المؤسسة، اعتمادا على دراسة ميدانية لمجمع صيدال خلال فترة 2010-2021.

## 4- أهمية الدراسة:

تتمحور أهمية الدراسة في ارتباطها بالهدف الحديث للمؤسسة الاقتصادية والتي جاءت به النظريات المالية الحديثة وهو تعظيم قيمة المؤسسة. بالإضافة إلى ذلك، تركز الدراسة على تحليل أبرز مكونات الهيكل المالي للمؤسسة بهدف الحصول على التوليفة الأمثل للمؤسسة، ويتمثل جوهر البحث في فهم العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة، وكيفية تأثيرها على القرارات المالية التي يتخذها المديرون الماليون لتعزيز قيمة المؤسسة.

## 5- منهج الدراسة:

من أجل تحقيق أهداف الدراسة والوصول إلى النتائج المرجوة، تم الاعتماد على المناهج التالية:

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

- **المنهج التحليلي:** تم استخدامه في تفسير العلاقة بين مؤشرات الهيكل المالي والقيمة السوقية لمجمع صيدال خلال الفترة 2010-2021.

## 7- حدود الدراسة:

تتمثل حدود الدراسة في المكانية والزمانية:



- الحدود المكانية: تم تطبيق الدراسة على مؤسسة اقتصادية مدرجة في بورصة الجزائر، وهي مجمع صيدال (SAIDAL)
  - الحدود الزمانية: تمتد الفترة التي تغطي الدراسة احدى عشر سنة من 2010 الى 2021.
- تقسيم الدراسة:

للإجابة على إشكالية الدراسة واختبار صحة الفرضيات، تم تقسيمها الى فصلين، مقدمة، خاتمة.

جاء الفصل الاول تحت عنوان الاطار النظري للهيكل المالي والقيمة السوقية، الذي قسم بدوره لثلاث مباحث عالج المبحث الاول الاطار المفاهيمي للهيكل المالي، اما المبحث الثاني فقد تناولنا من خلاله الاطار المفاهيمي للقيمة السوقية، والفصل الثالث فقد كان عبارة عن عرض لبعض الدراسات السابقة ذات الصلة القوية باشكالية الدراسة، اما الفصل الثاني فقد خصص لدراسة حالة مجمع صيدال خلال الفترة 2010-2021، تم من خلاله عرض أثر الهيكل المالي على القيمة السوقية، في الاخير خاتمة تضمنت خلاصة عامة، اختبار نتائج الفرضيات، اهم النتائج المتوصل اليها وجملة التوصيات.

الفصل الأول: الإطار  
النظري للهيكل المالي  
والقيمة السوقية

**تمهيد:**

يعتبر الهيكل المالي من المواضيع التي تحظى باهتمام كبير من قبل الباحثين والمفكرين وعلماء الفكر المالي، وكذلك من أصحاب المصالح داخل المؤسسة من مساهمين ومديرين، يعود هذا الاهتمام إلى أهميته البالغة في استقرار المؤسسة من الجانب المالي وتجنب تعرضها للإفلاس. لذلك، يجتهد الباحثون الماليون في دراسة العلاقة بين القرارات المالية وقيمة المؤسسة، ومحاولة تعظيم هذه القيمة في ظل التحديات المختلفة التي تواجهها، إن تقييم المؤسسة ليس بالعملية الواضحة والمباشرة كما يعتقد الكثيرون، إذ يعتمد على أسس متعددة تتعلق بنمو المؤسسة ورفع قيمتها في عصر تسيطر عليه المنافسة الشديدة. لذا، يتطلب الأمر دراسة مدى تأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة. بناء على ما سبق، ونظرا لأهمية اختيار الهيكل المالي في اتخاذ القرارات وتأثيره على المؤسسة بشكل عام وعلى قيمتها بشكل خاص، تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث رئيسية. في المبحث الأول، تم تناول الإطار المفاهيمي للهيكل المالي. أما في المبحث الثاني، فتم مناقشة أساسيات القيمة السوقية للمؤسسة، وفي المبحث الثالث، فقد تم تقديم عرض للدراسات السابقة التي تمكنا من الاطلاع عليها.

## المبحث الأول: الإطار المفاهيمي للهيكل المالي

يعتبر الهيكل المالي عمود أي مؤسسة اقتصادية مهما كانت طبيعة نشاطها ونوعها فإسهامه يعزز بشكل كبير وملحوظ في نموها وتطورها، وضمان استمراريته واستقرارها، حيث سنتطرق في هذا المبحث الى مفهوم هذا الأخير، مكوناته وأهم العوامل المؤثرة فيه.

كما يعد الهيكل المالي من أهم القرارات الاستراتيجية في المؤسسة وذلك لارتباطه بالهدف الاساسي لوجودها وهو تعظيم قيمتها لضمان بقائها واستمراريته.

### المطلب الأول: ماهية الهيكل المالي وأهميته

يعتبر الهيكل المالي، في ظل توفر مجموعة من البدائل التمويلية، من الأولويات الأساسية للمؤسسة وأحد أهم الجوانب التي تعنى بها لضمان استمراريته واستدامتها وتجنبها لخطر الإفلاس.

#### أولاً: مفهوم الهيكل المالي

وجدت عدة تعاريف للهيكل المالي للمؤسسة اتفقت معظمها من حيث المضمون، إذ هناك من عرفه على انه هيكل مصادر التمويل أو جانب الخصوم والأموال الخاصة من الميزانية العمومية، حيث أنه يمثل الاسلوب الذي يتم عن طريقه تمويل أصول المؤسسة وهو يتمثل في بنود جانب الخصوم والأموال الخاصة من الميزانية العمومية، والذي يتضمن المديونية قصيرة الأجل (الخصوم المتداولة) والمديونية طويلة الأجل (الخصوم طويلة الأجل) والأموال الخاصة (تايه، 2009)، كما يعرف بأنه العلاقة بين الديون والملكية والذي يشار إليها بتسمية رافعة الملكية (قاسم، 2015).

بذلك يمكن تعريف الهيكل المالي على أنه توليفة مكونة من مجموع مصادر التمويل التي تم اختيارها من قبل المؤسسة لتغطية استثماراتها، وتتكون من العناصر المكونة لجانب الخصوم في الميزانية.

كما يتسم الهيكل المالي بمجموعة من الخصائص والسمات، أهمها: (عبد، 2006)

#### 1- الربحية :

يجب أن يعود الهيكل المالي بالنفع على المؤسسة من خلال الوصول إلى أقصى استخدام ممكن للرفع المالي مع الالتزام بأقل تكلفة ممكنة.

#### 2- القدرة على الوفاء بالدين :

حيث يجب ألا يتجاوز اقتراض المؤسسة الحد الذي يهدد قدرتها على الوفاء بالالتزامات، وفي نفس الوقت يجنب الملاك (حملة الاسهم العادية) أي مخاطر إضافية.

**3- المرونة :**

بمعنى قدرته على مواجهة مختلف التغيرات التي تحدث وتعديل المؤسسة لخططها التمويلية بما يلائم احتياجاتها المختلفة، وبأقل تكلفة ممكنة.

**4- الرقابة :**

يجب أن يتضمن الهيكل المالي أقل مخاطرة ممكنة من أجل تسهيل الرقابة على إدارة المؤسسة.

**ثانياً: أهمية الهيكل المالي**

تلجأ المؤسسات إلى مصادر التمويل عند الحاجة لتغطية احتياجاتها المختلفة، سواء لسد العجز في الصندوق لتسديد الالتزامات أو لتمويل عمليات الاستثمار والاستغلال. من هذا المنطلق تكمن أهمية الهيكل المالي في النقاط التالية: (عمر، 2013)

1. تحرير الأموال أو الموارد المالية المجمدة داخل المؤسسة أو خارجها.
2. المساعدة في إنجاز المشاريع المعطلة والمشاريع الجديدة، مما يساهم في زيادة الدخل الوطني.
3. المساهمة في تحقيق أهداف المؤسسة المتعلقة باقتناء أو استبدال المعدات.
4. توفير وسيلة سريعة تستخدمها المؤسسة للخروج من حالة العجز الحالي.
5. تعزيز الروابط مع الهيئات والمؤسسات المالية والدولية.
6. الحفاظ على سيولة المؤسسة وحمايتها من خطر الإفلاس والتصفية، حيث يقصد بالسيولة توفير الأموال السائلة لتلبية احتياجات المؤسسة.

**المطلب الثاني: النظريات المفسرة للهيكل المالي**

تنوعت النظريات والمداخل التي تفسر العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة، سواء في سياق السوق التام أو بافتراضات تختلف عن تحقيق السوق التام.

**أولاً: مداخل العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة في ظل السوق التام.**

اشتركت المداخل المفسرة للعلاقة في ظل السوق التام في مجموعة من الفرضيات أهمها: (هندي،

2008)

- غياب الضرائب على تكاليف الإفلاس، وتكاليف الإصدار، وتكاليف بيع وشراء الأوراق المالية.
- ثبات سياسة توزيع الأرباح، حيث تقوم المؤسسة بتوزيع كافة الأرباح دون وجود أرباح محتجزة، بهدف إزالة تأثير التمويل الذاتي على التحليل.

- الاستثمار الثابت، الذي يعني أن حجم الاستثمار لا يتغير، وبالتالي تبقى قيمة العناصر في هيكل رأس المال ثابتة، مع إمكانية تغيير الخليط الذي يتكون منه الهيكل.
  - السندات الدائمة التي تصدرها المؤسسة، مع إمكانية إعادة شرائها من السوق، بهدف تسهيل التحليل دون المساس بسلامته.
  - القيمة المتوقعة لصافي ربح العمليات الثابتة، دون تغيير من سنة لأخرى، مع توقعات متجانسة من المستثمرين بهدف تيسير عملية التحليل.
- تتمثل هذه المداخل في:

### 1- المدخل التقليدي :

يعتبر أصحاب هذا المدخل أن وجود هيكل مالي أمثل ينشأ عند تحقيق توازن مثالي بين الديون ورأس المال الخاص، مما يؤدي إلى تحديد نقطة اقتراض مثلى. حيث يهدفون في هذا السياق إلى جعل التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل عند أدنى مستوى لها، لزيادة القيمة السوقية للمؤسسة إلى أقصى حد ممكن، وذلك عند مستويات معينة من الرفع المالي. (الزبيدي، 2008)

مع ذلك، يواجه هذا النموذج انتقادات متعددة، حيث يتجاهل عوامل مهمة مثل الضرائب، تكاليف الإفلاس والمراقبة. كما يغفل أيضا عن المخاطر المالية المترتبة على الديون، ويفتقر إلى تقدير دور تكلفة رأس المال الخاص في زيادة هذه المستويات.

كما وجهت لهذا المدخل انتقادات تمثلت في افتراض ثبات معدل العائد المطلوب من المساهمين، والذي يُعتبر غير واقعي، إذ لا يتوقع المساهمون بالضرورة أن يكون العائد المطلوب ثابتا عند مستويات ديون مرتفعة، مما يعرضهم لمخاطر غير متوقعة. (قريشي، التسيير المالي، الادارة المالية، 2011)

### 2- مدخل صافي الربح :

وفقا لنموذج صافي الربح، فإن استمرار زيادة نسبة الرفع المالي في هيكل رأس المال للمؤسسة يؤدي إلى انخفاض مستمر في التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل (WACC) وزيادة مستمرة في 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 المنطوق أن يتحقق ذلك عندما تعتمد المؤسسة كليا على الديون فقط، رغم أن ذلك لا يسمح به من الناحية القانونية، وما يعاب على هذا المدخل إهماله للمخاطر المالية الناتجة عن زيادة نسبة الرفع المالي والتي تؤدي إلى ارتفاع تكلفة الديون وتكلفة التمويل الخاص. (زبيدي، 2008)



## 3- مدخل صافي ربح العمليات :

مدخل صافي ربح العمليات يعارض وجود تأثير الهيكل المالي (لقرار التمويل) على قيمة المؤسسة، حيث يعتقد مؤيدوه أن قيمة المؤسسة مستقلة تماما على أي تغيرات في الهيكل المالي وأنها مستقلة أيضا عن تأثيرات التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل، كما أن هذه الأخيرة لا تتأثر بتغيير نسبة الرفع المالي فهي ثابتة، ويشير المضمون العام لهذا المدخل أن المساهمون سيطلبون بزيادة معدل العائد نتيجة زيادة اعتماد المؤسسة على الديون، مما يقود إلى ارتفاع تكلفة التمويل المماتك Ke، يعوضه الانخفاض في تكلفة الديون (Kcd)، وهذا ما يؤدي إلى ثبات (WACC) وبذلك فإن قيمة المؤسسة لا تكون عرضة لأثر تغير تركيبة الهيكل المالي وتظل ثابتة. (هندي، 2008)

## 4- المدخل الأول لموديجلياني وميلر (M&amp;M) في غياب الضرائب :

مفاده أن القيمة السوقية للمؤسسة تظل مستقلة عن تكوين هيكلها المالي، إذ ينبغي أن تكون هذه القيمة مستقرة سواء تم تمويل الاستثمارات بالديون أو برأس المال الخاص، حيث تحدد قيمة المؤسسة عن طريق خصم صافي ربح العمليات بمعدل يمثل عائد الاستثمار المطلوب، والذي يتناسب مع مستوى المخاطرة الذي تتحمله المؤسسة. يشير هذا إلى أن القيمة السوقية للمؤسسة تعكس قرارات الاستثمار وفعاليتها في التوزيع بين الاستثمارات الثابتة والمتداولة، دون أن تتأثر بطريقة تمويل الاستثمارات. (الزبيدي، 2008)

عليه يمكن التعبير عن القيمة السوقية للمؤسسة حسب هذا الاقتراح بالعلاقة التالية:

$$V_j = (S_j + D_j) = \frac{X_j \text{bar}}{PK}$$

لأي مؤسسة j تنتمي لفئة المخاطرة K حيث ان:

Vj: القيمة السوقية للمؤسسة

Sj: القيمة السوقية للأموال الخاصة

Dj: القيمة السوقية لديون المؤسسة

Xjbar: ربح العمليات قبل اقتطاع الفوائد

PK : معدل العائد على الاستثمار في الأسهم بالنسبة للمؤسسة الممولة بالكامل بأموال المساهمين

وتتنتمي لفئة المخاطرة k.

تعطى التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل حسب الاقتراح الأول بالصيغة التالية: (Miller, June 1958).

$$PK = Wacc = \frac{X_j \text{bar}}{(S_j + D_j)} = \frac{X_j \text{bar}}{V_j}$$

من وجهة نظر موديجلياني وميلر أن عملية المراجعة تتحقق وفق فكرة الرفع المالي الشخصي، وتكون المراجعة بين مؤسستين (A) و(B) تنتميان لنفس المجموعة أي لهما نفس درجة المخاطرة وتختلفان فقط في

تركيبه الهيكل المالي، حيث يفترض أن المؤسسة (A) تعتمد كلياً على الأموال الخاصة في تمويل استثماراتها، أما الأخرى فهي تمزج بين الديون والأموال الخاصة وبذلك فإن تكلفة التمويل تكون في B أقل من A، وهذا يدل على أن القيمة السوقية للمؤسسة (B) تكون أكبر من القيمة السوقية للمؤسسة (A). (هندي، 2008)

إذا ما تمت عملية المراجعة فإن المستثمر سوف يحقق ذات العائد في المؤسسة المقترضة (B) ولكن بمقدار من الاستثمارات أقل، أو أنه يحقق عائد أكبر على ذات استثماراته السابقة، ومن الانتقادات الموجهة لهذا المدخل عدم وجود تكاليف للمعاملات، وافترض تساوي معدل الفائدة على كل من الديون التي يحصل عليها المستثمر والمؤسسة وهذا يصعب تحقيقه إلى حد كبير. (ضيف، 2015/2014)

### ثانياً: مداخل العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة في ظل السوق الغير التام

من أبرز الانتقادات الموجهة للمدخل المعروضة في العنصر السابق هو عدم واقعية معظم الفرضيات التي قامت عليها، وهذا ما ترتب عليه ظهور عدة نظريات حاولت دراسة العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة في ظل وجود عدة عوامل، (الضرائب، تكاليف الإصدار والمعاملات، تكاليف الإفلاس والوكالة).

#### 1- المدخل الثاني لموديجلياني وميلر (M&M) في حالة وجود الضرائب :

لقد اعتبر كل من موديجلياني وميلر حسب هذا المدخل في ظل وجود ضرائب على دخل المؤسسة أن القيمة السوقية للمؤسسة التي تعتمد على الديون في التمويل أعلى من القيمة السوقية لمؤسسة مماثلة ولكن ممولة بالأموال الخاصة فقط، على أن لا يزيد الفرق أو يقل عن القيمة الحالية للوفورات الضريبية المحققة، وإذا زاد أو نقص الفرق ذلك فإن عملية المراجعة كفيلاً باعادة التوازن للمؤسستين. (هندي، 2008)

يمكن التعبير عن قيمة المؤسسة (B) المستفيدة من المزايا الضريبية بالمعادلة التالية: (قريشي، التسيير المالي ، الادارة المالية، 2011)

$$V_b = V_a + (D_b \times T)$$

هذا ما عبر عنه 1963 (M&M) وفق المعادلة التالية: (Miller، 1958، June)

$$V_I = V_U + (D_I \times T)$$

حيث أن:  $V_I$ : قيمة المؤسسة المقترضة،  $V_U$ : قيمة المؤسسة الممولة بالأموال الخاصة بالكامل.

بمعنى أنه قيمة المؤسسة التي تعتمد على الديون تساوي قيمة المؤسسة الممولة بالأموال الخاصة فقط مضافاً إليها قيمة الوفورات الضريبية للمؤسسة المقترضة.

تعطى قيمة الوفورات الضريبية بالعلاقة الموالية: (شعبان، 2010/2009)

$$K_d \times D \times T = \text{الوفر الضريبي}$$

حيث أن: T: معدل الضريبة على أرباح المؤسسة،  $K_d$ : معدل تكلفة الديون، D: ديون المؤسسة.

لقد اعتبر موديجلياني وميلر، تكلفة الافلاس والوكالة أن أثرهما صغير جدا على تركيبة الهيكل المالي للمؤسسة، ولكن في الواقع قد يترتب على الديون عواقب وخيمة.

❖ **مدخل نظرية التوازن:** نظرية التوازن من أعمال (Myers) 1984 وقد عرفت مرحلتين، حيث أنه في المرحلة الأولى تم ادخال أثر تكلفة الافلاس على نموذج موديجلياني وميلر وخلصت الى تحديد معدل استدانة أمثل، وفي المرحلة الثانية والتي عرفت تعديلا حيث تم الأخذ في الاعتبار تكلفة الوكالة.

➤ **تكلفة الافلاس وقيمة المؤسسة:** يترتب على عدم قدرة المؤسسة على تسديد التزاماتها في مواعيد استحقاقها، حيث تتحمل المؤسسة جملة من التكاليف تعرف باسم تكلفة الإفلاس، والتي تتضمن أساسا التكاليف القانونية والإدارية التي تصاحب هذه العملية، والانخفاض المحتمل في كل من قيمة الأصول والأرباح نتيجة لانخفاض كفاءة عمليات المؤسسة قبل وقوعها. (هندي، 2008) وتتكون تكاليف الإفلاس من مجموعتين: تكاليف مباشرة (تكاليف إدارية، تكاليف مالية...) وتكاليف غير مباشرة كتكاليف ضياع الفرصة. 18 (خبيزة، 2011/2012) وحسب غير ما أشار إليه (Baxter 1967) أن الوضعية التي تكون فيها عملية تحديد الهيكل المالي الأمثل على مستوى المؤسسة توازن بين الامتيازات الضريبية للديون والتكاليف التي قد تتجم عن أي حالة إفلاس ممكنة، حيث تزداد أهمية التكاليف كلما قل حجم المؤسسة. (قرشي، التسيير المالي، الادارة المالية، 2011)

كما تزداد تكلفة التمويل المتوقعة وتنخفض قيمة المؤسسة نتيجة لمخاطر الإفلاس، مما يؤدي إلى زيادة معدل العائد المطلوب على الاستثمار في أسهم وديون المؤسسة. يتم تحديد نسبة الاقتراض المثلى عندما تكون تكلفة الإفلاس في أدنى حدها وقيمة المؤسسة في أقصى حدها. (دلنوف، 2012)

➤ **تكلفة الوكالة وقيمة المؤسسة:** تستند نظرية الوكالة إلى العلاقة التي تنشأ بين طرفين الموكل والوكيل. تحدد هذه الوكالة بموجب عقد يكلف فيه الموكل الوكيل بتنفيذ أنشطة معينة لصالحه، ويمنحه تفويضا لاتخاذ القرارات نيابة عنه. تصف النظرية المؤسسة على أنها مجموعة من العلاقات التعاقدية بين الأطراف ذات المصالح فيها. أرسلت مقالات (Jensen & Meckling 1976) أسس نظرية الوكالة، حيث ترتكز على ترشيد سلوك المسيرين. تتبنى الأطراف في علاقة الوكالة سلوكا انتهازيا، حيث يسعون للاستفادة من نقاط الضعف والثغرات في العقود. ينتج عن هذا السلوك الانتهازي ما يعرف بتكاليف الوكالة. تصنف تكاليف الوكالة إلى ثلاثة أنواع رئيسية: تكاليف المراقبة، تكاليف التعهد والالتزام، والتكاليف الباقية.

### ثالثا: النظريات الحديثة لتفسير العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة

من اهم النظريات الحديثة لتفسير العلاقة بين الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية وقيمتها السوقية، نظرية ترتيب مصادر التمويل وتسمى أيضا بنظرية الالتقاط لمصادر التمويل، نظرية عدم تماثل المعلومات ونظرية الإشارة.

**1- نظرية ترتيب مصادر التمويل (نظرية الالتقاط):**

بدأت نظرية ترتيب مصادر التمويل مع عدم تماثل المعلومات بمعنى أن المسيرين يملكون معلومات حول قيم مؤسساتهم والمخاطر أكثر من المستثمرين الخارجيين، وتطورت هذه النظرية على يد (Myers) في الثمانينات، حيث يتلخص مضمونها حول ترتيب وتصنيف مصادر التمويل حسب أفضليتها، وتتشكل هذه النظرية من ثلاث نماذج أساسية وهي (قاسم، 2015):

❖ **نموذج (Myers) 1984:** والذي يتضمن خيارات التمويل وتشكيل الهيكل المالي حيث يستند على أن المؤسسة تفضل الاعتماد على التمويل الداخلي، فكان لابد من اللجوء إلى مصادر التمويل الخارجية، والأفضل البدء بالديون، ثم التمويل بالأسهم في حال إدارة الأسهم كعملة تبادلية للأصول، ثم إصدارها كأداة للتمويل. (C.Myers, 1984).

❖ **نموذج Williamson 1988:** الذي يتضمن نموذج تكلفة المعاملات وتكلفة الوكالة حيث لم يتم التعامل مع الديون والاموال الخاصة كأدوات مالية للتمويل (C.Myers, 1984)، وحسب Williamson فإن اختيار نوع مصدر التمويل يعود إلى خصوصية الأصل المراد تمويله (قريشي، التسيير المالي، الإدارة المالية، 2011).

❖ **نموذج (Myers) 1990:** والذي عالج مختلف القرارات المالية التي تستخدمها المؤسسة على المدى البعيد الذي يهدف إلى تعظيم ثروة المؤسسة من خلال الاحتفاظ بالأرباح بدلاً من اللجوء إلى زيادة رأس المال الذي يفرض توزيع المكافآت الإضافية. (تبر، 2009/2010)

**2- نظرية عدم تماثل المعلومات:**

عدم التماثل في المعلومات يعني عدم المساواة في الكمية والجودة والدقة للمعلومات المتاحة بين الأطراف المتعاقدة، حيث يمكن لإحدى الأطراف أن تمتلك معلومات ليست في متناول الطرف الآخر، وبالتالي قد يستفيد منها لتحقيق مكاسب شخصية. واشتهر الاقتصادي جورج أكرووف بتسليط الضوء على هذه النظرية من خلال دراسته في سوق السيارات عام 1970. (كماسي، 2024) وما جاء في هذه النظرية أن التمويل بالديون أفضل بكثير من التمويل بالأسهم، وليس بسبب الوفورات الضريبية على فوائد الديون، ولكن بسبب التأثير السلبي لإصدار الأسهم العادية على المساهمين القدامى، فإصدار أسهم عادية لا ينبغي أن يكون إلا في حالة وجود فرصة استثمارية غير عادية لا ينبغي تفويتها، أو عندما تدرك الإدارة أن مستقبل المؤسسة غير مطمئن أو أن إصدار أسهم جديدة سيكون في صالح المساهمين الحاليين، وتقضي هذه النظرية بالاعتماد على الأرباح المحتجزة في التمويل قبل اللجوء للديون، وإن تم اللجوء إلى الديون فلا ينبغي أن يصل إلى النقطة التي توصي بها نظرية التوازن وذلك للإبقاء على طاقة إقتراضية احتياطية يمكن استخدامها في الظروف الطارئة حتى لا تضطر المؤسسة إلى استخدام البديل غير المرغوب فيه المتمثل في إصدار أسهم عادية جديدة. (مريم، 2008/2007)

## 3-نظرية الإشارة:

يعود ظهور هذه النظرية إلى (Ross) عام 1977، وتقوم على فكرة عدم تماثل المعلومات في الأسواق، تتلخص أهم فرضيات هذه النظرية فيما يلي: تفترض نظرية الإشارة أن المؤسسات ذات الأداء الممتاز يمكنها إصدار إشارات فعالة تميزها عن المؤسسات ذات الأداء الضعيف، ويجب أن تكون هذه الإشارات صعبة الاقتباس من قبلها. تعتمد نظرية الإشارة على فكرتين أساسيتين:

- أولاً أن المعلومات غير موزعة بالتساوي في جميع الاتجاهات، مما يتيح للمسيرين في المؤسسات تهيئة معلومات غير متاحة للمستثمرين.

- ثانياً إذا كانت المعلومات متاحة للجميع، فإنها قد لا تدرك بنفس الطريقة أو تُفهم بنفس الوضوح، (الوهاب، 2006) ثم تأتي الإشارات في صور مثل وصف تكلفة التمويل، سياسات توزيع الأرباح، أو إصدار السندات، والتي تُعتبر دليلاً على قدرة المؤسسة على توليد السيولة، ليستقبل المستثمر كل إشارة بدرجة من الشك، حيث يسأل عن الفائدة التي ترمي إليها جهة الإشارة، ويحاول فهم صورة المسيرين في المؤسسة وسياستهم في الاتصال. ويلاحظ أيضاً مراقبة وحكم السلطات البورصية في حالة نشر معلومات غير صحيحة.

## المطلب الثالث: مكونات والعوامل المؤثرة في الهيكل المالي

للهيكل المالي مكونات و عوامل مؤثرة فيه.

## أولاً: مكونات الهيكل المالي

يعرف الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية بأنه توفير للموارد المالية اللازمة لإنشاء المشروعات الاستثمارية أو تكوين رؤوس الأموال واستخدامها لبناء الطاقات الانتاجية من أجل انتاج السلع والخدمات. (حساني، 2008)، أي هو مجموعة من القرارات حول كيفية الحصول على الأموال اللازمة لتمويل استثمارات المؤسسة، (والشخي، 1998) وتحديد المزيج التمويلي الأمثل من مصادر التمويل المقترضة والأموال المملوكة من أجل تغطية استثمارات المؤسسة. (الجزراوي، 1998) ويمكن الحصول على التمويل لتنوع الهيكل المالي من خلال التمويل بالملكية او التمويل بالدين. (وبولكثير، 2017).

