

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
جامعة محمد الصديق بن يحي  
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير



الموضوع

أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية  
-دراسة حالة مجمع صيدال-

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة الماستر فيعلوم التسيير

تخصص:إدارة مالية

إشراف:الأستاذ

- بوميمز فيصل

إعداد الطالبتين:

➤ بوشرمة حياة

➤ عبد اللي صباح

لجنة المناقشة:

| اللقب والاسم | الجامعة | الصفة        |
|--------------|---------|--------------|
| بوزنيط غالية | جيجل    | رئيسا        |
| بوميمز فيصل  | جيجل    | مشرفا ومقررا |
| كعواش أمين   | جيجل    | مناقشا       |

السنة الجامعية: 2023/2022

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

# شكر و عرفان

الحمد لله رب العالمين والصلاة والسلام على أشرف الأنبياء والمرسلين سيدنا  
محمد وعلى آله وصحبه أجمعين أما بعد:

نحمد الله عز وجل الذي وفقني لبلوغ هذه الدرجة وإتمام هذا العمل المتواضع  
وإنطلاقاً من قوله صلى الله عليه وسلم: "ومن صنع إليك معروفًا فكافئوه، فإن لم  
تجدوا ماتكافئوه به فأدعو له حتى تروا أنكم كافأتموه."

نتقدم بالشكر الجزيل الحامل لكل معاني الامتنان والإحترام والعرفان بالجميل  
للأستاذ "بوميمز فيصل" جزاه الله عنا كل خير، كما أعبر وإلى كل أساتذة وطلاب  
علوم التسيير عامة و اتخص إدارة مالية خاصة دفعة 2023 وإلى كل من ساعدنا في  
إنجاز هذا العمل من قريب أو بعيد حتى ولو بكلمة طيبة أو إبتسامة مشجعة سائلين  
المولى تبارك وتعالى أن يجازيهم عنا كل خير لكل هؤلاء شكراً جزيلاً.



# إهداء

بعد هذا المشوار الطويل من الدراسة والصبر والعناء لم يبقى لي الحق  
سوى أن أسدي هذا العمل.

إلى نبع الحنان "أمي الغالية" أدام الله عمرها.

إلى نبع العطاء إلى من سهر لتربيتي إلى من أخذ بيدي إلى بر الأمان،  
إلى من أحمل إسمه بفخر "أبي الغالي" أدامك الله لي.

وعلى من ساندني في الحياة إخوتي وأخواتي كل بإسمه إلى كل من أخذو  
مساحة في قلبي

إلى أساتذتي و صديقاتي في الدراسة

وإلى كل من وسعته ذاكرتي ولم تسعه مذكرتي.

## حياة



# إهداء

أهدي ثمرة هذا الجهد إلى من أعطت دون مقابل إلى من ربنتي  
وعلمتني الأخلاق الفضيلة إلى التي طالما حلمت أن تبصر نجاحي والتي  
مهما قلت لن أوفيتها حقها رحمك الله يا "أمي"

إلى فرحة البيت وقررة العين إلى "أبي" الحبيب أطال الله في عمره  
إلى من قاسموني الحياة بخلوها ومرها إلى أخواتي الأعزاء مهدي ،  
حنان، عبد الحليم، وإلى صديقاتي اللاتي دعمتني كل واحدة بإسمها  
ريمة، سناء، أمينة، فاطيمة، مريم.....

إلى من سكن قلبي ولم يكتبه قلبي.....

وإلى كل خالاتي وأخوالي حفظهم الله ورعاكم

إلى الأخ الذي لم تلده أمي "حمزة" .....

وإلى أساتدتي وأهل الفضل علي اللذين غمروني بالحب والتقدير في هذه  
المرحلة من الحياة

إلى من كان لهم أثر على حياتي وكل من أحبهم قلبي ونسيهم قلبي.....

صباح



# المُلخَص

## ملخص:

تهدف الدراسة إلى التعرف لمدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، حيث تناولت الدراسة مؤسسة صيدال خلال الفترة الممتدة من 2014 إلى 2020، وذلك بالإعتماد على نموذج الانحدار الخطي المتعدد من أجل إختبار فرضيات الدراسة.

وقد خلصت الدراسة في الجانب النظري إلى ظهور أكثر من إتجاه حول تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، فمنها من يرى أن هناك تأثير ومنها من يعارض ذلك، أما في الجانب التطبيقي فقد توصلت الدراسة إلى وجود تأثير لسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، من خلال التأثير الإيجابي نصيب السهم من الأرباح الموزعة.

