

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية  
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
جامعة عمار ثليجي - الاغواط -



كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم علوم التسيير تخصص إدارة مالية

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي  
بعنوان:

أثر الهيكل المالي على أداء المؤسسات الاقتصادية  
دراسة حالة مؤسسة صيدال للفترة 2019-2021

إشراف: علال بن ثابت

إعداد الطالبة: آمنة مراد

اللجنة المناقشة:

رئيسا

مقدم عبيرات

اسم ولقب الأستاذ

مقررا

علال بن ثابت

اسم ولقب المشرف

مناقشا

سمية طعاية

اسم ولقب الأستاذ

السنة الجامعية: 2023/2022

## شكر وتقدير

اعترافا بالفضل وتقديرا للجميل أتوجه بجزيل الشكر إلى :

من رفعت يدي إليه فلم يخيب رجائي

لقوله تعالى : " رَبِّ أَوْزِعْنِي أَنْ أَشْكُرَ نِعْمَتَكَ الَّتِي أَنْعَمْتَ عَلَيَّ وَعَلَىٰ وَالِدَيَّ وَأَنْ أَعْمَلَ صَالِحًا تَرْضَاهُ  
وَأُدْخِلْنِي بِرَحْمَتِكَ فِي عِبَادِكَ الصَّالِحِينَ ﴿١٩﴾ النمل

أتوجه بالشكر الجزيل والتقدير والعرفان الجميل إلى:

أستاذي الكريم الأستاذ بن ثابت علال

على تفضله الإشراف على هذا البحث وعلى التوجيهات والنصائح من أجل إتمامه الذي لم يبخل علي لا بوقته ولا بأفكاره ولا بجهده ولا بتوجيهاته السديدة من أجل إثراء هذه الدراسة

والشكر الموصول إلى كل أعضاء اللجنة المناقشة ، الذين سألنا شرف مناقشتهم لهذه الدراسة  
فلهم مني كل الشكر والعرفان على مجمل نصائحهم وتوجيهاتهم  
والى كل من ساهم في انجاز هذه المذكرة من قريب أو بعيد

# الإهداء

الحمد لله رب العرش العظيم ، الذي جاد إلي بنور العلم فانعم علي فأفضل بتوفيقه في انجاز هذه المذكرة وأزكى الصلاة والسلام على خليفه محمد صلى الله عليه وسلم أكرم السابقين واللاحقين

أهدي ثمرة جهدي هذا إلى :

والدي الكريمين أبي الغالي وأمي الحبيبة ،

أطال الله في عمرهما وألبسهما ثواب الصحة والعافية

إلى كل أفراد عائلتي وصديقاتي، وإلى كل من علمني حرفاً طيلة فترة الدراسة وكل أساتذتي الكرام.

إلى كل زميلاتي وزملائي التي جمعنا بهم صحبة الدراسة أخص بالذكر طلبة الماستر

تخصص إدارة مالية دفعة 2018-2019.

إلى كل من سعتهم ذاكرتي ولم تسعهم مذكرتي،

إلى كل من فتح هذه الرسالة واطلع على صفحاتها بعدي .

آمنة

## الملخص

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد أثر الهيكل المالي على أداء المؤسسات الاقتصادية من خلال الدور الفعال الذي يلعبه في تحديد الوضعية المالية لمؤسسة صيدال ، ويتوقف الأداء المالي الإيجابي على تشكيل قاعدة هيكلية متينة ومدى أمثلية المؤسسة استعمال إمكانياتها بطريقة سليمة وفعالة وبأقل التكاليف الممكنة .

ولهذا اعتمدنا في هذه الدراسة على الميزانيات المالية لمؤسسة صيدال والتي تخص فترة الدراسة (2019-2021) وذلك من أجل الوصول إلى تفسير للإشكالية المطروحة ، بغية إدراك الجوانب الإيجابية التي يتطلب منا تطويرها و الجوانب السلبية التي علينا تفاديها .

و بعد دراسة القوائم المالية لمؤسسة صيدال أظهرت النتائج أن التغيير في الهيكل المالي لا يؤثر على كل من مختلف مردوديات المؤسسة و مؤشرات التوازن المالي كما تتمتع المؤسسة نوعا ما بالاستقلالية مالية ونسب مردودية ايجابية وهو ما دل على أدائها المقبول عموما خلال الفترة (2019-2021).

**الكلمات الافتتاحية :** هيكل مالي ، أداء مالي ، رفع مالي ، مردودية ، مؤشرات التوازن.

### **Abstract :**

This study aimed to determine the impact of the financial structure on the performance of economic institutions through the effective role it plays in determining the financial position of Saidal Corporation.

That is why, in this study, we relied on the financial budgets of the Saidal

Foundation, which are related to the study period (2019-2021), in order to reach an

explanation of the problem at hand, in order to realize the positive aspects that we are required to develop and the negative aspects that we must avoid.

And after studying the financial statements of Saidal Corporation, the results showed that the change in the financial structure does not affect each of the various returns of the corporation and the indicators of financial balance.

It has financial independence and positive returns, which indicates its generally acceptable performance during the period (2019–2021).

**Key words** : Financial structure, financial performance, financial leverage, profitability, Equilibrium indices.

## قائمة المحتويات

الصفحة	المحتويات
	شكر وتقدير
	الاهداء
	ملخص الدراسة
	قائمة المحتويات
	قائمة الجداول
	قائمة الأشكال
أ-ح	مقدمة
45-13	الفصل الأول : الأدبيات النظرية المتعلقة بالهيكل المالي و أثره على أداء المؤسسة
13	تمهيد
14	المبحث الأول : الإطار النظري للهيكل المالي والأداء المالي
14	المطلب الأول : مفهوم الهيكل المالي و الأداء المالي
19	المطلب الثاني : محددات الهيكل المالي
23	المطلب الثالث : تقدير تكلفة عناصر التمويل
27	المبحث الثاني : نظريات وعلاقة الهيكل بالمؤسسة
27	المطلب الأول : النظريات التقليدية
40	المطلب الثاني : النظريات الحديثة

43	المطلب الثالث : دور الهيكل المالي في تحسين أداء المؤسسة
45	خلاصة الفصل الأول
78-46	الفصل الثاني : الدراسة الميدانية لأثر الهيكل المالي على أداء المؤسسات الاقتصادية
47	تمهيد
48	المبحث الأول : تقديم عام لمجمع صيدال
48	المطلب الأول : بطاقة تعريفية لمجمع صيدال
51	المطلب الثاني : نشأة وتطور مجمع صيدال
54	المطلب الثالث : عرض القوائم المالية لمؤسسة صيدال
62	المبحث الثاني : دراسة علاقة الهيكل المالي بمرودية المؤسسة
62	المطلب الأول : دراسة مكونات الهيكل المالي في المؤسسة
70	المطلب الثاني : تطور المردودية في المؤسسة
74	المطلب الثالث : علاقة الهيكل المالي بالمردودية
78	خلاصة الفصل الثاني
84-81	خاتمة
88-85	قائمة المراجع
89	الملاحق

## قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	الرقم
40	ملخص منظور إمكانية وجود هيكل مالي امثل للمؤسسة	01
54	عرض جانب الأصول لمؤسسة صيدال خلال الفترة (2019-2021)	02
55	تطور مجموع الأصول لمؤسسة صيدال للفترة 2019-2021	03
56	عرض جانب الخصوم لمؤسسة صيدال خلال الفترة (2019-2021)	04
57	تطور مجموع الخصوم لمؤسسة صيدال للفترة 2019-2021	05
58	عرض جدول حساب النتائج خلال الفترة (2019-2021)	06
60	تطور رقم الأعمال لمؤسسة صيدال للفترة 2019-2021	07
62	تطور مجموع الأموال الخاصة خلال سنوات 2019-2021	08
63	تطور قدرة التمويل الذاتي للمؤسسة خلال السنوات 2019-2021	09
65	تطور الخصوم الغير جارية بالمؤسسة خلال السنوات 2019-2021	10
67	تطور الخصوم الجارية للمؤسسة خلال الفترة 2019-2021	11
68	تطور المديونية لمجمع صيدال خلال الفترة 2019-2021	12
71	المردودية التجارية لمجمع صيدال خلال الفترة 2019-2021	13
72	المردودية الاقتصادية لمجمع صيدال للفترة 2019-2021	14
73	المردودية المالية لمجمع صيدال للفترة 2019-2021	15

74	تطور نسب المردودية و معدل المديونية لمؤسسة صيدال للفترة 2021-2019	16
75	حساب رأس المال العامل الإجمالي لمجمع صيدال للفترة 2019- 2021	17
76	حساب الاحتياج في رأس المال العامل الإجمالي لمجمع صيدال للفترة 2021-2019	18
77	حساب الخزينة الصافية لمجمع صيدال للفترة 2021-2019	19

### قائمة الأشكال

الرقم	عنوان الشكل	الصفحة
01	العلاقة بين تكلفة الأموال ونسبة الاقتراض (مدخل صافي الربح)	29
02	العلاقة بين قيمة المؤسسة ونسبة الاقتراض وفقا لمدخل صافي الربح	30
03	اثر الاستدانة على التكلفة الكلية للأموال وكذا على تكلفة أموال الملكية	32
04	العلاقة بين تكلفة الاقتراض ونسبة الاستدانة وفقا للمدخل التقليدي	34
05	العلاقة بين تكلفة الأموال الخاصة ونسبة الاستدانة وفقا للمدخل التقليدي	35
06	علاقة تكلفة الأموال بنسبة الاقتراض	36
07	علاقة قيمة المؤسسة بنسبة الاقتراض وفقا للمدخل التقليدي	37
08	استقلالية تكلفة الأموال عن الهيكل المالي	39
09	العلاقة بين نسبة الاستدانة إلى الأموال الخاصة وتكلفة الأموال في ظل وجود الضرائب	42

43	الهيكل المالي الأمثل في ظل تكلفة الوكالة	10
53	الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال	11
56	تطور مجموع الأصول للفترة 2019-2021	12
58	تطور مجموع الخصوم للفترة 2019-2021	13
61	تطور رقم الأعمال لمؤسسة صيدال للفترة 2019-2021	14
63	تطور مجموع الأموال الخاصة للمؤسسة خلال سنوات 2019-2021	15
64	تطور قدرة التمويل الذاتي للمؤسسة بين سنة 2019-2021	16
66	تطور مجموع الخصوم الغير جارية للمؤسسة بين سنة 2019-2021	17
67	تطور قروض والديون المالية للمؤسسة بين سنة 2019-2021	18
68	تطور مجموع الخصوم الجارية للمؤسسة بين سنة 2019-2021	19
69	تطور الهيكل المالي في مؤسسة صيدال خلال الفترة 2019-2021	20
70	تطور معامل المديونية في مؤسسة صيدال خلال الفترة 2019-2021	21
75	تطور معامل المديونية وعلاقته بنسب المردودية 2019-2021	22

### قائمة الملاحق

الصفحة	عنوان الملحق	رقم الملحق
90	عرض الميزانية المالية لمؤسسة صيدال لسنة 2019	01

<b>93</b>	عرض جدول حسابات النتائج لمؤسسة صيدال لسنة 2019	<b>02</b>
<b>94</b>	عرض الميزانية المالية لمؤسسة صيدال لسنة 2020	<b>03</b>
<b>97</b>	عرض جدول حسابات النتائج لمؤسسة صيدال لسنة 2020	<b>04</b>
<b>99</b>	عرض الميزانية المالية لمؤسسة صيدال لسنة 2021	<b>05</b>
<b>102</b>	عرض جدول حسابات النتائج لمؤسسة صيدال لسنة 2021	<b>06</b>

# مقدمة

## مقدمة

### توطئة :

تعتبر المؤسسة الاقتصادية ركيزة الاقتصاد الوطني لما تلعبه من أدوار في تحقيق التنمية الاقتصادية ، في ظل سياسات منتهجة بات القيام بدورها مرهونا بمستوى الأداء الذي تبديه ويرتبط بمدى كفاءة القرارات المالية المتعلقة بجانبى الاستثمار والتمويل ، حيث تقوم الإدارة المالية بتقويم مصادر التمويل لاختيار البدائل الأفضل للمؤسسة ، بعد أن تقوم بتحديد كمية ونوعية احتياجاتها من الأموال وذلك من خلال اختيار المزيج التمويلي الذي يخفض تكلفة رأس المال إلى الحد الأدنى ومن ثم يعظم الثروة.

إن احد القرارات المالية الهامة التي تواجه المؤسسة الاقتصادية بصفة عامة هو الاختيار بين مصادر التمويل المختلفة ، وهذا القرار له تأثيرات عديدة على المؤسسة . من بين الأدوات الحديثة والتي أصبح وجودها ضروري ضمن القوائم المالية للمؤسسة هي الهيكل المالي الذي يعتبر أداة مهمة لتقييم أداء المؤسسة وبدوره يصف وضعية معينة خلال فترة زمنية معينة .

### الإشكالية الرئيسية :

بناء على ما سبق يمكننا صياغة الإشكالية الرئيسية التالية :

### كيف يؤثر الهيكل المالي على أداء المؤسسات الاقتصادية ؟

وتتفرع تحت هذه الإشكالية الأسئلة الفرعية التالية :

1. هل هناك علاقة بين تغير الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية وبين تغير المردودية التجارية فيها؟.
2. هل هناك علاقة بين تغير الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية وبين تغير المردودية الاقتصادية فيها؟
3. هناك علاقة بين تغير الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية وبين تغير المردودية المالية فيها؟
4. هل هناك علاقة بين تغير الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية وبين تغير مؤشرات التوازن المالي فيها.

## مقدمة

### فرضيات الدراسة :

على ضوء ما تم طرحه من أسئلة حول موضوع البحث وأملا في تحقيق أهداف البحث يمكن تحديد مجموعة من الفرضيات التي نسعى لاختبارها وهي على النحو التالي :

**الفرضية الرئيسية:** هناك علاقة بين تغير الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية وبين أدائها. وتم تجزئة الفرضية الرئيسية للفرضيات الفرعية التالية:

- هناك علاقة بين تغير الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية وبين تغير المردودية التجارية فيها.
- هناك علاقة بين تغير الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية وبين تغير المردودية الاقتصادية فيها.
- هناك علاقة بين تغير الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية وبين تغير المردودية المالية فيها.
- هناك علاقة بين تغير الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية وبين تغير مؤشرات التوازن المالي فيها.

### مبررات اختيار الموضوع:

- إن اختيار الموضوع له أسباب موضوعية وهي كالتالي :
- \_ موضوع البحث يخدم مجال التخصص " إدارة مالية " .
- \_ الرغبة في التعرف على الموضوع .
- \_ القيمة العلمية والعملية التي يحضها بها الموضوع.

### أهداف الدراسة:

الهدف من هذه الدراسة هو :

- البحث عن أثر الهيكل المالي على أداء المؤسسات الاقتصادية وتوضيح العلاقة بينهما.
- إبراز كيفية اختيار الهيكل المالي والعوامل المؤثرة في اختياره.
- التنكير بأهمية تبني هيكل مالي أمثل وتأثيره على مردودية المؤسسة.

## مقدمة

- محاولة الإطلاع على سلامة قرارات التمويل في المؤسسة الاقتصادية من خلال دراسة حالة مؤسسة اقتصادية جزائرية.

### أهمية الدراسة:

- تحديد أهمية المحددات الكمية والكيفية لاختيار الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة الاقتصادية .
- التعرف على أهم المصادر التمويلية المتاحة للمؤسسة الاقتصادية.
- يعتبر الهيكل المالي من أهم القضايا التي نالت اهتمام البحث العلمي من اجل تفسير السلوك التمويلي للمؤسسة الاقتصادية.

### حدود الدراسة :

تسعى هذه الدراسة إلى معالجة أثر الهيكل المالي على أداء المؤسسة الاقتصادية ، تمثلت حدود الدراسة المكانية لمؤسسة صيدال في حين تتمثل الحدود الزمنية في الفترة الممتدة من 2019-2021.

### منهج الدراسة :

قصد دراسة هذا الموضوع من خلال الإجابة على الإشكالية المطروحة واختبار فرضياته والبحث في جوانبه المختلفة والحصول على نتائج وإعطاء تفسيرات استخدمنا المنهج الوصفي التحليلي. من خلال دراسة الإطار النظري للهيكل المالي وكذلك أداء المؤسسة الاقتصادية. ثم بعد ذلك استخدمنا منهج دراسة الحالة لقياس اثر الهيكل المالي على أداء المؤسسة الاقتصادية.

### صعوبات الدراسة :

- خلال إعدادنا لهذا البحث تعرضنا لبعض الصعوبات نذكر منها :
- قلة توفر المعلومات فيما يخص الجانب التطبيقي.
- تعذر إجراء تربص ميداني على مستوى ولاية الأغواط .

### الدراسات السابقة:

- استفدنا في بحثنا هذا من عدة أعمال كانت قد سبقت بحثنا نذكر منها :
- (1) دراسة راضية قربوع وهي مذكرة ماستر أكاديمي في علوم التسيير تخصص مالية التامينات و تسيير المخاطر بعنوان " محددات اختيار الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة المديرية الجهوية للمنطقة الصناعية Dirk - سكيكدة " للسنة الجامعية 2016-2017، تهدف هذه الدراسة لدراسة أهم المحددات اختيار الهيكل المالي الأمثل بالشكل الذي يجعل المعدل الموزون لتكلفة التمويل في أدنى حد ممكن وقد توصلت الى أنه من بين العوامل المحددة للهيكل المالي الأمثل للمؤسسة محل الدراسة حجم المؤسسة ، نموها، مردودية المؤسسة .
  - (2) دراسة شرابي باية كنزة وهي مذكرة ماجستير في علوم التسيير تخصص مالية المؤسسة بعنوان "العوامل المحددة لبناء الهيكل المالي للمؤسسة دراسة حالة عينة من المؤسسات الجزائرية"، للسنة الجامعية 2013-2014 ، تهدف هذه الدراسة على أهم العوامل المحددة للهيكل المالي في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية وبناء نموذج تجريبي يسمح بتفسير السلوك المالي لهذه المؤسسات و هذا على ضوء الأسس النظرية للهيكل التمويلية (نظرية التوازن ، نظرية الاشارة ، نظرية التمويل السلمي) ونتائج الدراسات الميدانية السابقة، وقد خلصت الدراسة الى أن كل من المتغيرات المتعلقة بمعدل النمو ، حجم المخاطر العملية ومعدل الربحية تعتبر من أهم العوامل المحددة للهيكل المالي في المؤسسات الجزائرية حيث تتأثر نسبة الاستدانة ايجابيا مع معدل النمو وسلبيا مع كل من حجم المخاطر العملية و الربحية .
  - (3) دراسة كعيش رضوان ، زيقم محمد الامين وهي مذكرة ماستر أكاديمي علوم في التسيير تخصص إدارة مالية للمؤسسات بعنوان " أثر الهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر " للسنة الجامعية 2016-2017، تهدف هذه الدراسة الى إبراز أثر العوامل المتحكمة في الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة على الأداء المالي ، حيث أظهرت الدراسة وجود علاقة عكسية بين المردودية الاقتصادية (الأداء) ونسبة مجموع الديون إلى مجموع الأصول ، كما توجد علاقة عكسية بين نسبة الديون طويلة الأجل الى مجموع الأصول ونسبة مجموع الديون الى مجموع الأصول وهي نتيجة متوقعة.

4) دراسة سليم مجلخ و آخرون وهو مقال بعنوان “ أثر الهيكل المالي على المردودية المالية “ تاريخ النشر 2020/7/1، وتهدف هذه الدراسة النظرية الى تحديد الإطار النظري لكل من الهيكل المالي والمردودية المالية وإبراز أهمية الهيكل المالي في الأثر على المردودية المالية للمؤسسة الاقتصادية ، وتوصلت الدراسة الى توضيح وصف وتحليل متغيرات الدراسة والى تقديم أثر وتفسير العلاقة السببية بين الهيكل المالي والمردودية المالية في مؤسسة مطاحن عمر بن عمر للفترة 2010-2018.

### هيكل الدراسة:

للإجابة على إشكالية الدراسة ولتحقيق أهدافها مع المحافظة على الالتزام .اقتضت الضرورة تناول الموضوع في فصلين اثنين. سبقتهم مقدمة لتنتهي الدراسة بخاتمة . تناولنا في الفصل الأول الأدبيات النظرية والمفاهيم المتعلقة بالهيكل المالي وأثره على أداء المؤسسة الاقتصادية وذلك من خلال تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين، خصص الأول للإطار النظري للهيكل المالي و الأداء المالي .

وتطرقنا في المبحث الثاني إلى النظريات وعلاقة الهيكل المالي بالمؤسسة .

بينما تناولنا في الفصل الثاني الدراسة الميدانية وهي دراسة حالة مؤسسة صيدال ، من خلالها تم إسقاط الجانب النظري على أرض الواقع لمعرفة اثر الهيكل المالي على أداء المؤسسة الاقتصادية .

كما قسم هذا الفصل إلى مبحثين ، خصص الأول لتقديم عام للمؤسسة وتطرقنا في المبحث الثاني إلى دراسة علاقة الهيكل المالي بمردودية المؤسسة ، وفي الأخير توج هذا العمل بخاتمة عامة تضمنت النتائج المتوصل إليها .

## الفصل الأول :

الأدبيات النظرية المتعلقة بالهيكل  
المالي وأثره على أداء المؤسسة

### تمهيد :

في هذا الفصل تم الإطلاع على الجانب النظري لمحددات الهيكل المالي وتقدير تكلفة عناصر التمويل وعلاقة الهيكل بأداء المؤسسة ، كما يعتبر الأداء المالي أحد الجوانب المكونة لجوانب الأداء العام للمؤسسة والتي يجب أن تأخذ بعين الاعتبار في أي محاولة لتقييم الأداء وسيتم في هذا الفصل التطرق إلى مفهوم الأداء المالي يليه مفهوم الرفع المالي وأهميته .

وهذا ما سنحاول التطرق إليه في المبحثين :

المبحث الأول : الإطار النظري للهيكل المالي والأداء المالي.

المبحث الثاني : نظريات وعلاقة الهيكل بالمؤسسة.

### المبحث الأول : الإطار النظري للهيكل المالي والأداء المالي

في البداية لابد أن نفرق بين مفهومين شائعين الأول : **الهيكل المالي** والذي يظهر كيفية قيام المؤسسة بتمويل أصولها المختلفة ، والثاني : **هيكل رأس المال** والذي يقصد به التمويل الدائم للمؤسسة (الأموال الدائمة ) والذي عادة ما يتكون من القروض طويلة الأجل والأموال الخاصة وعلى هذا الأساس ، فإن الهيكل المالي هو الأعم وهيكل رأس المال ما هو إلا جزء منه .

### المطلب الأول : مفهوم الهيكل المالي والأداء المالي

سنحاول فيما يلي التطرق للإطار المفاهيمي للهيكل المالي كما سنتطرق للتعرف، على الأداء المالي ، و الرافعة المالية<sup>1</sup>.

### أولاً : مفهوم الهيكل المالي

تعددت التعاريف التي تناولت مفهوم الهيكل المالي نذكر منها :  
يعرف بأنه : "هيكل مصادر التمويل وجانب الخصوم وحقوق الملكية في كشف المركز المالي"<sup>2</sup>.  
وعلى هذا الأساس ، فإن الهيكل المالي يعكس السياسة المالية التي تتبعها المؤسسة في تحديد مزيج الأدوات المالية في تمويل الاحتياجات المالية.  
كما يعرف بأنه : " تشكيلة المصادر التي تحصلت منها المؤسسة على الأموال بهدف تمويل استثماراتها وتشتمل على كافة العناصر التي تتكون منها الخصوم سواء كانت هذه العناصر قصيرة أو طويلة الأجل"<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> بن الزغدة مفيدة، بن مخدة ميادة، اثر الهيكل المالي على اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة الاقتصادية

،مذكرة ماستر في علوم التسيير تخصص ادارة مالية ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد الصديق بن يحيى، 2018-2019.

<sup>2</sup> عدنان تابه النعيمي ،ياسين كاسب الخرشة ،اساسيات في الإدارة المالية ، دار المسيرة للنشر والتوزيع ، الأردن 2007،ص 138.

<sup>3</sup> أنفال حدة خبيزة، تأثير الهيكل المالي على إستراتيجية المؤسسة الصناعية ، رسالة ماجستير ،تخصص اقتصاد صناعي ،قسم العلوم الاقتصادية ،كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ، جامعة محمد خيضر ،بسكرة 2011-2012،ص3.