ويتكون من :

## 1- التمويل بالملكية ( الأموال الخاصة)

يشير مصطلح "رأس المال" إلى الأموال التي يساهم بها المساهمون أو الملاك في المؤسسة. يتكون من عدة مكونات وهي:

❖ رأس المال المصدر: يشمل الأسهم العادية التي تمثل حصة معينة في ملكية المؤسسة. يعتبر هذا المصدر من أهم وسائل التمويل الطويلة الأجل، وهو الأكثر شيوعاً واستخداماً لتأمين السيولة اللازمة، وذلك بطرح أسهم عادية جديدة للاكتتاب، وعند تداول هذه الأسهم في البورصة قد تباع وتشتري بقيمة مخالفة عن

القيمة الاسمية أو الدفترية أي بقيمة أخرى تعرف باسم القيمة السوقية وهي القيمة الحقيقية للأسهم لأنها تتغير تبعاً لمعدلات الأرباح التي تحققها المؤسسة وظروف العرض والطلب ونمط تداول الأوراق المالية في البورصة، كل ذلك يعكس درجة وعي المستثمر وكمية المعلومات المتاحة عن المؤسسة وهذا يؤثر في قرار تداول الأسهم في سوق الأوراق المالية.

- ❖ **الأرباح المحتجزة:** هي الأرباح التي لم يتم توزيعها على المساهمين أو تخصيصها كاحتياطات، بل تُستخدم لتمويل عمليات النمو والتوسع في الأنشطة، وتعزيز المركز المالي للمؤسسة.
- ❖ **الاحتياطات:** هي المبالغ التي يتم حجزها لتغطية مخاطر محتملة أو لتمويل مشاريع مستقبلية. يحسب رأس المال المصدر بضرب عدد الأسهم المصدرة بالقيمة الاسمية للسهم، ويكون ذلك خاصاً بالمؤسسات التي تدرج أسهمها في البورصة.

## 2- التمويل بالدين ( الديون )

يتم التمويل بالديون بموجب شروط وإجراءات تتخذ في ضوء توفر الأموال وعوائد الفرصة البديلة وبعد تقييم قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها، تنقسم الديون بدورها إلى ثلاث أنواع وهي:

- ❖ **الديون القصيرة الأجل:** تمثل الموارد التمويلية التي يتم الحصول عليها لأجل قصير وهي في الغالب الموارد التي تقل عن السنة، وتنقسم إلى الائتمان التجاري والقروض المصرفية، وهذه الديون لا تتيح تدخلاً أو تأثيراً من قبل الدائنين على الإدارة إلا أنها قد تهدد سلامة المؤسسة في حالة عدم توفر السيولة اللازمة لسدادها عند الاستحقاق. (خلف، 2012).

- ❖ **الديون متوسطة الأجل:** فتمتد مدتها من سنة إلى خمس سنوات ولها عدة أنواع (القروض المصرفية) فهي أداة شائعة لتمويل الشركات والمؤسسات على المدى المتوسط، تقدم البنوك والمؤسسات المالية هذه القروض للشركات لتلبية احتياجاتها التمويلية. فمن خلال القروض المصرفية، تتفق المؤسسة مع البنك على استلام مبلغ معين مقابل دفع فائدة على مدى فترة محددة، وعادة ما يتم سداد المبلغ الرئيسي والفائدة على أقساط منتظمة على مدى هذه الفترة. شراء الآلات والمعدات بالتقسيط ويعني ذلك شراء الأصول الثابتة مثل الآلات والمعدات اللازمة للعمليات التجارية عبر دفع أقساط متساوية على مدى فترة زمنية معينة، ويتم التمويل عبر قروض تجارية أو بدين متوسط الأجل. أما التمويل التأجيلي فيتضمن إتاحة الأصول مثل الآلات والمعدات للمؤسسة لاستخدامها مقابل دفع أقساط شهرية معينة. في نهاية فترة التأجيل، يمكن للمؤسسة شراء الأصول بسعر محدد أو إعادتها إلى المؤجر.

- ❖ **الديون طويلة الأجل:** فتتراوح آجال استحقاقها من خمس سنوات فما فوق، لذا فهو يعد بمثابة التمويل الدائم للمؤسسة، ويضم السندات والتي هي عبارة عن أداة مديونية طويلة الأجل تصدره المؤسسة بهدف الحصول على السيولة اللازمة، ويمنح لحامله الحق في الحصول على القيمة الاسمية للسند في تاريخ الاستحقاق. كما أنها تعرف بتلك التدفقات النقدية التي تمنحها البنوك للشركات والمؤسسات لفترة زمنية تزيد عن خمس سنوات، مع تحديد جدول زمني لسداد المبلغ الرئيسي وسداد فوائد على فترات منتظمة. (فياض، 2010).



**ثانياً: العوامل المؤثرة في الهيكل المالي**

يختلف الهيكل المالي من مؤسسة الى أخرى حسب محدداتها واعتباراتها، فنجد أن البعض منها يعتمد على الأموال الخاصة والبعض الآخر على الديون، فقد حظي هذا الموضوع بالاهتمام من قبل الباحثين الماليين وذلك بهدف تحديد توليفة مثلى للهيكل المالي، وتتجسد هذه العوامل في ما يلي:

**1-مدى استقرار المبيعات : Sales stability**

تستطيع المؤسسة التي تتميز بمبيعاتها بالاستقرار النسبي ان تعتمد وهي مطمئنة على التمويل من خلال القروض، وتتحمل من ثم تكلفة ثابتة اعلى من المؤسسات التي تتسم بعدم استقرار مبيعاتها وتأسيسا على ذلك، فان مؤسسات المنافع العامة التي تتميز باستقرار الطلب على منتجاتها يمكنها في غالبية الأحوال استخدام نسب عالية من الرفع المالي (الاقتراض) مقارنة بالمؤسسات الصناعية. (اندراس، التمويل و الادارة المالية للمؤسسات ، 2008)

**2-هيكل الأصول:( Assets structure )**

يؤثر على مصادر التمويل بصورة عديدة. فالمؤسسات التي تتميز بأصولها الثابتة وتعتمد على فترات طويلة، خاصة عندما يكون الطلب على منتجاتها مضمونا إلى حد كبير، تفضل استخدام القروض طويلة الأجل المكفولة بضمانات معينة بشكل أكبر. بالمقابل، فان المؤسسات التي تتكون اغلب أصولها من ذمم ومخزون والتي تتوقف قيمتها على استقرار تحقيق المؤسسة للأرباح، تعتمد بصفة أساسية على قروض قصيرة الأجل وان كانت تستخدم أيضا القروض طويلة الأجل فانها تستخدمها بدرجة محدودة.

**3- المنافسة (Compétition):**

ان خدمة الديون تتوقف على ربحية المؤسسة وحجم المبيعات، وعلى هذا الأساس فان استقرار هوامش الربح له نفس أهمية استقرار المبيعات والشك ان سهولة دخول مؤسسات اخرى في الصناعة التي تنتمي اليها المؤسسة، وكذلك مقدرة المؤسسات على التوسع في طاقاتها سيؤثران على هوامش الربح لمؤسساتها، فالصناعة التي تتميز بمعدل نمو مرتفع يتوقع ان يكون هوامش ربحها كبير ولكن من ناحية اخرى ينتظر ان تضيق هوامش الربح هذه اذا كانت هذه الصناعة تدرج في مجموعة الصناعات التي يسهل على المؤسسات الجديدة ان تنظم اليها وتشارك في سوقها. (سليم مجلخ، 08 ماي 2019).

**4-المخاطر ( Risk ):**

يتطلب النظر في عامل المخاطرة عند النظر في المفاضلة بين الهياكل التمويلية واختيار الهيكل المالي الملائم. بمعنى أدق، ينبغي للمؤسسة أن تختار هيكل تمويل يزيد من مرونتها ونشاطها، ويمكنها في الوقت ذاته تقليل المخاطر من خلال آليات التنويع، التي تشمل تنويع مصادر التمويل لتجنب التعرض لنفس المخاطر.

وبالفعل، يلاحظ أن هناك مخاطر خاصة تتعلق بنشاط المؤسسة تسمى مخاطر النشاط، التي يمكن تقليلها بشكل كبير من خلال التنوع في مصادر التمويل. (عيادي، 2008/2007)

#### 5- الربحية (الدخل) ( Profitability ):

تميل المؤسسات ذات المعدلات العائدة المرتفعة على الاستثمار إلى استخدام مصادر قليلة للاقتراض، (اندرأوس، التمويل و الإدارة المالية للمؤسسات ) إذ يكمن الهدف الرئيسي للمؤسسة في تعظيم قيمتها السوقية، ويعتبر تحليل الأرباح قبل الفوائد والضرائب وحصة السهم الواحد من الربح من بين المؤشرات التي ينبغي أن تؤخذ بعين الاعتبار كخطوة أولى في عملية تصميم الهيكل المالي. (الخرشة، 2007).

#### 6- حجم المؤسسة (size Fondatio):

ان للمؤسسة احجام مختلفة منها الصغيرة، المتوسطة والكبيرة ولحجم المؤسسة أثر مباشر في اختيار مصادر التمويل، بحيث كلما زاد حجم المؤسسة ادي الي تنوع في مصادر التمويل وخاصة اللجوء الي الاستدانة الطويلة الأجل.

#### 7- المرونة والتوقيت (time and Flexibility):

يقصد بالمرونة الانسيابية والقدرة على ادخال التعديلات اللازمة في عناصر الهيكل المالي بما يتلائم مع المتغيرات والظروف المستجدة دون ان يخل ذلك بالمركز المالي للمؤسسة، فالتوقيت له صلة وثيقة بالمرونة المالية عند التخطيط لتكوين توليفة مثلي لمصادر التمويل المالي. (نوح، 2017-2018).

#### 8- الادارة والسيطرة: ( Management and control )

غالبا ما يلجأ المالكون الحاليون للشركة إلى الاقتراض أو إصدار الأسهم الممتازة والسندات لتقادي التدخل في الإدارة من قبل المالكين الجدد. وعندما تكون قوة المؤسسة المالية على وجه التحديد، تلجأ المؤسسة إلى الاقتراض أو إصدار الأسهم الممتازة ومع ذلك، في حال كانت قوة المؤسسة المالية متراجعة، فإنها تفضل إصدار الأسهم العادية الجديدة بدلا من الاستدانة، حيث يمكن أن يعرض الاقتراض المؤسسة لمخاطر عدم القدرة على السداد وبالتالي خطر الإفلاس، ولذلك يكون من الأفضل تقادي الإفلاس عن طريق زيادة رأس المال واستقبال بعض المالكين الجدد. (عقل، 2008).

## المبحث الثاني: الإطار المفاهيمي للقيمة السوقية للمؤسسة

لقد تمت دراسة الهيكل المالي ومكوناته، بالإضافة إلى العوامل المؤثرة فيه، والآن سنركز على القيمة السوقية للمؤسسة، حيث تشمل القيمة السوقية مفاهيم متعددة وأنواع متنوعة، بالإضافة إلى مجموعة من العوامل التي تؤثر عليها، كما انه يوجد عدة طرق لقياس القيمة السوقية للمؤسسة، وهذا ما سنتطرق له من خلال هذا المبحث.

### المطلب الأول: ماهية القيمة السوقية

يعتبر تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة واحدة من الأهداف الرئيسية التي تسعى هذه الاخيرة لتحقيقها بهدف المحافظة على استمراريتها. ومع ذلك، يعتبر مفهوم القيمة معقدا، حيث لا يمكن تحديده بشكل مباشر نظرا لوجود العديد من العوامل المؤثرة والمفاهيم المتداخلة في تحديده.

#### اولا: مفهوم قيمة المؤسسة

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

- **التعريف الأول:** تتمثل قيمة المؤسسة في: ذلك المبلغ النقدي العادل الذي توصل اليه خبير متخصص حيث ان ذلك المبلغ يحظى بقبول لدى مختلف الأطراف المعنية بها عند كل مرحلة من طلب قياسها، والذي يعكس القيمة المعادلة لكافة موارد وامكانيات المؤسسة المستغلة في تنظيمها وذلك في ظل مفهوم استمرارية النشاط. (سويسبي، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، 2008)
- **التعريف الثاني:** القيمة من الممكن أن تكون موجودة من دون تبادل، فهي تركز على التقدير النظري المعتمد على مفهوم المنفعة والذي قام المستثمر أو المقيم بمقارنتها مع مختلف السلع المتاحة وتحويل قيمة السعر يتحقق بوجود مطابقة بين العرض والطلب الحقيقيين. (الطبي، 2016)
- **التعريف الثالث:** هي إجمالي القيمة الإجمالية للملكية وممتلكات الحقوق التي تخص المؤسسة، وبالتالي القيمة هي المؤشر الأكثر شمولاً على كفاءة المؤسسة (الحالة المالية، المخاطر الحالية، وتطورها... الخ). (العال، 2008، صفحة 11)

من خلال ما سبق يمكن القول إن القيمة مبلغ يدفع مقابل أصل معين في تاريخ التقييم فعندها تصبح مجسدة في سعر، حيث أن ذلك المبلغ يحظى بالقبول العام لدى مختلف الأطراف المعنية بها.

#### ثانيا: أنواع القيمة

للقيمة انواع متعددة يمكن ذكرها في التالي:

**1- القيمة السوقية:**

تعرف هذه القيمة على انها: "القيمة الاقتصادية لمجموع الاصول التي تحوزها المؤسسة من اجل تحقيق هدف الاستمرارية ورسملة توزيعات الارباح".

هناك ايضا من يطلق عليها مصطلح القيمة العادلة فهي: القيمة التي على اساسها يمكن مبادلة الموجود بين اطراف يتوافر لها المعرفة والرغبة والتكافؤ في اتمام المبادلة وهذا حسب تعريف المعيار المحاسبي الدولي (16) (صفا مهدي راجي، 2019)

مما نلاحظ وجود اختلاف بين المصطلحين، حيث يمكن توضيحه من خلال الجدول التالي:

**جدول رقم (1-1): الفرق بين القيمة السوقية والقيمة العادلة**

التفاصيل	القيمة السوقية	القيمة العادلة
الظروف الاقتصادية	تتأثر بالظروف الاقتصادية	لا تتأثر بالظروف الاقتصادية لانها قيمة دفترية تخضع للمقومات المحاسبية المتعارف عليها.
الظروف الاجتماعية	تتأثر بالاعلام والاشاعات، وكذلك تتأثر مباشرة بالعادات والتقاليد.	لا تتأثر بالاعلام والاشاعات، ولا بالعادات والتقاليد اطلاقا.
التقارير والقوائم المالية	يحددها البائع والمشتري	تحددها النظم المحاسبية.

المصدر: من اعداد الطالبين وفقا لمرجع (محمد، 2019).

**2- القيمة الاستثمارية:**

هي عبارة عن الحاصل الاجمالي للتدفقات المستقبلية لاصل ما، اي ما يدره الاصل خلال فترة الاستثمار ويعبر عن قيمته مع الأخذ بعين الاعتبار هذين العاملين وهما: (سعيد بريكة، 2009)

- القيمة الاضافية التي يمكن تحقيقها خلال فترات زمنية
- حجم المخاطر وتقلبات الاسعار واثر التضخم.

**3- القيمة الدفترية:**

تمثل عموما التكلفة التاريخية، اما بالنسبة للمؤسسة فتمثل القيمة الدفترية لمجموع الاصول منقوصا منها القيمة الدفترية للخصوم مما ينتج عنها القيمة الصافية وبالتالي فهذا المفهوم محاسبي وليس اقتصادي (حادرة، 2012)

**4- القيمة الاستعمالية التبادلية:**

تمثل النفقات الواجب دفعها لحيازة سلع لها نفس النوعية ونفس الاداء، فهي تتعلق خصوصا بمعدلات الاستغلال والاساس الذي تركز عليه هذه القيمة هو المنفعة (بكار، 2009-2010).

**5- قيمة تكلفة إعادة الانشاء او الانتاج:**

تعتبر عن التكلفة الواجب إنفاقه الإنتاج أصل مماثل لأصل موضوع التقييم، إنن فهي تأخذ بعين الاعتبار التغيرات الحاصلة في السوق فيما يتعلق بتكاليف إعادة الإنتاج. (عيساوي، تقييم المؤسسة في إطار الخصوصية، 2004-2005)

**6- القيمة المتبقية:**

هي المبلغ الصافي الذي يرتقب كيان ما الحصول عليه في مقابل أصول عند نهاية مدة منفعتها بعد خصم التكاليف الممكن تحملها عند خروجه. (لعجوز، 2017)

**7- قيمة التصفية:**

هي نصيب السهم من تصفية موجودات الشركة بعد تسديد حقوق كافة الدائنين وحقوق حملة الأسهم الممتازة. (المغربي، 2018)

**8- القيمة الجارية:**

هي أساس للتقييم تنتج نظير المراعاة في الأسعار للأصول ( التغيرات الخاصة بالأسعار)، وهناك مفهومين أساسيين للقيمة الجارية: (كيموش، 2010-2011)

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

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

تكلفة استبدال الأصول المستخدمة وهي المبلغ اللازم للحصول على أصل مماثل له نفس العمر الإنتاجي من سوق الأصول المستعملة، غير أن هذا المفهوم غير عملي لنقص الأسواق المنظمة لهذا النوع من الأصول.

-تكلفة إعادة إنتاج الأصول المستخدمة: وهي المبلغ المطلوب من أجل إعادة إنتاج أصل مماثل للأصل الموجود.

-تكلفة الأصول الجديدة: التي تعبر عن استبدال القدرة الإنتاجية للأصل لتعكس التغير التكنولوجي.

**9- قيمة الإحلال:**

هي قيمة شراء الموجودات المختلفة في المؤسسة بالأسعار المالية. (النجار،، 2010)

**10- قيمة شهرة المحل:**

هي مجموع الصفقات غير القابلة للوزن أو القياس بدقة التي تجذب الزبائن إلى منشأة الأعمال، وهي في جوهرها توقع استمرار تفضيل العملاء وتشجيعهم إلى سبب من الأسباب. (حماد،، 2002)

**11- القيمة القابلة للتأمين:**

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

**المطلب الثاني: طرق تحديد القيمة السوقية للمؤسسة**

توجد عدة طرق لتحديد قيمة المؤسسة التي تختلف باختلاف المبادئ المرتكزة عليها، ويمكن تصنيف طرق تحديد قيمة المؤسسة إلى ثلاث طرق أساسية هي:

**أولاً: طرق الذمة المالية**

تعتمد طرق الذمة المالية أو ما يسمى بالطريقة المحاسبية على المعلومات الموجودة في الميزانية، (Faillie, Fusions, Acquisitions et évaluations d'entreprises, 2001) وتتمثل في:

**1- طريقة الأصل المحاسبي الصافي (ANC)**

تعتمد هذه الطريقة في التقييم على القيم الدفترية لكل من الأصول والخصوم المستحقة (الديون)، حيث تسمح الميزانية المحاسبية بتقدير قيمة المؤسسة من خلال حساب أصلها الصافي، علماً أن هذا الأخير يعبر ببساطة عن الذمة والتي هي عبارة عن الفرق بين مجموع الأصول ومجموع الديون للمؤسسة، ويحسب الأصل المحاسبي الصافي بالعلاقات التالية: (ثابت، 2014)

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

يحسب أيضاً بالعلاقة التالية: (Patric Vizzavona, 1999)

$$\text{الأصل الصافي} = \text{راس المال الاجتماعي} + \text{الاحتياطات} + \text{النتيجة بعد التوزيع}$$

**2- طريقة الأصل المحاسبي الصافي المصحح (ANCC):**

تقوم هذه الطريقة بأخذ كل حسابات الأصول والخصوم وتجري عليها عمليات التحليل والتصحيح الضرورية لأجل الوصول إلى الصورة الأكثر صدقاً للحقيقة الاقتصادية للميزانية، والفرق بين الأصل المصحح والخصم المستحق المصحح يعطينا الأصل الصافي المصحح. الأصل المحاسبي الصافي المصحح (ANCC) يمكن تحديده انطلاقاً من ميزانية واحدة ويساوي: (ثابت، 2014)

$$\text{ANCC} = \text{الأصل الصافي للميزانية} - \text{الخصم الحقيقي (ديون حقيقية)} - \text{أصول وهمية أو بدون قيمة} + \text{الخصوم الوهمية (فارق تحويل الخصوم - تصحيحات فائض أو نقص قيمة)}$$

قيمة المؤسسة المعطاة حساب مباشر لقيمة الأصل الصافي تمثل قيمة دنيا لها وهذه القيمة تكتمل ببعض التصحيحات من أجل الحصول على أصل محاسبي صافي مصحح.

$$\text{الأصل الصافي المصحح} = \text{الأصل الخام} - \text{الديون الجبائية المستترة} - \text{الديون المحاسبية}$$

الأصل الصافي المصحح من وجهة نظر قيمة استعمال هو رأس المال المستثمر من طرف المساهمين في المؤسسة، بالأخذ في الحسبان الجبائية، ويكتب بالشكل التالي:

$$\text{الأصل الصافي المصحح} = \text{الأصل الاقتصادي مقيم بقيمة الاستعمال} - \text{الديون}$$

### 3- القيمة الجوهرية (VSB)

القيمة الجوهرية تمثل مجموع الأصول المادية للمؤسسة المستعملة والمنظمة من أجل تحقيق الأهداف بدون الأخذ بعين الاعتبار طرق تحويل هذه الأصول، وهي تركز على الاستمرارية والنشاط. يمكن حساب القيمة الجوهرية بالعلاقة التالية: (Jean brilman et Claude maire, 1993)

$$\text{القيمة الجوهرية} = \text{الأصول الإجمالية المعاد تقييمها من منظور الاستمرارية} + \text{مصاريف الاستثمار الضرورية للاستغلال غير المملوكة} + \text{مصاريف الاستثمار الضرورية لتكملة وتجديد والحفاظ على المعدات} - \text{العناصر المملوكة غير الضرورية للاستغلال.}$$

### 4- الأموال الدائمة للاستغلال (CPNE)

فيها يتم إدخال مفهوم الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال كطرف في العلاقة، باعتباره بديلا لما جاء كانتقاد الطريقة القيمة الجوهرية، خاصة ما تعلق بمشكل التمويل للعناصر الضرورية للاستغلال. تحسب بالطريقة التالية: (vona, 1990)

$$\text{الأموال الضرورية الدائمة للاستغلال} = \text{القيم الثابتة} + \text{الاستثمارات للاستغلال} + \text{الاحتياج في رأس مال العامل للاستغلال (BFRE)}$$

### ثانيا: طرق المردودية

من اهم طرق المردودية لتحديد قيمة المؤسسة ما يلي:

## 1- الطرق المرتكزة على التدفق النقدي المتاح (DCF)

فالتدفق النقدي المتاح يعبر عن تدفقات السيولة الصافية المحققة فعلا من النشاط المادي للمؤسسة (الاستغلال). (جمعة، 2000)

يمكن حساب التدفق النقدي المتاح وفق العلاقة التالية: (قريشي، التسيير المالي و الإدارة المالية، 2006)

التدفق النقدي المتاح = نتيجة الاستغلال الصافية (خارج المصاريف المالية والضريبة على أرباح الشركات) + مخصصات الاهتلاكات التغير في الاحتياج في رأس المال العامل + التنازل عن الأصول (صافي من الضريبة) - الاستثمارات

بعد معرفة وتحديد الخاصر المكونة للتدفق النقدي المتاح يمكن حساب قيمة المؤسسة بالعلاقة التالية:

$$VE = \sum_{i=1}^n \frac{Di}{(1+k)^i} + \frac{Vn}{(1+K)^n}$$

حيث:

VE : التدفق النقدي المتاح خلال الفترة i

Di : التوزيعات النقدية في اللحظة i

K : معدل الاستحداث

Vn : القيمة النهائية

n : عدد السنوات.

## 2- الطرق المعتمدة على التوزيعات

تتمثل قيمة المؤسسة في مجموع قيم السهم فهي تهدف إلى تحديد قيمة السهم أخذ بعين الاعتبار توزيعات الأرباح المتوقعة وسعر إعادة التنازل عن هذا السهم في المستقبل، ويمكن حساب قيمة المؤسسة كما يلي (عيساوي، تقييم المؤسسة في إطار الخصخصة، 2005):

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

حيث:



Ve : قيمة المؤسسة

القيمة الحالية للتوزيعات المتوقعة الحصول عليها خلال الفترة  $\sum_{i=1}^n \frac{Di}{(1+t)^i}$

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

من بين أهم هذه الطرق نجد:

### ➤ نموذج جوردن شابيرو (Gordon Shapiro)

النموذج غوردون شابيرو هو نموذج تقييم يسمح بتحديد قيمة شركة بناءً على التدفقات النقدية المستقبلية. تم تصميم هذا النموذج لحساب قيمة المؤسسة من خلال تدفقات النقد المخفضة، مع مراعاة التوزيعات المستقبلية للشركة. يمكن أن يسمح هذا النموذج بتقدير القيمة الجوهرية لسهم عن طريق استخدام القيمة الحالية الصافية لقيمة الأرباح المستقبلية، متجاهلاً الظروف السوقية الحالية. يعتبر نموذج غوردون شابيرو تغييراً عن نموذج نمو غوردون، الذي يُستخدم على نطاق واسع في تقييم الأسهم، خاصة للشركات ذات معدلات نمو مستقرة في توزيعات الأرباح. (Faille, Fusions, Acquisitions et évaluations d'entreprises, 2001)

القيمة الجوهرية للسهم = ربح السهم المتوقع في السنة القادمة / (معدل العائد المطلوب - معدل نمو الأرباح)

### ➤ نموذج باتش (Bates)

يقوم نموذج Bates بربط بين نسبة الأرباح إلى السعر (PER) في الحاضر ونسبة الأرباح إلى السعر في المستقبل خلال فترة n، مع مراعاة معدل النمو ومعدل التوزيع خلال هذه الفترة. كما يأخذ النموذج في الاعتبار معدل العائد المطلوب من قبل المساهم. ويمكن حساب قيمة المؤسسة وفقاً لهذا النموذج على النحو التالي: (Octave, 2004)

$$Ve = \sum_{i=1}^n \frac{Div1}{(1+k)^t} + \frac{Vn}{(1+k)^n}$$

حيث:

Div : التوزيعات

K : معدل الخصم

### ➤ نموذج هولت (Holt)

يقوم هذا النموذج على نفس مبدأ نموذج Bates، ويطبق على المؤسسات ذات درجة عالية من التطور والغرض من هذا النموذج تحديد بين نسبة السعر على العائد ومدة النمو. ثم يشارك المستثمر النتيجة التي

حصل عميها النموذج من توقعاته الخاصة. ويمكن حساب النسبة بيف Per لمؤسسة و Per لمسوق كما يلي: (Nguéna Jokung Octave, 2004)

$$\frac{PER_0}{PER_{0M}} = \left( \frac{(1 + g) + \frac{Div}{co}}{1 + gm + \frac{DivM}{coM}} \right)^n$$

حيث:

Div/co: عائد السهم

DivM/coM: عائد السهم في السوق

gm: معدل النمو في السوق

g: معدل النمو

n: عدد السنوات

### 3- الطرق المرتكزة على الأرباح

لمعالجة قيمة المؤسسة بالاعتماد على الأرباح، تم تصنيف طرق التقييم إلى ثلاث طرق هي:

➤ **رسمة الأرباح:** (سويسي، أهمية تقييم المؤسسات فب اتخاذ قرارات الاستثمار المالي، 2007)

يتم حساب قيمة المؤسسة وفقاً لهذه الطريقة عن طريق تقدير القيمة الحالية للأرباح المتوقعة المتحققة في المستقبل إلى ما لا نهاية، مع مراعاة نسبة السعر إلى العائد في الحساب. ويمكن حساب قيمة المؤسسة باستخدام العلاقة التالية:

$$Ve = PER \times BPA$$

حيث:

Ve: قيمة المؤسسة.

PER: نسبة السعر على العائد.

BPA: الربح المقدر للسهم الواحد.

➤ **خصم الأرباح**

وفق هذه الطريقة يتم تحديد قيمة المؤسسة بناء على خصم الأرباح المتوقع الحصول عليها في المستقبل.