**الكلمات المفتاحية:** سياسة توزيع الأرباح، قيمة المؤسسة، نصيب السهم من الأرباح المحققة، نصيب السهم من الأرباح الموزعة.

## **Abstract**

The objective of the study is to identify the extent of the impact of the dividend policy on the value of the institution. The study dealt with the management institution of SAIDAL during the period from 2014 to 2020 , based on the multiple linear regression models in order to test the hypotheses of the study.

On the theoretical side, the study concluded that more than one trend has emerged about the impact of the dividend policy on the value of the institution, some of them see that there is an effect, and some are against it, but in the practical side, the study found an effect of the dividend policy on the value of the institution, through the positive impact of each share of dividends.

**Key words :** dividend policy, enterprise value, share of realised, share of dividends, share of retained earnings.

# فهرس المحتويات

| الصفحة   | فهرس المحتويات   |
|--|--|
| I  | الشكر  |
| II   | إهداء  |
| V  | الملخص   |
| VI   | قائمة المحتويات  |
| X  | قائمة الأشكال والجداول                                 |
| أ-خ  | مقدمة  |
| <b>الفصل الأول: الاطار النظري لقيمة المؤسسة الاقتصادية</b> |  |
| 9  | تمهيد  |
| 10   | المبحث الأول: أساسيات حول قيمة المؤسسة                 |
| 10   | المطلب الأول: مفهوم قيمة المؤسسة                       |
| 11   | المطلب الثاني: أنواع القيم المختلفة                    |
| 13   | المطلب الثالث: العوامل المؤثرة على قيمة المؤسسة        |
| 18   | المبحث الثاني: الجوانب المختلفة في تحديد القيمة        |
| 18   | المطلب الأول: المبادئ الأساسية في خلق القيمة           |
| 20   | المطلب الثاني: مؤشرات خلق القيمة                       |
| 24   | المطلب الثالث: مداخل تحديد القيمة                      |
| 26   | المبحث الثالث: طرق تحديد قيمة المؤسسة                  |
| 26   | المطلب الأول: طرق الذمة المالية                        |
| 29   | المطلب الثاني: طرق المردودية                           |
| 36   | المطلب الثالث: الطرق المختلطة                          |
| 40   | خلاصة  |
| <b>الفصل الثاني: الاطار المفاهيمي لسياسة توزيع الأرباح</b> |  |
| 42   | تمهيد  |
| 43   | المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول سياسة توزيع الأرباح    |
| 43   | المطلب الأول: مفهوم سياسة توزيع الأرباح                |
| 44   | المطلب الثاني: أنواع سياسة توزيع الأرباح               |
| 46   | المطلب الثالث: العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح |

|  |   |
|--|---|
| 48   | المبحث الثاني: نماذج سياسة توزيع الأرباح  |
| 48   | (Lintner, 1956)المطلب الأول: نموذج لينتر  |
| 50   | المطلب الثاني: نموذج جوردون (Gordon,1959)،نموذج والتر (Walter,1962)               |
| 53   | (Kalay,1980)المطلب الثالث: نموذج الإشارة وأرباح السهم                             |
| 53   | المبحث الثالث: المقاربات النظرية لسياسة توزيع الأرباح                             |
| 53   | المطلب الأول: تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة في ظل فرضية السوق الكامل |
| 57   | المطلب الثاني: المقاربات النظرية في ظل ظروف عدم التأكد                            |
| الفصل الثالث: دراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة لمجمع صيدال |   |
| 62   | تمهيد   |
| 63   | المبحث الأول: تقديم مجمع صيدال  |
| 63   | المطلب الأول: نشأة وتطور مجمع صيدال   |
| 64   | المطلب الثاني: تعريف مجمع صيدال   |
| 64   | المطلب الثالث: أهداف ومهام مجمع صيدال   |
| 65   | المطلب الرابع: الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال  |
| 72   | المبحث الثاني: دراسة قياسية لأثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة مجمع صيدال          |
| 72   | المطلب الأول: الأسلوب الاحصائي المعتمد عليه                                       |
| 74   | المطلب الثاني: منهجية الدراسة   |
| 78   | المطلب الثالث: تحليل ومناقشة نتائج الدراسة  |
| 85   | خلاصة   |
| 87   | خاتمة   |
| 91   | قائمة المراجع   |
|  | قائمة الملاحق   |

