

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة محمد بوضياف - المسيلة

ميدان: علوم اقتصادية تجارية وعلوم التسيير
فرع: علوم التسيير
تخصص: إدارة مالية



كلية: العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم:
رقم:

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر

الأكاديمي

إعداد الطلبة:

قليل سعيدة

دلفوف نصير

تحت عنوان:

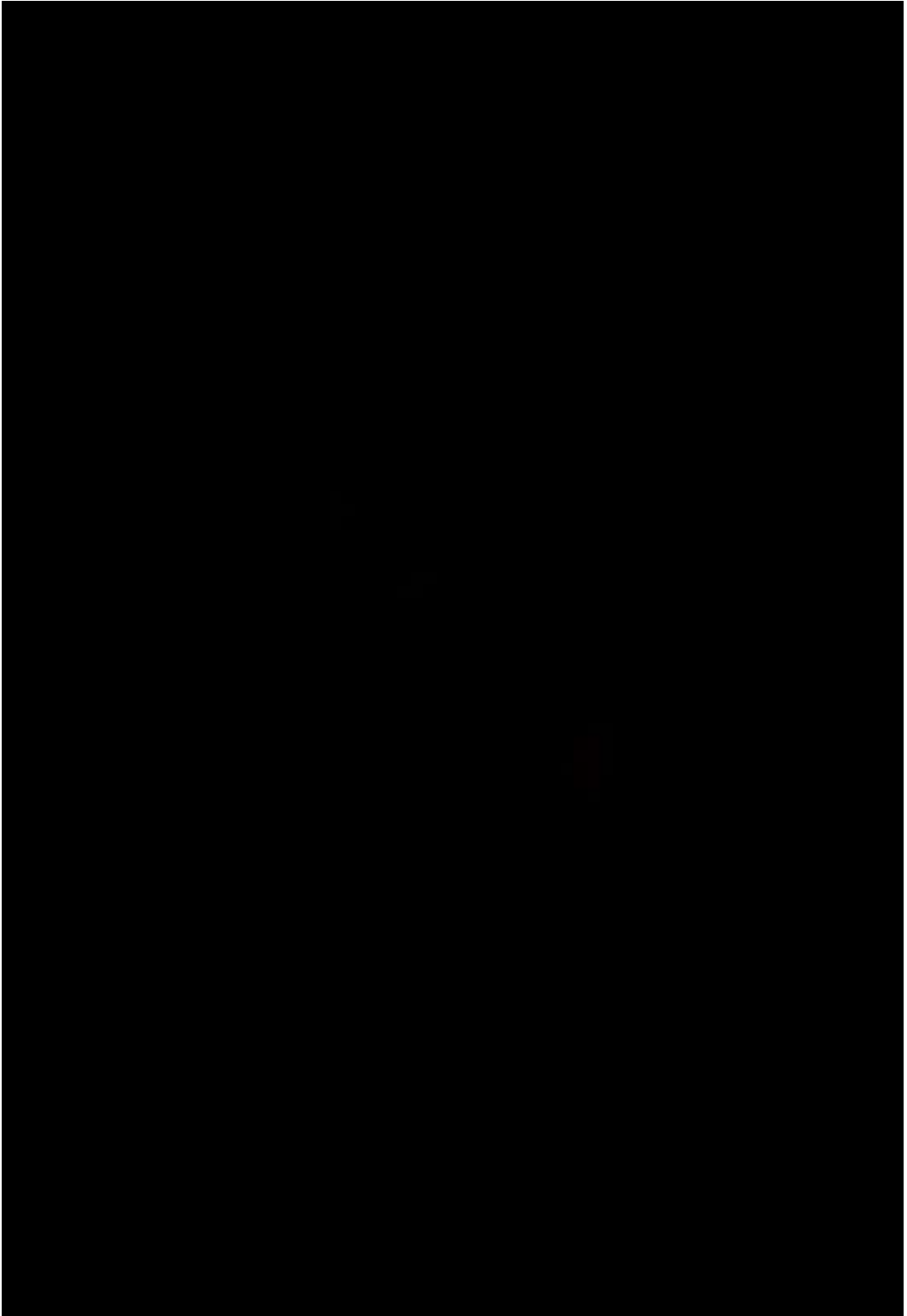
تطبيق مقاربات تقييم المؤسسة من منظور الهيكلية التمويلية

دراسة حالة مجمع صيدال SAIDAL GROUPE

لجنة المناقشة:

رئيسا	جامعة محمد بوضياف المسيلة	البروفيسور بركاتي حسين
مشرفا ومقررا	جامعة محمد بوضياف المسيلة	د. غلاب فاتح
مناقشا	جامعة محمد بوضياف المسيلة	د. غربي حمزة

السنة الجامعية : 2022/2021



شكر وعرهان

الشكر والحمد والفضل أولاً وأخراً لله عز وجل الذي وفقني وأعاني على إنجاز هذه المذكرة.

ولا ننسى دعم الوالدين الكريمن .

وإلى الدكتور المشرف "فاتح غلاب" على مجهوده ؛ نصائحه، ملاحظاته السديدة والبناءة ولا ننسى شكر دكتور " د . سفيان " الذي ساعدنا ولم يبخل علينا بالمعلومات. وكذلك نوجه الشكر إلى دكاترة الكرام أعضاء لجنة المناقشة.

الإهداء

أهدي عملي المتواضع هذا إلى أمي الحبيبة "مهداوي مريم" التي زرعت في نفسي العزيمة والصبر إلى من ربّنتي وعلمتني الأخلاق الفاضلة التي طالما حلمت أن تبصر نجاحي وتفوقني المتواصل في دراستي .

إلى أبي الذي كان سندي "قليل بن يحيى".

إلى من تقسمت معهم الأيام بحلوها ومرها، وجعلهم الله لي سند المعين

أخوتي

"شهرة؛ عدلان؛ عزيز؛ نور اليقين؛ خولة؛ شهد".

إلى من ساعدني ولو بكلمة طيبة.

سعيدة قليل

الإهداء

للوالدين الكريمين

دلفوف نصير

فهرس المحتويات

الصفحة	المحتويات
.I	شكر وعرهان
.II	إهداء
.III	فهرس المحتويات
V	فهرس الأشكال
VI	فهرس الجداول
VII	قائمة المختصرات
أ- و	مقدمة عامة
الفصل الأول: طرق تقييم الهيكل التمويلي في المؤسسة اقتصاوية	
9	تمهيد
10	المبحث الأول: محددات الهيكل التمويلي للمؤسسات الاقتصادية
10	المطلب الأول: محددات الهيكل التمويلي في المؤسسة
19	المطلب الثاني: التمويل عن طريق أموال الملكية
25	المطلب الثالث: التمويل عن طريق أموال الاستدانة
38	المبحث الثاني: ماهية القيمة و تقييم في الإدارة المالية
38	المطلب الأول: مدخل إلى تقييم المؤسسات
43	المطلب الثاني: مقاربات وطرق التقييم المؤسسات
62	خلاصة الفصل الأول

الفصل الثاني: دراسة حالة لمؤسسة صيدال SAIDAL GROUPE

64	تمهيد
65	المبحث الأول: تقديم للمجمع الصناعي صيدال SAIDAL GROUPE
65	المطلب الأول: التعريف بالمجمع الصناعي صيدال SAIDAL GROUPE
71	المبحث الثاني: تقييم هيكل التمويل بمؤسسة على صيدال SAIDAL GROUPE
71	المطلب الأول: تقدير التكلفة المرجحة لرأس المال في مجمع صيدال (2010-2020).
76	المطلب الثاني: تشخيص قرار التمويل في مجمع صيدال خلال الفترة (2010-2020).
78	المطلب الثالث: تشخيص قرار الاستثمار بمجمع صيدال خلال الفترة (2010-2020).
80	المطلب الرابع: تحليل قرار توزيع الأرباح لمجمع صيدال من خلال معدل مؤشر "DIV".
82	المبحث الثالث: تطبيق مقاربات تقييم مجمع صيدال في ظل الهيكل التمويلي (2010-2020).
82	المطلب الأول: قياس قيمة المؤسسة بالاعتماد على مقارنة الذمة المالية.
84	المطلب الثاني: قياس قيمة المؤسسة بالاعتماد على مقارنة المردود.
86	المطلب الثالث: قياس قيمة المؤسسة على أساس سعر السهم إلى ربحه PER.
88	خلاصة الفصل الثاني
89	الخاتمة
91	النتائج
92	الاقتراحات
93	أفاق الدراسة
94	قائمة المراجع
	الملاحق
	ملخص الدراسة

قائمة الجداول

رقم الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
13	مراحل احتياجات المؤسسة	(1-1)
20	آلية حساب التمويل الذاتي	(2-1)
44	دوافع اللجوء إلى تقييم المؤسسة	(3-1)
44	أهمية وأهداف تقييم المؤسسة	(4-1)
64	مميزات كل مقارنة من مقاربات تقييم المؤسسات	(5-1)
69	مراحل تطور التاريخي لمجمع صيدال	(6-2)
72	أهداف ومهام مجمع صيدال	(7-2)
73	البطاقة الفنية لمجمع صيدال	(8-2)
77	تكلفة الأموال الخاصة لمجمع صيدال (2010-2020)	(9-2)
80	تكلفة الاستدانة لمجمع صيدال (2010-2020)	(10-2)
81	نسب الملكية والاستدانة في الهيكل المالي لمجمع صيدال (2010-2020)	(11-2)
82	التكلفة المرجحة لرأس المال CMPC _n لمجمع صيدال (2010-2020)	(12-2)
83	القرار التمويلي لمجمع صيدال "نسبة الاستدانة إلى أموال الملكية" (2010-2020)	(13-2)
84	معدل العائد على الاستثمار "ROA" لمجمع صيدال (2010-2020)	(14-2)
85	معدل العائد على الملكية "ROI" لمجمع صيدال (2010-2020)	(15-2)
86	بيانات توزيع أرباح "DIV" لمجمع صيدال (2010-2020)	(16-2)
88	قيمة مجمع صيدال باستخدام مقارنة الذمة المالية (2010-2020)	(17-2)
94	قيمة مجمع صيدال باستخدام المردود الصافي (2010-2020)	(18-2)
92	قيمة مجمع صيدال على أساس سعر السهم إلى ربحه (2010-2020)	(19-2)

قائمة الأشكال

رقم الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
14	مخاطر التمويل	(1-1)
15	القرارات المالية للمؤسسة ضمن دورتها المالية	(2-1)
18	العلاقة بين هيكل رأس المال والهيكل المالي	(3-1)
32	أنواع قرض الايجاري	(4-1)
41	مراحل عملية تقييم المؤسسة	(5-1)
44	مقاربات التقييم المؤسسة	(6-1)
70	الهيكل التنظيمي لمجمع SAIDAL GROUPE	(7-2)
84	منحنى قيمة مجمع صيدال بالذمة المالية مقارنة بإجمالي الأصول والديون (2010-2020)	(8-2)
85	منحنى قيمة مجمع صيدال وفق مقارنة المردود (2010-2020)	(9-2)



مقدمة

✓ تمهيد

لقد تطور مفهوم الإدارة المالية ومجالات تطبيقها تطوراً بالغ الأهمية في بيئة الأعمال، فبعد أن كان دور الإدارة المالية منصباً على حدوده الضيقة المرتبطة بالاندماج والاتحاد ما بين المؤسسات، توسع دورها ليتجاوز جوانبه التقليدية، من خلال الاهتمام بالوسائل والإجراءات التي من خلالها تستطيع المؤسسة الحصول على الأموال اللازمة لتمويل احتياجاتها المالية بالمبالغ المطلوبة وبالتكاليف الأقل، وفي الوقت المناسب سواءً من مصادر داخلية أو خارجية.

مما هو متعارف عليه في أدبيات الإدارة المالية أن المؤسسة تسعى من خلال أنشطتها المستمرة إلى تعظيم الأرباح وتدنية التكاليف والمخاطر إلى أدنى مستوياتها الممكنة، فبعدما كان هذا الأخير من الأهداف قصيرة الأجل "تجاهل عناصر كثيرة: التدفقات النقدية، والمخاطرة، ..."، أنت النظريات الحديثة في الإدارة المالية لدعم هدف تعظيم قيمة المؤسسة في أبعاده الإستراتيجية، من خلال تنوع وتوزيع الموارد المتاحة بكفاءة على المدى الطويل، ذلك بتعظيم أسعار أسهم المؤسسة في السوق المالي.

تهتم عملية التقييم بتحديد قيمة المؤسسة انطلاقاً من وضعيتها المالية والمستقبلية، بالاعتماد على مقاربات وطرق مختلفة تركز على فرضيات واعتبارات مالية معينة؛ والتي تصنف تبعاً لمدى إدراج المؤسسة في البورصة من عدمه من منظوره الحديث، أو بتصنيف كلاسيكي يضم مقارنة الذمة المالية التي تعتمد على ماضي المؤسسة، بالإضافة إلى مقارنة التدفقات النقدية التي تركز على ما ستحققه المؤسسة من صافي تدفقات مستقبلية.

تأتي المقاربات الحديثة في تقييم المؤسسات لتحديد قيمة للمؤسسة انطلاقاً من قدرتها على خلق القيمة أو الاعتماد على الخيارات المتاحة، وبالرغم من تعدد مقاربات تقييم المؤسسات إلا أن ذلك

سيمثل عقبة أمام الخبراء والممارسين في هذا المجال حول اختيار المقاربة المناسبة لاختيار الهيكل التمويلي المناسب.

إشكالية البحث

على ضوء ما سبق ذكره، يمكن إشكالية البحث من خلال طرح التساؤل التالي:

كيف يتم اختيار الهيكل التمويلي الأمثل لمؤسسة صيدال بتطبيق مقاربات التقييم؟

يمكن أن تتفرع عن هذه الإشكالية الرئيسية مجموعة من الأسئلة الفرعية، نبرزها فيما يلي:

- ✓ ما هو الأساس المعتمد في المفاضلة بين أموال الملكية وأموال الاستدانة في المؤسسة؟
- ✓ ما هي العوامل المحددة للهيكل المالي في المؤسسة؟
- ✓ ما هي المقاربات المتوفرة في مجال تقييم المؤسسات من زاوية الهيكل التمويلية في المؤسسة؟

الفرضيات

للإحاطة بجوانب إشكالية بحثنا، قمنا بصياغة الفرضيات التالية:

- هناك ارتباط بين قرار الاختيار بين أموال الملكية وأموال الاستدانة وهدف تعظيم قيمة المؤسسة؛
- تساهم مقاربات "الذمة المالية" و"المردود الصافي" في تقييم أفضل لمجمع صيدال أفضل من مقارنة "سعر السهم إلى ربحه" في ظل شرط أمثلية الهيكل المالي؛
- تساهم مقاربات "الذمة المالية" و"المردود الصافي" في تحديد القيمة الحقيقية لمجمع صيدال؛
- لا تساهم مقاربات "الذمة المالية" و"المردود الصافي" في تحديد القيمة الحقيقية لمجمع صيدال.

أسباب اختيار الموضوع

- يمكن إدراج العديد من الدوافع الموضوعية التي أدت إلى اختيارنا لهذا الموضوع نذكر منها :
- ✓ تعظيم القيمة يعتبر من الأهداف الأساسية للمؤسسة وارتباطه بالهدف الحديث للإدارة المالية؛
- ✓ الرغبة الشخصية في دراسة الموضوع لأنه يندرج ضمن التخصص؛
- ✓ السعي للتحكم في التقنيات والطرق القياسية والمالية؛
- ✓ إضافة جديدة لمكتبة علوم التسيير جامعة المسيلة وبالأخص تخصص إدارة مالية بموضوع جديد عسى أن تكون بداية موفقة للبحث والتطوير.

أهمية الدراسة

تتمثل أهمية الدراسة من خلال جملة من الاعتبارات التي يمكن حصرها في :

- ✓ من الإشكاليات التي لازالت محل الجدل والبحث وهي تحديد الهيكل المالي الأمثل؛
- ✓ تبيان أهمية قيمة المؤسسة كونها تعتبر الأساس في مجال اتخاذ القرارات؛

✓ ارتباط موضوعنا بواحد من الأهداف الحديثة في الإدارة المالية، والمتمثل في تعظيم قيمة المؤسسة؛

✓ مساهمة بسيطة الدراسة في إثراء المكتبة الجامعية بالمراجع؛

✓ إبراز أهم الطرق الحديثة والتقليدية لتقييم المؤسسة من منظور الهيكل التمويلية؛

أهداف الدراسة

تهدف الدراسة إلى تحقيق جملة من الأهداف والتي تتمثل في :

✓ اختبار إمكانية تطبيق مقاربات لتقييم المؤسسة؛

✓ بيان الفرق بين أموال الملكية وأموال الاستدانة؛

✓ تقييم المصادر التمويلية المتنوعة المتاحة أمام المؤسسة لاسيما في ظل التطور المستمر للإدارة المالية، والرغبة في معرفة كيفية الاستغلال الأمثل من قبل المؤسسة لهذه الفرص؛

✓ التعمق في مفاهيم القيمة في المؤسسة كونها تعتبر جوهر الإدارة المالية في المفهوم الحديث.

المنهج والأدوات المستخدمة في الدراسة

للإلمام بالمتغيرات المختلفة الخاصة بالموضوع، والحصول على إجابة عن التساؤلات المطروحة، واختبار صحة الفرضيات من عدمها تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي مع دراسة حالة مجمع صيدال.

أما عن أدوات الدراسة، فتتمثل في المراجع المكتبية لعدد من الكتب والمذكرات ذات صلة بالموضوع، وكذلك المقالات المنشورة على المواقع الإلكترونية، إلى جانب الإطلاع على القوائم المالية وتقارير لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB)، والمعلومات المالية الخاصة بمجمع صيدال (SAIDAL)، والمنشورة على المواقع الإلكترونية التالية:

- الموقع الإلكتروني لبورصة الجزائر: www.sgbv.dz؛
- الموقع الإلكتروني لمجمع صيدال: www.saidalgroup.dz؛
- الموقع الإلكتروني للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB): www.cosob.org.

حدود الدراسة

عن إشكالية البحث وبغية بلوغ أهداف البحث، حصرنا الدراسة من حيث المكان والزمان كما

يلي:

✓ الحدود المكانية

كانت الدراسة التطبيقية على مجمع صيدال SAIDAL GROUPE ، باعتباره من المجمعات الاقتصادية التي تم إدراجها في بورصة القيم الجزائرية.

✓ الحدود الزمنية

غطت الدراسة الفترة الزمنية فترة 11 سنة (2010-2020) بالاعتماد على الميزانيات المحاسبية والقوائم المالية.

✓ الحدود الموضوعية

تتخصر دراستنا في تحديد قيمة المؤسسة وذلك باستخدام أدوات تقييم هيكل التمويل في تقدير التكلفة المرجحة لرأس المال ثم قمنا بتشخيص قرارات التمويل والاستثمار وبعدها تحليل قرار توزيع الأرباح، بعد ذلك قمنا بتطبيق مقاربات التقييم المتمثلة في مقارنة الذمة المالية، مقارنة المردود الصافي، مقارنة سعر السهم إلى ربحه PER.

هيكل الدراسة

لقد تم تقسيم العمل إلى فصلين، فصل مخصص للجانب النظري للإحاطة الجيدة بالموضوع، وإعطاء خلفية جيدة عنه عنوانه طرق تقييم الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية مقسم إلى مبحثين المبحث الأول محددات الهيكل التمويلي، أما المبحث الثاني القيمة والتقييم المؤسسة الاقتصادية في الإدارة المالية وخصص الفصل الثاني لدراسة التطبيقية أين يتم اختبار الفرضيات من خلال دراسة حالة لمجمع صيدال GROUPE SAIDAL.

الدراسات السابقة

من بين الدراسات السابقة في هذا البحث، وفي حدود إطلاع الطالبين مايلي:

- دراسة بكاري بلخير: "أهمية مقارنة التدفقات في تقييم المؤسسة - دراسة تطبيقية لإحدى المؤسسات العاملة في قطاع المحروقات":

وهي مقال منشور في مجلة الباحث الاقتصادي CHEEC، ركز على عينة من ملاحق من المؤسسات البترولية الجزائرية مع ضمان عملية التقييم، من أجل اختيار المقاربة الأنجع للتقييم المؤسسات البترولية من غير مقارنة التدفقات النقدية؛ معتمدا في ذلك على مقارنة الذمة المالية والتي توصل فيها إلى أنها غير كاملة لأنها لا تأخذ في الحسبان سوى ما هو مبين في الميزانية، على خلاف مقارنة التدفقات هي مقارنة جد حساسة وأيضا عملية صعبة نظرا للعناصر المكونة لها (إعداد تدفقات المستقبلية...).

- دراسة بن حمو عصمت محمد (2015-2016): "طرق ومحددات تقييم المؤسسات العمومية الاقتصادية في ظل إستراتيجية الخصخصة - دراسة حالة مؤسستي صيدال والاوراسي"

وهي أطروحة دكتوراه، اعتمد فيها على عينة من مؤسستين اقتصاديتين مختلفتين في النشاط، وهما: مؤسسة ذات نشاط إنتاجي متخصصة في قطاع الكيمياء - صيدال ؛ مؤسسة ذات نشاط خدماتية متخصصة في قطاع الفنادق والسياحة، توصل من خلالها إلى أن عملية التقييم تعد من أساسيات نجاح عملية الخصخصة في الجزائر وهذا ما دفع الباحث باختيار إشكالية الموضوع والتي تهدف إلى تحديد كل طرق التقييم المعتمدة (الكلاسيكية منها والحديثة) من أجل تحديد القيمة العادلة التي تكون الحجر الأساس في عملية التفاوض بين الدولة والمستثمر، بالإضافة إلى أن عملية التقييم لا تتم إلا ما لم تتوفر مجموعة من الوثائق والمعلومات عن المؤسسة المراد تقييمها والتي تلعب دورا مهما في عملية المفاضلة بين طرق التقييم المعتمدة وأيضاً في تحديد القيمة العادلة التي تلقى الإجماع بين الأطراف لمختلفة، كما أن تنوع طرق التقييم يعتبر شيئا إيجابيا حيث يسمح بثناء العملية، ولكن في بعض الحالات يكون سبباً في فشل الصفقات وذلك بسبب التباين الكبير في القيم المتحصل عليها.

- دراسة بريكة سعيد، مسعي سمير: "تقييم المنشأة الاقتصادية، مدخل القيمة الاقتصادية المضافة":

وهي مداخلة في ملتقى دولي، بالتطبيق على منشآت ذات طابع اقتصادي، هدفا من خلال بحثيهما إلى توضيح الطرق الحديثة التي مكنت من معالجة بعض نقاط القوة والضعف المأخوذة من الطرق القديمة ؛ توضيح آلية تنبؤ المنشأة الاقتصادية بالعوائد التي يطالب بها المساهم بالدرجة الأولى

وإدماجها في تحديد التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال ومن ثم الوصول إلى تحديد العنصر الثاني نموذج القيمة الاقتصادية المضافة، أين توصلنا إلى أن توليد عوائد مستقبلية كافية أو على الأقل مساوية لما تقدمه لما تقدمه الاستثمارات أو المشاريع البديلة في نفس الخطر؛ التقارير التي تعدها المنشآت المالية الكبرى في العالم ذات أهمية في إدارة الشركاء في إدارة المنشأة وتقديم نصيب للمسيرين من خلالها.

ما يميز دراستنا، أنها طبقت على واحدة من المؤسسات المدرجة في البورصة على خلاف الدراسات السابقة التي بين أيدينا، والتي ركزت فقط على المؤسسات الاقتصادية غير المدرجة في البورصة، وهو ما حال دون تطبيقهم لمقاربة سعر السهم إلى ربحه، بالإضافة إلى اعتماد مجال زمني للدراسة بـ 11 سنة، وهي مدة كافية جدا لترقب أهم التطورات الواردة بشأن الهيكل التمويلية لمجمع صيدال خلال الفترة 2010-2020.

صعوبات الدراسة

خلال إنجاز موضوع مذكرتنا واجهتنا جملة من الصعوبات أهمها :

- ✓ صعوبة التنقل للقيام بدراسة ميدانية مكثفة لضيق الوقت؛
- ✓ قلة المراجع باللغة العربية وصعوبة ترجمة بعض المصطلحات العلمية وإيجاد ما يقابلها باللغة العربية، والذي قد يؤدي إلى قصور فهم المعنى لدى القارئ؛
- ✓ صعوبة البحث فموضوع التقييم المؤسسات جديد ويتطلب جهد ووقت أطول؛
- ✓ صعوبة تحليل والوصول إلى نتائج بسبب نقص الأخصائيين في مجال التقييم المؤسسات والتواصل مع أساتذة من جامعات أخرى لإتمام الدراسة بشكل جيد.

التعريفات الإجرائية

- **الهيكل التمويلي:** تشكيلة المصادر التي حصلت منها المؤسسة على الأموال بهدف تمويل استثمارها، ومن ثم فإنه تتضمن كافة رؤوس الأموال الدائمة التي يتكون منها جانب الخصوم، سواء كانت تلك العناصر طويلة الأجل أو قصيرة الأجل.
- **قيمة المؤسسة:** عبارة عن مبلغ تقديري الذي يلخص إليه خبير مختص، يتم من خلاله تقدير قيمة الأموال الخاصة للمساهمين.

- **تقييم المؤسسة:** عبارة عن مجموعة من المراحل تهدف إلى إجراء تشخيص دقيق حول المؤسسة قصد تحديد قيمة يتم على أساسها التفاوض حول سعر التنازل عن المؤسسة وتتم وفق مقاربات.

الفصل الأول

طرق تقييم الهيكل التمويلي في المؤسسة الاقتصادية

تمهيد:

تمويل المؤسسات الاقتصادية ذو أهمية في الإدارة المالية، وهذا لكون العملية التمويلية بالمؤسسة تمثل أحد الدعائم الأساسية لتطور أنشطتها ضمناً لاستمراريتها، أين يلجأ المؤسسة فيها إلى مصادر تمويلية مختلفة، بعضها داخلي يتمثل في التمويل الذاتي أين تتمول المؤسسة بمواردها الذاتية، ومنها ما هو خارجي بطرح الأسهم للاكتتاب والاقتراض سواء كان ائتمانياً مصرفياً، أو تجارياً أو قروضاً سنديّة والقيمة وتقييم المؤسسة وطرق التقييم.

سيتم تناول مبحثين :

المبحث الأول: محددات الهيكل التمويلي في المؤسسة؛

المبحث الثاني: ماهية القيمة وتقييم في الإدارة المالية.

المبحث الأول: محددات الهيكل التمويلي في المؤسسة

لقد اهتم الباحثون في مجال الإدارة المالية بقرار التمويل في المؤسسات ضمن القرارات المالية المتخذة فيها، وهذا من منطلق نُقصه أو عدم توفره في وقت الحاجة إليه وبالحجم المطلوب منه يمثل عقبةً أمام تنفيذ المشاريع المتاحة للمؤسسة.

المطلب الأول: ماهية التمويل

قبل البدء في عرض أهم مصادر التمويل التي تكون متاحة للمؤسسة لابد من عرض مفاهيم خاصة بالتمويل والمخاطر الناجمة وبيان أهم الاحتياجات التمويلية للمؤسسة تبعاً للمراحل حياتها.

الفرع الأول: تعريف التمويل

تعددت تعريفات التمويل في حقل المالية المؤسسة ؛ نذكر أهمها :

" إمداد المؤسسة بالأموال اللازمة في أوقات الحاجة إليها"⁽¹⁾، هذا التعريف يتكون من العناصر:

- تحديد دقيق لوقت الحاجة له؛
- البحث عن مصادر للأموال؛
- مخاطر التي تصادف أي نشاط يزاوله الإنسان.

كذلك يُعرف على أنه: " توفير النقود اللازمة في الوقت المناسب الذي تكون المؤسسة في أمس الحاجة إلى الأموال، كما يوفر التمويل الوسائل التي يمكن الأفراد و المؤسسات على الاستهلاك والإنتاج في فترات زمنية معينة"⁽²⁾.

الفرع الثاني: الاحتياجات المالية

يعتبر حجم التمويل في المؤسسات الاقتصادية دالةً في احتياجاتها المالية، ذلك أن هذه الاحتياجات في تغير مستمر سواء بالزيادة أو النقصان تبعاً لكل مرحلة من دورة حياة المؤسسة. فيما يلي عرض لهذه الاحتياجات³:

1. الاحتياجات المالية في مرحلة إنشاء المؤسسة

تحتاج المؤسسات في طور إنشائها إلى نوع من التمويلات طويلة الأجل تسمى: «الرأسمال الأولي»، والذي يتم توجيهه لتغطية الإنفاقات الاستثمارية المبدئية اللازمة للتنفيذ الأولي لفكرة المؤسسة في

¹علي بن هادية وآخرون، القاموس الجديد، المؤسسة الوطنية للكتاب، الجزائر، 1991، ص 989.

²عمر حسين، الموسوعة الاقتصادية، القاهرة، ط4، دون سنة النشر، ص 145.

³أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر والتوزيع، عنابة، الجزائر 2008، ص ص 19-22.

بدايتها كمقترح استثماري، إذ تشمل مثلاً: المصاريف الإعدادية مصاريف البحث والتطوير، أتعاب دراسات السوق، والدراسات التقنية والهندسية... الخ.

2. الاحتياجات المالية في مرحلة بداية نمو المؤسسة

تسعى المؤسسة في مرحلة بداية نموها إلى محاولة الحفاظ على حصصها من حجم المبيعات، إلا أن التوجه نحو هذه السياسة من شأنه أن يرفع من حجم احتياجاتها من رأسمال العامل الناتجة عن ذلك النمو في المبيعات التمويلية، والتي تتسم بكونها قصيرة الأجل. بالنظر إلى خصوصية بعض المؤسسات التي تتجه نحو إدراج منتجات جديدة ضمن سلة سلسلة إنتاجها، نجد أنها تتطلب نوعاً من صيغ التمويل طويل الأجل لإنتاج هذه المنتجات الجديدة أو تطوير المنتجات الحالية لمواجهة متطلبات المنافسة.

3. الاحتياجات المالية في مرحلة التوسع في المؤسسة

في الأدبيات المالية، تحقق المؤسسة في مرحلة توسعها أعلى المستويات في مردودية أعمالها، يترجم بالنمو المتزايد في أرقام أعمالها بسبب تعرف جمهور المستهلكين في السوق بمنتجات المؤسسة، لذلك، فالمؤسسة ولدعم توسعها تحتاج إلى موارد مالية إضافية لتمويل عمليات التوسيع قدراتها الإنتاجية وقوتها البيعية.

4. الاحتياجات المالية في مرحلة نضج المؤسسة

تتميز مرحلة النضج بضمان حصة سوقية معتبرة وبمستوى مردودية، كما تتميز بأنها مرحلة مستقرة من حيث نمو المبيعات والأرباح وتوسعاً في حجم صافي تدفقاتها النقدية السنوية، وفيها تحتاج المؤسسة بنسبة متوسطة من التمويلات قصيرة الأجل لتلبية احتياجات الدورة الاستغلالية، وجزء ضئيل من التمويل طويل الأجل، لان المؤسسة ملزمة بالإبقاء على مستوى رأس المال الثابت والعامل ولأنها غطت تكاليفها الثابتة وهذا ما يوفر لها مصادرها الثابتة.