وعليه تحسب قيمة المؤسسة بالعلاقة التالية: (Barreau & Jacqueline Delahaye, 2006)

$$Ve = \sum_{i=1}^n \frac{R}{(1+K)^n}$$

حيث:

R : الأرباح المتوقعة؛

K : معدل الخصم

n : عدد السنوات.

➤ فترة الإسترداد

تقوم طريقة فترة الاسترداد على تقييم طريقة سعر السهم، حيث تمثل فترة الحيازة سعر السهم مضاف إليها القيمة الحالية للأرباح المستقبلية. (دراجي، 2006)

هذه الطريقة مشتقة من طريقة فترة الاسترداد المستحقة في تقييم المشاريع. وتحسب فترة الاسترداد بالعلاقة التالية: (Palou, 2003)

$$Dr = \frac{\log \left( Per \frac{(g-k)}{(1+k)} + 1 \right)}{\log \left( \frac{1+g}{1+k} \right)}$$

Dr : فترة الاسترداد؛

Per : مضاعف السعر على العائد؛

g : معدل النمو؛

K : معدل الخصم

❖ الطرق المختلطة

تعتبر الطرق المختلطة من أهم طرق التقييم المالي، حيث تتميز في هذا الصدد بيف الطرق التالية:

- فائض القيمة Good Will؛

- المقارنة.

#### 4- طرق فائض القيمة Good Will

فائض القيمة (شهرة المحل) يعني قدرة على تحقيق الأرباح من خلال استغلال عناصر مختلفة. هذه القدرة تتمتع بها المؤسسة وتعني جميع العناصر المعنوية المرتبطة بنشاط المؤسسة وبصفة عامة. فائض القيمة

يعرف على أنه محصلة جميع العناصر الداخلية والخارجية التي تعمل على تعظيم الأرباح المحققة التي يمكن تحقيقها من طرف المؤسسة. يمكن حساب فائض القيمة بطريقتين هما:

➤ **الطريقة المباشرة:** توجد عدة طرق لحساب فائض القيمة ومن ثم قيمة المؤسسة، ويمكن التطرق لأهمها:

➤ **الطريقة الأنجلوساكسونية:** وفقها يتم حساب فائض القيمة ومن ثم قيمة المؤسسة مباشرة دون الرجوع الى الفرق بني القيمة الإجمالية وقيمة الأصل الصافي المصحح، حيث تكتب وفق العلاقة الآتية: (بكارى، 2009-2010)

الطريقة الجمالية:

$$V = ANCC + \frac{1}{i} (CB - i \cdot VS) \quad GW = \frac{1}{t} (CB - i \cdot VS)$$

الطريقة الصافية: (ثابت، 2014)

$$V = ANCC + \frac{1}{i} (CB - i \cdot VS) \quad GW = \frac{1}{t} (CB - i \cdot VS)$$

حيث أن V: تمثل قيمة المؤسسة؛ ANCC تمثل الأصل الصافي المصحح؛

t: تمثل معدل الاستحداث بخطر، مضافا إليه من 01 إلى 12 بالمائة كعلاوة خطر؛

CB: تمثل القدرة الربحية؛

i: سعر الفائدة

VS: تمثل الربح المصحح

إن القيمة (i.ANCC) تمثل المردودية النظرية التي تساوي الربح الأدنى الضروري لأجل الحصول على مكافأة عادية، وعندما نقوم بإنقاص هذا الأخير من قيمة الربح الحقيقي (B) نحصل على ريع فائض القيمة والمسمى بـ (good will)، أما إذا كان الفرق عرضيا سالبا فهو يمثل (Bad will).

➤ **الطريقة غير المباشرة:** وتدعى أيضا طريقة الممارسين، حيث يتم حساب قيمة المؤسسة وفق العلاقة الآتية: (Jean brilman et Claude maire، 1993)

$$V = ANCC + GW$$

علما أن:

V: القيمة الإجمالية للمؤسسة

GW: فائض القيمة

ANCC: الأصل الصافي المحاسبي المصحح

تحسب فائض القيمة كالتالي:

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

و منه تحسب قيمة المؤسسة على النحو التالي:

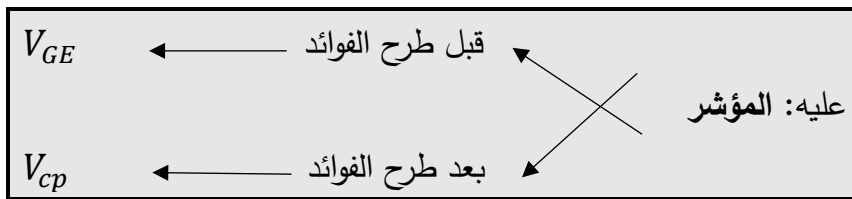
$$GW = ANCC + \frac{1}{2i}(B - i \times ANCC)$$

❖ طرق المقارنة:

يتيح استخدام هذه الأسلوب الفرصة لتقييم المؤسسة من خلال مقارنتها بمؤسسات أخرى في السوق. وبسبب انتشار هذا الأسلوب بشكل كبير، يقوم المحللون الماليون بتطبيقه بانتظام. وفي إطار هذا الأسلوب، يتم اختيار عينة من المؤسسات المتشابهة في النشاط للقيام بتقييمها. (Arnaud Thauvron, 2000) وتعطى الصيغة العامة للمضاعف بالعلاقة التالية: (Arnaud Thauvron, 2000)

المضاعف = (القيمة السوقية للأموال الخاصة او الكلية للمؤسسة)/مؤشر

يلاحظ أنّ البسط يتألف من قيمة الأموال الخاصة بالمؤسسة والقيمة الكمية لها، والتي تعادل مجموع الأموال الخاصة والديون المالية. أما المقام، فيُمثل مؤشر القيمة، حيث إذا كان يعبر عن التدفق النقدي الذي سيحصل عليه المساهمون والدائنون الماليون دون احتساب تكاليف الفائدة، فذلك يعني أنه يحدد قيمة الشركة. وبناء على ذلك، يكون البسط هو القيمة الكمية للمؤسسة (VGE)، ويكون المؤشر عبارة عن مؤشر العمليات، ناتج استغلال وتدفقات النقد للاستثمار. للحصول على قيمة السهم، يتعين خصم ديون السهم. وعلى الجانب المقابل، إذا كان المؤشر يعبر عن تدفق نقدي لا يحصل عليه المساهمون، فإن البسط يكون مجرد الأموال الخاصة (VCP) وأهم المؤشرات في هذه الحالة هي النتيجة الجارية والنتيجة الصافية. (Arnaud Thauvron, 2000)



في الحالة العملية أهم المؤشرات الرئيسية المستعملة يمكن تصنيفها حسب نوع القيمة، وذلك من خلال الجدول التالي:

جدول رقم (1-2): أهم مؤشرات القيمة

$V_{cp}$	$V_{GE}$
- رقم الأعمال	- النتيجة الجارية
- المعطيات الحقيقية	- النتيجة الصافية $R_{net}$
- الفائض الإجمالي للإستغلال	
EBE	
- تدفق الخزينة المتاح FT	
- نتيجة الإستغلال $R_{exp}$	

المصدر: (Arnaud Thauvron, 2000)

➤ مضاعف السعر / العائد: (PER)

عبارة عن العلاقة بين سعر المؤسسة المسعرة وأرباح السهم فهو يسمح بإيجاد قيمة أصل

بدلالة عدد مرات الواجب تحقيقها من العوائد لتغطية قيمته: (Arnaud Thauvron, 2000) ويحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{مضاعف السعر على العائد} = \frac{\text{سعر السهم}}{\text{الربح}}$$

➤ مضاعف نتيجة الإستغلال ( $VE/R_{exp}$ )

يتم حساب قيمة المؤسسة الاقتصادية عن طريق تقسيم قيمتها السوقية على نتيجة الاستغلال بعد الضريبة النظرية للعينة المحددة. ويتم استخدام هذا الحساب لتقدير القيمة الاقتصادية للمؤسسة، حيث يُقدر مدى كفاءتها في توليد العائدات بالنسبة لرأس المال المستثمر فيها ويحسب (Mondher Bellalah, 2004) المضاعف بالعلاقة التالية:

$$\text{مضاعف نتيجة الإستغلال} = \frac{\text{القيمة السوقية للمؤسسة}}{\text{نتيجة الإستغلال}}$$

➤ مضاعف الفائض الإجمالي للإستغلال ( $VE/EBE$ ):

هذا المضاعف يُعتبر الأكثر استخدامًا من قبل المحللين الماليين، خاصةً في القطاعات ذات الرأسمال العالي، حيث يُمكن من تقدير الربحية التشغيلية (أو مردودية الاستغلال) للمؤسسة، (ean Michel Palon, 2005). ويُمكن الحصول على هذا المضاعف من خلال العلاقة التالية (Mondher Bellalah, 2004):

$$\text{مضاعف الفائض الإجمالي للإستغلال} = \frac{\text{القيمة السوقية للمؤسسة}}{\text{الفائض الاجمالي للاستغلال}}$$

## المطلب الثالث: العوامل المؤثرة على القيمة السوقية

نجد أنها ابتداء من سنة 1958 أين ظهر مقال مود جلياني وميلر والذي يدور حول تكلفة رأس المال مالية المؤسسة ونظرية الاستثمار الذي يعتبر ثورة في مجال مالية المؤسسة، بدأت النظرية المالية تدرس بشكل عام وبدقة عملية أكبر موضوع تأثير القرارات المالية على قيمة المؤسسة، حيث تقوم بدراسة كل من قرارات التمويل والاستثمار وتوزيع الأرباح، وفي ما يلي ملخص لتأثير القرارات المالية كل على حدا على قيمة المؤسسة. (موساوي، 2013)

### 1- تأثير قرار الاستثمار على قيمة المؤسسة

انطلاقاً من عمل مود جلياني وميلر 1958 الذي يشير عنواناً لنظرية الاستثمار، تظهر أهمية قرار الاستثمار التي كانت تمثل صلب دراسات النظرية المالية الكلاسيكية والحديثة معاً. ويؤثر قرار الاستثمار على قيمة المؤسسة من خلال تدنية تكلفته وفي المقابل زيادة مردوديته. (محمد صالح الحناوي، 2003-2004)

### 2- تأثير قرار التمويل على قيمة المؤسسة

أي تأثير الهيكل المالي على قيمة المؤسسة ويقصد بالهيكل المالي البحث عن مصادر تمويل في المؤسسة والتي تتمثل في كل من الأموال الخاصة والديون، تعتبر نظرية الهيكل المالي من النظريات التي تمثل نواة النظرية المالية إلى جانب نظرية الاستثمار، وفي ظل بروز تعظيم قيمة المؤسسة كهدف تنشده وترتكز عليه النظرية المالية، بدأ التساؤل البحث في مدى إمكانية تأثير الهيكل المالي على المؤسسة.

وتحاول النظرية المالية الحديثة أن تعطي إطاراً للبحث من خلال تقديم نظريات المقررة للهيكل المالي التي تحاول أن تجيب في جزء منها عن إمكانية تقليل التكاليف الحصول على الأموال من خلال وضع هيكل مالي مناسب، ومن ثم رفع قيمة المؤسسة بصفة عامة وفي الواقع العملي ومع وجود كل من الضرائب على أرباح المؤسسات، بالإضافة إلى تكاليف الإفلاس والوكالة، يؤثر الهيكل المالي على قيمة المؤسسة انطلاقاً من تخفيض تكلفة التمويل إلى الحد الذي تصبح فيه قيمة المؤسسة أعلى ما يمكن. (حسن م.، 2002)

### 3- تأثير قرار توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة.

يعتبر قرار توزيع الأرباح من القرارات المالية الهامة التي لا تقل أهمية عن قراري الاستثمار والتمويل والتي تناولتها العديد من النظريات في إطار نظرية توزيع الأرباح ويتضح تأثير قرار توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة انطلاقاً من الكيفية التي يتم بها التصرف في الأرباح بين احتجازها أو توزيعها. (الهوري، 2007)

### 4- معدل العائد المطلوب:

معدل العائد المطلوب (Required Rate of Return) هو الحد الأدنى للعائد الذي يتوقع المستثمر الحصول عليه مقابل استثماره. هذا المعدل هو الحد الأدنى المقبول للتعويض عن مستوى مخاطر الاستثمار.

في الأساس، المعدل المطلوب هو الحد الأدنى الذي يجب أن يتحقق من أجل أن يكون الاستثمار مربحاً، يستخدم المعدل المطلوب كعتبة تفصل بين فرص الاستثمار الممكنة وغير المجدية. القاعدة العامة هي أن إذا كان عائد الاستثمار أقل من المعدل المطلوب، فيجب رفض الاستثمار. يمكن تعديل المقياس لاحتياجات وأهداف مستثمر معين. معدل العائد المطلوب هو مفهوم رئيسي في تمويل الشركات وتقييم حقوق الملكية. يمكن النظر في أهداف استثمارية محددة، وكذلك توقعات المخاطر والتضخم عند تحديد المعدل المطلوب. فيما يتعلق بالحساب، يمكن النظر في تطبيق المقياس لتحديد المعدل المطلوب. يمكن النظر في تكلفة تمويل تكاليف الاستهلاك (WACC) التكلفة الإجمالية لتمويل الشركة. لذلك، يمكن النظر إلى WACC كعائد التعادل الذي يحدد ربحية المشروع أو قرار الاستثمار. في النهاية، المعدل المطلوب هو عامل مهم في اتخاذ قرارات استثمارية. يجب النظر في أهداف الاستثمار، وتوقعات المخاطر، والتضخم عند تحديد المعدل المطلوب لتحقيق عوائد مستدامة.

### 5- معدلات الفائدة السوقية:

معدلات الفائدة السوقية (Market Interest Rates) هي السعر الذي يدفعه البنوك التجارية لمنح قروض أو إيداعات مالية لمدة معينة. هذه المعدلات تؤثر مباشرة على الاقتصاد والشعب، حيث تتحكم في التضخم والنمو الاقتصادي. تتأثر معدلات الفائدة السوقية بالسياسة النقدية التي تتبعها البنوك المركزية. عندما يرفع البنك المركزي سعر الفائدة، فإنه يزداد عبء القروض الجديدة والقائمة، مما يقلل من التضخم. هذا لأن الاقتراض يصبح أكثر تكلفة، مما يقلل من الطلب على السلع والخدمات، وبالتالي يقلل من التضخم. تتأثر معدلات الفائدة السوقية أيضاً بالتضخم. عندما يرتفع التضخم، فإنه يزداد عبء القروض، مما يقلل من التضخم. هذا لأن البنوك المركزية ترفع سعر الفائدة لتشجيع الفوائض المالية العالية لإيداعها بالبنوك، مما يقلل من التضخم. معدلات الفائدة السوقية تؤثر أيضاً على الاقتصاد العالمي. عندما يرتفع سعر الفائدة في دولة ما، فإنه يقلل من التضخم في تلك الدولة، لكنه قد يقلل أيضاً من النمو الاقتصادي في دول أخرى. في النهاية، معدلات الفائدة السوقية هي أداة رئيسية للبنوك المركزية لضبط السياسة النقدية والتحكم في التضخم والنمو الاقتصادي. (عباس، 2022)



## المبحث الثالث: الدراسات السابقة

فيما يلي مجموعة من الدراسات السابقة ذات الصلة بموضوع البحث، حيث يتم عرض هذه الدراسات على النحو التالي: الدراسات التي تناولت هيكل التمويل وتأثيره الإيجابي على قيمة المنشأة، الدراسات التي تناولت هيكل التمويل وتأثيره السلبي على قيمة المنشأة، الدراسات التي تناولت عدم وجود تأثير لهيكل التمويل على قيمة المنشأة.

### المطلب الأول: الدراسات التي تناولت تأثير الهيكل التمويلي على قيمة المنشأة

في هذا المطلب نستعرض الدراسات التي تناولت تأثير الهيكل التمويلي على قيمة المنشأة.

أولاً: الدراسات التي تناولت هيكل التمويل وتأثيره الإيجابي على قيمة المنشأة.

1- دراسة (Impact of capital structure on firm's value: Evidence from 2010)

في بنجلادش لمساعدة المديرين الماليين لتعظيم قيمة المنشأة، واعتمدت هذه الدراسة على ثمانية عوامل تمثلت في الربحية، الحجم، هيكل الملكية، نسبة استغلال الأصول، معدل النمو، السيولة، مخاطر السوق، وهيكل التمويل الذي تم التعبير عنه بنسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول بغرض تحديد تأثير تلك الأبعاد على سعر السهم كاستعاضة عن قيمة المنشأة. وتمت هذه الدراسة على (88) شركة من الشركات المتداولة في سوق الأوراق المالية في بنجلادش خلال الفترة من (2003-1999). وقد توصلت إلى إمكانية تكوين مزيج أمثل من الديون وحقوق الملكية، كما أنه يمكن عنده زيادة القيمة السوقية للمنشأة عن طريق تغيير تركيبة هيكل التمويل، كما تبين وجود علاقة طردية بين قيمة للمنشأة وكل من الربحية ونسبة استغلال الأصول والسيولة. وأيضاً وجود علاقة عكسية بين قيمة المنشأة وكل من الحجم وهيكل التمويل ومعدل النمو وهيكل الملكية.

2- دراسة (Determinants of Corporate Profitability in Developing Economies)

استهدفت هذه الدراسة تقديم دليل على أثر هيكل التمويل على قيمة الشركة في نيجيريا بالتطبيق على عينة مكونة من (124) شركة من الشركات المدرجة في البورصة النيجيرية والتي تعادل (55%) من إجمالي عدد الشركات وتمت الدراسة خلال عام 2008 واعتمدت على متغيرين لقياس هيكل التمويل هم حقوق الملكية والديون طويلة الأجل. وقد أظهرت نتائج الدراسة أنه في الاقتصاديات النامية مثل نيجيريا فإن حقوق الملكية كعنصر من عناصر هيكل التمويل ليس لها علاقة بقيمة المنشأة، إلا أن الديون طويلة الأجل تعتبر من المحددات الأساسية لقيمة المنشأة. دراسة (2013) (Hermuningsih) هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أثر الربحية، النمو، وهيكل التمويل على قيمة الشركة تم تطبيق نموذج المعادلة الهيكلية واستخدام تحليل المسار، على 150 شركة مدرجة في بورصة الأوراق المالية

في إندونيسيا خلال الفترة من (2006) إلى (2010). وقد توصلت نتائج الدراسة إلى أن الربحية والنمو وهيكل التمويل تؤثر بشكل إيجابي تو دلالة معنوية على قيمة الشركة. دراسة (Kontesa, 2015) استهدفت هذه الدراسة اختبار أثر هيكل التمويل والربحية، النمو على قيمة الشركة في إندونيسيا حيث أجريت الدراسة التطبيقية على عينة مكونة من (152) شركة من شركات التمويل الإسلامية في إندونيسيا، وذلك خلال الفترة من (2009-2010). وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة قوية إيجابية لكل من هيكل التمويل والنمو والربحية على قيمة الشركة.

3- دراسة (Impact of Capital Structure on Firm Value: Evidence from Indian Hospitality )

(Industry, Aggarwal & Pradhan 2017) بحثت في تأثير هيكل التمويل وجودة الشركة على قيمة الشركة وذلك لشركات الضيافة الهندية المدرجة في بورصة البحرين للأوراق المالية خلال فترة زمنية من 2001 إلى 2015، وقد تم قياس جودة الشركة من خلال مقياس Alman 2، كما تم قياس الرافعة المالية. الحجم، الربحية، الأصول الملموسة، النمو السيولة، مع الأخذ في الاعتبار الناتج المحلي الإجمالي والتضخم لتأثيرهم على قيمة الشركة. وقد تم إجراء هذه الدراسة بالاعتماد على بيانات البائل دانا من خلال استخدام طريقة OLS باستخدام نموذج التأثيرات العشوائية والتأثيرات الثابتة. وأشارت نتائج هذه الدراسة إلى وجود علاقة بين قيمة الشركة والرافعة المالية والسيولة والحجم والنمو الاقتصادي، وأثبتت الدراسة أن نظرية "موديجلياني وميلر" حول هيكل التمويل لا تنطبق على قطاع الضيافة الهندي، ومن الأهمية العملية لمالكي الفنادق إعادة تقييم هيكل التمويل لتحسين جودة الشركة والأداء السوقي للشركة.

4- دراسة محمد صابر (2018) هدفت الدراسة إلى معرفة أثر العوامل المحددة لهيكل رأس المال

على قيمة الشركة وقد تم إجراء الدراسة على 28 شركة من الشركات المتوسطة وصغيرة الحجم المقيدة في بورصة النيل المصرية خلال الفترة الزمنية (2010) إلى (2015) وتمثلت المتغيرات المستقلة في الحجم، هيكل الأصول ونسبة استغلال الأصول العمر، الربحية معدل النمو، أداء السهم السيولة، أما المتغيرات الوسيطة هيكل رأس المال المتمثل في نسبة الديون قصيرة الأجل، نسبة الديون طويلة الأجل، نسبة إجمالي الديون، وأخيراً تمثل المتغير التابع القيمة المنشأة في التوبين كيو. وقد تم استخدام معاملات الارتباط نموذج الانحدار المتدرج، وقد توصلت الدراسة إلى أن النسبة المستخدمة لقياس هيكل رأس المال بالإضافة إلى بعض العوامل المحددة لهيكل رأس المال المتمثل في هيكل الأصول السيولة، نسبة استغلال الأصول تؤثر على قيمة الشركة.

ثانياً: الدراسات التي تناولت هيكل التمويل وتأثيره السلبي على قيمة المنشأة.

1- دراسة: (Kausar, et al 2014) استهدفت معرفة أثر هيكل رأس المال على قيمة الشركة،

وقد تمت الدراسة على عينة من (197) شركة مدرجة في بورصة كراتشي للأوراق المالية في باكستان للفترة من 2004 إلى 2011، تم استخدام نموذج الانحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرة (OLS). وتمثلت المتغيرات التابعة في عائد السهم ومؤشر "توبين" كيو Tobin's Q، بينما تمثل المتغير المستقل في الرافعة المالية. وتظهر نتيجة هذه الدراسة، أن هيكل رأس المال له تأثير سلبي كبير على قيمة الشركة وفقاً لمؤشر عائد السهم.

كما تبين أن هيكل رأس المال يقاس بالدين طويل الأجل إلى إجمالي الأصول وله تأثير سلبي معنوي على قيمة الشركات المقاسة بـ Tobin's Q. بينما للدين قصير الأجل إلى إجمالي الأصول تأثير سلبي ولكن غير معنوي على Tobin's Q.. دراسة (Ishari (2016) هدفت الدراسة إلى التعرف على مدى تأثير الرافعة المالية على قيمة الشركة بالتطبيق على شركات التصنيع المدرجة في سوق الأوراق المالية في سريلانكا تم ذلك خلال الفترة ( 2011-2015 ). واعتمدت الدراسة على نموذج الانحدار البسيط والارتباط لقياس متغيرات الدراسة. وقد تمثلت المتغيرات التابعة في العائد على الأصول العائد على حقوق الملكية، بينما تمثل المتغير المستقل في نسبة الدين إلى حقوق الملكية. وتشير نتائج الدراسة إلى وجود تأثير كبير بين نسبة الدين إلى حقوق الملكية (D/E) والعائد على الأصول (ROA). وفقاً لمعامل الارتباط بيرسون هناك علاقة سلبية ضعيفة بين نسبة الدين إلى حقوق الملكية والعائد على الأصول. كما تبين أيضاً انه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة الدين إلى حقوق الملكية والعائد على حقوق الملكية.

2- دراسة: (ALNsour (2019) حاولت معرفة تأثير هيكل رأس المال والربحية على قيمة الشركة. وقد اشتملت عينة الدراسة على (41) شركة صناعية من إجمالي (63) شركة مدرجة في بورصة عمان على مدى خمس سنوات من (2014-2018). وقد تم قياس هيكل رأس المال من خلال نسبة المديونية، ونسبة الديون إلى حقوق الملكية، كما تم قياس الربحية من خلال معدل العائد على الأصول ومعدل العائد على حقوق الملكية كمتغيرات مستقلة. وتم التعبير عن المتغير تابع بـ "Tobin's Q"، واستخدام أسلوب الانحدار المتعدد لتحليل تأثير هيكل رأس المال على قيمة الشركة، كما توصلت النتائج إلى أن نسبة الديون إلى حقوق الملكية لها تأثير على القيمة السوقية للشركة، ومعدل العائد على الأصول نو تأثير معنوي سالب على القيمة السوقية للشركة. وقد توصلت الدراسة إلى أنه لا يوجد تأثير بين جميع المتغيرات المستقلة على قيمة الشركة.

3- دراسة (Mai 2020) بحثت في بيانات 35 شركة من شركات التعبئة والتغليف والبلاستيك المدرجة ببورصة فيتنام خلال الفترة م (2018 - 2012). وأظهرت النتائج أن هيكل رأس المال، الرافعة المالية الكلية الرافعة المالية قصيرة الأجل نو تأثير سلبي على قيمة المنشأة (Tobin's). بينما كان للمتغيرات الرقابية المتمثلة في معدل العائد على الأصول وحجم الأصول له تأثير إيجابي على قيمة الشركة. ه دراسة 2021 Dang Do هدفت الدراسة إلى معرفة ما إذا كان هيكل التمويل والعديد من العوامل لها تأثيرات كبيرة على قيمة الشركة في فيتنام. ولتحقيق هذا الهدف، حيث تم اختيار 435 شركة غير مالية مدرجة في البورصة فيتنام في الفترة من 2012 إلى 2019. تم اختيار أربع شركات صناعية من إجمالي عدد الشركات. وقد توصلت نتائج الدراسة باستخدام نموذج GMM نموذج العزوم المعممة، إلى أن هيكل التمويل والمتغيرات الرقابية لهما تأثير على قيمة الشركة، ولكن هذا التأثير مختلف عبر الصناعات المستخدمة في البحث كما تبين أن هيكل التمويل له تأثيراً إيجابياً على قيمة الشركة في صناعة الأغذية والمشروبات وتأثيراً سلبياً في تجارة الجملة، التشييد والعقارات، بينما كان هناك تأثير ضعيف لهيكل التمويل على الصناعات الأخرى بصرف النظر عن حجم الشركة.

## المطلب الثاني: الدراسات التي تناولت عدم وجود تأثير لهيكل التمويل على قيمة المنشأة

1- دراسة (Rajhans et al., 2013) تشير هذه الدراسة إلى محددات خلق القيمة للشركات على أساس القيمة السوقية في هذه الصناعات المختلفة. ومن خلال هذه الدراسة تم تحديد 16 شركة من ثلاثة قطاعات مختلفة وهي: السلع الاستهلاكية، تكنولوجيا المعلومات، صناعة السيارات المدرجة في بورصة بومباي للأوراق المالية من 2002 إلى 2011. وقد تم تحديد العوامل المختلفة وهي صافي المبيعات والأرباح والأصول الثابتة ونسبة توزيع الأرباح وهيكل رأس المال باعتبار أن هذه المتغيرات المالية تؤثر على قيمة الشركة. وتتفق نتائج هذه الدراسة مع دراسة موديجلياني وميلر "أن هيكل رأس المال لا يؤثر على قيمة الشركة، وأن المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال له تأثير كبير على قيمة الشركة بالإضافة إلى العوامل الأخرى التي تم تحديدها في النموذج المقترح وهي الأصول الثابتة وصافي المبيعات والأرباح.