# قائمة الجداول

## قائمة الجداول:

| رقم الصفحة | العنوان   | رقم الجدول |
|------------|---|------------|
| 75         | الدراسات الميدانية السابقة                            | (1-3)      |
| 78         | عرض متغيرات الدراسة                                   | (2-3)      |
| 79         | مصفوفة معاملات الارتباط                               | (3-3)      |
| 80         | نتائج الانحدار المتعدد لمتغيرات الدراسة               | (4-3)      |
| 82         | نتائج إختبار Breusch-Godfrey للانحدار الخطي المتعدد   | (5-3)      |
| 82         | نتائج الانحدار الخطي المتعدد النهائي لمتغيرات الدراسة | (6-3)      |

# قائمة الأشكال

## قائمة الأشكال:

| رقم الصفحة | العنوان                     | رقم الشكل |
|------------|-----------------------------|-----------|
| 71         | الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال | 01        |

# مقدمة

شهدت الإدارة المالية تطوراً في العقود الأخيرة من القرن الماضي مما أدى إلى زيادة قدرة المؤسسة على تحقيق معدلات نمو مرتفعة، فبعد أن كان الهدف الرئيسي للمؤسسة تعظيم الربح، والذي يعتبر هدفاً قصير الأجل لتجاهله عدة عناصر كتوقيت العائد والمخاطرة، أصبح الهدف الأساسي هو تعظيم قيمة المؤسسة، وهو هدف يصعب تحقيقه لارتباطه بمتغيرات كمية ونوعية، جزئية أو كلية، خارجية أو داخلية... إلخ، حيث تعتبر سياسة توزيع الأرباح من بين هذه المتغيرات.

تتمثل سياسة توزيع الأرباح في قرار المؤسسة بشأن المفاضلة بين توزيع الأرباح على الملاك وبين احتجازها بغرض إعادة استثمارها، وعادة ما تشير إلى نسبة الأرباح على الملاك التي سيتم توزيعها والواجب احتجازها، وتعتبر هذه السياسة من أهم القرارات الاستراتيجية التي تتخذها المؤسسة، حيث أن توزيع الأرباح يسمح بإعطاء إشارات مالية ترسل إلى السوق المالي، تترجم على أن المؤسسة تتمتع بصحة مالية جيدة، وبالتالي إقبال المستثمرين على شراء أسهمها مما يؤدي لزيادة القيمة السوقية للأسهم أي زيادة القيمة المؤسسة، كما نجد أن قرار توزيع الأرباح ليس دائماً في صالح الملاك، حيث أن القيام بالتوزيع يزيد من نسبة التمويل الخارجي، وبالتالي زيادة تكاليف الصفقات التي لها تأثير سلبي على القيمة السوقية للمؤسسة.

## الاشكالية

بناء على ما سبق يمكن معالجة الموضوع ضمن الاشكالية التالية:

### ما مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة مجمع صيدال SAIDAL ؟

لمعالجة الاشكالية ارتأينا تقسيم الاشكالية الرئيسية إلى مجموعة من التساؤلات الفرعية كما يلي:

- كيف يتم تحديد قيمة المؤسسة في اطار النظرية المالية ؟
- كيف يتم بناء سياسة مثلى لسياسة توزيع الأرباح ؟

## الفرضيات

- توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين نصيب السهم من الأرباح المحققة والقيمة السوقية لمجمع صيدال.
- توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين نصيب السهم من الأرباح الموزعة والقيمة السوقية لمجمع صيدال.

## أهمية الدراسة

- تكمن أهمية دراسة توزيع الأرباح في ارتباطها الوثيق بالهدف الأسمى الذي تسعى المؤسسة الاقتصادية إلى تحقيقه والمتمثل في تعظيم القيمة المؤسسة والذي جاءت به النظرية المالية المعاصرة.
- يعتبر موضوع تأثير سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة على قيمتها السوقية من المواضيع التي أصبحت حاليا تلقى اهتماما كبيرا بالنسبة للباحثين.
- مساهمة الدراسة في إثراء المكتبة الجامعية بالمراجع.

## أهداف الدراسة

تصبو الدراسة في تحقيق حملة من الأهداف من أهمها:

- محاولة فهم تأثير كل من قرار توزيع الأرباح واحتجازها على قيمة المؤسسة.
- إمكانية تطبيق النظريات المفسرة لتأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة على أرض الواقع.
- معرفة أي المتغيرات أكثر تفسيراً لقيمة المؤسسة.