5. الاحتياجات المالية في مرحلة الانحدار

تتراجع مبيعات المؤسسة في مرحلة الانحدار، مما يزيد من احتياجاتها لتمويل إضافي خاصة عند إطلاق منتج جديد في السوق، ويُرجع الاقتصاديون وصول المؤسسات إلى مرحلة الانحدار إلى العوامل:⁽¹⁾

- عدم توفر المؤسسة على المعلومات الكافية والخبرة اللازمة التي تؤهلها لاستمرار والنجاح في عالم الأعمال، خاصة عند دخولها في مجالات جديدة وأنشطة حديثة غير موجودة من قبل في السوق؛
- عدم قدرة إدارة المؤسسة على تطوير احتياجاتها المالية وتنويعها بما يتناسب مع نوعية استثماراتها لضمان دورة جديدة مُربحة؛
- فشل المؤسسة في ضمان توفير الأموال اللازمة لتلبية احتياجات التمويل الإضافي خاصة عند الانتقال إلى مرحلتها الانطلاق والنمو، اللتان تتطلبان زيادة في التمويل احتياجات الرأس المال العام؛ ورأس مال النمو، الأمر الذي قد يعرضها لمخاطر مالية تؤدي إلى الفشل وتسرع بوقوعها في مرحل الانحدار؛ ويمكن تلخيص الاحتياجات في جدول التالي :

جدول 1 : مراحل احتياجات المؤسسة

مرحلة التأسيس (1)	مرحلة النمو (2)	مرحلة النضج (3)	مرحلة التدهور (4)
<ul style="list-style-type: none"> - محدودية بحجم المؤسسة ومتطلبات البنية التحتية للمؤسسة. يطغى التمويل الذاتي على هيكل التمويلي. 	<ul style="list-style-type: none"> - توسع سريع - ترتفع الحاجة للأموال وبشكل نسبي مع قيمة المؤسسة التمويل بالائتمان التجاري وعن 	<ul style="list-style-type: none"> - حاجة متوسطة للأموال (ائتمان مصرفي، رأس مال المخاطر) 	<ul style="list-style-type: none"> - حاجة منخفضة للأموال نظراً لرفض بعض المشروعات الاستثمارية. - تمويل داخلي إعادة شراء أسهمها.

الحاجة للأموال

¹اسماح طلحي ، دور البدائل الحديثة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، رسالة دكتوراه ، جامعة أم البواقي ، 2013 - 2014، ص84.

		طريق المساعدات أو القروض من الوكالات.		
التدفق النقدي المتولد	تدفق نقدي سالب	تدفق منخفض	زيادة التدفق النقدي	تدفق نقدي مرتفع نسبياً بالمقارنة مع قيمة المؤسسة

المصدر: من إعداد الطالبين

الفرع الثالث: مخاطر التمويل

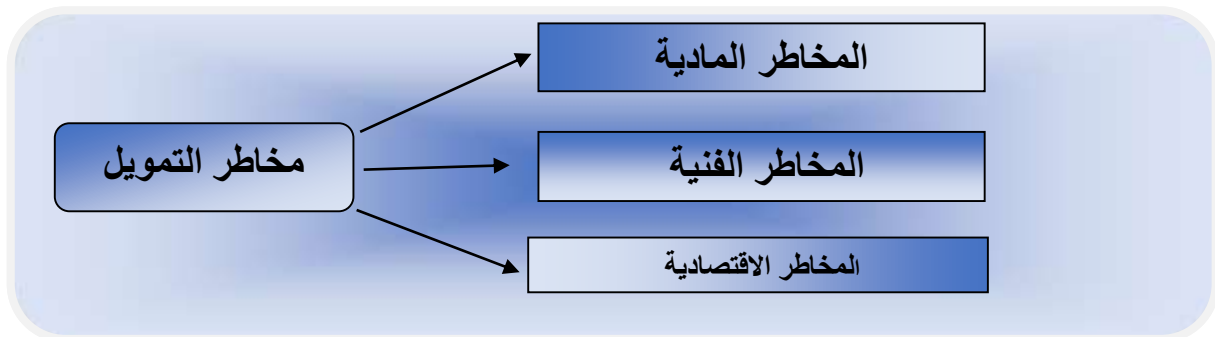
لقد ارتبط منذ زمن بعيد الخطر بجل العمليات التمويلية، على اعتبار أن مخاطر التمويل تمثل:"
جملة المخاطر التي يمكن للمؤسسة أن تواجهها نتيجة لقراراتها التمويلية، نظراً لما تسببه هذه القرارات
من احتمالات التغيير في الدخل المتاح لأصحاب المشروع، ولما تضيفه أيضاً وبما يلحق حملة الأسهم
العادية
من مخاطر الإفلاس بسبب عدم القدرة على خدمة الدين " (1) .
يمكن تقسيم مخاطر التمويل إلى مخاطر مادية، ومخاطر فنية، وأخرى اقتصادية، وهي (2) :

¹مفلح محمد عقل ، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، دار أجنادين للنشر والتوزيع ، الأردن، 2006، ط1، ص416.

²طارق الحاج، مبادئ التمويل، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط1، 2002، ص23.

- **المخاطر المادية:** هي تلك المخاطر التي تسبب تلفاً للمؤسسة محل التمويل أو جزء منها أو في السلعة و المواد الأولية المقيدة في مخازنها، وذلك راجعٌ إلى الأسباب عديدةً، منها: طول فترة التخزين وعدم طلبها من الزبائن، أو وقوع حريق داخل المخزون؛
 - **المخاطر الفنية:** نتيجة عن عدم التوافق بين المهارة في تنفيذ العمليات المؤسسات وجودته من الناحية الفنية، وينتج عن ذلك مشروع غير مؤهل فنيا للاستغلال الأمثل لنشاطات المؤسسة، وإذا نجح فإنه يستهلك تكاليف إضافية للصيانة وبالتالي تنشأ خسارة ولم تكن في الحسبان، وللتخفيف من حدته تلجأ إلى التأمين.
 - **المخاطر الاقتصادية:** تعتبر المخاطر الاقتصادية من المخاطر الناجمة عن أسباب اقتصادية بحتة، ومثال ذلك : انخفاض الطلب على المنتج الذي تم تمويله بسبب حدة المنافسة وطبيعة السلعة أو مخاطر عدم توفر المواد اللازمة للاستثمار.
- يمكن أن نلخص مخاطر التمويل في الشكل التالي:

الشكل (1-1): مخاطر التمويل



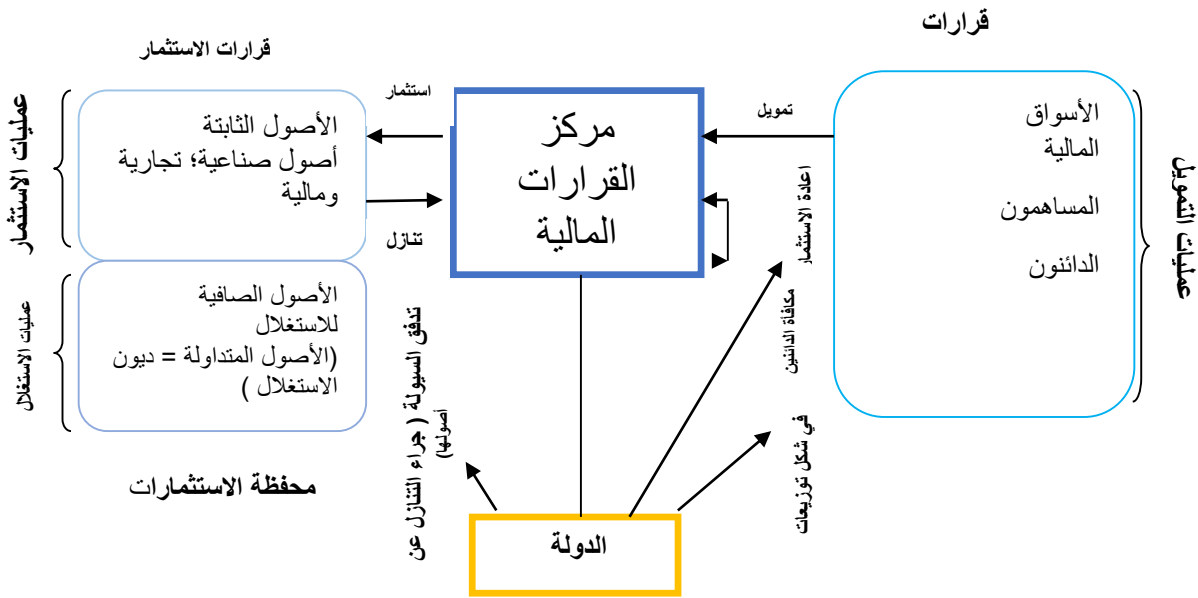
المصدر: من إعداد الطالبين

الفرع الثالث: مفهوم القرار التمويلي

يعتبر قرار التمويل من القرارات المالية التي يتخذها القائمون بالإدارة المالية للمؤسسة، وهي في تفاعل ضمني مع قراري: الاستثمار، وتوزيع الأرباح.

يمكن بيان العلاقة التبادلية بين مكونات القرارات المالية في المؤسسة " الاستثمار، والتمويل، وتوزيع الأرباح" من خلال الشكل التالي:

شكل(1- 2): القرارات المالية للمؤسسة ضمن دورتها المالية



Source : Gérard charraux ,gestion financière ,Litec ,paris ,1996,P :09

يتضح من خلال الشكل أعلاه، أن المؤسسة وقبل اتخاذها قرار الاستثمار في الموجودات والأصول تسعى إلى اختيار المصادر التمويلية اللازمة لتمويل أنشطتها الاستغلالية والاستثمارية، ذلك أن تجسيد الأفكار الاستثمارية في أرض الواقع يتوقف على مدى توفر الموارد المالية للمؤسسة . يمكن تعريف القرار التمويلي على أنه : " كل قرار ينتج عن المفاضلة بين حياة مبلغ من الأموال وحياة أصل مادي أو مالي " (1). وبذلك فإن قرار التمويل يعبر عن عملية تخصيص شامل للموارد المالية المتاحة والتي يمكن توفيرها من مصادر متنوعة، وبما يضمن تحقيق أكبر عائد ممكن وبأقل خطر وتكلفة ممكنين (2).

الفرع الرابع: تصنيفات قرار التمويل

تنقسم قرارات التمويل إلى قرارات مرتبطة بسياسة التوزيعات أخرى مرتبطة بالتمويل طويل الأجل، ذلك أن الأرباح المحتجزة يتم إدراجها ضمن تشكيلة الهيكل المالي للمؤسسة، كما يلي:

✓ **القرارات المرتبطة بسياسة التوزيعات:** تمثل سياسة التوزيعات تلك القرارات المرتبطة بكيفية تصرف المؤسسة بين توزيع أرباحها أو احتجازها لغرض إعادة استثمارها، وفي هذا الشأن تحدد المؤسسة نسبة الأرباح المراد توزيعها والباقي يبقى كأرباح محتجزة (3).

¹P. conso et F. Hemic, **Gestion Financière de l'entreprise**, 10ème édition, Dunod, Paris, 2002, P561.

²عبد الحميد عبد المطلب، **التمويل المحلي والتنمية المحلية**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص 22.

³ Morissette, **Décisions financières à long terme**, 3ème éd SMG, canada 1994, P.

يتعلق قرار توزيع الأرباح في مجال دعم تشكيلة في مجال دعم تشكيلة الهيكل المالي بالجزء من الأرباح الذي سيوزع على المساهمين والجزء الذي سيعاد استثماره. يمكن للمؤسسة أن تلجأ إلى الاعتماد على مصادر خارجي في توزيعات أرباحها، بل يتعدى إلى ضرورة إحداث الموازنة بينما هو محتجز وبين ما يجب توزيع بما يُعرف: " سياسة التوزيعات المثالية "، والتي يُعنى بها: تلك السياسة التي تقوم على الموازنة الفعلية بين التوزيعات الحالية المستقبلية والتي من شأنها تعظيم سعر السهم⁽¹⁾.

✓ القرارات المرتبطة بالتمويل في طويل الأجل

يعتبر التمويل طويل الأجل من أهم القرارات التمويلية الإستراتيجية التي تتخذها المؤسسة، وهذا لما من تأثيرات تابعة على سياساتها وعلى نموها المستقبلي، بما يضمن الموازنة في توزيع احتياجاتها بين الموارد الخاصة للمؤسسة والديون الملقاة على عاتقها.

الفرع الخامس: خصائص مصادر التمويل

- يتميز كل من المصادر التمويلية في الهيكل المالي بمجموعة من الخصائص، لعل أهمها⁽²⁾ :
- **الاستحقاق:** الاستحقاق هو فترة إرجاع الدين لمالكه، فمصادر التمويل تختلف في تواريخ استحقاقها؛ حيث نجد أن التمويل بالاقتراض له تواريخ استحقاق محددة، أما التمويل بالملكية فيأخذ صفة الاستثمار الدائم لكن هذه الديمومة ليست مطلقة فباستطاعة المستثمر بيع حصته.
 - **الحق على العائد:** نميز أموال الاقتراض عن أموال الملكية في مجال على العائد من خلال أنه يحق للدائنين الحصول على العوائد قبل الملاك فيما تحققه المؤسسة من أرباح، بالإضافة إلى أحقية فئة الدائنين في الفوائد الثابتة مهما كانت نتيجة المؤسسة، عكس فئة الملاك فعائدهم دالة في النتيجة المتحققة، بين الأرباح وجبر الخسائر.
 - **الأولوية في الحقوق حالة التصفية:** يهدف المقرضون إلى الحصول على العوائد، لكن إذا تعرضت المؤسسة للتصفية يتغير هدفهم وتصبح الموجودات ذات أهمية، وهناك قواعد تحكم توزيع حصيلة التصفية بالترتيب.

¹ محمد صالح الحناوي وجمال إبراهيم العبد، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، ط1، 2003، ص416.

² حمزة محمود الزبيري، الإدارة المتقدمة، الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2004، ص 847، 846.

- **المرونة:** يعتبر التمويل بالاقتراض مرناً، كونه متوافر بأنواع متعددة وبمواعيد استحقاق متفاوتة وبمقادير تتناسب وحاجة المؤسسة، في حين لا تتوفر هذه المرونة في حالة التمويل بالملكية عن طريق زيادة رأس المال كون حجم الإصدار ثابت يبرر تحمل تكاليف وإجراءات الإصدار.
- **الأثر على العوائد:** إن أثر تآكل العوائد في الاقتراض ضئيل مقارنة بأموال الملكية.

الفرع السادس: ماهية تشكيلة الهيكل المالي

قبل الوصول إلى تشكيلة الهيكل المالي وجب التطرق المفاهيم الواردة بشأن الهيكل المالي وصولاً إلى ضبط تشكيلة مصادر التمويل التي يتكون منها الهيكل التمويلي للمؤسسة.

التفرقة بين الهيكل المالي وهيكل رأس المال

قبل بيان أهم الفروقات العلمية بين كل من الهيكل المالي وهيكل رأس المال، لزم الحال بنا التطرق لمفهوم كل منهما، كما يلي:

الهيكل المالي "Financial structure": مزيج التمويلي كله سواء مصادر التمويل طويلة أو متوسطة أو قصيرة الأجل؛ أيضاً هو تشكيلة المصادر التي حصلت منها المؤسسة على الأموال بهدف تمويل استثمارها، ومن ثم فإنه تتضمن كافة رؤوس الأموال الدائمة التي يتكون منها جانب الخصوم، سواء كانت تلك العناصر طويلة الأجل أو قصيرة الأجل.

أما هيكل رأس المال "Capital Structure" فيعرف على أنه: "تشكيلة المصادر طويلة الأجل التي حصلت منها المؤسسة على الأموال بهدف تمويل استثمارها، ومن ثم فإنها تتضمن كافة رؤوس الأموال الدائمة التي يتكون منها جانب الخصوم مثل الأسهم العادية والأسهم الممتازة، السندات والأرباح المحتجزة"⁽¹⁾.

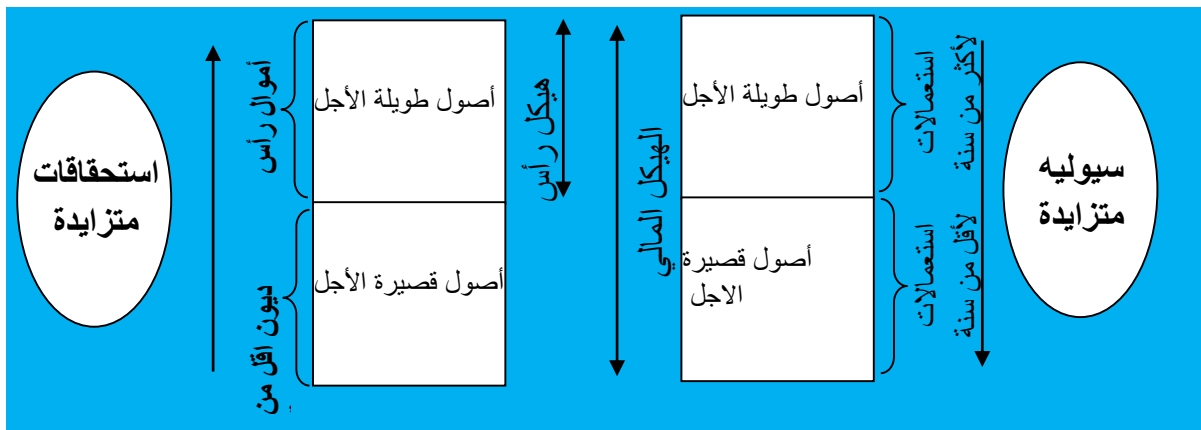
أيضاً هو جزء من هيكل المالي، ويتضمن مصادر التمويل طويلة الأجل ويستبعد جميع أنواع الائتمان قصير الأجل أي أن هيكل رأس المال يشمل الخصوم طويلة الأجل والمكونة من أموال الاقتراض طويل الأجل وحقوق الملكية.

بعد بيان مفهوم كل من الهيكل المالي وهيكل رأس المال، فإن المفهومين يتوافقان من حيث كونهما حوصلة لأهم الموارد التمويلية المتاحة أمام الإدارة المالية للمؤسسة، وهي كما يلي:⁽²⁾

¹ محمد صالح الحناوي وآخرون، أساسيات الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2001 ص 71.
² صبيحة قاسم هاشم، نظريات التمويل الحديثة، مجلة علوم الاقتصاد، الاقتصاد، جامعة بغداد، العدد 83، 2015، ص 22.

- يشمل الهيكل المالي كافة مصادر التمويل بأنواعها المختلفة وبأجلها المختلفة، وهو يعبر عن مختلف التوليفات (محفظة) من مصادر التمويل التي يمكن للمؤسسة المفاضلة بينها لتحقيق مزايا عدة،
 - يمثل هيكل رأس المال تلك الطريقة التي تمول بها المؤسسات أصولها من خلال مزيج من حقوق الملكية والمديونية، وهو يشمل في تشكيله على الديون طويلة الأجل فضلاً عن الملكية ولا يشمل الديون قصيرة الأجل،
 - يقصد بهيكل رأس المال جملة مصادر التمويل طويلة الأجل فقط (حقوق الملكية، الاقتراض والأسهم الممتازة) ؛ أي أن هيكل رأس المال لا يشكل إلا الجانب الدائم من خصوم المؤسسة أي الأموال الخاصة والديون طويلة الأجل ويستبعد كل أنواع الائتمان قصيرة الأجل⁽¹⁾.
- يمكن بيان جزئية هيكل رأس المال من الهيكل المالي وفق الشكل الموالي:

شكل(1-3): العلاقة بين هيكل رأس المال والهيكل المالي



Source : P. Ramage ,Analyse et diagnostic financière de l'Entreprise,

Edition d'organisation, Paris, France ,2001, P : 119.

¹ عبد العزيز التجار، أساسيات الإدارة المالية، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية مصر، 2007، ص393.

المطلب الثاني: تمويل المؤسسات عن طريق أموال الملكية

يتكون التمويل عن طريق الملكية من المصادر المالية التي تملكها المؤسسة من أموالها الخاصة أو من عملياتها التشغيلية دون اللجوء إلى الاقتراض، ومثال ذلك: الأرباح المحتجزة، الاهتلاكات والمؤونات ذات الطابع الاحتياطي، قيمة التنازل عن الاستثمارات؛ هذا من منظور التمويل الخاص التقليدي، أضف إلى ذلك التمويل عن طريق الأسهم الممتازة والأسهم العادية.

الفرع الأول: ماهية التمويل الذاتي (الأرباح المحتجزة)

يعرف التمويل الذاتي بأنه: "مصدر لرؤوس الأموال الخاصة بالمؤسسة المستعمل في نشاطها الخاص، ويتكون هذا المصدر من الاهتلاكات، المؤونات والأرباح غير الموزعة دون اللجوء إلى الاقتراض".

يُعرف التمويل الذاتي على أنه: "إمكانية المؤسسة من تمويل نفسها بنفسها من خلال نشاطها، وهذه العملية لا تتم إلا بعد الحصول على نتيجة الدورة، وهذه يضاف إليها موردين داخلين للمؤسسة هما: الاهتلاكات والمؤونات"⁽¹⁾.

يعرف التمويل الذاتي أيضاً على أنه: "الفائض النقدي الناتج عن مجمل النشاط العادي للمؤسسة والذي يحتفظ به لأجل تمويل نشاطها المستقبلي".

من خلال هذه التعاريف، نستنتج أن التمويل الذاتي ما هو إلا استخداماً للقيمة المضافة وصافي التدفقات المحققة من طرف المؤسسة، إذ يكتسب هذا التمويل الخاص والداخلي صبغة التدفق كونه لا يُعبر عن الربح المحاسبي فقط، وهو من مصادر التمويل منعدم التكلفة وليس له تاريخ استحقاق "عدا من منظور تكلفة الفرصة البديلة".

1. آلية حساب التمويل الذاتي

يمكن حساب التمويل الذاتي بطريقتين هما:

✓ الطريقة المباشرة: انطلاقاً من الهامش الخام للاستغلال؛

✓ الطريقة غير المباشرة: انطلاقاً من النتيجة الصافية.

يمكن حساب التمويل الذاتي وفق الطريقتين أعلاه، كما يوضحه الجدول الموالي:

¹ناصر دادي عدون، تقنيات مراقبة التسيير، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ج1، 1995، ص 83.

جدول (1-2): آلية حساب التمويل الذاتي

الطريقة غير المباشرة	الطريقة المباشرة
<p>=النتيجة الصافية؛</p> <p>+مخصصات الاهتلاك والمؤونات؛</p> <p>- (+) القيمة الزائدة " القيمة الناقصة" من الاستثمارات المتنازل عنها.</p>	<p>= الفائض الإجمالي للاستغلال -المصاريف المالية الصافية؛ + (-) إيرادات ومصاريف استثنائية "عداً القيمة الزائدة أو الناقصة من الاستثمارات المتنازل عنها " -الضرائب على الأرباح.</p>

المصدر: من تلخيص الطالبين.

الفرع الثاني: تقييم صيغة التمويل الذاتي

غيره من الصيغ التمويلية الأساسية للمؤسسة، يمكن تقييم التمويل الذاتي من خلاله مزاياه وعيوبه، كما يلي¹:

1. مزايا التمويل الذاتي

يمكن بيان أهم مزايا التمويل الذاتي في:

- يعتبر التمويل الذاتي المصدر الأول والوسيلة المستخدمة لتكوين رأس المال بأقل تكلفة ممكنة؛
- قد تؤثر الزيادة في رأسمال المؤسسة عن طريق الاكتتاب العام أو طرح الأسهم للبيع سلبي على مركز اتخاذ القرار في تلك المؤسسة، كما يستفيد بعض المساهمين من حق التدخل في إدارة المشروع، وبالتالي فهم يفضلون عدم توزيع أرباحهم لعدة سنوات على أن يفقدوا السيطرة على هذه المؤسسة؛
- يعفي الاحتفاظ بالأرباح المؤسسة والمساهمين فيها من خضوع أرباحهم الموزعة لضريبة على الأرباح التجارية ويعفيهم أيضاً من خضوع ما يتقاضاه المساهم لضريبة القيمة المنقولة وكذلك تكاليف زيادة رأس المال وإصدار الأسهم؛
- التمويل الذاتي يساعد في الحصول على القروض البنكية لأن الهياكل البنكية تقييم قدرة المؤسسة على أساس دفع ديونها.

2. عيوب التمويل الذاتي

¹ يوسف حسن يوسف، التمويل في المؤسسات الاقتصادية، (التحليل المالي في المؤسسات، التوازن المالي، وسائل التمويل، معايير الاختيار والمفاضلة)، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر، الإسكندرية، مصر، 2012، ص 238-239.

بالرغم من مزايا التمويل في المؤسسة إلا أنه لديه العديد من العيوب، نذكر من (1):

- عدم توزيع الأرباح لأصحاب الحقوق
- الامتناع أو تخفيف حجم الأرباح الموزعة سوف يؤدي إلى تفويت فرص استثمارية جيدة متاحة للمؤسسة بسبب قصر التمويل الذاتي على توفير الاحتياطات المالية اللازمة التي تتطلبها هذه الاستثمارات؛
- اقتطاع أقساط الاهتلاك المرتفعة خاصة في السنوات الأولى قد يزيد من تكلفة السلع والمنتجات وبالتالي ارتفاع أسعارها وهذا يؤثر على سوء هذه السلع.

الفرع الثالث: تمويل المؤسسة عن طريق الأسهم

تلجأ المؤسسة وفي إطار تمويلها بأموال الملكية، علاوة على التمويل الذاتي، إلى التمويل عن طريق الأسهم، باعتبار أن هذه الأخيرة صكوكاً للملكية، وهو ما سنعرضه فيما سيأتي ذكره:

➤ مفهوم الأسهم وأنواعها

سننتقل إلى مفهوم الأسهم وأنواعها

1. مفهوم الأسهم

حق المساهم في شركة الأموال، وهو الصك هذا الحق القابل للتداول وفقاً لقواعد القانون التجاري، ويتمثل حق المساهم في الاشتراك في الجمعيات العامة وحق التصويت فيها وحق الانتخاب، وحق الأولوية في الاكتتاب عند زيادة رأس المال، كما يعطي حق الحصول على جزء من أرباح المؤسسة عند تصفيتها بسبب الانقضاء" (2) .

كما يعرف السهم أيضاً: "صك يمثل جزء من رأس مال شركة من شركات الأموال".

يتبين من التعريفين السابقين بأن الأسهم عبارة عن صكوك تمثل حق الملكية لحاملها، وقابلة للتداول في سوق منظمة، فهي تمثل حصة حاملها من رأس مال شركة الأموال.

¹ يوسف حسن يوسف، المرجع السابق، ص 239.

² شمعون شمعون، البورصة، الأطلس للنشر، الجزائر، 1999، ص 21.

2. أنواع الأسهم⁽¹⁾

يمكن تقسيم الأسهم حسب عدة معايير إلى ما يلي:

- ❖ **حسب تداول الأسهم وإصدارها:** حسب نوعية الإصدار، نميز نوعين من الأسهم، هي:
 - **الأسهم لحاملها:** التي لا تحمل اسم المساهم، وبالتالي يعد الحائز على السهم بمثابة المساهم في المؤسسة؛
 - **الأسهم الاسمية:** التي تحمل اسم مالكيها.
- ❖ **حسب طبيعة مساهمة شركاء التمويل:**
 - حسب طبيعة المساهمة، نميز بين هذه الأسهم:
 - **الأسهم النقدية:** هي الأسهم التي يتم إصدارها مقابل مبالغ نقدية ثابتة؛
 - **الأسهم العينية:** هي الأسهم التي يتم إصدارها مقابل المساهمة العينية التي يتقدم بها الشريك، إذ يتمتع حملة الأسهم العينية بنفس حقوق أصحاب الأسهم النقدية.
- ❖ **حسب الامتيازات التي تتمتع بها الأسهم**
 - بالنظر إلى امتيازات الأسهم، نميز بين ما يلي:
 - **الأسهم العادية:** مستند ملكية له قيمة اسمية ودفترية وقيمة سوقية، على اعتبار أن القيمة الاسمية تمثل القيمة المدونة على قسيمة السهم والتي ينص عليها في عقد التأسيس، في حين أن القيمة الدفترية فتمثل في قيمة حقوق الملكية التي لا تتضمن الأسهم الممتازة، بل تتضمن فقط الاحتياطات والأرباح المحتجزة وعلاوة الإصدار فضلاً عن القيمة للسهم مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة، بينما تمثل القيمة السوقية تلك القيمة التي يباع بها السهم في سوق رأس المال؛
 - **الأسهم الممتازة:** ورقة مالية تمثل مستند ملكية بقيمة اسمية ودفترية، وسوقية إضافة إلى قيمة التصفية، حيث تمثل القيمة الدفترية للسهم الممتاز القيمة الاسمية وعلاوة الإصدار للسهم كما تظهر في دفاتر المؤسسة مقسومة على عدد الأسهم الممتازة، وهي تختلف بذلك تختلف عن طريق حساب القيمة الدفترية للأسهم الممتازة. وكذلك السهم الممتاز عبارة عن ورقة مالية تجمع بين صفات السهم العادي والسند.

¹ منير إبراهيم هندي، المرجع السابق، ص 338.

الفرع الرابع : التنازل عن الاستثمارات والزيادة في رأس المال

سنتناول في هذا المطلب إلى آلية التمويل عن طريق التنازل عن الاستثمارات والزيادة في رأس المال.

➤ التنازل عن الاستثمارات

التمويل عن طريق التنازل عن الاستثمارات مورداً داخلياً، بمجرد أن المؤسسة وعند تنازلها عن أحد أصولها ستحصل على تدفق نقدي يدخل كمورد تمويلي داخلي للمؤسسة. ويأتي التنازل عن الاستثمارات لغرضين هما:

- **غرض التحديث:** تلجأ المؤسسة ولغرض استحداث أصول متطورة، إلى بيع استثماراتها أو أصولها المهتلكة؛
- **عدم الحاجة للأصول المتنازل عنها:** المؤسسة تقوم بالتنازل عن بعض الأصول التي لم تصبح ضرورية لنشاطها، كتنازلها عن الأسهم المملوكة من طرف المؤسسة.

بالرغم من كل ما سبق ذكره، فإن مؤلفات الإدارة المالية والتمويل تهمل هذا المصدر نظراً لطابعه الاستثنائي لأن عملية التنازل عن الاستثمارات لا تدخل ضمن نشاط العادي للمؤسسة ونظراً لقلّة موارده في بعض الأحيان، وقد يكون سعر بيع الاستثمار المراد التنازل عنه أقل من قيمته المحاسبية الصافية وهذا ما يحول دون اعتباره مصدراً تمويلياً للمؤسسة.

➤ الزيادة في رأس المال

تلجأ المؤسسة خلال مزاولتها لنشاطها إلى إجراء تعديلات على رأسمالها زيادة ونقصاناً حسب الغرض الذي تريده المؤسسة، فإذا كان الهدف منها تمويلها فإنها ستزيد من رأسمالها أكانت هذه الزيادة نقدية أو عينية مقابل إصدار أسهم جديدة بقيمتها الاسمية أو بعد إضافية علاوة الإصدار إلى قيمتها كالتالي:

- **الزيادة النقدية في رأس المال**

في حالة الزيادة التي رأس المال، يجب أن يكون السعر السوقي للسهم القديم للسهم القديم أكبر من سعر إصدار السهم الجديد، لكن إذا حدث العكس فإن المكتتبين المحتملين سيفضلون شراء الأسهم القديمة بدلاً من الاكتتاب في الأسهم الجديدة بسعر أعلى.

- **زيادة رأس المال بضم الاحتياطات أو الأرباح قيد التخصيص**

الزيادة العينية في رأس المال مقابل تكون مقابل المساهمات العينة التي يُقدمها القدامى أو الجدد، وهذا ما من شأنه أن يزيد من قيم أصول المؤسسة، الأمر الذي سيوجه المؤسسة نحو إصدار المزيد من الأسهم الجديدة.

- **الزيادة عن طريق رفع القيمة الاسمية للسهم**

يؤدي الرفع من القيمة الاسمية للسهم إلى تضخيم مبلغ التوزيعات القانونية، مما يؤثر بتأكيد على القيمة السوقية للسهم، لذلك لا بد أن تغطي الأرباح هذه التوزيعات الجديدة، إلا أنه وإذا كانت القيمة الاسمية للسهم أكبر من القيمة السوقية، فحينها لن تتم هذه الزيادة النقدية في رأس المال، وهو ما سيعكس الواقع العملي أين يكون إصدار الأسهم بقيمة اسمية أكبر من قيمتها السوقية، وهذا لكون أن لا أحد سيكتتب في الأسهم الجديدة إذا كانت ممكنة الحصول بسعر أقل من السوق المالية.