2- دراسة (Asiri et al., 2014) استهدفت قياس وتفسير الرافعة المالية وأثرها على القيمة السوقية للشركة بنسبة ربحية السهم، القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، وقد تم اختبار جميع الشركات في بورصة البحرين باستثناء الشركات المغلقة من 1995 إلى 2013 وتم استخدام جميع المؤشرات الأساسية في النسب المالية مثل الربحية والسيولة والكفاءة والمديونية. وقد توصلت هذه الدراسة إلى أن معدل العائد على الأصول هو الأكثر تأثيراً على القيمة السوقية للشركة، ثم تأتي الرافعة المالية، ثم "بيتا"، بالإضافة إلى ذلك إجمالي الأصول، نسبة "التوطين كيو"، ونمو الأصول، وتختلف النتائج في الشركات كبيرة الحجم عن الشركات صغيرة الحجم، وتوصلت الدراسة إلى أن العامل المحدد الرئيسي لتفسير قيمة الشركة هو معدل العائد على الأصول.

3- دراسة (Pandya 2016) استهدفت قياس تأثير الرافعة المالية على القيمة السوقية المضافة، اشتملت الدراسة على عينة (198) شركة مدرجة في بورصة بومباي خلال الفترة من 2010 إلى 2014، وتم استخدام أسلوب الانحدار الخطي البسيط والمتعدد، كما استخدمت الدراسة نسبة حقوق الملكية ونسبة تغطية الفوائد ونسبة الديون إلى الأصول كمتغيرات مستقلة، وتم استخدام القيمة السوقية المضافة كمتغير تابع. وقد توصلت الدراسة إلى أن نسبة تغطية الفوائد من أهم المؤشرات تأثيراً على القيمة السوقية المضافة، وأن نسبة حقوق الملكية ونسب الدين ليس لهما تأثير على قيمة الشركة.

## المطلب الثالث: التعقيب على الدراسات السابقة

أولاً أوجه الاختلاف والتشابه بين الدراسة الحالية والدراسات السابقة المنطقة بالهيكل العالي يتضح من خلال تتبع الدراسات السابقة المتعلقة بالهيكل المالي أن غالبيتها تناولت نفس المتغيرات الرئيسية للدراسة والمتمثلة في الهيكل المالي، ولكن هدفها النهائي كان واحد وهو التأكد من أهمية الهيكل المالي في أي مؤسسة والذي يعتبر من أولوياتها والذي يعتبر أيضاً كأسلوب ناجح التأثير على قيمة المؤسسة بغض النظر عن مجال نشاطها، مع اختلاف في العناصر الفرعية الهيكل كما هو الحال بالنسبة لدراستنا التي ركزت على الهيكل

المالي مع ضرورة كيف يؤثر على القيمة السوقية المؤسسة، كما كان هناك اختلاف في الجانب النظري حيث تطرقت الدراسات السابقة إلى مختلف النظريات بشكل مفصل وكذا علاقة الهيكل المالي ببعض المتغيرات كتوزيع الأرباح أو الأداء المالي... الخ في حين اكتفينا بدراسة العناصر الأساسية كالمفهوم والمحددات والعوامل المؤثرة... إلخ. أما بالنسبة للجانب التطبيقي فقد كان الاختلاف في المؤسسة محل الدراسة بالنسبة للدراسات السابقة وكذا الإطار الزمني مع التشابه في منهج الدراسة مع بعض الدراسات السابقة.

### ثانياً: أوجه الاختلاف والتشابه بين الدراسة الحالية والدراسات السابقة المتعلقة بالقيمة السوقية

انطلاقاً من الدراسات السابقة والمتعلقة بالقيمة السوقية فقد تعددت موضوعاتها لكنها ركزت على هدف واحد وهو التعرف على القيمة السوقية وعلاقتها كما هو الحال بالنسبة لدراستنا الحالية التي درسنا فيها مفهوم القيمة السوقية والتعرف عليها والعوامل المؤثرة فيها ونظرياتها، وكذلك اتفقت دراسة البحث مع معظم الدراسات السابقة كاستخدام منهج الدراسة المعتمد عليه واستخدمت هذه الدراسات السابقة عدة أساليب إحصائية كأداة قياس رئيسية ومعظمها نموذج الانحدار الخطي البسيط والمتعدد، ولكن كان هناك اختلاف في هذا مع دراستنا التي اعتمدت على بعض أدوات التحليل المالي.

### ثالثاً: أوجه الاستفادة من الدراسات السابقة:

استفدنا بمراجعة الدراسات السابقة سواء العربية أو الأجنبية كانت الاستفادة عن النحو التالي:

- الاستعراض المناسب المشكلة الدراسة.
- توضيح أهمية وأهداف الدراسة.
- تحديد المنهج الذي سيستخدم في الدراسة.
- الفهم الجيد المتغيرات الدراسة.
- الفهم الجيد المتغيرات الدراسة والربط بينهما.
- الاستفادة من نتائج الدراسات السابقة.

## خلاصة الفصل

من خلال الفصل الاول تم التطرق إلى مختلف الجوانب الأساسية المتعلقة بالموضوع من خلال عرض ماهية الهيكل المالي. بدأنا بتعريف الهيكل المالي ومكوناته والعوامل المؤثرة فيه، حيث يعتبر الهيكل المالي مجموعة الأموال التي تستخدم لتمويل موجودات المؤسسة، ويتضمن تمويلا مملوكا وتمويلا مقترضا، مما يشكل الجزء الأيسر من قائمة المركز المالي. كما سلطنا الضوء على مفهوم القيمة السوقية للمؤسسة. وقد تنوعت التعريفات حول هذا المفهوم، إذ يعرف على أنه مبلغ مالي يدفع مقابل أصل معين للحصول على عوائد مستقبلية من جراء استخدام هذا الأصل. بالإضافة إلى ذلك، تناولنا أنواع القيمة والعوامل المؤثرة فيها والنظريات التي تفسر تأثير الهيكل المالي عليها. في النهاية، عرضنا بعض الدراسات السابقة المتعلقة بموضوع دراستنا، حيث تم الاطلاع على مجموعة من الدراسات العربية والأجنبية السابقة واستعراض النتائج التي توصلت إليها من خلال البحث العلمي.

# الفصل الثاني: دراسة

حالة مجمع صيدال خلال

الفترة (2010-2021)

**تمهيد:**

بعد تناول الجانب النظري المتعلق بمختلف الجوانب ذات الصلة بالهيكل المالي والقيمة السوقية للمجمع الاقتصادية، بالإضافة إلى النظريات التي تفسر تأثير الهيكل المالي على القيمة السوقية، سنحاول في هذا الفصل دراسة العلاقة بين الهيكل المالي والقيمة السوقية لمجمع صيدال خلال الفترة الممتدة من 2010 إلى 2021 لإجراء الدراسة التطبيقية. سنتناول في هذا الفصل بحثين أساسيين، المبحث الأول سيتناول تعريف مجمع صيدال وتطوره التاريخي وهيكله التنظيمي، بينما سيتطرق المبحث الثاني دراسة أثر الهيكل المالي على قيمة مجمع صيدال من خلال تحليل الأداء المالي للمجمع باستخدام مؤشرات مثل نسبة الرفع المالي، سعر السهم، السيولة، حجم المؤسسة، معدل نمو المبيعات، والعائد على الأصول، واستنادا إلى النتائج المتحصلة منها.



## المبحث الأول: تقديم عام لمجمع صيدال

يحتل مجمع صيدال مكانة هامة في مجال الصناعة الصيدلانية ويعتبر الرائد في هذه الصناعة داخل الجزائر حيث يمثل قطبا صناعيا مهما على مستوى السوق الجزائرية، محققا بذلك نتائج لابأس بها خلال فترة طويلة، كما أنه ينافس الشركات العالمية الكبرى وذلك بالحفاظ على حصته السوقية المحلية والاقليمية. سننظر في هذا المبحث الى التعريف بمؤسسة صيدال وتقسيم هيكلها التنظيمي ووظائفها وأهميتها وأهدافها.

### المطلب الأول: التعريف بمجمع صيدال

يعتبر مجمع صيدال المنظمة الوطنية المنبثقة عن اعادة الهيكلة للصيدلية المركزية نموذجا لمستقبل صناعة الدواء في الجزائر باعتبارها التواجد العمومي الوحيد في سوق الدواء الجزائري. (بوبري، 2019)

#### - نشأة وتطور مجمع صيدال

لقد تمثلت ممتلكات المؤسسة الوطنية للإنتاج الصيدلاني ENPP في وحدات الإنتاج بالجزائر العاصمة ومركب المضادات الحيوية بالمدينة الذي كان بحيازة الشركة الوطنية للصناعات الكيماوية (SNIC Société Nationale des industries Chimiques) آنذاك. وفي سنة 1984 تغير اسم المؤسسة الوطنية للإنتاج الصيدلاني لتصبح تحت تسمية "صيدال SAIDAL".

أصبحت صيدال مؤسسة اقتصادية عمومية تتمتع بالاستقلالية في التسيير في فيفري 1989 وذلك تطبيقا لسياسة استقلالية المؤسسات. وتم بموجب ذلك تحويل رأسمالها إلى أسهم وأصبحت مؤسسة وطنية ذات أسهم. وفي إطار الإصلاح المالي لمؤسسات القطاع العمومي سنة 1993، تحملت الدولة جميع ديون وخسائر صيدال ومن جهة أخرى سمحت لها بإنشاء مؤسسات أو فروع جديدة تابعة لها. واستادا لمخطط إعادة الهيكلة الصناعية في بداية سنة 1997 والذي تم بموجبه تقييم المؤسسة بتشخيصها داخليا وخارجيا، تحولت المؤسسة في 02/02/1998 بموجب عقد رقم 97/ 085 إلى "المجمع الصناعي صيدال".

كان الهدف من هذه الهيكلة تمكين المجمع من البحث في مجال الطب البشري والبيطري، بالإضافة إلى لامركزية القرارات، حيث طرأت أولى التحولات على الصعيد التنظيمي الذي كان مركزيا في السابق. وتم إعادة تنظيم المؤسسة إلى ثلاث فروع، هي: **Pharmal, Biotic** و **Antibiotical**. (صيدال)

هذا ما يسمى بالتنظيم الأفقي، بينما تم إحداث تنظيم عمودي بالشراكة مع الأجانب مثل: Pfizer وغيرها من المنظمات العالمية. وفي مارس 1999 وبعد أن قرر المجلس الإداري فتح 20 % من رأسماله للمساهمين الخواص، دخل المجمع الصناعي صيدال بورصة الجزائر وقدرت قيمة السهم الواحد بـ 800 دج وكان أول تسعيرة لأسهم المجمع. ومن خلال مسيرته، تمكن المجمع الصناعي صيدال من تحقيق نتائج هامة

واستمرار نشاطه بتطور ملحوظ على المستوى الوطني والمغاربي وفي الحوض الأبيض المتوسط. في 2006/03/12 تم اختيار المجمع الصناعي صيدال مع 54 مؤسسة أخرى من بين 145 مؤسسة كبرى من أجل خصوصيتها واستكمال فتح رأسمالها والبحث عن شريك استراتيجي بهدف تحسين قدرتها التنافسية.

في سنة 2009 رفع المجمع الصناعي صيدال من حصته في رأسمال سوميدال إلى حدود 59% وفي سنة 2010 قام المجمع بشراء 20% من رأسمال منظمة إيرال كما رفع المجمع من حصته في رأسمال منظمة تافكومن 38.75% إلى 44.51%.

خلال سنة 2011 قام مجمع صيدال برفع حصته في رأسمال إبييرال إلى حدود 60%، (www.groubsaidal.dz) كما شرع المجمع الصناعي صيدال في جانفي 2014 في إدماج فروع الآتي ذكرها عن طريق الامتصاص:

"أنتيبوتيكال، فارمال وبيوتيك"، حيث أدى جديد في الهيكل التنظيمي للمجمع. (blog-post.htm, 2021)

## المطلب الثاني: مهام مجمع صيدال وهيكله التنظيمي

يستعرض المطلب مجموع مهام مجمع صيدال وهيكلها التنظيمي:

### أولاً: مهام المؤسسة

يمكن تقسيمها الى مهام أساسية وأخرى ثانوية:

#### 1- المهام الأساسية:

تتمثل أهمها في:

- إنتاج مواد مخصصة لصناعة الدواء .
- إنتاج الأساس الفعال للمضادات الحيوية.
- الاهتمام أكثر بالمهام التجارية، التوزيع والتسويق لمنتجات المجمع عبر كامل التراب الوطني لتغطية السوق الوطنية والسعي لاختراق الأسواق الدولية .
- تأمين الجودة ومراقبة تحليل وتركيب الدواء .
- القيام بالبحوث التطبيقية وتطوير الأدوية الجنسية.
- المراقبة الاستراتيجية لجميع الفروع والتكيف معها.
- تسيير المحفظة المالية الخاصة بالمجمع الصناعي صيدال.
- تحديد استراتيجيات عمليات الانتاج، تطوير المنتجات الجديدة والاتصال الطبي والتسويق.
- تحضير واعداد السياسات العامة للمجمع الخاصة بمختلف الاستراتيجيات الصناعية المالية والتسويقية.

**2- المهام الثانوية:**

- صيانة ذاتية لتجهيزات الإنتاج والعمل على تطوير التقنيات المستعملة في الإنتاج من أجل ضمان النوعية ورفع الطاقة الإنتاجية.
- تقديم الخدمات (التشكيل أو التركيب والتحليل).
- إنتاج منتجات التعبئة والتغليف.
- عبور ونقل السلع.

**ثانيا: الهيكل التنظيمي لمؤسسة صيدال**

نظرا لوجود مجمع صيدال ضمن محيط تنافسي كبير ومن أجل مواكبة هذا الوضع بالإضافة الى القدرة على التجاوب مع التطورات الراهنة والمستمرة في سوق الأدوية، قام المجمع بإعادة الهيكلة ووضع مخطط تنظيمي يتناسب مع هذه المتطلبات.

يتكون الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال مما يلي: (حسن، 2018/2019)

**أولاً: تقديم فروع ووحدات ومديريات المجمع****1- تقديم الفروع والوحدات****1-1 الفروع****❖ الفروع فرع انتيبوتيكال (Antibiotic)**

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

**❖ فرع فارمال (pharmal)**

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

- وحدات الدار البيضاء وقد أنشأت خلال الستينات
- وحدات قسنطينة انضمت إلى صيدال سنة 1998 وهي مخصصة في إنتاج مضادات السعال
- وحدات عناية انضمت إلى صيدال سنة 1998 تختص في إنتاج الأقراص المراهم، معجون الأسنان، المحاليل .

**❖ فرع بيوتيك (Biotic)**

يقع مقره الاجتماعي بالحرش ويتكون من ثلاثة وحدات للإنتاج وهي:

- وحدات جسر قسنطينة التي بدأت نشاطها سنة 1984 حيث تختص في إنتاج الأقراص المراهم
- وحدات الحرش أنشأت سنة 1971 ومن أهم منتجاتها: الأقراص، المحاليل

- وحدات شرشال التي انضمت إلى المجمع مؤخرا لتقوم بإنتاج محلول لتصفية الدم.

## 1-2 الوحدات

### ❖ مركز البحث والتنمية (CRD)

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

- تطوير الأدوية؛

- تحقيق مشاريع

البحث متبوعة بالبحوث الأساسية في المجال الصيدلاني؛

- تقديم حاجيات السوق المحلي من أدوية ومواد صيدال

### ❖ الوحدات التجارية المركزية (UCC)

انشأت هذه الوحدة سنة 1996 وهي مختصة في تسويق منتجات صيدال، إضافة إلى المنتجات

المنتجة من طرف شركاته تعمل هذه الأخيرة إلى توجيه الإنتاج حسب متطلبات السوق بين مراكز التوزيع.

## 2- تقديم مديريات المجمع

### ❖ مديرية تسيير المحفظة واستراتيجيات المالية

تتمثل مهامها في:

- تسيير الاستراتيجيات المالية وكذا تسيير الميزانية

- المحاسبة المالية والتمويل على المدى المتوسط والطويل

- متابعة محفظة الأوراق المالية للمجمع في السوق الثانوي .

### ❖ مديرية التسويق والإعلام الطبي

تتمثل أهم مهامها في:

- إقامة وتنفيذ إستراتيجية التسويق والإعلام الطبي

- تطوير دراسات السوق إعداد مجلة صيدال، النشرة الداخلية إنشاء شبكة المدربين الطبيين عبر

- كامل التراب الوطني من أطباء صيادلة، بياطرة وجراحي الأسنان.

### ❖ مديرية تأمين الجودة والأعمال الصيدلانية

هي مديرية تقنية مكلفة بمراجعة ملفات صنع الدواء ومراقبة وحدات البحث وتوجيهها بخصوص تشكيل

المنتجات المطابقة للأصل.

### ❖ مديرية الفحص والمراجعة

التحليل والتركيب دراسة تطبيقية على مجمع صيدال تتمثل مهامها أساسا في مراقبة التسيير، فحص

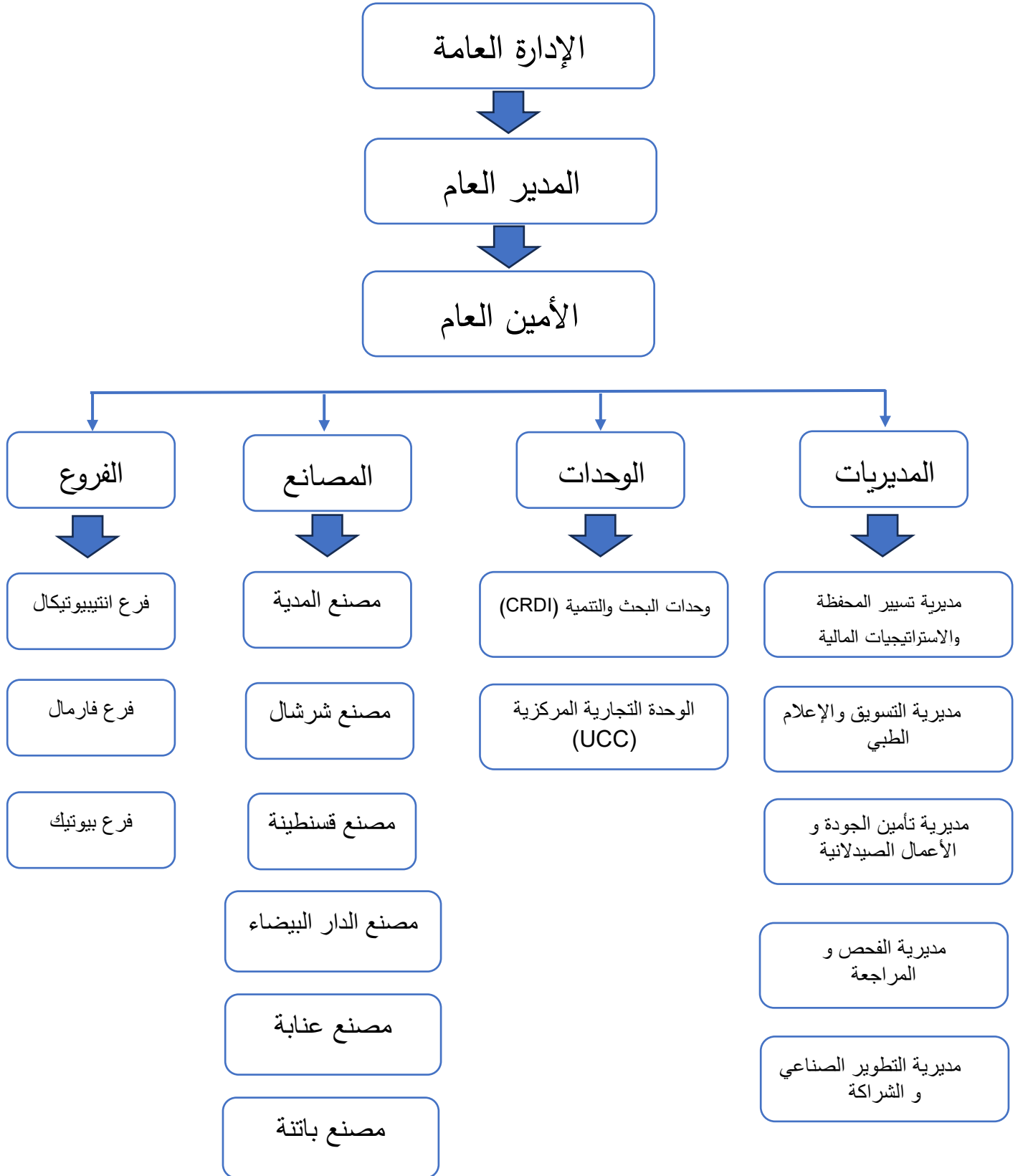
الحسابات وكل النشاطات المتعلقة بالتسويق، التحليل التركيبي.

**❖ مديرية التطوير الصناعي والشراكة**

تهتم هذه المديرية بكل النشاطات المرتبطة بالتطوير الصناعي، خاصة الاستثمار في مجال الشراكة سواء مع المواطنين أو الأجانب، وهذا التعزيز مكانه المؤسسة في الأسواق العالمية.

ثانيا: الهيكل التنظيمي المجمع صيدال: يرتكز الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال على مجموعة من الوظائف

## الشكل رقم (1-2): الهيكل التنظيمي للمجمع الصناعي صيدال



المصدر: من اعداد الطلبة بالاعتماد على منشورات صيدال

## المطلب الثالث: أهمية وأهداف مجمع صيدال

يتطرق المطلب لاهمية واهداف مجمع صيدال، من خلال النقاط التالية:

### اولا: أهمية مجمع صيدال

تعتبر مؤسسة صيدال من الشركات الدولية البارزة في مجال صناعة الأدوية، حيث تجاوزت سمعتها حدود الوطن لتصل إلى المستوى العالمي. وتمثل هذه المؤسسة قوة صناعية كبيرة في قطاع الأدوية، خاصة في ظل الظروف المتردية التي تشهدها العديد من الدول في هذا المجال. فوطننا العربي الذي استهلك 117% من الإنتاج العالمي للأدوية لا يصنع سوى 27 من الاحتياجات الدوائية فيها تنصدر الأردن الاستثمارات العربية في مجال الصناعة الدوائية بواقع 1 مليار دولار من أصل 4 ملايين دولار حجم الاستثمارات العربية في الصناعات الدوائية.

مجمع صيدال هو مجمع ضخم يبلغ قوام موارده البشرية من الطاقات الجزائرية المتميزة قرابة الثلاثة آلاف موظف، فيما تغطي أدويته المتمثلة في أكثر من 160 صنف دوائي للعديد من الأمراض خاصة تلك المتعلقة بالحساسية والتخدير وتنوع بين مسكنات الآلام ومخفضات الحرارة ومضادات الالتهابات، لتمتد الأدوية مضادة للأورام السرطانية كما تشمل أيضا أدوية في طب القلب والأوعية الدموية وطب الأمراض الجلدية والغدد الصماء والهرمونات والجهاز الهضمي، وكذا أمراض الدم والأرقاء والأمراض المعدية وتشمل أيضا أدوية مجمع صيدال مرضى السكري وأدوية أخرى متعددة في طب الأمراض العصبية وطب الأمراض العقلية وطب العيون وطب أمراض الرئة وطب أمراض العضلات، وكذا أمراض العظام والمفاصل وطب أمراض الأنف والحنجرة، وطب الأسنان والمسالك البولية، وأمراض الكلى، وتقدر كمية الأدوية المنتجة حوالي 120 مليون وحدة بيع، ويتوقع أن تصل إلى أكثر من 200 مليون وحدة بيع بعد استلام وحدات التصنيع قيد التوسعة والتطوير بمواقع: زميرلي ( الحراش - بالجزائر العاصمة وشرشال بولاية تيبازة، ومصنع ثالث بولاية قسنطينة. المتتبع لمجمع صيدال يدرك جيدا أن إدارة المجمع تعي تماما أهمية الشراكات الدوائية الدولية، خاصة تلك المتكافئة التي تسمح صقل الخبرات الوطنية ونقل الخبرات الأجنبية لتعزيز الإنتاج الدوائي المحلي الوطني لذا تمومت صيدال مع مختبرات معروفة عالميا كمختبر سانوفي ومختبر نوفورد سيك ومختبر أكديما ومختبر فايرز، وتتواصل المحادثات والتشاورات مع شركة عربية رائدة هي الأخرى متمثلة في شركة سيمافو السعودية ( شراكة بين شركة أكديما وصندوق التقاعد السعودي) وذلك للمساهمة في شركة طاقكو المملوكة بالأغلبية لشركة صيدال من أجل إنتاج الأدوية في أشكالها الحافة ( الأقراص والكبسولات ).

### 1- صيدال وأهمية التطوير المستمر

من يزور ويتردد على المعارض والمؤتمرات الدولية المتعلقة بالأدوية، لا بد إلا أن يلمح حضورا ملفتا الشركة صيدال متمثلة في إطاراتها الشابة المشبعة بالقيم الوطنية، إشارات الواجب في حقها شهادة الله ثم للتاريخ ثم لوطن أنها مثال في التحكم العلمي الدقيق والرؤية الواضحة والغيرة كل الغيرة على المنتج الوطني

لأجل أن يأخذ مكانته جنباً إلى جنب مع نظيره من أدوية القطاع الخاص، الذي خطا هو الآخر خطوات عملاقة في مجال حيوي جداً، يكلف خزينة الدولة ملايين الدولارات كان ولا يزال بالإمكان توفيرها لو تداركنا بعض الفجوات والصعوبات التي لازالت تعترض مسار صناعة الدواء بالجزائر. خاصة المعاملات التفصيلية لبعض الجهات الخاصة تحقيقاً للربحية على حساب مصلحة الوطن.

## 2- مركز التكافؤ الحيوي أيقونة في أيقونة

تواجه صناعة الأدوية تحدياً كبيراً يتمثل في تطوير بنيتها وتركيبها إما استجابة لتحديات معينة كارتفاع مقاومة البكتيريا للمضادات الحيوية التي أضحت تعاني مشكلة قلة فعاليتها، وأحياناً يتم التطوير بغرض تسهيل تعاطي الدواء نفسه من خلال دمج ثلاثة جزيئات مثلاً في دواء واحد كما هو الحال مع أدوية ارتفاع ضغط الدم والسكري، ناهيك عن كون التطوير ضرورياً لرفع نجاعة الأدوية، وكل هذا يمر عبر مراكز أومختبرات منها مراكز التكافؤ الحيوي، وهي منشآت متطورة يتم من خلالها متابعة تأثير الدواء وتحليل مدى فعاليته، وهوما أقدم عليه مجمع صيدال قبل أشهر قليلة، إذ يتوقع افتتاح هذا المركز الذي يعتبر الخامس إفريقياً والرابع عربياً، حيث سيسمح بضمان قفزة نوعية في جانب الجودة للدواء الجزائري، وكذا تحليل ما يرد إلى الجزائر من أدوية للتأكد من مدى مطابقتها للمعايير العالمية. لقد بذل مجمع صيدال جهوداً مضمناً حتى يصل بالشركة إلى هذا المستوى من الأداء والفعالية.

## ثانياً: أهداف مجمع صيدال

يطمح مجمع صيدال الرائد في إنتاج الأدوية، والمنتجات المشابهة في السوق الجزائرية إلى تعزيز وضعيته في السوق المحلي، والعمل على ترقيتها إلى المستوى الدولي، وذلك من خلال السعي نحو تحقيق الأهداف الإستراتيجية التالية:

- تحقيق الأمن الدوالي "Assurance médicale"
- ضمان موقع فعال على المستوى الوطني والإقليمي وكذا اختراق السوق العالمية
- الإرضاء الكلي والدائم للزبون وهذا بوضع سياسة تسيير للنوعية والجودة تدريجياً
- تنوع قائمة المنتجات، حيث وضعت سياسة بحث وتطوير جديدة للأدوية الجنيصة.
- تطوير الشراكة من خلال مشاريع مع مخابر ذات سمعة عالمية سواء عن طريق عقود شراكة أو اتفاقيات التصنيع
- التركيز على الاستفادة من البحث العلمي، بالتعاون مع كليات الصيدلة ومراكز البحوث الأجنبية، والحد من حجم الواردات في مجال المنتجات الصيدلانية، وذلك من خلال توسيع حجم الاستثمارات وترقيتها.
- الإنتاج، الاسترداد، التصدير، تسويق المنتجات الصيدلانية والمواد الكيميائية على شكل مواد أولية أو منتجات نصف مصنعة أو منتجات تامة الصنع موجهة للاستغلال البشري والبيطري.
- تقديم أدوية منافسة من حيث الجودة والسعر. وترقية نشاطاته بما فيها التسويق وضمان الجودة.