كذلك يعرف بأنه : " عبارة عن مجموعة القنوات التمويلية إما في شكل أموال قادمة للشركة من مصادر مختلفة سواء من مالكي الشركة أو من الغير في شكل قروض بكافة أنواعها وقنوات استخدام الأموال من الاستثمارات والأصول الثابتة والمستلزمات السلعية وغيرها وبقاء جزء على شكل أصول سائلة " <sup>1</sup>.

من خلال ما سبق نستنتج أن الهيكل المالي :

" عبارة عن توليفة مصادر التمويل التي اختارتها المؤسسة الاقتصادية لتمويل استثماراتها ويتكون الهيكل من مجموعة من العناصر التي تشكل جانب الالتزامات أي الخصوم في قائمة الميزانية المالية سواء كان مصدرها خارجيا من الدائنين أو داخليا من الملاك " <sup>2</sup>.

### ثانياً: مفهوم الأداء المالي

- يعبر الأداء المالي عن تعظيم للنتائج وذلك من خلال تحسين المردودية ويتحقق ذلك بتدنية التكاليف و تعظيم الإيرادات بصفة مستمرة تمتد إلى المدى المتوسط والطويل بغية تحقيق التراكم في الثروة و الاستقرار في مستوى الأداء <sup>3</sup> .
- ويعرف على أنه الوضع المالي القائم في المؤسسة في لحظة معينة ككل أو لجانب معين من أداء المؤسسة أو من لأداء أسهمها في السوق في يوم محدد و فترة معينة <sup>4</sup> .
- يمكن وصف الأداء المالي على أنه جميع نتائج الأنشطة لمنظمة أو منشأة خلال فترة زمنية معينة <sup>5</sup> .

<sup>1</sup> أبو الفتوح علي فضالة، الهيكل التمويلية، دار الكتب العلمية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 1994، ص38.

<sup>2</sup> بن الزغدة مفيدة، بن بخمة ميادة، مرجع سابق ص7.

<sup>3</sup> الياس بن الساسي ، يوسف قريشي، التسيير المالي (دروس وتطبيقات)، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2006، ص40.

<sup>4</sup> بلقاسم عفاف ، أثر الهيكل التمويلي على الأداء المالي لشركات التأمين، مذكرة ماستر في العلوم الاقتصادية تخصص مالية وبنوك ، جامعة قاصدي مرياح ، ورقلة ،كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير 2015، 2016، ص3.

<sup>5</sup> بلقاسم عفاف ، مرجع سابق، ص 3.

- ويعرف على أنه قدرة المؤسسة على الاستغلال الأمثل لمواردها في الاستخدامات ذات الأجل الطويل و القصير من أجل تشكيل الثروة<sup>1</sup>.
  - ومما سبق أمكننا أن نعرف الأداء المالي على أنه وسيلة للتعرف على مدى نجاعة الوضعية المالية للشركات و ذلك عن طريق استخدام مؤشرات ونسب مالية توصلنا إلى مدى تحقيق الأهداف المرجوة<sup>2</sup>.
- ويقوم الأداء المالي على فحص المحاور التالية<sup>3</sup>:
- العوامل المؤثرة في المردودية المالية .
  - أثر السياسات المالية المتبناة من طرف المسيرين على مردودية الأموال الخاصة .
  - مدى مساهمة معدل نمو المؤسسة في إنجاح السياسة المالية وتحقيق فوارق من الأرباح.

### ثالثاً : مفهوم الرفع المالي

- تتأثر أرباح المؤسسة بالزيادة أو النقصان وفق الطريقة التي يتم فيها تكوين الهيكل المالي ، ويمكن للمؤسسة استخدام نوع أو أكثر من ما يسمى بالرافعة المالية للخروج من أزمته المالية والتخلص من خطر التصفية ، وردت عدة تعارف للرفع المالي يعبر كل منها عن وجهة نظر مستخدم الرفع المالي وهدفهم من هذا الاستخدام وفيما يلي عرض موجز لبعض التعريفات :
- الرافعة المالية هي استخدام للتمويل المقترض في الهيكل المالي بما يؤدي إلى تعظيم العائد على حق الملكية التمويل المقترض طويل الأجل والتمويل المقترض قصير الأجل الذي يشمل بدوره على القروض قصيرة الأجل و الحسابات الدائنة<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> نفس المرجع، ص 3،

<sup>2</sup> نفس المرجع، ص 3.

<sup>3</sup> منيرة سعودي ، أثر الهيكل المالي على الأداء المالي ، مذكرة ماستر في العلوم المالية والمحاسبية ، تخصص تقنيات الكمية في المالية ، جامعة قاصدي مرباح ورقلة ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ، 2016-2017، ص4.

<sup>4</sup> محمد علي العامري ، الإدارة المالية الحديثة ، الطبعة الأولى ، دار وائل للنشر ، عمان ، الأردن

، 2013، ص169 .

• يعرف الرفع المالي على أنه توليفة من أموال الملاك و الدائنين ، ويعبر الدين عن مجموع الأصول ، أي أنه درجة اعتماد المؤسسة على أموال الغير في تمويل أصولها<sup>1</sup>. يقوم مبدأ أثر الرافعة المالية على مبدأ بسيط ، فهي نتاج المرونة المكافأة المخصصة لرأس المال الخارجي عن المؤسسة ( أي الديون ) فإذا كانت مردودية الأصول تتجاوز التكاليف المالية المدفوعة للمقرضين ، يكون هذا الفائض في فائدة للمساهمين ، حيث يكون الحديث هنا عن أثر رافعة إيجابي ، أما في الحالة العكسية ، أي إذا كانت هذه المردودية غير كافية من أجل تغطية التكاليف تنخفض مردودية المساهمين ويصبح هنا أثر الرافعة سلبي<sup>2</sup>.

إذن يمكننا تفسير أثر الرافعة المالية بمردودية الأموال الخاصة بدلالة معدل مردودية الأصول الاقتصادية وتكلفة الدين .

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

وبهدف صياغة أثر الرافعة المالية سوف نقوم بإيجاد العلاقة التي تربط المردودية المالية بالمردودية الاقتصادية ، يمكن تحديد أثر الرافعة المالية انطلاقاً من المعطيات التالية<sup>3</sup>:

RE : نتيجة الاستغلال . RN : النتيجة الصافية . Re : المردودية الاقتصادية .

<sup>1</sup> سليمان أبو صبحا ، الإدارة المالية ، الطبعة الاولى ، منشورات جامعة القدس المفتوحة ، عمان ، الأردن ، 1996 ، ص 368 .

<sup>2</sup> بن الساسي إلياس ، يوسف قريشي ، التسيير المالي (الإدارة المالية ) ، دار وائل للنشر ، الطبعة الثانية ، عمان ، الأردن 2011 ، ص 268 .

<sup>3</sup> إلياس بن الساسي ، يوسف قريشي ، مرجع سابق ، ص 270 .

## الفصل الأول: الأدبيات النظرية المتعلقة بالهيكل المالي وأثره على أداء المؤسسة

Rcp : مردودية الأموال الخاصة . Cp: الأموال الخاصة . D, : الإستدانة الصافية .

i : المصاريف المالية (تكلفة الاستدانة) . IBS: معدل الضريبة على أرباح الشركات .

لدينا ما يلي : نحدد النتيجة الصافية بدلالة نتيجة الاستغلال :

$$RN = ( RE - iD ) \times ( 1 - IBS ) \dots\dots\dots(1)$$

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

$$Rcp = RN/Cp = ( RE - iD ) ( 1 - IBS ) \dots\dots\dots(2)$$

$$= ( RE - iD / (Cp + D) ) ( 1 - IBS ) \cdot ( Cp + D ) / Cp$$

$$= ( Re \cdot Cp / Cp + Re \cdot D / Cp - iD / Cp ) \cdot ( 1 - IBS )$$

وبالتالي يمكن صياغة أثر الرافعة المالية رياضيا كالتالي :

$$Rcp = [ Re + ( Re - i ) \cdot D / Cp ] \cdot ( 1 - IBS )$$

حيث :

- ( Re - i ) : الهامش بين المردودية الاقتصادية وتكلفة الاستدانة .
- D/Cp : الرافعة المالية وتقيس تركيبة الهيكل المالي .
- ( Re - i ) \cdot ( D / Cp ) : أثر الرافعة المالية .

$$\text{مردودية الأموال الخاصة} = \text{المردودية الاقتصادية} + ( \text{المردودية الاقتصادية} - \text{تكلفة الاستدانة} ) \times \text{الاستدانة الصافية} / \text{الأموال الخاصة}$$

تدعى العلاقة : الاستدانة الصافية / الأموال الخاصة ، الرافعة المالية .

والعلاقة : ( المردودية الاقتصادية - تكلفة الاستدانة ) × الاستدانة الصافية / الأموال الخاصة ، تسمى بأثر الرافعة .

فيكون لدينا :

$$\text{مردودية الأموال الخاصة} = \text{المردودية الاقتصادية} + \text{أثر الرافعة المالية}$$

المطلب الثاني : محددات الهيكل المالي

إن قرار تكوين الهيكل المالي هو قرار مستمر ويجب أن يعاد النظر فيه كلما احتاج المشروع تمويل إضافي ، ونعرض فيما يلي أهم العوامل التي يجب أن تؤخذ في الاعتبار عن اتخاذ قرار بتكوين الهيكل المالي حتى يأتي مناسباً<sup>1</sup>:

- ◆ الرفع المالي وأثره على ربح السهم؛
- ◆ الملائمة؛
- ◆ تكلفة الأموال؛
- ◆ مقدرة التدفق النقدي للشركة ؛
- ◆ المرونة؛
- ◆ نمو واستقرار المبيعات؛
- ◆ حجم الشركة.

أولاً : اثر الرفع المالي على ربح السهم

من المعروف إن استخدام المصادر المالية ثابتة التكلفة مثل القروض والأسهم الممتازة لتمويل أصول المشروع يمثل نوعاً من الرفع المالي أو المتاجرة بالملكية ، فإذا كانت الأصول الممولة باستخدام القرض تدر عائداً أكبر من تكلفة القرض فسوف يزداد ربح السهم دون زيادة استثمار

<sup>1</sup> سمير محمد عبد العزيز ،التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية ، مكتبة الإشعاع للطباعة والنشر والتوزيع ، مصر ، 1997، ص315.

الملاك ويزداد أيضا ربح السهم العادي عندما تستخدم الأسهم الممتازة في تمويل حياة الأصول ولكن تأثير الرفع المالي يكون أكبر في حالة القرض للأسباب الآتية :  
تكلفة القرض عادة تكون اقل من الأسهم الممتازة.  
الفائدة المدفوعة على القرض تعتبر من الأعباء يجوز خصمها من وعاء الربح الخاضع للضريبة.  
بعكس الأسهم الممتازة التي تعتبر أعباؤها على المشروع توزيعا للربح وليس تكليفا عليه لهذا لا تخصم من وعاء الربح الخاضع للضريبة.  
من الواضح انه عندما يكون معدل العائد على مجموع الأصول اقل من تكلفة القرض أو الأسهم الممتازة ، فان ربح السهم العادي سوف يتجه إلى الهبوط مع ارتفاع درجة الرفع المالي .  
لذلك يعتبر تحليل السهم EPS والأرباح قبل الفائدة والضرائب EBIT من أهم العوامل في تكوين الهيكل المالي للمشروع ويتم ذلك بدراسة تقلبات المحتملة في EBIT وتحليل تأثيرها على ربح السهم .

فإذا كانت احتمالات الحصول على معدل عائد أكبر من تكلفة القروض فيمكن للمشروع أن يستخدم الاقتراض لزيادة ربح السهم العادي .  
وبالعكس إذا كانت احتمالات الحصول على معدل عائد على أصول المشروع اقل من تكلفة الاقتراض فيجب على المشروع أن يتوقف عن استخدام هذا النوع من التمويل .

### ثانيا : الملائمة

بمعنى أن تكون أنواع الأموال التي يحصل عليها المشروع مناسبة لأنواع الأصول المستخدمة ومتماشية مع طبيعتها وكقاعدة عامة ينبغي تمويل الأصول الدائمة عن طريق القروض طويلة الأجل وأموال الملكية ويرجع ذلك إلى فكرة أن الأصول الثابتة تستمر في تقديم خدماتها لفترة زمنية طويلة وبيع هذه الخدمات يحصل المشروع على تدفق نقدي داخل يتضمن استرداد جزء من قيمة الأموال المستثمرة في هذه الأصول الثابتة والتي تعرف بالاستهلاك .  
ومن ناحية أخرى فان استخدام القروض طويلة الأجل وأموال الملكية لتمويل الأصول المتداولة قد يكون له تأثير سلبي على الربحية ذلك انه بانتهاء النشاط الموسمي تأخذ أرصدة المخزون

السلعي والذمم في الانخفاض ويرتفع رصيد النقدية ويكون لدى المشروع القدرة على سداد القروض .

فإذا كانت هذه القروض من النوع طويل الأجل فإن المشروع سيستمر في دفع الفائدة عليها على الرغم من وجود أموال عاطلة في البنك وهذا ما يؤدي إلى تخفيض أرباح المشروع . وعلى هذا فإنه لتحقيق الهيكل المالي المناسب يتعين تمويل الأصول المتداولة (المؤقتة) عن طريق الاقتراض قصير الأجل والأصول الثابتة والدائمة عن طريق الاقتراض طويل الأجل وأموال الملكية.

### ثالثاً : تكلفة الأموال

إن القرض كمصدر للأموال يعتبر أرخص من الملكية ، كذلك فإن الأسهم الممتازة كمصدر للأموال تعتبر أرخص من الأسهم العادية ولكنها ليست أرخص من القروض ولكن معيار تكلفة الأموال لا يأخذ في الاعتبار القضية بالكامل فهو يتجاهل المخاطر والتأثير على قيمة وتكلفة أموال الملكية ، ومن هنا نقول انه لا يمكن للشركة أن تستمر في تقليل التكلفة الكلية للأموال باستخدام المزيد من القروض فزيادة القروض تؤدي إلى زيادة المخاطرة المالية لدائون وحملة الأسهم كذلك تؤدي زيادة الاقتراض إلى جعل مركز حملة الأسهم أكثر خطورة مما يؤدي إلى التأثير المتزايد على تكلفة الملكية ، وهذا ما يتطلب وجود مزيج مناسب بين أموال الاقتراض وأموال الملكية ، أما تكلفة أموال الملكية فتتضمن تكلفة إصدار أسهم جديدة وتكلفة الفئاض المحجوز وبصفة عامة فإن تكلفة الاقتراض اقل من تكلفة هذين النوعين من أموال الملكية.

يتضح لنا مما سبق أن تكلفة الأموال وريح السهم يؤديان إلى أقصى استخدام ممكن للاقتراض ومع ذلك فإنه يجب الاهتمام بالعوامل الأخرى لتحديد الهيكل المالي الأمثل للشركة.

### رابعاً : مقدرة التدفق النقدي للشركة

يجب على الإدارة المالية للشركة حينما تفكر في الحصول على قرض إضافي تحليل تدفقاتها النقدية المتوقعة في المستقبل لمواجهة المصاريف الثابتة ، فقد تواجه الشركة التي لا تكون قادرة

على توفير أموال كافية لسداد التزاماتها الثابتة خطر الإفلاس المالي والشركات التي تتوقع تدفقات نقدية كبيرة ومستقرة في المستقبل يمكنها ان تستخدم قروض بنسبة كبيرة في هيكلها المالي .

لذلك نجد أن النسب الهامة التي يجب فحصها عند التخطيط للهيكل المالي الأمثل هي نسبة صافي التدفقات النقدية الداخلة للمصاريف الثابتة والتي يستعمل منها على عدد مرات تغطية الالتزامات المالية الثابتة بواسطة صافي التدفقات التي تتولد في الشركة . ويمكن أن نخلص إلى أنه لا يوجد مخاطرة إذا كان معدل القروض إلى أموال الملكية يرتفع طالما أن الشركة لديها المقدرة على توليد تدفقات نقدية كافية في المستقبل لسداد التزاماتها المالية الثابتة .

### خامسا : المرونة

تعني قدرة المنشأة على تكييف هيكلها المالي مع الاحتياجات التي تنشأ من الظروف المتغيرة فيجب أن تكون الخطة المالية للشركة مرنة بصورة كافية حتى يمكن تعديل مكونات الهيكل المالي وهذا يعني انه إذا أرادت الشركة تحقيق الاستخدام الأمثل لأموالها فعليها أن تكون في الوضع الذي يمكنها من إحلال أي شكل من أشكال التمويل بآخر .

### وتتوقف درجة المرونة في الهيكل المالي للشركة على :

- المرونة في التكاليف الثابتة
- الشروط المقيدة في اتفاقيات القروض
- شروط الوفاء بالدين
- الطاقة الاستيعابية للشركة على الاقتراض

### سادسا : نمو واستقرار المبيعات

تستطيع المنشأة التي تتمتع باستقرار في المبيعات أن تستخدم درجة عالية من الرفع المالي فالغالب انه لن تواجهها صعوبات في مقابل التزاماتها الثابتة والتقلبات المحتملة في المبيعات تؤدي إلى زيادة المخاطر التجارية فمثلا ظهور تقلبات كبيرة في مبيعات صناعات السلع

الاستهلاكية يجعل هذه الصناعات لا تستخدم اقتراض كبير ومن الناحية الأخرى تعتبر مبيعات المنافع العامة أكثر استقراراً لذلك فإنها تستخدم الاقتراض بدرجة كبيرة لتمويل أصولها .

فتؤدي الزيادة المتوقعة في النمو إلى زيادة التمويل الخارجي اللازم ، ويعتبر القرض أكثر مصادر التمويل الخارجي رخصاً ونفعاً ولا يجب على الشركات التي تتجه مبيعاتها نحو الانخفاض أن تستخدم القروض أو الأسهم الممتازة في هيكلها المالي لأنها في هذه الحالة سوف تواجهها صعوبات سداد التزاماتها وقد تجبر في حالة عدم سداد هذه التكاليف إلى التصفية .

### سابعا : حجم الشركة

يؤثر حجم الشركة بصورة كبيرة على إمكانية إتاحة الأموال من المصادر المختلفة ، فالشركات الصغيرة قد تجد صعوبات كبيرة في الحصول على القروض طويلة الأجل وحتى إذا تمكنت من ذلك فسوف تتحمل بسعر فائدة مرتفع وتقبل بشروط غير ملائمة ، لذلك يجب على الشركة أن تنتفع بأفضل استخدام لحجمها عند تخطيط الهيكل المالي .

إلا أنه يمكن القول بصفة عامة بأن الشركات الكبيرة لديها مرونة أكبر في تكون هيكلها المالي حيث تستطيع الحصول على قروض بشروط ميسرة وإصدار أسهم عادية وممتازة وسندات وبسبب كبر حجم الإصدار تصبح تكلفة أي مصدر مالي في الشركات الكبيرة أقل من الشركات صغيرة الحجم وفي نفس الوقت يكون خطر فقدان السيطرة والرقابة أقل كذلك.

### المطلب الثالث : تقدير تكلفة عناصر التمويل

يقضي تقدير تكلفة الأموال الوقوف على تكلفة كل عنصر من العناصر التي يتضمنها الهيكل المالي والمتمثلة في الاقتراض طويل الأجل والأسهم الممتازة والأسهم العادية والأرباح المحتجزة كما نعرض كذلك لمتوسط التكلفة المرجحة للأموال<sup>1</sup>.

### أولاً : تكلفة الاقتراض طويل الأجل

<sup>1</sup> سمير محمد عبد العزيز ، مرجع سابق ، ص 297-309.

## الفصل الأول: الأدبيات النظرية المتعلقة بالهيكل المالي وأثره على أداء المؤسسة

تتمثل تكلفة الاقتراض **Coste of Débet** في المعدل الفعلي للفائدة الذي تدفعه المؤسسة للمقرض وذلك بعد استبعاد الوافرات الضريبية ، وبصفة عامة لحساب تكلفة الاقتراض فهي معدل الفائدة المتفق عليه وقت عقد القرض.

### مصرفات الإصدار :

يترتب على عقد أي قرض أو إصدار سندات مصرفات قانونية وإدارية وعمولات وإكراميات... الخ وتؤدي هذه المصرفات إلى زيادة التكلفة النوعية للاقتراض .

### التعديل الضريبي :

تعتبر فائدة الاقتراض من النفقات جائزة الخصم من وعاء الضريبة ، أصبح من الضروري تعديل سعر الفائدة بخفضه فإذا افترضنا أن سعر الضريبة 55% فإن ما يتم دفعه للإدارة الضريبية ينخفض وبسبب هذه الميزة الضريبية فإن 45% فقط من الفائدة المدفوعة لحملة السندات تمثل صافي إنفاق نقدي .

### القروض المصدرة بعلاوة أو بخصم :

في حالة إصدار سندات بقيمة تختلف عن قيمتها الاسمية كان تصدر بخصم ، فإن تكلفة القرض لن تساوي معدل الفائدة للكوبون وتصبح تكلفة القرض بعد الضريبة تمثلها المعادلة التالية:

$$\text{After – Tax cost of debt} = \frac{(1-t)(R+1/n(F-p))}{\frac{1}{2}(F+p)}$$

حيث : F القيمة الاسمية ، p قيمة الاصدار

T سعر الضريبة

N مدة السند

R سعر الفائدة الثابت

القرض الدائم :

قد يتمكن المشروع من إصدار سندات دائمة وقد تقوم سياسته المالية على وجود مبلغ ثابت كقرض في هيكل رأس المال ويتم ذلك بسداد القرض القديم عن طريق إحلاله بقرض جديد تصبح تكلفة الإقراض تمثلها المعادلة التالية :

$$\text{After-tax Coste of débat} = \frac{R}{P} (1 - t)$$

**ثانيا : تكلفة الأسهم الممتازة**

تعرف بأنها معدل العائد الواجب تحقيقه على الاستثمارات الممولة عن طريق الأسهم الممتازة حتى يمكن الاحتفاظ بالإيرادات المتوافرة لحملة الأسهم العادية ، وهذا المعدل عبارة عن توزيعات السهم الممتاز الواحد مقسوما على صافي القيمة أي قيمة السهم مخصوما منها مصاريف الإصدار للسهم إن وجدت .

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

حيث :  $Kp$  = تكلفة السهم الممتاز

$Dp$  = قيمة التوزيع الثابت للسهم (قيمة الكوبون)

$P$  = صافي قيمة السهم

ونظرا لان الأسهم الممتازة تعتبر من أموال الملكية فان توزيعاتها لا تعد من الأعباء جائزة الخصم لإغراض الضريبة لهذا فان تكلفتها لا تخضع للتعديل الضريبي ، لان العائد يتم توزيعه للربح وليس تكلفة عليه عكس فوائد القروض . وكقاعدة عاملة فان تكلفة أموال الأسهم الممتازة أكبر من تكلفة الأموال الاقتراض .

إن نفقات الإصدار ترفع تكلفة التمويل ويجب أخذها بعين الاعتبار في حساب تكلفة مصدر التمويل ويتم ذلك باستخدام المعادلة التالية :

$$Kp = \frac{Dp}{Pm(1-F)}$$

حيث  $F$  تمثل نفقات الإصدار.