- **الزيادة في رأس المال بالتوزيع المجاني للأسهم الجديدة**

إذا كانت القيمة السوقية للسهم مرتفعة، فإن توزيع الأسهم العادية مجاناً يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للسهم، وهذا ما يحفز على شراء المستثمرين لأسهم المؤسسة وتحقيق الزيادة المطلوبة في رأس المال.

تتجسد عملية توزيع الأسهم العادية مجاناً في تنفيذ حق التخصيص المتعلق بالأسهم القديمة، ويتداول هذا الحق كحق الاكتتاب.

➤ طرق أخرى للزيادة في رأس المال

بالإضافة إلى ما تم ذكره عن أشكال الزيادة في رأس المال، توجد طرق أخرى للدعم الإيجابي لرأس المال، نذكر منها:

- الزيادة عن طريق دفع التوزيعات من الأرباح في شكل أسهم أو بتحويل الديون إلى أسهم؛
- الزيادة عن طريق تحويل السندات إلى أسهم أو تنفيذ خيار السندات ذات الحق في الاكتتاب، لذا فبإمكان المؤسسة زيادة رأسمالها، كما يمكن لها أن تخفض من رأسمالها وذلك من خلال تخفيضه بسبب الخسائر، بالتوزيعات على المساهمين أو بشراء المؤسسة لأسهمها.

المطلب الثالث: تمويل المؤسسات عن طريق الاستدانة

التمويل بالاقتراض من الموارد المالية التي تتحصل عليها المؤسسة عن طريق لجوئها إلى مصادر خارجية، والتي تتكون من الائتمانات التجارية، والمصرفية، بالإضافة إلى القروض المصرفية طويلة الأجل وكذا الاقتراض بإصدار السندات.

الفرع الأول: ماهية الائتمان التجاري

1 . مفهوم الائتمان التجاري

هناك عدة تعاريف للائتمان التجاري، يمكن ذكر أهمها فيما يلي:

- " ذلك الائتمان الناشئ عن العمليات الجارية التي تقوم بها الائتمان عن العمليات الجارية التي تقوم بها المؤسسة، من خلال الفترة الفاصلة بين تاريخ شراء البضاعة أو المراد الأولية وبين تاريخ تسديد قيمة هذه المشتريات، حيث يتسنى للمؤسسة خلال هذه الفترة الاستفادة من تلك الأموال التي احتفظت بها خاصة إذا خاصة إذا لم يترتب عن ذلك تكلفة " (1).
- كذلك يمكن تعريف الائتمان التجاري بأنه: " نوع من التمويل قصير الأجل تحصل عليه المؤسسة من الموردين، ويتمثل في قيمة المشتريات الآجلة للسلع التي تتاجر فيها أو تلك التي تستخدمها في عملية الصناعة" (2) .

¹ سمير محمد عبد العزيز، التحليل المالي مدخل في اتخاذ القرارات، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، القاهرة، 2006، ص4.

– هو التمويل الذي تحصل عليه المؤسسة من الموردين والمتمثل في القيمة الآجلة للمشتريات كالمواد الأولية والسلع. عند قيام المؤسسة باستخدام الائتمان التجاري فإنه يسجل في دفاترها كحساب الدائن (الموردين) (ذمم المدينة).

من هذه التعاريف نستنتج أن: "الائتمان التجاري هو شراء المؤسسة ما تحتاجه من أشياء ومقتنيات مختلفة لتمويل مختلف أنشطتها من مؤسسة مالي معينة وذلك عن طريق إحدى صيغ المداينة".

1. أشكال الائتمان التجاري:

للإئتمان التجاري عدة أشكال، سنتطرق إلى أهمها، وهي:

I. **الحساب الجاري:** هو أكثر أشكال الائتمان التجاري استخداماً وشيوعاً وفيه يفتح البائع للمشتري حساباً في دفاتره يسجل فيه ثمن ما باعه من بضاعة بالحساب والمبلغ التي سددها أول بأول، ويطلق عليها أيضاً بالحساب المفتوح.

II. **السحب:** وهو مطالبة بدفع ثمن البضاعة من البائع للمشتري، ويأخذ عدة أشكال:

– سحب بالاطلاع حيث يستحق استلام المبلغ بمجرد رؤية المشتري له

– سحب زمني (آجل) حيث يستحق المبلغ بعد رؤية المشتري بالدفع في الوقت المحدد.

III. **الكمبيالة:** هي تعهد مكتوب وموقع من المشتري بالدفع في الوقت المحدد.

IV. **السند الاذني:** وهو تعهد كتابي يوقعه المقرض بدفع قيمة مبلغ محدد عن الطلب أو تاريخ معين أو

لحامله، وقد يشتمل السند على بيان سعر الفائدة التي تستحق على دين؛

➤ **العوامل المؤثرة في منح الائتمان التجاري وتكلفته**

سنعرض في هذا العنصر للعوامل المؤثرة في منح الائتمان التجاري، بالإضافة إلى ضبط

تكلفته.

2. محددات منح الائتمان التجاري

تتلخص محددات منح الائتمان التجاري في العوامل المؤثرة التالية⁽¹⁾:

1. عوامل التجارة والمنافسة

تتمثل هذه العوامل المحددة لهذا النوع من الائتمان في:

- **طبيعة السلعة المباعة**، حيث أن السلعة التي تتمتع بطلب كبير وعام يكون الائتمان فيها بشروط أسهل من السلع ذات الطلب المحدود؛
- **حالة المنافسة**، إذ كلما كانت المنافسة شديدة اتسمت شروط منح الائتمان بالسهولة والليونة، بينما تؤدي المنافسة الضعيفة إلى التشدد في شروط الائتمان وبالتالي يقل لجوء المشتري إليه؛ بينما تؤدي المنافسة الضعيفة إلى التشدد في شروط الائتمان وبالتالي يقل لجوء المشتري إليه؛
- **الحالة التجارية**، فعندما تكون الأحوال التجارية مزدهر ورائجة فإن أخطار منح الائتمان تصل إلى أدناها، والنتيجة التوسع في منح الائتمان بشروط أسهل، أما عند تغير الأحوال وظهور الكساد فإن الحال سينقلب إلى عكس.

2. العوامل الشخصية

تتمثل هذه العوامل السلوكية إزاء منح الائتمان في:

- **مركز البائع المالي**؛ حيث يميل البائع إلى منح شروط أسهل وبفترات ائتمانية تكون أطول إذا كانت أمواله المملوكة وقدرته على الاقتراض كبيرة مقارنة بحجم العمليات التي يقوم بها؛
- **مدى رغبة البائع في التخلص من مخزونه السلعي**، فلو كان البائع شديد الرغبة في التخلص من مخزونه السلعي، فلو كان البائع شديد الرغبة في التخلص من مخزونه بسبب زيادة حجمه الاقتصادي أو لاحتمال تغير الأسعار لغير صالحه سنجد يتوسع في منح الائتمان بشروط سهلة ومغرية.

✓ تكلفة الائتمان التجاري:

مما هو معروف في أدبيات الإدارة المالية، أن الائتمان التجاري يعتبر مصدر تمويلي مجاني في حالة غياب الخصم النقدي أو في حالة قيام المؤسسة بسداد قيمة مشترياتها خلال فترة الخصم،

¹ حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص ص 948-949.

غير أنه بعد وسيلة تمويل مرتفعة التكلفة إن لم تتمكن المؤسسة من السداد سوى بعد انقضاء فترة الخصم.

تعتمد تكلفة الائتمان التجاري على شروط المورد، والتي يميزها بندين أساسيين هما: معدل النقدي الممنوح وفترة التمتع بالخصم النقدي. وتتمثل التكلفة الفعلية للائتمان التجاري في المعدل السنوي للخصم الذي يتخذ الصيغة التالية⁽¹⁾:

$$AR = \frac{360}{CP-DP} \times \frac{D}{1-D}$$

حيث أن:

- AR: التكلفة الفعلية.
- D: نسبة الخصم.
- CP: فترة الائتمان.
- DP: فترة الخصم.

➤ مزايا وعيوب الائتمان التجاري

بعد التعرف على مفهوم صيغة الائتمان التجاري، لزم الحال بنا بيان مزايا وعيوب هذه الصيغة كما يلي:

✓ **مزايا التمويل بالائتمان التجاري:** تتمثل أهم مزايا التمويل بهذا الائتمان فيما يلي² :

- يساعد الائتمان التجاري الشركات التي لا تستطيع الحصول على ائتمان مصرفي، وتميل الشركات أو وسيلة لترويج مبيعات الشركة المانحة للائتمان.

✓ **عيوب التمويل بالائتمان التجاري:** أهم ما يعاب على الائتمان التجاري أنه:

- قد يفشل المشتري بسبب ظروف البيع في الحصول على خصم تعجيل الدفع؛
- عند تجاوز فترة الائتمان يتم فرض الفوائد على هذا النوع من التمويل؛

¹نبيلة نوي، إدارة مصادر التمويل، محاضرات ووجهت لسنة الثانية ماستر، جامعة المسيلة، الجزائر، 2017، ص 10 .

²طارق الحاج، المرجع السابق ص 36.

– التركيز على ضرورة الحصول على الائتمان التجاري رغم عدم توفر الفرص.

الفرع الثاني : الائتمان المصرفي والقروض الايجارية

سننظر فيما يلي إلى مفهوم كل من القروض المصرفية طويلة الأجل وكذا القروض الايجارية.

1. الائتمان المصرفي

فيما يلي عرضٌ لماهية الائتمان المصرفي.

✓ تعريف الائتمان المصرفي:

الائتمان المصرفي يُعرف على أنه: "مقدار القروض التي المؤسسة من المصارف التجارية كالتزام قصير لا يتعدى السنة الواحدة، حيث تستخدمه المؤسسة في تمويل عملياتها الجارية ولتمويل التراكم في الحسابات المدنية والمخزون السلعي مقابل فائدة محددة" (1).

وكذلك يُعرف " عبارة عن المبالغ التي تحصل عليها المؤسسات من القطاع المصرفي لمدة لا تزيد عن سنة، ويكون في العادة لثلاثة أو ستة أو تسعة أشهر. وهذا النوع من الائتمان يهدف عادة إلى تمويل العمليات الجارية ".

من خلال التعريفين السابقين، يمكن تعريف الائتمان المصرفي على أنه: " مصدر مهم من مصادر التمويل قصير الأجل التي تلجأ إليه المؤسسات بغرض تمويل أغراضها التشغيلية، كما أنه يتميز بتكلفة أقل مقارنة مع الائتمان التجاري ".

✓ أشكال الائتمان المصرفي:

يأخذ الائتمان المصرفي صورتين (2) :

– الصورة الأولى: الائتمان بمبلغه الإجمالي، تحصل عليه المؤسسة مرة واحدة، على أن تقوم بالوفاء

بقيمة الائتمان والفوائد في التواريخ المتفق عليها؛

¹ حمزة محمود الزبيدي، المرجع السابق، ص 951.

² سمير محمد عبد العزيز، المرجع السابق ص 61.

– **الصورة الثانية:** مبلغ إجمالي يمثل حد أقصى لما يمكن أن تحصل عليه المؤسسة خلال الفترة المتفق عليها، على أن يكون لها الحق في الحصول على المبلغ كله مرة واحدة أو على دفعات. كقاعدة عامة، يمكن للمؤسسة الحصول على دفعات متعاقبة من القروض حتى تصل جملة الأموال المقترضة إلى الحد الأقصى المتفق عليه، وعندئذ لا يمكنها الحصول على أي قروض إضافية.

2. التمويل بالقروض المصرفية

تلعب القروض المصرفية دوراً هاماً في تغطية الاحتياجات المالية للمؤسسة، وتلجأ المؤسسة إلى هذا المصدر كونه يتضمن أثر الرفع المالي، على اعتبار أن الفوائد ستخفف من الربح الخاضع للضريبة.

➤ **تعريف القروض المصرفية:** يُعرف على أنه تسليف المال لاستثماره في الإنتاج والاستهلاك وهو يقوم على عنصرين: الثقة والمدة⁽¹⁾.

أيضاً على أنها: " تلك الخدمات المقدمة للعملاء والتي بمقتضاها تزويد الأفراد والمؤسسات بالأموال اللازمة على أن يتعهد المدين بسداد الأموال والفوائد"⁽²⁾.

1. أنواع القروض المصرفية:

يمكن أن نركز في هذا الإطار على نوعين من القروض المصرفية، وهما⁽³⁾:

- **القروض غير المكفولة بضمان معين:** في هذا النوع من القروض، يقوم البنك بفتح اعتماد للمؤسسة، بمعنى أن البنك وافق ولمدة معينة على تمويل مشاريع المؤسسة كلما لزم الأمر ذلك مع تجديد الحد الأقصى للأموال المقترضة، والسبب في ذلك تجنب المشاكل التي تنتج عن كثرة الاقتراض من البنك الذي يتطلب التفاوض مع الطرفين.

¹ منير إبراهيم هندي، المرجع السابق، ص 534.

² عبد المطلب عبد الحميد، المرجع السابق، ص 103.

³ عدنان هاشم، رحيم السمرائي، الإدارة المالية منهج تحليلي شامل، الجامعة المفتوحة، ط2، 1997، ص 266.

• **القروض المكفولة بضمان:** وهي الأكثر شيوعاً وهذا من منطلق أن البنك التجاري يقوم بالإقراض من أموال المودعين، وبالتالي ففي أغلب الأحيان يكون هذا الاقتراض متبوعاً بضمانات من أجل منح المؤسسة قروض معينة.

الفرع الثالث: التمويل بقرض الإيجار

سننظر في هذا العنصر مفهوم القرض الإيجاري، وأنواعه، وتكلفته وأخيراً تقييمه كأداة التمويل.

1. تعريف قرض الإيجار:

لقد تعددت التعاريف الواردة بشأن قرض الإيجار، وفيما يلي عرض أهمها:

يمكن تعريف قرض الإيجار على أنه: "عبارة عن عقد يلتزم بموجبه المستأجر بدفع مبالغ محددة، بمواعيد متفق عليها لمالك الأصل من الأصول لقاء انتقاء الأول بمواعيد متفق عليها لمالك الأصل بالخدمات التي يقدمها الأصل المستأجر لفترة معينة"⁽¹⁾.

يمكن تعريف قرض الإيجار على أنه: "عبارة عن اتفاق بين مؤسسة أعمال معينة ومؤسسة أخرى، تكون مالكة الأصل معين، تقوم من خلالها المؤسسة الأولى باستخدام هذا الأصل لمدة تفوق السنة في مقابل التزاماتها بدفع مبلغ متفق عليه دورياً يسمى دفعة الإيجار".

ا. خصائص قرض الإيجار:

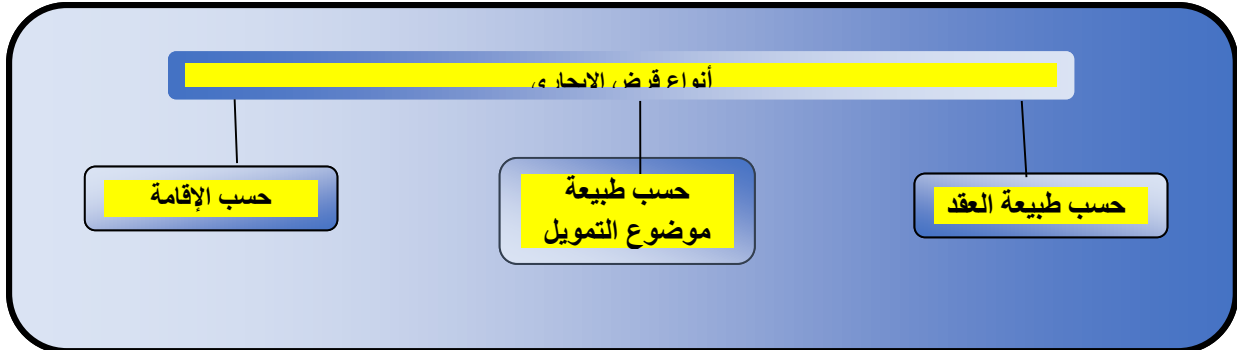
من خلال التعريفين، نستخرج هذه الخصائص:

- الأصل الممول، إذ يمكن أن يكون منقولاً أو عقاراً موجهاً لاستعمال مهني؛
 - مدة العقد، للعقد مدة غير للإلغاء ترتبط عادة بمدة اهتلاك الأصل المسموح بها جباثياً؛
 - الأقساط، تسدد عادة هذه الأقساط في البداية وتكون (فصلية، سداسية، سنوية) حسب ما اتفق عليه، وحسب ما تقتضيه الخصائص الفنية للأصل الممول؛
 - خيار الشراء، يحدد عقد الإيجار خيار بتوضيح القيمة المتبقية التي ستصبح السعر الذي يدفعه المستأجر لاكتساب الأصل عند نهاية العقد؛
- إشهار عقود قرض الإيجار، مع بيان الضمانات مع إلزامية صيانة وتأمين الأصل.

¹ مفلح محمد عقل، المرجع السابق، ص 128.

II. أنواع قرض الإيجار: هناك عدة تصنيفات لقرض الإيجار حسباً للمعيار المعتمد عليه، وهي:

الشكل (1-3) : أنواع قرض الإيجار



المصدر: من إعداد الطالبين .

I. حسب طبيعة العقد: يندرج ضمن هذا التصنيف شكلان من القرض الإيجاري وهما:

– القرض الإيجارية المالي: يعتبر هذا النوع من الإيجار أكثر أنواع الاستئجار، ويتمثل في دور الممول على وضع الآلات والأجهزة تحت تصرف المؤسسة المستفيدة مقابل تأجيرها، مع اختيار هذه شراء التجهيزات المؤجرة بقيمتها المتبقية؛

– القرض الإيجاري العملي (التشغيلي): هذا النوع يسمى تأجير الخدمات ويتضمن إضافة إلى تمويل الأصل المؤجر إلى المستأجر تقديم خدمات الصيانة؛ أي هو استئجار خدمات الأصل دون أن ينتمي ذلك بتملكه؛

II. حسب طبيعة موضوع التمويل: تنقسم إلى بين نوعين من الائتمان الإيجاري وذلك بطبيعة موضوع التمويل إلى:

– الائتمان الإيجاري للأصول المنقولة: يخص هذا النوع من الائتمان تمويل الحصول على أصول منقولة مكونة من التجهيزات وأدوات الاستعمال الضرورية للمؤسسة المستعملة، والتي تؤجر لفترة معينة مقابل ثمن الإيجار وفي النهاية العقد يُخير المستأجر بين تجديده لعقد الإيجار أو شراء الأصل أو إنهاء العقد والتخلي عن الأصل المستعمل؛

– الائتمان الإيجاري للأصول غير المنقولة: هذا النوع من الائتمان لا يختلف عن الآخر من ناحية تقنيات استعماله، الفرق الأساسي يكمن في أن هذا النوع يخص تمويل أصول غير منقولة، والمتمثلة في بنايات شيدت أو في طريق التشييد، حيث تكون المؤسسة المؤجرة قد حصلت عليها من جهة ثالثة أو قامت بنائها بنفسها، فنقوم بتسليمها إلى المؤسسة المستأجرة وذلك لاستعمالها في نشاطاتها.

III. حسب الإقامة: يتم التفريق بين نوعين من الاعتماد التجاري من خلال هذا المعيار وذلك بحسب جنسية أطراف العملية، وهما:

- **القرض الايجاري المحلي:** قرض الإيجار على أنه محلي عندما تكون كل الأطراف المتعاملة به (شركة قرض الإيجار، المستأجر، المورد) مقيمة بنفس البلد؛
- **القرض الايجاري الدولي:** عمليات القرض الايجاري الدولي غالباً بالأموال ذات القيم الكبيرة كتجهيزات الملاحة الجوية، والسفن المتخصصة لتأمين التموين البترولي، والتجهيزات الإذاعة.

IV. مزايا وعيوب التمويل بالقرض الايجاري

بالرغم من المزايا يوفرها قرض الإيجار، إلا أنه لا يخلو من العيوب، ويمكن تلخيص مزاياه وعيوبه فيما يلي:

1. مزايا قرض الإيجار

تتمثل مزايا القرض الإيجار فيما يلي⁽¹⁾ :

- يسمح قرض الإيجار للمؤسسة بتمويل استثماراتها كلياً بسرعة وسهولة كبيرة دون أن يحدث ذلك أي تأثير على مستوى الميزانية؛
- يسهم قرض الإيجار في تأمين المؤسسة ضد المخاطر التقنية، فمجرد ظهور استثمار بديل يتميز بفعالية أكبر وتقنيات أحدث، يمكن للمؤسسة استبداله بسرعة؛
- يعطي قرض الإيجار أفضلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تتميز بضعف في قدرتها على الاستدانة في تمويل احتياجاتها في النمو واحتياجاتها في التطوير دون الحاجة للاقتراض.

¹ Michel Di Martino, **Guide financier des PME**, 2ème édition, les Editions d'Organisation, 1981, P139.

2. عيوب قرض الإيجار

فيما يلي عرضٌ لأهم عيوب قرض الإيجار، نذكر أهمها:

- يعتبر قرض الإيجار بديلاً تمويلياً مُكلفٌ جداً في حال عدم إمكانية الاستفادة من الوفرة الضريبية؛
- بسبب سهولة الحصول على قرض الإيجار، يعد الاستثمار أقل مردودية مقارنة ببقية البدائل الأخرى.

الفرع الرابع: التمويل بالقروض السندية

بالإضافة إلى مصادر التمويل التي ذكرها فيما سبق، تعتبر القروض السندية مصدراً تمويلياً للمؤسسة طويلة الأجل، وفيما يلي سنتطرق إلى السندات من حيث مفهومها وأنواعها ودوافع لجوء المؤسسة إلى هذا النوع من التمويل من خلال المزايا التي توفرها.

➤ تعريف السندات:

- بشأن السندات تعاريف عديدة، إلا أنها تؤدي نفس المعنى، ومنها ما يلي:
- يعرف السند بأنه عبارة عن: " اتفاق تعهدي مكتوب وممهور بختم الطرف الذي صورته أو أنشأه، وفيه يتعهد بدفع فائدة دورية مع المبلغ المتفق عليه في تاريخ لاحق محدد أو مقرر " (1).
 - وكذلك: " مستند مديونية طويل الأجل تصدره المؤسسات، وتعطي حامله الحق في الحصول على القيمة الاسمية في تاريخ الاستحقاق، كما يعطيه الحق في سعر فائدة دوري يتمثل في نسبة مئوية من قيمته.
 - وأيضاً هي عبارة عن وثيقة تبعتها المؤسسة للجمهور بقيمة اسمية محددة وتحمل فائدة محددة، تدفعها أما كل 6 شهور مرة أو كل سنة مرة ولها موعد استحقاق طويل نسبياً قد يبلغ 10 سنوات إلى 15 سنة أو أكثر " (2).

¹ سمير محمد عبد العزيز، مرجع سابق، ص 113.

² طارق الحاج، المرجع السابق، ص ص 726 - 727.

من التعاريف السابقة نخرج بالخلاصة التالية: "السند عبارة عن ورقة مالية تعطي حاملها صفة الدائن للمؤسسة التي قامت بإصدار هذه الورقة المالية، وأن لها تاريخ استحقاق طويل المدى وأن دخلها ثابت".

➤ خصائص السندات

- توجد للسندات خصائص مختلفة ومتعددة؛ نذكر منها ما يلي:
- السندات ذات دخل ثابت في الغالب، إذ تدفع الفوائد لحملة السندات سنوياً أو نصف سنوي، سواء حققت الشركة أرباحاً أو خسارة.
- السندات هي وثائق تمثل اتفاقاً بين الشركة المصدرة وبين المستثمرين، تلتزم الشركة بإرجاع قيمة القرض، أي القيمة الاسمية للسندات المصدرة في فترة محددة في السند؛
- يجب أن تظهر وثيقة الإصدار المعلومات المتعلقة ب: اسم المصدر، عدد السندات المصدرة، الضمانات الممنوحة لحملة مقابل اكتتابهم في السندات المعينة لطأنتهم على مدخراتهم، كما يجب أن تُظهر سعر الإصدار الذي يجب أن يدفعه المكتتب للحصول على السند، والذي عايدة ما يساوي هذا السعر القيمة الاسمية له.

➤ أنواع السندات

يمكن تصنيف السندات حسب عدة معايير وهي كالتالي:

- من حيث الجهة المصدرة:
 - سندات حكومية: يتم إصدارها من قبل الحكومات لتمويل الإنفاق العام.
 - سندات القطاع الخاص: يتم إصدارها من قبل المؤسسات لتمويل توسعها.
- من حيث الضمان:
 - سندات مضمونة: هي تلك السندات التي تصدرها المؤسسة بضمان أصولها لمصلحة حاملي السندات.
 - سندات غير مضمونة: هي تلك السندات التي تصدرها المؤسسة دون أن تقدم أي ضمانات لمصلحة حاملي السندات.

– من حيث سعر الفائدة (الكوبونات):

– **سندات ذات سعر فائدة ثابت (عائد ثابت):** وهي تلك السندات التي تحمل سعر فائدة محدد سلفاً ويبقى ثابتاً دون تغيير لحين موعد الاستحقاق وبغض النظر عن التغيرات في حركة أسعار الفائدة في السوق؛ يحسب سعر الفائدة كنسبة مئوية من القيمة الاسمية، ويتم دفع كوبون الفائدة سنوياً أو كل نصف سنة حسب ما تقرره الجهة المصدرة للسند.

– **سندات ذات سعر فائدة عائم (عائد متغير):** وهي تلك السندات التي تحمل سعر فائدة متغير، حيث يتحرك صعوداً وهبوطاً مع حركات أسعار الفائدة في السوق. يتحدد سعر الفائدة العائم بربطه بسعر أساسي مثل سعر إعادة الخصم أو الفائدة على أذون الخزانة.

السندات الصفيرية:

ليست لها فائدة تدفع دورياً، لذلك يتم بيعها بقيمة تقل عن القيمة الاسمية ويتم استردادها بكامل قيمتها الاسمية عند حلول تاريخ استحقاقها بالإضافة إلى إجمالي الفائدة المستحقة والمتراكمة طوال فترة السندات.

من حيث قابلية التحويل:

– **سندات قابل للتحويل:** هي سندات ينص عقد إصدارها على إمكانية تحويلها إلى أسهم عادية بتاريخ ويسعر محدد مسبقاً (سعر التحويل)، ويكون لصاحب السند حرية الاختيار في ممارسة حقه في تحويل السندات إلى أسهم عادية أو استرداد قيمة السندات الأصلية في تاريخ الاستحقاق.

– **سندات غير قابلة للتحويل:** سندات لا يتم تحويلها إلى أسهم.

من حيث القابلية للاستدعاء:

– **سندات قابلة للاستدعاء:** هي تلك السندات التي يتم سداد قيمتها قبل موعد استحقاقها، ويذكر ذلك ضمن نص عقد إصدار السندات. عادة يتم استدعاء السندات عندما تنخفض أسعار الفائدة بصورة كبيرة عن تاريخ إصدارها وبالتالي لا يكون من مصلحة الجهة المقترضة الاستمرار في دفع فوائد عالية، فيتم استدعاء السندات ذات معدل الفائدة الثابت والمرتفع، ويتم استبدالها بسندات ذات معدل الفائدة الثابت والمرتفع، ويتم استبدالها بسندات ذات سعر فائدة منخفض. ولأن خيار الاستدعاء من

- شأنه أن يكون في غير مصلحة المستثمر فان السندات التي يمكن استدعاءها تعطي للمستثمر عائد أعلى من تلك السندات غير قابلة للاستدعاء.
- السندات غير القابلة للاستدعاء: تلك السندات التي لا يحق للجهة المصدرة استدعاءها قبل تاريخ استحقاقها.

➤ تقييم التمويل بإصدار السندات

يمكن تقييم السندات كمصدر للتمويل من خلال بيان مزاياها وعيوبها، كما يلي (1):

I. مزايا التمويل بإصدار السندات

- استخدام المؤسسة للسندات كمصدر تمويلي، جملة من المزايا، نوجز أهمها فيما يلي:
- تعطي السندات القابلة للتحويل إلى أسهم أو ذات الحق في شراء عدد من أسهم المنظمة المرونة في تعديل الهيكل المالي للمؤسسات؛
 - تعتبر تكلفة القروض السندية محددة مسبقاً، وأن التكلفة المتوقعة لهذا النوع من التمويل أقل من تكلفة الأسهم العادية أو الأسهم الممتازة؛
 - ليس من حق حامل السند أن يمارس حق الرقابة إلا في حالة الإعسار؛
 - يحصل مالك السند على دخل ثابت.

II. عيوب التمويل بإصدار السندات

- نذكر من هاته العيوب ما يلي:
- يترتب على التمويل بالسندات التزاما بدفع الفوائد؛
 - ينجز عن التمويل بالسندات زيادةً في المخاطر الناتجة عن التوسع بالتمويل بالمديونية، مما يؤدي إلى تخفيض قيمة الأسهم المتداولة؛
 - تعتبر السندات ذات تاريخ استحقاق محدد مما يفرض على المنظمة سدادها؛
 - إن خاصية المخاطر الناشئة عن طول الفترة مما يؤدي إلى تغير الظروف مما يزيد من التكلفة أو قد لا تستطيع المنظمة مواجهة الأعباء بسبب انخفاض الداخل.

¹ عبد الغفار حنفي، مرجع سابق، صص 474-476.

المبحث الثاني: ماهية القيمة وطرق التقييم في الإدارة المالية

القيمة مفهوم لازال ذو أهمية لدى أهل الاختصاص من خبراء والباحثين والأكاديميين في مجال الإدارة المالية لكون أغلب القرارات المالية الداخلية والخارجية منها ذات الأجل الطويل أو القصير أساسها قيمة المؤسسة؛ حيث تختلف قيمة المؤسسة باختلاف طريقة التقييم المستخدمة لذا وجب علينا التطرق إلى أهمية قيمة المؤسسة لكونها تعتبر أساس لاتخاذ القرارات، لذا تقييم المؤسسة عبارة عن وسيلة وليس غاية، كونه يعد أساس نجاح الهدف من عملية التقييم .

المطلب الأول: مدخل إلى تقييم المؤسسات

تعد القيمة مفهوماً ليس بمصطلح مباشراً وواضحاً كما يظن الكثير، قيمة كل أصل تتوقف على مجموعة عوامل، كنوعية القيمة الجاري قياسها والتوقيت الذي تم فيه تقدير القيمة، والغاية من عملية تقديرها.

الفرع الأول: تعريف القيمة المؤسسة

تُعرف قيمة المؤسسة بأنها: " مبلغ يدفع مقابل أصل أو الحق في الحصول على عوائد مستقبلية من وراء استخدام ذلك الأصل ".⁽¹⁾

وأيضاً هي: " المبلغ النقدي العادل الذي خلص إليه خبير مختصص، حيث يعكس القيمة المعادلة لحاصل جمع قيم أصولها المادية الملموسة وقيم أصولها المعنوية غير الملموسة وذلك في ظل استمرارية النشاط"⁽²⁾.

وبهذه التعاريف نخرج باستنتاج حول قيمة المؤسسة بأنها عبارة عن مبلغ النقدي المتفاوض عليه والمقدر من طرف خبير متخصص، وذلك مقابل الحصول على عوائد مستقبلية من جراء استخدام ذلك الأصل في ظل استمرارية نشاط المؤسسة.

يمكن التمييز بين عدة مفاهيم للقيمة في المؤسسة كالاتي:

1. القيمة السوقية العادلة (valeur marchande) : يطلق عليها أيضاً القيمة النقدية ؛ أي المبلغ

المعبر عليه نقداً الذي يقوم على أساسه انتقال ملكية أصل من بائع إلى مشتري راغبين بتوفر كل

¹طارق عبد العال حماد، التقييم وإعادة الهيكلة الشركات ، الدار الجامعية، الإسكندرية ، 2008 ، ص 11.