- المشاركة في كل العمليات الصناعية والتجارية والتي يمكن ربطها بهدف المجمع عن طريق إنشاء منظمات جديدة وأفرع الخلق مناصب شغال.
- الحفاظ والرفع من حصص السوق الوطنية لضمان استمرارية المجمع الذي يضمن له الدخول إلى الأسواق خارجية والبحث الدائم على النمو الاقتصادي والمالي.
- تقليص فاتورة استيراد الأدوية التي تقارب ما قيمته 600 مليون دولار سنويا.
- الأخذ في الاعتبار انشغالات الصحة العمومية الوطنية.

ومن أجل تحقيق الأهداف السابقة، قام المجمع الصناعي صيدال بإعداد المخطط الاستراتيجي، وحسب تصريح مدير ضمان الجودة بالمجمع قائلاً: "تطبيقاً للإستراتيجية التطويرية والمستقبلية يطمح المجمع الصناعي صيدال إلى إدماج تكنولوجيات جديدة وكذا الإصغاء للتقدم العلمي قصد تحسين سمعته وسمعة منتجاته واستعمال طرق تسيير فعالة وبهذا يسجل مستقبله في مسار التقدم، وعليه يجب على كل الأفراد العاملين بالمجمع الاهتمام والبحث الدائم بهدف الإرضاء التام للزبائن، محققاً بذلك يوماً بعد يوم مجهودات كبيرة وتحسن ثابت في التحكم العلمي، بمعنى التقدم الدائم والمتواصل، نحن عازمون كل العزم على توفير الإمكانيات للتسيير التام والتزود بالأليات، ومن هنا نحن مدينون اتجاه زبائننا وعمالنا وشركائنا وكذا محيطنا، نحن مسؤولون عن منتجاتنا".

كما يمكن لنا أن نستكشف أهم العناصر الإستراتيجية المجمع إذ نجد أنها إستراتيجية تطويرية تهدف إلى أهداف بعيدة المدى تتمثل في :

- **الهدف الأول:** إدماج التكنولوجيا الجديدة في ميدان الصناعة الصيدلانية ومحاولة مسايرة التقدم العلمي الدائم، وينعكس هذا الهدف الإستراتيجي على أرض الواقع في عقود الشراكة التي أبرمها المجمع مع كبريات المنظمات والمخابر العالمية في صناعة الأدوية بهدف الاستفادة من خبرة هذه المنظمات في مجالات تخصصها

- **الهدف الثاني:** هو استعمال طرق تسيير فعالة يمكن لها السيطرة على جميع نشاطات المجمع والقضاء على جميع أشكال القدر الاقتصادي مع رفع الكفاءة الإنتاجية والتسويقية وتتحدى هذه الطرق التسييرية الفعالة أولاً في تبني المجمع النظام ضمان الجودة الإدارية العالمية الإيزو ISO في أربعة مواقع له وهي مقر المديرية العامة للمجمع، وحدة خسر قسنطينة التابعة للبيوتيك، مركز البحث والتطوير ومركب المضادات الحيوية بالمدينة. كما سطر المجمع برنامج عمل الثلاثة أفاق، هي:

برنامج على المدى القصير (المخطط قصير المدى)

برنامج على المدى المتوسط المخطط متوسط المدى)

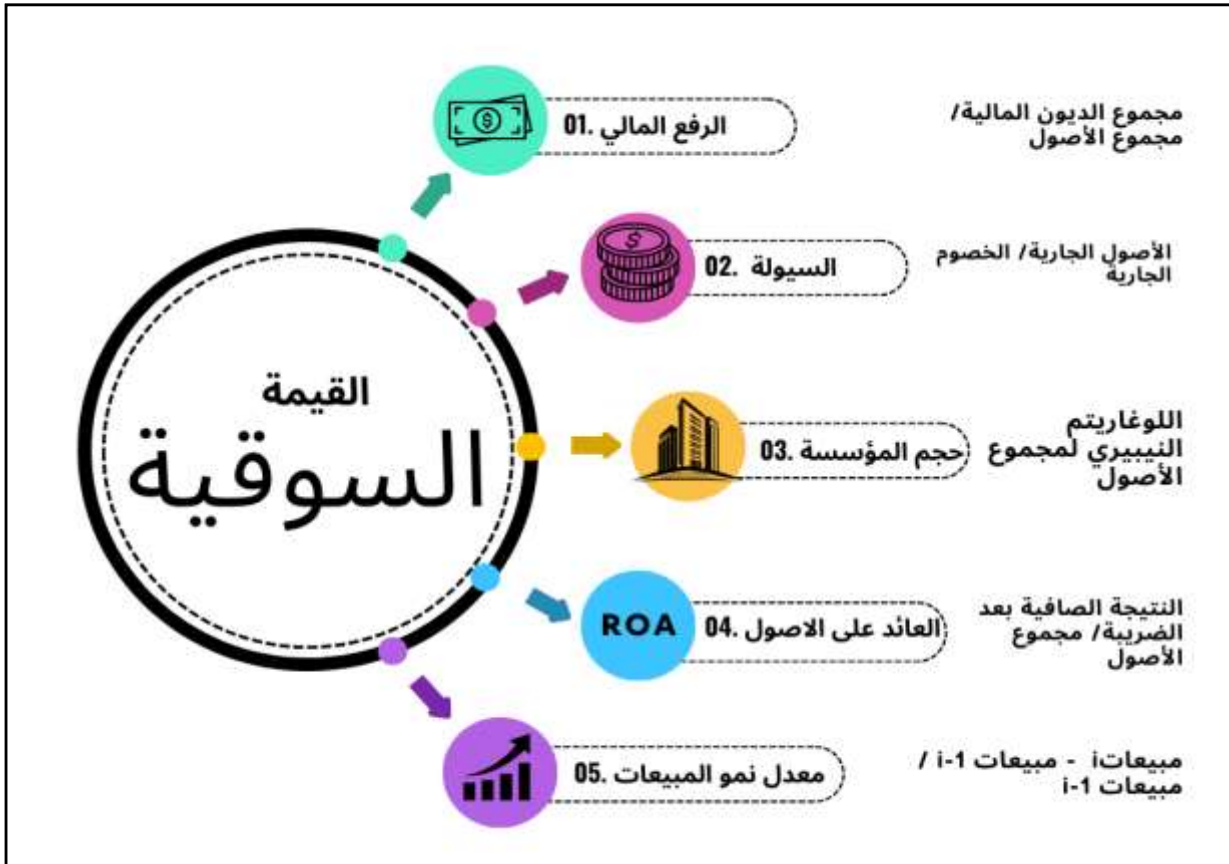
برنامج على المدى الطويل (المخطط الإستراتيجي). (WWW.elhiwardz.com, 2024)

## المبحث الثاني: تحليل وضعية وتطور الهيكل المالي للمجمع محل الدراسة خلال الفترة (2010-2021)

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

المخطط التالي يوضح متغيرات الدراسة.

الشكل رقم (2-2): هيكل الدراسة



المصدر: من إعداد الطلبة.

**المطلب الأول: تحليل ميزانية مجمع صيدال خلال الفترة 2010-2021:**

يمكن استعراض تطور جانبي ميزانية مجمع صيدال خلال الفترة 2010-2021، من خلال النقاط

التالية:

**أولاً: تطور أصول مجمع صيدال خلال الفترة 2010-2021**

الجدول التالي يبين لنا تطور الأصول لمزانية صيدال خلال فترة الدراسة، وكذا نسب التغير والتطور في المجاميع:

**الجدول رقم (2-1): تطور أصول مجمع صيدال خلال الفترة 2010-2021**

السنوات	مجموع الأصول غير الجارية	نسبة التغير	مجموع الأصول جارية	نسبة التغير	مجموع الأصول	نسبة التغير
2010	13 212 823 631	-	15 038 364 330	-	28 251 187 962	-
2011	11 161 030 680	-15%	16 116 940 187	7%	27 277 970 867	-3,45%
2012	11 454 745 444	3%	18 566 400 049	15%	30 021 145 494	10%
2013	11 308 739 239	-09%	18 790 834 133	01%	30 099 573 372	-03%
2014	13 003 229 373	16%	18 584 475 032	-01%	31 587 704 405	05%
2015	15 767 186 133	30%	19 154 714 686	03%	34 921 900 820	14%
2016	30 441 796 482	93%	15 94 8740 174	-17%	46 390 536 657	33%
2017	33 959 354 465	11%	14 359 590 124	-10%	48 318 944 590	04%
2018	24 830 612 573	-90%	14 743 731 388	3%	39 574 343 961	-81%
2019	26 773 207 679	8%	13 660 971 197	-7%	40 434 178 877	2%
2020	25 802 976 942	4%	14 884 573 533	9%	40 687 550 476	1%
2021	26 393 386 483	2%	18 418 099 146	24%	44 811 485 632	0.14%

المصدر من اعداد الطلبة بالاعتماد على القوائم المالية لمجمع صيدال خلال الفترة 2010-2021

**1- تحليل مجموع الأصول غير الجارية للمجمع صيدال**

من خلال تحليل معطيات الجدول يتضح لنا أن مجموع الأصول غير الجارية لمجمع صيدال شهد تذبذباً خلال الفترة من 2010 إلى 2021.

**المرحلة الأولى: فترة الانخفاض ( 2010-2013)**

في عام 2010، بلغت قيمة الأصول غير الجارية 13,212,823,631 دينار. ثم انخفضت في عام 2011

إلى 11,161,030,680 دينار، قبل أن ترفع قليلا في عام 2012 إلى 11,454,745,444 دينار. في عام 2013، انخفضت قيمة الأصول غير الجارية مجددا إلى 11,308,739,239 دينار.

### المرحلة الثانية: فترة النمو (2014-2017)

شهدت هذه الفترة ارتفاعا مستمر في قيمة الأصول غير الجارية حيث قدرت ب 13 003 229 373 في 2014، واستمرت في الزيادة الى غاية سنة 2017.

### المرحلة الثالثة: فترة الصعود والنزول (2018-2021)

شهدت هذه تذبذب وفترات صعود ونزول ففي عام 2018، انخفضت قيمة الأصول غير الجارية إلى 24,830,612,573 دينار. هذا الانخفاض قد يشير إلى بيع أو استبعاد بعض الأصول غير الجارية خلال هذه الفترة، اما في عام 2019، ارتفعت الأصول غير الجارية مرة أخرى إلى 26,773,207,679 دينار، ثم انخفضت في عام 2020 إلى 25,802,976,942 دينار. هذا الانخفاض قد يكون بسبب تأثير جائحة كوفيد-19 على أنشطة المؤسسة. في عام 2021، ارتفعت الأصول غير الجارية قليلا إلى 26,393,386,483 دينار.

بشكل عام، يمكن القول أن مجموع الأصول غير الجارية لشركة مجمع صيدال قد شهد اتجاها تصاعديا خلال الفترة المذكورة، مع بعض التذبذبات والانخفاضات في بعض السنوات. هذا يشير إلى أن المؤسسة قد قامت باستثمارات كبيرة في الأصول غير الجارية لتوسيع أعمالها وزيادة قدرتها الإنتاجية.

## 2- تحليل مجموع الأصول الجارية للمجمع صيدال

من خلال تحليل معطيات الجدول يتضح لنا ان مجموع الأصول الجارية اتسم باتجاه عام صاعد خلال هذه الفترة، شهدت الأصول الجارية زيادة عامة خلال الفترة 2010-2015، حيث ارتفعت من 15 038 364 دينار جزائري في عام 2010 إلى 19 154 714 686 دينار جزائري في عام 2015. يمكن تفسير هذا الاتجاه التصاعدي بالزيادة في النشاط التجاري، مما أدى إلى ارتفاع مخزون السلع والبضائع، وحسابات العملاء، والنقود والأوراق المالية.

شهدت الأصول الجارية انخفاضا ملحوظا في عامي 2016 و2017، حيث انخفضت إلى 15 94 174 8740 دينار جزائري 1240 590 359 14 دينار جزائري على التوالي. يرجح أن الانخفاض في الأصول الجارية في عامي 2016 و2017، يعود إلى تراجع النشاط التجاري، أو مشكلات في تحصيل الديون، أو انخفاض أسعار السلع.

في الفترة من 2018 و2019، تعافى الأصول الجارية جزئيا، حيث ارتفعت إلى 14 743 731 388 دينار جزائري. ولكن في سنة 2019، شهدت قيمة الأصول الجارية انخفاضا قويا إلى 13 660 971 19713 دينار جزائري.

دينار جزائري. يمكن ربط الانتعاشة الجزئية في عام 2018 إلى تحسن النشاط التجاري، أو تحصيل الديون المتأخرة، أو تحسن أسعار السلع.

شهدت الأصول الجارية انتعاشة ملحوظة في عام 2020، حيث ارتفعت إلى 14 884 573 دينار جزائري. استمرت هذه الانتعاشة في عام 2021، حيث وصلت الأصول الجارية إلى 18 418 099 146 دينار جزائري. يعود هذا الارتفاع الكبير في الأصول الجارية في عامي 2020 و2021، على الأرجح إلى عوامل استثنائية، مثل حصول المؤسسة على قروض أو تمويلات إضافية، أو تحسن النشاط التجاري، أو تحسن أسعار السلع. في النهاية، يمكن القول أن الأصول الجارية لشركة خلال الفترة 2010-2021 شهدت زيادة عامة، مع انخفاضات قصيرة الأجل نتيجة لظروف اقتصادية متغيرة.

### 3- تحليل مجموع الاصول

من خلال تحليل الأصول لمجمع صيدال خلال السنوات من 2010 إلى 2021، تبين لنا ما يلي:

#### - الأصول الثابتة

من خلال تحليل الأصول الثابتة، نستطيع أن نلاحظ أن هناك زيادة في قيمة الأصول الثابتة من 2010 إلى 2012، ثم انخفاضاً في 2013، ثم زيادة أخرى في 2014. هذه الزيادة والانخفاضات يمكن أن نلخصها بأنها نتيجة لشراء أو بيع الأصول الثابتة مثل الأراضي والممتلكات والأجهزة والمعدات. في 2015، نلاحظ أن قيمة الأصول الثابتة زادت بشكل كبير، ما يلغي انخفاض 2013. هذا يمكن أن نلخصه بأن الشركة قامت بشراء أصول ثابتة جديدة أو قامت بترميم الأصول الثابتة القديمة. من 2016 إلى 2017، نلاحظ أن قيمة الأصول الثابتة remained constant، ما يلغي أي تغييرات في الأصول الثابتة خلال هذه الفترة. في 2018، نلاحظ أن قيمة الأصول الثابتة انخفضت، ما يلغي الزيادة في 2015. هذا يمكن أن نلخصه بأن الشركة قامت ببيع أصول ثابتة أو قامت بترميم الأصول الثابتة القديمة. من 2019 إلى 2021، نلاحظ أن قيمة الأصول الثابتة زادت مرة أخرى، ما يلغي انخفاض 2018. هذا يمكن أن نلخصه بأن الشركة قامت بشراء أصول ثابتة جديدة أو قامت بترميم الأصول الثابتة القديمة.

#### - الأصول المتداولة

من خلال تحليل الأصول المتداولة، نلاحظ أن هناك زيادة في قيمة الأصول المتداولة من 2010 إلى 2014، ثم انخفاضاً في 2015. هذه الزيادة والانخفاضات يمكن أن نلخصها بأنها نتيجة لشراء أو بيع الأصول المتداولة مثل النقد وبدائله والحسابات المدينة مستحقة القبض والتكاليف المدفوعة مسبقاً والمخزون. في 2016، نلاحظ أن قيمة الأصول المتداولة زادت بشكل كبير، ما يلغي انخفاض 2015. هذا يمكن أن نلخصه بأن الشركة قامت بشراء أصول متداولة جديدة أو قامت بترميم الأصول المتداولة القديمة. من 2017 إلى 2021، نلاحظ أن قيمة الأصول المتداولة remained constant، ما يلغي أي تغييرات في الأصول المتداولة خلال هذه الفترة.

## ثانيا: تطور خصوم مجمع صيدال خلال الفترة 2010-2021

الجدول الاتي يبين لنا أهم مجاميع مبالغ الخصوم لمزانية صيدال، خلال فترة الدراسة:

## جدول رقم (2-2): تطور خصوم مجمع صيدال خلال الفترة 2010-2021:

السنوات	الاموال الخاصة	نسبة التغير %	مجموع الخصوم غير الجارية	نسبة التغير %	مجموع الخصوم الجارية	نسبة التغير	مجموع الخصوم
2010	11 785 525 448	-	8 620 504 681	-	7 845 157 833	-	28 251 187 962
2011	13 795 482 542	17	5 741 800 974	33.4	7 740 687 351	-1.33	27 277 970 867
2012	14 746 506 012	6.89	6 341 404 296	10.45	8 933 235 185	15.41	30 021 145 494
2013	16 748 436 102	13.58	5 008 200 602	21.02	8 342 936 667	6.61	30 099 573 372
2014	17 590 664 386	5.03	8 488 726 950	69.46	5 508 313 068	33.98	31 587 704 405
2015	20 465 934 577	16.36	7 773 819 493	8.42	6 682 146 749	21.31	34 921 900 820
2016	27 464 009 197	36.16	11 397 228 495	46.58	7 529 298 964	12.68	46 390 536 657
2017	27 931 531 057	1.70	13 318 697 612	16.84	7 068 715 920	6.12	48 318 944 590
2018	19 796 410 396	-29	12 971 323 611	2.61	6 806 609 953	3.71	39 574 343 961
2019	21 776 278 416	10	12 464 710 757	3.91	6 193 189 703	9.01	40 434 178 877
2020	22 234 554 786	2.11	12 054 977 890	3.29	6 398 017 799	3.31	40 687 550 476
2021	22 912 568 215	3.05	15 176 645 177	25.92	6 722 272 240	5.07	44 811 485 632

المصدر من اعداد الطلبة بالاعتماد على القوائم المالية لمجمع صيدال خلال الفترة 2010-2021

## 1- تحليل الأموال الخاصة لمزانية الخصوم لمجمع صيدال.

تتكون الأموال الخاصة للمجمع حسب النظام المحاسبي المالي من: رأس المال الصادر، علاوات واحتياطات، فرق إعادة التقدير، فارق المعادلة، النتيجة الصافية، رؤوس الأموال الخاصة الأخرى والفوائد ذات الأقلية.

من خلال الجدول (2-2) نرى أن مجموع رؤوس الأموال من ميزانية المؤسسة قد تقلب خلال الفترة

المذكورة. يمكننا أن نقسم هذه الفترة إلى ثلاث فترات رئيسية:

## - النمو الأولي(2010-2012)

في هذه الفترة يتبين أن الأموال الخاصة عرفت نموا خلال الفترة 2010-2013، وبلغت نسبة النمو

6,89 % سنة 2012 مقارنة بسنة 2011، و13,58 سنة 2013 مقارنة بسنة 2012، ويرجع سبب هذا

الارتفاع أساسا إلى وجود ما يسمى بفارق المعادلة لسنة 2013 وانعدامه سنة 2012، إضافة إلى ارتفاع باقي

مكونات الأموال الخاصة، ماعدا فرق إعادة التقدير الذي انخفض من 645898000 دج سنة 2012 إلى 435055000 دج سنة 2013.

### - النمو اللاحق (2014-2015)

في هذه الفترة، نلاحظ أن الاموال الخاصة قد زادت بشكل سريع، حيث كانت نسبة النمو 5.03% سنة 2014 حيث ارتفعت كل مكونات الاموال الخاصة في هذه السنة ماعدا انخفاض فرق اعادة التقدير والنتيجة الصافية. اما في سنة 2015 فقد كانت نسبة النمو 16.36% هذا النمو السريع يشير إلى أن المؤسسة قد نجحت في تطوير استراتيجيات مالية فعالة وتحسين العمليات، مع زيادة في القدرة على إدارة الأصول والعمليات.

### - الانخفاض والاسترداد (2016-2021)

في هذه الفترة، نلاحظ أن الأموال الخاصة قد انخفض بشكل سريع، مع انخفاض في 2018 من 27 931 531 057 في 2017 الى 19 796 410 396. هذا الانخفاض يشير إلى أن المؤسسة قد واجهت بعض التحديات في ميزانيتها، مثل تغييرات في السوق أو مشكلات في العمليات. في النهاية، نلاحظ أن مجموع رؤوس الأموال قد استرد بشكل جزئي، مع زيادة طفيفة في 2021 من 22 234 554 786 في 2020 الى 22 912 568 215.

من خلال ما سبق، نلاحظ أن من ميزانية المؤسسة قد تقلب خلال الفترة المذكورة، مع زيادة في النمو في البداية، وانخفاض في الوسط، واسترداد والنمو اللاحق في النهاية. هذا التحليل يشير إلى أن المؤسسة قد نجحت في تحسين إدارتها المالية وتحسين القدرة على إدارة الأصول والعمليات، لكنها واجهت بعض التحديات في ميزانيتها.

### 2- الخصوم غير الجارية.

تعتبر الخصوم غير الجارية عن مجموع الديون الطويلة الأجل، والتي تسدد بعد مدة تفوق السنة، وحسب النظام المحاسبي المالي، فإن الخصوم غير الجارية تتضمن؛ قروض وديون مالية، ضرائب مؤجلة، ديون أخرى جارية والمؤونات والمنتجات المحسوبة مسبقا.

ومن خلال الجدول رقم (2-2) يتضح لنا مايلي:

2010-2015: شهدت الخصوم الغير جارية تذبذا في هذه الفترة، حيث كانت اعلى قيمة لها في سنة 2010 قدرت ب 8 620 504 681 دينار جزائري مع انخفاض كبير في السنوات القادمة. وشهدت زيادة كبيرة في سنة 2014 قدرت ب 8 488 726 950 يرجح أن الزيادة في الخصوم الغير جارية في هذه الفترة، يعود إلى تحن النشاط التجاري، أو تحسن أسعار السلع، أو تحصيل الديون المتأخرة



2015-2020: شهدت الخصوم الغير جارية انخفاضا قويا، حيث انخفضت من 7 773 819 493 دينار جزائري في عام 2015 إلى 12 054 977 890 دينار جزائري في عام 2020. يرجح أن الانخفاض في الخصوم الغير جارية في هذه الفترة، يعود إلى تراجع النشاط التجاري، أو مشكلات في تحصيل الديون، أو انخفاض أسعار السلع.

2020-2021: شهدت الخصوم الغير جارية زيادة ملحوظة، حيث ارتفعت من 12 054 977 890 دينار جزائري في عام 2020 إلى 15 176 645 177 دينار جزائري في عام 2021. يرجح أن الزيادة في الخصوم الغير جارية في هذه الفترة، يعود إلى تحسن النشاط التجاري، أو تحسن أسعار السلع، أو تحصيل الديون المتأخرة. في النهاية، يمكن القول أن الخصوم الغير جارية لشركة خلال الفترة 2010-2021 شهدت زيادة عامة، مع انخفاضات قصيرة الأجل نتيجة لظروف اقتصادية متغيرة.

### 3- الخصوم الجارية:

نلاحظ أن هناك تباين في مستويات الخصوم الجارية من سنة إلى أخرى.

حيث بلغت الخصوم الجارية في سنة 2010 ما قيمته 7 845 157 833 ثم انخفضت في سنة 2011 إلى 7 740 687 351، قبل أن تزداد في سنة 2012 إلى 8 933 235 185. هذا الارتفاع في الخصوم الجارية في سنة 2012 يلقي الضوء على التغيرات في السياسات المالية والاقتصادية التي تؤثر على المؤسسة.

في سنة 2013، نرى أن الخصوم الجارية انخفضت إلى 8 342 936 667، قبل أن تزداد في سنة 2014 إلى 068 313 508 5. هذا الارتفاع في الخصوم الجارية في سنة 2014 يلقي الضوء على التغيرات في السياسات المالية والاقتصادية التي تؤثر على المؤسسة. في سنة 2015، نلاحظ أن الخصوم الجارية انخفضت إلى 749 146 682 6، قبل أن تزداد في سنة 2016 إلى 7 529 298 964. هذا الارتفاع في الخصوم الجارية في سنة 2016 يلقي الضوء على التغيرات في السياسات المالية والاقتصادية التي تؤثر على المؤسسة.

في سنة 2017، نلاحظ أن الخصوم الجارية انخفضت إلى 7 068 715 920، قبل أن تزداد في سنة 2018 إلى 6 806 609 953. هذا الارتفاع في الخصوم الجارية في سنة 2018 يلقي الضوء على التغيرات في السياسات المالية والاقتصادية التي تؤثر على المؤسسة. في سنة 2019، نلاحظ أن الخصوم الجارية انخفضت إلى 6 193 189 703، قبل أن تزداد في سنة 2020 إلى 6 398 017 799. هذا الارتفاع في الخصوم الجارية في سنة 2020 يلقي الضوء على التغيرات في السياسات المالية والاقتصادية التي تؤثر على المؤسسة.



في سنة 2021، نلاحظ أن الخصوم الجارية انخفضت إلى 6 722 272 240. هذا الارتفاع في الخصوم الجارية في سنة 2021 يلقي الضوء على التغيرات في السياسات المالية والاقتصادية التي تؤثر على المؤسسة.

من خلال تحليل الخصوم الجارية، نلاحظ أن هناك تباين في مستويات الخصوم الجارية من سنة إلى أخرى، مما يلقي الضوء على التغيرات في السياسات المالية والاقتصادية التي تؤثر على المؤسسة.

### المطلب الثاني: التحليل باستخدام مؤشرات الهيكل المالي في مجمع صيدال (2021-2010)

بعد تحليل ميزانية مجمع صيدال، ننتقل إلى تحليل مؤشرات الهيكل المالي وذلك من خلال:

#### أولاً: التحليل باستخدام الرفع المالي

يشير الرفع المالي إلى نسبة استخدام الديون في تمويل جزء من أصول المؤسسة. كما يعكس تأثير الاستدانة على حقوق الملكية. ويعتمد أثر الرافعة المالية على الهيكل المالي للمؤسسة. وتقاس نسبة الرفع المالي مدى اعتماد المؤسسة على مصادر التمويل المفترضة في تكوين رأس مالها. وفي الجدول أدناه، سنقوم بحساب نسبة الرفع المالي للمجمع من خلال قسمة الديون المالية على حقوق الملكية، ويتم التعبير عنها كما يلي: نسبة الرفع المالي = الديون المالية / الاموال الخاصة

جدول رقم (2-3) نسبة الرفع المالي لدى مجمع صيدال.

الرفع المالي	الديون المالية / الاموال الخاصة	السنوات
13.77%	1 622 608 040 / 11 785 525 448	2010
11.56%	1 595 341 088 / 13 795 482 542	2011
12.56%	1 851 741 010 / 14 746 506 012	2012
17.38%	2 911 046 961 / 16 748 436 102	2013
19.23%	3 383 163 695 / 17 590 664 386	2014
23.56%	4 821 513 005 / 20 465 934 577	2015
32.67%	8 973 229 626 / 27 464 009 197	2016
39%	10 894 562 658 / 27 931 531 057	2017
55.18%	10 923 905 958 / 19 796 410 396	2018
47.77%	10 403 266 267 / 21 776 278 416	2019
45.83%	10 191 608 114 / 22 234 554 786	2020
59.44%	13 619 409 681 / 22 912 568 215	2021

المصدر: من اعداد الطلبة اعتمادا على الجدول رقم (2-2) والقوائم المالية

من خلال الجدول رقم (2-3)، نلاحظ أن نسبة الرفع المالي للمؤسسة تزداد بشكل عام من سنة 2010 إلى سنة 2021، مع بعض التقلبات في السنوات 2011، 2013، 2019، و2020.