ويمكن الإشارة إلى أن التعبير  $Dp/Pm$  عبارة عن عائد الربح الموزع لتصبح تكلفة الأسهم الممتازة مساوية إلى عائد الربح الموزع مقسم على واحد ناقص نسبة نفقات الإصدار كما يلي :

$$Kp = \frac{Dp/Pm}{1-F}$$

**ثالثا : تكلفة الأسهم العادية**

يمكن تعريف تكلفة الأسهم العادية الجديدة بأنها الحد الأدنى للعائد المطلوب على الاستثمارات الجديدة والممولة بإصدار هذه الأسهم الجديدة والذي يحافظ على القيمة السوقية للسهم بدون تغير ويمكن قياس هذا المعدل للعائد المطلوب ب:

$$\text{معدل العائد المطلوب} = \text{معدل النمو المتوقع في التوزيعات} + \frac{\text{التوزيعات المتوقعة للسهم}}{\text{القيمة السوقية الحالية للسهم}}$$

ويلاحظ أن هذا المعدل يجب تعديله على ضوء تكلفة الإصدار المرتبطة ببيع الأسهم الجديدة يصبح معدل العائد المطلوب النهائي على النحو التالي :

$$\text{معدل العائد المطلوب} = \frac{\text{التوزيعات المتوقعة للسهم}}{\text{القيمة السوقية الحالية للسهم} - (\text{معدل تكلفة إصدار سهم جديد} - 1)}$$

**معدل النمو المتوقع في التوزيعات**

**رابعا : الأرباح المحتجزة**

هي ذلك الجزء من الإيرادات الحالية الذي لا يوزع على حملة الأسهم العادية بل يحتفظ به ويعاد استثماره في المشروع وبما أن الأرباح المحتجزة تخضع للضريبة على الدخل ، فيجب تخفيض مبالغ هذه الأرباح بمقدار الضريبة ولتقدير تكلفة الأرباح المحتجزة تستخدم المعادلة التالية :

$$\text{تكلفة الأرباح المحتجزة} = \frac{\text{التوزيعات المتوقعة للسهم (سعر ضريبة الدخل - 1)}}{\text{القيمة السوقية الحالية للسهم}}$$

### ✓ خامسا : متوسط التكلفة المرجحة للأموال

بعد تحديد الهيكل المالي الواجب استخدامه ثم تحديد التكلفة النوعية لكل عنصر فيه يمكننا تقدير تكلفة مزيج الأموال ، ويتم ترجيح تكلفة كل عنصر من عناصر الهيكل المالي عن طريق منحه وزنا هو نسبة هذا العنصر إلى مجموع الأموال المتحصل عليها حيث :

$$\text{نسبة كل نوع} = \frac{\text{مبلغ الأموال من مصدر معين}}{\text{مجموع الأموال}}$$

$$\text{التكلفة المرجحة لكل مصدر} = \text{نسبة المصدر} \times \text{تكلفة هذا المصدر}$$

### المبحث الثاني : نظريات وعلاقة الهيكل بالمؤسسة

يعرف الهيكل المالي الأمثل بأنه ذلك المزيج من التمويل الممتلك والمقترض الذي يجعل المعدل الموزون لكلفة التمويل في أدنى حد ممكن وإذا ما نجحت المؤسسة في تحقيق ذلك تمكنت من تعظيم ثروة المالكين<sup>1</sup> ، ولابد عند مناقشة الهيكل المالي من تبيان ماهية المداخل المالية التي عالجت هذا الجانب الحيوي في الإدارة المالية ، ومن هذا المنطلق تناولنا في هذا المبحث النظريات التقليدية والحديثة ، وعلاقة الهيكل بالمؤسسة ، ودور الهيكل المالي في تحسين أداء المؤسسة.

### المطلب الأول : النظريات التقليدية

في هذا المطلب تطرقنا لمختلف وجهات النظر التي قامت بدراسة الهيكل المالي في ظل كمال الأسواق بين مؤيدة ومعارضة لوجود هيكل مالي أمثل، والمتمثلة في المقاربات التالية : مدخل صافي الربح (NI) ، مدخل صافي ربح العمليات (NOI)، المدخل التقليدي ، مدخل مدكلياني و ميلر .

<sup>1</sup> محمد إبراهيم العامري ، الإدارة المالية الحديثة ، دار وائل للنشر الطبعة الأولى ، 2013، ص 310.

### أولاً : مدخل صافي الربح (NI)

يتركز مفهوم مدخل صافي الربح في إمكانية قيام الشركة بتعظيم قيمتها من جهة أو تخفيض التكلفة الكلية للأموال من جهة أخرى بزيادة نسبة القروض في الهيكل المالي . ويستند هذا المدخل إلى مجموعة من الفروض لعل أهمها<sup>1</sup>:

1\_ إن استخدام القروض لن يغير من مفهوم وإدراك الخطر للمستثمرين .

ونتيجة لذلك تظل كل من تكلفة القروض **kd** وتكلفة أموال الملكية **ke** ثابتة مع التغيرات في الرفع المالي<sup>2</sup>\*

2\_ أن  $Kd < Ke$ .

3\_ عدم خضوع أرباح الشركة للضرائب.

يفترض مدخل صافي الربح أن كل من تكلفة الديون **Kd** ، وتكلفة الأموال الخاصة **KCp** ثابتة لا يتغيران بتغير نسبة الديون إلى الأموال الخاصة في هيكل رأس المال **D/Cp** ، وبالتالي فإن معدل العائد الذي يطلبه الملاك ومعدل الفائدة على القروض لن يتغير بتغير نسبة الاقتراض داخل الهيكل المالي ، وبما أن تكلفة الاقتراض أقل من تكلفة الأموال الخاصة  $KCp > Kd$  بسبب إمكانية التخفيض الجبائي الذي تنتجه المصاريف المالية الناتجة عن الاستدانة ، فإن زيادة الاعتماد عن

<sup>1</sup> سمير محمد عبد العزيز ، مرجع سابق ، ص 215.

<sup>2</sup> قيمة القروض D قيمة الفوائد R ، حيث تمثل

$$\frac{R}{D} = Kd \quad , \quad Ke = \frac{L}{P} + g = \frac{E}{P} + O = \frac{E}{P}$$

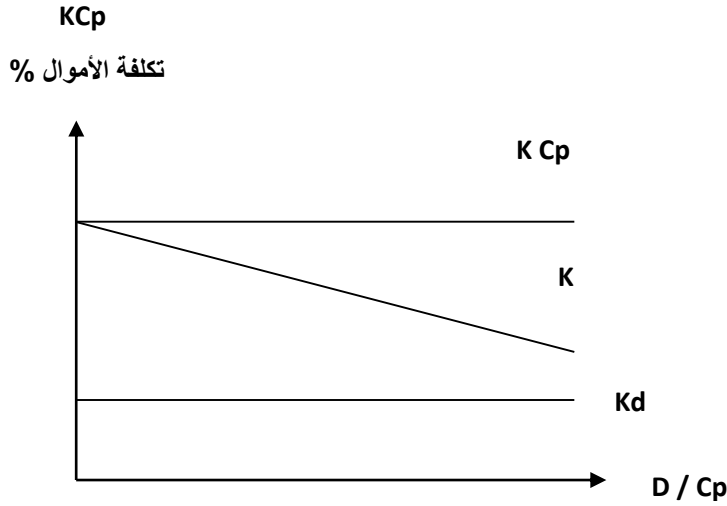
عندما  $g=0$  ،  $E=L$

القيمة السوقية للسهم P نصيب السهم في الأرباح الموزعة E هي نصيب السهم في الأرباح المحققة ، L حيث معدل نمو الأرباح g،

## الفصل الأول: الأدبيات النظرية المتعلقة بالهيكل المالي وأثره على أداء المؤسسة

الاقتراض في التمويل يترتب عليها انخفاض في تكلفة الأموال  $K$  وبالتالي ارتفاع في قيمة المؤسسة<sup>1</sup> بحيث:  $Kd$  و  $KCp$  ثابتين ، و  $K$  تمثل دالة متناقصة ل  $L$  إذا كان  $Kd < KCp$  .

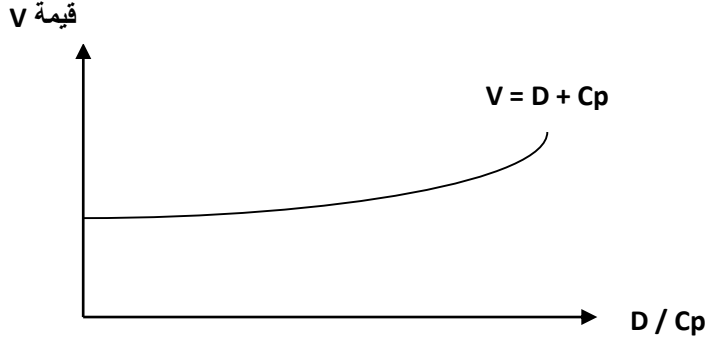
الشكل رقم (01) : العلاقة بين تكلفة الأموال ونسبة الاقتراض (مدخل صافي الربح)



المصدر : منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، الطبعة الثانية المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2006، ص 180.

<sup>1</sup> منير إبراهيم الهندي مرجع سابق، ص 177

الشكل رقم (02): العلاقة بين قيمة المؤسسة ونسبة الاقتراض وفقا لمدخل صافي الربح



المصدر : منير إبراهيم هندي ، مرجع أعلاه ص 180

يتبين من الشكل أعلاه ، أن تكلفة الأموال تنخفض كلما زادت نسبة القروض إلى الأموال الخاصة (نسبة الاستدانة) وتستمر هذه التكلفة في الانخفاض إلى أن تصل إلى أدناها وتصبح مساوية لتكلفة أموال الاقتراض ، حيث إن انخفاض تكلفة الأموال يعني ارتفاع قيمة المؤسسة وعليه فإن أفضل هيكل تمويلي في ظل هذا المدخل ، هو ذلك الهيكل الذي يتضمن أكبر نسبة ممكنة من القروض ( حتى ولو كانت 100% ) ، ويتحقق الهيكل المثالي عندما يتم تمويل المؤسسة بالكامل عن طريق الديون<sup>1</sup>.

وتجدر الإشارة انه ما يعاب على هذا المدخل اعتماده على فرضية ثبات كل من تكلفة الاقتراض وتكلفة الأموال الخاصة رغم التغير في نسبة الاستدانة .

### ثانياً: مدخل صافي ربح العمليات (NOI)

يفترض هذا المدخل ثبات تكلفة الأموال بغض النظر عن مكونات الهيكل المالي ، وبالتالي فإن تشكيلة الهيكل المالي لن تؤثر على القيمة السوقية للمؤسسة مادام تكلفة الأموال ثابتة.

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي مرجع سابق، ص 180 .

حسب نظرية صافي ربح العمليات فإن كيفية تكوين الهيكل المالي وتوزيعه بين الأموال الخاصة والديون لا أهمية لها، حيث أن قيمة المؤسسة تظل ثابتة في كل الأحوال . ويقوم مدخل صافي ربح العمليات على بعض الفروض إضافة إلى الفروض السابقة وهي كالتالي<sup>1</sup>:

1. تكلفة أموال الاقتراض  $Kd$  ثابتة
2. تكلفة أموال الملكية  $Ke$  متغيرة استجابة للتغيير في درجة المخاطرة لحملة الأسهم الناتج بدوره عن استخدام المؤسسة لأموال الاستدانة.
3. أهمية التفريق بين أموال الملكية و القروض ، لأن تقييم السوق للمؤسسة يأتي ككل متكامل.
4. نفرض أن التكلفة الكلية للأموال تتعلق فقط بعنصر خطر الأعمال، فإذا فرضنا ثبات عنصر المخاطرة أصبحت التكلفة الكلية للأموال  $Ko$  ثابتة .
5. تكلفة أموال الملكية  $Ko$  أكبر من تكلفة أكبر من تكلفة الاستدانة  $Kd$ .

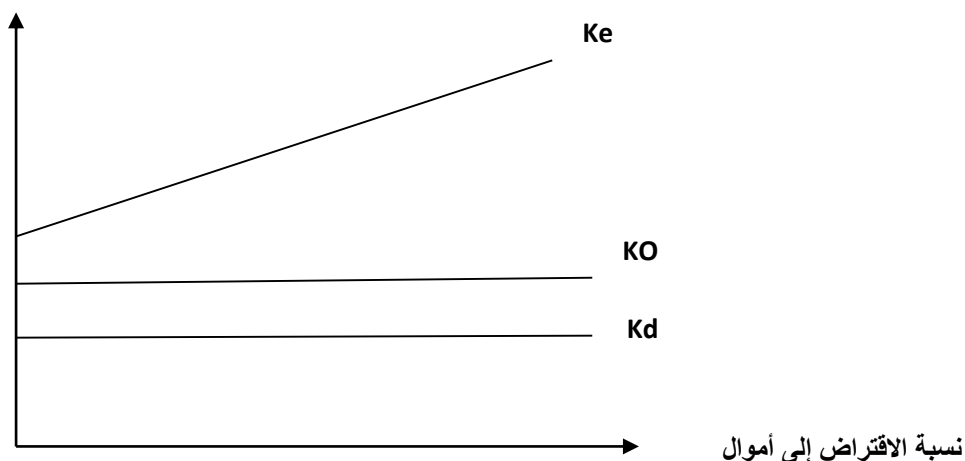
انطلاقاً من الفروض التي يقوم عليها مدخل صافي ربح العمليات ، نستنتج أن التكلفة الكلية للأموال ثابتة  $KO$ ، نتيجة لثبات تكلفة أموال الاقتراض وتغيير تكلفة أموال الملكية التي تزداد مع ازدياد حضور الاستدانة في الهيكل المالي نتيجة لارتفاع المخاطر التي تدفع المساهمين بالمطالبة بزيادة العائد المطلوب، وعليه فإن التكلفة المنخفضة التي تتميز بها أموال الاقتراض سوف يعرضها لارتفاع تكلفة أموال الملكية ما يجعل التكلفة الكلية للأموال ثابتة دون تغيير مهما تغيرت تركيبة الهيكل المالي .

---

<sup>1</sup> راضية قربوع، محددات اختيار الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة الاقتصادية ، مذكرة ماستر أكاديمي في علوم التسيير ، جامعة العربي بن مهيدي ام بواقي ،كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ، تخصص مالية التأمينات وتسيير المخاطر ،2016-2017،ص 45.

الشكل رقم (03): يوضح لنا اثر الاستدانة على التكلفة الكلية للأموال وكذا على تكلفة أموال الملكية .

تكلفة الأموال



المصدر : منير إبراهيم هندي ، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف ،الإسكندرية،1998، ص 185.

### ثالثا: المدخل التقليدي

يقوم هذا المدخل على افتراض تغير كل من تكلفة الاقتراض  $Kd$  وتكلفة الأموال الخاصة  $KCp$  تبعا لتغير في نسبة الاستدانة ، مع الحفاظ على فرضية أن تكلفة الاقتراض تعد اقل نسبيا من تكلفة الأموال الخاصة  $Kd < KC p$  إلى جانب الفرضيات العامة لمدخل صافي الربح<sup>1</sup>

ويمكن إدراج النتائج التي توصل إليها هذا المدخل فيما يخص كل من سلوك المقرضين والمساهمين وتطور تكلفة رأس المال فيما يلي :

<sup>1</sup> شرابي باية كززة ، العوامل المحددة لبناء هيكل مالي للمؤسسة ، مذكرة ماجستير ، علوم التسيير تخصص مالية المؤسسة ، جامعة الجزائر3، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ، 2013،2014، ص

أولاً : سلوك المقرضين

في ظل هذا المدخل تؤدي زيادة نسبة الاستدانة ( $D/Cp$ ) إلى انخفاض في تكلفة رأس المال وهذا ما يقود المقرضين إلى الرفع من مطالبهم ، وبصفة عامة فان تكلفة الاستدانة ( $i$ ) يفترض أن تتغير حسب نسبة الاقتراض ( $D/Cp$ ) كما يلي :

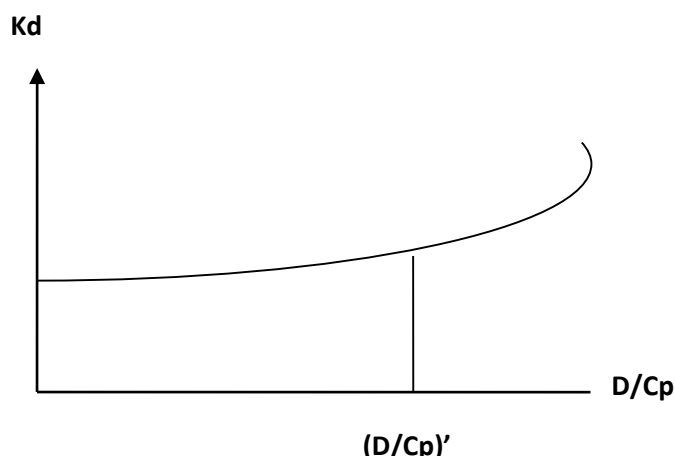
•  $(D/Cp)' < (D/Cp) < 0$  أي انه بالنسبة لمستويات استدانة منخفضة  $Kd$  يبقى ثابت .

• من اجل  $(D/Cp)' > (D/Cp)$  ، يبدأ المقرضون بالشعور بتفاقم المخاطر المالية التي تتعرض لها المؤسسة بفعل زيادة نسبة الاستدانة ، فيطلبون مكافئة متزايدة (معدلات فائدة مرتفعة) وتجدر الإشارة إلى أن  $(D/Cp)'$  في هذه الحالة لا يمثل المؤشر الذي يبين حدود نسبة الاستدانة وإنما يمثل عتبة دخول المؤسسة إلى مستوى مخاطرة مالية تدفع بالمقرضين إلى المطالبة بمعدلات فائدة مرتفعة<sup>1</sup> وفيما يلي تمثيل لعلاقة تكلفة الاقتراض بنسبة الاستدانة وفقاً للمدخل التقليدي.

---

<sup>1</sup> شرابي باية كنزة ، مرجع سابق، ص 102.

الشكل رقم (04) : العلاقة بين تكلفة الاقتراض ونسبة الاستدانة وفقا للمدخل التقليدي .



المصدر: شرابي باية كنزة، العوامل المحددة لبناء هيكل مالي للمؤسسة، مذكرة ماجستير علوم التسيير تخصص مالية المؤسسة، جامعة الجزائر 3، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، 2013، 2014، ص 103.

#### ثانيا : سلوك المساهمين

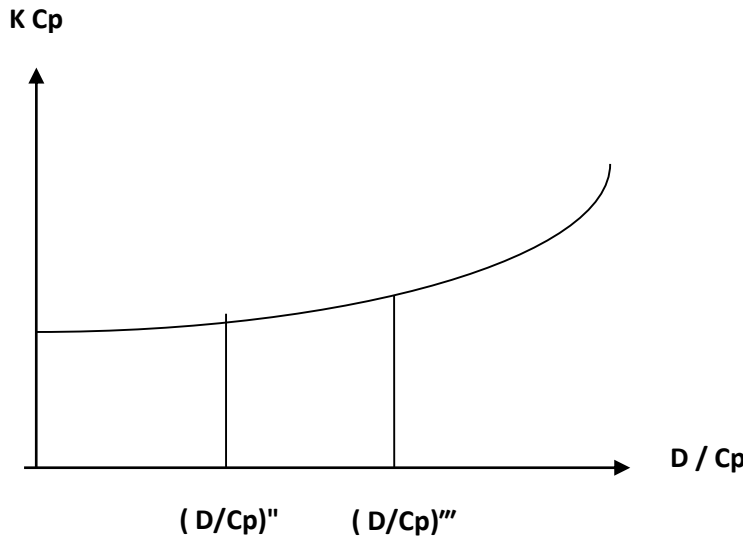
يقترح هذا المدخل تحليلا لسلوك المساهمين مشابهة لتحليل سلوك المقرضين حيث أن ارتفاع نسبة الاقتراض ( $D/Cp$ ) الذي ينجم عنه انخفاض تكلفة رأس المال ( $K$ ) يؤدي بالمساهمين إلى مقابلة هذا الارتفاع في نسبة الاقتراض بتقدير أعلى لمعدل العائد المنتظر من المؤسسة . وبالتالي ارتفاع تكلفة الأموال الخاصة ( $K_{Cp}$ ) .

ويمكن عرض تغير تكلفة الأموال الخاصة بدلالة التغير في نسبة الاستدانة كما يلي :

- من اجل " $(D/Cp) < (D/Cp) < 0$ " عند مستويات منخفضة للمديونية . ( $K_{Cp}$ ) يبقى ثابت
- من اجل " $(D/Cp)''' < D/Cp < (D/Cp)''$ " يبدأ المساهمون في رد فعلهم للارتفاع في نسبة الاستدانة 'فيطالبون بمكافأة متزايدة بمعدل ثابت .

- وأخيرا من اجل  $D/Cp > (D/Cp)^{***}$  يعتقد المساهمون انه تم تجاوز العتبة الحرجة لنسبة الاستدانة 'ويبدوون بالرفع من مطالبهم بدون توقف بمعدل متغير وفقا للزيادة في نسبة الاقتراض<sup>1</sup> ويمكن تمثيل العلاقة بين تكلفة الأموال الخاصة ونسبة الاستدانة وفقا للنموذج التقليدي كما يلي :

الشكل رقم (05) : العلاقة بين تكلفة الأموال الخاصة ونسبة الاستدانة وفقا للمدخل التقليدي



المصدر: شرابي باية كنزة ، مرجع سبق ذكره ، ص 104.

### ثالثا : تطور تكلفة الأموال

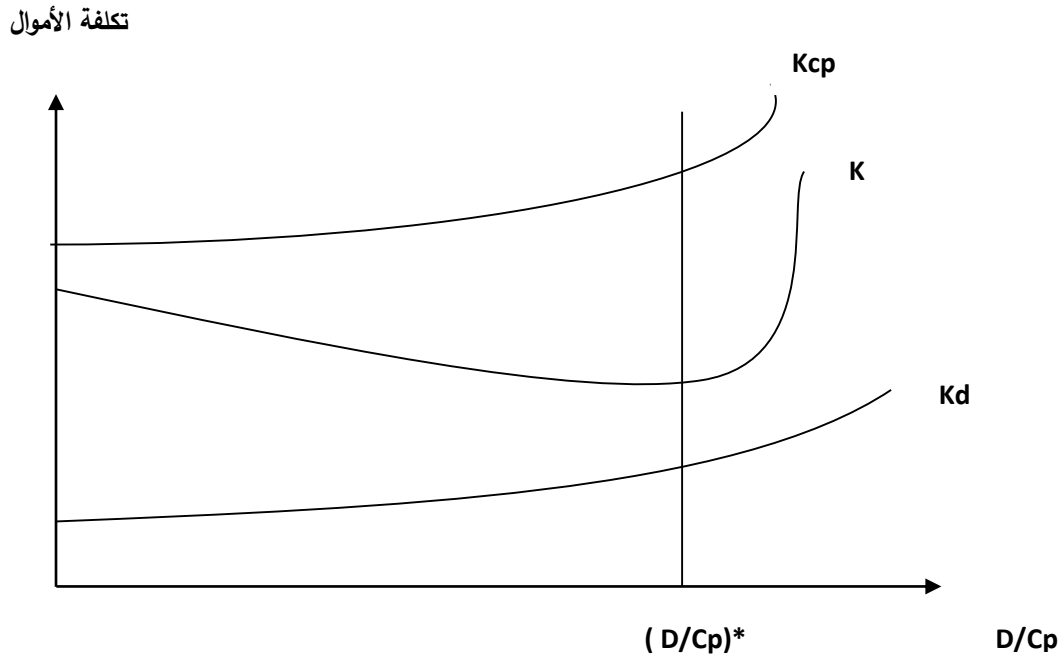
إن تحديد نسبة الاقتراض المثلى يكون عندما تصل نسبة الاقتراض إلى حد معين  $(D/Cp)^*$  أين تنخفض تكلفة رأس المال  $K$  إلى حدها الأدنى وتبلغ القيمة الكلية للمؤسسة  $V$  قيمتها العظمى ، وإن أي زيادة بعدها في الاقتراض ينجم عنها ارتفاع تكلفة رأس المال وبالتالي انخفاض القيمة الكلية للمؤسسة ، والنتيجة أن زيادة الاعتماد على الاقتراض لم يعد كافيا لتحقيق

<sup>1</sup> شرابي باية كنزة ، مرجع سابق ، ص 103.

## الفصل الأول: الأدبيات النظرية المتعلقة بالهيكل المالي وأثره على أداء المؤسسة

تخفيض في تكلفة رأس المال بسبب الارتفاع في تكلفة الأموال الخاصة ، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الأموال <sup>1</sup> والشكلان المواليان يوضحان هذه المراحل لتكلفة رأس المال وقيمة المؤسسة بنسبة الاقتراض وفقا للمدخل التقليدي .

الشكل رقم (06): علاقة تكلفة الأموال بنسبة الاقتراض .

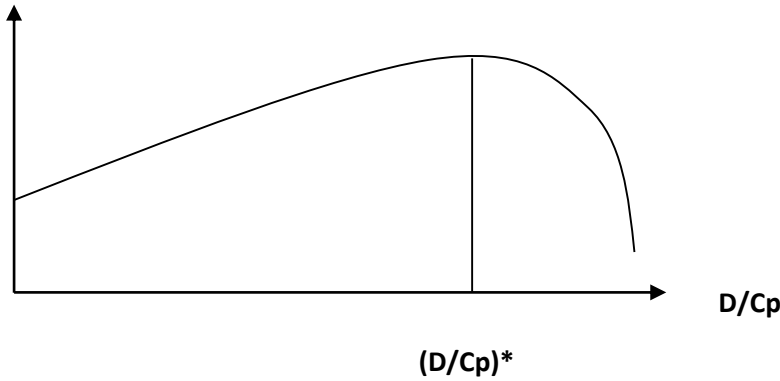


المصدر : شرابي باية كنزة مرجع سابق ، ص 105.