²هوارى سويبي، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير ، جامعة الجزائر، 2008، ص 37.

المعلومات اللازمة للأصل ، وأيضاً قيمة الأصل في السوق للأصل، فالقيمة السوقية للسهم مثلاً، تتحدد على أساس تقويم المستثمرين للأرباح المتوقعة في المستقبل، وهذا يعني أن القيمة السوقية تأخذ في الحسبان القيمة الاقتصادية للمؤسسة .

2. **القيمة الاستثمارية (Valeur d'investissement):** يتمثل في قيمة الحالية لمنافع المستقبلية الناتجة من أصل ما بالنسبة لمشتري معين، أي أن ما ينتجه الأصل خلال فترة الاستثمار يعبر عنه بقيمة، وعدم تجاهل عاملين أساسيين يتمثلان في: ⁽¹⁾ القيمة الإضافية المحققة في سنوات الاستثمار ؛ حجم المخاطر وتقلبات أسعار الأصول وأثر التضخم والظروف العامة .

3. **القيمة الدفترية (valeur comptable):** بالنسبة للأصل فهي تكلفة تاريخية ناقص الاهتلاك المتراكم أما بالنسبة لمؤسسة تكون القيمة الدفترية هي مجموع القيم الدفترية لكل الأصول الفردية ناقص القيمة الدفترية للخصوم الفردية للخصوم الفردية؛ أي أنها مفهوم محاسبي فقط وليس تقييم اقتصادي.

وبعبارة أخرى تتمثل في قسمة رأس المال المدفوع والاحتياطات والأرباح المحتجزة إن وجدت على عدد الأسهم العادية⁽²⁾.

4. **شهرة المحل (Renommée):** نوع خاص من الأصول غير المادية أو هي السمات الغير قابلة للقياس والوزن بدقة، والتي هي محل اهتمام العملاء وجذبهم إلى المؤسسة ما، وهي في جوهرها توقع استمرارية تفضيل العملاء لها والقيام بتشجيعهم لأي سبب من الأسباب⁽³⁾.

5. **قيمة التصفية (Valeur de filtre):** وهي صافي المبالغ النقدية التي يمكن الحصول عليها عند بيع الأصول ناقص الخصوم ؛ كذلك هي المبلغ الصافي المتحصل عليه عند إنهاء أعمال المؤسسة، وبيع كل الأصول والوفاء بالالتزامات؛ وبحسب ظروف التصفية تكون هناك تصفية إجبارية والمنظمة.

6. **قيمة النافية أو المتبقية (valeur résiduelle):** تتمثل في المبلغ الصافي المحقق عند بيع أصل أو التصرف فيه بأي طريقة، بعد أن أصبح عديم المنفعة عند مالكة الحالي، ويتقرر إخراجه من الخدمة؛ وهي تختلف عن مفهوم الخردة.

¹سعيد بريكة، سعيد مسعي، **تقييم المنشأة الاقتصادية، مدخل القيمة الاقتصادية المضافة**، الملتقى الدولي حول صنع القرار في المؤسسة الاقتصادية، جامعة محمد بوضياف، الجزائر، أبريل، 2009، ص4.

²سعيد بريكة، سعيد مسعي، **مرجع سابق**، ص5.

³طارق عبد العال حماد، **مرجع سابق**، ص15.

7. **قيمة الإحلال (valeur de remplacement)** : تكلفة تملك أصل جديد ذي منفعة مساوية وتقدير التكلفة الاحلالية يأخذ في الاعتبار الكيفية التي سيتم بها استبدال الأصل بمواد أحدث وتكنولوجيا متطورة .

يجب التفرقة بين القيمة والسعر؛ فالسعر يعبر عن معدل التبادل لشيء ما مقابل شيء آخر في حين أن القيمة هي أساس تحديد سعر التبادل أي أن القيمة لا تتطلب عملية التبادل.

الفرع الثاني: تعريف تقييم المؤسسة

يعرف التقييم بأنه: " عملية تقنية تستعمل منهجية ووسائل وأدوات من أجل تحديد مجال تكمن ضمنه القيمة المراد الوصول إليها "(1).

كما يُعرف التقييم على أنه: " إعطاء قيمة العناصر المراد تقييمها، بحيث تعبر هذه القيمة عن سعر التوازن الذي يقبل على أساسه المشتري بالشراء والبائع بالبيع ".

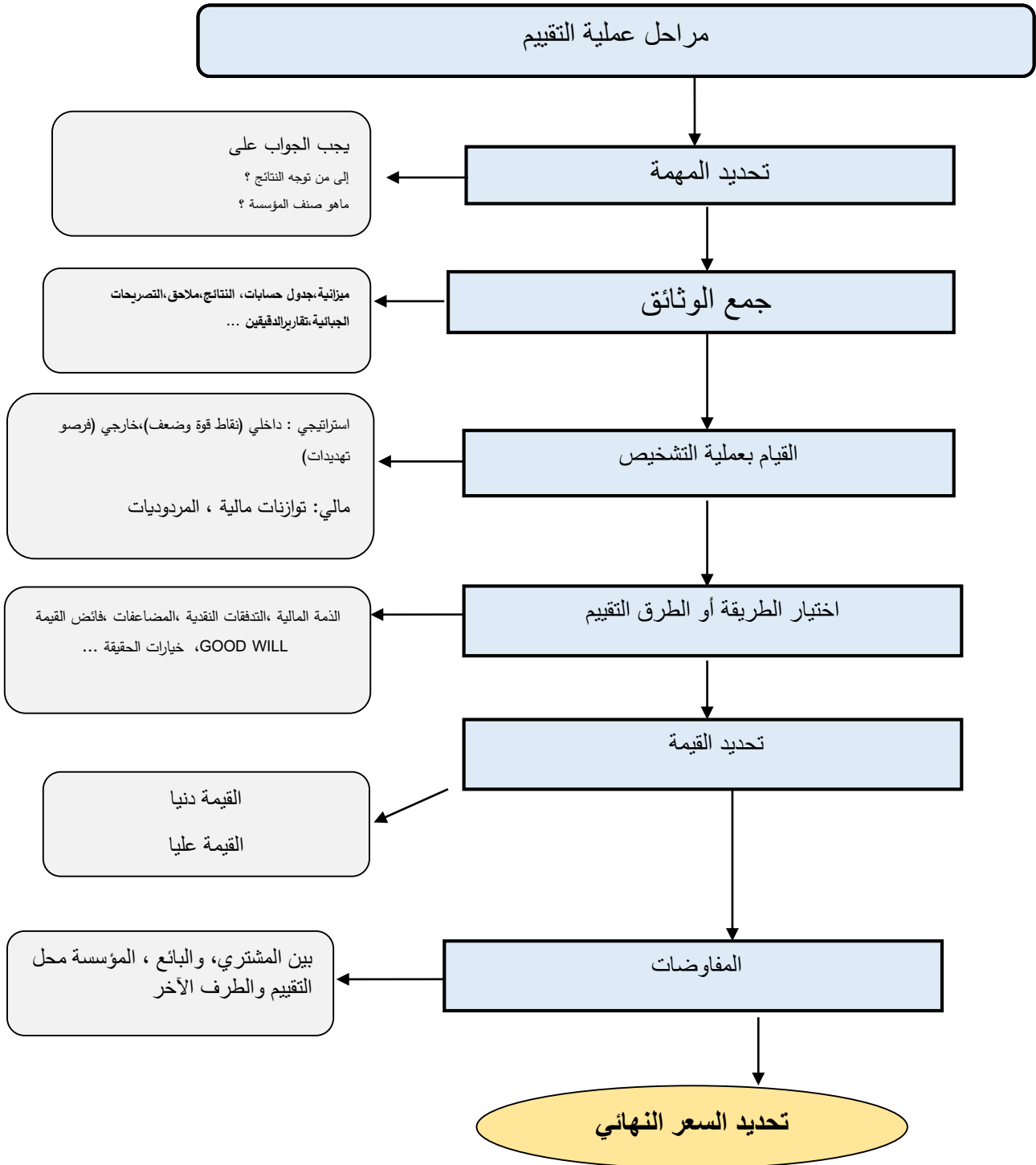
أما تقييم المؤسسة يتمثل في تحديد قيمة الأموال الخاصة، والتي تساوي إلى الفرق بين الأصل الاقتصادي وقيمة المديونية الصافية، وتحديد الثروة المستثمرة من طرف المساهمين"(2).

إذن تقييم المؤسسة عبارة عن عملية تهدف إلى تحديد قيمة المؤسسة والتي يمكن أن يعبر عنها بالأموال الخاصة. والتي تحدد بصافي قيمة الأصول والمتمثلة في الفرق بين الأصول الاقتصادية وقيمة المديونية الصافية بعد تقييمها، أي قيمة الثروة المستثمرة من طرف المساهمين.

عملية التقييم عبارة عن مجموعة من المراحل تسعى إلى التشخيص الدقيق للمؤسسة بقصد تحديد القيمة وهو الهدف المنشود ولا بد من وضع مخطط عمل يسمح للمقيم بالتتبع الجيد لمسار عملية التقييم سنحاول تلخيص مراحل التقييم منها الأربعة الأساسية المتمثلة في (جمع الوثائق، القيام بعملية التشخيص التي تعتبر أهم مرحلة يقوم بها المختص المقيم، القيام باختيار طريقة التقييم أو الطرق وذلك حسب التشخيص المتوصل إليه، ثم في الأخير يتم تحديد السعر النهائي) الشكل رقم (04) يوضح تسلسل مراحل التقييم:

¹ملبكة زغيب، **مشاكل تقييم المؤسسة الصناعية**، ملتقى دولي حول اقتصاديات الخوصصة والدور الجديد للدولة، جامعة سطيف، 2004، ص2. ²بلخير بكاري، **أثر التقييم المالي على المسار الشراكة بالنسبة لمؤسسات قطاع المحروقات في الجزائر**، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، كلية علوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 03، ص14.

الشكل (1-4): مراحل تقييم المؤسسة



المصدر: من إعداد الطالبين

الفرع الثالث: دوافع تقييم المؤسسة

لا بد من ذكر الدوافع التي تؤدي إلى تقييم المؤسسة، ويمكن تصنيفها إلى مستويان تشغيلي وإستراتيجي نلخصها في الجدول (3) التالي: (1)

الجدول (3-1): دوافع تقييم المؤسسة

<ul style="list-style-type: none"> ✓ القيام بوضع نظام المكافأة العمال؛ ✓ تطور الذمة المالية المتراكمة؛ ✓ تسير التوليفة (المحفظة) المالية؛ ✓ تقييم الأداء المالي وقياس خلق القيمة. 	المستوى التشغيلي
<ul style="list-style-type: none"> ✓ الدخول للبورصة؛ ✓ الرفع من رأس المال من أجل تحديد سعر الإصدار للأسهم الجديدة؛ ✓ إقامة الشراكة بين المؤسسات؛ ✓ الاندماج بين الشركات أو تقييم الجزئي للأموال. 	المستوى الإستراتيجي

المصدر: من إعداد الطالبين

الفرع الثالث: أهداف وأهمية عملية التقييم المؤسسة

عملية تقييم المؤسسات ذات أهمية وأهداف وبما أنها متعددة ومتنوعة نلخصها في جدول التالي :

الجدول (4-1): جدول يوضح أهمية وأهداف التقييم المؤسسة

أهمية التقييم المؤسسة	أهداف التقييم المؤسسة
<ul style="list-style-type: none"> ✓ يساعد التقييم بالحصول على تمويلات مناسبة للمؤسسة؛ ✓ يساعد في إدراج المؤسسة في البورصة؛ ✓ يسمح التقييم بانتهاز فرص الشراكة؛ ✓ يساعد التقييم بالحصول على تمويلات مناسبة للمؤسسة؛ 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ التخطيط للأعمال المنشأة؛ ✓ اتخاذ قرارات استثمارية وتجارية رشيدة متعلقة ببيع أو بشراء الاستثمارات؛ ✓ إعادة هيكلة المؤسسة لغرض تخفيض التكاليف وزيادة الأرباح؛

¹ علي الضب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة، مذكرة ماجيستر تخصص مالية المؤسسة، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، جامعة ورقلة، 2009، ص20.

<p>✓ التسيير بالقيمة من طرف مسيري المؤسسة؛ لغرض التوجيه واتخاذ القرارات التشغيلية والإستراتيجية بما فيها القرارات المالية .</p>	<p>✓ تعزيز الشفافية من خلال السماح بتحديد متطلبات العرض والإفصاح عن المعلومات المالية⁽¹⁾؛</p> <p>✓ قياس المخاطر المحيطة بالمؤسسة كالمخاطر المالية وغيرها.</p>
---	--

المصدر: من إعداد الطالبين.

المطلب الثاني: طرق ومقاربات تقييم المؤسسة

في هذا المطلب سيتم تقديم مختلف الطرق تقييم وهذا بتبين أهم الاختلافات بينهما من حيث منظور كل طريقة، حيث ليست كل طريقة صالحة لمؤسسة تكون مبينة على فرضيات مختلفة، تبعاً لنوع المؤسسة وخصوصيتها وكذلك الهدف من وراء التقييم والمحيط المتواجدة فيه.

الفرع الأول: أهم مقاربات تقييم المؤسسة

عملية تحديد قيمة المؤسسة تتوقف ما إذا كانت أسهمها تتداول في السوق المالي أو لا، فإذا كانت مؤسسة مدرجة في البورصة، تصبح عملية التقييم سهلة، حيث تكون القيمة السوقية هي محور عملية التقييم، أما إذا لم تكن مدرجة في السوق المالي، فسوف تكون هناك سيرة يجب إتباعها لتحديد قيمة المؤسسة³² وفقاً للعديد من الطرق:

لذلك يجب التفريق بين نوعين من المؤسسات موضوع التقييم:

✓ المؤسسات المدرجة في السوق المالي؛

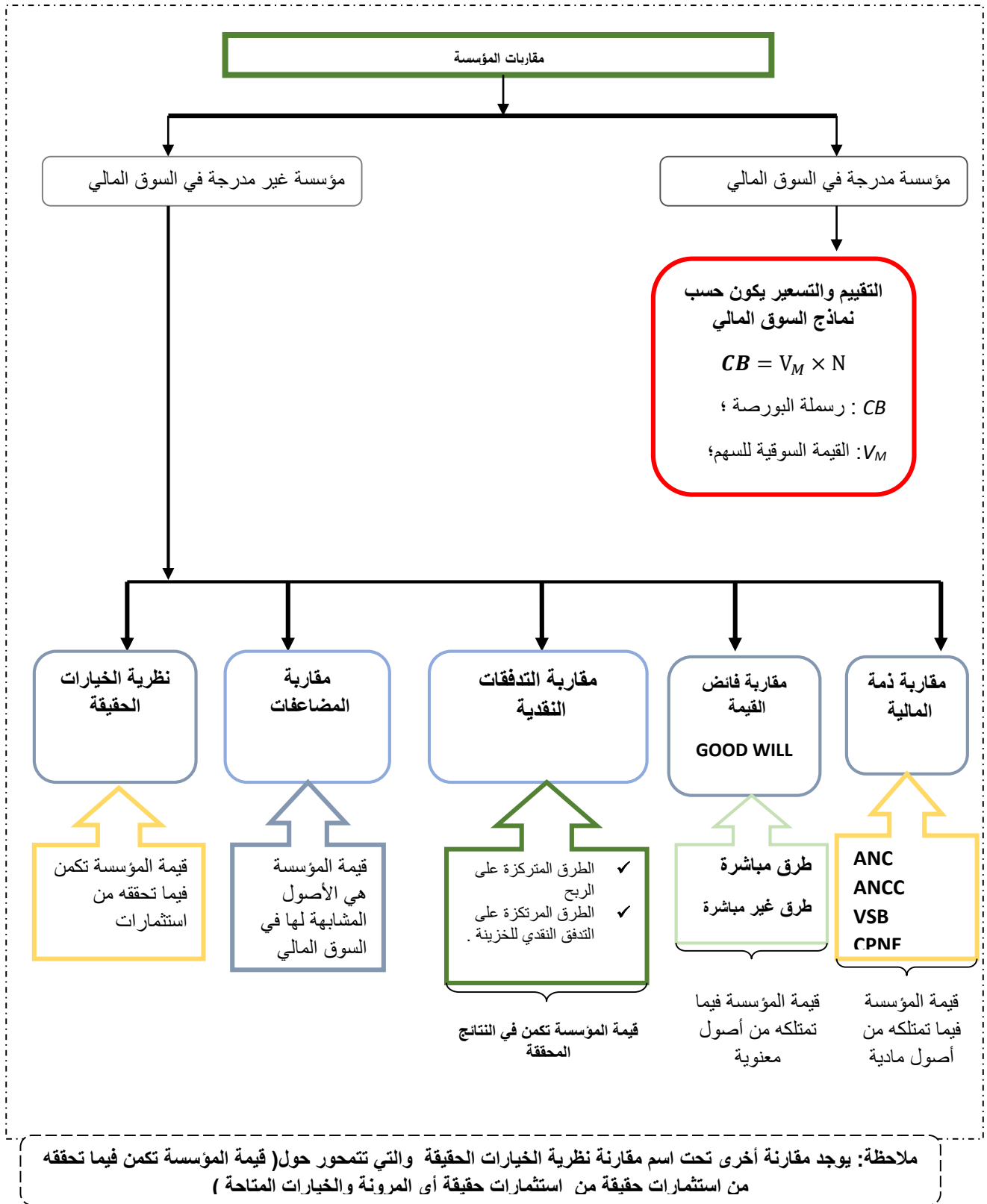
✓ المؤسسات غير المدرجة في السوق المالي.

يمكننا أن نوضح الطرق المستخدمة على حسب المؤسسات بالشكل (5) التالي:

¹كوثر راجي رانية ، بومزايد إبراهيم، مقاربات وطرق تقييم المؤسسات الاقتصادية، مجلة الباحث الاقتصادي ، مجلد 06، العدد 10 ديسمبر 2018 ، ص ص 370-371 .

²نصيب رجم، عماني لمياء، بن علي سمية، تقييم المؤسسات دروس وتطبيقات محلولة، الجزائرية للنشر والتوزيع 2018 ، ص 30.

الشكل (1-5): مقاربات تقييم المؤسسة



المصدر: من إعداد الطالبين

أولاً : الذمة المالية

ترتكز هذه الطريقة في تقييمها للمؤسسة على صافي المركز المالي أي صافي الأصول، وهي مقارنة بسيطة من حيث المبدأ، حيث يتم التعبير فيها عن قيمة المؤسسة بالفرق بين إجمالي عناصر الأصول المسجلة وإجمالي الديون.

أيضاً يمكن تعريف هذه الطريقة على أنها تركز على ممتلكات المؤسسة بحيث تهتم بماضي وحاضر المؤسسة وتوجد وفق هذه المقاربة الطرق التالية:

1. طريقة الأصل المحاسبي⁽¹⁾ ANC:

تحسب قيمة المؤسسة باستعمال هذه الطريقة انطلاقاً من الميزانية وتعطي قيمة محاسبية بسيطة للمؤسسة هي عبارة عن الوضعية الصافية لها تبعاً للعلاقة التالية:

$$\text{قيمة المؤسسة} = (\text{مجموع الأصول} - \text{مصاريف التأسيس}) - \text{مجموع الديون}$$

توجد طريقة أخرى التي تعتبر إمداداً للطريقة السابقة وهي ANC_r والتي تأخذ بعين الاعتبار أثر ارتفاع المستوى العام للأسعار (التضخم)؛ على اعتبار أن الأصول مقيمة بالتكلفة التاريخية لها ويستعمل لإعادة التقييم إما المؤشر العام أو المؤشر القطاعي الذي يأخذ في الاعتبار الخصوصيات القطاعية للشركة محل التقييم، كما يجب إجراء تعديلات على قيم بعض البنود الأصول والخصوم تبعاً للعلاقة التالية :

• حالة أصول مادية

$$\text{قيمة المؤسسة} = \text{مجموع الأصول معدلة} - \text{مجموع الديون معدلة}$$

أو

$$ANC = \sum A - \sum D$$

و بعلاقة أخرى يمكن أن يحسب بالعلاقة :

¹جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال، دار الهدى للنشر والتوزيع، الجزائر، 2011، ص 176.

- حالة أصول مالية كالأسهم

$$VMC = \frac{ANC}{\text{أسهم عدد}}$$

فبالرغم من سهولة هذه الطريقة، إلا أنها تكتنفها العديد من النقائص العملية، كونها لا تعكس القيمة الحقيقية وتستبعد القيمة الزمنية للنقود وتُعيد حسابات الأصول بقيمتها التاريخية.

2. طريقة الأصل الصافي المصحح¹ ANCC:

يعرف بأنه القيمة الحقيقية أو الاستعمالية تعبر عن رأس المال لازم لاستبدال موجودات المؤسسة حسب وضعيتها الحالية، كما تركز مبدأ تقييم بنود الموجودات حسب القيمة السوقية لها على اعتبار أن المؤسسة محل التقييم مستمرة على العموم في نشاطها ويتم وفق العلاقة التالية :

$$\text{قيمة المؤسسة} = \text{مجموع الأصول المصححة} - \text{مجموع الديون المصححة}$$

وفي تفصيل الطريقة الأصل الصافي المحاسبي المصحح أكثر يتم تصحيح عناصر الميزانية (الأصول، الخصوم).

نظراً للقصور المسجل في طريقة الأصل المصحح فقد أدى هذا إلى ظهور طرق أخرى تتمثل في طريقتي القيمة الجوهرية VSB والأموال الدائمة الضرورية للاستغلال CPNE.

3. القيمة الجوهرية الإجمالية (VSB) Valeur Substantielle Brute

مجموع الأصول المادية للمؤسسة المستعملة والمنظمة من أجل تحقيق الأهداف بدون الأخذ بعين

الاعتبار طريق التمويل هذه الأصول²؛ وتحسب القيمة كما يلي :

$$\text{القيمة الجوهرية} = \text{الأصول الإجمالية المصححة} + \text{مصاريف الاستثمار الضرورية للحفاظ على الأدوات الموجودة} + \text{الأملاك المستأجرة (بقيمتها الاستعمالية)} - \text{العناصر خارج الاستغلال}$$

الجدير بالذكر، بأنها ليست طريقة مباشرة من طرق التقييم، وإنما هي وسيلة مساعدة لتحديد فائض

القيمة.

¹جبار محفوظ، مرجع سابق، ص 179.

²جبار محفوظ، مرجع سابق، ص 176.

4. الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال (Capitaux Permanents Nécessaire à exploitation) (CPNE):

تم إدخال مفهوم الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال من طرف (A, Barnay) و (G. Calba) حيث يعتبر البديل الذي جاء على الانتقادات والخط الذي يكتنف طريقة القيمة الجوهرية خصوصا فيما يتعلق بمشكل تمويل العناصر الضرورية للاستغلال بالمؤسسة لتغطية الاحتياج في دورتي الاستثمار والاستغلال وتكون على الشكل التالي⁽¹⁾:

الأموال الدائمة الضرورية = القيم الثابتة للاستغلال + القيم الثابتة لقرض الإيجار + القيم الثابتة لقرض الإيجار + القيم الثابتة المستأجرة والمستعارة + الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال

- ✓ في حالة وجود أصول ثابتة خارج الاستغلال يتم طرحها، إلا إذا كانت قيمتها ضئيلة فيتم إهمالها تماما في كلا المعيارين.
- ✓ تعتمد طريقة الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال على حركية الاستثمارات واحتياج رأس المال العامل يجعلها أكثر نجاعة إذا تعلق الأمر بالتوقعات المستقبلية. على عكس طريقة القيمة الجوهرية الإجمالية التي تصلح أكثر في الماضي بسبب عدم التناسق بين الربح المتوقع الذي يعتبر عنصر حيوي وعناصرها الثابتة.
- ✓ ينتج عن طريقتين ربح متوقع سيكون كذلك محل التقييم، يطلق عليه (النتيجة المتوقعة المرتبطة (RPA).

وجهت انتقادات لدخل الذمة المالية وبوجه الخصوص طريقة الأصل الصافي المحاسبي المصحح على وجه الخصوص، وذلك لعدم أخذها لبعض الأصول التي تحوزها المؤسسة نتيجة قدراتها التنافسية ومكانتها في السوق، هذه الأصول تشكل قيمة مضافة للمؤسسة، تعطس قيمتها الإستراتيجية وتعرف ب Good Will.

¹بكار ي بلخير، مرجع سابق، ص04.

ثالثاً: فائض القيمة **Good Will**

يعرف فائض القيمة على أنه زائد القيمة الإجمالية المعطاة للمؤسسة عن القيمة الحقيقية لأصولها في تاريخ معين، هذا الفائض يتمثل في الأصول غير المادية فهو بذلك يقيس المزايا المعنوية للمؤسسة⁽¹⁾ (الخبرة، المعرفة، زبائن المؤسسة، التقدم التكنولوجي، العلامة التجارية).
يمكن استعمال طريقتين لحساب فائض القيمة **Good Will** تتمثل الطريقتين في :

➤ الطريقة المباشرة أو الطريقة الأنجلو-سكسونية **Méthode des Anglo-saxons**

حسب هذه الطريقة يفترض أن العائد المباشر أو (الريع) هو عائد ثابت إلى مالا نهاية؛ حيث تحسب قيمة المؤسسة كما يلي:

$$GW = \frac{RENTE\ GOODWILL}{I}$$

$$RENTE\ GOODWILL = RPE - RPT$$

علما أن :

- ا:معدل التحيين؛
- RPE :Résultat prévisionnel d'exploitation؛
- RPT :Résultat prévisionnel théorique؛

➤ الطريقة غير المباشرة: وتدعى أيضاً طريقة المماسين، حيث يتم حساب قيمة المؤسسة وفق الطريقة :

$$V = ANCC + GW$$

علما أن:

- $GW = 1/2 (B/I - ANCC)$ ؛
- **ANCC**:الأصل الصافي المصحح؛
- **B**:متوسط الربح المتوقع؛

¹رابحي رانية كوثر، بومزايد إبراهيم، مرجع سابق، ص377.

• I : معدل التحيين.

ثالثاً: مقارنة التدفقات النقدية

تركز مقارنة التدفق النقدي في تقييمها للمؤسسة على التدفقات النقدية المستقبلية الناتجة عن الاستثمار، قدرة المؤسسة على تحقيق الأرباح المستقبلية وتدفقات الخزينة المتاحة، يمكن أن نجد طرق التقييم التالية:

✓ طرق التقييم المرتكزة على مقارنة الربح ؛

✓ طرق التقييم المرتكزة على تدفقات الخزينة.

➤ الطرق المرتكزة على مقارنة الربح *Approche par le Bénéfice*:

وتشمل القيم التالية (1):

1. قيمة المردودية:

تمثل المردودية المقياس النقدي لكفاءة الوسائل البشرية والمالية الموضوعة للعمل من خلال عملية اقتصادية معينة، فهي تمكن بمقارنة النتائج مع الوسائل المستخدمة؛ وتحسب بالعلاقة التالية:

$$\frac{\text{النتيجة}}{\text{الوسائل المستخدمة}}$$

هذه الطريقة تعتمد في تحديدها لقيمة المؤسسة على رسملة متوسط الربح المتوقع بمعدل استحداث معين، وهي الأكثر استعمالاً من طرف الخبراء، وتحسب بالعلاقة الآتية :

$$V = B(1 + i)^n$$

حيث أن:

• V : قيمة المؤسسة؛

• n : عدد السنوات؛

• i : معدل الاستحداث.

¹بن قدورة أشواق ، تقييم المؤسسات وفقاً لرأس المال غير المادي، دار الراجحة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013، ص 138.

- مقاربات تقييم المؤسسات المعتمدة على المردود الصافي:

تعتمد مقارنة المردود على أساس إدراج الربح الصافي في عملية تقدير قيمة المؤسسة، وهذا بعد تحيينها بمعدل الاستحداث، وفق العلاقة الرياضية:

$$V = RN / 1 / (1 + i)^n$$

- مردودية الأموال أو العائد على حقوق الملكية (ROE)

وهي نسبة تقيس عائد الأموال الخاصة المستخدمة وترتبط بين النتيجة الصافية للاستغلال ومبلغ الأموال الخاصة أي :

$$ROE = \frac{\text{الصافية النتيجة}}{\text{الخاصة الاموال}}$$

ويمكن تفصيل هذه العلاقة:

$$ROE = \frac{\text{الصافية النتيجة}}{\text{المواجبات}} \times \frac{\text{الموجبات}}{\text{الملكية حقوق}}$$

$$ROE = \text{العائد على الأصول (ROA)}^2 \times \text{معامل الرفع المالي}$$

تعطي نسبة العائد على حقوق الملكية للمستثمرين ولمسيري المنشأة والبنك على الخصوص معلومات حول قدرة المنشأة على تحقيق أرباح للمساهمين هذه النسبة تجمع بين العائد على الموجودات ونسبة الرفع المالي، فالأولى تسمح بقياس كفاءة المنشأة والثانية تبين حجم أموال الغير كنسبة على الأموال الخاصة.

- العائد على الاستثمار (ROI):

يمثل القيمة الحالية للتدفقات النقدية خلال فترة الاستثمار ولحساب القيمة المحققة من الاستثمار نضيف لتدفقات التدخل المتحصل عليه في النشاط الجاري المتوقع الحصول عليها في السنوات اللاحقة بمعدل القيمة الحالية، وهذا المعدل تحدده المنشأة انطلاقاً من معدل التوظيف في السوق المالي والخطر المتعلق بالمنشأة أخطار السوق والمنافسة... الخ

يقدم حساب معدل العائد على الاستثمار للمستثمر والمسيرين رؤية حول المشروع، فهو يبين لهم ما إذا كان هذا المشروع يقدم عوائد أعلى من تكلفة الموارد المستخدمة فيه أم لا. فإذا كانت القيمة الحالية للتدفقات النقدية سالبة تحتم على إدارة المنشأة أن تعمل تخفيض رأس مالها، والعكس في حالة تحقيقها المرذوبة أعلى من تكلفة الموارد، في هذه الحالة يمكنها تقديم مكافآت وتوزيعات للمساهمين. وقد تعمل على رفع رأس مالها ولو بعملية حجز لجزء من أرباحها إذا سمحت الخطط الإستراتيجية والإقامت باستقطاب الأموال من بدائل أخرى . ويمكن حساب العائد على الاستثمار حسب المعادلة التالية:¹

$$ROI = \frac{\text{النتيجة التشغيلية}}{\text{الاصول الدائمة في الاستثمار}}$$

- التقييم بواسطة نسبة سعر السهم الربح **évaluation Par la Relation Cours/ Bénéfice** ' L تسمى أيضاً **Price Earning Relation** باختصار **PER** وفق ما تستخدمه التسمية الانجلوساكسونية حيث يشير إلى عدد المرات التي يتم فيها تغطية سعر السهم من خلال ربحيته. وتعطى صيغة التقييم بواسطة هذه النسبة وفق العلاقة التالية:

$$V = (P/E) \times B$$

حيث أن :

- V : قيمة المؤسسة؛
- P/E : معامل نسبة السهم / الربح المأخوذ من البورصة؛
- B : الربح الإجمالي للمؤسسة.

● الطرق المرتكزة على مقارنة التدفق النقدي **Approche Par Cash Flow**

هذه المقاربة تركز في تقييمها لمؤسسة ما على التدفقات المستقبلية الناتجة عن الاستثمار وقدرة المؤسسة على تحقيق الأرباح المستقبلية الناتجة عن الاستثمار وقدرة المؤسسة على تحقيق الأرباح المستقبلية وتدفقات الخزينة المتاحة، وهي أيضا تشكل معطيات مهمة لجميع المستثمرين.

¹بريكة سعيد مسعي سمير، مرجع سابق، ص16.