في سنة 2010، نسبة الرفع المالي كانت 13.77%، مما يشير إلى أن المؤسسة كانت تتمتع بنسبة رأس مال محدود لتمويل أصولها. في سنة 2011، انخفضت النسبة إلى 11.56%، مما يشير إلى أن المؤسسة قد خفضت استخدامها من الديون لتمويل أصولها. في سنة 2012، ارتفعت النسبة إلى 12.56%، مما يشير إلى أن المؤسسة قد استعادت بعض النشاط في استخدام الديون لتمويل أصولها.

في سنة 2013، ارتفعت النسبة إلى 17.38%، مما يشير إلى أن المؤسسة قد استخدمت الديون بشكل أكبر لتمويل أصولها. أما في سنة 2014، فقد ارتفعت النسبة إلى 19.23%، مما يشير إلى أن المؤسسة قد استمرت في استخدام الديون لتمويل أصولها.

في سنة 2015، ارتفعت النسبة إلى 23.56%، مما يشير إلى أن المؤسسة قد استخدمت الديون بشكل أكبر لتمويل أصولها. وفي سنة 2016، ارتفعت النسبة إلى 32.67%، مما يشير إلى أن المؤسسة قد استخدمت الديون بشكل كبير لتمويل أصولها.

في سنة 2017، ارتفعت النسبة إلى 39%، مما يشير إلى أن المؤسسة قد استخدمت الديون بشكل أكبر لتمويل أصولها. في سنة 2018، ارتفعت النسبة إلى 55.18%، مما يشير إلى أن المؤسسة قد استخدمت الديون بشكل كبير لتمويل أصولها.

في سنة 2019، انخفضت النسبة إلى 47.77%، مما يشير إلى أن المؤسسة قد خفضت استخدامها من الديون لتمويل أصولها. في سنة 2020، انخفضت النسبة إلى 45.83%، مما يشير إلى أن المؤسسة قد خفضت استخدامها من الديون لتمويل أصولها. وفي سنة 2021، ارتفعت النسبة إلى 59.44%، مما يشير إلى أن المؤسسة قد استخدمت الديون بشكل كبير لتمويل أصولها.

من خلال تحليل هذه النسب، نلاحظ أن المؤسسة قد استخدمت الديون بشكل أكبر لتمويل أصولها في السنوات الأخيرة، مما يشير إلى أن المؤسسة قد استمرت في النمو والاستثمار في أصولها. ومع ذلك، نرى أيضاً أن المؤسسة قد خفضت استخدامها من الديون في بعض السنوات، مما يشير إلى أن المؤسسة قد خفضت مخاطرها المالية.

### ثانياً: التحليل باستخدام تطور حجم مجمع صيدال:

تطور حجم المؤسسة هو نتيجة لنموها وتقدمها، والجدول التالي يوضح تطور حجم مجمع صيدال خلال الفترة الممتدة من (2010-2021).

## جدول رقم (2-4) تطور حجم مجمع صيدال

حجم المؤسسة	مجموع الاصول	السنوات
10.45	Log (28 251 187 962)	2010
10.43	Log (27 277 970 867)	2011
10.48	Log (30 021 145 494)	2012
10.48	Log (30 099 573 372)	2013
10.50	Log (31 587 704 405)	2014
10.54	Log (34 921 900 820)	2015
10.67	Log (46 390 536 657)	2016
10.68	Log (48 318 944 590)	2017
10.60	Log (39 574 343 961)	2018
10.61	Log (40 434 178 877)	2019
10.57	Log (37 293 447 457)	2020
10.61	Log (41 070 529 857)	2021

المصدر: من اعداد الطلبة بالإعتماد على الجدول رقم (2-1).

من خلال الجدول رقم (2-4) الذي يبين تطور حجم مجمع صيدال خلال الفترة 2010-2021 نلاحظ أن حجم المؤسسة شهد تقلبات محدودة خلال الفترة المذكورة. يمكننا أن نقسم هذه الفترة إلى ثلاث فترات رئيسية:

### 1. فترة الاستقرار: (2010-2014)

في هذه الفترة، نلاحظ أن حجم المؤسسة قد استقر عند مستوى عال، مع زيادة صغيرة في 2014 من 10.48 في 2013 إلى 10.50. هذا الاستقرار يشير إلى أن المؤسسة قد نجحت في تحسين إدارتها وتحسين العمليات، مع زيادة في القدرة على إدارة الأصول والعمليات.

### 2. النمو اللاحق: (2015-2017)

في هذه الفترة، نلاحظ أن حجم المؤسسة قد زادت بشكل سريع، مع زيادة في 2016 من 10.54 في 2015 إلى 10.67. هذا النمو السريع يُشير إلى أن المؤسسة قد نجحت في تطوير استراتيجيات مالية فعالة وتحسين العمليات، مع زيادة في القدرة على إدارة الأصول والعمليات.

### 3. الاستقرار والنمو اللاحق: (2018-2021)

في هذه الفترة، نلاحظ أن حجم المؤسسة قد استقرت على مستوى عال، مع زيادة صغيرة في 2021 من 10.61 في 2019 إلى 10.61. هذا الاستقرار يشير إلى أن المؤسسة قد نجحت في تحسين إدارتها وتحسين العمليات، مع زيادة في القدرة على إدارة الأصول والعمليات.

من خلال ما سبق نلاحظ أن حجم المؤسسة قد تقلب بشكل محدود خلال الفترة المذكورة، مع زيادة في النمو في البداية، واستقرار في الوسط، ونمو لاحق في النهاية. هذا التحليل يشير إلى أن المؤسسة قد نجحت في تحسين إدارتها وتحسين العمليات، مع زيادة في القدرة على إدارة الأصول والعمليات.

### ثالثاً: تحليل تطور القيمة السوقية لمجمع صيدال خلال الفترة 2010-2021

من خلال الجدول التالي سنوضح تطور القيمة السوقية لمجمع صيدال

#### جدول رقم (2-5): تطور القيمة السوقية لمجمع صيدال الوحدة: دج

القيمة السوقية للمؤسسة	(Hi+Li)/2	السنوات
575000000	(5200000000-4050000000)/2	2010
975000000	7250000000-5300000000/2	2011
475000000	7150000000-6200000000/2	2012
850000000	6200000000-4500000000/2	2013
550000000	5600000000-4500000000/2	2014
550000000	6650000000-5550000000/2	2015
200000000	6400000000-6000000000/2	2016
325000000	6650000000-6000000000/2	2017
400000000	6600000000-5800000000/2	2018
275000000	6350000000-5800000000/2	2019
145000000	5800000000-5510000000/2	2020
140000000	5700000000-5420000000/2	2021

المصدر: من اعداد الطلبة اعتمادا على القوائم المالية

خلال الجدول تبين أن القيمة السوقية لمجمع صيدال قد شهدت تقلبات كبيرة على مر السنين، حيث بلغت ذروتها في عام 2013 بقيمة 850 مليون وأدنى مستوى في عام 2020 بقيمة 145 مليون. يمكن أن تعود هذه التقلبات إلى عوامل مختلفة مثل التغيرات في ميدان صناعة الأدوية، واتجاهات السوق، وأداء الشركة المالي. إذ أنه من عام 2010 إلى 2012 زادت قيمة سوق مجمع صيدال بشكل كبير، مما يشير إلى اتجاه إيجابي في الأداء المالي للشركة. يمكن أن يكون ذلك بسبب إطلاق منتجات ناجحة من الشركة، أو زيادة حصتها في السوق، أو تحسين إدارتها المالية.

مع ذلك، من عام 2013 إلى 2016، شهدت قيمة السوق انخفاضا كبيرا، والذي يمكن أن يعود إلى عوامل مختلفة مثل زيادة المنافسة، أو التغييرات التنظيمية، أو الصعوبات المالية. ويمكن أن يكون هذا الانخفاض ناتجا عن مزيج من هذه العوامل أو عوامل خارجية أخرى تؤثر على أداء الشركة.

من عام 2017 إلى 2019، استقرت قيمة سوق مجمع صيدال، مما يشير إلى أداء مالي أكثر استقرارا. يمكن أن يكون ذلك بسبب جهود الشركة لتحسين إدارتها المالية، والتكيف مع تغيرات السوق، أو تنفيذ استراتيجيات لزيادة تنافسيتها.

في عامي 2020 و2021، استمر انخفاض قيمة سوق مجمع صيدال، والذي يمكن أن يعزى إلى جائحة COVID-19 وتأثيرها على السوق. يمكن أن يكون هذا الانخفاض أيضا ناتجا عن عوامل خارجية أخرى تؤثر على أداء الشركة.

في الختام، شهدت قيمة سوق مجمع صيدال تقلبات كبيرة على مر السنين، مما يشير إلى أداء مالي معقد وديناميكي. يمكن أن يتأثر أداء الشركة المالي بعوامل مختلفة مثل اتجاهات السوق، والتغيرات التنظيمية، واستراتيجيات الإدارة المالية.

#### رابعاً: التحليل باستخدام السيولة

يوضح الجدول أدناه تطور نسب السيولة لمجمع صيدال خلال فترة الدراسة.

#### جدول رقم (2-6): تطور نسبة السيولة لدى مجمع صيدال.

السيولة	الأصول الجارية/الخصوم الجارية	السنوات
1.916897	15 038 364 330 / 7 845 157 833	2010
2.082107	16 116 940 187 / 7 740 687 351	2011
2.078351	18 566 400 049 / 8 933 235 185	2012
2.252304	18 790 834 132 / 8 342 936 667	2013
3.373895	18 584 475 032 / 5 508 313 068	2014
2.866551	19 154 714 686 / 6 682 146 749	2015
2.118223	15 948 740 174 / 7 529 298 964	2016
2.031428	14 359 590 124 / 7 068 715 920	2017
2.166090	14 743 731 388 / 6 806 609 953	2018
2.205805	13 660 971 197 / 6 193 189 703	2019
2.543054	14 884 573 533 / 5 852 951 745	2020
2.914222	18 418 099 146 / 6 320 073 576	2021

المصدر: من اعداد الطلبة اعتمادا على الجداول رقم (2-1) و(2-2)

من خلال تحليل بيانات الجدول، نرى أن نسبة السيولة للمؤسسة قد تقلب خلال الفترة المذكورة. حيث يمكننا أن نقسم هذه الفترة إلى ثلاث فترات رئيسية:

-النمو الأولي(2010-2012) : في هذه الفترة، نلاحظ أن نسبة السيولة قد زادت بشكل سريع، مع زيادة في 2011 من 1.916897 في 2010 إلى 2.082107. هذا النمو السريع يشير إلى أن المؤسسة قد نجحت في تحسين إدارتها المالية وتحسين القدرة على سداد التزاماتها قصيرة الأجل.

-الاستقرار(2013-2016) : في هذه الفترة، نلاحظ أن نسبة السيولة قد استقرت على مستوى عال، مع زيادة في 2014 من 2.252304 في 2013 إلى 3.373895. هذا الاستقرار يشير إلى أن المؤسسة قد نجحت في تحسين إدارتها المالية وتحسين القدرة على سداد التزاماتها قصيرة الأجل، مع زيادة في القدرة على التحويل السريع للأصول إلى نقد.

-**النمو اللاحق (2017-2021):** في هذه الفترة، نلاحظ أن نسبة السيولة قد زادت بشكل سريع، مع زيادة في 2021 من 2.914222 في 2020. هذا النمو السريع يشير إلى أن المؤسسة قد نجحت في تحسين إدارتها المالية وتحسين القدرة على سداد التزاماتها قصيرة الأجل، مع زيادة في القدرة على التحويل السريع للأصول إلى نقد.

من خلال ما سبق نلاحظ أن نسبة السيولة للمؤسسة قد شهد تقلبات عديدة خلال الفترة المذكورة، مع زيادة في النمو في البداية، واستقرار في الوسط، ونمو لاحق في النهاية. هذا التحليل يشير إلى أن المؤسسة قد نجحت في تحسين إدارتها المالية وتحسين القدرة على سداد التزاماتها قصيرة الأجل، مع زيادة في القدرة على التحويل السريع للأصول إلى نقد.

#### خامسا: التحليل باستخدام العائد على الأصول

يوضح الجدول أدناه تطور نسب العائد على الأصول ROA لمجمع صيدال خلال فترة الدراسة.

#### جدول رقم (2-7): العائد على الأصول لمجمع صيدال.

السنوات	النتيجة الصافية بعد الضريبة/ مجموع الأصول	ROA
2010	28 251 187 962 / 1 108 712 671	3.9
2011	27 277 970 867 / 2 097 750 941	7.69
2012	30 021 145 494 / 1 992 685 130	6.63
2013	30 099 573 372 / 2 293 599 347	7.84
2014	31 587 704 405 / 1 348 882 781	4.27
2015	34 921 900 820 / 1 099 706 672	3.14
2016	46 390 536 657 / 1 567 037 770	3.37
2017	48 318 944 590 / 1 194 356 780	2.47
2018	39 574 343 961 / 1132 962 508	2.86
2019	40 434 178 877 / 721 550 810	1.78
2020	40 687 550 476 / 234 370 276	0.57
2021	44 811 485 632 / 371 748 486	0.82

#### المصدر: من اعداد الطلبة باستخدام القوائم المالية والجدول رقم (2-1)

من خلال تحليل بيانات الجدول رقم (2-7) للعائد على الأصول (ROA) لمجمع صيدال من 2010 إلى 2021 تبين لنا تغييرات كبيرة في الأداء المالي للشركة خلال هذه الفترة حيث قمن بتقسيمها الى فترات صعود وهبوط.

#### - فترات الصعود:

في السنوات 2010 و 2011، سجلت ROA قيما مرتفعة بلغت 3.9% و 7.96% على التوالي، مما يعكس قدرة المجمع على تحقيق أرباح جيدة من استثماراتها، وفي العام 2014، شهدنا ارتفاعا ملحوظا في ROA إلى 4.67%، مما يدل على استمرارية نجاح المجمع في تحقيق أرباح مربحة من أصولها، وفي عام

2018، ارتفع معدل ROA إلى 2.86%، ولكن هذه الزيادة راجعة لاعب المؤسسة بالأرباح وذلك عن طريق رسمة تكاليفها.

#### - فترات الهبوط:

من الجانب الآخر، خلال بعض الفترات، واجه مجمع صيدال تحديات في أدائه المالي حيث شهد انخفاضا في ROA في السنوات 2012 و2013 بمعدل 6.63% و7.84% على التوالي، مما يشير إلى تحديات محددة في الأداء المالي خلال تلك الفترة، ومن 2015 إلى 2017، استمر الانخفاض في ROA بشكل متواصل، حيث انخفض من 3.14% إلى 2.47%، مما يشير إلى استمرارية التحديات التي واجهها المجمع في تحقيق أداء مالي مربح. وفي عام 2019 شهد ايضا انخفاضا آخر في ROA قدر ب 1.78%، كما انخفض ROA في عام 2020 إلى 0.57%، مما يظهر عدم الاستقرار الذي تواجهه الشركة في تحقيق أداء مالي قوي ومربح.

#### سادسا: التحليل باستخدام معدل نمو المبيعات لمجمع صيدال خلال الفترة (2010-2021)

يوضح الجدول أدناه تطور معدل نمو المبيعات لمجمع صيدال خلال فترة الدراسة.

#### جدول رقم (2-8): تطور حجم المبيعات لمجمع صيدال.

السنوات	مبيعات i - مبيعات i-1 / مبيعات i-1	حجم المبيعات
2010	12 038 305 678.28 - 12 510 199 865.69 12 038 305 678.28 /	0.039199
2011	12 510 199 865.69 - 13 504 270 700.95 12 510 199 865.69 /	0.079460
2012	13504270700.95 - 13895054472.57 13504270700.95 /	0.028937
2013	13 895 054 472.57-11 461 874 581,90 13 895 054 472.57/	- 0.175113
2014	11 461 874 581,90 - 9 789 025 905,91 11 461 874 581,90/	- 0.145946
2015	9 789 025 905,91 - 9 984 043 757,71 9 789 025 905,91/	0.019922
2016	9 984 043 757,71 - 10 223 411 484,28 9 984 043 757,71 /	0.023975
2017	10 223 411 484,28 - 10 265 897 771,06 10 223 411 484,28	0.004155
2018	10 265 897 771,06 - 10 317 577 775,54 10 265 897 771,06	0.005034
2019	10 317 577 775,54 - 9 392 750 935,10 10 317 577 775,54/	-0.089636
2020	9 392 750 935,10 - 9 124 250 542,43 9 392 750 935,10/	-0.028585
2021	9 124 250 542,43 - 9 426 372 552,42 9 124 250 542,43 /	0.33111

**المصدر: من اعداد الطلبة باستخدام القوائم المالية.**

من خلال التحليل لبيانات الجدول، نلاحظ أن معدل نمو المبيعات للمؤسسة قد تقلب خلال الفترة المذكورة. حيث يمكننا أن نقسم هذه الفترة إلى ثلاث فترات رئيسية:

#### - النمو الأولي:(2010-2012)

في هذه الفترة، نلاحظ أن معدل نمو المبيعات قد زاد بشكل سريع، مع زيادة في 2011 من 0.039199 في 2010 إلى 0.079460. هذا النمو السريع يشير إلى أن المؤسسة قد نجحت في تطوير استراتيجيات مبيعات فعالة في هذه الفترة.

#### - الانخفاض:(2013-2015)

في هذه الفترة، نلاحظ أن معدل نمو المبيعات قد انخفض بشكل سريع، مع انخفاض في 2013 من 0.079460 في 2012 إلى -0.175113. هذا الانخفاض يشير إلى أن المؤسسة قد واجهت بعض التحديات في مبيعاتها، مثل تغييرات في السوق أو مشكلات في العمليات.

#### - الاسترداد والنمو اللاحق:(2016-2021)

في هذه الفترة، نلاحظ أن معدل نمو المبيعات قد استرد بشكل جزئي، مع زيادة في 2016 من -0.175113 في 2015 إلى 0.023975. هذا الاسترداد يشير إلى أن المؤسسة قد نجحت في إعادة توجيه استراتيجيات مبيعاتها وتحسين العمليات. في النهاية، نلاحظ أن معدل نمو المبيعات قد زاد بشكل سريع في 2021 من 0.005034 في 2018 إلى 0.33111، ما يشير إلى أن المؤسسة قد نجحت في تطوير استراتيجيات مبيعات فعالة في هذه الفترة.

من خلال ما سبق، نلاحظ أن معدل نمو المبيعات للمؤسسة قد تقلب خلال الفترة المذكورة، مع زيادة في النمو في البداية، وانخفاض في الوسط، واسترداد والنمو اللاحق في النهاية. هذا التحليل يُشير إلى أن المؤسسة قد واجهت بعض التحديات في مبيعاتها، لكنها نجحت في إعادة توجيه استراتيجيات مبيعاتها وتحسين العمليات لتحقيق النمو في النهاية .

### **المطلب الثالث: تحليل العلاقة بين الهيكل المالي والقيمة السوقية لمجمع صيدال**

من خلال تحليل مختلف مؤشرات الهيكل المالي وتحليل القيمة السوقية توصلنا الى النتائج التالية:

#### **اولا: تأثير الرفع المالي على القيمة السوقية لمجمع صيدال**

توضح العلاقة بين القيمة السوقية لمجمع صيدال والرفع المالي تأثير استخدام الديون على الأداء المالي للشركة. من 2010 إلى 2013، ارتفعت القيمة السوقية بشكل كبير، متزامنة مع زيادة نسبة الرفع



المالي من 13.77% إلى 17.38%. هذا يشير إلى استعادة الشركة من الرفع المالي لتمويل نموها، مما أدى إلى زيادة قيمتها السوقية.

في الفترة من 2013 إلى 2016، انخفضت القيمة السوقية بشكل كبير بينما ارتفعت نسبة الرفع المالي إلى 32.67%، مما يعكس زيادة اعتماد الشركة على الديون دون تحقيق عوائد كافية، مما أدى إلى تدهور قيمتها السوقية.

بين 2017 و2019، استقرت القيمة السوقية نسبياً، وارتفعت نسبة الرفع المالي إلى 55.18% قبل أن تنخفض إلى 47.77%. هذا يشير إلى محاولة الشركة تقليل اعتمادها على الديون لتحسين أدائها المالي.

في عامي 2020 و2021، انخفضت القيمة السوقية بشكل كبير، مما يعكس تأثير جائحة COVID-19 على أداء الشركة، في نفس الوقت، انخفضت نسبة الرفع المالي إلى 45.83% في 2020 قبل أن ترتفع إلى 59.44% في 2021. هذا يشير إلى أن الشركة لجأت إلى المزيد من الديون لتمويل عملياتها في ظل الظروف الصعبة.

بشكل عام، نلاحظ أن العلاقة بين القيمة السوقية والرفع المالي قد مرت بمرحلتين، مرحلة العلاقة العكسية الممتدة من (2013-2019)، ومرحلة العلاقة الطردية من (2010-2013) ومن (2020-2021) حيث عندما تستخدم الشركة الديون بشكل معتدل لتمويل نموها، يؤدي ذلك إلى ارتفاع قيمتها السوقية، ولكن عندما تعتمد الشركة بشكل كبير على الديون دون تحقيق عوائد كافية، يؤدي ذلك إلى انخفاض قيمتها السوقية وعلى الشركة أن تحافظ على توازن بين حقوق الملكية والديون لتعظيم قيمتها السوقية على المدى الطويل.

### ثانياً: تأثير حجم المؤسسة على القيمة السوقية لمجمع صيدال

العلاقة بين تطور حجم مجمع صيدال والقيمة السوقية له تتسم بالتعقيد وتعكس تأثيرات متعددة من العوامل الداخلية والخارجية على أداء الشركة، حيث أنه خلال الفترة (2010-2014) كان حجم مجمع صيدال مستقر عند مستوى عالٍ على مع زيادات طفيفة، مما يشير إلى نجاحها في تحسين الإدارة والعمليات. ومع ذلك، بلغت القيمة السوقية ذروتها في عام 2013 بقيمة 850 مليون دينار، مما يدل على استجابة إيجابية للسوق على الأداء المالي للشركة وذلك بسبب إطلاق منتجات ناجحة وزيادة الحصة السوقية.

في الفترة (2015-2017)، زاد حجم المجمع بشكل ملحوظ، مما يعكس تحسينات في الاستراتيجيات المالية والعمليات. لكن رغم هذا النمو، شهدت القيمة السوقية انخفاضاً كبيراً حتى عام 2016، وهذا راجع لزيادة المنافسة، التغييرات التنظيمية والصعوبات المالية التي واجهتها الشركة.

أما في الفترة الممتدة من 2017 إلى 2019، فقد استقر حجم المؤسسة على مستوى عالٍ، مع بعض التقلبات الطفيفة، واستقرت القيمة السوقية كذلك، مما يشير إلى استقرار مالي وتحسن في الإدارة المالية والتكيف مع تغييرات السوق.

في عامي 2020 و2021، استقر حجم المؤسسة ولكن القيمة السوقية انخفضت بشكل ملحوظ، مع وصولها إلى أدنى مستوى في عام 2020 بقيمة 145 مليون. يمكن أن يعزى هذا الانخفاض إلى تأثيرات جائحة COVID-19 على السوق، بالإضافة إلى عوامل خارجية أخرى.

بشكل عام، يظهر تحليل العلاقة أن استقرار حجم الشركة لا يترجم دائماً إلى زيادة في القيمة السوقية، إذ تتأثر القيمة السوقية بعوامل خارجية متعددة مثل التغيرات في السوق والصناعة، الأداء المالي العام، والتحديات التنظيمية.

### ثالثاً: تأثير السيولة على القيمة السوقية لمجمع صيدال

تعكس العلاقة بين السيولة والقيمة السوقية لمجمع صيدال تأثيرات متبادلة بين الأداء المالي الداخلي للشركة والعوامل الخارجية التي تؤثر على سوق الأدوية.

خلال الفترة من 2010 إلى 2012، زادت نسبة السيولة بشكل ملحوظ، مما يشير إلى تحسين في الإدارة المالية وقدرة الشركة على سداد التزاماتها، وهذا تزامن مع زيادة كبيرة في القيمة السوقية، مما يدل على رد فعل إيجابي من السوق تجاه هذه التحسينات.

في الفترة من 2013 إلى 2016، على الرغم من استقرار نسبة السيولة على مستويات عالية، شهدت القيمة السوقية انخفاضاً كبيراً، مما قد يعود إلى عوامل خارجية مثل المنافسة والتغيرات التنظيمية، والتي أثرت سلباً على أداء الشركة رغم التحسينات المالية الداخلية.

من 2017 إلى 2019، استقرت القيمة السوقية مجدداً، مما يشير إلى نجاح استراتيجيات الشركة في مواجهة التحديات السوقية. ومع ذلك، في عامي 2020 و2021، انخفضت القيمة السوقية بسبب تأثير جائحة COVID-19 والعوامل الخارجية الأخرى، رغم التحسن المستمر في السيولة.

في المجمل، توضح هذه العلاقة أن التحسينات في السيولة والإدارة المالية تعزز من استقرار الشركة وقدرتها على التكيف، ولكن القيمة السوقية تتأثر بشكل كبير بالعوامل الخارجية والتغيرات في السوق.

### رابعاً: تأثير العائد على الأصول على القيمة السوقية لمجمع صيدال

تعكس العلاقة بين العائد على الأصول (ROA) والقيمة السوقية لمجمع صيدال التأثير المتبادل بين الأداء الداخلي للشركة وعوامل السوق الخارجية. .

خلال الفترة من 2010 إلى 2011، حققت صيدال ارتفاعاً ملحوظاً في ROA، مما انعكس إيجابياً على قيمتها السوقية التي شهدت زيادة كبيرة، دلالة على أن السوق استجاب بشكل إيجابي لقدرة الشركة على تحقيق أرباح من أصولها. في 2013، بلغت القيمة السوقية ذروتها عند 850 مليون، رغم انخفاض ROA في 2012 و2013، مما يشير إلى توقعات السوق العالية والأمل في الأداء المستقبلي.

من 2013 إلى 2016، ورغم التحسن الطفيف في ROA في 2014، انخفضت القيمة السوقية بشكل ملحوظ، مما يعكس تأثير العوامل الخارجية مثل المنافسة والتغيرات التنظيمية على أداء الشركة. الفترة من 2015 إلى 2017 شهدت تراجعاً مستمراً في ROA، تزامناً مع استقرار نسبي في القيمة السوقية، مما قد يشير إلى نجاح بعض استراتيجيات الإدارة في الحفاظ على الثقة بالسوق رغم التحديات المالية.

في 2018، تحسن ROA بشكل طفيف، لكن هذا التحسن لم يكن كافياً لمنع انخفاض القيمة السوقية في السنوات التالية. فخلال 2020 و2021، تدهور ROA بشكل كبير إلى 0.57%، مما أدى إلى انخفاض القيمة السوقية إلى 145 مليون، نتيجة لجائحة COVID-19 وتأثيرها السلبي على السوق بشكل عام.

في الختام، تعكس العلاقة بين ROA والقيمة السوقية لصيدال أن التحسينات في العائد على الأصول تعزز من قيمة الشركة في السوق، ولكن الأداء المالي يتأثر بشكل كبير بالعوامل الخارجية والتحديات السوقية.

#### خامساً: تأثير حجم المبيعات على القيمة السوقية لمجمع صيدال

تعكس العلاقة بين حجم المبيعات والقيمة السوقية لمجمع صيدال التأثيرات المتبادلة بين الأداء التشغيلي للشركة وعوامل السوق الخارجية.

خلال الفترة من 2010 إلى 2012، شهدت الشركة نمواً سريعاً في مبيعاتها، مما أدى إلى زيادة كبيرة في قيمتها السوقية، حيث زادت القيمة السوقية بشكل ملحوظ نتيجة لتحسين استراتيجيات المبيعات والإدارة المالية. في هذه الفترة، بدأ السوق متفائلاً بأداء الشركة وقدرتها على تحقيق النمو.