<sup>1</sup> شرابي باية كنزة ، مرجع سابق ص 104.

الشكل رقم (07) : علاقة قيمة المؤسسة بنسبة الاقتراض وفقا للمدخل التقليدي .

قيمة المؤسسة  $V$



المصدر : شرابي باية كنزة ، مرجع سابق ص 105.

وانطلاقا مما سبق يمكن استخلاص ،انه وفقا للمدخل التقليدي يوجد نسبة اقتراض مثالية تنخفض عندها تكلفة الأموال عند حدها الأدنى، وبالتالي تصل عندها قيمة المؤسسة إلى حدها الأقصى ( هيكل أمثل) ،إلا هذه النظرية انتقدت من طرف M&M ليقدموا أول نموذج لهما سنة 1958، من أجل التدليل على أن تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة مستقلين عن هيكلهما التمويلي .

**رابعاً : مدخل مدكلياني وميلر (M&M)**

تقوم هذه النظرية على ما يسمى بنظرية أرباح الاستغلال التي تولد عنها أعمال كل من Miller & Modigliani ، ويرى هذان الاقتصاديان انه لا وجود لهيكل مالي أمثل ، حيث أن تكلفة رأس المال وقيمة المؤسسة مستقلان عن هيكلهما المالي، ففي ظل تواجد سوق مالية كفئة

وغياب الجباية يوجد تكافئ بين مختلف أنماط التمويل وقد بينت نظريتهما على ما يسمى " بالتحكيم " <sup>1</sup> وقد جاءت هذه النظرية على شكل مرحلتين <sup>2</sup>:

### المرحلة 01: في حالة غياب الضرائب (1958)

يقوم مدخل M&M على فكرة أساسية ، وهي أن قيمة المؤسسة لا ترتبط بهيكلها المالي وان تكلفة التمويل ثابتة مهما تغير الهيكل المالي وفي هذا الشأن يشير إلى أن قيمة المؤسسة ترتبط ارتباطا وثيقا بقيمة استثماراتها أي بالعائد المتوقع من وراء هذه الاستثمارات كما تتوقف على درجة المخاطر التي يتعرض لها هذا العائد ، بمعنى آخر أن قيمة المؤسسة تتوقف على قرارات الاستثمار وليس قرارات تمويل <sup>3</sup> ، ويقوم هذا المقترح على مجموعة من الفرضيات من بينها، ليس هناك ضرائب على الأرباح ولا تكاليف على الصفقات التي تتم في السوق وبعد استعمال البراهين الرياضية خلص المقترح إلى :استنتاج مفاده أن الزيادة في تكلفة الأموال الخاصة والتي تنجم عن زيادة معدل الاقتراض سوف يعوضها انخفاض بنفس القيمة في تلك التكلفة نتيجة لزيادة الاعتماد على مصادر التمويل ذات تكلفة منخفضة نسبيا لذا فمن المتوقع أن تظل تكلفة رأس المال ثابتة مهما تغير معدل الاقتراض <sup>4</sup> ، وهذا مفاده انه لا يوجد هيكل مالي امثل يذني التكلفة ويعظم قيمة المؤسسة وإنما التكلفة الإجمالية تبقى ثابتة مهما تغيرت مكونات هذا الهيكل ومهما بلغت درجة الاقتراض والمنحنى البياني يبين ذلك :

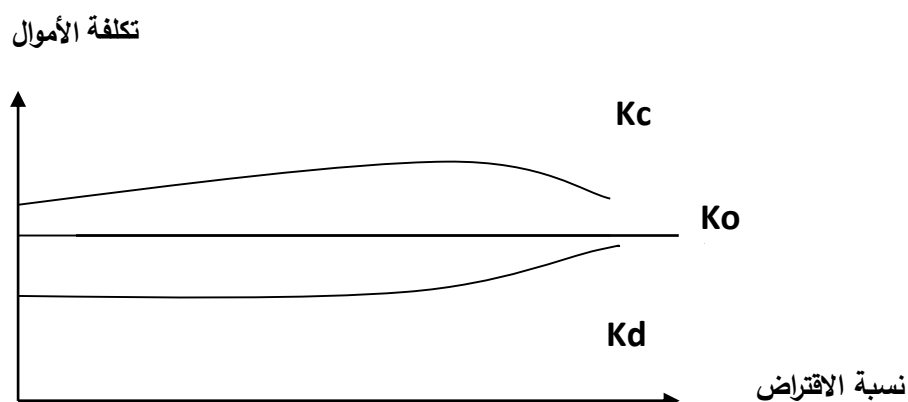
<sup>1</sup> بن الزغدة مفيدة ، بن بخمة ميادة ، مرجع سابق ، ص 26.

<sup>2</sup> الياس بن الساسي ، يوسف قريشي مرجع سابق 359.

<sup>3</sup> منير ابراهيم هندي الإدارة المالية ، مدخل تحليلي معاصر ، الطبعة الخامسة ، المكتب العربي الحديث، الأردن، 2003، ص 645.

<sup>4</sup> الياس بن الساسي يوسف قريشي ، مرجع سابق ص 360.

الشكل رقم (08): استقلالية تكلفة الأموال عن الهيكل المالي .



المصدر : بن الزغدة مفيدة ، بن بخمة ميادة مرجع سابق ص 27.

المرحلة 02: في حالة وجود الضرائب

يفترض M&M لسنة 1963 بان حضور أموال الاقتراض في الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية يعد فرصة لتحقيق وفورات ضريبية ، وعليه فان M&M قد اسقطا النظرية القائلة بحياد الهيكل المالي عن قيمة المؤسسة ونتيجة استقادت المؤسسة من هذه الوافرات فان قيمتها تزداد وتحسب وفق العلاقة التالية <sup>1</sup> :

$$VE = VE' + TD$$

<sup>1</sup> بن الزغدة مفيدة ، بن بخمة ميادة ، مرجع سابق ص 28.

## الفصل الأول: الأدبيات النظرية المتعلقة بالهيكل المالي وأثره على أداء المؤسسة

حيث :  $VE$  تمثل قيمة المؤسسة المستدينة ،  $VE'$  تمثل قيمة المؤسسة التي يتكون هيكلها المالي من أموال خاصة فقط ،  $TD$  القيم الحالية للوافرات الضريبية .

ويمكن تلخيص النظرية في الجدول التالي :

الجدول (1) : ملخص منظور إمكانية وجود هيكل مالي امثل للمؤسسة .

لا وجود لهيكل مالي امثل للمؤسسة	انعدام الضرائب	<b>Modigliani</b>
قيمة المؤسسة المعتمدة على الافتراض تفوق قيمة المؤسسة التي لاتعتمد على الافتراض	وجود الضرائب	<b>And</b>
لا يوجد حد ادنى لتكلفة رأس المال لكن يمكن وضع حد ادنى للاقتراض .		<b>Miller</b>

المصدر : بن الزعدة مفيدة ، بن بخمة ميادة ، مرجع سابق ، ص 28 .

### المطلب الثاني : النظريات الحديثة

في المطلب السابق قمنا بافتراض أن السوق كامل ، وتجاهلنا عوامل أساسية تعكس واقع وحقيقة السوق كالضرائب وتكاليف الإفلاس، وكانت بذلك سياسة الاستدانة غير مهمة أما في هذا المطلب سوف نأخذ بعين الاعتبار بعين الاعتبار هذه النقائص من اجل تحديد الهيكل المالي

المثالي ( نسبة الاستدانة المثالية ) ، من خلال إدخال التكاليف المرتبطة بالاستدانة المتمثلة في تكاليف الإفلاس وتكاليف الوكالة .

### نظرية التوازن:

تنتقل هذه النظرية من أعمال **Myers .S 1984** ، وقد عرفت هي الأخرى مرحلتين في إعدادها .

المرحلة الأولى : ما يعرف بـ **Tard – Off statique** حيث تم إدخال اثر تكلفة الإفلاس على نموذج **M&M** .

المرحلة الثانية : التي عرفت تعديلا في هذا النموذج بالأخذ بعين الاعتبار تكلفة الوكالة وكان الطرح كالتالي <sup>1</sup> :

### • تكلفة الإفلاس

تعرف على أنها إجمالي التكاليف التي تتحملها المؤسسة قبل وبعد إعلان التصفية والتي تساعد على التأثير السلبي على قيمة المؤسسة كونها ترتبط بمعدل العائد على حقوق الملكية ، فتتحمل المؤسسة جزء من تلك التكاليف المباشرة وهي المصروفات الإدارية والقانونية والانخفاض في قيمة الأصول نتيجة بيعها بأقل من قيمتها الاقتصادية ، والجزء الآخر هو تكاليف غير مباشرة للإفلاس وتتمثل في الخسائر أو الهبوط في الأرباح نتيجة لانخفاض كفاءة عمليات المؤسسة قبيل وقوع الإفلاس <sup>2</sup> أما إذا أخذنا بعين الاعتبار تأثير كل من الضريبة وتكلفة الإفلاس فسوف تأخذ تكلفة الأموال اتجاهها آخر ، حيث انه في البداية تأخذ تكلفة الأموال في الانخفاض المستمر حتى تصل نسبة الاستدانة إلى النقطة **X** ، وحينئذ تستمر في الانخفاض لكن بمعدل اقل من ذي

<sup>1</sup> بن الزغدة مفيدة ، بن بخمة ميادة ، مرجع سابق ، ص28-29.

<sup>2</sup> محمد صالح الحناوي ، إبراهيم إسماعيل سلطان ، الإدارة المالية ، الدار الجامعية ، مصر 1999 ، ص401.

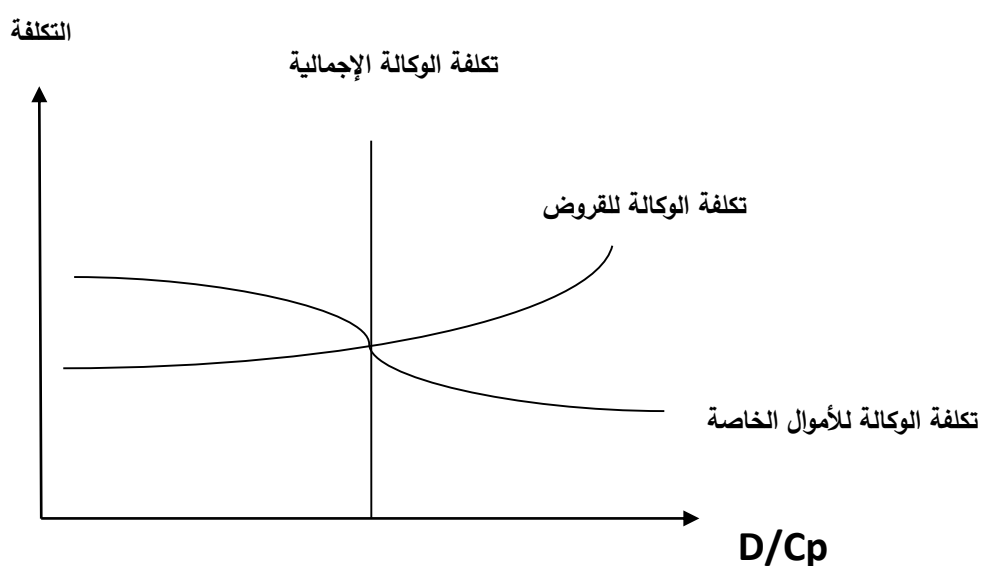


## الفصل الأول: الأدبيات النظرية المتعلقة بالهيكل المالي وأثره على أداء المؤسسة

علاقة الوكالة هي عقد بموجبه يقوم الموكل باللجوء إلى شخص آخر يسمى الوكيل للقيام بمهام معينة نيابة عنه وباسمه فيما يتعلق بالمؤسسة هذه العلاقة توجد بين الموكل والوكيل إلا أن هذه العلاقة تتميز بالتعارض حيث يحاول كل منهما تعظيم منفعته على حساب الآخر مما يجعل من علاقتهما مصدر للتناقض ، هدف هذه النظرية هو تقديم خصائص التعاقد الأمثل التي يمكن أن تعقد بين الموكل والوكيل معتمدة على المبدأ النيوكلاسيكي الذي مفاده أن كل عون اقتصادي يبحث عن تعظيم مصلحته الخاصة قبل المصلحة العامة<sup>1</sup>.

ويمكن تمثيل الهيكل المالي الأمثل بحسب الوكالة في الشكل التالي :

الشكل رقم (10): الهيكل المالي الأمثل في ظل تكلفة الوكالة .



المصدر : منير ابراهيم الهندي ، مرجع سابق ، ص 103.

ويتضح من خلال الشكل أن الهيكل المالي الأمثل يتحدد عند النقطة X ، التي تكون عندها مجموع تكاليف الوكالة سواء لديون أو الأموال الخاصة في أدنى حد لها .

<sup>1</sup> إلياس بن الساسي، يوسف قريشي ، مرجع سابق ص 381 .

### المطلب الثالث : دور الهيكل المالي في تحسين الأداء المالي

يجب على المشروع تحديد الهيكل المالي المناسب الذي يعمل على تعظيم قيمة هذا المشروع ويتم ذلك فقط عندما يتحقق التوازن بين كل العوامل المؤثرة في الهيكل المالي بطريقة مناسبة والتخطيط السليم للهيكل المالي هو الذي يأخذ في الاعتبار مصالح حملة الأسهم حيث أنهم الملاك الحقيقيين للمشروع .

والذي يضيفي قدرا من الاهتمام لمصالح الجماعات الأخرى مثل الموظفين والعملاء والدائنين والمجتمع والحكومة لذلك يجب أن يتسم الهيكل المالي المناسب بالسمات الآتية<sup>1</sup>:

#### 1-الربحية

فيجب أن يعود الهيكل المالي للشركة بالنفع عليها عن طريق الوصول إلى أقصى استخدام ممكن للرفع المالي مع الالتزام بأقل تكلفة ممكنة.

#### 2- القدرة على الوفاء بالدين

فيجب إلا يتجاوز اقتراض الشركة الحد الذي يهدد قدرتها على الوفاء بالتزامات هذا الاقتراض ، وفي نفس الوقت يجنب (حملة الأسهم) أي مخاطر مالية إضافية.

#### 3- المرونة

بمعنى عدم اتصاف الهيكل المالي بالجمود ، وإنما يتعين تميزه بالمقدرة على تعديل مصادر الأموال ( أموال الملكية والاقتراض بأنواعها ) تبعا للتغيرات الرئيسية في الحاجة إلى الأموال وبأقل تكلفة ممكنة.

#### 4- الرقابة

يجب أن يتضمن الهيكل المالي اقل مخاطرة ممكنة لفقدان السيطرة والرقابة على إدارة المؤسسة ، وتعتبر المتطلبات السابقة هي السمات العامة للهيكل المالي المناسب وقد تعكس الصفات

<sup>1</sup>سمير محمد عبد العزيز، مرجع سابق، ص249-250.

الخاصة للمؤسسة بعض الملامح الإضافية المحددة مثال ذلك قد تعطي مؤسسة ما أهمية أكبر للمرونة عن الرقابة بينما تهتم شركة أخرى بالقدرة على الوفاء بالدين أكثر من أي متطلبات أخرى بل أكثر من ذلك ، فإنه قد تتغير الأهمية النسبية لهذه المتطلبات مع تغير الظروف لذلك يجب أن يكون الهيكل المالي للمؤسسة قابلاً للتكيف بسهولة مع الظروف المتغيرة .

### خلاصة الفصل

لقد خصصنا هذا الفصل للتعرف على الأدبيات النظرية المتعلقة بالهيكل المالي وتأثيره على أداء المؤسسة الاقتصادية فقد شكل مفهوم الهيكل المالي محل جدل عميق حيث أنه ذلك المزيج من الأموال الخاصة والديون الذي تكونه المؤسسة بهدف تحقيق أهدافها المسطرة بأقل تكلفة تمويل ممكنة .

بينت النظريات المفسرة للهيكل المالي بأن الفرضية المؤسسة لاستقلالية الهيكل المالي تظهر أقل إقناعاً عندما تؤخذ بعين الاعتبار الضرائب على أرباح الشركات أو على دخل المستثمرين . كما أن التكاليف الضمنية للاستدانة المرتبطة بإمكانية الإفلاس أو تكاليف الوكالة يمكن أن تقود المؤسسة إلى البحث عن نسبة مثلى للاستدانة .

من خلال ما جاء في هذا الفصل فقد حاولنا أن نتطرق إلى ما يتعلق بالأداء المالي بطريقة نظرية التي يمكن أن تساعدنا في إجراء الدراسة التطبيقية بغرض توضيح المفاهيم الأساسية . وسنحاول من خلال الفصل التطبيقي دراسة اثر الهيكل المالي على أداء المؤسسات الاقتصادية.



الفصل الثاني :

دراسة حالة المجمع

الصناعي صايدال

**تمهيد :**

بعد ما تطرقنا في الفصل السابق إلى الجانب النظري سنقوم في هذا الفصل بإسقاط الجانب النظري على الواقع وذلك بإجراء دراسة ميدانية على مؤسسة صيدال محاولين إبراز الجوانب المتعلقة بموضوع دراستنا المتمثلة في أثر الهيكل المالي على أداء هذه المؤسسة معتمدين على مجموعة من الأدوات والإجراءات المنهجية ، قصد الوصول إلى الأهداف المرجوة من الدراسة بعد اختيار لعينة الدراسة وتحديد متغيراتها ، وأخيرا عرض النتائج المتوصل إليها وتحليلها ومناقشتها قصد الخروج بمجموعة من التوصيات حسب وجهة نظرنا وهذا من خلال التطرق إلى ما يلي :

**المبحث الأول : تقديم عام لمجمع صيدال.**

**المبحث الثاني : دراسة علاقة الهيكل المالي بالأداء المالي**

### المبحث الأول : تقديم عام لمجمع صيدال

يحتل مجمع صيدال مركزا هاما في مجال إنتاج المواد الصيدلانية بمختلف أنواعها ، إذ يعتبر الرائد في هذا المجال على مستوى السوق الجزائرية ، وبهذا فإن سنعمد في هذا المبحث إلى ألقاء الضوء على تعريفه ، التطور التاريخي للمجمع وتنظيمه .

### المطلب الأول : بطاقة تعريفية لمجمع صيدال

مجمع صيدال ، الرائد في صناعة الأدوية الجينية في الجزائر هو أول مخبر صيدلاني ينتج الأدوية الجينية في الجزائر تأسس المجمع في عام 1982 لتلبية حاجة إقامة صناعة صيدلانية محلية قادرة على توفير الأدوية للمواطنين ، حاليا صيدال منظمة على شكل مجمع صناعي متخصص في تطوير وإنتاج وتسويق المنتجات الصيدلانية الموجهة للاستهلاك البشري.

صيدال شركة ذات أسهم برأسمال 2.500.000.000 دينار جزائري ، تم إدراج رأسمالها في البورصة سنة 1999 ، 80% من رأسمال صيدال ملك للدولة و 20% المتبقية ملك للمستثمرين من المؤسسات والأشخاص<sup>1</sup>.

### الأنشطة

تمتلك صيدال اربع شركات فرعية وهي بيوتيك (Biotic) في الحراش ، وسوميديال (somédial) في واد السمار ، وفارمال في الدار البيضاء (pharmal) و أنتيببوتيكال (Antibiotical) في المدية بالإضافة إلى تسع وحدات إنتاج .

### الشركات الفرعية

#### سوميديال

<sup>1</sup> définition du saïdal group. medium. from <https://www.saidalgroup.dz> , consulté le 02/04/2023 à 12:47.

## الفصل الثاني: دراسة حالة المجمع الصناعي صيدال

يقع مقرها في المنطقة الصناعية واد السمار ، يحوز مجمع صيدال على 59% منها ، والمجمع الصيدلاني الأوروبي (36.45%) منها وفيناليب (4.55%) . تتضمن وحدة إنتاج سوميدال ثلاث أقسام :

- قسم مخصص لإنتاج المنتجات الهرمونية .
- قسم لصناعة السوائل (شراب ومحاليل عن طريق الفم).
- قسم لصناعة أشكال الجرعات الصلبة (كبسولات وأقراص) .

### إبيبرال

إبيبرال هي شركة ذات أسهم ، شراكة بين مجموعة صيدال (40%) ، جلفار (الإمارات العربية المتحدة) (40%) وفلاش الجزائر ، المتخصصة في المواد الغذائية (20%).

يهدف المشروع الصناعي إبيبرال إلى تحقيق ما يلي :

- صناعة الأدوية الجنيصة ( حقن و أشكال جافة ).
- تغليف الأدوية الأشكال الصلبة .
- توفير خدمة التغليف ومراقبة الجودة بناء على طلب المنتجين المحليين .

### وحدات التوزيع

1. الوحدة التجارية وسط مقرها البليدة UCC .
2. الوحدة التجارية شرق مقرها باتنة.
3. الوحدة التجارية غرب مقرها وهران .

### وحدات الإنتاج

- تمتلك صيدال 06 مصانع للإنتاج تقع في كل من ولايات الجزائر، المدينة ، قسنطينة ، عنابة وذلك بقدرة إنتاج إجمالية قدرها 140 مليون وحدة سنويا ،
- مصنع المدينة ، متخصص في إنتاج المضادات الحيوية البيبسيلاينية و الغير بينيسيلاينية

- مصنع الدار البيضاء ، يقع في المنطقة الصناعية بالجزائر العاصمة ، وينتج هذا المصنع تشكيلة واسعة من الأدوية في مختلف الأشكال ( شراب ، محلول ، مرهم وأقراص ) .
- مصنع جسر قسنطينة ، يحتوي هذا المصنع على مخبر مراقبة الجودة ويضم قسمين منفصلين<sup>1</sup>:

1. قسم صناعة الأدوية على مختلف الأشكال ( التحاميل أمبولات و أقراص ) .

2. قسم إنتاج المحاليل المكثفة ( أكياس و زجاجات ) .

- مصنع الحراش .
- مصنع قسنطينة ، يقع في قسنطينة في المنطقة الشرقية للبلاد ، يتوفر على ورشتين مختصتين في إنتاج الشراب .
- مصنع قسنطينة خاصة بالأنسولين ، متخصص في إنتاج الأنسولين البشرية من ثلاثة أنواع ( السريع والقاعدي و المركب 25، على شكل قارورات )
- مصنع عنابة متخصص في تصنيع الأشكال الصلبة
- مصنع شرشال .

#### وحدات تابعة

- (1) وحدة العبور .
- (2) مركز البحث بجسر قسنطينة .
- (3) مركز بيو افيكالوس حسين داي .
- (4) مديرية dmv .

#### إدارة الشركة

ويترأس صيدال رئيس مجلس الإدارة ورئيس المجلس التنفيذي :

- بومدين الدرقاوي (2010-2015)

<sup>1</sup> <https://fr.wikipedia.org/wiki/Saidal>, 02/04/2023.

- محمد حموش (2015-2016).
- ياسين التونسي (2017-2016).
- محمد نواس (2020-2017).
- فطومة أقاسم منذ 11 فيفري 2020 .

### المطلب الثاني : نشأة وتطور مجمع صيدال

تأسست الشركة الوطنية لإنتاج الأدوية في أبريل 1982، ظهرت المؤسسة الوطنية للمنتجات الصيدلانية وذلك وفقا للمرسوم 161/82 المؤرخ في 24 أبريل 1982 والتي تمثلت مهمته في ضمان احتكار إنتاج وتوزيع الأدوية والمستحضرات الطبية بما يكفي تموين السوق الجزائرية، بعد الإصلاح الهيكلي للصيدلية المركزية الجزائرية<sup>1</sup>. في عام 1985 غيرت اسمها لتصبح صيدال . وفي سنة 1989 ، أصبحت صيدال مؤسسة اقتصادية عمومية ، وإلى سنة 1993 عرف القانون الأساسي للمؤسسة عدة تغييرات مما سمح لها بالمشاركة في جميع العمليات الصناعية والتجارية وذلك خلال إنشاء فروع تابعة لها وهي من أولى الشركات الوطنية التي حصلت على وضع شركة مساهمة في عام 1993. ولقد أصبحت الشركة القابضة كيمياء-صيدلة منذ 1996 تملك نسبة 100% من رأسمال صيدال .

في عام 1997 تم تحويل صيدال إلى مجموعة صناعية بضم كل من فارمال و بيوتيك و أنتيبايوتيكال . وهذا بتبنيها برنامج إصلاحى انبثق عنه المجمع الصناعي في 02 فيفري 1998 وذلك بموجب عقد موثق رقم 15/85 .