• التقييم على أساس القدرة على التمويل الذاتي L'évaluation Par la capacité D'autofinancement

تستعمل القدرة على التمويل الذاتي¹ بدلا من نسبة السعر / الربح وتكتب كما يلي:

$$\text{cours} / \text{cash flow}$$

وبوضع قيمة القدرة على التمويل مكان الربح في العلاقة التي تحسب بها قيمة المردودية، فإن قيمة المؤسسة وفق قيمة القدرة على التمويل الذاتي تكتب بالعلاقة التالية:

$$V = \frac{CAF}{(1 + i)}$$

توضح هذه العلاقة المجموع المستحدث للقدرة على التمويل الذاتي، التي تعطينا أيضاً القدرة المحتملة لنمو المؤسسة، فالرسمة لقدرة التمويل الذاتي تعطينا القيمة المحتملة لنمو المؤسسة.

• التقييم على أساس التدفق النقدي المتاح Discounted Cash Flow

هي تلك الطريقة المقيمة للمؤسسة انطلاقاً من قدرتها على تحقيق التدفقات النقدية المتاحة والتي نقوم باستحداثها بمعدل آخذين في الحسبان ذلك الخطر الذي يحيط بالاستثمار فمجموع هذه التدفقات المستقبلية يكون وفق آفاق توقعية وبعد هذه الفترة تأتي إضافة نهائية حيث تكتب علاقتها على النحو الآتي:

$$V = \frac{DCF}{(1 + i)^t + VT_n} \times (1 + i)^n$$

حيث أن

- V: قيمة المؤسسة؛
- DCF: التدفق النقدي المتاح الخاص بالسنة t؛

¹بكارى بلخير، مرجع سابق، 2010، ص104.

- i : معدل الاستحداث؛
 - n : عدد السنوات المأخوذة كأفاق للتقدير؛
 - VT : القيمة الباقية للمؤسسة.
- ويحسب التدفق النقدي على الشكل :

نتيجة الاستغلال خارج الأعباء المالية والصافية من الضرائب + مخصصات الإهلاك = التدفق النقدي (الكلاسيكي) + / -
(التغير في احتياج رأس المال العامل + التنازل عن الأصول (صاف من الضريبة - الاستثمارات)

➤ طرق التقييم المرتكزة على تدفقات الخزينة

قيمة المؤسسة حسب هذه النماذج مساوية للقيمة الحالية لسلسلة من تدفقات الخزينة التي يتوقع تحقيقها في المستقبل؛ هذه التدفقات قد تكون تدفقات نقدية حرة (FCE) أو تدفقات نقدية متاحة (FTD)، تقييم المؤسسة وفقاً لهذه النماذج عادة ما يكون عبر المراحل التالية:

- تقدر الأرباح من خلال جدول حسابات النتائج؛
- تقدير الاحتياجات المرتبطة بالاستغلال وهي عادة الاحتياج لرأس المال العامل للاستغلال (BFRF) والاستثمارات.
- حسابات التدفقات النقدية على طول المدة التقديرية؛
- خصم هذه التدفقات بمعدل خصم يعكس معدل المطلوب على الأصول الاقتصادية أو معدل تكلفة رأس المال.

1. حساب التدفق النقدي المتاح (FTD) حساب هذا التدفق

يمكن حساب تدفق خزينة الاستغلال (FTE) بطريقة مباشرة من خلال العلاقة التالية :

$$FTE = EBE \mp IS_{ex} \mp \Delta BFRE$$

كما يمكن حساب تدفق خزينة الاستغلال المتاحة كما يلي :

$$FTE = (FTD) - \text{الاستثمارات الصافية}$$

حيث أن :

- **FTE**: تدفق الخزينة الاستغلال؛
 - **EBE**: الفائض الإجمالي للاستغلال؛
 - **$\Delta BFRE$** : ضريبة الاستغلال على المؤسسات؛
 - **IS_{ex}** : التغير في الاحتياج لرأس المال العام.
2. **حساب التدفق النقدي الحر (FCF)**: حسب النموذج قيمة المؤسسة تتمثل في قدرتها على تحقيق عوائد من خلال الخزينة. هذه العوائد يمكن أن توزع على المساهمين على شكل أرباح، أو يتم إعادة استثمارها في مشاريع أخرى، يمكن حساب التدفق النقدي الحر بالنسبة للسنة N من خلال العلاقة التالية:

$$FCF = RN_n + AM_n + \Delta BFEE_{n-1 \rightarrow n} - INV_n$$

حيث أن :

- **FCF**: التدفق النقدي الحر للسنة N؛
- **RN_n** : النتيجة الصافية للاستغلال للسنة N؛
- **AM_n** : مخصصات الاهتلاك للسنة N؛
- **$\Delta BFEE_{n-1 \rightarrow n}$** : التغير في الاحتياج لرأس المال العامل للاستغلال بين N و N-1؛
- **INV_n** : الاستثمارات الضرورية للسنة N.

يتم تطبيق الصيغة على كامل السندات التقديرية للمشروع .

3. حساب القيمة المتبقية (القيمة النهائية)

تقدير قيمة المؤسسة على هذه النماذج تقدير تدفقات النقدية بل يجب القيام بتقدير القيمة التي تتحصل عليها المؤسسة في نهاية مدة حياة المشروع الاستثماري، هذه القيمة يطلق عليها القيمة المتبقية () أو القيمة النهائية ؛ تحسب وفق العلاقة التالية:

$$VR = \frac{FCF_X}{CMPC - g}$$

أو

$$VR = \frac{FTD}{CMPC - g}$$

حيث:

- **VR**: القيمة المتبقية (المتوقعة) للسنة الأخيرة للمشروع؛
- **FCF_X** : آخر تدفق نقدي حر محسوب على مدى مدة حياة المشروع؛

• **FTD**: آخر تدفق نقدي متاح محسوب على مدى مدة حياة المشروع؛

• **CMPC**: التكلفة الوسيطة المرجحة لرأس المال؛

• **g**: معدل النمو اللانهائي (الدائم).

4. خصم التدفقات النقدية :

تحديد قيمة المؤسسة وفقاً لهذه النماذج من خلال خصم التدفقات النقدية الخزينة الاستغلال الحرة والمتاحة على كامل السنوات التقديرية للمشروع مع الأخذ الاعتبار القيمة المتبقية للمؤسسة، وذلك بتطبيق

العلاقة التالية :

$$V = \sum_{1}^n \frac{FCF_n}{(1+K)^n} + \frac{V_R}{(1+K)^n}$$

$$V = \sum_{1}^n \frac{FTD_n}{(1+K)^n} + \frac{V_R}{(1+K)^n}$$

حيث:

• **V**: قيمة المؤسسة ؛

• **FCF_n**، **FTD_n** : التدفق النقدي الحر أو المتاح للسنة N؛

• **V_R**: القيمة المتبقية؛

• **N**: عدد السنوات؛

• **k**: هو معدل العائد المطلوب أو تكلفة رأس المال (CMPC).

يمكن حساب معدل تكلفة هيكل رأس المال الذي يعكس المردودية المطلوبة من طرف المساهمين والدائنين، أي حساب المرجحة لرأس المال (CMPC)⁽¹⁾ وفقاً للطريقة التالية:

$$CMPC = \frac{K_{CP} \times C_P}{(C_D + D)} + \frac{KD \times (1 - I_{bS}) \times D}{(C_D + D)}$$

¹سمية بن علي، محاضرات تقييم مؤسسات، أولى ماستر، جامعة عنابة، الجزائر، 2021، ص 12.

أو

$$CMPC = K_{CP} \times \frac{C_P}{(C_D + D)} + K_D \times \frac{D}{(C_D + D)}$$

حيث:

- K_{CP} : تكلفة الأموال الخاصة؛
- K_D : تكلفة أموال الاستدانة؛
- I_{bs} : معدل الضريبة على أرباح الشركات؛
- D : مجمل الديون في الهيكل التمويلي؛
- CP : مجمل الأموال الخاصة في الهيكل التمويلي؛
- $(CP+D)$: مصادر الهيكل المالي.

مع العلم أن حساب تكلفة الأموال الخاصة K_{CP} تتم وفق الطريقة التالية:

$$K_{CP} = \frac{R_n}{C_n}$$

حيث أن:

- K_{CP} : تكلفة الأموال الخاصة؛
- R_n : النتيجة الصافية ؛
- CP : الأموال الخاصة.

ويمكن حساب تكلفة الأموال الخاصة باستخدام نموذج (MEDAF) كما يلي :

$$K_{CP} = E(R) = Rf + \beta_{CP}[E(RM) - Rf]$$

حيث أن:

- β_{CP} : معامل بيتا للأموال الخاصة؛

• **E(RM)**: العائد المتوقع للسوق؛

• **Rf**: معدل العائد الخالي من المخاطرة.

حساب تكلفة الاستدانة K_D بالعلاقة الرياضية التالية:

$$K_D = \frac{R_{fin}}{End_n}$$

قبل حساب تكلفة الاستدانة، من الضروري حساب الاستدانة الصافية بالعلاقة التالية:

$$End_n = P_{nc} + Tr_{pa} - P_{afc} - Tr_{ac}$$

حيث :

• **End_n**: الاستدانة الصافية؛

• **P_{nc}**: الخصوم غير الجارية؛

• **Tr_{pa}**: خزينة الخصوم؛

• **Tr_{ac}**: خزينة الأصول؛

• **P_{afc}**: التوظيفات المالية.

رابعاً: مقارنة المضاعفات **La méthode des multiples** (الرسملة)

حسب هذه الطريقة يتم اختيار عينة من الشركات المسعرة تنتمي إلى نفس القطاع ولها نفس الخصائص من حيث درجة المخاطرة مستوى المردودية ومعدل النمو، واستخدام هاته الطريقة يتم على ثلاث مبادئ أساسية¹، وهي:

- يتم تقييم المؤسسة بمحملها؛
- يتم تقييم المؤسسة بمضاعفات تخص قدرتها الربحية؛
- اعتبار السوق كفاء والمقارنة قابلة للتطبيق.

يتم استخدام المقارنة لتقييم المؤسسات غير المسعرة بالاعتماد على العينة المسعرة التي تمثل المرجع التقييمي، حيث لمضاعفات لها مكونين الأول موجود بكليهما والآخر موجود بالعينة، أهم هذه المضاعفات هي :

1- مضاعف النتيجة الصافية (أو معدل السعر إلى العائد) (PER)

يمثل هذا المضاعف حاصل قسمة النتيجة الصافية إلى الرسملة البورصية للعينة المختارة، وتفسير هذا المضاعف هو كم مرة الربح نقوم برسملة الربح المحصل عليه من طرف مؤسسة للحصول على قيمة الأموال المستثمرة، ويحسب بالعلاقة :

$$PER = \frac{CB}{R_{net}}$$

حيث:

- **CB**: الرسملة البورصية؛
- **R_{net}**: النتيجة الصافية.

¹Gérard chaerreaux, **Finance d'entreprise**, émis, paris, 2003, P165.

2- مضاعف نتيجة الاستغلال (MRexp)

يتمثل في حاصل قسمة القيمة السوقية للأصل الاقتصادي على نتيجة الاستغلال بعد الضريبة النظرية للعيننة المختارة وهذا الحاصل يتم به رسملة النتيجة الاقتصادية للمؤسسة غير المسعرة للحصول على قيمة الفاصل الاقتصادي⁽¹⁾ لهذه الأخير ويحسب المضاعف بالعلاقة التالية:

$$MR_{exp} = \frac{AE}{R_{exp}}$$

حيث أن:

- **AE** : الأصل الاقتصادي؛
- **R_{exp}** : نتيجة الاستغلال بعد الضريبة النظرية.

يمكن تحديد قيمة المؤسسة غير بنفس الطريقة سالفة، لكن هناك نقطة مهمة تتمثل في اختلاف معدل الضريبة للمؤسسات داخل العينة، حيث يعتمد المحللون على النتيجة قبل الضريبة لتقادي هذا الإشكال. مضاعف نتيجة الاستغلال يعبر جيداً عن قيمة المؤسسة كونه يتعلق بالنشاط العادي، لكن يشويه كذلك نقص بسبب تأثره بسياسة الاهتلاك المنتهجة من قبل المؤسسة، وهو ما يقود على استخدام مضاعف آخر وهو الفائض الإجمالي للاستغلال.

3- مضاعف الفائض الإجمالي للاستغلال (MEBE) :

هذا المضاعف لا يختلف في كيفية الاستعمال عن سابقة.

4- مضاعفات أخرى:

توجد عدة مضاعفات أخرى تستخدم من قبل المحللين الماليين أو المقيمين منها :

- مضاعف القدرة على التمويل (MCAF)
- مضاعف الأموال الخاصة أو مؤشر MARRIS ويتمثل في الرسملة البورصية على القيمة المحاسبية للأموال الخاصة.

• مقاربات الحديثة :

• مقاربات تقييم المؤسسات المرتكزة على أساس سعر السهم إلى ربحه "PER":

¹ علي بن الضب، مرجع السابق 2009، ص ص 22-26.

يعتبر معيار سعر السهم إلى ربحه من المقاربات التقييمية الحديثة التي تختص في تقييم المؤسسات المدرجة في البورصة، على غرار مقارباتي الذمة المالية والمردود الصافي التي تعتبر من الطرق الساتيكية التاريخي، كونها تعتمد على البيانات التاريخية ويعاب عليها ما يعاب على المبادئ المحاسبية في تقدير الربح الصافي.

تُحسب قيمة المؤسسة باستخدام طريقة سعر السهم إلى ربحه "PER" **Prise to Earnings Ratio**، وفقاً للعلاقة :

$$V = \frac{P}{E} \times R_n \cdot$$

طريقة العمل¹ :

- ✓ يتم تحديد البحث على مؤسسات نموذجية مدرجة في البورصة لأجل المقارنة معها؛
- ✓ تحديد قيمة PER لسنة معينة حيث يجب أن يكون متجانساً مع المؤسسات النموذجية؛
- ✓ تطبيق ال PER على النتيجة الصافية لنفس السنة على المؤسسة الخاضعة للتقييم؛
- ✓ تحديد قيمة المؤسسة.

الفرع الثالث: إيجابيات وسلبيات كل مقارنة

سنقوم بإعداد جدول يوضح سلبيات وإيجابيات كل مقارنة؛

¹VIZAVONA. P., < Evaluation des entreprises, cours et étude de cas corrigés >, BERTI Editions, 2006.

جدول (5-1): مميزات كل مقارنة من مقاربات تقييم المؤسسات

المميزات	المقاربة	
<p>السلبيات</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ مفهوم نظري بسيط لقيمة المؤسسة (قيمة المؤسسة فيما تمتلك)؛ ✓ مقارنة ساكنة، تعتمد على التراكم السابق للثروة؛ ✓ صعوبة غي إعادة تقييم الأصول المعنوية، ✓ تأخذ وقتا طويلا، مكلفة، وتحتاج لتدخل العديد من الخبراء. 	<p>الإيجابيات</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ قائمة على تحيين تدفقات الخزينة المتاحة المستقبلية؛ ✓ طريقة مرجعية ؛ ✓ تطبق على مؤسسات الصناعية ؛ تحصل على الأصل الصافي المصحح المعاد تقييمه؛ ✓ الطريقة الأمثل لتقييم الشركات المالية القابضة. 	الذمة المالية
<p>السلبيات</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ لا تتناسب المؤسسات التي تتميز بعدم استقرار هيكل رأس المال؛ والتي لديها ديون كبيرة ومتقلة؛ ✓ لا تكون دائمة موضوعية؛ ورغم أنها طريقة عقلانية إلا أنها قد تكون مغرضة. 	<p>الإيجابيات</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ قائمة على تحيين تدفقات الخزينة المتاحة؛ ✓ تهتم بالقيمة الجوهرية أو الأساسية، وهي طريقة مالية منسجمة مع النظرية المالية؛ ✓ قيمة المؤسسة مرتبطة بأفاقها المستقبلية للتطور. 	التدفقات النقدية
<p>المميزات</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ تتطلب وجود مؤسسات مشابهة؛ ✓ طريقة عملية ومستخدمة من طرف الممارسين؛ ✓ تعتمد على أساس نظري متين، وتلقى دعما أكاديميا؛ ✓ تكون دقة النتائج مرتبطة بجودة المعلومات، فهي تحتاج معلومات مالية ملائمة وذات موثوقية؛ ✓ نتائجها حساسة لاختبارات تطبيق المعايير المحاسبية الدولية (عند حساب الفائض الإجمالي للاستغلال على سبيل المثال). 		المضاعفات
<p>السلبيات</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ طريقة كثيرة الاستعمال تعتمد على مفاهيم بسيطة وسهلة؛ ✓ شديدة التأثير بوضعية وأحوال السوق المالي؛ ✓ صعوبة وجود مؤسسات قابلة للمقارنة على أرض الواقع. 		مقاربات الحديثة (PER)

المصدر: من إعداد الطالبين

خلاصة الفصل الأول:

يعتبر التمويل من أساسيات إنشاء وتشغيل المؤسسات بمختلف أشكالها، وبالتحديد معرفة محددات هيكلها التمويلي الذي يساعد في تشخيص المؤسسة عن طريق مقاربات التقييم التي تكون مصنفة حسب إدراج المؤسسة في البورصة من عدمه، وكل مقارنة لديها إيجابيات وسلبيات .

الفصل الثاني

دراسة تطبيقية على مجمع صيدال

SAIDAL GROUPE

تمهيد:

بعدما تطرقنا إلى إطار النظري لمحددات الهيكل التمويلي وقيمة المؤسسة وطرق ومقاربات التقييم، نظراً للأهمية التي يكتسبها الموضوع كان من المهم ربط بين الجانب النظري والتطبيقي، هذا الفصل سنقوم بدراسة ميدانية على مجمع صيدال GROUPE SAIDAL تطبيق عليها أهم مقاربات التقييم المؤسسات ولكن بمنظور مختلف وهو منظور الهيكلية التمويلية؛

يتم تناول في هذا الفصل مبحثين :

المبحث الأول : لمحة عن المجمع صيدال؛

المبحث الثاني : تقييم هيكل التمويلي بمؤسسة على صيدال .

المبحث الأول : تقديم للمجمع الصناعي صيدال GROUPE SAIDAL

يعتبر مجمع صيدال من المؤسسات الرائدة في مجال الصناعة الصيدلانية في الجزائر، ونظراً للنتائج الهامة المحققة تمكن من دخول إلى البورصة واحتلال نسبة هامة من السوق الجزائرية وتعتبر الأولى إفريقيا وهي بذلك تعتبر مؤسسة إنتاجية في قطاع الكيمياء.

المطلب الأول: التعريف بمجمع صيدال SAIDAL GROUPE

شهدت مؤسسة تطورات في نشأتها وهذا ما سنتناوله في هذا المطلب من تعريف بالمؤسسة التاريخي ومعرفة هيكلها التنظيمي.

الفرع الأول: معلومات تاريخية عن المجمع الصيدال

صيدال أو **Saidal** هي شركة أدوية عمومية جزائرية. هي إحدى أكبر شركات الصناعة الصيدلانية في إفريقيا والأكبر في الجزائر، وبالتالي مجمع (**GROUPE SAIDAL**) تأسس على مراحل مختلفة مرت بها المؤسسة الصيدلانية الجزائرية ⁽¹⁾ يمكن أن نلخص مراحل التاريخية لها في جدول الآتي:

جدول(2-5) :مراحل تطور التاريخي لمجمع صيدال

السنة	أهم تطورات
سنة 1969	- تم إنشاء الصيدلة المركزية الجزائرية (PCA) بموجب مرسوم رئاسي والذي حدد مهامها باستيراد أو تصنيع المنتجات ذات الاستعمال الإنساني؛
سنة 1982	- بعد إعادة هيكلة الصيدلية المركزية الجزائرية حسب المرسوم 161/82 المؤرخ في 24 أبريل 1982، تم إنشاء المؤسسة الوطنية للإنتاج الصيدلاني. مهمتها انحصرت في ضمان احتكار الدولة لإنتاج وتوزيع الأدوية بهدف تموين السوق الجزائرية بكميات كافية؛
1984	- تم إعادة تسمية المؤسسة الوطنية للإنتاج الصيدلاني، حيث أطلق عليها اسم مؤسسة صيدال (Saidal)؛

¹<http://www.saidalgroup.dz/ar/notre-groupe/histoire>, Consulté le 22/05/2022 à 12 :50 .

1989	- استقادت صيدال من الإصلاحات الاقتصادية وأصبحت مؤسسة عمومية اقتصادية تتمتع بالاستقلالية في التسيير، وذلك تطبيقاً لسياسة استقلالية المؤسسات، وتم ذلك بموجب تمويل رأسمالها إلى وأصبحت مؤسسة ذات أسهم؛
1993	- القيام بتعديلات على القانون الأساسي للمؤسسة حيث سمح لها بالمشاركة في كل عملية صناعية أو تجارية يمكن أن تكون ذات صلة مع موضوعها الاجتماعي من خلال إنشاء مؤسسات جديدة أو فروع؛
1997	- وضعت صيدال مخطط لإعادة هيكلة الصناعية، والذي بموجبه تم تقييم المؤسسة بتشخيصها داخلياً وخارجياً؛
1998	- تحولت المؤسسة بموجب العقد رقم 97/085 إلى المجمع الصناعي صيدال (Groupe SAIDAL) مكون من ثلاث فروع وهي فارمال، بيوتيك، أنتيبوتيكال ؛
2009	- رفعت (SAIDAL) من حصتها في رأسمال سوميدال إلى حدود 59%؛
2010	- قامت بشراء 20 % من رأسمالها إبييرال، كما رفعت من حصتها في رأسمال شركة تافكو من 38.75% إلى 44,51%.
2011	- رفعت صيدال حصتها في رأسمال إبييرال إلى حدود 60%؛
جانفي 2014	- شرع مجمع (SAIDAL) في إدماج فروعها الآتي ذكرها عن طريق الامتصاص: انتيبوتيكال، فارمال وبيوتيك.

المصدر: من إعداد الطالبين

الفرع الثاني: تعريف بمجمع صيدال SAIDAL GROUPE

أولاً: تعريف¹ SAIDAL GROUPE

مؤسسة ذات أسهم قدره 25.000.000.00 دج موزعة على 10.000.000 سهم، القيمة الاسمية للسهم تقدر بـ 250 دج موزعة كما يلي:

✓ 80% من الأسهم: ملك للدولة؛

✓ 20% من الأسهم: تم التنازل عنها سنة 1999 عن طريق البورصة للمستثمرين من المؤسسات والأشخاص.

¹https://www.saidalgroup.dz/ar/. Consulté le 22/05/2022 à 01 :50 .

تكمّن مهمة صيدال في تطوير، إنتاج وتسويق المواد الصيدلانية الموجهة للاستهلاك البشري.

ثانياً: مهام وأهداف المجمع:

بما أن الأهداف كثيرة ومتنوعة وكذا مهامه سنحاول تلخيص في جدول للإمام الجيد للمعلومات

جدول(2-7): أهداف ومهام مجمع صيدال SAIDAL GROUPE

أهداف مجمع صيدال	مهام مجمع صيدال
<p>من غير قيم المجمع المتمثلة في الوفاء، الالتزام، الوفاء، الدقة، والانضباط من أجل انجاز مهامه وتحقيق أهدافه، بحيث تتمثل في:</p> <p>✓ تعزيز مكانة المجمع كمنتج رائد في السوق المحلي؛</p> <p>✓ تعزيز الشراكة فهي تعتبر عامل أساسي لتطوير المجمع؛</p> <p>✓ زيادة من حصص السوق الوطنية لضمان استمرارية المجمع الذي يضمن لها الدخول إلى الأسواق الخارجية والبحث الدائم عن النمو الاقتصادي والمال؛</p> <p>✓ يسعى إلى أن يكون مرجعاً أساسياً وشريكاً مفضلاً في إفريقيا والشرق الأوسط؛</p> <p>✓ الإرضاء الكلي والدائم للزبون وهذا بوضع سياسة تسيير للنوعية والجودة تدريجياً؛</p> <p>✓ تطوير الشراكة من خلال مشاريع مع مخابر ذات سمعة عالمية سواء كانت شركات عن طريق عقود شراكة أو عن طريق اتفاقيات التصنيع.</p>	<p>مهام الأساسية</p> <p>✓ إنتاج مواد مخصصة لصناعة الدواء؛</p> <p>✓ إنتاج الأساس الفعال للمضادات الحيوية؛</p> <p>✓ الاهتمام أكثر المهان التجارية كتوزيع وتسويق منتجات المجمع عبر التراب الوطني لتغطية السوق الوطنية والسعي لاختراق الأسواق الدولية.</p> <p>المهام الفرعية:</p> <p>✓ إنتاج مواد التعبئة والتغليف؛</p> <p>✓ عبور ونقل السلع؛</p> <p>✓ تقديم خدمات التشكيل والتركيب والتحليل.</p>

المصدر: من إعداد الطالبين

ثالثاً: بطاقة فنية لمجمع صيدال

جدول (2-8) البطاقة الفنية لمجمع صيدال

SAIDAL GROUPE	
رأس المال الاجتماعي	شركة ذات أسهم برأسمال اجتماعي 2.500.000.000
طبيعة العملية	العرض العمومي للبيع بأسعار ثابتة بنسبة 20% من رأسمالها الاجتماعي (أي ما يعادل 2.000.000 سهم).
طبيعة الأسهم	أسهم اسمية .
عدد المساهمين الجدد	19288 مساهم جديد.
المساهم الرئيسي	الشركة العمومية القابضة كيمياء - صيدلة بنسبة 80%.
العملية المنجزة	عرض عمومي لبيع 2 مليون سهم اسمي بسعر إصدار 800 دج.
تاريخ العرض	من 15 فيفري إلى 15 مارس .
تأشيرة لجنة للبورصة	17 جويلية 1999 م .
تاريخ أول تسعيرة في البورصة	20 سبتمبر 1999 م.

المصدر : هواري سوسي ، "تقييم المؤسسة ودورها في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية

بالجزائر " ، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، جامعة الجزائر، سنة

2008/2007، ص 316.

الفرع الثالث: رؤية المستقبلية لمجمع صيدال SAIDAL GROUPE

حسب الإحصائيات الموجودة في الموقع الخاص بالمجمع فإن الطاقة الإنتاجية للمجمع حوالي 200 مليون وحدة بيع، غير أن معدل الإنتاج الحالي يقدر بـ 130 مليون وحدة بيع سنوياً، من أهم الآفاق المستقبلية لهذا المجمع نجد:¹

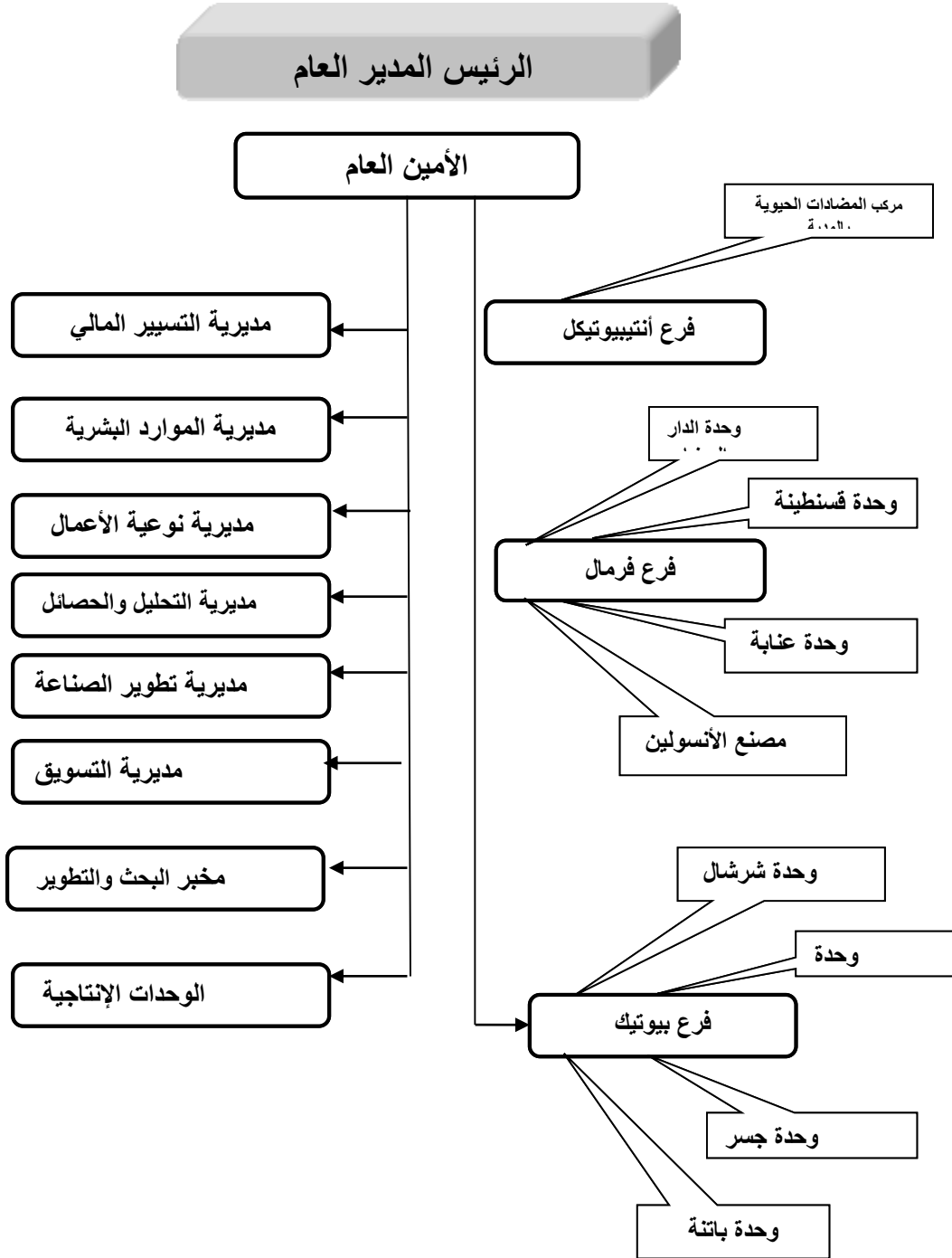
- ✓ عصرنه مواقع الإنتاج المحلية واستحداث مركز البحث والتطوير ؛
- ✓ تحسين تغطية السوق الوطنية للأدوية، من خلال إستراتيجية ترمي إلى تقليص الواردات وذلك بتطوير صناعة صيدلانية ناجحة وتوسيع تشكيلتها من المنتجات إلى أشكال أخرى حيث أنه حالياً يتم إنتاج قائمة محدودو تتشكل من حوالي 180 دواء لتغطية الحاجيات بشكل أفضل والانفتاح على مجال طب السرطان والبيوتكنولوجيا؛
- ✓ الطموح إلى تعزيز مكانة في السوق كرائد في صناعة الأدوية الجينية في الجزائر وتصبح مرجعاً أساسياً وشريكاً مفضلاً في منطقة إفريقيا والشرق الأوسط² .

¹ عمر وسلامي، دور الإبداع التكنولوجي في تحقيق المسؤولية الاجتماعية في المؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماجستير، تخصص إدارة الأعمال الإستراتيجية للتنمية المستدامة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، 2013، ص 01، ص 124-125.

²https://www.saidalgroup.dz/ar/%d9%85%d8%ac%d9%85%d8%b9-%d8%

الفرع الرابع: الهيكل التنظيمي للمجمع SAIDAL GROUPE

الشكل (2-5): الهيكل التنظيمي لمجمع SAIDAL GROUPE



Source : <http://cosob.org/wp-content/2014/11/les-emetteurs-SAIDAL.Pdf> ; p : 16 consulter (13/05/2022).