مع ذلك، بين 2013 و2015، شهدت صيدال انخفاضاً حاداً في معدل نمو المبيعات، مما أدى إلى انخفاض كبير في قيمتها السوقية. هذا الانخفاض يعكس التحديات التي واجهتها الشركة، مثل زيادة المنافسة والمشكلات التنظيمية، مما أثر على ثقة السوق في أداء الشركة المستقبلي.

في الفترة من 2016 إلى 2021، بدأت الشركة في استعادة بعض النمو في مبيعاتها، حيث نجحت في إعادة توجيه استراتيجيات المبيعات وتحسين العمليات. ورغم هذا التحسن الجزئي في معدل نمو المبيعات، إلا أن القيمة السوقية لم تستعد عافيتها بالكامل، وظلت متقلبة، متأثرة بتداعيات جائحة COVID-19 خلال عامي 2020 و2021، التي أثرت سلباً على أداء الشركة وسوق الأدوية بشكل عام.

في الختام، يتضح من التحليل أن حجم المبيعات له تأثير مباشر على القيمة السوقية لمجمع صيدال. فالفترات التي شهدت نمواً في المبيعات كانت متزامنة مع ارتفاع في القيمة السوقية، بينما الفترات التي شهدت تراجعاً في المبيعات كانت متزامنة مع انخفاض في القيمة السوقية. هذا يؤكد أن أداء الشركة في السوق وتحسين استراتيجيات المبيعات هما عاملان حاسمان في تعزيز القيمة السوقية، لكنهما يتأثران بشكل كبير بالعوامل الخارجية والظروف السوقية.

## سادسا: تحليل النتائج

بعد تحليل العلاقة بين مؤشرات الهيكل المالي والقيمة السوقية لمجمع صيدال، توصلنا إلى النتائج التالية:

هناك علاقة متباينة بين مؤشرات الهيكل المالي والقيمة السوقية لمجمع صيدال، فمن خلال تحليل درجات التغير بين كل مؤشر على حدى والقيمة السوقية لمجمع صيدال توصلنا الى أن درجات ونوع التأثير يختلف من مؤشر لآخر، فبالنسبة للتأثير الايجابي لوحظ بان كل من السيولة والعائد على الأصول، بالإضافة الى حجم المبيعات لها تأثير ايجابي مباشر حيث أن التغيرات في قيمة هذه المؤشرات تساهم في زيادة أو انخفاض القيمة السوقية لمجمع صيدال، ويمكن تفسير هذه النتيجة أن هذه المؤشرات متضمنة في معايير أداء المجمع، وتحسن القيمة السوقية ما هو إلا انعكاس لتحسن هذه المؤشرات، وهذا ما تم تفسيره سابقا.

فيما يخص المؤشرات غير المؤثرة فقد لوحظ أن الرفع المالي وحجم المؤسسة لا يؤثران مباشرة على القيمة السوقية للمجمع صيدال، وتجدر الإشارة الى أن هذا التأثير يكون من خلال قدرة وكفاءة المجمع على ادارة مديونته، وبالتالي امكانيته من توليد عوائد عن طريق استخدام الديون.

مما سبق توصلت الدراسة الى نتيجة رئيسية مفادها أن للهيكل المالي تأثير على القيمة السوقية لمجمع صيدال خلال الفترة 2010-2021.

## خلاصة الفصل:

في نهاية الفصل الثاني المتعلقة بالدراسة التطبيقية لمجمع صيدال الذي يعتبر المؤسسة الاقتصادية الأنسب لتحقيق أهداف البحث من حيث مستوى الإفصاح وشفافية القوائم المالية، إلى جانب إدراجه في بورصة الجزائر. ومن خلال القيام بدراسة وتحليل يمتد لحدى عشر سنة (2010-2021)، وبالاعتماد على مؤشرات الهيكل المالي الخمس المتمثلة في الرفع المالي، العائد على الأصول، السيولة، معدل نمو المبيعات والقيمة السوقية، والذي يعتبر المصدر الرئيسي لتقييم الأداء والتوازن المالي للمؤسسة.

كما توصلت الدراسة لوجود علاقة للسيولة، العائد على الأصول وحجم المبيعات على القيمة السوقية، كما أثبتت الدراسة عدم وجود علاقة بين الرفع المالي وحجم المؤسسة على القيمة السوقية، عموماً توصلت الدراسة لوجود علاقة بين الهيكل المالي والقيمة السوقية للمؤسسة.



الخاتمة

## خاتمة :

في نهاية الدراسة المتعلقة باثر الهيكل المالي على القيمة السوقية لمجمع صيدال 2010-2021 استخلصنا انه في ظل الأسواق المالية النشطة فإن مؤشر القيمة السوقية للشركات يعبر عن درجة نجاحها وكفاءتها، كما أن استمراريتها مرهونة بمقدار قيمتها السوقية، ونظرا لأهميتها سعت العديد من الدراسات الى معرفة مختلف العوامل المؤثرة في تحديدها، ويمكن القول بأن الهيكل المالي أحد أهم هذه العوامل، حيث أن الوصول الى المزيج التمويلي المناسب من أهم الأهداف التي تسعى الإدارة المالية لتحقيقها، وينعكس هذا بالطبع على قيمة ومكانة المؤسسة في السوق. انطلاقا من هذه الفكرة، وبناء على الدراسة التي أجريت على للمجمع، حاولنا معالجة بعض التساؤلات التي لا تزال محل نقاش في الفكر المالي بين الباحثين حول الهيكل المالي للمؤسسة، ثم قمنا بدراسة مدى التأثير الموجود بين الهيكل المالي والقيمة السوقية لمجمع صيدال خلال الفترة 2010-2021 من خلال تحليل القوائم المالية باستخدام مؤشرات الرفع المالي، القيمة السوقية، السيولة، العائد على الأصول وحجم المبيعات، حيث تتفق هذه المؤشرات على مبدأ تعظيم العوائد وتخفيض التكاليف لتحقيق مبدأ التقييم المالي، وذلك بهدف معرفة مدى تأثير الهيكل المالي على القيمة السوقية لمجمع صيدال.

## نتائج اختبار صحة الفرضيات:

من خلال الدراسة يمكن استعراض نتائج اختبار الفرضيات على النحو التالي:

- 1- اظهرت نتائج الدراسة التطبيقية أن الرفع المالي لا يؤثر مباشرة على القيمة السوقية للمجمع صيدال وأن تأثير السيولة كان ايجابيا خلال فترة الدراسة وهذا ما يثبت عدم صحة الفرضية الاولى.
- 2- من خلال الدراسة التطبيقية توصلنا الى ان التغيرات في القيمة السوقية لمجمع صيدال خلال الفترة 2010-2021 ترتبط ايجابا مع حجم المبيعات على القيمة السوقية. وهو ما يثبت صحة الفرضية الثانية.
- 3- من خلال الدراسة التطبيقية توصلنا الى أن طبيعة الهيكل المالي تؤثر على مؤشراته خلال الفترة 2010-2021.

## نتائج الدراسة:

بعد تحليلنا لأثر الهيكل المالي على قيمة مجمع صيدال توصلنا الى النتائج التالية:

- 1- هناك علاقة متباينة بين مؤشرات الهيكل المالي والقيمة السوقية لمجمع صيدال.
- 2- توصلنا الى أن درجات ونوع التأثير يختلف من مؤشر لآخر
- 3- يوجد لتأثير الايجابي لكل من السيولة والعائد على الأصول، بالإضافة الى حجم المبيعات وحجم المؤسسة على القيمة السوقية.
- 4- الرفع المالي وحجم المؤسسة لا يؤثر مباشرة على القيمة السوقية للمجمع صيدال.

5- الى نتيجة رئيسية مفادها أن للهيكل المالي تأثير على القيمة السوقية لمجمع صيدال خلال الفترة 2010-2021.

### التوصيات:

فيما يلي بعض التوصيات والمقترحات بناء على نتائج الدراسة:

- 1- يجب على المجمع تنويع مصادر تمويله وعدم التركيز على المديونية فقط، بما يسهم في تعزيز مكانته وقيمه في السوق.
- 2- على المجمع أن يعطي أهمية أيضا للمخاطر التي تواجهه، والعمل على وضع الحلول الممكنة لتجنبها وكيفية الخروج منها، بما يسهم في رفع قيمته السوقية. فالتخطيط الجيد وبناء الأهداف مسبقا يساعد على الصمود والقدرة على مواجهة الأخطار.
- 3- ضرورة إجراء المزيد من الدراسات على المؤشرات الأساسية الفعالة لقياس أداء المؤسسات الاقتصادية.

### افاق الدراسة:

فيما يلي نقترح مجموعة من المواضيع التي يمكن أن تكون محل دراسة مستقبلية، نذكر منها:

- 1- بناء نموذج قياسي للعلاقة بين مؤشرات الهيكل المالي والقيمة السوقية للمؤسسة.
- 2- دراسة مؤشرات الاداء للشركات الناشطة في الصناعات الدوائية.
- 3 - أثر الهيكل المالي على القرارات المالية.



قائمة المصادر

والمراجع

## المراجع باللغة العربية:

## الكتب:

- خميسي شيحة، (2010) التسيير المالي، دار هومة للنشر والتوزيع، الجزائر.
- الخرشة، ع. ت. (2007). أساسيات في الادارة المالية. عمان.
- الزبيدي، ح. م. (2008). الادارة المالية المتقدمة. الأردن: مؤسسة الوراق.
- الطبلي، ش. ب. (2016). توسعة المرصاد مدخل نقدي مختصر كمفاهيم الاقتصاد السياسي.
- ش. ب. الطبلي، توسعة المرصاد مدخل نقدي مختصر كمفاهيم الاقتصاد السياسي. طبلبة: دار المتوسط الجديد.
- العال، ط. ع. (2008). تقييم واعادة هيكلة الشركات تحديد قيمة المنشأة Dans. ط. ع. العال، تقييم واعادة هيكلة الشركات تحديد قيمة المنشأة. الاسكندرية: الدار الجامعية.
- العزير، س. م. (2006). اقتصاديات الاستثمار. مصر: مركز الاسكندرية للكتاب.
- المغربي، م. ا. (2018). التمويل والاستثمار في الإسلام. القاهرة: الاكاديمية الحديثة للكتاب الجامعي.
- النجار، ع. ا. (2010). الريادة وادارة الاعمال الصغيرة، عمان: دار حامد.
- الهوري، س. (2007). مدخل الى الدارة المالية. القاهرة.
- اندرائوس، ع. و. (2008). التمويل والادارة المالية للمؤسسات. الاسكندرية: دار الفكر الجامعي.
- اندرائوس، ع. و. (s.d.). التمويل والادارة المالية للمؤسسات. الاسكندرية: دار الفكر الجامعي الاسكندرية التمويل والادارة المالية للمؤسسات.
- بكارى، ب. (2009-2010). اثر التقييم المالي على مسار الشراكة بالنسبة لمؤسسات قطاع المحروقات في الجزائر.
- تايه، ا. 1. (2009). التميمي أرشد فؤاد. عمان: دار اليازوري العلمية.
- جمعة، ا. ف. (2000). الاداء المالي لمنظمات الأعمال. الرياض: دار المريخ للنشر.
- حماد، ط. ع. (2002). التقييم: تقدير قيمة بنك لأغراض الاندماج او الخوصصة. الإسكندرية.
- خلف، ف. ح. (2012). أساسيات دراسة الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات. الأردن: عالم الكتب الحديث.
- عبدالعالى، ح. ط. (2002). التقييم: تقدير قيمة بنك لأغراض الاندماج او الخوصصة. الإسكندرية.

عقل, م. م. (2008). مقدمة في الادارة المالية. عمان: الطبعة الأولى مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع.

زبيدي, ح. م. (2008). إدارة مالية متقدمة.

#### الدوريات:

حسن, ب. (2018/2019). التسير الحديث للكفاءات في المؤسسة كمدخل لتحقيق الميزة التنافسية . أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه ,

حسن, م. م. ع. (2002). تأثير المتغيرات الإقتصادية الكلية على أسعار الاسهم .المجلة العلمية للإقتصاد والتجارة

دراجي, ن. غ. (2006). تحليل مقاربات تقييم المؤسسة .الملتقى الدولي حول اقتصاديات الخوصصة والدور الجديد للدولة .(7 سطيف: جامعة فرحات عباس.

خبيزة, أ. ح. (2012/2011). تأثير الهيكل المالي على استراتيجية المؤسسة الصناعية .دراسة حالة-مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير .جامعة بسكرة.

دلفوف, م. م. ز. (2012). تأثير الاقتراض على القيمة السوقية للمنشأة-دراسة حالة مجمع صيدال. مجلة أبحاث اقتصادية وادارية ,العدد 12.

تبر, ز. (2010/2009). محددات سياسة التمويل للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية .دراسة ميدانية لعينة من المؤسسات الاقتصادية بالقطاعين العام والخاص في الجزائر. مذكرة ماجستير تخص مالية المؤسسة , كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير: جامعة ورقلة.

بوبري, ع. ا. (2019). دور النظام المحاسبي المالي في تعزيز الافصاح بالمؤسسة الاقتصادية .مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية، العدد 37.

ثابت, ع. ب. (2014). اساليب تقييم المؤسسات وتطبيقاتها في الجزائر .مجلة الدراسات العدد الاقتصادي جامعة عمار الثليجي,

حادرة, ع. ا. (2012). اثر اختيار الهيكل المالي علي قيمة المؤسسة: دور توزيع الارباح في تحديد القيمة السوقية للسهم.

حساني, ا. و. (2008). مكونات الهيكل المالي .مجلة التمويل والاستثمار والتنمية المستدانة المجلد 7 العدد 2,

الوهاب, د. ع. (2006). الجدل القائم حول أمثلية هياكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة. مجلةالباحث ,العدد 7.

- سعيد بريكة, س. م. (2009). تقييم المنشأة الاقتصادية المضافة. EVA مداخل في إطار فعالية الملتقى الدولي حول صنع القرار في المؤسسة الاقتصادية. الجزائر: جامعة محمد بوضياف.
- سليم مجلخ, و. ب (08). ماي 2019. (محددات الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية ( دراسة تحليلية قياسية ) .مجلة دراسات اقتصادية ,العدد 1.
- سويسي, ه. (2007). اهمية تقييم المؤسسات فب اتخاذ قرارات الاستثمار المالي .مجلة الباحث.116 , سويسي, ه. (2008). تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر.37 . شعبان, م. (2009/2010). اختيار هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة الاقتصادية. دراسة حالة المجمع الصناعي صيدال-مذكرة ماجستير في علوم التسيير .جامعة البويرة, كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير. صفا م هدي راجي, ب. ع. (2019). قياس القيمة العادلة للموجودات الثابتة وفق معيار الإبلاغ النالي الدولي. TFRSB. مجلة المثني للعلوم الاقتصادية والادارية. صيدال, م..(s.d.) .
- ضيف, ي. (2014/2015). تأثير الهيكل المالي على قيمة الشركة المسعرة. دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي. (2009-2012) مذكرة ماجستير في العبوم التجارية , تخصص مالية كمية: جامعة ورقلة.
- عمر, م. ا. (2013). التمويل التأجيري (المفاهيم والأسس). (دار كنوز المعرفة العلمية.
- عيادي, ع. ا. (2007/2008). دور وأهمية نظام المعلومات المحاسبي في اتخاذ قرارات التمويل.رسالة ماجستير في علوم التسيير .جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف.
- عيساوي, ن. (2004-2005). تقييم المؤسسة في إطار الخصوصية.
- عيساوي, ن. (2005). تقييم المؤسسة في إطار الخصوصية .رسالة ماجستير في العمو الاقتصادية.87 , فياض, م. أ. (2010). مبادئ الادارة (وظائف المنظمة).الأردن: دار صفاء.
- قاسم, هاشم صابح. (2015). نظريات هيكل التمويل الحديثة .مجلة العلوم الاقتصادية والادارية , تطبيق عملي لنظرية الالتقاط ودورة حياة الشركة بحث تحليلي لعينة من الشركات الأجنبية,المجلد 21 , العدد 83 قريشي, ا. ب. (2006). التسيير المالي والإدارة المالية .الجزائر: دار وائل للنشر.
- قريشي, ا. ب. (2011). التسيير المالي ,الادارة المالية .الأردن: دار وائل.
- كماسي, ا. ب. (2024). آليات الحوكمة ودورها في الحد من التأثيرات السلبية لعدم تماثل المعلومات.

- كيموش, ب. (2010-2011). التقييم الدوري لعناصر المالية ودورها في المحافظة على قيمة المؤسسة في ظل النظام المحاسبي المالي.
- لعجوز, ع. ا. (2017). أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسات الاقتصادية غير المسعرة في البورصة.
- محمد صالح الحناوي, ن. ف. (2003-2004). الاستثمار في الاسهم. الدار الجامعية.
- محمد, ص. م. (2019). قياس القيمة العادلة للموجودات الثابتة وفق معيار الأبلاغ المالي الدولي TFRSB. مجلة المتي للعلوم الاقتصادية والإدارية.
- مريم, ب. (2007/2008). السوق السندي واشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية. مذكرة ماجستير في علوم التسيير. علوم التسيير تخصص مالية: جامعة قسنطينة.
- موساوي, ي. (2013). دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة في البورصة.
- نوح, ع. س. (2017-2018). محددات الهياكل التمويلية في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية. مذكرة ماجستير في علوم التسيير.
- هندي, م. ا. (2008). الادارة المالية المتقدمة. مصر: معاصر المكتب العربي الحديث.
- والشخي, ا. (1998). مكونات الهيكل المالي. مجلة التمويل والاستثمار والتنمية المستدامة المجلد 7 العدد 2 ديسمبر 2022 ,
- وبولكثير, س. (2017). مكونات الهيكل المالي. مجلة التمويل والاستثمار والتنمية المستدامة المجلد 7 العدد 2 ديسمبر 2022

## المراجع الأجنبية:

- .Miller, F. M. (june 1958). The cost of capital, corporation. finance and the theory of investment. The American economic review
- (2021, 03 13). Récupéré sur blog-post.htm: <http://procdz.blogspot.com>
- Arnaud Thauvron. (2000). Evaluation D'entreprise. Paris: Economica,.
- Barreau & Jacquelline Delahaye. (2006). Gestion financière. Paris: 15e édition Dunod.
- C.Myers, S. (1984). The capital structurpuzzel. The journal of finance , American finance association , vol: 39 No: 03 P.581.
- ean Michel Palon. (2005). Comptabilité. Paris: Groupe revue Fiduciaire,.
- Faille, P. D. (2001). Fusions, Acquisitions et évaluations d'entreprises. Edition lancier.
- Faille, P. D. (2001). Fusions, Acquisitions et évaluations d'entreprises. Bruxelles: Editions lancier.
- Jean brilman et Claude maire. (1993). manuel d'évaluation des entreprises. les éditions d'organisation,
- Mondher Bellalah. (2004). Gestion Financier,. Paris: Economica.
- Nguéna Jokung Octave. (2004). Mathématique et gestion financière. Paris: Edition de Boeck.
- Octave, N. J. (2004). Mathématique et gestion financière. Paris: Edition de Boeck.
- Palou, J. M. (2003). les Méthodes d'évaluation d'entreprise. Paris: groupe Revenue Fiduciaire.
- Patric Vizzavona. (1999). Evaluation des entreprises,. Berti édition,, 4.
- vona, P. V. (1990). Pratique de gestion. Tipaza: édition BERT.

## المواقع الإلكترونية:

- WWW.elhiwardz.com. (2024, 05 22). Récupéré sur <https://WWW.elhiwardz.com/consulte>
- [www.groubsaidal.dz](https://www.groubsaidal.dz). (s.d.). Récupéré sur <https://saidalgroup.dz/>
- .IMF BLOG .(february, 2022 1) .توبياس أدريان ونصيرة عباس. <https://www.imf.org/ar/Blogs/Articles/2022/01/27/blogs012822-low-real-interest-rates-support-asset-prices-but-risks-are-rising>
- .IMF BLOG .(february, 2022 1) .توبياس أدريان ونصيرة عباس. <https://www.imf.org/ar/Blogs/Articles/2022/01/27/blogs012822-low-real-interest-rates-support-asset-prices-but-risks-are-rising>
- Récupéré sur [univ-ouargla.dz](http://univ-ouargla.dz):
- [https://www.google.dz/?gws\\_rd=cr=active=dSPACE.univ-ouargla.d](https://www.google.dz/?gws_rd=cr=active=dSPACE.univ-ouargla.d)

# قائمة الملاحق

## الملحق رقم (01)

GRUPE INDUSTRIEL SAÏDAL 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	AMORTIS OU PROVISIONS	MONTANTS NETS	
	<b>ACTIFS NON COURANTS</b>				
	Ecart d'acquisition (ou goodwill)	0,00	0,00	0,00	0,00
	Immobilisations incorporelles	193 873 834,27	199 324 654,99	28 949 179,29	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	7 208 256 149,56
	Bâtiments	7 054 832 984,10	4 847 277 789,44	2 207 555 194,66	2 673 489 320,20
	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	413 652 828,73
	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	35 036 204,10
	Impôts différés actif	188 252 038,52	0,00	188 252 038,52	187 722 185,64
	<b>TOTAL ACTIFS NON COURANTS</b>	<b>20 121 227 493,85</b>	<b>16 970 196 813,18</b>	<b>11 161 030 600,89</b>	<b>12 212 829 631,77</b>
	<b>ACTIFS COURANTS</b>				
	Stocks et encours	6 896 256 090,37	645 997 748,48	6 250 258 341,88	6 660 644 545,36
	Créances et emplois assimilés	0,00	0,00	0,00	0,00
	Clients	5 554 570 051,04	1 696 442 204,33	3 858 127 846,70	4 412 510 499,62
	Autres débiteurs	83 640 971,31	28 720 954,84	54 920 016,67	290 044 345,23
	Impôts	461 641 047,23	346 251 517,11	115 389 530,12	234 722 086,01
	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	18 009 989,19
	Trésorerie	5 943 752 064,18	124 143 624,78	5 819 608 239,40	3 251 114 197,23
	<b>TOTAL ACTIFS COURANTS</b>	<b>18 955 496 436,39</b>	<b>2 841 556 249,39</b>	<b>16 116 940 187,04</b>	<b>15 020 364 320,95</b>
	<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>	<b>47 089 723 930,23</b>	<b>19 811 753 062,56</b>	<b>27 277 970 867,93</b>	<b>28 251 187 962,68</b>



## الملحق رقم (02)

**GRUPE INDUSTRIEL SAIDAL SPA**  
*Direction des Finances et du Portefeuille*

**DATE DE CLOTURE : 31/12/2011**

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	31/12/2011	31/12/2010
	<b>CAPITAUX PROPRES</b>		
	Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00
	Capital non appelé	0,00	0,00
	Primes et réserves (réserves consolidées)	7 452 913 713,45	7 245 587 393,91
	Ecart de réévaluation	900 905 964,74	375 839 601,41
	Ecart d'équivalence	0,00	0,00
	Résultat Net	2 060 480 315,80	1 102 191 923,00
	Autres capitaux propres - report à nouveau	116 850 810,38	-163 180 692,73
	Intérêts minoritaires	764 331 738,25	725 087 222,50
	<b>TOTAL I</b>	<b>13 795 482 542,61</b>	<b>11 785 629 448,08</b>
	<b>PASSIFS NON COURANTS</b>		
	Emprunts et dettes financières	1 585 341 088,53	1 627 583 790,00
	Impôts (différés et provisionnés)	264 218 542,42	319 000 183,14
	Autres dettes non courantes	0,00	0,00
	Provisions et produits comptabilisés d'avance	3 882 241 343,10	6 778 920 707,67
	<b>TOTAL PASSIFS NON COURANTS II</b>	<b>5 741 800 974,06</b>	<b>8 620 504 681,46</b>
	<b>PASSIFS COURANTS</b>		
	Fournisseurs et comptes rattachés	3 188 135 431,44	3 456 110 747,87
	Impôts	473 910 601,06	296 511 186,93
	Autres dettes	2 943 656 219,15	3 005 203 307,17
	Trésorerie passif	1 154 985 099,37	1 085 332 611,22
	<b>TOTAL PASSIF COURANT III</b>	<b>7 740 687 381,06</b>	<b>7 845 157 833,19</b>
	<b>TOTAL GENERAL PASSIF</b>	<b>27 277 970 867,73</b>	<b>28 251 187 962,60</b>

## الملحق رقم (03)

**GROUPE INDUSTRIEL SAIDAL SPA**  
Direction des Finances et du Portefeuille

DATE DE CLOTURE : 31/12/2011

N° DE COMPTES	DÉSIGNATIONS	31/12/2011	31/12/2010
	Chiffre d'affaires	13 504 270 700,85	12 510 199 886,70
	Variation stocks produits finis et en cours	-814 751 265,22	-938 730 878,65
	Production immobilisée	0,00	0,00
	Subvention d'exploitation	0,00	0,00
	<b>I - PRODUCTION DE L'EXERCICE</b>	<b>12 689 519 435,74</b>	<b>11 571 469 008,05</b>
	Achats consommés	-4 699 658 292,69	-4 972 752 469,23
	Services extérieurs et autres consommations	-805 122 461,07	-914 339 948,94
	<b>II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE</b>	<b>-5 504 780 753,76</b>	<b>-5 887 092 418,17</b>
	<b>III - VALEUR AJOUTÉE D'EXPLOITATION ( I - II )</b>	<b>7 084 738 681,98</b>	<b>5 684 376 571,88</b>
	Charges de personnel	-3 342 920 582,67	-3 439 808 440,86
	Impôts, taxes et versements assimilés	-282 932 101,17	-308 873 342,92
	<b>IV - EXCÉDENT BRUT D'EXPLOITATION</b>	<b>3 448 879 998,13</b>	<b>1 935 696 788,10</b>
	Autres produits opérationnels	250 864 778,47	588 740 850,00
	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	1 417 710 038,21
	<b>V - RESULTAT OPERATIONNEL</b>	<b>2 624 059 985,42</b>	<b>1 649 567 193,17</b>
	Produits financiers	102 440 136,94	131 245 824,39
	Charges financières	-201 298 040,78	-261 601 048,77
	<b>VI - RESULTAT FINANCIER</b>	<b>-98 857 903,84</b>	<b>-130 355 224,38</b>
	<b>VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT ( V + VI )</b>	<b>2 525 202 081,58</b>	<b>1 519 211 968,80</b>
	Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-431 823 267,03	-410 899 297,47
	Impôts différés ( variation ) sur résultat ordinaires	3 128 993,10	0,00
	<b>TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>13 776 767 416,26</b>	<b>13 707 165 700,65</b>
	<b>TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>-11 679 016 474,41</b>	<b>-12 595 453 029,33</b>
	<b>VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>2 097 750 941,85</b>	<b>1 108 712 671,32</b>
	Eléments extraordinaires (produits) ( à préciser )	0,00	0,00
	Eléments extraordinaires (charges) ( à préciser )	-90,06	0,00
	<b>IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE</b>	<b>-90,06</b>	<b>0,00</b>
	<b>X - RESULTAT DE L'EXERCICE</b>	<b>2 097 750 851,79</b>	<b>1 108 712 671,32</b>
	Résultat minoritaires	37 270 535,96	6 520 748,33
	<b>XI - RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>	<b>2 060 480 315,80</b>	<b>1 102 191 923,00</b>

الملحق رقم (04)

**BILAN 2013**

DESIGNATIONS	31/12/2013			31/12/2012
	MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVISIONS	MONTANTS NETS	
<b>ACTIFS NON COURANTS</b>				
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
<b>TOTAL ACTIFS NON COURANTS</b>	<b>29 724 776 277,24</b>	<b>18 416 037 037,37</b>	<b>11 308 739 239,87</b>	<b>11 454 745 444,91</b>
<b>ACTIFS COURANTS</b>				
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
<b>TOTAL ACTIFS COURANTS</b>	<b>22 351 142 188,28</b>	<b>3 560 308 055,46</b>	<b>18 790 834 132,82</b>	<b>18 566 400 049,61</b>
<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>	<b>52 075 918 465,52</b>	<b>21 976 345 092,83</b>	<b>30 099 573 372,69</b>	<b>30 021 145 494,52</b>