في 4 جانفي 2016 دشن وزير الصناعة والمناجم عبد السلام بو شوارب المركز الوطني للتكافؤ البيولوجي للمجموعة ، وهو الأول في الجزائر .

---

<sup>1</sup>زياني سليمان ، خديري بلقاسم ، الهيكل المالي وتأثيره على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية المدرجة في السوق المالية ، مذكرة ماستر علوم اقتصادية، جامعة عمار ثلجي الأغواط ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ، قسم العلوم الاقتصادية تخصص دراسات مالية ونقدية معمقة، 2016-2017، ص 44.

يعتمد استمرار نشاط أي مؤسسة على مدى تحديدها للأهداف الإستراتيجية و العمل على تحقيقها من خلال توضيح المهام الملقاة على مستوى الوحدات أو الفروع<sup>1</sup> .

#### أولاً: أهداف المجمع

قام المجمع الصناعي بتسطير عدة أهداف تتماشى مع متطلبات السوق المحلي والدولي وتتمثل هذه الأهداف في ما يلي :

- توسيع المنتجات ذات الاستهلاك الواسع مثل أدوية أمراض القلب ، السكر ، أمراض العيون ، الأدوية المضادة للالتهابات والمضادات الحيوية .
- تقديم أدوية بنوعية عالية الجودة وبأسعار تنافسية .
- إقامة مشاريع شراكة مع مؤسسات و مخابر أجنبية .
- دخول الأسواق الخارجية .

كما يهدف المجمع على المدى الطويل إلى تعزيز مكانته وموقفه في سوق الأدوية من خلال انتهاج إستراتيجية جديدة تقوم على العمل المتكامل والحرص الدائم على مراقبة الجودة ونوعية المنتج قبل أثناء وبعد تصنيع .

#### ثانياً: المهام

للمجمع عدة مهام تتمثل في :

- إنتاج ، استيراد وتصدير المواد الصيدلانية والكيميائية في شكل مواد أولية أو منتجات نصف مصنعة أو تامة الصنع قصد الاستعمال البشري أو البيطري .
- تحضير سياسة عامة أو إستراتيجية صناعية ، مالية و تسويقية .
- تطوير الجودة.

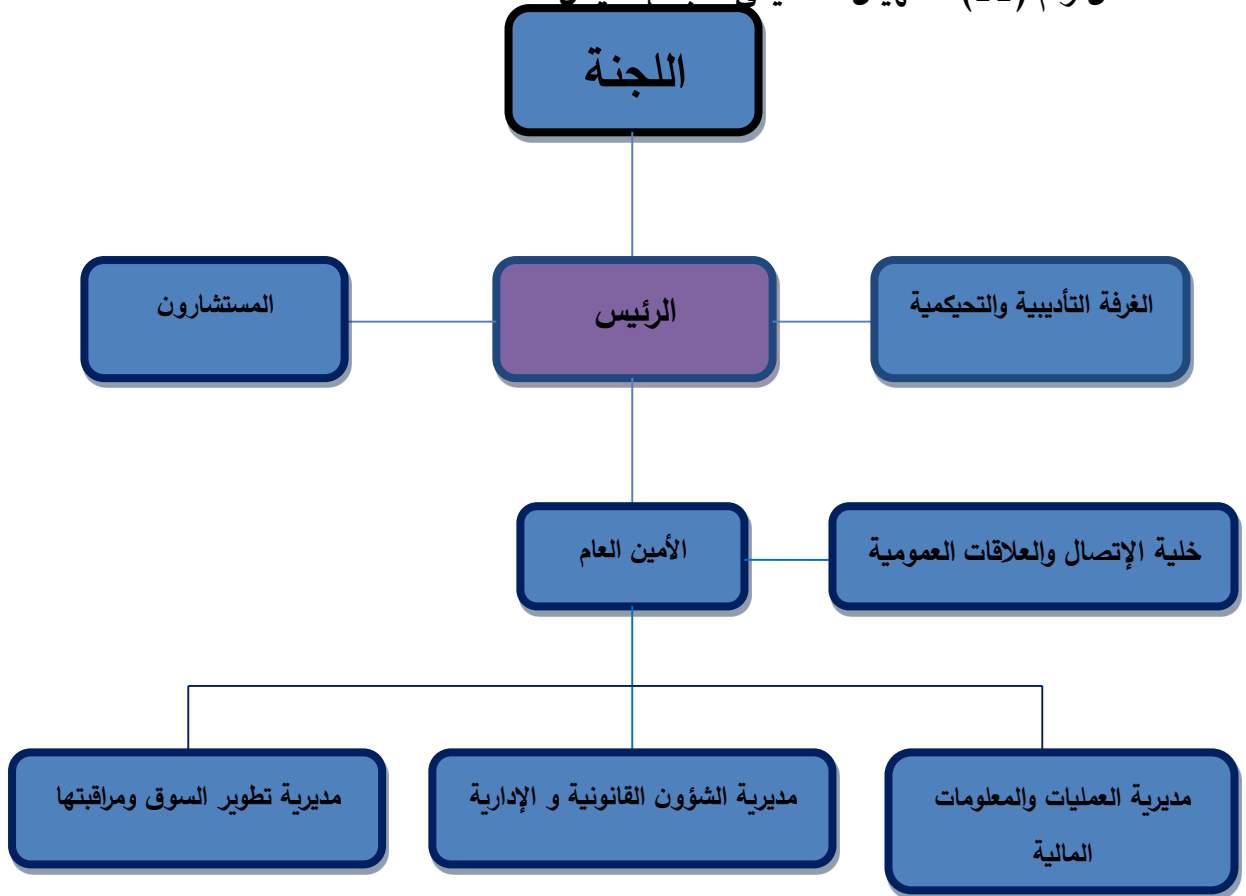
<sup>1</sup> زياني سليمان ، خذيري بلقاسم ، مرجع سبق ذكره ،ص 45-46،

- البحث في المجال الطبي وصناعة الأدوية .
- إنشاء مؤسسات أو فروع جديدة وقيام بكل العمليات الملائمة للوضع الاجتماعي .
- إدارة المحافظ المالية .

### ثالثا : الهيكل التنظيمي

من أجل تحقيق المجمع الأهداف المسطرة التي أنشئ من أجلها كان لابد من وجود هيكل تنظيمي للمجمع يتصف بالاتزان والتناسق بين مختلف فروع ، ولهذا فقد جاء كما يلي<sup>1</sup>:

الشكل رقم (11) : الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال.



المصدر : وثيقة إعلامية صادرة عن مجمع صيدال.

<sup>1</sup> <https://www.cosob.org/ar/presentation-et-organigramme/> , consultée le 04/04/2023 à 22 :26 .

## الفصل الثاني: دراسة حالة المجمع الصناعي صيدال

### المطلب الثالث: عرض القوائم المالية لمؤسسة صيدال

بداية علينا القيام بإعداد و دراسة الميزانيات المالية للسنوات الثلاث (2019،2020،2021) لمؤسسة صيدال ، وهذا اعتمادا على الوثائق المحاسبية للمؤسسة لسنوات الدراسة .

أولا : عرض الميزانية النهائية لمؤسسة صيدال خلال الفترة (2019-2021) .

الجدول (2) : عرض جانب الأصول لمؤسسة صيدال خلال الفترة (2019-2021).

الأصول	الصافي 2019	الصافي 2020	الصافي 2021
الأصول الغير الجارية			
فرق الشراء - شهرة	141648564.00	141648564.00	141648564.00
أصول معنوية	174057244.76	125327090.76	74170413.60
أصول مادية			
أراضي	3805721423.42	4398481823.42	4398481823.42
مباني	7492164949.94	7417264109.47	7342094769.19
أصول مادية أخرى	5632128168.46	5416183100.77	5503675138.29
أصول قيد الإنجاز	3580260802.98	0.00	322740000.00
سندات للمعادلة	2960993718.84	3523900855.21	3850372946.09
مساهمات أخرى وديون مرتبطة	48760055.87		
سندات تجهيز أخرى	2500000000.00	2134015175.22	2418384302.29
قروض وأصول مالية أخرى غير جارية	107512187.56	276523546.57	44667575.00
أصل الضرائب المؤجلة	329960563.53	2002300000.00	2001000000.00
<b>مجموع الأصول الغير جارية</b>	<b>26773207679.36</b>	14614749.45	51251159.52
الأصول المتداولة		352717927.73	244899794.64
المخزون	6887530621.19	<b>25802976942.60</b>	<b>26393386486.04</b>
مدينون آخرون	1436859091.79		
ضرائب وما شابهه	222336344.63	6550453532.15	9804951484.95
توظيفات و أصول مالية متداولة أخرى	18559989.19	1316376598.39	1302863667.38
الخبزينة	1918151410.71	188887081.60	170411184.88

## الفصل الثاني: دراسة حالة المجمع الصناعي صيدال

3550908815.99	4024729980.18	<b>13660971197.91</b>	مجموع الأصول المتداولة
18559989.19	18559989.19	<b>40434178877.27</b>	مجموع الأصول العامة
3770411504.24	2785566352.32		
<b>18418099146.63</b>	<b>14884573533.83</b>		
<b>44811485632.67</b>	<b>40687550476.43</b>		

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على معطيات وبيانات مؤسسة صيدال (2019-2021) نقلا عن :

<https://www.cosob.org/etas-financiers-des-emetteurs/>, consultée le 03/05/2023 à 13 :10

### الجدول (3): تطور مجموع الأصول لمؤسسة صيدال للفترة 2019-2021.

نسبة التطور 2020-2021	نسبة التطور 2019-2020	2021	2020	2019	
2.29%	-3.62%	26393386486.04	25802976942.60	26773207679.36	مجموع الأصول الغير جارية
23.74%	8.96%	18418099146.63	14884573533.83	13660971197.91	مجموع الأصول جارية
10.14%	0.63%	44811485632.67	40687550476.43	40434178877.27	مجموع الأصول

المصدر : من إعداد الطالبة اعتمادا على معطيات المؤسسة .

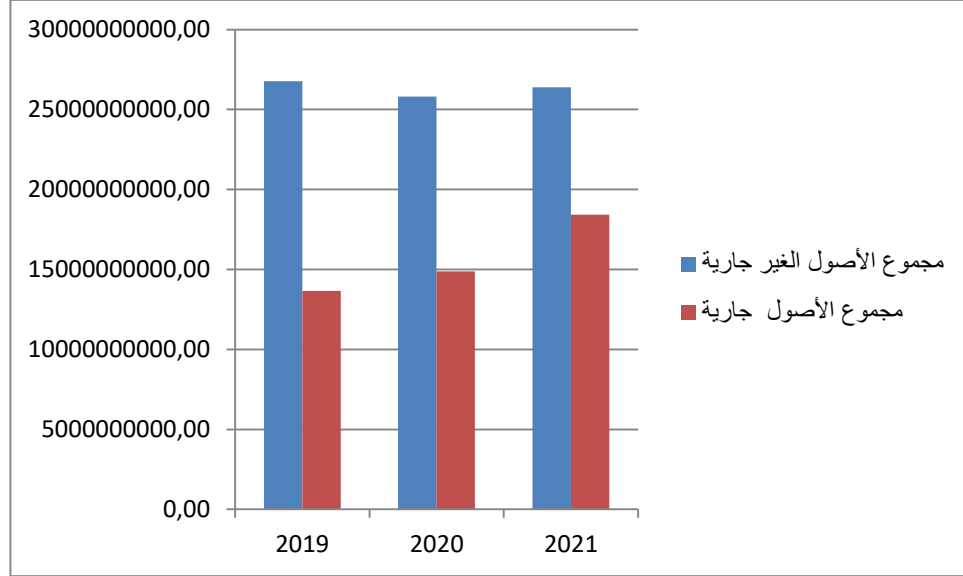
يلاحظ من خلال الجدول تطور مجموع الأصول الغير الجارية وهذا بانخفاضها و ارتفاعها خلال سنوات الدراسة ، حيث انخفضت بقيمة 25802976942.60 سنة 2020 بنسبة -3.62% ، ثم ارتفعت بقيمة 26393386486.04 بنسبة 2.29%. في حين أن مجموع الأصول الجارية شهدت ارتفاعا تدريجيا خلال فترة الدراسة بنسبة 8.96% سنة 2020 بقيمة 14884573533.83 ، ثم بقيمة 18418099146.63 سنة 2021 بنسبة 23.74% .

ليشهد مجموع الأصول العام ارتفاعا تدريجيا خلال سنوات الدراسة من 0.63% الى 10.14% .

والشكل البياني التالي يوضح هذا التطور .

## الفصل الثاني: دراسة حالة المجمع الصناعي صيدال

الشكل رقم (12) : تطور مجموع الأصول للفترة 2019-2021.



المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Microsoft office Excel والميزانيات السنوية لمؤسسة صيدال.

الجدول (4) : عرض جانب الخصوم لمؤسسة صيدال خلال الفترة (2021-2019).

2021	2020	2019	الخصوم
25000000000.00	25000000000.00	25000000000.00	رؤوس الأموال الخاصة
411677000.00	0.00	411677000.00	حقوق ملكية أخرى
15318040327.17	14634151624.90	14047153641.65	علاوات و إحتياطات - إحتياطات موحدة (1)
3055720451.96	3063429710.86	2686777592.57	فرق إعادة التقييم
1838063594.82	1408146175.93	1905284336.88	فرق المعادلة (1)
48694704.82	189936341.33	793514004.08	النتيجة الصافية
-1097023529.49	-797268702.03	-1178074235.34	رؤوس الأموال الأخرى - مرحل من جديد
		609971657.90	حصة الأقلية (1)
837395665.76	824482635.96	21776278416.42	المجموع (1)
<b>22912568215.05</b>	<b>22234554786.95</b>		الخصوم الغير جارية

## الفصل الثاني: دراسة حالة المجمع الصناعي صيدال

		10403266267.81	قروض وديون مالية
13825430092.80	10404842508.14	21011203.32	ضرائب (مؤجلة ومخصصة)
7112411.32	24094670.27	593645268.24	ديون غير متداولة أخرى
322740000.00	0.00	1446788017.73	مخصصات ومنتجات مقيدة مسبقاً
1021362673.15	1626040712.04	<b>12464710757.10</b>	<b>مجموع الخصوم الغير جارية (2)</b>
<b>15176645177.27</b>	<b>12054977890.45</b>		الخصوم الجارية
		1556885668.31	موردون و حسابات مرتبطة
2207198255.47	1247407073.70	116625268.50	ضرائب
121945175.14	175915917.23	3708972235.69	ديون أخرى
4038233979.11	4052684542.80	810706531.25	خصم الخزينة
354894830.63	922010265.30	<b>6193189703.75</b>	<b>مجموع الخصوم المتداولة (3)</b>
<b>6722272240.35</b>	<b>6398017799.03</b>	<b>40434178877.27</b>	<b>مجموع الخصوم العام</b>
<b>44811485632.67</b>	<b>40687550476.43</b>		

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على معطيات وبيانات مؤسسة صيدال (2019-2021) نقلا عن :

<https://www.cosob.org/etas-financiers-des-emetteurs/>, consultée le 03/05/2023 à 13 :10

### الجدول (5) : تطور مجموع الخصوم لمؤسسة صيدال للفترة 2019-2021.

نسبة التطور	نسبة التطور	2021	2020	2019	
2021-2020	2020-2019				
26%	-3%	15176645177.27	12054977890.45	12464710757.10	مجموع الخصوم الغير جارية
5%	3%	6722272240.35	6398017799.03	6193189703.75	مجموع الخصوم الجارية
10%	1%	44811485632.67	40687550476.43	40434178877.27	مجموع الخصوم

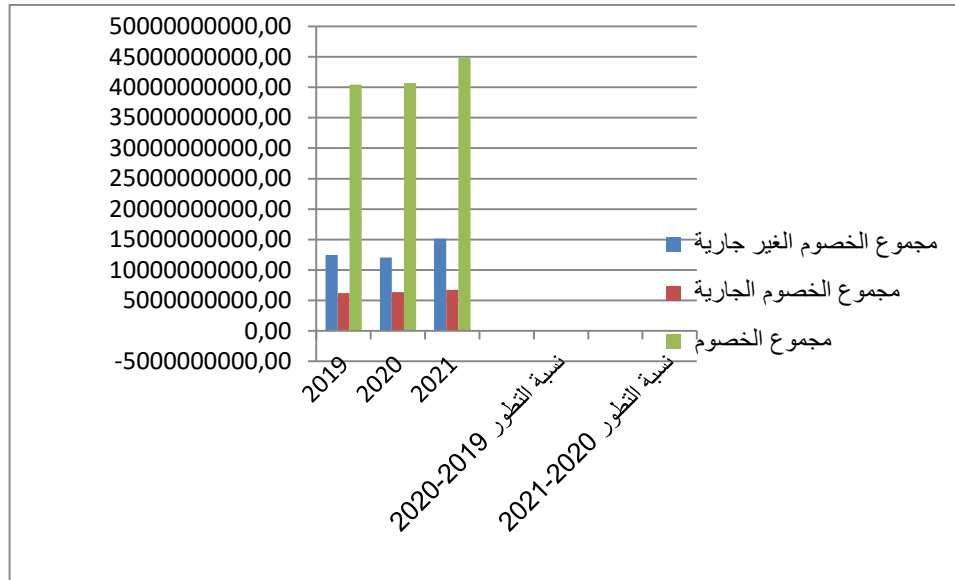
## الفصل الثاني: دراسة حالة المجمع الصناعي صيدال

المصدر : من إعداد الطالبة اعتمادا على معطيات المؤسسة .

يلاحظ من الجدول تذبذب مجموع الخصوم الغير جارية بين الانخفاض و الارتفاع خلال سنوات الدراسة ،حيث انخفضت بنسبة %3- سنة 2020 ، ثم ارتفعت بنسبة %26 سنة 2021، في حين نلاحظ الارتفاع التدريجي للخصوم الجارية بنسبة %3 سنة 2020 ثم بنسبة %5 سنة 2021، ليرتفع مجموع الخصوم العام خلال سنوات الدراسة من نسبة %1 سنة 2019 الى

نسبة %10 سنة 2021، والشكل البياني التالي يوضح هذا التطور .

الشكل رقم (13) : تطور مجموع الخصوم للفترة 2021-2019.



المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Microsoft office Excel والميزانيات السنوية لمؤسسة صيدال.

الجدول (6) : عرض جدول حساب النتائج خلال الفترة (2021-2019).

العناصر	2021	2020	2019
المبيعات والمنتجات الملحقة	10211439983.73	9809929760.98	9392750935.10
تغيرات المخزونات والمنتجات المصنعة و المنتجات قيد الصنع	997900766.87	264531468.40	1085935007.08

الفصل الثاني: دراسة حالة المجمع الصناعي صايدال

0.00	0.00		الإنتاج المثبت
0.00	0.00		إعانات الاستغلال
<b>11206340750.60</b>	<b>10074461229.38</b>	<b>10478685942.18</b>	<b>1- إنتاج السنة المالية</b>
-4999154719.75	-4245356684.94	-4577729592.68	المشتريات المستهلكة
-1067885794.68	-910765524.13	-1113922480.89	الخدمات الخارجية و الاستهلاكات الأخرى
<b>-6067040514.43</b>	<b>-5156122209.07</b>	<b>-5691652073.57</b>	<b>2- إستهلاك السنة المالية</b>
<b>5142300236.17</b>	<b>4918339020.31</b>	<b>4787033868.61</b>	<b>3- القيمة المضافة للاستغلال (2-1)</b>
-3944240090.42	-3609396024.60	-3514951683.35	أعباء المستخدمين
-162116139.62	-201768850.04	-154310399.06	الضرائب و الرسوم و المدفوعات المماثلة
<b>1035944006.13</b>	<b>1107174145.67</b>	<b>1117771786.20</b>	<b>4- إجمالي فائض الاستغلال</b>
175408940.73	205038628.28	687941345.57	المنتجات العملياتية الأخرى
-75130256.23	-109057603.07	-75628723.04	الأعباء العملياتية الأخرى
-1036215417.74	-1088338701.82	-1399508839.03	مخصصات الإهلاكات و المؤونات وخسارة القيم
326911529.02	214605132.80	664533494.03	إسترجاع على خسارة القيم و المؤونات
<b>426918801.91</b>	<b>329412601.86</b>	<b>995270118.85</b>	<b>5- النتيجة العملياتية</b>
177090776.00	129016705.12	152968301.58	المنتجات المالية
-105692416.20	-154762522.08	-343123098.91	الأعباء المالية
<b>71398359.80</b>	<b>-25745816.96</b>	<b>-190154797.33</b>	<b>6- النتيجة المالية</b>
<b>498317161.71</b>	<b>303675784.90</b>	<b>805954266.41</b>	<b>7- النتيجة العادية قبل الضرائب (6+5)</b>
-100897797.00	-88374651.00	-77823533.00	الضرائب الواجب دفعها عن النتيجة المالية
25670878.24	-19069142.98	557992273	الضرائب المؤجلة (تغيرات ) عن النتيجة العادية
<b>11888751996.35</b>	<b>10623121695.58</b>	<b>11984129083.37</b>	<b>مجموع المنتجات الأنشطة العادية</b>
-	<b>-1038875418.70</b>	-	<b>مجموع الأعباء الأنشطة العادية</b>
<b>11517003509.88</b>		<b>11262578272.69</b>	

## الفصل الثاني: دراسة حالة المجمع الصناعي صيدال

371748486.47	234370276.88	721550810.68	8- النتيجة الصافية للأنشطة العادية
0.00	0.00	0.00	عناصر غير عادية (منتجات)
0.00	0.00	0.00	عناصر غير عادية (أعباء)
0.00	0.00	0.00	9- نتيجة غير العادية
371748486.47	234370276.88	721550810.68	10- صافي نتيجة السنة المالية
-342909738.46	-43841600.71	52226781.96	حصة الشركات الموضوعية موضع المعادلة في النتيجة الصافية (1)
48694704.82	189936341.33	793514004.08	11- صافي نتيجة المجموع المدمج (1)
19855956.80	-592334.84	19736411.44	ومنها حصة ذوي الأقلية (1)

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على معطيات وبيانات مؤسسة صيدال (2020-2021) نقلا عن :

<https://www.cosob.org/etas-financiers-des-emetteurs/>, consultée le 05/05/2023 à 10 :18.

### الجدول (7) : تطور رقم الأعمال لمؤسسة صيدال للفترة 2019-2021.

المصدر : من إعداد الطالبة اعتمادا على معطيات المؤسسة .

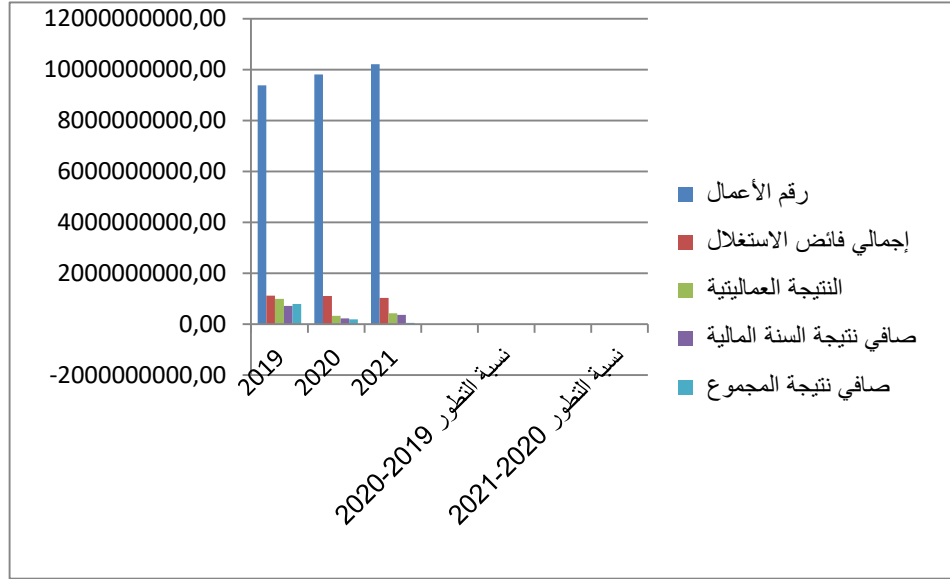
نسبة التطور 2020-2021	نسبة التطور 2019-2020	2021	2020	2019	
4,00%	4,44%	10211439983.73	9809929760.98	9392750935.10	رقم الأعمال
-6,43%	-0,95%	1035944006.13	1107174145.67	1117771786.20	إجمالي فائض الاستغلال
29,60%	-66,90%	426918801.91	329412601.86	995270118.85	النتيجة العمالية
58,62%	-67,52%	371748486.47	234370276.88	721550810.68	صافي نتيجة السنة المالية
-74,36%	-76,06%	48694704.82	189936341.33	793514004.08	صافي نتيجة المجموع

يلاحظ من خلال الجدول تطور رقم أعمال مؤسسة صيدال خلال الفترة 2019-2021، وهذا بارتفاعه بنسبة 4% خلال هذه السنوات ، كما نلاحظ تذبذب قيم النتيجة الصافية للسنة المالية

## الفصل الثاني: دراسة حالة المجمع الصناعي صيدال

من الانخفاض بنسبة 68% خلال سنة 2020 الى ارتفاعها بنسبة 59% سنة 2021، والشكل البياني التالي يوضح هذا التطور .