المبحث الثاني: تقييم هيكل التمويل لمجمع صيدال SAIDAL GROUPE

عملية التقييم تُعرف بأنها تحديد قيمة المؤسسة تركز بالأساس على وضعية المؤسسة انطلاقا من وضعيتها الحالية والمستقبلية ؛ حيث تقوم على مقاربات وطرق مختلفة تركز على فرضيات واعتبارات مالية معينة ؛ فمقاربة الذمة المالية تعتمد على ماضي المؤسسة ومقاربة التدفقات النقدية تهتم على مقارنة التدفقات النقدية التي تركز على ما ستحققه المؤسسة من أرباح في المستقبل .

المطلب الأول: تقييم الهيكل التمويلي من ناحية تدفقات خزينة

لتقييم الهيكل التمويلي للمؤسسة محل الدراسة مؤسسة صيدال SAIDAL GROUPE في العشر السنوات الأخيرة وجب علينا تطبيق مقاربة التكلفة المرجحة لرأس المال

الفرع الأول: قرار التمويل لمجمع صيدال (2010-2020)

يمكن حساب التكلفة المرجحة لرأس

$$CMPC = \frac{K_{CP} \times C_P}{(C_D + D)} + \frac{KD \times (1 - I_{bs}) \times D}{(C_D + D)}$$

حيث:

- K_{CP} : تكلفة الأموال الخاصة؛
- K_D : تكلفة أموال الاستدانة؛
- I_{bs} : معدل الضريبة على أرباح الشركات؛
- D : مجمل الديون في الهيكل التمويلي؛
- CP : مجمل الأموال الخاصة في الهيكل التمويلي؛
- $(CP+D)$: مصادر الهيكل المالي.

لحساب التكلفة المرجحة لرأس المال لزم الحال بنا حساب تكلفة الأموال الخاصة، وتكلفة الاستدانة، ويتوفر معدلات الضريبة على أرباح الشركات، وبالاعتماد على الميزانيات المحاسبية وجداول حسابات النتائج المتوفرة عن مجمع صيدال لفترة الدراسة 2010م-2020م، توصلنا إلى الحسابات التالية:

الفرع الأول: حساب تكلفة الأموال الخاصة "K_{CP}" لمجمع صيدال:

$$K_{CP} = \frac{R_n}{C_P}$$

حيث:

- K_{CP}: تكلفة الأموال الخاصة؛
- R_n: النتيجة الصافية؛
- C_P: الأموال الخاصة.

لحساب تكلفة الأموال الخاصة بالاعتماد على الميزانيات المحاسبية وجداول حسابات النتائج المتوفرة عن مجمع صيدال لفترة الدراسة (2010-2020)، توصلنا إلى الحسابات التالية:

الجدول (2-9): تكلفة الأموال الخاصة لمجمع صيدال (2010-2020)

تكلفة الأموال الخاصة "K _{CP} "		الأموال الخاصة "C _P "	النتيجة الصافية "R _n "	السنوات /الحساب
النسبية %	المطلقة			
9.3 %	0.093	11.785.525.448.08	1.102.191.923.00	2010
14.9 %	0.149	13.795.482.542.61	2.060.480.315.80	2011
13.3 %	0.133	14.746.506.012.32	1.965.160.951.44	2012
15.8 %	0.158	16.748.436.102.79	2.658.147.326.76	2013
8.4 %	0.084	17.590.664.386.45	1.477.751.553.22	2014
5.5 %	0.055	20.465.934.577.15	1.143.817.990.89	2015
5.5 %	0.055	27.464.009.197.27	1.509.161.605.06	2016
4.9 %	0.049	27.931.531.057.74	1.376.295.647.88	2017
5.9 %	0.059	19.796.410.396.58	1.174.214.390.98	2018
3.6 %	0.036	21.776.278.416.42	793.514.004.08	2019

0.9 %	0.009	22.234.554.787.00	189.936.341.33	2020
-------	-------	-------------------	----------------	------

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على الوثائق المحاسبية لمجمع صيدال

بعد حساب تكلفة الأموال الخاصة نستنتج أنه في السنوات الأولى الخمس 2010-2014 كانت نسبة الاعتماد على الأموال الخاصة عالية، وبعد ذلك بدأت بالانخفاض تدريجياً في السنوات الخمس الأخيرة 2015-2020؛ وهذا راجع لكون المجمع صيدال قد بدأ في الاعتماد على الشراكة وتعزيزها مما أدى إلى انخفاض نسبة تكلفة الأموال الخاصة .

الفرع الثاني: حساب تكلفة الاستدانة "K_D" لمجمع صيدال:

يمكن حساب تكلفة الاستدانة للمجمع بالعلاقة الرياضية التالية:

$$K_D = \frac{D}{D + CP}$$

حيث :

- D: مجموع الديون؛
- CP: الأموال الخاصة؛
- K_D: تكلفة الاستدانة؛

باستغلال معطيات الميزانيات المحاسبية وجدول حسابات النتائج المتوفرة عن مجمع صيدال لفترة الدراسة 2010م-2020م، توصلنا إلى النتائج التالية:

الجدول(2-10): نسبة الاستدانة في مجمع صيدال (2010-2020)

نسبة الاستدانة D/ (D+CP)	الهيكل المالي "D+CP"	الاستدانة الصافية "D"	السنوات /الحساب
0.35	18.221.688.544	6.436.163.106	2010
0.07	14.854.024.164.6	1.058.541.622	2011
0.04	15.384.272.550.4	6.377.665.38.1	2012

0.12	15.056.720.203.7	1.691.715.837	2013
0.05	18.490.427.272.4	899.762.836	2014
0.03	19.962.382.197.1	503.552.380	2015
0.21	34.521.840.760.2	7.057.831.563	2016
0.25	37.290.483.130.7	9.358.952.073	2017
0.35	30.234.390.573.5	10.437.980.177	2018
0.34	33.114.984.304.4	11.338.705.888	2019
0.32	32.407.416.621	10.172.861.834	2020

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على الوثائق المحاسبية لمجمع صيدال

ما يلاحظ على الجدول (2-10) أن تكلفة الاستدانة كانت في تناقص دائم خلال الفترة 2010-2015، إلا أنه وبعد هذه الفترة بدأت في الارتفاع، وهذا راجع بالأساس لتغطية بعض العجز الناتج عن التغيير في أسعار صرف العملات الأجنبية، بالإضافة إلى تحمل الدولة الجزائرية لأعباء مرافقة المرضى من كورونا وتوفير المستلزمات الطبية التعاونية لبعض المرافق الطبية وبالمجان في سبيل المسؤولية الاجتماعية للمجمع في ظل الظروف القاهرة.

بعد تقدير كل من تكلفة الاستدانة وتكلفة الملكية، يمكن تقدير التكلفة المرجحة لرأس المال، كما يلي:

الفرع الثالث: تقدير التكلفة المرجحة لرأس المال لمجمع صيدال (2010-2020):

نحتاج لتقدير التكلفة المرجحة لرأس المال إلى نسبة كل من أموال الملكية وأموال الاستدانة إلى إجمالي الهيكل المالي لمجمع صيدال، كما يلي:

الجدول(11-2): نسب الملكية والاستدانة في الهيكل المالي لمجمع صيدال (2010-2020)

$\frac{D}{D + C}$	$\frac{CP}{D + CP}$	الهيكل المالي "D+CP" (03)	الاستدانة الصافية "D" (02)	الأموال الخاصة "CP" (01)	السنوات /الحس اب
0.35	0.64	18.221.688.544	6.436.163.106	11.785.525.448	2010
0.07	0.93	14.854.024.164	1.058.541.622	13.795.482.542	2011
0.04	0.96	15.384.272.550	6.377.665.38	14.746.506.012	2012
0.12	1.12	15.056.720.203	1.691.715.837	16.748.436.10	2013
0.05	0.95	18.490.427.272	899.762.836	17.590.664.38	2014
0.03	1.03	19.962.382.197	503.552.380	20.465.934.57	2015
0.21	7.96	34.521.840.760	7.057.831.563	27.464.009.19	2016
0.25	0.75	37.290.483.130	9.358.952.073	27.931.531.05	2017
0.35	0.65	30.234.390.573	10.437.980.17	19.796.410.39	2018
0.34	0.66	.33.114.984.304	11.338.705.8	21.776.278.41	2019
0.32	0.69	32.407.416.621	10.172.861.8	22.234.554.78	2020

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على الوثائق المحاسبية لمجمع صيدال

ما يلاحظ على الجدول(11-2) أن تكلفة أموال الملكية تفوق بكثير تكلفة الاستدانة، وهذا راجع بالأساس إلى تغلب حجم الأموال الخاصة نسبة إلى إجمالي الديون، وهو ما يؤكد سياسة المجمع الرامية إلى دهم التمويل الذاتي للمجمع والتقليص من حجم التبعية للغير من خلال القروض.

بعد إيجاد نسب كل من أموال الملكية وأموال الاستدانة إلى مجمل الهيكل المالي، يمكن بيان حسابات التكلفة المرجحة لرأس المال ما يلي:

الجدول (2-12): التكلفة المرجحة لرأس المال $WACC_n$ لمجمع صيدال (2010-2020)

السنوات	التكلفة المرجحة لرأس المال $WACC_n$
2010	$CMPC_{2010} = 0.093 * (0.64) + (0.35) * (1-0.19) * (0.35) = 0.158$
2011	$CMPC_{2011} = 0.149 * (0.93) + (0.07) * (1-0.19) * (0.07) = 0.143$
2012	$CMPC_{2012} = 0.133 * (0.96) + (0.04) * (1-0.19) * (0.04) = 0.128$
2013	$CMPC_{2013} = 0.158 * (1.12) + (0.12) * (1-0.19) * (0.12) = 0.188$
2014	$CMPC_{2014} = 0.084 * (0.95) + (0.05) * (1-0.19) * (0.05) = 0.082$
2015	$CMPC_{2015} = 0.055 * (1.03) + (0.03) * (1-0.19) * (0.03) = 0.057$
2016	$CMPC_{2016} = 0.055 * (7.96) + (0.21) * (1-0.19) * (0.21) = 0.474$
2017	$CMPC_{2017} = 0.049 * (0.75) + (0.25) * (1-0.19) * (0.25) = 0.087$
2018	$CMPC_{2018} = 0.059 * (0.65) + (0.35) * (1-0.19) * (0.35) = 0.137$
2019	$CMPC_{2019} = 0.036 * (0.66) + (0.34) * (1-0.19) * (0.34) = 0.117$
2020	$CMPC_{2020} = 0.009 * (0.69) + (0.32) * (1-0.19) * (0.32) = 0.089$

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على الوثائق المحاسبية لمجمع صيدال

المطلب الثاني: تشخيص قرار التمويل في مجمع صيدال خلال الفترة 2010-2020:

مما سبق بيانه في الجانب النظري لموضوع بحثنا، يمكن تشخيص السياسة التمويلية المتبعة من قبل مسيري مجمع صيدال من الإدارة المالية، من خلال دراسة الاستقلالية المالية للمجمع خلال فترة الدراسة، بقسمة إجمالي الديون إلى إجمالي الأموال الخاصة "D/CP"، كما يوضحه الجدول الموالي:

الجدول (2-13):القرار التمويلي لمجمع صيدال "نسبة الاستدانة إلى أموال الملكية

(2010-2020)"

الهيكل المالي "D / CP"	إجمالي الديون "D"	الأموال الخاصة "CP"	السنوات / الحساب
0.54	6.436.163.106	11.785.525.448	2010
0.07	1.058.541.622	13.795.482.542.6	2011
0.04	6.377.665.38.1	14.746.506.012.3	2012
0.11	1.691.715.837	16.748.436.102.7	2013
0.05	899.762.836	17.590.664.386.4	2014
0.02	503.552.380	20.465.934.577.1	2015
0.26	7.057.831.563	27.464.009.197.2	2016
0.36	9.358.952.073	27.931.531.057.7	2017
0.53	10.437.980.177	19.796.410.396.5	2018
0.52	11.338.705.888	21.776.278.416.4	2019
0.46	10.172.861.834	22.234.554.787	2020

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على الوثائق المحاسبية لمجمع صيدال

توحي القراءة الاقتصادية للجدول (2-14) المرتبط بتكلفة الاقتراض بمجمع صيدال، بالتزايد والارتفاع المستمر في تكلفة الاستدانة على طول الفترة 2016م-2020م، وهذا راجع بالأساس لارتفاع فاتورة استيراد المواد الأولية نتيجة تزايد أسعار الشحن الدولي، بالإضافة إلى التغير الكبير في أسعار صرف العملات الأجنبية، هذا من جانب العالم الخارجي المحيط بالمجمع.

نظرا لكون أن مجمع صيدال سعى نحو انتهاج سياسة التحفظ في الاستثمار، بالإضافة إلى كون القائمين على إدارته اتجهوا نحو التخفيض من حجم الشراكات مع مخابر أجنبية والاعتماد على الذاتية في تصنيع الأدوية الجنيصة، الأمر الذي حال دون الرفع من الاستدانة الخارجية والاعتماد على الأموال الخاصة

لتمويل أنشطته بدلا من الاقتراض، وهذا مؤشر مهم ذا دلالة أن مجمع صيدال يعمل على إعادة استثمار أرباحه غير الموزعة على المساهمين.

المطلب الثالث: تشخيص قرار الاستثمار بمجمع صيدال خلال الفترة 2010-2020:

يمكن تشخيص سياسة الاستثمار في مجمع صيدال خلال فترة الدراسة، من خلال تحليل بعض المؤشرات، نذكر منها: "العائد على الاستثمار ROI"، و"العائد على الملكية ROA B"، كما هو يتم تفصيله فيما يأتي:

الفرع الأول: تحليل قرار الاستثمار من خلال معدل العائد على الاستثمار "ROI":

يمكن حساب معدل العائد على الاستثمار "ROI" بالعلاقة التالية:

$$ROI = \frac{\text{النتيجة التشغيلية}}{\text{الأصول الدائمة في الاستثمار}}$$

الجدول (2-14): معدل العائد على الاستثمار "ROI" لمجمع صيدال (2010-2020)

السنوات /الحساب	النتيجة التشغيلية	إجمالي الاستثمارات في الأصول الدائمة	معدل العائد على الاستثمار "ROI"
2010	1.649.967.193.17	13.212.823.631.71	% 12.49
2011	2.624.059.985.42	11.161.030.680.69	% 23.51
2012	2.522.169.350.7	11.454.745.444.93	% 22.02
2013	2.946.399.282.02	11.308.739.239.87	% 26.05
2014	1.618.736.152.23	13.003.229.373.47	% 12.45
2015	1.433.808.241.54	15.767.186.133.72	% 09.09
2016	2.093.143.975.07	30.441.796.482.93	% 06.88
2017	1.480.241.680.05	33.959.354.465.81	% 04.36
2018	1.293.874.269.45	24.830.612.573.08	% 05.21
2019	995.270.118.85	26.773.207.679.36	% 03.72
2020	329.421.601.86	25.802.976.942.6	% 01.28

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على الوثائق المحاسبية لمجمع صيدال.

توحي القراءة الاقتصادية للجدول (2-14) المرتبط بمؤشر معدل العائد على الاستثمار "ROI"، بالتدهور المستمر في مؤشر "ROI" على طول الفترة 2010م-2020م، وهذا راجع بالأساس لتذبذب اتخاذ القرار في مجال الاستثمار، سيما وأن مجمع صيدال يسعى دوماً نحو انتهاج سياسة التحفظ في الاستثمار، بالإضافة إلى كون القائمين على إدارته اتجهوا نحو التخفيض من حجم الشراكات مع مخابر أجنبية والاعتماد على الذاتية في تصنيع الأدوية الجينية، وهو الأمر غير مقبول من الناحية الاقتصادية سيما وأن خصوصية قطاع تصنيع الأدوية من القطاعات الإستراتيجية الحيوية، كونه في تطور مستمر بسبب حجم الكشوفات العلمية في المجال وتطور الفيروسات والأمراض عبر الزمن، مما يجعل من حتمية تنويع المحفظة الاستثمارية أمراً محتوماً.

يرجع كذلك التناقص في قيم مؤشر "ROI" خلال سنتي 2019-2020 إلى دواعي جائحة كورونا على الاقتصاد العالمي.

الفرع الثاني: تحليل قرار الاستثمار من خلال معدل العائد على الملكية "ROA":

يمكن حساب معدل العائد على الملكية "ROA" بالعلاقة التالية:

$$ROA = \frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{الأصول المجموع}}$$

الجدول (2-15): معدل العائد على الملكية "ROA" لمجمع صيدال (2010-2020)

السنوات / الحساب	النتيجة الصافية "R _n "	مجموع الأصول	معدل العائد على الملكية "ROA"
2010	1.102.191.923.00	28.251.167.962.68	0.04
2011	2.060.480.315.80	27.277.970.867.73	0.08
2012	1.965.160.951.44	30.621.145.494.34	0.06
2013	2.658.147.326.76	30.099.573.372.69	0.09
2014	1.477.751.553.22	31.587.704.405.93	0.05
2015	1.143.817.990.89	34.921.900.820.68	0.03
2016	1.509.161.605.06	46.390.536.657.41	0.03

0.03	48.318.944.590.23	1.376.295.647.88	2017
0.03	39.574.343.961.92	1.174.214.390.98	2018
0.02	40.434.178.877.27	793.514.004.08	2019
0.01	40.687.550.476.43	189.936.341.33	2020

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على الوثائق المحاسبية لمجمع صيدال

من خلال قراءة الجدول (2-15) المرتبط بمؤشر معدل العائد على الملكية "ROA"، نلاحظ أن قيمه استقرت بداية من سنة 2015 إلى غاية سنة 2018، الأمر الذي يوحي باستقرار سياسة مجمع صيدال في مجال التوظيف الجيد والفعال لأصولها المدرة للعوائد المستقبلية المستمرة، لكنها هذا المؤشر تدهورت قيمته خلال سنتي 2019-2020 بسبب تدني النتيجة الصافية لمجمع صيدال بسبب جائحة كورونا؛ لأن معدل العائد على الملكية "ROA" في علاقة طردية مع النتائج الصافية.

المطلب الرابع: تحليل قرار توزيع الأرباح لمجمع صيدال من خلال معدل مؤشر "DIV":

بتصفح بيانات توزيعات أرباح "DIV" مجمع صيدال السنوية على المساهمين فيها خلال فترة الدراسة، توصلنا إلى تقييد القيم التالية:

الجدول (2-16): بيانات توزيعات أرباح "DIV" لمجمع صيدال (2010-2020)

السنوات / الحساب	توزيعات الأرباح "DIV"
2010	35
2011	35
2012	40
2013	40
2014	40
2015	40
2016	40
2017	45
2018	40.5

25	2019
25	2020

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على الموقع الرسمي لبورصة القيم المنقولة الجزائري

المرتبطة بمجمع صيدال

ما يلاحظ من خلال قراءة الجدول (2-16) أن مجمع صيدال اعتمد على سياسة تثبيت توزيع الأرباح "DIV"، حيث أنه عرف تطورا ملحوظا خلال الفترة الزمنية الممتدة من 2010 إلى 2018، وهو ما يعكس الارتفاع في نصيب السهم من أرباح مجمع صيدال، لكن تدهورت قيمة توزيعات الأرباح خلال سنتي: 2019 و2020؛ ويعزى هذا للظروف الاقتصادية التي مست اقتصاديات كل دول العالم بسبب جائحة كورونا، التي أدت إلى ركود في الحركة الاقتصادية والتجارية للدول مما جعل من النتائج المالية الصافية منخفضة في تلك الفترة، وبالتالي تدهور في أرباح المجمع، ومن ثم جاء ذلك الانخفاض، وبغرض ضمان تشجيع المساهمين، ثبت مجمع صيدال نسبة التوزيعات في حدود 25 و.ن/سهم.

المبحث الثالث: تطبيق مقاربات تقييم على مجمع صيدال في ظل الهيكل التمويلي (2010-2020)

نتطرق من خلال هذا المبحث لتطبيق أهم مقاربات تقييم المؤسسات المدرجة في بورصة القيم على واحدة من كبييرات المؤسسات الجزائرية الرائدة في الإنتاج الصيدلاني، والمتمثلة في مجمع صيدال خلال الفترة 2010-2020، وذلك بالاعتماد على المقاربات التالية:

- ✓ مقارنة الذمة المالية في تقييم المؤسسات؛
- ✓ مقارنة المردود الصافي في تقييم المؤسسات؛
- ✓ مقارنة سعر السهم إلى ربحه "PER" في تقييم المؤسسات المدرجة في البورصة.

وفيما يلي بيان لأهم الحسابات وفق المقاربات التقييمية الثلاثة، مع تحليل النتائج وتفسيرها من الناحية الاقتصادية.

المطلب الأول: قياس قيمة المؤسسة بالاعتماد على مقارنة الذمة المالية:

تُحسب قيمة المؤسسة باستخدام طريقة الأصل المحاسبي بالفرق بين القيمة المحاسبية للأصول (المادية والمالية) والقيمة المحاسبية للديون مع استبعاد المصاريف الإعدادية، وفقا للعلاقة:

$$ANC = \sum A - \sum D$$

بالتطبيق على مجمع صيدال، توصلنا إلى النتائج التالية:

الجدول (2-17): قيمة مجمع صيدال باستخدام مقارنة الذمة المالية (2010-2020)

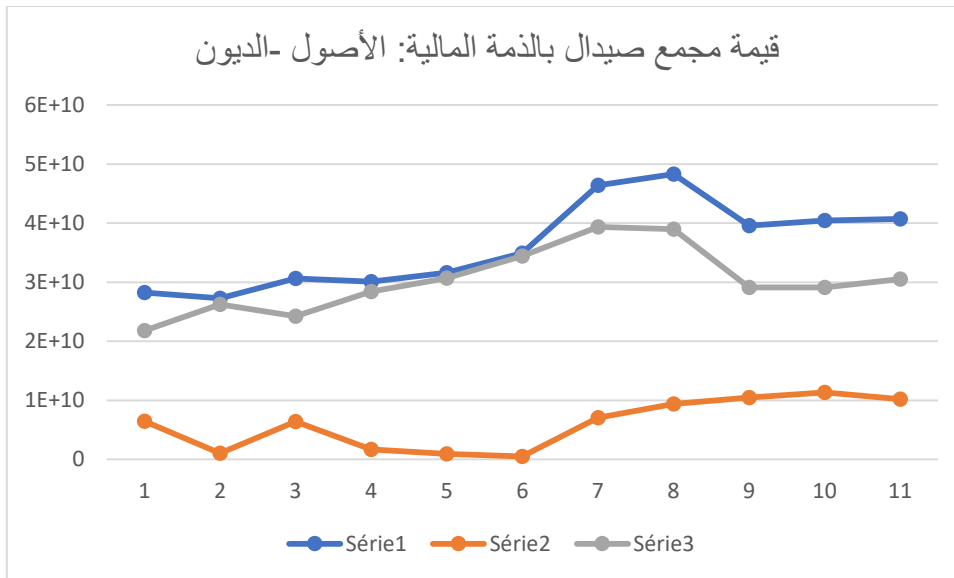
السنوات / الحساب	مجموع الأصول "A"	إجمالي الديون "D"	قيمة المؤسسة بالذمة المالية "A-D"
2010	28.251.167.962.68	6.436.163.106	21.815.004.857
2011	27.277.970.867.73	1.058.541.622	26.219.429.246
2012	30.621.145.494.34	6.377.665.38.1	24.243.480.113
2013	30.099.573.372.69	1.691.715.837	28.407.857.536
2014	31.587.704.405.93	899.762.836	30.687.941.570

34.418.348.441	503.552.380	34.921.900.820.68	2015
39.332.705.094	7.057.831.563	46.390.536.657.41	2016
38.959.992.517	9.358.952.073	48.318.944.590.23	2017
29.136.363.785	10.437.980.177	39.574.343.961.92	2018
29.095.472.989	11.338.705.888	40.434.178.877.27	2019
30.514.688.642	10.172.861.834	40.687.550.476.43	2020

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على ميزانيات مجمع صيدال

ما يلاحظ من خلال الجدول (2-17) أن قيمة مجمع صيدال محسوبة وفقا للذمة المالية من خلال الفرق بين الأصول والديون في ارتفاع مستمر خلال الفترة الممتدة من: 2010م إلى: 2020م؛ وهذا يعزى إلى السياسة الاستثمارية المنتهجة من قبل مسيري مجمع صيدال الرامية إلى التوسع في حجم استثماراته، وهذا ما تجلي من خلال الرفع من حجم الأصول الثابتة التي تعكس الاستثمارات المادية والمالية، بالإضافة إلى حجم الأصول المتداولة باعتبار أن مجمع صيدال انتهج سياسة الإنتاج والاستغلال.

الشكل (2-6): قيمة مجمع صيدال بالذمة المالية مقارنة بإجمالي الأصول والديون (2010-2020)



المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على ميزانيات مجمع صيدال وعلى مخرجات الجدول (2-17)

ما يلاحظ من خلال الشكل السابق أنه بمقارنة التطور البياني لمنحنيات متغيرات: الأصول، الديون، وقيمة المجمع، نجد أن منحى قيمة المجمع دالة في حجم الأصول، وهو في منحى تصاعدي خلال فترة

الدراسة: 2010-2020، وهذا ما يؤدي الطرح الذي قدمناه في شرح الجدول (2-17)، وبذلك فمجمع صيدال من خلال مقارنة الذمة المالية بين أنه ناجح من الناحية الاقتصادية.

المطلب الثاني: قياس قيمة المؤسسة بالاعتماد على مقارنة المردود:

تُحسب قيمة المؤسسة باستخدام طريقة المردود الصافي، وفقا للعلاقة :

$$V = RN / 1 / (1 + i)^n$$

بالتطبيق على مجمع صيدال، توصلنا إلى النتائج التالية:

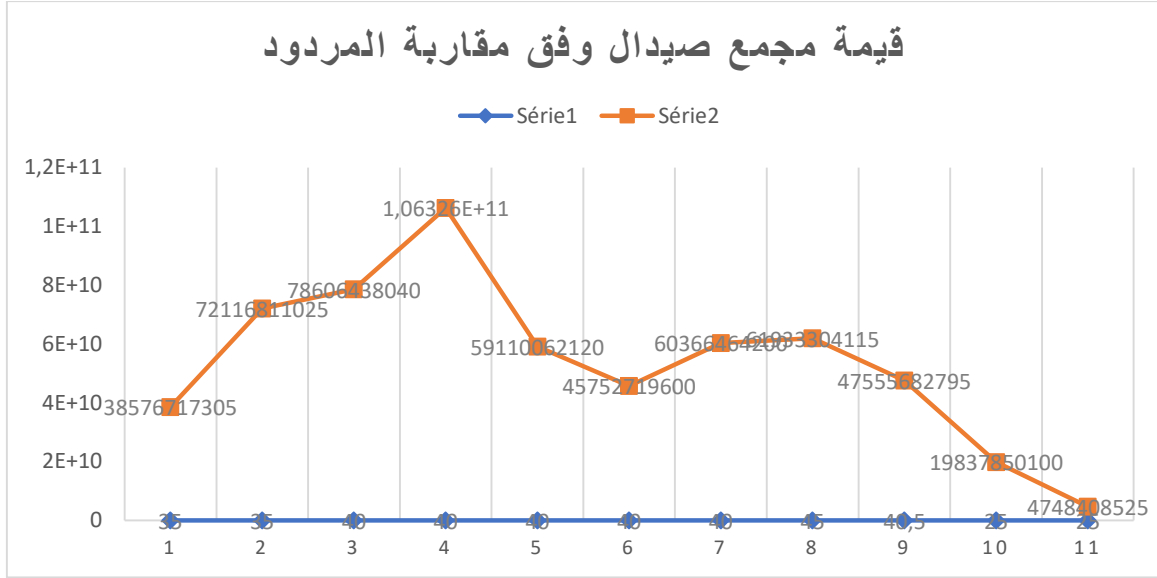
الجدول (2-18): قيمة مجمع صيدال باستخدام مقارنة المردود (2010-2020)

السنوات /الحساب	النتيجة الصافية "R _n "	معامل الاستحداث 1/(1+i) ⁿ	قيمة مجمع صيدال على أساس المردود (V= R _N /1/(1+i) ⁿ)
2010	1.102.191.923.00	0.909	910.410.528,4
2011	2.060.480.315.80	0.826	1.547.420.717
2012	1.965.160.951.44	0.751	1.342.204.930
2013	2.658.147.326.76	0.683	1.648.051.342
2014	1.477.751.553.22	0.62	833.451.875,9
2015	1.143.817.990.89	0.564	586.778.628,9
2016	1.509.161.605.06	0.513	703.269.307,9
2017	1.376.295.647.88	0.466	583.549.354,3
2018	1.174.214.390.98	0.424	452.072.540,2
2019	793.514.004.08	0.385	277.729.901,4
2020	189.936.341.33	0.35	66.477.719,35

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على ميزانيات مجمع صيدال

ولتوضيح تطور قيمة مجمع صيدال بالاعتماد على مقارنة المردود، يمكن توضيح التمثيل الموالي:

الشكل (2-7): قيمة مجمع صيدال وفق مقارنة المردود (2010-2020)



المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على مخرجات الجدول (2-18)

ما يلاحظ من خلال الشكل (2-7) أنه وبتطبيق مقارنة المردود على البيانات المالية لمجمع صيدال خلال الفترة (2010-2020)، نجد أن المجمع عرف ارتفاعا في قيمته تبعا للمردود الصافي المحين على أساس معدل الخصم المقدر: 10%، وهو الاتجاه العام السائد على قيمة مجمع صيدال على طول السلسلة الزمنية محل الدراسة، على خلاف سنتي 2012 و2015 التي عرفت فيهما قيمة المجمع تنديا ملحوظا؛ ويعزى ذلك للتناقص المعتبر في المردود الصافي للمجمع، كونه في هذين السنتين عرف المجمع تنامي حجم الإنفاقات في سبيل البحث والتطوير المترجمة من خلال حجم الشراكات مع المخابر الدولية.

لكن، بعد سنة 2018م تدهورت قيمة المجمع مقاسة بالمردود وهذا راجع بالأساس للوضعية الاقتصادية العالمية التي أحدثتها جائحة كورونا وما تركته من ركود اقتصادي وتجاري عالمي.

المطلب الثالث: قياس قيمة المؤسسة على أساس سعر السهم إلى ربحه "PER":

تُحسب قيمة المؤسسة باستخدام طريقة سعر السهم إلى ربحه "PER"، وفقا للعلاقة :

$$V = \frac{P}{E} \times R_n$$

بالطبيق على مجمع صيدال، توصلنا إلى النتائج التالية:

الجدول(2-19): قيمة مجمع صيدال على أساس سعر السهم إلى ربحه(2010-2020)

السنوات /الحساب	النتيجة الصافية "R _n "	سعر السهم إلى ربحه P/E	قيمة مجمع صيدال على أساس سعر السهم إلى ربحه (V= R _N * (P/E))
2010	1.102.191.923.00	35	38.576.717.305
2011	2.060.480.315.80	35	72.116.811.025
2012	1.965.160.951.44	40	78.606.438.040
2013	2.658.147.326.76	40	1.063.262.120
2014	1.477.751.553.22	40	59.110.062.120
2015	1.143.817.990.89	40	45.752.719.600
2016	1.509.161.605.06	40	60.366.464.200
2017	1.376.295.647.88	45	61.933.304.115
2018	1.174.214.390.98	40.5	47.555.682.795
2019	793.514.004.08	25	19.837.850.100
2020	189.936.341.33	25	4.748.408.525

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على ميزانيات مجمع صيدال

وفق مقارنة سعر السهم إلى ربحه، نلاحظ أن قيمة مجمع صيدال خلال الفترة 2010 م-2020 م في تذبذب مستمر، وهذا راجع بالأساس إلى عدم انعكاس أسعار أسهم مجمع صيدال على قيمها الحقيقية المتجسدة بالأساس على ربحها، إلا أنها في عموم الاتجاه كانت إيجابية وذات تفسير منطقي على النتائج الصافية للمجمع خلال فترة الدراسة.