## الملحق رقم (05)

### 3.2. Passif

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

## الملحق رقم(06)

### 3.3. Tableau de comptes de résultat

DESIGNATIONS	31/12/2013	31/12/2012
Chiffre d'affaires	11 461 847 581,90	13 895 054 472,57
Variation stocks produits finis et en cours	782 030 567,10	229 626 444,54
Production immobilisée		379 032,26
Subvention d'exploitation		
<b>I - PRODUCTION DE L'EXERCICE</b>	<b>12 243 878 149,00</b>	<b>14 125 059 949,37</b>
Achats consommés	-3 556 475 260,95	-5 246 886 845,95
Services extérieurs et autres consommations	-740 255 739,42	-914 334 046,04
<b>II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE</b>	<b>-4 296 731 000,37</b>	<b>-6 161 220 892,79</b>
<b>III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION ( I - II )</b>	<b>7 947 147 148,63</b>	<b>7 963 839 056,58</b>
Charges de personnel	-3 848 442 866,21	-3 809 104 894,13
Impôts, taxes et versements assimilés	-211 018 083,50	-228 139 765,88
<b>IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION</b>	<b>3 887 686 198,92</b>	<b>3 926 594 396,57</b>
Autres produits opérationnels	123 256 224,16	372 976 278,55
Autres charges opérationnelles	-135 200 827,62	-207 496 681,94
Dotations aux amortis, provisions et pertes de valeur	-1 431 299 339,58	-2 144 929 104,62
Reprises sur pertes de valeurs et provisions	501 957 026,14	575 024 462,14
<b>V - RESULTAT OPERATIONNEL</b>	<b>2 946 399 282,02</b>	<b>2 522 169 350,70</b>
Produits financiers	73 629 153,44	100 796 850,14
Charges financières	-221 326 017,88	-225 135 653,69
<b>VI - RESULTAT FINANCIER</b>	<b>-147 696 864,44</b>	<b>-124 338 803,55</b>
<b>VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT ( V + VI )</b>	<b>2 798 702 417,58</b>	<b>2 397 830 547,15</b>
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-500 440 495,49	-489 506 617,86
Impôts différés ( variation ) sur résultat ordinaires	-4 662 574,50	105 369 639,88
<b>TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>12 952 479 688,40</b>	<b>15 264 646 326,18</b>
<b>TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>-10 658 880 340,81</b>	<b>-13 267 975 918,88</b>
<b>VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>2 293 599 347,59</b>	<b>1 996 670 407,30</b>
Éléments extraordinaires (produits) ( à préciser )	0,00	0,00
Éléments extraordinaires (charges) ( à préciser )	-21 476,75	-3 985 277,20
<b>IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE</b>	<b>-21 476,75</b>	<b>-3 985 277,20</b>
<b>X - RESULTAT DE L'EXERCICE</b>	<b>2 293 577 870,84</b>	<b>1 992 685 130,10</b>
RESULTAT MINORITAIRES	70 792 332,18	27 524 178,66
Part dans le résultat dans stes mises en équivalence	293 777 123,74	0,00
<b>X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>	<b>2 658 147 326,76</b>	<b>1 965 160 951,44</b>

الملحق رقم (07)

**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	
<b>ACTIFS NON COURANTS</b>				
Écart d'acquisition (ou goodwill)	87 341 040,00	0,00	87 341 040,00	58 268 550,00
Immobilisations incorporelles	212 279 501,73	190 691 351,71	21 588 150,02	12 030 521,80
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
<b>TOTAL ACTIFS NON COURANTS</b>	<b>35 157 914 948,13</b>	<b>19 390 728 814,41</b>	<b>15 767 186 133,72</b>	<b>13 003 229 373,47</b>
<b>ACTIFS COURANTS</b>	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
<b>TOTAL ACTIFS COURANTS</b>	<b>21 781 092 008,80</b>	<b>2 626 377 321,84</b>	<b>19 154 714 686,96</b>	<b>18 584 475 032,46</b>
<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>	<b>56 939 006 956,93</b>	<b>22 017 106 136,25</b>	<b>34 921 900 820,68</b>	<b>31 587 704 405,93</b>



الملحق رقم (08)

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

**BILAN GROUPE**

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

الملحق رقم (09)

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

**BILAN GROUPE**

TABLEAU DES COMPTES DE RESULTAT	31/12/2015	31/12/2014
Chiffre d'affaires	9 984 043 757,71	9 789 025 905,91
Variation stocks produits finis et en cours	-11 893 123,70	47 596 284,29
Production immobilisée	0,00	0,00
Subvention d'exploitation	0,00	0,00
<b>I - PRODUCTION DE L'EXERCICE</b>	<b>9 972 150 634,01</b>	<b>9 836 622 190,20</b>
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
<b>II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE</b>	<b>-4 466 777 605,00</b>	<b>-3 833 249 827,85</b>
<b>III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION ( I - II )</b>	<b>5 505 373 029,01</b>	<b>6 003 372 362,35</b>
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
<b>IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION</b>	<b>2 282 709 108,04</b>	<b>2 576 108 686,37</b>
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
<b>V - RESULTAT OPERATIONNEL</b>	<b>1 433 808 241,54</b>	<b>1 618 736 152,23</b>
Produits financiers	142 454 921,27	106 709 251,37
Charges financières	-132 453 560,20	-157 011 457,30
<b>VI - RESULTAT FINANCIER</b>	<b>10 001 361,07</b>	<b>-50 302 205,93</b>
<b>VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT ( V + VI )</b>	<b>1 443 809 602,61</b>	<b>1 568 433 946,30</b>
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
<b>TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>10 738 510 276,29</b>	<b>10 320 801 147,68</b>
<b>TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>-9 638 803 603,60</b>	<b>-8 971 918 366,01</b>
<b>VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>1 099 706 672,69</b>	<b>1 348 882 781,67</b>
Eléments extraordinaires (produits) ( à préciser )		
Eléments extraordinaires (charges) ( à préciser )		
<b>IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>	<b>1 099 706 672,69</b>	<b>1 348 882 781,67</b>
Résultat minoritaires	18 117 370,96	14 686 721,26
part dans le Résultat dans Stes mises en équivalence	25 993 947,24	114 182 050,29
<b>RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>	<b>1 143 817 990,89</b>	<b>1 477 751 553,22</b>



## الملحق رقم (10)



### 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	
<b>ACTIFS NON COURANTS</b>					
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
<b>TOTAL ACTIFS NON COURANTS</b>		<b>54 071 174 917.96</b>	<b>20 111 820 452.15</b>	<b>33 959 354 465.81</b>	<b>30 441 796 482.93</b>
<b>ACTIFS COURANTS</b>		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
<b>TOTAL ACTIFS COURANTS</b>		<b>16 972 689 060.52</b>	<b>2 613 098 936.10</b>	<b>14 359 590 124.42</b>	<b>15 948 740 174.48</b>
<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>		<b>71 043 863 978.48</b>	<b>22 724 919 388.25</b>	<b>48 318 944 590.23</b>	<b>46 390 536 657.41</b>

## الملحق رقم (11)



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

PASSIF	Note	31/12/2017	31/12/2016
<b>CAPITAUX PROPRES</b>			
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
Ecart 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	-1 786 796 831.10
Intérêts minoritaires		881 619 980.04	1 015 179 929.35
<b>TOTAL I</b>		<b>27 931 531 057.74</b>	<b>27 464 009 197.27</b>
<b>PASSIFS NON COURANTS</b>			
		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
<b>TOTAL PASSIFS NON COURANTS II</b>		<b>13 318 687 612.35</b>	<b>11 397 228 495.69</b>
<b>PASSIFS COURANTS</b>			
		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
<b>TOTAL PASSIF COURANT III</b>		<b>7 068 715 920.14</b>	<b>7 529 298 964.45</b>
<b>TOTAL GENERAL PASSIF</b>		<b>48 318 944 590.23</b>	<b>46 390 536 657.41</b>

## الملحق رقم (12)



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
<b>I - PRODUCTION DE L'EXERCICE</b>		<b>9 707 567 809.90</b>	<b>10 489 075 107.79</b>
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
<b>II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE</b>		<b>-4 758 415 000.45</b>	<b>-4 592 557 563.96</b>
<b>III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION ( I - II )</b>		<b>4 949 152 809.45</b>	<b>5 896 517 543.83</b>
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
<b>IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION</b>		<b>1 915 519 849.74</b>	<b>2 699 225 850.88</b>
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
<b>V - RESULTAT OPERATIONNEL</b>		<b>1 480 241 680.05</b>	<b>2 093 143 975.07</b>
Produits financiers		163 571 611.87	183 271 195.24
Charges financières		-164 840 374.12	-177 710 456.40
<b>VI - RESULTAT FINANCIER</b>		<b>-1 268 762.25</b>	<b>5 560 738.84</b>
<b>VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT ( V + VI )</b>		<b>1 478 972 917.80</b>	<b>2 098 704 713.91</b>
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
<b>TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>		<b>10 362 516 933.30</b>	<b>11 464 625 109.18</b>
<b>TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>		<b>-9 168 160 152.51</b>	<b>-9 897 587 338.86</b>
<b>VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>		<b>1 194 356 780.79</b>	<b>1 567 037 770.32</b>
Eléments extraordinaires (produits) ( à préciser )			
Eléments extraordinaires (charges) ( à préciser )			
<b>IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE</b>		<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
<b>X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>		<b>1 194 356 780.79</b>	<b>1 567 037 770.32</b>
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
<b>RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>		<b>1 376 295 647.88</b>	<b>1 509 161 605.06</b>

الملحق رقم (13)

Bilan consolidé des filiales du Groupe et Participation Minoritaires au 31/12/2019 – ACTIF –  
« APRES RETRAITEMENTS »

ACTIF	31/12/19			31/12/18
	MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVISIONS	MONTANTS NETS	
<b>ACTIFS NON COURANTS</b>				
Écart d'acquisition (ou goodwill)	141 648 564.00		141 648 564.00	115 414 200.00
<b>Immobilisations incorporelles</b>	465 669 052.05	291 611 807.29	174 057 244.76	139 733 986.51
<b>Immobilisations corporelles</b>				
Terrains	3 805 721 423.42		3 805 721 423.42	2 391 687 791.42
Bâtiments	13 199 283 086.61	5 707 118 136.67	7 492 164 949.94	2 312 989 288.09
Autres immobilisations corporelles	20 621 201 809.67	14 989 073 641.21	5 632 128 168.46	3 976 090 139.77
Immobilisations en concession				
<b>Immobilisations en cours</b>	3 580 260 802.98		3 580 260 802.98	10 759 890 495.72
<b>Immobilisations financières</b>				
Titres mis en équivalences - entreprises associées	2 960 993 718.84		2 960 993 718.84	1 433 217 458.23
Autres participations et créances rattachées	102 167 575.00	53 407 519.13	48 760 055.87	223 859 928.10
Autres titres immobilisés	2 500 000 000.00		2 500 000 000.00	3 000 000 000.00
Prêts et autres actifs financiers non courants	107 512 187.56		107 512 187.56	152 869 240.73
Impôts différés actif	329 960 563.53		329 960 563.53	324 860 044.51
<b>TOTAL ACTIFS NON COURANTS</b>	<b>47 814 418 783.66</b>	<b>21 041 211 104.30</b>	<b>26 773 207 679.36</b>	<b>24 830 612 573.08</b>
<b>ACTIFS COURANTS</b>				
<b>Stocks et encours</b>	7 449 789 735.69	562 259 114.50	6 887 530 621.19	6 288 271 950.21
<b>Créances et emplois assimilés</b>				
Clients	5 073 699 027.73	1 896 165 287.33	3 177 533 740.40	3 681 013 225.61
Autres débiteurs	1 436 866 591.79	7 500.00	1 436 859 091.79	1 391 490 814.49
Impôts	222 336 344.63		222 336 344.63	228 705 651.05
Autres actif courant				
<b>Disponibilités et assimilés</b>				
Placements et autres actifs financiers courants	18 559 989.19		18 559 989.19	18 559 989.19
Trésorerie	2 000 587 077.07	82 435 666.36	1 918 151 410.71	3 135 689 758.29
<b>TOTAL ACTIFS COURANTS</b>	<b>16 201 838 766.10</b>	<b>2 540 867 568.19</b>	<b>13 660 971 197.91</b>	<b>14 743 731 388.84</b>
<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>	<b>64 016 257 549.76</b>	<b>23 582 078 672.49</b>	<b>40 434 178 877.27</b>	<b>39 574 343 961.92</b>

الملحق رقم (14)

**Bilan consolidé des filiales du Groupe et Participation Minoritaires au 31/12/2019 – PASSIF –  
« APRES RETRAITEMENTS »**

PASSIF	31/12/2019	31/12/2018
<b><u>CAPITAUX PROPRES</u></b>		
Capital émis	2 500 000 000.00	2 500 000 000.00
Dotation de l'état		
Autres fonds propres	411 677 000.00	411 677 000.00
Primes et réserves -(réserves consolidées)	14 047 153 641.65	13 461 408 696.77
Ecart de réévaluation	2 686 777 592.57	1 272 192 408.65
Écart d'équivalence	1 905 284 336.88	1 016 986 928.55
Résultat Net	793 514 004.08	1 174 214 390.98
Autres capitaux propres -report à nouveau	-1 178 074 235.34	-866 679 031.92
Intérêts minoritaires	609 971 657.90	826 612 003.56
<b>TOTAL I</b>	<b>21 776 278 416.42</b>	<b>19 796 410 396.58</b>
<b><u>PASSIFS NON COURANTS</u></b>		
Emprunts et dettes financières	10 403 266 267.81	10 923 905 958.66
Impôts (différés et provisionnés)	21 011 203.32	19 887 217.01
Autres dettes non courantes	593 645 268.24	593 645 268.24
Provisions et produits comptabilisés d'avance	1 446 788 017.73	1 433 885 167.65
<b>TOTAL PASSIFS NON COURANTS II</b>	<b>12 464 710 757.10</b>	<b>12 971 323 611.56</b>
<b><u>PASSIFS COURANTS</u></b>		
Fournisseurs et comptes rattachés	1 556 885 668.31	2 249 615 538.04
Impôts	116 625 268.50	201 334 246.61
Autres dettes	3 708 972 235.69	3 734 753 856.30
Trésorerie passif	810 706 531.25	620 906 312.83
<b>TOTAL PASSIF COURANT III</b>	<b>6 193 189 703.75</b>	<b>6 806 609 953.78</b>
<b>TOTAL GENERAL PASSIF</b>	<b>40 434 178 877.27</b>	<b>39 574 343 961.92</b>



الملحق رقم (15)

**Bilan consolidé des filiales du Groupe et Participation Minoritaires au 31/12/2019 – TCR –  
« APRES RETRAITEMENTS »**

<b>TABEAU DES COMPTES DE RESULTAT</b>	<b>31/12/2019</b>	<b>31/12/2018</b>
Chiffre d'affaires	9 392 750 935.10	10 317 577 775.54
Variation stocks produits finis et en cours	1 085 935 007.08	272 122 098.95
Production immobilisée		
Subvention d'exploitation		
<b>I - PRODUCTION DE L'EXERCICE</b>	<b>10 478 685 942.18</b>	<b>10 589 699 874.49</b>
Achats consommés	-4 577 729 592.88	-4 624 142 242.57
Services extérieurs et autres consommations	-1 113 922 480.89	-1 067 499 186.54
<b>II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE</b>	<b>-5 691 652 073.57</b>	<b>-5 691 641 429.11</b>
<b>III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION ( I - II )</b>	<b>4 787 033 868.61</b>	<b>4 898 058 445.38</b>
Charges de personnel	-3 514 951 683.35	-3 329 762 210.93
Impôts, taxes et versements assimilés	-154 310 399.06	-169 982 582.04
<b>IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION</b>	<b>1 117 771 786.20</b>	<b>1 398 313 652.41</b>
Autres produits opérationnels	687 941 345.57	1 159 167 515.64
Autres charges opérationnelles	-75 628 723.04	-188 852 963.84
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeur	-1 399 508 839.03	-1 454 793 798.08
Reprises sur pertes de valeurs et provisions	664 533 494.03	380 039 983.32
<b>V - RESULTAT OPERATIONNEL</b>	<b>995 270 118.85</b>	<b>1 293 874 389.45</b>
Produits financiers	152 988 301.58	200 013 164.65
Charges financières	-343 123 098.91	-254 951 784.57
<b>VI - RESULTAT FINANCIER</b>	<b>-190 154 797.33</b>	<b>-54 938 599.92</b>
<b>VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT ( V + VI)</b>	<b>805 954 266.41</b>	<b>1 238 935 789.53</b>
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-77 823 533.00	-127 206 062.00
Impôts différés ( variation ) sur résultat ordinaires	5 579 922.73	-21 232 781.46
<b>TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>11 984 129 083.37</b>	<b>12 328 920 538.10</b>
<b>TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>-11 262 578 272.69</b>	<b>-11 195 958 029.11</b>
<b>VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>721 550 810.68</b>	<b>1 132 962 508.99</b>
Eléments extraordinaires (produits) ( à préciser )		
Eléments extraordinaires (charges) ( à préciser )		
<b>IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE</b>		
<b>X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>	<b>721 550 810.68</b>	<b>1 132 962 508.99</b>
Résultat minoritaires	19 736 411.44	44 778 352.30
part dans les Résultats nets des sociétés mises en équivalence	52 226 781.96	-3 526 470.31
<b>RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>	<b>793 514 004.08</b>	<b>1 174 214 390.98</b>

## الملحق رقم (16)

### 2.1. Actif du Bilan (Consolidé Groupe) :

UM : DA

ACTIF	51/12/2021			51/12/2020
	MONTANTS	AMORTS OU PROVISIONS	MONTANTS NETS	
<b>ACTIF NON COURANT :</b>				
Écart d'acquisition (ou goodwill)	141 648 564,00	0,00	141 648 564,00	141 648 564,00
<b>Immobilisations incorporelles</b>	468 576 191,02	394 405 777,42	74 170 413,60	125 327 090,76
<b>Immobilisations corporelles</b>				
Terrains	4 398 481 823,42	0,00	4 398 481 823,42	4 398 481 823,42
Bâtiments	13 339 694 443,48	5 997 599 674,29	7 342 094 769,19	7 417 264 109,47
Autres immobilisations corporelles	20 801 612 806,89	15 297 937 668,60	5 503 675 138,29	5 416 183 100,77
Immobilisations en concession	322 740 000,00	0,00	322 740 000,00	0,00
<b>Immobilisations en cours</b>	3 850 372 946,09	0,00	3 850 372 946,09	3 523 900 855,21
<b>Immobilisations financières</b>				
Titres mis en équivalences - entreprises associées	2 418 384 302,29	0,00	2 418 384 302,29	2 134 015 175,22
Autres participations et créances rattachées	44 667 575,00	0,00	44 667 575,00	276 523 546,57
Autres titres immobilisés	2 001 000 000,00	0,00	2 001 000 000,00	2 002 300 000,00
Prêts et autres actifs financiers non courants	51 251 159,52	0,00	51 251 159,52	14 614 749,45
Impôts différés actif	244 899 794,64	0,00	244 899 794,64	352 717 927,73
<b>TOTAL ACTIF NON COURANT</b>	<b>48 083 329 606,35</b>	<b>21 689 943 120,31</b>	<b>26 393 386 486,04</b>	<b>25 802 976 942,60</b>
<b>ACTIF COURANT</b>				
<b>Stocks et encours</b>	10 543 599 209,86	738 647 724,91	9 804 951 484,95	6 550 453 532,15
<b>Créances et emplois assimilés</b>				
Clients	5 327 265 862,11	1 976 357 046,12	3 350 908 815,99	4 024 729 980,18
Autres débiteurs	1 302 863 667,38	7 500,00	1 302 856 167,38	1 316 376 598,39
Impôts	170 411 184,88	0,00	170 411 184,88	188 887 081,60
Autres actif courant	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Disponibilités et assimilés</b>				
Placements et autres actifs financiers courants	18 559 989,19	0,00	18 559 989,19	18 559 989,19
Trésorerie	3 852 847 170,60	82 435 666,36	3 770 411 504,24	2 785 566 352,32
<b>TOTAL ACTIF COURANT</b>	<b>21 215 547 084,02</b>	<b>2 797 447 937,39</b>	<b>18 418 099 146,63</b>	<b>14 884 573 533,83</b>
<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>	<b>69 298 876 690,37</b>	<b>24 487 391 057,70</b>	<b>44 811 485 632,67</b>	<b>40 687 550 476,43</b>

الملحق رقم (17)

2.1. Actif du Bilan (Consolidé Groupe) :

UM : DA

ACTIF	51/12/2021			51/12/2020
	MONTANTS	AMORTS OU PROVISIONS	MONTANTS NETS	
<b>ACTIF NON COURANT :</b>				
Écart d'acquisition (ou goodwill)	141 648 564,00	0,00	141 648 564,00	141 648 564,00
<b>Immobilisations incorporelles</b>	<b>468 576 191,02</b>	<b>394 405 777,42</b>	<b>74 170 413,60</b>	<b>125 327 090,76</b>
<b>Immobilisations corporelles</b>				
Terrains	4 398 481 823,42	0,00	4 398 481 823,42	4 398 481 823,42
Bâtiments	13 339 694 443,48	5 997 599 674,29	7 342 094 769,19	7 417 264 109,47
Autres immobilisations corporelles	20 801 612 806,89	15 297 937 668,60	5 503 675 138,29	5 416 183 100,77
Immobilisations en concession	322 740 000,00	0,00	322 740 000,00	0,00
<b>Immobilisations en cours</b>	<b>3 850 372 946,09</b>	<b>0,00</b>	<b>3 850 372 946,09</b>	<b>3 523 900 855,21</b>
<b>Immobilisations financières</b>				
Titres mis en équivalences - entreprises associées	2 418 384 302,29	0,00	2 418 384 302,29	2 134 015 175,22
Autres participations et créances rattachées	44 667 575,00	0,00	44 667 575,00	276 523 546,57
Autres titres immobilisés	2 001 000 000,00	0,00	2 001 000 000,00	2 002 300 000,00
Prêts et autres actifs financiers non courants	51 251 159,52	0,00	51 251 159,52	14 614 749,45
Impôts différés actif	244 899 794,64	0,00	244 899 794,64	352 717 927,73
<b>TOTAL ACTIF NON COURANT</b>	<b>48 083 329 606,35</b>	<b>21 689 943 120,31</b>	<b>26 393 386 486,04</b>	<b>25 802 976 942,60</b>
<b>ACTIF COURANT</b>				
<b>Stocks et encours</b>	<b>10 543 599 209,86</b>	<b>738 647 724,91</b>	<b>9 804 951 484,95</b>	<b>6 550 453 532,15</b>
<b>Créances et emplois assimilés</b>				
Clients	5 327 265 862,11	1 976 357 046,12	3 350 908 815,99	4 024 729 980,18
Autres débiteurs	1 302 863 667,38	7 500,00	1 302 856 167,38	1 316 376 598,39
Impôts	170 411 184,88	0,00	170 411 184,88	188 887 081,60
Autres actif courant	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Disponibilités et assimilés</b>				
Placements et autres actifs financiers courants	18 559 989,19	0,00	18 559 989,19	18 559 989,19
Trésorerie	3 852 847 170,60	82 435 666,36	3 770 411 504,24	2 785 566 352,32
<b>TOTAL ACTIF COURANT</b>	<b>21 215 547 084,02</b>	<b>2 797 447 937,39</b>	<b>18 418 099 146,63</b>	<b>14 884 573 533,83</b>
<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>	<b>69 298 876 690,37</b>	<b>24 487 391 057,70</b>	<b>44 811 485 632,67</b>	<b>40 687 550 476,43</b>



## الملحق رقم (18)

### 2.3. Tableau de Compte de Résultats (Consolidé Groupe) :

TABLEAU DES COMPTES DE RESULTAT	51/12/2021	51/12/2020	Evolution 2021/2020
			UM : DA
Chiffre d'affaires	10 211 439 983,73	9 809 929 760,98	4,09%
Variation stocks produits finis et en cours	997 900 766,87	264 531 468,40	277,23%
Production immobilisée	0,00	0,00	/
Subvention d'exploitation	0,00	0,00	/
<b>I - PRODUCTION DE L'EXERCICE</b>	<b>11 209 340 750,60</b>	<b>10 074 461 229,38</b>	<b>11,26%</b>
Achats consommés	-4 999 154 719,75	-4 245 356 684,94	17,76%
Services extérieurs et autres consommations	-1 067 885 794,68	-910 765 524,13	17,25%
<b>II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE</b>	<b>-6 067 040 514,43</b>	<b>-5 156 122 209,07</b>	<b>17,67%</b>
<b>III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I - II)</b>	<b>5 142 300 236,17</b>	<b>4 918 339 020,31</b>	<b>4,55%</b>
Charges de personnel	-3 944 240 090,42	-3 609 396 024,60	9,28%
Impôts, taxes et versements assimilés	-162 116 139,62	-201 768 850,04	-19,65%
<b>IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION</b>	<b>1 035 944 006,13</b>	<b>1 107 174 145,67</b>	<b>-6,43%</b>
Autres produits opérationnels	175 408 940,73	205 038 628,28	-14,45%
Autres charges opérationnelles	-75 130 256,23	-109 057 603,07	-31,11%
Dotations aux amortissements provisions et pertes de valeur	-1 036 215 417,74	-1 088 338 701,82	-4,79%
Reprises sur pertes de valeurs et provisions	326 911 529,02	214 605 132,80	52,33%
<b>V - RESULTAT OPERATIONNEL</b>	<b>426 918 801,91</b>	<b>329 421 601,86</b>	<b>29,60%</b>
Produits financiers	177 090 776,00	129 016 705,12	37,26%
Charges financières	-105 692 416,20	-154 762 522,08	-31,71%
<b>VI - RESULTAT FINANCIER</b>	<b>71 398 359,80</b>	<b>-25 745 816,96</b>	<b>-377,32%</b>
<b>VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)</b>	<b>498 317 161,71</b>	<b>303 675 784,90</b>	<b>64,10%</b>
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-100 897 797,00	-88 374 651,00	14,17%
Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires	25 670 878,24	-19 069 142,98	-234,62%
<b>TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>11 888 751 996,35</b>	<b>10 623 121 695,58</b>	<b>11,91%</b>
<b>TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>-11 517 003 509,88</b>	<b>-10 388 751 418,70</b>	<b>10,86%</b>
<b>VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>371 748 486,47</b>	<b>234 370 276,88</b>	<b>58,62%</b>
Eléments extraordinaires (produits) ( à préciser )	0,00	0,00	/
Eléments extraordinaires (charges) ( à préciser )	0,00	0,00	/
<b>IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>/</b>
<b>X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>	<b>371 748 486,47</b>	<b>234 370 276,88</b>	<b>58,62%</b>
Résultats minoritaires	19 855 956,80	-592 334,84	-3452,15%
Part dans le résultat des Sociétés mises en équivalence	-342 909 738,46	-43 841 600,71	682,16%
<b>RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>	<b>48 694 704,82</b>	<b>189 936 341,33</b>	<b>-74,36%</b>

Désignation	Ratios 2021	Ratios 2020	Évol 2021/2020
Valeur ajoutée /Chiffre d'affaires	50,36%	50,14%	0,44%
Excédent brut d'exploitation/ Chiffre d'affaires	10,14%	11,29%	-10,11%
Charges du personnel /Chiffre d'affaires	38,63%	36,79%	4,98%
Charges du personnel/Valeur ajoutée	76,70%	73,39%	4,52%
Résultat opérationnel /Chiffre d'affaires	4,18%	3,36%	24,50%