الشكل رقم (14) : تطور رقم الأعمال لمؤسسة صيدال للفترة 2019-2021.



المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Microsoft office Excel والميزانيات السنوية لمؤسسة صيدال.

## الفصل الثاني: دراسة حالة المجمع الصناعي صايدال

### المبحث الثاني: دراسة علاقة الهيكل المالي بالأداء المالي

إن هدف كل مؤسسة هو تحقيق الربح والبقاء والاستمرارية، لذلك وجب الرفع من الإنتاجية الإجمالية للمؤسسة، كما تتعدد أنواع المردودية وتختلف ولكل منها دلالتها وأهميتها .  
لذلك سنقوم في هذا المبحث بدراسة علاقة الهيكل المالي بمردودية المؤسسة ، عن طريق دراسة مكونات الهيكل المالي ، تطور المردودية في المؤسسة و علاقة الهيكل المالي بالمردودية .

### المطلب الأول: دراسة مكونات الهيكل المالي في المؤسسة

قمنا في هذا المطلب بدراسة تطور الهيكل المالي للمؤسسة محل الدراسة ، عن طريق دراسة تطور كل من الأموال الخاصة ، قدرة التمويل الذاتي ، تطور الخصوم الغير جارية ، تطور القروض والديون المالية تطور الخصوم الجارية ، ثم قمنا بعد ذلك بدراسة تطور معامل المديونية.

### أولا : تطور الأموال الخاصة ومكوناتها

#### 1- تطور الأموال الخاصة

وذلك على النحو الذي يظهره الجدول التالي :

#### الجدول (8) : تطور مجموع الأموال الخاصة خلال سنوات 2019-2021.

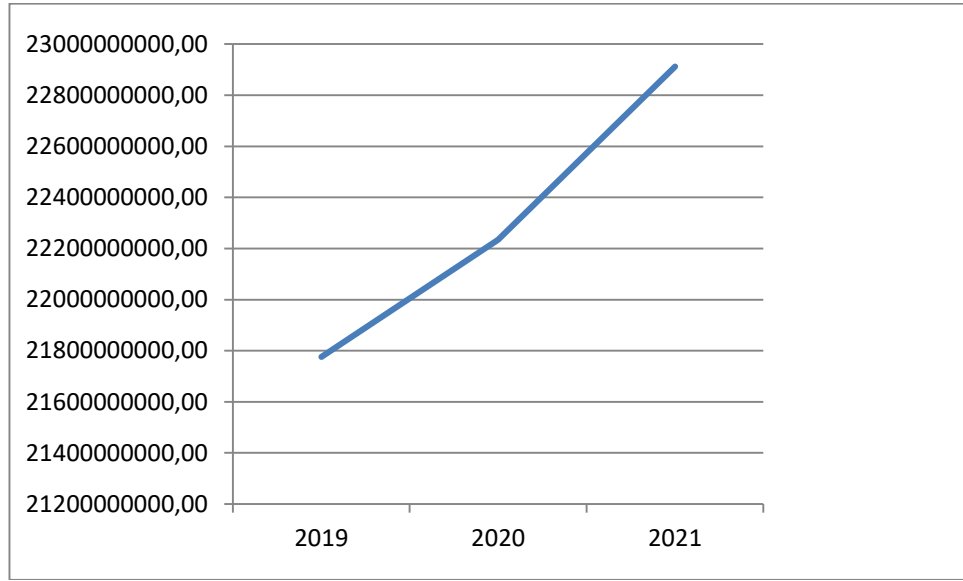
نسبة التطور 2021-2020	نسبة التطور 2020-2019	2021	2020	2019	السنة البيان
0%	0%	2500000000	2500000000	2500000000	رأس المال
-74.36%	-76.06%	48694704.82	189936341.33	793514004.08	النتيجة
4.19%	5.75%	20363873510.23	19544618445.62	18482764412.34	رؤوس الاموال الأخرى
3.05%	2.10%	<b>22912568215.05</b>	<b>22234554786.95</b>	<b>21776278416.42</b>	مجموع الاموال الخاصة

المصدر : من إعداد الطالبة بناء على ميزانيات المؤسسة

## الفصل الثاني: دراسة حالة المجمع الصناعي صيدال

يظهر من خلال الجدول أن مجموع الأموال الخاصة في ارتفاع من سنة إلى أخرى خلال فترة الدراسة ، حيث بلغت سنة 2019 ب 21776278416.42 دج . ثم ارتفعت سنة 2020 وقدرت ب 22234554786.95 دج بنسبة % 2.10 ، وذلك لارتفاع رؤوس الأموال الأخرى ، لترتفع مجددا سنة 2021 وحققت قيمة ب 22912568215.05 دج بنسبة % 3.05 ، والشكل التالي يوضح ذلك بيانيا :

الشكل رقم (15) : تطور مجموع الأموال الخاصة للمؤسسة خلال سنوات 2019-2021



المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Microsoft office Excel والميزانيات السنوية لمؤسسة صيدال.

### 2- تطور قدرة التمويل الذاتي

وذلك على النحو الذي يظهره الجدول التالي :

الجدول (9) : تطور قدرة التمويل الذاتي للمؤسسة خلال السنوات 2019-2021.

السنة البيان	2019	2020	2021	نسبة التطور 2020-2019	نسبة التطور 2021-2020
النتيجة	793514004.1	189936341.3	48694704.82	-76.06%	-74.36%
مخصصات الاهتلاكات والمؤونات	1399508839.03	1088338701.82	1036215417.74	-22.23%	-4.79%
استرجاعات خسائر القيمة	664533494.03	214605132.80	326911529.02	-67.71%	52.33%

## الفصل الثاني: دراسة حالة المجمع الصناعي صيدال

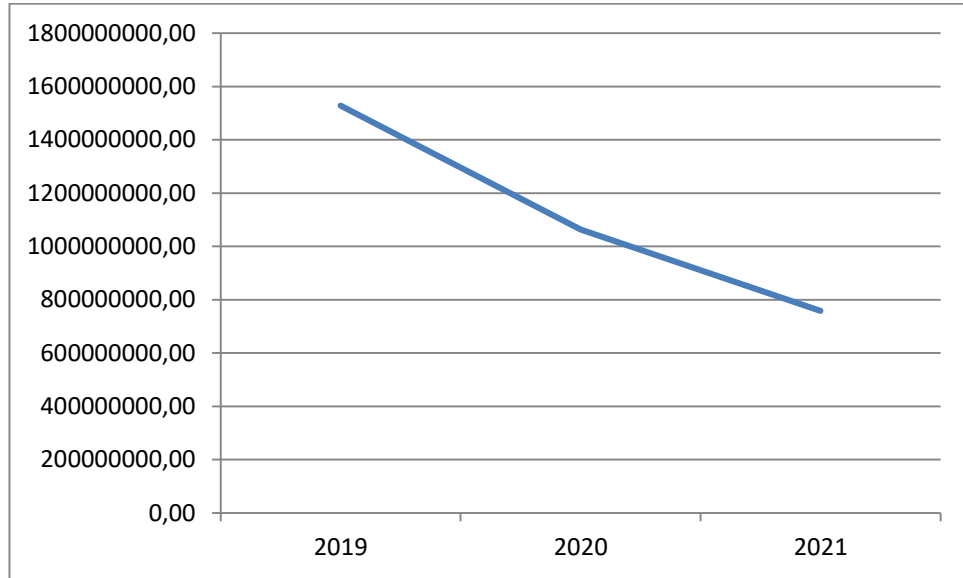
-28.74%	-30.41%	757998593.54	1063669910.35	1528489349.08	قدرة التمويل الذاتي
---------	---------	--------------	---------------	---------------	---------------------

المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على الميزانيات

يظهر من خلال الجدول ان قدرة التمويل الذاتي للمؤسسة في انخفاض طيلة الفترة المدروسة (2019-2021) ، حيث تراوحت قيمتها من 1528489349.08 دج خلال سنة 2019 ، لتتخفض سنة 2020 ب قيمة 1063669910.35 دج ، وهذا بنسبة % -30.41 ، ثم انخفضت مجددا سنة 2021 بقيمة 757998593.54 دج بنسبة % -28.74 .

ويمكن تتبع ذلك اعتمادا على التمثيل البياني التالي :

الشكل رقم (16) : تطور قدرة التمويل الذاتي للمؤسسة بين سنة 2019-2021



المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Microsoft office Excel والميزانيات السنوية لمؤسسة صيدال.

### ثانيا: تطور الخصوم الغير جارية

وذلك على النحو الذي يظهره الجدول التالي :

الفصل الثاني: دراسة حالة المجمع الصناعي صايدال

الجدول (10) : تطور الخصوم الغير جارية بالمؤسسة خلال السنوات 2019-2021 .

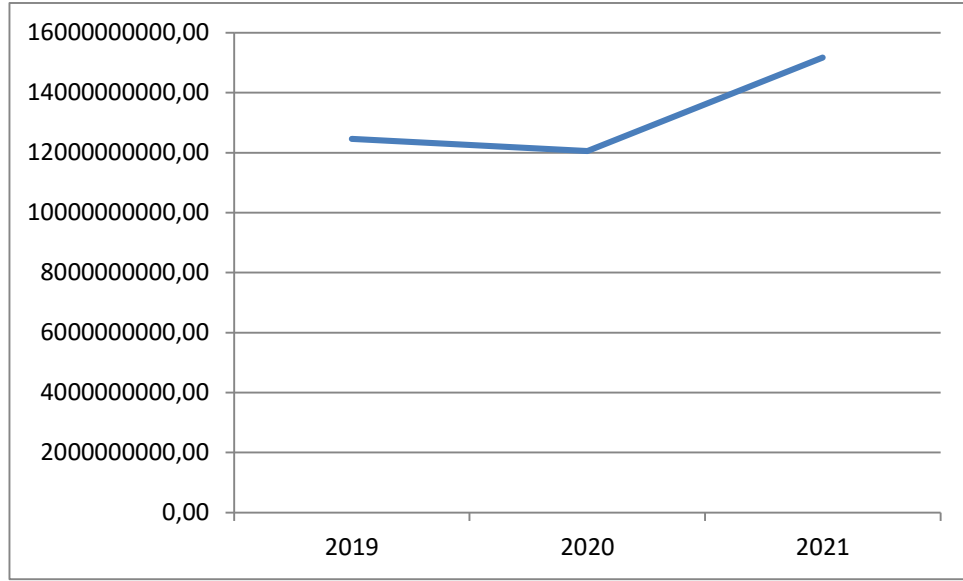
البيان السنة	2019	2020	2021	نسبة التطور -2019 2020	نسبة التطور 2021-2020
قروض وديون مالية	10403266267.81	10404842508.14	13825430092.80	0.015%	32.875%
الخصوم الغير جارية الأخرى	2061444489.29	1650135382.31	1351215084.47	-19.95%	-18.11%
مجموع الخصوم الغير جارية (2)	12464710757.10	12054977890.45	15176645177.27	-3.29%	25.90%

المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على الميزانيات

نلاحظ من الجدول أن مجموع الخصوم الغير جارية متذبذبة نحو الانخفاض والارتفاع خلال فترة الدراسة (2019-2020) ، حيث بلغت سنة 2019 قيمة 12464710757.10 دج لتتخف سنة 2020 بنسبة %3.29- بقيمة 12054977890.45 دج ، ثم ارتفعت مجددا وحققت القيمة 15176645177.27 دج وهذا بنسبة %25.90. والشكل الموالي يوضح ذلك .

الشكل رقم (17) : تطور مجموع الخصوم الغير جارية للمؤسسة بين سنة 2019-2021.

## الفصل الثاني: دراسة حالة المجمع الصناعي صيدال



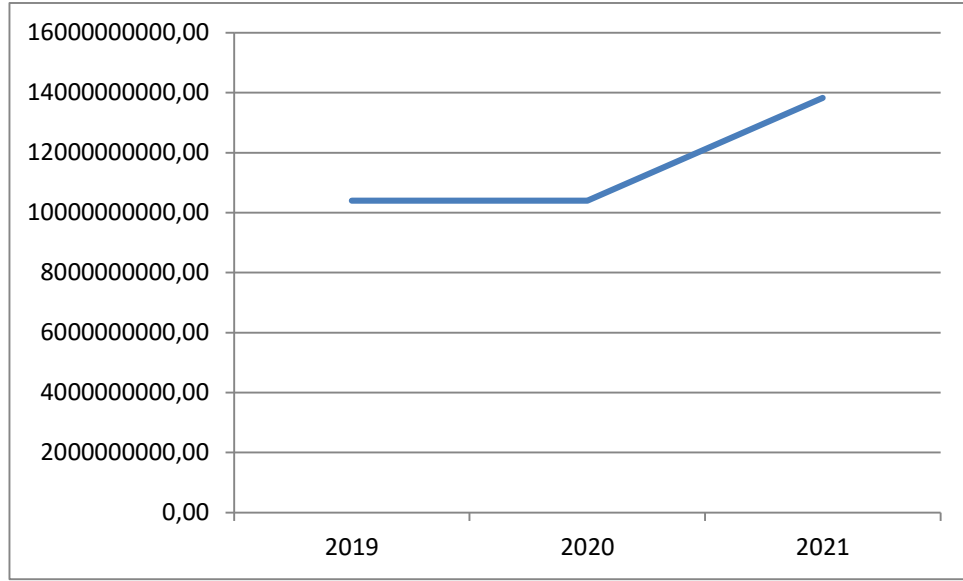
المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Microsoft office Excel والميزانيات السنوية لمؤسسة صيدال.

### تطور القروض والديون المالية

نلاحظ من الجدول السابق أن القروض والديون المالية في تزايد خلال فترة الدراسة (2019-2020)، حيث بلغت سنة 2019 قيمة 10403266267.81 دج ، ثم ارتفعت سنة 2020 بقيمة 10404842508.14 دج ، ثم ارتفعت مجددا وحققت القيمة 13825430092.80 دج والشكل الموالي يوضح ذلك :

الشكل رقم (18) : تطور قروض والديون المالية للمؤسسة بين سنة 2019-2021.

## الفصل الثاني: دراسة حالة المجمع الصناعي صيدال



المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Microsoft office Excel والميزانيات السنوية لمؤسسة صيدال.

### ثالثاً: تطور الخصوم الجارية

وذلك على النحو الذي يظهره الجدول التالي :

#### الجدول (11) : تطور الخصوم الجارية للمؤسسة خلال السنوات 2019-2021.

نسبة التطور 2021-2020	نسبة التطور 2020-2019	2021	2020	2019	السنة البيان
76.94%	-19.88%	2207198255.47	1247407073.70	1556885668.31	موردون و حسابات مرتبطة
-30.68%	50.84%	121945175.14	175915917.23	116625268.50	ضرائب
-0.36%	9.27%	4038233979.11	4052684542.80	3708972235.69	ديون أخرى
-61.51%	13.73%	354894830.63	922010265.30	810706531.25	خصم الخزينة
<b>5.07%</b>	<b>3.31%</b>	<b>6722272240.35</b>	<b>6398017799.03</b>	<b>6193189703.75</b>	<b>مجموع الخصوم الجارية</b>

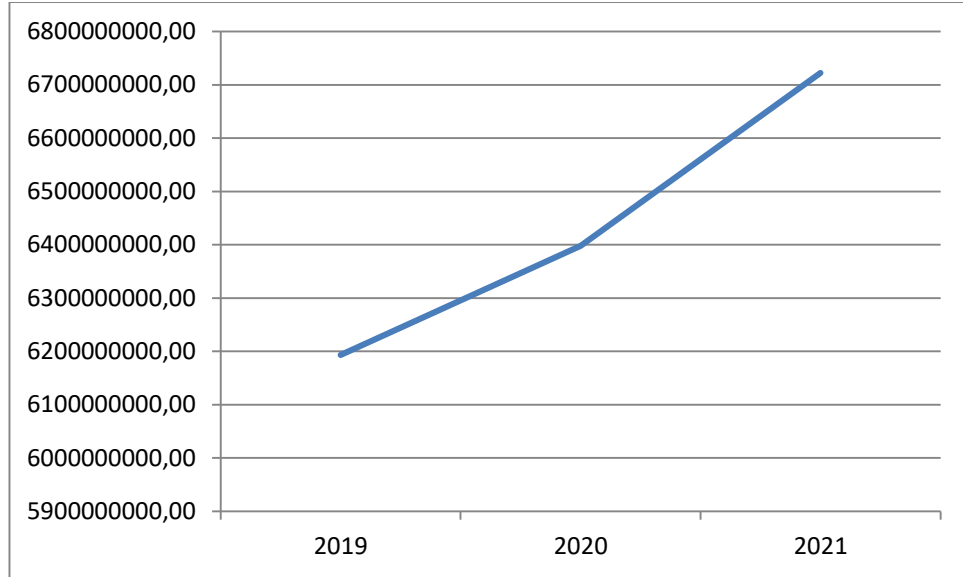
المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على الميزانيات

نلاحظ من الجدول السابق أن مجموع الخصوم الجارية في تزايد خلال فترة الدراسة (2019-2020)، حيث بلغت سنة 2019 قيمة 6193189703.75 ج.م.ع.، ثم ارتفعت سنة 2020

## الفصل الثاني: دراسة حالة المجمع الصناعي صيدال

بقيمة 6398017799.03 دج ، ثم ارتفعت مجددا وحققت القيمة 6722272240.35 دج والشكل الموالي يوضح ذلك :

الشكل رقم (19) : تطور مجموع الخصوم الجارية للمؤسسة بين سنة 2019-2021.



المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Microsoft office Excel والميزانيات السنوية لمؤسسة صيدال.

### رابعا : تطور معامل المديونية

عادة ما يقاس معدل المديونية بما يسمى بمعامل المديونية والذي يساوي:

$$\lambda = \frac{D}{CP}$$

حيث:  $\lambda$ : معامل المديونية، D: الديون، CP: الاموال الخاصة

ويمكن قياس تطور معامل المديونية لمؤسسة صيدال على النحو التالي:

الجدول (12): تطور معامل المديونية لمجمع صيدال خلال الفترة 2019-2021 .

السنة	2019	2020	2021
البيان			
مجموع الاموال الخاصة	21776278416.42	22234554786.95	22912568215.05
قروض وديون مالية	10403266267.81	10404842508.14	13825430092.80

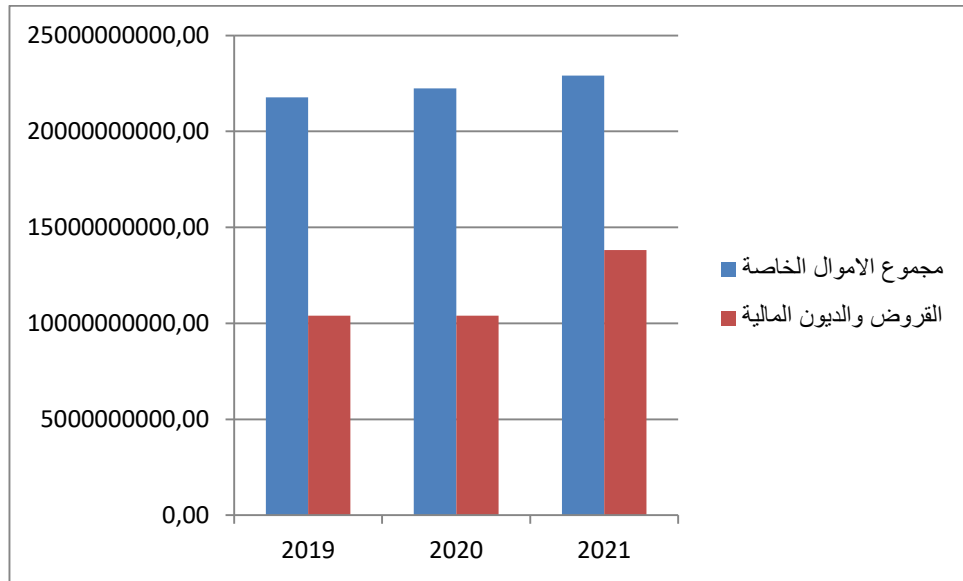
## الفصل الثاني: دراسة حالة المجمع الصناعي صيدال

0.60	0.46	0.47	λ: معامل المديونية
------	------	------	--------------------

المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على الميزانيات

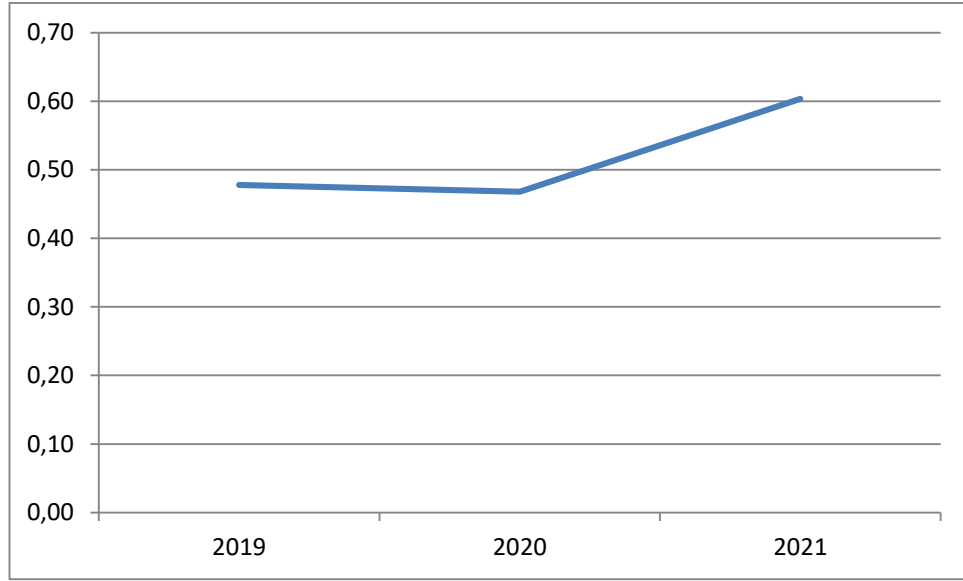
يتضح من خلال الجدول أن المؤسسة حققت معدل مديونية ايجابي خلال سنوات الدراسة ،و هذا بمقدار 0.47 و 0.46 وحدة نقدية في السنتين 2019-2020 على التوالي ، أما عن سنة 2021 فقد شهدت نسبة معدل المديونية ارتفاعا يقدر ب 0.60 وحدة نقدية ويعود سبب الارتفاع إلى الزيادة الملحوظة في مجموع الأموال الخاصة و القروض والديون المالية والشكل البياني الأتي يبين هذا التطور .

الشكل رقم (20): تطور الهيكل المالي في مؤسسة صيدال خلال الفترة 2019-2021.



المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Microsoft office Excel والميزانيات السنوية لمؤسسة صيدال.

الشكل رقم (21): تطور معامل المديونية في مؤسسة صيدال خلال الفترة 2019-2021



المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Microsoft office Excel والميزانيات السنوية لمؤسسة صيدال.

### المطلب الثاني : تطور المردودية في المؤسسة

عادة ما نتكلم عن مردودية المؤسسة ونقصد بذلك قدرتها على تحقيق النتيجة ، حيث تقاس المردودية على ثلاث مستويات : المستوى التجاري ، المستوى الاقتصادي ، المستوى المالي ، وعليه تظهر لنا ثلاث أنواع رئيسية للمردودية وهي :

المردودية التجارية (RC) ، المردودية الاقتصادية (RE) ، المردودية المالية (RF) .