ما يلاحظ من خلال تطبيق المقاربات التقييمية الثلاثة لمجمع صيدال، أن طريقتي الذمة المالية وطريقة المردود الصافي كانت جد مجدية في تقدير قيمة المجمع خلال فترة الدراسة (2010-2020)، على خلاف مقارنة سعر السهم إلى ربحه، وهذا يعزى لنقص نشاط بورصة القيم الجزائرية نتيجة الثقافة الجماهيرية السائدة بالإضافة إلى ثقافة التنظيمات المؤسساتية المرتبط بعدم الإفصاح عن المعلومات المحاسبية والناتج المالية السنوية للمؤسسة محل الإدراج، بالإضافة إلى أسباب تنظيمية أخرى.

خلاصة الفصل الثاني:

بعد الدراسة التطبيقية لمجمع صيدال والتي تمثلت في تقييم الهيكل التمويلي الذي تم باستخدام تكلفة المرجحة لرأس المال ومن ثم قمنا بتشخيص للمجمع من ناحية قرار التمويل والاستثمار ومن ثم

توزيع الأرباح فقط عرف المجمع تغيرات كثيرة في سنوات الأخيرة وهذا لسبب جائحة كورونا التي مست اقتصاد؛ ومن بعدها قمنا بتطبيق مقاربات تقييم مجمع صيدال في ظل الهيكل التمويلي باستخدام الذمة المالية؛ المردود الصافي؛ سعر السهم إلى ربحه PER مكنتنا من الوصول إلى بعض نتائج تساعد في اختيار الهيكل التمويلي.

خاتمة

خاتمة

إن تعدد طرق التقييم في تحديد قيمة المؤسسة في سبيل اختيار الهيكل التمويلي أمر صعب؛ وذلك بسبب التباين في القيم والنواتج المتحصل عليها، بالإضافة إلى صعوبة تطبيق المقاربات، إما بسبب عدم توفر بعض المعلومات الأساسية في ظل تراجع مستوى الإفصاح المحاسبي عن القوائم المالية وكذلك عدم كفاءة الأسواق المالية وشرح المعلومات عن الأدوات الخاصة بالمؤسسات المدرجة في البورصة.

أولاً: نتائج الدراسة

من خلال هذه الدراسة توصلنا إلى مجموعة النتائج، يمكن تقسيمها إلى نتائج خاصة بالدراسة النظرية ونتائج خاصة بالدراسة التطبيقية؛ وفيما يلي عرض لذلك:

نتائج الدراسة النظرية

قمنا في الفصل النظري بالتطرق إلى أهم المفاهيم حو الهيكل التمويلي ومصادره، بالإضافة إلى تفصيل القيمة وطرق تقييم المؤسسات، ومن ثم عرض أهم القوانين المتعلقة بالتقييم،

توصلنا من خلال الجانب النظري إلى مجموعة من النتائج، نلخصها فيما يلي:

- تشخيص قرار توزيع الأرباح في جانبه، منها جزء الأرباح الذي سيوزع على المساهمين بما يعرف الأرباح الموزعة، والجزء الآخر المرتبط بما سيعاد استثماره في إطار الأرباح المحتجزة؛
- يعتبر هيكل رأس المال جزء من الهيكل المالي، على اعتبار أن الأول يشتمل فقط على التمويلات طويلة الأجل، بينما الهيكل المالي يتضمن هيكل رأس المال مضافاً إليها الديون قصيرة الأجل، وبذلك فالمفهومين يتوافقان من حيث كونهما حوصلة لأهم الموارد التمويلية المتاحة أمام الإدارة المالية للمؤسسة؛
- توصلنا إلى بيان أهمية مصادر التمويل من خلال حقوق الملكية "تمويل ذاتي مضافاً إليه الأسهم، باعتباره من العوامل الأساسية التي تضمن المؤسسة جانبا من الأمان المالي؛
- يوجد ارتباط بين قرار اختيار بين كل من أموال الملكية وأموال الاستدانة وبين هدف تعظيم قيمة المؤسسة، فقرار اختيار التمويل عن طريق أموال الملكية يعتمد على المصادر الداخلية للمؤسسة

أي التمويل الذاتي أو من عملياتها التشغيلية: الأرباح المحتجزة، الاهتلاكات والمؤنات، قيمة التنازل عن الاستثمارات، أما بالنسبة لقرار التمويل عن طريق أموال الاستدانة من خلال لجوئها إلى مصادر خارجية أو التي تتكون من: الائتمانات التجارية، والمصرفية وكذا القروض المصرفية طويلة الأجل وكذا الاقتراض بإصدار السندات؛ وكل من التمويلين يتطلعان للمستقبل، وهذا ما يجعل هدف قيمة المؤسسة مرتبط مع قرار الاختيار فكلاهما لا تهتمهم القيمة الحالية بل المستقبلية وهو ما يحقق الفرضية الأولى؛

- يساعد تقييم المؤسسات على اختيار الهيكل التمويلي الأمثل؛
- تختلف طرق تقييم المؤسسات تبعاً لطبيعتها، منها المؤسسة المدرجة في البورصة، وأخرى غير المدرجة في البورصة؛
- تعتبر مقارنة الذمة المالية طريقة مرجعية وطريقة بسيطة لتقييم المؤسسات التي تمتلك فقط القوائم المالية بعيداً عن مؤشرات الإدراج في البورصة؛
- تهتم مقارنة التدفقات النقدية بالقيمة الجوهرية أو الحقيقية، وهي من الطرق المهمة في التقييم كونها ترتبط بتحيين القيم باستخدام معامل الاستحداث؛
- يتطلب تطبيق مقارنة المضاعفات وجود مؤسسات مشابهة، ودقة نتائجها مرتبطة بجودة المعلومات، كونها تحتاج معلومات مالية ملائمة وذات موثوقية؛
- تكمن المقاربات الحديثة في تقييم المؤسسات فيما تحققه من استثمارات حقيقية؛
- تتميز معظم مقاربات تقييم المؤسسات بأنها معدلات رياضية بحتة والتي لا تطرح مشاكل في حسابها، بقدر ما تطرح إشكالية في إيجاد وتوفير المعلومات اللازمة، يضاف إلى ذلك الاختلافات الجوهرية من حيث المبدأ في الطرق المستخدمة في حد ذاتها؛
- تتوقف طريقة تحديد قيمة المؤسسة على ما إذا كانت أسهمها تتداول في السوق المالي أو لا، إذا كانت مؤسسة مدرجة في البورصة، تصبح عملية التقييم سهلة، حيث تكون قيمة السوقية للسهم هي محور عملية التقييم، أما إذا لم تكن مدرجة في السوق المالي، فسوف يكون هناك سيرورة يجب إتباعها لتحديد قيمة المؤسسة وفقاً لعدة طرق.

نتائج الدراسة التطبيقية

من خلال قيامنا بدراسة التطبيقية لمجمع صيدال SAIDAL GROUPE لتقييم الهيكل التمويلي وتطبيق مقاربات تقييم لمجمع صيدال في ظل الهيكل التمويلي، توصلنا إلى مجموعة نتائج، التي تساعدنا على إثبات صحة الفرضيات من عدمها، والتي سنعرضها في النقاط التالية:

- اعتماد المجمع على الشراكة في السنوات الأخيرة وهذا راجع إلى انخفاض تكلفة الأموال الخاصة؛
- اعتماد المجمع على الاستدانة في السنوات الأخيرة بسبب جائحة كورونا وهذا في سبيل المسؤولية الاجتماعية وكذا التغيرات الحاصلة في أسعار الصرف العملات الأجنبية؛
- المجمع تكلفته للأموال الملكية تفوق بكثير أموال الاستدانة، وهذا بسبب الاعتماد على الأموال الخاصة نسبة إلى إجمالي الديون، ما يؤكد التقليل من التبعية لأموال الاستدانة؛
- بدراسة معدل العائد على الاستثمار توصلنا إلى أن المجمع منتهج سياسة التحفظ في الاستثمار، وهذا بسبب القائمين على إدارته في خفض نسبة الشراكة وهذا ما ليس مقبولاً اقتصادياً؛
- بدراسة معدل العائد على الملكية وصلنا إلى نتيجة أن المجمع معتمد على توظيف الجيد والفعال لأصولها المدرة للعوائد المستقبلية المستمرة، وهي في علاقة طردية مع النتائج الصافية؛
- بتطبيق مقاربات "الذمة المالية" و"مردود الصافي" كانت جد مجدية في تقدير قيمة المجمع خلال الفترة الدراسة (2010-2020) أفضل من مقارنة سعر السهم إلى ربحه "PER" في ظل شرط أمثلية الهيكل التمويلي لكون PER لم يعكس القيمة الحقيقية لأسعار الأسهم للمجمع المتمثلة في الربح، وهذا ما يثبت صحة الفرضية الثانية؛
- بتطبيق مقاربتين "الذمة المالية" و"مردود الصافي" ساهمت في تحديد القيمة الحقيقية لمجمع صيدال، هذا ما توصلنا إليه في دراستنا فقط بين لنا التذبذبات الحاصلة له خلال فترة الدراسة وأبرزها عند جائحة كورونا ما أحدثه من ركود اقتصادي وتجاري عالمي، وهذا ما يؤكد صحة الفرضية الثالثة؛ وكذلك هي نفي للفرضية الرابعة.

ثانياً: الاقتراحات

بناءً على ما تقدم يمكن أن نخلص إلى جملة من الاقتراحات، يمكن إيجازها فيما يلي:

- ضرورة الإفصاح عن البيانات المالية للمؤسسات المسعرة في البورصة؛
- تبني معايير موحدة للتقييم في الجزائر لتسهيل عملية التقييم من جهة وإضفاء المصداقية عمل على المقيم؛
- ضرورة الاعتماد على مقيمين ذو خبرة وكفاءة عالية ومن جهة أخرى العمل على التكوين المستمر لهم.

ثالثاً: آفاق الدراسة

وفي الأخير يمكن القول بأن هذه الدراسة كغيرها من الدراسات، تبقى بها بعض النقائص سواء من جانب المنهجي أو معلوماتي، إلا أننا نرجو أن تكون بمثابة محاولة لفتح مجال أما بحوث ودراسات أخرى حول هذا الموضوع، والذي يبقى مجاله واسعاً للدراسة والتعمق فيه. ومن هذا الصدد يمكن أن نقترح بعض المواضيع التي تبينت من خلال هذه الدراسة المتواضعة؛ نذكر منها :

- أثر التدفقات النقدية على قيمة المؤسسة؛
- أثر تطبيق آليات الهندسة المالية على قيمة المؤسسة؛
- دراسة تأثير المتغيرات الاقتصادية على أسعار أسهم المؤسسات المدرجة في البورصة؛
- أثر تطبيق مقاربات التقييم في المؤسسات الاقتصادية.

قائمة المراجع

قائمة المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

أ. الكتب

- 1) علي بن هادية وآخرون، القاموس الجديد، المؤسسة الوطنية للكتاب، الجزائر، 1991 .
- 2) أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر والتوزيع، عنابة، الجزائر 2008.
- 3) عمر حسين، الموسوعة الاقتصادية، القاهرة، ط4، دون سنة النشر.
- 4) مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، دار أجنادين للنشر والتوزيع، الأردن، ط2006، 1.
- 5) طارق الحاج، مبادئ التمويل، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط1، 2002.
- 6) عبد الحميد عبد المطلب، التمويل المحلي والتنمية المحلية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001.
- 7) عبد العزيز التجار، أساسيات الإدارة المالية، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية مصر، 2007.
- 8) يوسف حسن يوسف، التمويل في المؤسسات الاقتصادية، (التحليل المالي في المؤسسات، التوازن المالي، وسائل التمويل، معايير الاختيار والمفاضلة)، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر، الإسكندرية، مصر، 2012.
- 9) شمعون شمعون، البورصة، الأطلس للنشر، الجزائر، 1999.
- 10) سمير محمد عبد العزيز، التحليل المالي مدخل في اتخاذ القرارات، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، القاهرة، 2006.
- 11) طارق عبد العال حماد، التقييم وإعادة الهيكلة الشركات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008.
- 12) نصيب رجم، عماني لمياء، بن علي سمية، تقييم المؤسسات دروس وتطبيقات محلولة، الجزائرية للنشر والتوزيع 2018.
- 13) محفوظ جبار، لأسواق رؤوس الأموال، دار الهدى للنشر والتوزيع، الجزائر، 2011.
- 14) أشواق بن قنورة، تقييم المؤسسات وفقاً لرأس المال غير المادي، دار الراية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013.

ب. الرسائل العلمية

- 1)-طلحي سماح، دور البدائل الحديثة في تمويل المؤسسات رسالة دكتوراه، جامعة أم البواقي، 2013- 2014. الصغيرة والمتوسطة.
- 2)-سويسي هواري، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2008.
- 3)-بكري بلخير، أثر التقييم المالي على المسار الشراكة بالنسبة لمؤسسات قطاع المحروقات في الجزائر، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، كلية علوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 03.
- 4)-الضب علي، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة، مذكرة ماجستير تخصص مالية المؤسسة، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، جامعة ورقلة، 2009.
- 5)- بوسلامي عمر، دور الإبداع التكنولوجي في تحقيق المسؤولية الاجتماعية في المؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماجستير، تخصص إدارة الأعمال الإستراتيجية للتنمية المستدامة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، 2013.

ج. المجلات والمقتنيات

- 1)-قاسم هاشم صبيحة، نظريات التمويل الحديثة، مجلة علوم الاقتصاد، الجامعة بغداد، العدد 83، 2015.
- 2)-عدون ناصر دادي، تقنيات مراقبة التسيير، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1 ج، 1995.
- 3)- بريكة سعيد مسعي سمير، تقييم المنشأة الاقتصادية، مدخل القيمة الاقتصادية المضافة، الملتقى الدولي حول صنع القرار في المؤسسة الاقتصادية، جامعة محمد بوضياف، الجزائر، أبريل، 2009
- 4)- زغيب مليكة، مشاكل تقييم المؤسسة الصناعية، ملتقى دولي حول اقتصاديات الخوصصة والدور الجديد للدولة، جامعة سطيف، 2004.
- 5)- راجي رانية كوثر، بومزايد إبراهيم، مقاربات وطرق تقييم المؤسسات الاقتصادية، مجلة الباحث الاقتصادي، مجلد 06، العدد 10، ديسمبر 2018.

هـ. المحاضرات

- 1) -نوى نبيلة، إدارة مصادر التمويل، محاضرات وجهت لسنة الثانية ماستر، جامعة المسيلة، الجزائر، 2017،
- 2) -بن علي سمية، محاضرات تقييم مؤسسات، أولى ماستر، جامعة عنابة، الجزائر، 2021.

هـ. المواقع الالكترونية

1. <http://www.saidalgroup.dz/ar/notre-groupe/histoire/>.
2. [. /مجمع صيدال https://www.saidalgroup.dz/ar/](https://www.saidalgroup.dz/ar/) .
3. <https://www.saidalgroup.dz/ar/%d9%85%d8%ac%d9%85%d8%b9-%d8/>
- 4 <https://www.cosob.org/etas-financiers-des-emetteurs/>

ثانيا: المراجع باللغة الأجنبية

- 1) P. conso et F. Hemici, Gestion Financière de l'entreprise, 10ème édition, Dunod, Paris, 2002.
- 2) ¹Gérard chaerreux, Finance d'entreprise, ems, paris, 2003.
- 3) VIZAVONA. P, < Evaluation des entreprises, cours et étude de cas corrigés > , BERTI Editions, 2006.



الملاحق

الملاحق 1: ميزانيات 2010

**3. Bilan Consolidé des Filiales du groupe
& Participations minoritaires**

3.1: Actif du Bilan :

U:DA

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

3. Bilan Consolidé des Filiales du groupe & Participations minoritaires

3.2: Passif du Bilan :

DESIGNATIONS	31/12/2010	31/12/2009
<u>CAPITAUX PROPRES</u>		
Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00
Capital non appelé		
Primes et réserves -(réserves consolidées)	7 245 587 393,87	4 991 039 758,17
Ecart de réévaluation	375 839 601,41	457 264 505,16
Écart d'équivalence		
Résultat Net	1 102 191 923,00	2 871 813 551,05
Autres capitaux propres -report à nouveau	-163 180 692,73	-280 371 061,06
Intérêts minoritaires	725 087 222,50	721 558 023,18
TOTAL I	11 785 525 448,05	11 261 304 776,50
<u>PASSIFS NON COURANTS</u>		
Emprunts et dettes financières	1 622 608 040,67	1 678 218 688,27
Impôts (différés et provisionnés)	219 000 183,14	219 000 183,14
Autres dettes non courantes		
Provisions et produits comptabilisés d'avance	6 778 896 457,66	1 221 630 000,00
TOTAL PASSIFS NON COURANTS II	8 620 504 681,47	3 118 858 954,55
<u>PASSIFS COURANTS</u>		
Fournisseurs et comptes rattachés	3 456 110 747,86	5 015 796 912,70
Impôts	298 511 166,93	686 363 758,09
Autres dettes	3 005 203 307,15	2 059 056 189,45
Trésorerie passif	1 085 332 611,22	1 035 313 563,52
TOTAL PASSIF COURANT III	7 845 157 833,16	8 796 530 423,76
TOTAL GENERAL PASSIF	28 251 187 962,68	23 176 684 104,14

3. Bilan Consolidé des Filiales du groupe & Participations minoritaires

a. : Tableau des Comptes de Résultats

DESIGNATIONS	31/12/2010	31/12/2009
Chiffre d'affaires	12 510 199 865,69	12 038 305 678,28
Variation stocks produits finis et en cours	-938 730 875,65	2 198 210 641,66
Production immobilisée		
Subvention d'exploitation		
I - PRODUCTION DE L'EXERCICE	11 571 468 990,04	14 236 516 319,94
Achats consommés	-4 972 752 469,23	-5 202 503 548,03
Services extérieurs et autres consommations	-914 365 387,55	-943 734 235,02
II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE	-5 887 117 856,78	-6 146 237 783,05
III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I - II)	5 684 351 133,26	8 090 278 536,89
Charges de personnel	-3 439 806 440,86	-3 078 975 081,59
Impôts, taxes et versements assimilés	-308 873 342,92	-315 548 872,83
IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	1 935 671 349,48	4 695 754 582,47
Autres produits opérationnels	586 740 850,00	377 945 963,06
Autres charges opérationnelles	-327 275 482,25	-318 957 687,57
Dotations aux amortissements ,provisions et pertes de valeur	-1 962 879 560,27	-3 322 709 630,78
Reprises sur pertes de valeurs et provisions	1 417 710 036,21	1 489 948 522,19
V - RESULTAT OPERATIONNEL	1 649 967 193,17	2 921 981 749,37
Produits financiers	131 245 824,40	1 007 190 732,66
Charges financières	-261 601 048,77	-433 506 361,60
VI - RESULTAT FINANCIER	-130 355 224,37	573 684 371,06
VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)	1 519 611 968,80	3 495 666 120,43
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-410 899 297,47	-622 213 829,58
Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires		
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	13 707 165 700,65	17 111 601 537,85
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-12 598 453 029,32	-14 238 149 247,00
VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	1 108 712 671,33	2 873 452 290,85
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)		
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)		
IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE		
X - RESULTAT DE L'EXERCICE	1 108 712 671,33	2 873 452 290,85
Résultats minoritaires	-6 520 748,33	-1 638 739,80
XI - RESULTAT NET DE L'EXERCICE	1 102 191 923,00	2 871 813 551,05

ملحق رقم 4:

ميزانيات 2011

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
		MONTANTS BRUTS	AMORTIS. OU PROVISIONS	MONTANTS NETS	
	ACTIFS NON COURANTS				
	Écart d'acquisition (ou goodwill)	0,00	0,00	0,00	0,00
	Immobilisations incorporelles	193 873 834,27	165 326 694,39	28 549 179,29	31 977 115,65
	Immobilisations corporelles	0,00	0,00	0,00	0,00
	Terrains	4 574 051 920,04	0,00	4 574 051 920,04	7 208 758 549,98
	Bâtements	7 054 832 984,10	4 847 277 789,44	2 207 555 194,66	2 673 409 320,28
	Autres immobilisations corporelles	15 073 575 275,03	11 918 816 641,85	3 154 758 633,07	3 889 404 827,73
	Immobilisations en concession	0,00	0,00	0,00	0,00
	Immobilisations en cours	629 850 609,89	0,00	629 850 609,89	413 652 826,73
	Immobilisations financières	0,00	0,00	0,00	0,00
	Titres mis en équivalences - entreprises associées	0,00	0,00	0,00	0,00
	Autres participations et créances rattachées	0,00	0,00	0,00	0,00
	Autres titres immobilisés	394 212 125,00	38 777 729,76	355 434 395,22	76 720 419,25
	Prêts et autres actifs financiers non courants	0,00	0,00	0,00	104 583,33
	Impôts différés actif	22 578 706,97	0,00	22 578 706,97	25 036 258,19
	Impôts différés actif	188 292 038,52	0,00	188 292 038,52	187 722 165,64
	TOTAL ACTIFS NON COURANTS	29 121 227 403,85	16 970 198 815,16	11 181 030 880,68	13 212 823 631,77
	ACTIFS COURANTS				
	Stocks et encours	8 890 256 069,37	640 997 748,48	8 250 258 341,88	6 660 844 545,36
	Créances et emplois assimilés	0,00	0,00	0,00	0,00
	Clients	5 934 570 051,04	1 696 442 204,23	3 858 127 846,76	4 412 510 499,82
	Autres débiteurs	83 640 871,31	28 720 954,64	54 920 016,67	290 044 345,23
	Impôts	461 641 047,23	348 251 517,11	113 389 530,12	234 772 086,01
	Autres actif courant	0,00	0,00	0,00	170 718 058,32
	Disponibilités et assimilés	0,00	0,00	0,00	0,00
	Placements et autres actifs financiers courants	18 636 212,25	0,00	18 636 212,25	18 556 989,19
	Trésorerie	5 943 752 064,18	124 143 824,70	5 819 608 239,40	3 251 134 197,27
	TOTAL ACTIFS COURANTS	18 868 498 436,99	2 041 596 246,35	16 116 940 187,04	15 039 364 330,85
	TOTAL GENERAL ACTIF	47 989 725 840,83	19 011 795 061,51	27 277 970 867,73	28 251 187 962,62

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
	CAPITAUX PROPRES		
	Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00
	Capital non appelé	0,00	0,00
	Primes et réserves - (réserves concédées)	7 452 913 713,45	7 245 587 293,91
	Ecart de réévaluation	800 905 964,74	375 830 601,41
	Ecart d'équivalence	0,00	0,00
	Résultat net	2 060 480 315,80	1 107 191 923,00
	Autres capitaux propres - report à nouveau	136 850 810,38	-163 180 692,73
	Intérêts minoritaires	764 331 738,25	725 087 222,50
	TOTAL I	13 799 402 642,61	11 785 525 448,58
	PASSIFS NON COURANTS		
	Emprunts et dettes financières	1 595 341 088,53	1 622 583 790,88
	Impôts (différés et provisionnés)	204 218 542,42	219 050 183,14
	Autres dettes non courantes	0,00	0,00
	Provisions et produits comptabilisés d'avance	3 882 241 343,10	6 778 820 707,67
	TOTAL PASSIFS NON COURANTS II	5 741 800 974,05	8 620 504 681,69
	PASSIFS COURANTS		
	Fournisseurs et comptes rattachés	3 168 135 431,44	3 450 110 747,67
	Impôts	473 910 801,06	398 515 168,53
	Autres dettes	2 943 898 219,18	3 005 203 307,17
	Trésorerie passif	1 154 585 069,37	1 085 332 811,22
	TOTAL PASSIF COURANT III	7 740 529 519,05	7 948 167 834,59
	TOTAL GENERAL PASSIF	27 277 870 967,73	26 251 187 962,86

ملحق رقم 5:

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
	CAPITAUX PROPRES		
	Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00
	Capital non appelé	0,00	0,00
	Primes et réserves (réserves consolidées)	7 452 913 713,45	7 245 587 350,91
	Ecart de réévaluation	900 985 964,74	375 839 601,41
	Ecart d'équivalence	0,00	0,00
	Résultat net	2 060 483 315,80	1 102 191 923,00
	Autres capitaux propres - report à nouveau	116 650 810,38	-163 180 892,73
	Intérêts minoritaires	754 331 738,25	725 087 222,50
	TOTAL I	13 796 402 642,61	11 785 525 448,00
	PASSIFS NON COURANTS		
	Emprunts et dettes financières	1 595 341 068,53	1 622 583 700,00
	Impôts (différés et provisionnés)	264 218 942,42	219 000 183,14
	Autres dettes non courantes	0,00	0,00
	Provisions et produits comptabilisés d'avance	3 582 243 343,10	6 778 920 707,67
	TOTAL PASSIFS NON COURANTS II	5 741 800 974,06	8 620 504 601,46
	PASSIFS COURANTS		
	Fournisseurs et comptes rattachés	3 168 125 431,44	3 450 110 747,67
	Impôts	473 910 601,06	290 511 566,93
	Autres dettes	2 943 656 219,18	3 056 203 307,17
	Tresorerie passif	1 154 985 000,37	1 085 332 811,23
	TOTAL PASSIF COURANT III	7 740 687 351,06	7 881 167 433,19
	TOTAL GENERAL PASSIF	27 277 870 967,73	28 251 187 902,69

GRUPE INDUSTRIEL SAIDA SPA
Direction des Finances et du Portefeuille

DATE DE CLOTURE : 31/12/2011

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	31/12/2011	31/12/2010
	Chiffre d'affaires	13 504 270 700,96	12 510 199 865,70
	Variation stocks produits finis et en cours	-814 751 295,22	-838 730 575,60
	Production immobilisée	0,00	0,00
	Subventions d'exploitation	0,00	0,00
	I - PRODUCTION DE L'EXERCICE	12 689 519 405,74	11 671 469 290,10
	Achats consommés	-4 629 558 292,89	-4 972 752 489,23
	Services extérieurs et autres consommations	-805 122 461,07	-814 329 948,94
	II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE	-6 604 780 753,76	-6 887 082 438,17
	III - VALEUR AJOUTÉE D'EXPLOITATION (I - II)	7 084 738 651,98	5 684 376 851,88
	Charges de personnel	-3 342 026 582,67	-3 436 856 440,80
	Impôts, taxes et versements assimilés	-282 932 101,17	-308 673 342,92
	IV - EXCÉDENT BRUT D'EXPLOITATION	3 459 879 968,13	1 938 846 788,16
	Autres produits opérationnels	250 884 778,37	586 740 850,02
	Autres charges opérationnelles	-327 946 833,72	-327 275 462,25
	Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeur	-1 468 020 462,38	-1 960 904 958,86
	Régularisations sur pertes de valeurs et provisions	730 292 504,82	1 417 210 026,21
	V - RESULTAT OPERATIONNEL	2 424 059 955,42	1 649 967 193,17
	Produits financiers	302 440 130,94	131 245 824,39
	Charges financières	-201 298 040,78	-261 601 048,77
	VI - RESULTAT FINANCIER	-98 857 909,84	-130 355 224,38
	VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPÔT (V + VI)	2 325 202 045,58	1 519 611 968,80
	Impôts réglés sur résultats ordinaires	-431 623 267,53	-410 899 297,47
	Impôts différés (catifaire) sur résultat ordinaires	3 128 993,50	0,00
	TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	13 778 767 416,28	13 107 165 700,89
	TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-11 679 016 474,41	-12 598 453 029,33
	VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	2 099 750 941,86	1 108 712 671,32
	Éléments extraordinaires (produits) (à préciser)	0,00	0,00
	Éléments extraordinaires (charges) (à préciser)	-80,00	0,00
	IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE	-80,00	0,00
	X - RESULTAT DE L'EXERCICE	2 097 750 861,79	1 108 712 671,32
	Resultat majoré	37 270 526,99	8 520 748,33
	XI - RESULTAT NET DE L'EXERCICE	2 060 480 334,80	1 100 191 923,00

GROUPE INDUSTRIEL SAIDAL SPA
Direction des Finances et du Portefeuille

DATE DE CLOTURE : 31/12/2012

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	31/12/2012			31/12/2011
		MONTANTS BRUTS	AMORTIS OU PROVISIONS	MONTANTS NETS	
	ACTIFS NON COURANTS				
	Ecart d'acquisition (ou goodwill)				
	Immobilisations incorporelles	197 256 658,28	176 738 016,16	20 560 643,13	20 549 179,29
	Immobilisations corporelles				
	Terreins	4 583 697 150,84		4 583 697 150,84	4 574 061 920,08
	Bâtimens	7 397 747 023,53	5 179 180 249,38	2 218 566 774,15	2 207 595 194,88
	Autres immobilisations corporelles	15 623 113 611,00	12 782 105 785,39	2 841 007 825,61	3 154 758 833,07
	Immobilisations en concession	11 014 278,00	333 786,00	10 680 492,00	
	Immobilisations en cours	1 203 233 977,48		1 203 233 977,48	629 660 609,89
	Immobilisations financières				
	Titres mis en équivalences - entreprises associées				
	Autres participations et créances rattachées	184 936 125,00	20 798 499,82	159 137 625,18	355 434 388,23
	Autres titres immobilisés				
	Prêts et autres actifs financiers non courants	30 769 720,32		30 469 730,32	22 578 706,97
	Impôts différés actif	387 701 216,20		387 701 216,20	168 252 039,52
	TOTAL ACTIFS NON COURANTS	23 618 901 761,66	18 164 136 316,74	11 454 745 444,93	11 161 030 680,63
	ACTIFS COURANTS				
	Stocks et encours	7 584 873 527,50	1 409 488 300,45	6 175 385 227,05	6 250 258 341,88
	Créances et emplois assimilés				
	Clients	6 348 332 441,30	1 653 374 493,18	4 694 957 948,14	3 858 127 846,70
	Autres débiteurs	353 452 406,66	16 366,61	353 436 040,24	54 920 016,87
	Impôts	516 413 807,36	345 925 271,32	170 458 536,04	115 389 532,12
	Autres actifs courants				
	Disponibilités et assimilés				
	Placements et autres actifs financiers courants	18 642 816,89		18 642 816,89	18 636 212,26
	Troisorerie	7 275 986 341,68	122 069 990,32	7 153 916 351,36	3 819 638 239,45
	TOTAL ACTIFS COURANTS	23 097 384 341,46	3 830 904 291,86	16 566 460 049,63	16 116 940 187,34
	TOTAL GENERAL ACTIF	51 716 286 103,12	21 695 060 608,60	30 821 145 494,56	27 277 970 867,97

ملحق رقم 08:

GRUPE INDUSTRIEL SAIDAL SPA
 Direction des Finances et du Portefeuille

DATE DE CLOTURE : 31/12/2012

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	31/12/2012	31/12/2011
	CAPITAUX PROPRES		
	Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00
	Capital non appelé		
	Primes et réserves (réserves consolidées)	8 767 303 972,00	7 452 913 713,45
	Ecart de réévaluation	645 888 001,70	800 005 964,74
	Ecart d'équivalence	0,00	
	Résultat Net	1 905 180 851,44	2 060 400 315,80
	Autres capitaux propres - report à nouveau	25 874 721,30	116 050 810,38
	Intérêts minoritaires	639 258 275,80	754 331 738,25
	TOTAL I	14 748 506 813,32	13 795 483 542,61
	PASSIFS NON COURANTS		
	Emprunts et dettes financières	1 651 741 010,36	1 595 341 088,53
	Impôts (différés et provisionnés)	359 962 618,89	264 218 542,42
	Autres dettes non courantes	0,00	
	Provisions et produits comptabilisés d'avance	4 130 700 866,41	3 862 241 343,10
	TOTAL PASSIFS NON COURANTS II	6 341 404 296,71	5 741 800 974,05
	PASSIFS COURANTS		
	Fournisseurs et comptes rattachés	3 250 382 842,41	3 188 135 431,44
	Impôts	551 580 033,84	473 910 001,06
	Autres dettes	3 662 731 068,91	2 943 656 218,19
	Trésorerie passif	1 468 624 230,52	1 154 085 099,37
	TOTAL PASSIF COURANT III	8 933 238 165,67	7 740 687 255,05
	TOTAL GENERAL PASSIF	30 025 145 484,54	27 277 979 867,73

GRUPE INDUSTRIEL SAIDAL SPA
Direction des Finances et du Portefeuille

DATE DE CLOTURE : 31/12/2012

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	31/12/2012	31/12/2011
	Cheffe d'affaires	12 895 054 472,57	13 504 270 750,91
	Variation stocks produits finis et en cours	229 626 444,54	-614 751 265,22
	Produits immobilisés		
	Subvention d'équipement		
	I - PRODUCTION DE L'EXERCICE	14 124 680 917,11	12 889 519 485,74
	Achats consommés	-5 246 886 845,95	-4 699 853 292,85
	Services extérieurs et autres consommations	-914 334 048,84	-805 122 481,07
	II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE	-6 161 220 894,79	-5 604 780 773,78
	III - VALEUR AJOUTÉE D'EXPLOITATION (I - II)	7 963 460 022,32	7 284 738 681,88
	Charges de personnel	-3 859 104 894,15	-3 342 626 952,67
	Impôts, taxes et versements assimilés	-226 139 765,88	-262 832 101,12
	IV - EXCÉDENT BRUT D'EXPLOITATION	3 926 215 362,31	3 458 879 998,13
	Autres produits opérationnels	372 976 278,55	201 864 778,47
	Autres charges opérationnelles	-207 496 681,94	-327 946 833,72
	Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeur	-2 144 829 104,62	-1 489 030 462,38
	Reprises sur pertes de valeurs et provisions	675 024 462,41	730 292 504,92
	V - RESULTAT OPERATIONNEL	2 627 796 318,71	2 824 659 985,42
	Produits financiers	100 796 850,14	102 460 136,94
	Charges financières	-225 138 653,69	-201 298 043,78
	VI - RESULTAT FINANCIER	-124 341 803,55	-98 837 906,84
	VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)	2 503 454 515,16	2 725 822 078,58
	Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-689 506 617,60	-431 623 267,03
	Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires	105 369 630,66	3 128 933,18
	TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	18 294 646 326,16	13 776 767 416,38
	TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-13 267 975 918,89	-11 679 018 474,41
	VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	5 026 670 407,27	2 097 750 941,83
	Éléments extraordinaires produits (à préciser)	0,00	
	Éléments extraordinaires chargés (à préciser)	-3 985 277,20	-80,00
	IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE	-3 985 277,20	-80,00
	X - RESULTAT DE L'EXERCICE	1 041 393 130,07	2 097 750 951,78
	Résultat mensuré	27 524 176,66	37 270 635,95
	XI - RESULTAT NET DE L'EXERCICE	1 068 917 306,73	2 060 480 315,83

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

BILAN GROUPE

ACTIF	31/12/2015			31/12/2014
	MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVISIONS	MONTANTS NETS	
ACTIFS NON COURANTS				
Écart d'acquisition (ou goodwill)	87 341 040,00	0,00	87 341 040,00	58 268 550,00
Immobilisations incorporelles	212 279 501,73	190 691 351,71	21 588 150,02	12 030 521,60
Immobilisations corporelles	0,00	0,00	0,00	0,00
Terrains	4 514 492 953,87	0,00	4 514 492 953,87	4 514 492 953,87
Bâtiments	7 022 975 679,20	5 373 367 146,94	1 649 608 532,26	1 762 997 822,76
Autres immobilisations corporelles	14 957 589 225,86	13 768 091 990,45	1 189 497 235,41	1 604 049 468,87
Immobilisations en concession	280 023 210,00	1 919 226,32	278 103 983,68	86 261 341,26
Immobilisations en cours	5 363 985 192,51	0,00	5 363 985 192,51	2 502 907 388,68
Immobilisations financières	0,00	0,00	0,00	0,00
Titres mis en équivalences - entreprises associées	1 465 132 799,40	0,00	1 465 132 799,40	1 846 291 841,31
Autres participations et créances rattachées	641 518 175,00	56 659 098,99	584 859 076,01	49 030 988,72
Autres titres immobilisés	0,00	0,00	0,00	0,00
Prêts et autres actifs financiers non courants	140 479 615,20	0,00	140 479 615,20	103 321 318,61
Impôts différés actif	472 097 555,36	0,00	472 097 555,36	463 577 177,79
TOTAL ACTIFS NON COURANTS	35 157 914 948,13	19 390 728 814,41	15 767 186 133,72	13 003 229 373,47
ACTIFS COURANTS				
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	83 275 566,07	5 987 644 631,35	5 198 576 727,01
TOTAL ACTIFS COURANTS	21 781 092 008,80	2 626 377 321,84	19 154 714 686,96	18 584 475 032,46
TOTAL GENERAL ACTIF	56 939 006 956,93	22 017 106 136,25	34 921 900 820,68	31 587 704 405,93

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

BILAN GROUPE

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

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

BILAN GROUPE

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

ملحق رقم 13:



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

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

ملحق رقم 14:

Bilan consolidé des filiales du Groupe et Participation Minoritaires au 31/12/2017 – Passif –			
PASSIF	Note	31/12/2017	31/12/2016
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis		2 500 000 000.00	2 500 000 000.00
Dotation de l'état		0.00	0.00
Autres fonds propres		8 721 856 492.20	8 721 856 492.20
Primes et réserves –(réserves consolidées)		12 991 033 164.36	12 961 813 853.88
Ecart de réévaluation		1 585 712 860.28	1 585 712 860.28
Écart d'équivalence		955 727 524.41	1 037 081 287.81
Résultat Net		1 376 295 647.88	1 509 161 605.06
Autres capitaux propres -report à nouveau		-1 080 714 611.43	-1 766 798 831.10
Intérêts minoritaires		681 518 980.04	1 015 178 828.35
TOTAL I		27 931 531 657.74	27 464 009 197.27
PASSIFS NON COURANTS			
		0.00	
Emprunts et dettes financières		10 894 562 658.08	8 973 229 626.56
Impôts (différés et provisionnés)		17 509 995.00	17 509 995.00
Autres dettes non courantes		1 059 992 788.80	1 061 401 552.48
Provisions et produits comptabilisés d'avance		1 346 632 170.47	1 345 067 321.85
TOTAL PASSIFS NON COURANTS II		13 318 897 612.35	11 397 238 495.89
PASSIFS COURANTS			
		0.00	
Fournisseurs et comptes rattachés		1 436 731 269.94	2 430 054 019.80
Impôts		726 897 526.43	776 153 641.37
Autres dettes		4 107 579 876.69	3 512 927 898.77
Trésorerie passif		797 707 247.08	810 163 444.41
TOTAL PASSIF COURANT III		7 068 915 920.14	7 529 298 964.45
TOTAL GENERAL PASSIF		48 318 544 590.23	46 390 536 657.41

ملحق رقم 15:

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		10 265 897 771.08	10 223 411 484.38
Variation stocks produits finis et en cours		-658 329 961.16	285 863 623.51
Production immobilisée		0.00	0.00
Subvention d'exploitation		0.00	0.00
I - PRODUCTION DE L'EXERCICE		9 707 567 809.90	10 489 075 107.79
Achats consommés		-3 755 793 245.73	-3 663 777 474.24
Services extérieurs et autres consommations		-1 002 621 754.72	-928 780 089.72
II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE		-4 758 415 000.45	-4 592 557 563.96
III - VALEUR AJOUTÉE D'EXPLOITATION (I - II)		4 949 152 809.45	5 896 517 543.83
Charges de personnel		-2 866 108 087.05	-3 023 474 168.42
Impôts, taxes et versements assimilés		-167 524 872.88	-173 817 524.53
IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION		1 915 519 849.74	2 699 225 850.88
Autres produits opérationnels		120 876 666.93	72 651 701.08
Autres charges opérationnelles		-58 405 988.66	-99 258 043.60
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeur		-868 249 692.56	-1 299 102 638.36
Reprises sur pertes de valeurs et provisions		370 500 844.80	719 627 105.07
V - RESULTAT OPERATIONNEL		1 480 241 680.05	2 093 143 975.07
Produits financiers		163 571 611.87	183 271 195.24
Charges financières		-164 840 374.12	-177 710 456.40
VI - RESULTAT FINANCIER		-1 268 762.25	5 560 738.84
VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)		1 478 972 917.80	2 098 704 713.91
Impôts exigibles sur résultats ordinaires		-277 583 318.00	-628 653 272.00
Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires		7 032 819.01	-96 986 328.41
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES		10 362 516 933.30	11 464 625 109.18
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES		-9 168 160 152.51	-9 897 587 338.86
VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES		1 194 356 780.79	1 567 037 770.32
Éléments extraordinaires (produits) (à préciser)			
Éléments extraordinaires (charges) (à préciser)			
IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE		0.00	0.00
X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE		1 194 356 780.79	1 567 037 770.32
Résultat minoritaires		85 169 898.58	4 428 503.76
part dans le résultat dans Sites mises en équivalence		96 748 968.51	-62 302 666.02
RESULTAT NET DE L'EXERCICE		1 376 295 647.88	1 509 161 605.06

2.1. Actif du Bilan (Consolidé Groupe)

L07 / DA

ACTIF	31/12/2018			31/12/2017
	MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVISIONS	MONTANTS NETS	
ACTIF NON COURANT				
Écart d'acquisition (ou goodwill)	115 414 200,00	0,00	115 414 200,00	115 414 200,00
Immobilisations incorporelles	378 857 436,59	239 123 450,08	139 733 986,51	13 643 850,95
Immobilisations corporelles	0,00	0,00	0,00	0,00
Terrains	2 391 687 791,42	0,00	2 391 687 791,42	10 383 338 837,77
Bâtiments	7 584 297 976,37	5 271 308 688,28	2 312 989 288,09	1 766 306 904,14
Autres immobilisations corporelles	18 277 440 502,83	14 301 350 363,06	3 976 090 139,77	1 351 564 152,29
Immobilisations en concession	0,00	0,00	0,00	276 361 487,38
Immobilisations en cours	10 759 890 495,72	0,00	10 759 890 495,72	13 501 512 857,53
Immobilisations financières	0,00	0,00	0,00	0,00
Titres mis en équivalences - entreprises associées	1 433 217 458,23	0,00	1 433 217 458,23	1 466 608 492,92
Autres participations et créances rattachées	685 893 175,00	462 033 246,90	223 859 928,10	630 537 294,94
Autres titres immobilisés	3 000 000 000,00	0,00	3 000 000 000,00	4 000 000 000,00
Prêts et autres actifs financiers non courants	152 869 240,73	0,00	152 869 240,73	157 814 646,73
Impôts différés actif	324 860 044,51	0,00	324 860 044,51	296 251 741,16
TOTAL ACTIF NON COURANT	45 104 428 321,40	20 273 815 748,32	24 830 612 573,08	33 959 354 465,81
ACTIF COURANT				
Stocks et encours	6 956 065 304,74	667 793 354,53	6 288 271 950,21	4 883 145 010,78
Créances et emplois assimilés	0,00	0,00	0,00	0,00
Clients	5 578 018 586,28	1 897 005 360,67	3 681 013 225,61	3 192 081 776,57
Autres débiteurs	1 391 498 314,49	7 500,00	1 391 490 814,49	1 357 618 287,35
Impôts	240 704 481,51	11 998 830,46	228 705 651,05	169 292 263,58
Autres actif courant	0,00	0,00	0,00	0,00
Disponibilités et assimilés	0,00	0,00	0,00	0,00
Placements et autres actifs financiers courants	18 559 989,19	0,00	18 559 989,19	18 559 989,19
Trésorerie	3 218 125 424,65	82 435 666,36	3 135 689 758,29	4 738 892 796,95
TOTAL ACTIF COURANT	17 402 972 100,86	2 659 240 712,02	14 743 731 388,84	14 359 590 124,42
TOTAL GENERAL ACTIF	62 507 400 422,26	22 933 056 460,34	39 574 343 961,92	48 318 944 590,23

2.2. Passif du Bilan (Consolidé Groupe)

PASSIF	31/12/2018	31/12/2017
CAPITAUX PROPRES		
Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00
Dotations de l'état	0,00	0,00
Autres fonds propres	411 677 000,00	8 721 856 492,20
Primes et réserves -(réserves consolidées)	13 461 406 696,77	12 991 033 164,36
Ecart de réévaluation	1 272 192 408,65	1 585 712 860,28
Écart d'équivalence	1 016 986 928,55	955 727 524,41
Résultat Net	1 174 214 390,98	1 376 295 647,88
Autres capitaux propres -report à nouveau	-866 679 031,92	-1 080 714 611,43
Intérêts minoritaires	826 612 003,56	881 619 980,04
TOTAL I	19 796 410 396,58	27 931 531 057,74
PASSIF NON COURANT		
Emprunts et dettes financières	10 923 905 958,66	10 894 562 658,08
Impôts (différés et provisionnés)	19 887 217,01	17 509 995,00
Autres dettes non courantes	593 645 268,24	1 059 992 788,80
Provisions et produits comptabilisés d'avance	1 433 885 167,85	1 346 632 170,47
TOTAL PASSIF NON COURANT II	12 971 323 611,56	13 318 697 612,35
PASSIF COURANT		
Fournisseurs et comptes rattachés	2 249 615 538,04	1 436 731 269,94
Impôts	201 334 246,61	726 697 526,43
Autres dettes	3 734 753 856,30	4 107 579 876,69
Trésorerie passif	620 906 312,83	797 707 247,08
TOTAL PASSIF COURANT III	6 806 609 953,78	7 068 715 920,14
TOTAL GENERAL PASSIF	39 574 343 961,92	48 318 944 590,23

2.3. Tableau de Compte de Résultats (Consolidé Groupe)

TABEAU DES COMPTES DE RESULTAT	31/12/2018	31/12/2017	R/O	Evol. 2018/2017
Chiffre d'affaires	10 317 577 775,54	10 265 897 771,06	88,10%	0,50%
Variation stocks produits finis et en cours	272 122 098,95	-558 329 961,16	52,76%	148,74%
Production immobilisée	0,00	0,00	/	/
Subvention d'exploitation	0,00	0,00	/	/
I - PRODUCTION DE L'EXERCICE	10 589 699 874,49	9 707 567 809,90	86,61%	9,09%
Achats consommés	-4 624 142 242,57	-3 755 793 245,73	109,60%	23,12%
Services extérieurs et autres consommations	-1 067 499 186,54	-1 002 621 754,72	100,13%	6,47%
II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE	-5 691 641 429,11	-4 758 415 000,45	107,69%	19,61%
III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I - II)	4 898 058 445,38	4 949 152 809,45	70,56%	-1,03%
Charges de personnel	-3 329 762 210,93	-2 866 108 087,05	104,82%	16,18%
Impôts, taxes et versements assimilés	-169 982 582,04	-167 524 872,66	94,54%	1,47%
IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	1 398 313 652,41	1 915 519 849,74	39,00%	-27,00%
Autres produits opérationnels	1 159 167 515,64	120 876 666,93	7418,71%	858,97%
Autres charges opérationnelles	-188 852 963,84	-58 405 988,66	319,38%	223,35%
Dotations aux amortissements provisions et pertes de valeur	-1 454 793 798,08	-868 249 692,56	89,39%	67,55%
Reprises sur pertes de valeurs et provisions	380 039 983,32	370 500 844,60	559,38%	2,57%
V - RESULTAT OPERATIONNEL	1 293 874 389,45	1 480 241 680,05	65,27%	-12,59%
Produits financiers	200 013 164,65	163 571 611,87	199,85%	22,28%
Charges financières	-254 951 764,57	-164 840 374,12	194,88%	54,67%
VI - RESULTAT FINANCIER	-54 938 599,92	-1 268 762,25	178,72%	4230,09%
VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)	1 238 935 789,53	1 478 972 917,80	63,48%	-16,23%
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-127 206 062,00	-277 583 318,00	1180,37%	-54,17%
Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires	-21 232 781,46	7 032 819,01	571,46%	-401,91%
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	12 328 920 538,10	10 362 516 933,30	99,34%	18,98%
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-11 195 958 029,11	-9 168 160 152,51	106,98%	22,12%
VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	1 132 962 508,99	1 194 356 780,79	58,26%	-5,14%
Éléments extraordinaires (produits) (à préciser)	0,00	0,00	/	/
Éléments extraordinaires (charges) (à préciser)	0,00	0,00	/	/
IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE	0,00	0,00	/	/
X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE	1 132 962 508,99	1 194 356 780,79	58,26%	-5,14%
Résultats minoritaires	44 778 352,30	85 189 898,58	/	-47,44%
Part dans le Résultat des Sociétés mises en équivalence	-3 526 470,31	96 748 968,51	/	-103,64%
RESULTAT NET DE L'EXERCICE	1 174 214 390,98	1 376 295 647,88	60,38%	-14,68%

Direction des Finances et Comptabilité
DATE DE CLÔTURE : 31/12/2020

BILAN CONSOLIDÉ DES FILIALES DU GROUPE ET PARTICIPATIONS MINORITAIRES				
ACTIF	Montants			
	31/12/2020	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017
ACTIFS NON COURANTS				
Ecart d'acquisition (ou goodwill)	141 848 954,00	0,00	141 848 954,00	141 848 954,00
Immobilisations incorporelles	488 578 181,00	343 249 196,28	129 327 090,78	174 037 244,78
Immobilisations corporelles	0,00	0,00	0,00	0,00
Terrains	4 389 481 833,42	0,00	4 389 481 833,42	3 868 721 423,42
Bâtements	13 261 497 322,31	9 844 143 212,84	7 417 284 100,47	7 482 184 949,34
Autres immobilisations corporelles	26 779 518 111,39	19 382 335 010,82	9 416 183 100,71	5 632 128 188,48
Immobilisations en cours	0,00	0,00	0,00	0,00
Immobilisations financières	3 529 900 000,21	0,00	3 529 900 000,21	3 500 200 000,00
Titres mis en équivalence - entreprises associées	0,00	0,00	0,00	0,00
Titres participations et créances rattachées	2 134 016 175,22	0,00	2 134 016 175,22	2 980 000 718,84
Autres titres immobilisés	335 939 575,00	59 418 028,43	276 523 046,07	48 780 000,00
Prêts et autres actifs financiers non courants	2 002 300 000,00	0,00	2 002 300 000,00	2 500 000 000,00
Impôts différés actif	14 614 749,45	0,00	14 614 749,45	107 312 147,59
Impôts différés passif	352 717 827,73	0,00	352 717 827,73	329 890 852,53
TOTAL ACTIFS NON COURANTS	22 110 000 000,00	10 292 623 247,53	10 050 000 000,00	10 050 000 000,00
ACTIFS COURANTS				
Stocks et encours	0,00	0,00	0,00	0,00
Stocks et encours	7 191 882 789,17	641 689 237,32	6 550 432 832,10	6 887 830 521,10
Créances et emplois assimilés	0,00	0,00	0,00	0,00
Clients	9 911 939 706,89	1 837 228 726,08	4 024 729 880,18	3 177 533 140,40
Autres débiteurs	1 318 284 006,20	7 500,00	1 216 376 888,29	1 438 850 000,00
Impôts	188 887 081,60	0,00	188 887 081,60	222 238 344,83
Autres actifs courants	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	18 338 889,19	0,00	18 338 889,19	18 338 889,19
Trésorerie	2 888 000 000,00	82 438 888,35	2 785 000 000,00	1 918 101 416,71
TOTAL ACTIFS COURANTS	22 110 000 000,00	911 956 921,74	9 378 540 711,89	9 378 540 711,89
TOTAL GENERAL ACTIF	44 220 000 000,00	10 204 580 169,27	19 428 540 711,89	19 428 540 711,89



GROUPES INDUSTRIEL SAIDAL SPA
Direction des Finances et Comptabilité
DATE DE CLÔTURE : 31/12/2020

BILAN CONSOLIDÉ DES FILIALES DU GROUPE ET PARTICIPATIONS MINORITAIRES		
PASSIF	Montants	
	31/12/2020	31/12/2019
CAPITAUX PROPRES		
Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00
Dotations de l'état	0,00	0,00
Autres fonds propres	411 677 000,00	411 677 000,00
Primes et réserves -(réserves consolidées)	14 534 151 824,96	14 047 153 641,55
Ecart de réévaluation	3 093 429 716,98	2 086 792 011,24
Ecart d'équivalence	1 408 146 175,93	1 005 284 336,89
Résultat Net	189 936 341,33	793 514 004,00
Autres capitaux propres -report à nouveau	-797 356 702,03	-1 170 074 230,34
Intérêts minoritaires	824 462 635,58	609 971 667,90
TOTAL CAPITAUX PROPRES	22 110 000 000,00	22 110 000 000,00
PASSIFS NON COURANTS		
Emprunts et dettes financières	0,00	10 403 298 287,81
Impôts (différés et provisionnés)	10 404 842 506,14	24 011 203,33
Autres dettes non courantes	24 094 670,27	583 848 248,24
Provisions et produits comptabilisés d'avance	0,00	1 446 733 017,73
TOTAL PASSIFS NON COURANTS	10 428 937 182,41	10 428 937 182,41
PASSIFS COURANTS		
Fournisseurs et comptes rattachés	0,00	1 247 407 073,70
Impôts	1 247 407 073,70	1 116 628 266,50
Autres dettes	175 915 917,20	4 052 884 842,80
Trésorerie passif	4 052 884 842,80	3 708 972 235,69
TOTAL PASSIFS COURANTS	5 476 105 833,70	5 476 105 833,70
TOTAL GENERAL PASSIF	44 220 000 000,00	44 220 000 000,00

Direction des Finances et Comptabilité
DATE DE CLOTURE : 31/12/2020

BILAN CONSOLIDE DES FILIALES DU GROUPE ET PARTICIPATIONS MINORITAIRES

TITRE DES COMPTES DE RESULTAT	31/12/2020	31/12/2019
Chiffre d'affaires	9 809 929 760,98	9 382 750 935,10
Variation stocks produits finis et en cours	264 531 468,40	1 085 925 007,08
Production immobilisée	0,00	0,00
Subvention d'exploitation	0,00	0,00
I - PRODUCTION DE L'EXERCICE	10 074 461 229,38	10 478 685 942,18
Achats consommés	-4 245 356 684,94	-4 577 729 582,08
Services extérieurs et autres consommations	-910 765 524,13	-1 113 922 480,89
II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE	-5 156 122 269,07	-5 691 652 062,97
III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I - II)	4 918 338 960,31	4 787 033 879,21
Charges de personnel	-3 609 396 024,80	-3 514 951 683,35
Impôts, taxes et versements assimilés	-201 768 850,04	-154 310 399,06
IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	1 107 174 085,47	1 117 771 796,80
Autres produits opérationnels	205 038 628,28	687 941 345,58
Autres charges opérationnelles	-109 057 603,07	-75 628 723,04
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeur	-1 088 338 701,82	-1 399 508 839,03
Reprises sur pertes de valeurs et provisions	214 605 132,80	664 533 494,03
V - RESULTAT OPERATIONNEL	926 621 341,66	966 009 064,24
Produits financiers	129 016 705,12	152 968 301,58
Charges financières	-154 762 522,08	-343 123 088,91
VI - RESULTAT FINANCIER	-25 745 816,96	-190 154 787,33
VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS (V + VI)	899 875 524,70	804 954 286,91
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-88 374 651,00	-77 823 533,00
Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires	-19 089 142,98	5 579 922,73
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	10 623 121 695,58	11 984 129 083,57
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-10 388 751 418,70	-11 262 578 272,69
VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	234 370 276,88	721 550 810,88
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)		
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)		
IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE	0,00	0,00
X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE	234 370 276,88	721 550 810,88
Résultat minoritaires	-592 334,84	19 736 411,44
part dans le Résultat dans Stes mises en équivalence	-43 841 600,71	52 226 781,96
RESULTAT NET DE L'EXERCICE	189 936 341,33	793 514 004,08



CABINETS D'EXPERTISE COMPTABLE, D'AUDIT ET DE COMMISSARIAT AUX COMPTES
CHÔUDER Mohamed – HAMANACHE Mohamed – Experts Comptables & Commissaires aux comptes

Sous réserves des observations, remarques et recommandations, contenues dans le rapport général, nous **certifions** que les comptes annuels de la société mère et les comptes consolidés, tels qu'ils sont arrêtés au 31 décembre 2020 par le Conseil d'Administration et figurant en annexe, sont réguliers et sincères et donnent une image fidèle du résultat des opérations de l'exercice ainsi que de la situation financière et patrimoniale du **Groupe Industriel SAIDAL Spa** arrêtée à la même date.

Les comptes annuels clôturés au 31 décembre 2020, ont été arrêtés et validés sous la responsabilité du Conseil d'Administration, conformément aux dispositions statutaires et réglementaires avec les chiffres suivants :

⇨ **Etats financiers - Société Mère SAIDAL Spa**

○ Total bilan - Actif/ Passif	37.293.447.457,12 DA
○ Résultat net, bénéficiaire	253.900.683,99 DA
○ Impact d'assainissement des comptes sur la cpte report à nouveau « Positif »	683.888.702,27 DA

⇨ **Etats financiers - comptes consolidés Groupe Industriel SAIDAL Spa**

○ Total bilan - Actif/ Passif	40.687.550.476,43 DA
○ Résultat net, bénéficiaire	189.936.341,33 DA

En vous remerciant pour votre confiance, je vous prie d'agréer, Monsieur Le Président l'expression de ma haute considération.

Fait à Alger, le 15 Juin 2021

Les Commissaires aux comptes

CHOUDEUR Mohamed

Mohamed CHOUDEUR
 Expert Comptable
 Commissaire aux comptes

HAMANACHE Mohamed



Lettre d'expression d'opinion sur les comptes sociaux - Exercice clos au 31/12/2020
 « Comptes de la société mère et comptes consolidés » Groupe Industriel SAIDAL Spa

ملخص الدراسة

تتموقع تقييم المؤسسات في قلب الإدارة المالية، حيث أنها تهدف إلى إعطاء قيمة المؤسسة أو مجموعة من القيم بالاعتماد على مجموعة من الطرق المختلفة (طريقة الذمة المالية، طريقة التدفقات النقدية، مدخل فائض القيمة، الطرق التي تعتمد على البورصة)، هذه الأخيرة تساهم في تحديد القيمة العادلة للأصل أو المؤسسة راغبين في اختيار الهيكل التمويلي الأمثل وتكون البداية لتحديد مجموعة القرارات ...

الهدف من هذه الدراسة هو تبيان إيجابيات وسلبيات وحدود تطبيق كل المقاربات وطرق التقييم الممكن تطبيقها على مجمع صيدال لاختيار الهيكل التمويلي الأمثل.

الكلمات المفتاحية: طرق تقييم المؤسسات، قيمة المؤسسة، صيدال، الهيكل التمويلي.

Abstract:

The evaluation of institutions is located at the heart of financial management, as it aims to give the The evaluation of institutions is located at the heart of financial management, as it aims to give the value of the institution or a set of values based on a range of different methods (financial disclosure method, cash flow method, method og GOOD WILL, stock exchange-based methods), the latter contributes to determining the fair value of the asset or institution willing to choose the optimal financing structure and be the beginning to determine the set of decisions ...

The aim of this study is to show the pros and cons and limits of applying all approaches and evaluation methods that can be applied to a pharmacy complex to choose the optimal financing structure.

Keywords: Enterprise Evaluation Methods ,Enterprise value ,SAIDAL GROUPE, Financing Structur.



بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ



بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ



بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ




 الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
 وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
 جامعة محمد بوضياف بالمسيلة
 كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
 قسم


المسيلة في: 05 جويلية 2022
 رقم: 033-33-33-035

إلى السيد:
 بالتحية:

الموضوع: طلب مساعدة الطلبة على إجراء الترخيص الميداني.

سيدي المحترم، تحية طيبة و بعد...
 في إطار الفتح الجامعة على محيطها الاقتصادي والإداري، ومن أجل مساعدة الطلبة في إعداد مذكرات التخرج، التي تدخل ضمن متطلبات
 نيل شهادة الماستر في شعبة:
 فإنه يشرفنا أن نطلب من سيادتكم مساعدة الطلبة المذكورين في الجدول أدناه، على إجراء عرضهم الميداني بمؤسستكم.
 تقبلوا منا فائق التقدير والاحترام.

الطلبة:

الرقم	الاسم واللقب	رقم بطاقة الطالب	رقم ب.ت.و.ر.س.	الإمضاء
01	قليل سحيدة	171735084589	206 754194	
02	د لقوة نصير	20063074928	10215605	

عنوان المذكرة:
 تنظيم:
 مقاربات:
 التقييم:
 المؤسسات:
 الهيكلية:
 التصويبات:

المشرف (الاسم و اللقب و الإمضاء)	هيئة الترخيص (الإمضاء والختم)	رئيس القسم (الإمضاء والختم)
د. فاتح غلال	 SALAH U.G. FAF SALAH Brahim Sous-Directeur des Finances et Comptabilité	

<http://virtuelcampus.univ-masila.dz/facsegc>
<https://www.facebook.com/Vice-Doyen-CEQLE-SEGC-Masla-475721049530765>

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف بالمسيلة
 من: 166 المسيلة 28000 الجزائر. ☎ 035-33-33-035

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة محمد بوضياف بالمسيلة
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم: التجارة الخارجية

Université Mohamed Boudiaf à M'sila
Faculté des Sciences Économiques, Commerciales et
des Sciences de Gestion
Département: Coopération

تصريح شرقي
بالالتزام بمعايير الأمانة والنزاهة العلمية في إعداد مذكرة الماستر


أنا الممضي أسفله:

الطالب (ة): شليل محميدة المولود(ة) بتاريخ: 22 أفريل 1998 بـ اسمها العلمي المسجل
الحامل لبطاقة التعرف الوطنية (أورمن) رقم: 256754191 الصادرة بتاريخ: 30 أفريل 2021 من مسجلة المسجلة
المسجل بالسنة الثانية ماستر شعبية: علوم التسيير تخصص: إدارة الأعمال خلال السنة الجامعية: 2020
والمعد لمذكرة الماستر التي تحمل عنوان: تطبيق مقاربات تقديم المؤسسة
تطوير العكس المتوالية دراسة حالة مع ميسيل
SARDA Groupe

أصح بشرفي أنني التزمت بمراعاة معايير الأمانة والنزاهة العلمية المطلوبة في إنجاز مذكرة الماستر المذكور أعلاه.

حور بتاريخ: 2022/06/05

التوقيع والبصمة



يصر كل طالب (ة) مسجلا فريدا في حقل إعداد المذكرة عن طرف أكثر من طالب(ة) واحد
ممن هذا التصريح ضمن ملامح المذكرة

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة محمد بوضياف بالمسيلة
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم: علوم التسيير

Université Mohamed Boudiaf à M'sila
Faculté des Sciences Economiques, Commerciales et des Sciences de Gestion
Département: Gestion

تصريح شرقي

بالالتزام بمعايير الأمانة والتزامة العلمية في إعداد مذكرة الماستر


أنا المضي اسلمه:

الطالب (ة) دلغون نصير المولود (ة) بتاريخ 04 جويل 1989 عين الكسوة
العامل لبطاقة التعريف الوطنية (أورس) رقم: 102156050 الصادرة بتاريخ: 2016/12/01 عن دائرة عين الكسوة
المسجل بالسنة الثانية ماستر شعبة: علوم التسيير تخصص إدارة مالية خلال السنة الجامعية: 2015/16
والمعد لمذكرة الماستر التي تحمل عنوان: تطبيق مقاربات تقسيم الترس من منظور
المهيلة التورانية دراسة حالة مجمع مسيدال
Group SAIDAL

أصح بشرقي أنني التزمت بمراعاة معايير الأمانة والتزامة العلمية المطلوبة في إنجاز مذكرة الماستر المذكور أعلاه.

حرر بتاريخ: 2019/06/07

التوقيع و البصمة



*يجوز لكل طالب (ة) تصديقا فرديا في حالة إعداد التسمية من طرف أكثر من طالب (ة) واحد