### أولاً : حساب المردودية التجارية

يطلق عليها اسم المردودية التجارية ، لأنها تدرس وتسمح بتقييم الأداء التجاري أو البيعي للمؤسسة ، فهي معيار مهم لتقييم الأداء في المؤسسات التجارية ، وتتمثل هذه المردودية في قدرة المؤسسة على استخلاص فائض من التشغيل أو هامش تجاري ، فهي بذلك تقدم معلومات تساعد على إصدار حكم ، ذو قيمة حول فعالية وكفاءة النشاط التجاري والصناعي للمؤسسة

## الفصل الثاني: دراسة حالة المجمع الصناعي صيدال

وتحسب كالأتي : النتيجة الصافية/ رقم الأعمال ، وتبين النتيجة الربح المحقق عن كل دينار من المبيعات الصافية وهي تساعد إدارة المؤسسة على تحديد سعر البيع الواجب للوحدة<sup>1</sup>.

وتعرف أيضا المردودية التجارية على أنها العلاقة بين نتيجة الاستغلال ومستوى النشاط ، وبالتالي يمكن التعبير عنها بالعلاقة التالية : **نتيجة الاستغلال / مستوى النشاط** ، حيث يمكن أن تأخذ نتيجة الاستغلال الشكلين التاليين :

❖ الفائض الخام للاستغلال ،

❖ الفائض الخام الصافي للاستغلال ( النتيجة المحاسبية للاستغلال ).

أما مستوى النشاط فيمكن أن يكون في صورة : رقم الأعمال ، الإنتاج ، أو رقم الأعمال و الإنتاج . وتحسب بعدة نسب تستند إلى مؤشرات النتيجة إلى رقم الأعمال ، ويمكن وضع النسب التالية :

❖ المردودية التجارية = الفائض الإجمالي للاستغلال / رقم الأعمال خارج الرسم .

❖ المردودية التجارية = النتيجة الصافية الجارية / رقم الأعمال خارج الرسم.

❖ المردودية التجارية = النتيجة الصافية بعد الضريبة (النتيجة الجارية) / صافي المبيعات  
أو رقم الأعمال خارج الرسم.

تحدد المردودية التجارية بنسبة هامش الربح وهي من المؤشرات المستعملة في تقييم أداء المؤسسة وتعتبر النسبة عن مستوى مردودية الدينار الواحد من المبيعات ومنطقيا كلما زادت النسبة عن معيار المقارنة كلما تحسن أداء المؤسسة والعكس صحيح دائما ، حيث أن الانخفاض يشير إلى هبوط وتدهور مردودية المبيعات<sup>2</sup> و نحاول تلخيصها في الجدول التالي :

**الجدول (13) : المردودية التجارية لمجمع صيدال خلال الفترة 2019-2021.**

2021	2020	2019	السنوات البيان

<sup>1</sup> وليد بشيشي ، وآخرون **أثر الهيكل المالي على المردودية التجارية دراسة تطبيقية للفترة 2010-2018** ، مجلة أفاق علمية ، المجلد: 13 ، العدد: 01 ، السنة 2021 ، 2021/01/30 ص 747.

<sup>2</sup> وليد بشيشي ، مرجع سابق ص 749.

## الفصل الثاني: دراسة حالة المجمع الصناعي صايدال

1035944006.13	1107174145.67	1117771786.20	الفائض الإجمالي للاستغلال
10211439983.73	9809929760.98	9392750935.10	رقم الأعمال
0.101	0.112	0.118	المردودية التجارية RC

المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على الميزانيات

يلاحظ من الجدول أن المؤسسة حققت مردودية موجبة خلال هذه السنوات إلا أنها ضعيفة حيث قدرت سنة 2019 ب 0.118 للوحدة ، أي أن كل 1 دينار من المبيعات يحقق ربح قدره 0.118، ثم سجلت انخفاض طفيف سنة 2020 قدر ب 0.112 للوحدة ، لتتخف سنة 2021 إلى 0.101 للوحدة ، وهذا ما يشير إلى انخفاض مردودية المبيعات .

### ثانيا : حساب المردودية الاقتصادية

تهتم المردودية الاقتصادية بالنشاط الرئيس وتستبعد النشاطات الثانوية وذات الطابع الاستثنائي، حيث تحمل في مكوناتها عناصر دورة الاستغلال ممثلة بنتيجة الاستغلال من جدول حسابات النتائج و الأصول الاقتصادية من الميزانية .  
تقاس المردودية بمعدل المردودية الاقتصادية<sup>1</sup> :

$$\text{معدل المردودية الاقتصادية (Re)} = \frac{\text{النتيجة العمليانية}}{\text{الأصول الاقتصادية}}$$

أي حساب مساهمة كل وحدة نقدية مستثمرة كأصول في تكوين نتيجة الاستغلال .  
الجدول (14) : المردودية الاقتصادية لمجمع صيدال للفترة 2019-2021.

2021	2020	2019	البيانات / السنوات
426918801.91	329412601.86	995270118.85	النتيجة العمليانية
44811485632.67	40687550476.43	40434178877.27	الأصول الاقتصادية
<b>0.010</b>	<b>0.008</b>	<b>0.025</b>	المردودية الاقتصادية RE

المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على الميزانيات

<sup>1</sup> إلياس بن الساسي ، يوسف قريشي ، مرجع سابق ص 267.

## الفصل الثاني: دراسة حالة المجمع الصناعي صيدال

يتضح من الجدول أن المؤسسة حققت مردودية اقتصادية ايجابية خلال فترة الدراسة ، وهذا يعني أن كل وحدة نقدية مستثمرة كأصول تحقق ربح صافي يقدر ب 0.025 و 0.008 في السنتين 2019-2020 على التوالي ، أما عن سنة 2020 فقد شهدت نسبة المردودية الاقتصادية ارتفاعا ، ويعود سبب هذا الارتفاع إلى الزيادة الملحوظة في النتيجة العملياتية وهذا يعني ارتفاع حجم الاستثمارات خلال هذه الفترة .

### ثالثا : حساب المردودية المالية

إن قياس و إيجاد المردودية المالية يعتمد على كل من الأموال الخاصة بقيمة المبيعات ويعطى القانون العام للمردودية المالية كما يلي :

$$\text{المردودية المالية} = \frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{الأموال الخاصة}}$$

تعبر هذه النسبة عن العائد الذي يحققه الملاك على استثمار أموالهم بالمؤسسة ( نسبة العائد على حقوق الملكية)

### الجدول (15) : المردودية المالية لمجمع صيدال للفترة 2019-2021.

البيانات	السنوات	2019	2020	2021
النتيجة الصافية		793514004.08	189936341.33	48694704.82
الأموال الخاصة		2500000000.00	2500000000.00	2500000000.00
المردودية المالية RCp		0.31	0.07	0.01

المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على الميزانيات

يتضح من خلال الجدول أن المؤسسة حققت مردودية مالية ايجابية خلال سنوات الدراسة إلا أنها انخفضت تدريجيا ، وهذا يعني أن كل وحدة نقدية مستثمرة كأصول تحقق ربح صافي يقدر ب 0.31 و 0.07 في السنتين 2019-2020 على التوالي ، أما عن سنة 2021 فقد شهدت نسبة المردودية المالية انخفاضا ويعود سبب الانخفاض إلى النقص الملحوظ في النتيجة الصافية.

### المطلب الثالث: علاقة الهيكل المالي بالأداء المالي

## الفصل الثاني: دراسة حالة المجمع الصناعي صيدال

سننظر في دراستنا لعلاقة الهيكل المالي بالمرودية إلى تطور نسب المردودية و تطور مؤشرات التوازن المالي وأثر الرافعة المالية لمجمع صيدال للفترة 2019-2021.

أولاً: علاقة تطور الهيكل المالي بنسب المردودية

وهذا على النحو الذي يظهره الجدول التالي :

**الجدول (13) : تطور نسب المردودية و معدل المديونية لمؤسسة صيدال للفترة 2019-2021.**

السنوات	2019	2020	2021	نسبة التطور 2019-2020	نسبة التطور 2021-2020
المردودية التجارية RC	0.118	0.112	0.101	-5.08%	-9.82%
المردودية الاقتصادية RE	0.025	0.008	0.010	-68.00%	25.00%
المردودية المالية RCp	0.31	0.07	0.01	-77.42%	-85.71%
λ: معامل المديونية	0.47	0.46	0.60	-2.13%	30.43%

المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على الميزانيات

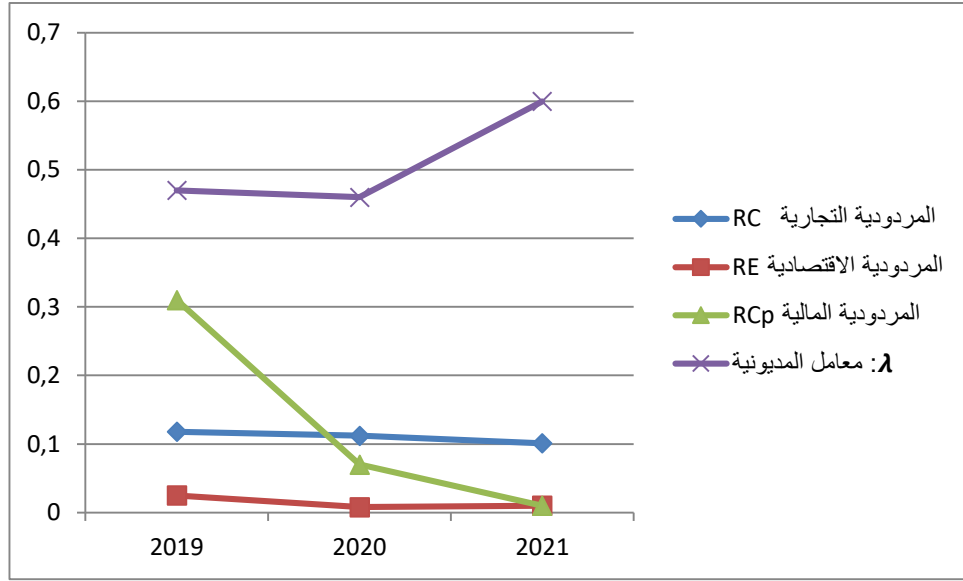
يتبين من الجدول أنه عندما انخفضت قيمة معامل المديونية من 0.47 خلال سنة 2019 إلى 0.46 سنة 2020، كانت قيم كل من نسب المردودية منخفضة ، ويلاحظ أنه عندما ارتفعت قيمة معامل المديونية إلى 0.60 سنة 2021، لم تتغير قيم كل من نسب المردودية واستمرت في الانخفاض ماعدا المردودية الاقتصادية التي ارتفعت بنسبة طفيفة من 0.008 سنة 2020 إلى 0.01 سنة 2021 .

ومنه نستنتج أنه لا توجد علاقة واضحة ومحددة بين كل من الهيكل المالي ( معامل المديونية ) ومردودية المؤسسة بمختلف تصنيفاتها .

والشكل التالي يبين علاقة معامل المديونية بتطور نسب المردودية خلال فترة الدراسة .

الشكل رقم (22) : تطور معامل المديونية وعلاقته بنسب المردودية 2019-2021.

## الفصل الثاني: دراسة حالة المجمع الصناعي صيدال



المصدر : من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Microsoft office Excel والميزانيات السنوية لمؤسسة صيدال.

### ثانيا: علاقة تطور الهيكل المالي بمؤشرات التوازن المالي

سننتظر في تحليلنا للتوازن المالي إلى كل من مؤشر رأس المال العامل و الاحتياج في رأس المال العامل ،والخزينة الصافية من منظور تحليل الذمة المالية.

#### 1- مؤشر رأس المال العامل

يحسب رأس المال العامل بإجراء الفرق بين الموارد الدائمة و الاستخدامات المستقرة ، وذلك على النحو الذي يظهره الجدول التالي :

$$\text{رأس مال العامل} = \text{الموارد الدائمة} - \text{الأصول الثابتة}$$

الجدول (17) : حساب رأس المال العامل الإجمالي لمجمع صيدال للفترة 2019-2021.

البيان	2019	2020	2021
الأصول الثابتة	26773207679	25802976942.60	26393386486.04
الأصول المتداولة	13660971197.91	14884573533.83	18418099146.63
الموارد الدائمة	34240989174	34289532677.40	38089213392.32

## الفصل الثاني: دراسة حالة المجمع الصناعي صايدال

6722272240.35	6398017799.03	6193189703.75	الديون قصيرة الأجل
11695826906.28	8486555734.80	7467781494.16	رأس مال العامل FRNG

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الميزانيات

يلاحظ من الجدول مؤشرات موجبة لرأس المال العامل الإجمالي وهذا بارتفاعه تدريجيا خلال فترة الدراسة ، حيث كان 7467781494.16 سنة 2019 و ارتفع سنة 2020 بقيمة 8486555734.80 ثم بقيمة 11695826906.28 سنة 2021 ، و يشير ذلك إلى أن المؤسسة متوازنة ماليا على المدى الطويل ، حسب هذا المؤشر تم تمويل احتياجاتها طويلة المدى باستخدام مواردها طويلة المدى، وحققت فائضا ماليا يمكن استخدامه في تمويل الاحتياجات الاستغلالية المتبقية وهذا ما يجعل المؤسسة تبتعد عن خطر العسر المالي .

### 2- مؤشر الاحتياج في رأس المال العامل

ويكون ذلك بحساب الفرق التالي :

( الأصول المتداولة - خزينة الأصول ) - ( الديون قصيرة الأجل - خزينة الخصوم ) و ذلك على النحو الذي يظهره الجدول .

الجدول (18) : حساب الاحتياج في رأس المال العامل الإجمالي لمجمع صيدال للفترة

2021-2019.

2021	2020	2019	البيان
18418099146.63	14884573533.83	13660971197.91	الأصول المتداولة
3770411504.24	2785566352.32	1918151410.71	خزينة الأصول
6722272240.35	6398017799.03	6193189703.75	الديون قصيرة الأجل
354894830.63	922010265.30	810706531.25	خزينة الخصوم
8280310232.67	6622999647.78	6360336614.70	الاحتياج في رأس مال العامل الإجمالي

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الميزانيات

## الفصل الثاني: دراسة حالة المجمع الصناعي صيدال

شهد الاحتياج في رأس مال العامل احتياجات موجبة ومتزايدة خلال فترة الدراسة، الذي كانت قيمه كالتالي من 6360336614.70 سنة 2019 إلى أن يرتفع بقيمة 6622999647.78 سنة 2020 ثم بقيمة 8280310232.67 سنة 2021، هذا يعني أن الاستخدامات تفوق الموارد أي أن القروض القصيرة لا تغطي احتياجات الدورة ومنه المؤسسة بحاجة لأموال إضافية لتغطية الجزء المتبقي .

### 3- حساب الخزينة الصافية

تحسب الخزينة الصافية انطلاقاً من الميزانية المالية بإجراء الفرق بين خزينة الأصول و خزينة الخصوم ، أو انطلاقاً من معادلة الأساسية للخزينة عن طريق الفرق بين رأس المال العامل الإجمالي و الاحتياج في رأس المال الإجمالي .

### الجدول (19) : حساب الخزينة الصافية لمجمع صيدال للفترة 2019-2021.

2021	2020	2019	السنوات البيان
3770411504.24	2785566352.32	1918151410.71	خزينة الأصول
354894830.63	922010265.30	810706531.25	خزينة الخصوم
<b>3415516673.61</b>	<b>1863556087.02</b>	<b>1107444879.46</b>	الخزينة الصافية Tn

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الميزانيات

يتبين من الجدول أن خزينة المؤسسة موجبة خلال سنوات الدراسة ، و التي ارتفعت خلال السنتين 2019 و 2020 من 1107444879.46 إلى 1863556087.02 ، ثم بقيمة 3415516673.61 سنة 2021 ، يدل على أن رأس المال قادر على تمويل احتياجات الدورة وهناك فائض يضاف إلى الخزينة ، هذا يعني أن المؤسسة تقوم بتجميد قسط أو جزء من أموالها

لتغطية احتياجات رأس المال العامل مما يطرح مشكلة الربحية ، وعليه يجب على المؤسسة أن تعالج بعض التزاماتها .

وكما أشرنا سابقا ، أن نسبة معامل المديونية قد انخفضت خلال السنة الثانية للفترة المدروسة ، ثم ارتفعت مجددا في السنة الثالثة ، في حين أن مؤشرات التوازن لم تتأثر بهذا الانخفاض (2020) واستمرت في الارتفاع خلال سنوات الدراسة ، وعليه لا توجد علاقة واضحة بين معامل المديونية و مؤشرات التوازن المالي .

### خلاصة الفصل

بعد إجراء الفحص و الدراسة للقوائم المالية و المتمثلة في الميزانية المالية ( 2019-2021) و ذلك بمطابقة أساليب التحليل المالي عليها ، توصلنا إلى أثر الهيكل المالي على أداء مؤسسة صيدال في الفترة محل الدراسة ، وهو ما يسمح لنا بتقدير تقرير مالي يعلق على الحالة المالية لمؤسسة صيدال كما يلي :

- تتمتع مؤسسة صيدال بمرودية ايجابية خلال سنوات الدراسة و هو الذي له دور هام في ترشيد القرارات الإستراتيجية و الإدارية وخاصة المتعلقة بالنمو .
- لا توجد علاقة واضحة ومحددة بين كل من الهيكل المالي و المرودية التجارية .
- لا توجد علاقة واضحة ومحددة بين كل من الهيكل المالي و المرودية الاقتصادية .
- توجد علاقة واضحة ومحددة بين كل من الهيكل المالي و المرودية المالية .
- لا توجد علاقة واضحة بين الهيكل المالي و مؤشرات التوازن المالي .
- تعتمد هذه المؤسسة على الهيكل التمويلي و بالدرجة الأولى تمثل فيه الأموال الخاصة أكثر من 50% من مصادر تمويل المؤسسة مما يجعل المؤسسة تتمتع باستقلالية مالية تجاه الغير و بنسبة مقبولة من الديون مما يعني أنها مازالت تتمتع بطاقة افتراضية مستقبلية .



الخاتمة

---

خاتمة

حاولنا من خلال هذا البحث إبراز تأثير الهيكل المالي على أداء المؤسسات الاقتصادية لمؤسسة صيدال خلال الفترة (2019-2021) ، باعتبار أن الهيكل المالي يعد من بين القرارات المالية الإستراتيجية الهامة في المؤسسة ، حيث تمثلت الإشكالية المطروحة في : كيف يؤثر الهيكل المالي على أداء المؤسسات الاقتصادية ؟ وتطلب هذا الاعتماد على فصلين وفقاً للمنهجية العلمية المذكورة سابقاً ، حيث توصلنا إلى مجموعة من النتائج والتي من خلالها قمنا بقبول أو رفض كل فرضية تم وضعها في البحث ، وفيما يلي تلخيص لهذه النتائج :

### أولاً : نتائج الدراسة

بناءً على إشكالية البحث والفرضيات المعتمدة في هذه الدراسة توصلنا إلى مجموعة من النتائج يمكن عرضها كما يلي :

#### 1- نتائج الجانب النظري للدراسة :

- الهيكل المالي عبارة عن مزيج من مختلف المصادر التمويلية المتاحة أمام المؤسسة لتمويل مختلف احتياجاتها.
- يعتبر الهيكل المالي من أبرز المواضيع التي لاقى اهتماماً واسعاً، وهو ما نتج عنه ظهور عدة نظريات مفسرة له، وعليه يمكن القول أن الهيكل المالي هو نتيجة لعدة تسويات لذلك توجد العديد من العوامل لاختيار المؤسسة لهيكلها المالي.
- للمؤسسة الاقتصادية عدة مصادر لتمويل احتياجاتها، حيث أنها تختار هيكلها المالي الذي يتناسب مع واقعها وموجوداتها ومجال نشاطها بما يحقق أعلى عائد ممكن بأقل تكلفة.
- إن التشخيص باستخدام نسب المردودية و مؤشرات التوازن المالية إضافة إلى أثر الرفع المالي من أهم أدوات التحليل المالي في ضبط وتحسين الأداء الذي له أهمية كبيرة في وضع مؤشرات هامة عن وضع المؤسسات ولفت أنظار القائمين عليها .

#### 2- نتائج الجانب التطبيقي للدراسة :

- تعتمد المؤسسة على التنوع في هيكلها المالي.

## الخاتمة

- تستحوذ الأموال الخاصة على النسبة الأكبر في تركيبة الهيكل المالي مقارنة بالديون طويلة الأجل، وهذا ما جعلها تتمتع نوعاً ما بالاستقلالية المالية.
- حققت المؤسسة نسب مردودية ايجابية وهو ما دل على الكفاءة في استخدام الموارد، وانخفاض درجة المخاطرة.
- رأس مال العامل موجب ما يدل على تحقيق توازن مالي مريح، وهذا ما انعكس على الخزينة الموجبة، ما يفسر أن المؤسسة تحتفظ بسيولة مجمدة غير مستغلة.
- المؤسسة تتمتع بسيولة كبيرة، وهذا ما يجعلها قادرة على تغطية و تسديد ديونها قصيرة الأجل.
- هناك تجميد لأموال مؤسسة صيدال، وهو ما يفوت عليها فرص استثمارية مستقبلية،
- حققت المؤسسة قيم موجبة لاحتياجات رأس مال العامل، وهذا ما يدل على أن المؤسسة سجلت عجز في تغطية احتياجاتها قصيرة الأجل،
- لا توجد علاقة بين الهيكل المالي للمؤسسة والمردودية التجارية، بحيث أن الزيادة في تكلفة الأموال الخاصة والتي تنجم عن زيادة معدل الاقتراض أدى الى الانخفاض بنفس القيمة في تلك التكلفة ولم يلاحظ أي تغير بالنسبة للمردودية التجارية .
- لا توجد علاقة بين الهيكل المالي والمردودية الاقتصادية، والتغير الطفيف الملاحظ لقيمة المردودية الاقتصادية راجع للزيادة في النتيجة العملية وهذا يعني ارتفاع حجم الاستثمارات وعدم ارتباطها بالهيكل المالي .
- توجد علاقة بين الهيكل المالي والمردودية المالية، بحيث يوجد أثر ايجابي الرافعة المالية، ننصح المؤسسة بالإقتراض.
- لا توجد علاقة بين الهيكل المالي ومؤشرات التوازن المالي، إذ ظهر أن المؤسسة توازنها المالي في تحسن في سنوات الدراسة، بينما الهيكل المالي يتغير من سنة لأخرى.

### ثانيا: التوصيات

من خلال ما سبق يمكننا التوصل إلى جملة من التوصيات التي قد تعتبر سدا للنقائص التي تم ملاحظتها أثناء قيامنا بالدراسة الميدانية هذه التوصيات نلخصها فيما يلي :

- نوصي المؤسسة بتنويع مصادر تمويلها ، وتقليل اعتمادها على الأموال الخاصة بشكل شبه كلي،
- على المؤسسة تشغيل أموالها المجمدة ، سواء استخدامها في تسديد ديونها القصيرة الأجل أو استثمارها ،
- يجب على المؤسسة إعادة النظر في تركيبة هيكلها المالي تبعا لسياسة مالية معينة يتم انتهاجها من طرف الإدارة ،
- بما أن مردودية المؤسسة تتأثر باستخدام الديون وبالتالي يجب على مؤسسة صيدال ألا تفرط في استخدام الديون ضمن هيكلها المالي ،
- يجب على المؤسسات قبل اللجوء إلى الاستدانة القيام بدراسة معمقة من أجل الوقوف على ايجابيات وسلبيات الاستدانة وكذلك تحديد المخاطر الممكن التعرض إليها ، وهذا بالأخذ بعين الاعتبار تكلفة مصادر التمويل من أجل تكوين هيكل مالي أمثل ، كما لا بد من إدراج بند متعلق بتسيير الهيكل المالي للمؤسسات ضمن أولويات مجلس الإدارة للشركات .

### ثالثا: آفاق الدراسة

من خلال دراستنا لموضوع أثر الهيكل المالي على أداء المؤسسات الاقتصادية ، نأمل أن نكون قد فتحنا مجالا للقيام بدراسات أوسع من ذلك من بينها نذكر :

- دراسة موقع الخلل في الهيكل المالي للمؤسسات الاقتصادية وسبل تصحيح الانحرافات ،
- دور المردودية في تحديد الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة الاقتصادية ،
- بناء نموذج موحد وشامل لأهم نظريات الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية .

# المراجع

✓ الكتب

1. أبو الفتوح علي فضالة، الهيكل التمويلية، دار الكتب العلمية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 1994.
2. إلياس بن الساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية)، دار وائل للنشر، الطبعة الثانية، عمان، الأردن، 2011.
3. إلياس بن الساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (دروس وتطبيقات)، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2006.
4. سليمان أبو صبحا، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، منشورات جامعة القدس المفتوحة، عمان، الأردن، 1996.
5. سمير محمد عبد العزيز، التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية، مكتبة الإشعاع للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، 1997.
6. عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشة، أساسيات في الإدارة المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الأردن، 2007.
7. محمد إبراهيم العامري، الإدارة المالية الحديثة، دار وائل للنشر الطبعة الأولى، 2013.
8. محمد صالح الحناوي، إبراهيم إسماعيل سلطان، الإدارة المالية، الدار الجامعية، مصر، 1999.
9. محمد علي العامري، الإدارة المالية الحديثة، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2013.
10. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1998.
11. منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية، مدخل تحليلي معاصر، الطبعة الخامسة، المكتب العربي الحديث، الأردن، 2003.

12. منير إبراهيم، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، الطبعة الثانية، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2006.

### ✓ الرسائل الجامعية

1. أنفال حدة خبيزة، تأثير الهيكل المالي على إستراتيجية المؤسسة الصناعية، رسالة ماجستير، تخصص اقتصاد صناعي، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2011-2012.
2. بلقاسم عفاف، أثر الهيكل التمويلي على الأداء المالي لشركات التأمين، مذكرة ماستر في العلوم الاقتصادية تخصص مالية وبنوك، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، 2015-2016.
3. بن الزغدة مفيدة، بن مخذة ميادة، أثر الهيكل المالي على اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماستر في علوم التسيير تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد الصديق بن يحيى، 2018-2019.
4. راضية قربوع، محددات اختيار الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماستر أكاديمي في علوم التسيير، جامعة العربي بن مهدي أم بواقي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، تخصص مالية التأمينات وتسيير المخاطر، 2016-2017.
5. زياني سليمان، خديري بلقاسم، الهيكل المالي وتأثيره على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية المدرجة في السوق المالية، مذكرة ماستر علوم اقتصادية، جامعة عمار ثليجي الأغواط، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية تخصص دراسات مالية ونقدية معمقة، 2016-2017.
6. شرابي باية كنزة، العوامل المحددة لبناء هيكل مالي للمؤسسة، مذكرة ماجستير، علوم التسيير تخصص مالية المؤسسة، جامعة الجزائر3، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، 2013، 2014.
7. منيرة سعودي، أثر الهيكل المالي على الأداء المالي، مذكرة ماستر في العلوم المالية والمحاسبية، تخصص تقنيات الكمية في المالية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، 2016\_2017.

✓ المجالات

1. وليد بشيشي ، وآخرون أثر الهيكل المالي على المردودية التجارية دراسة تطبيقية للفترة 2010-2018 ، مجلة أفاق علمية ، المجلد: 13 ، العدد: 01 ، السنة 2021 ، 2021/01/30.

✓ المواقع الإلكترونية

1. <https://www.saidalgroup.dz>.
2. <https://fr.wikipedia.org/wiki/Saidal>.
3. <https://www.cosob.org/ar/presentation-et-organigramme/>.
4. <https://www.cosob.org/etas-financiers-des-emetteurs/>

# الملاحق

الملحق رقم (01): عرض الميزانية المالية لمؤسسة صيدال لسنة 2019



**Etats financiers consolidés**  
**Exercice 2019**

## قائمة الملاحق

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

ACTIF	31/12/19			31/12/18
	MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVISIONS	MONTANTS NETS	
<b>ACTIFS NON COURANTS</b>				
Écart d'acquisition (ou goodwill)	141 648 564.00		141 648 564.00	115 414 200.00
<b>Immobilisations incorporelles</b>	485 669 052.05	291 611 807.29	174 057 244.76	139 733 986.51
<b>Immobilisations corporelles</b>				
Terrains	3 805 721 423.42		3 805 721 423.42	2 391 687 791.42
Bâtiments	13 199 283 086.61	5 707 118 136.67	7 492 164 949.94	2 312 989 288.09
Autres immobilisations corporelles	20 621 201 809.67	14 989 073 641.21	5 632 128 168.46	3 976 090 139.77
Immobilisations en concession				
<b>Immobilisations en cours</b>	3 580 260 802.98		3 580 260 802.98	10 759 890 495.72
<b>Immobilisations financières</b>				
Titres mis en équivalences - entreprises associées	2 960 993 718.84		2 960 993 718.84	1 433 217 458.23
Autres participations et créances rattachées	102 167 575.00	53 407 519.13	48 760 055.87	223 859 928.10
Autres titres immobilisés	2 500 000 000.00		2 500 000 000.00	3 000 000 000.00
Prêts et autres actifs financiers non courants	107 512 187.56		107 512 187.56	152 869 240.73
Impôts différés actif	329 960 563.53		329 960 563.53	324 860 044.51
<b>TOTAL ACTIFS NON COURANTS</b>	<b>47 814 418 783.66</b>	<b>21 041 211 104.30</b>	<b>26 773 207 679.36</b>	<b>24 830 612 573.08</b>
<b>ACTIFS COURANTS</b>				
<b>Stocks et encours</b>	7 449 789 735.69	562 259 114.50	6 887 530 621.19	6 288 271 950.21
<b>Créances et emplois assimilés</b>				
Clients	5 073 699 027.73	1 896 165 287.33	3 177 533 740.40	3 681 013 225.61
Autres débiteurs	1 436 866 591.79	7 500.00	1 436 859 091.79	1 391 490 814.49
Impôts	222 336 344.63		222 336 344.63	228 705 651.05
Autres actif courant				
<b>Disponibilités et assimilés</b>				
Placements et autres actifs financiers courants	18 559 989.19		18 559 989.19	18 559 989.19
Trésorerie	2 000 587 077.07	82 435 666.36	1 918 151 410.71	3 135 689 758.29
<b>TOTAL ACTIFS COURANTS</b>	<b>16 201 838 766.10</b>	<b>2 540 867 568.19</b>	<b>13 660 971 197.91</b>	<b>14 743 731 388.84</b>
<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>	<b>64 016 257 549.76</b>	<b>23 582 078 672.49</b>	<b>40 434 178 877.27</b>	<b>39 574 343 961.92</b>

## قائمة الملاحق

<b>Bilan consolidé des filiales du Groupe et Participation Minoritaires au 31/12/2019 – PASSIF – « APRES RETRAITEMENTS »</b>		
PASSIF	31/12/2019	31/12/2018
<b><u>CAPITAUX PROPRES</u></b>		
Capital émis	2 500 000 000.00	2 500 000 000.00
Dotations de l'état		
Autres fonds propres	411 677 000.00	411 677 000.00
Primes et réserves -(réserves consolidées)	14 047 153 641.65	13 461 406 696.77
Ecart de réévaluation	2 686 777 592.57	1 272 192 408.65
Écart d'équivalence	1 905 284 336.88	1 016 986 928.55
Résultat Net	793 514 004.08	1 174 214 390.98
Autres capitaux propres -report à nouveau	-1 178 074 235.34	-866 679 031.92
Intérêts minoritaires	609 971 657.90	826 612 003.56
<b>TOTAL I</b>	<b>21 776 278 416.42</b>	<b>19 796 410 396.58</b>
<b><u>PASSIFS NON COURANTS</u></b>		
Emprunts et dettes financières	10 403 266 267.81	10 923 905 958.66
Impôts (différés et provisionnés)	21 011 203.32	19 887 217.01
Autres dettes non courantes	593 645 268.24	593 645 268.24
Provisions et produits comptabilisés d'avance	1 446 788 017.73	1 433 885 167.65
<b>TOTAL PASSIFS NON COURANTS II</b>	<b>12 464 710 757.10</b>	<b>12 971 323 611.56</b>
<b><u>PASSIFS COURANTS</u></b>		
Fournisseurs et comptes rattachés	1 556 885 668.31	2 249 615 538.04
Impôts	116 625 268.50	201 334 246.61
Autres dettes	3 708 972 235.69	3 734 753 856.30
Trésorerie passif	810 706 531.25	620 906 312.83
<b>TOTAL PASSIF COURANT III</b>	<b>6 193 189 703.75</b>	<b>6 806 609 953.78</b>
<b>TOTAL GENERAL PASSIF</b>	<b>40 434 178 877.27</b>	<b>39 574 343 961.92</b>

## قائمة الملاحق

### الملحق رقم (02) عرض جدول حسابات النتائج لمؤسسة صيدال لسنة 2019

Bilan consolidé des filiales du Groupe et Participation Minoritaires au 31/12/2019 – TCR – « APRES RETRAITEMENTS »		
TABEAU DES COMPTES DE RESULTAT	31/12/2019	31/12/2018
Chiffre d'affaires	9 392 750 935.10	10 317 577 775.54
Variation stocks produits finis et en cours	1 085 935 007.08	272 122 098.95
Production immobilisée		
Subvention d'exploitation		
<b>I - PRODUCTION DE L'EXERCICE</b>	<b>10 478 685 942.18</b>	<b>10 589 699 874.49</b>
Achats consommés	-4 577 729 592.68	-4 624 142 242.57
Services extérieurs et autres consommations	-1 113 922 480.89	-1 067 499 186.54
<b>II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE</b>	<b>-5 691 652 073.57</b>	<b>-5 691 641 429.11</b>
<b>III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION ( I - II )</b>	<b>4 787 033 868.61</b>	<b>4 898 058 445.38</b>
Charges de personnel	-3 514 951 683.35	-3 329 762 210.93
Impôts, taxes et versements assimilés	-154 310 399.06	-169 982 582.04
<b>IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION</b>	<b>1 117 771 786.20</b>	<b>1 398 313 652.41</b>
Autres produits opérationnels	687 941 345.57	1 159 167 515.64
Autres charges opérationnelles	-75 628 723.04	-188 852 963.84
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeur	-1 399 508 839.03	-1 454 793 796.08
Reprises sur pertes de valeurs et provisions	664 533 494.03	380 039 983.32
<b>V - RESULTAT OPERATIONNEL</b>	<b>995 270 118.85</b>	<b>1 293 874 389.45</b>
Produits financiers	152 968 301.58	200 013 164.65
Charges financières	-343 123 098.91	-254 951 764.57
<b>VI - RESULTAT FINANCIER</b>	<b>-190 154 797.33</b>	<b>-54 938 599.92</b>
<b>VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT ( V + VI)</b>	<b>805 954 266.41</b>	<b>1 238 935 789.53</b>
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-77 823 533.00	-127 206 062.00
Impôts différés ( variation ) sur résultat ordinaires	5 579 922.73	-21 232 781.46
<b>TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>11 984 129 083.37</b>	<b>12 328 920 538.10</b>
<b>TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>-11 262 578 272.69</b>	<b>-11 195 958 029.11</b>
<b>VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>721 550 810.68</b>	<b>1 132 962 508.99</b>
Eléments extraordinaires (produits) ( à préciser )		
Eléments extraordinaires (charges) ( à préciser )		
<b>IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE</b>		
<b>X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>	<b>721 550 810.68</b>	<b>1 132 962 508.99</b>
Résultat minoritaires	19 736 411.44	44 778 352.30
part dans les Résultats nets des sociétés mises en équivalence	52 226 781.96	-3 526 470.31
<b>RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>	<b>793 514 004.08</b>	<b>1 174 214 390.98</b>

### الملحق رقم (03) : عرض الميزانية المالية لمؤسسة صيدال لسنة 2020



**Groupe SAIDAL SPA**  
**Etats financiers consolidés**  
**Exercice 2020**

# قائمة الملاحق

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

## BIAN CONSOLIDÉ DES FILIALES DU GROUPE EN PARTICIPATIONS MINORITAIRES

ACTES NON COURANTS	31/12/2020		31/12/2019	
	MONTANTS BRUTS	AMORTISSEMENTS OU PROVISIONS	MONTANTS NETS	EN DOLLARS
Écart d'acquisition (ou goodwill)	141 648 564,00	0,00	141 648 564,00	141 648 564,00
Immobilisations incorporelles	468 576 191,02	343 249 100,26	125 327 090,76	174 057 244,76
Immobilisations corporelles				
Terrains	0,00	0,00	0,00	0,00
Bâtimens	4 398 481 823,42	0,00	4 398 481 823,42	3 805 721 423,42
Autres immobilisations corporelles	13 261 407 322,31	5 844 143 212,54	7 417 264 109,47	7 492 164 949,34
Immobilisations en concession	20 776 518 111,59	15 362 335 010,82	5 416 183 100,77	5 632 128 168,45
Immobilisations en cours	0,00	0,00	0,00	0,00
Immobilisations financières	3 523 900 655,21	0,00	3 523 900 655,21	3 980 260 802,88
Titres mis en équivalences - entreprises associées	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres participations et créances rattachées	2 134 015 175,22	0,00	2 134 015 175,22	2 960 593 714,84
Autres titres immobilisés	335 939 575,00	59 416 028,43	276 523 546,57	48 780 055,87
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	1 07 512 187,56
Autres actifs	352 717 827,73	0,00	352 717 827,73	320 980 653,53
<b>TOTAL ACTES NON COURANTS</b>	<b>4 742 120 226,42</b>	<b>(21 609 143 592,65)</b>	<b>(2 867 022 927,60)</b>	<b>(3 875 217 678,33)</b>
<b>ACTES COURANTS</b>				
Stocks et encours	0,00	0,00	0,00	0,00
Créances et emplois assimilés	7 191 992 769,17	641 539 237,02	6 550 453 532,15	6 887 530 621,19
Clients	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres débiteurs	5 911 959 706,26	1 887 229 726,08	4 024 729 980,18	3 177 533 740,40
Impôts	1 316 354 098,39	7 500,00	1 316 376 598,39	1 438 859 091,79
Autres actifs courant	188 897 081,60	0,00	188 897 081,60	222 396 344,53
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	2 868 007 018,68	82 435 668,36	2 785 569 352,32	1 918 151 410,71
<b>TOTAL ACTES COURANTS</b>	<b>18 559 989,19</b>	<b>(82 435 668,36)</b>	<b>(63 865 678,95)</b>	<b>(63 865 678,95)</b>
<b>TOTAL GENERAL AVOIR</b>	<b>(2 867 022 927,60)</b>	<b>(21 609 143 592,65)</b>	<b>(2 867 022 927,60)</b>	<b>(3 875 217 678,33)</b>



## قائمة الملاحق



**GROUPE INDUSTRIEL SAIDAL SPA**  
 Direction des Finances et Comptabilité  
 DATE DE CLOTURE : 31/12/2020

**BILAN CONSOLIDE DES FILIALES DU GROUPE ET PARTICIPATIONS MINORITAIRES**

	31/12/2020	31/12/2019
<b>CAPITAUX PROPRES</b>		
Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00
Dotation de l'état	0,00	0,00
Autres fonds propres	411 677 000,00	411 677 000,00
Primes et réserves -(réserves consolidées)	14 634 151 624,90	14 047 153 641,55
Ecart de réévaluation	3 063 429 710,86	2 686 752 011,24
Ecart d'équivalence	1 408 148 175,93	1 905 284 336,88
Résultat Net	189 836 341,33	793 514 004,08
Autres capitaux propres -report à nouveau	-797 269 702,03	-1 178 074 235,34
Intérêts minoritaires	824 482 635,96	609 971 657,90
<b>TOTAL</b>	<b>22 234 534 788,95</b>	<b>21 776 278 416,82</b>
<b>PASSIFS NON COURANTS</b>		
Emprunts et dettes financières	0,00	0,00
Impôts (différés et provisionnés)	10 404 842 508,14	10 403 266 267,81
Autres dettes non courantes	24 094 670,27	21 011 203,32
Provisions et produits comptabilisés d'avance	593 645 268,24	593 645 268,24
<b>TOTAL PASSIFS NON COURANTS II</b>	<b>1 626 040 712,04</b>	<b>1 446 788 017,73</b>
<b>PASSIFS COURANTS</b>		
Fournisseurs et comptes rattachés	12 264 977 890,49	12 463 707 976,10
Impôts	0,00	0,00
Autres dettes	1 247 407 073,70	1 556 885 668,31
Trésorerie passif	175 915 917,23	116 625 268,50
	4 052 684 542,80	3 708 972 235,69
	922 010 265,30	810 706 531,25
<b>TOTAL PASSIF COURANT III</b>	<b>6 599 017 769,08</b>	<b>6 546 189 708,76</b>
<b>TOTAL GENERAL PASSIF</b>	<b>40 687 350 476,43</b>	<b>40 404 758 827,27</b>

## قائمة الملاحق

الملحق رقم (04): عرض جدول حسابات النتائج لمؤسسة صيدال لسنة 2020

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

### BILAN CONSOL DE DES FILIALES DU GROUPE ET PARTICIPATIONS MINORITAIRES

TABLEAU DES COMPTES DE RESULTAT	31/12/2020	31/12/2019
Chiffre d'affaires	9 809 929 760,98	9 392 750 935,10
Variation stocks produits finis et en cours	264 531 468,40	1 085 935 007,08
Production immobilisée	0,00	0,00
Subvention d'exploitation	0,00	0,00
<b>II- PRODUCTION DE L'EXERCICE</b>	<b>10 074 461 229,38</b>	<b>10 478 685 942,18</b>
Achats consommés	-4 245 356 684,94	-4 577 729 562,68
Services extérieurs et autres consommations	-910 765 524,13	-1 113 922 480,89
<b>III- CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE</b>	<b>-5 156 122 269,07</b>	<b>-5 691 652 043,57</b>
<b>III- VALEUR AJOUTÉE D'EXPLOITATION (V.A.)</b>	<b>4 918 338 959,31</b>	<b>4 787 033 898,61</b>
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
<b>IV- EXCÉDENT BRUT D'EXPLOITATION</b>	<b>1 107 174 084,47</b>	<b>1 117 771 796,20</b>
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	-1 068 338 701,82	-1 399 508 839,03
Reprises sur pertes de valeurs et provisions	214 605 132,80	664 533 494,03
<b>V- RESULTAT OPÉRATIONNEL</b>	<b>329 421 340,66</b>	<b>2 995 103 064,74</b>
Produits financiers	129 016 705,12	152 968 301,58
Charges financières	-154 762 522,06	-343 123 088,91
<b>VI- RESULTAT FINANCIER</b>	<b>-25 745 816,94</b>	<b>109 944 797,33</b>
<b>VII- RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPÔT (V.VII)</b>	<b>303 675 523,72</b>	<b>3 005 047 862,07</b>
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-88 374 651,00	-77 823 533,00
Impôts différés ( variation ) sur résultat ordinaires	-19 069 142,98	5 579 922,73
<b>TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>10 623 121 695,58</b>	<b>11 984 129 083,37</b>
<b>TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>-10 388 751 418,70</b>	<b>-11 262 578 272,69</b>
<b>VIII- RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>234 370 276,88</b>	<b>721 550 810,68</b>
Eléments extraordinaires (produits) ( à préciser )		
Eléments extraordinaires (charges) ( à préciser )		
<b>IX- RESULTAT EXTRAORDINAIRE</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>X- RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>	<b>234 370 276,88</b>	<b>721 550 810,68</b>
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
<b>RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>	<b>189 936 341,33</b>	<b>793 514 004,08</b>



**CABINETS D'EXPERTISE COMPTABLE, D'AUDIT ET DE COMMISSARIAT AUX COMPTES**  
**CHÖUDER 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 le 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

المحلق رقم (05) عرض الميزانية المالية لمؤسسة صيدال لسنة 2021



**Etats financiers consolidés**  
**Exercice 2021**

## قائمة الملاحق

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

UM: DA

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

## قائمة الملاحق

### 2.2. Passif du Bilan (Consolidé Groupe) :

	UM: DA	
PASSIF	31/12/2021	31/12/2020
<b>CAPITAUX PROPRES</b>		
Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00
Dotation de l'état	411 677 000,00	0,00
Autres fonds propres	0,00	411 677 000,00
Primes et réserves -(réserves consolidées)	15 318 040 327,17	14 634 151 624,90
Ecart de réévaluation	3 055 720 451,96	3 063 429 710,86
Écart d'équivalence	1 838 063 594,82	1 408 146 175,93
Résultat Net	48 694 704,82	189 936 341,33
Autres capitaux propres -report à nouveau	-1 097 023 529,49	-797 268 702,03
Intérêts minoritaires	837 395 665,76	824 482 635,96
<b>TOTAL I</b>	<b>22 912 568 215,05</b>	<b>22 234 554 786,95</b>
<b>PASSIF NON COURANT</b>		
Emprunts et dettes financières	13 825 430 092,80	10 404 842 508,14
Impôts (différés et provisionnés)	7 112 411,32	24 094 670,27
Autres dettes non courantes	322 740 000,00	0,00
Provisions et produits comptabilisés d'avance	1 021 362 673,15	1 626 040 712,04
<b>TOTAL PASSIF NON COURANT II</b>	<b>15 176 645 177,27</b>	<b>12 054 977 890,45</b>
<b>PASSIF COURANT</b>		
Fournisseurs et comptes rattachés	2 207 198 255,47	1 247 407 073,70
Impôts	121 945 175,14	175 915 917,23
Autres dettes	4 038 233 979,11	4 052 684 542,80
Trésorerie passif	354 894 830,63	922 010 265,30
<b>TOTAL PASSIF COURANT III</b>	<b>6 722 272 240,35</b>	<b>6 398 017 799,03</b>
<b>TOTAL GENERAL PASSIF</b>	<b>44 811 485 632,67</b>	<b>40 687 550 476,43</b>

الملحق رقم (06) عرض جدول حسابات النتائج لمؤسسة صيدال لسنة 2021

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

UM : DA			
TABLEAU DES COMPTES DE RESULTAT	31/12/2021	31/12/2020	Evolution 2021/2020
Chiffre d'affaires	10 211 439 983,73	9 809 929 760,98	4,09%
Variation stocks produits finis et en cours	997 900 766,87	264 531 468,40	277,23%
Production immobilisée	0,00	0,00	/
Subvention d'exploitation	0,00	0,00	/
<b>I - PRODUCTION DE L'EXERCICE</b>	<b>11 209 340 750,60</b>	<b>10 074 461 229,38</b>	<b>11,26%</b>
Achats consommés	-4 999 154 719,75	-4 245 356 684,94	17,76%
Services extérieurs et autres consommations	-1 067 885 794,68	-910 765 524,13	17,25%
<b>II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE</b>	<b>-6 067 040 514,43</b>	<b>-5 156 122 209,07</b>	<b>17,67%</b>
<b>III - VALEUR AJOUTÉE D'EXPLOITATION (I - II)</b>	<b>5 142 300 236,17</b>	<b>4 918 339 020,31</b>	<b>4,55%</b>
Charges de personnel	-3 944 240 090,42	-3 609 396 024,60	9,28%
Impôts, taxes et versements assimilés	-162 116 139,62	-201 768 850,04	-19,65%
<b>IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION</b>	<b>1 035 944 006,13</b>	<b>1 107 174 145,67</b>	<b>-6,43%</b>
Autres produits opérationnels	175 408 940,73	205 038 628,28	-14,45%
Autres charges opérationnelles	-75 130 256,23	-109 057 603,07	-31,11%
Dotations aux amortissements provisions et pertes de valeur	-1 036 215 417,74	-1 088 338 701,82	-4,79%
Reprises sur pertes de valeurs et provisions	326 911 529,02	214 605 132,80	52,33%
<b>V - RESULTAT OPERATIONNEL</b>	<b>426 918 801,91</b>	<b>329 421 601,86</b>	<b>29,60%</b>
Produits financiers	177 090 776,00	129 016 705,12	37,26%
Charges financières	-105 692 416,20	-154 762 522,08	-31,71%
<b>VI - RESULTAT FINANCIER</b>	<b>71 398 359,80</b>	<b>-25 745 816,96</b>	<b>-377,32%</b>
<b>VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)</b>	<b>498 317 161,71</b>	<b>303 673 784,90</b>	<b>64,10%</b>
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-100 897 797,00	-88 374 651,00	14,17%
Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires	25 670 878,24	-19 069 142,98	-234,62%
<b>TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>11 888 751 996,35</b>	<b>10 623 121 695,58</b>	<b>11,91%</b>
<b>TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>-11 517 003 509,88</b>	<b>-10 388 751 418,70</b>	<b>10,86%</b>
<b>VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>371 748 486,47</b>	<b>234 370 276,88</b>	<b>58,62%</b>
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)	0,00	0,00	/
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)	0,00	0,00	/
<b>IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>/</b>
<b>X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>	<b>371 748 486,47</b>	<b>234 370 276,88</b>	<b>58,62%</b>
Résultats minoritaires	19 855 956,80	-592 334,84	-3452,15%
Part dans le résultat des Sociétés mises en équivalence	-342 909 738,46	-43 841 600,71	682,16%
<b>RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>	<b>48 694 704,82</b>	<b>189 936 341,33</b>	<b>-74,36%</b>

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