## منهج وأدوات الدراسة

تم الاعتماد في هذا الموضوع على المنهج الوصفي وذلك من خلال تقديم الإطار النظري لقيمة المؤسسة وسياسة توزيع الأرباح، وتم استخدام المنهج التاريخي من خلال التطرق التاريخي لمجمع صيدال إضافة إلى المنهج التحليلي من خلال تفسير وجود تأثير لسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة وذلك بتحليل العلاقة الرياضية في الجانب النظري، أما الجانب التطبيقي فتم الاعتماد على المنهج الاحصائي- التحليلي من خلال جمع البيانات ومعالجتها بالاعتماد على البرنامج Eviews 10، ثم تقديم تحليل لمخرجات البرنامج.

أما عن أدوات الدراسة فتنتمثل في المراجع المكتبية من كتب والمذكرات ذات علاقة بالموضوع، وكذا المقالات على جانب الاطلاع على القوائم المالية وتقارير لجنة تنظيم ومراقبة البورصة (Cosob) والمعلومات المالية الخاصة بمجمع صيدال.

## حدود الدراسة

تشمل حدود الدراسة على ما يلي:

- الحدود الموضوعية: اهتمت هذه الدراسة بالمواضيع المرتبطة بسياسة توزيع الأرباح ومدى تأثيرها على قيمة المؤسسة.
- الحدود الزمنية: تغطي الدراسة فترة عشر سنوات من سنة 2014 إلى غاية 2020.
- الحدود المكانية: اعتمدت الدراسة النظرية على جمع المعلومات من مختلف المكتبات الجامعية ، أما الدراسة التطبيقية شملت مجمع صيدال باعتباره مؤسسة مدرجة في البورصة.

## أسباب اختيار الموضوع

هناك عدة أسباب دفعتنا لاختيار هذا الموضوع نذكر منها:

### الأسباب الذاتية:

- ملائمة الموضوع مع طبيعة التخصص.
- الرغبة الشخصية في دراسة الموضوع.

### الأسباب الموضوعية:

- تعتبر سياسة توزيع الأرباح محل اهتمام في الادارة المالية، و محاولة للإسهام في البحث القائم حول ترشيد هذه السياسة ثم تأثيرها على قيمة المؤسسة.
- السعي للتحكم في التقنيات والطرق القياسية والمالية.

## الدراسات السابقة

من الدراسات السابقة المرتبطة بموضوع البحث نذكر:

- دراسة صباح أسامة علي شراب(2006): "أثر الاعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية خلال الفترة 1997-2005"

توصلت الدراسة إلى أن هناك علاقة ذات دلالة احصائية بين كل من ربحية السهم الواحد، تاريخ الاعلان عن التوزيعات، توزيعات السهم الواحد، ربحية السهم المحتجزة وسعر السهم، وأن ربحية

السهم الواحد تؤثر على سعر السهم وحجم التداول، لكن الأرباح الموزعة في شكل نقدي أكثر تأثيراً، وربحية السهم تفوق في تأثيرها الأرباح غير العادية للسهم الواحد.

- دراسة علي بن الضبيعونان "دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة" \_دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة 2006\_2008، رسالة ماجستير في علوم التسيير، جامعة ورقلة، 2009:

حيث يهدف الباحث إلى الوقوف على القدرة التفسيرية للقرارات التمويلية على قيمة المؤسسة ومن ثم على أسعار أسهم الدول العربية، والتعمق في طرق التقييم المتعددة واختيار امكانية تطبيقها والوقوف على النقائص والصعوبات في ظل الاصلاحات المحاسبية الوطنية، وهذا من أجل اختبار الدراسة على عينة مكونة من 60 شركة مدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية في الفترة الممتدة بين 2006-2009، إضافة اختبار كفاءة سوق الكويت للأوراق المالية عند المستوى الضعيف لكل أسهم الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية، وكذا محاولة اختبار الوعي الاستثماري العربي من خلال مراعاة المؤشرات المردودية.

- دراسة عبد الوهاب دادن، حورية بديدة (2011): "تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة الشركات المدرجة في المؤشر CAC 40"، خلال فترة 2007-2009:

توصلت الدراسة الى أن هناك تأثير لسياسة التوزيعات النقدية على قيمة المؤسسة بينما لا توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين كل من إعادة شراء الأسهم وربحية السهم على قيمة المؤسسة، إضافة إلى عدم وجود تأثير للمحتوى المعلوماتي لهذه السياسة على قيمة المؤسسات المكونة للمؤشر CAC 40.

- دراسة عبد الكريم بوحادرة(2012)، " أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة - دور سياسة توزيع الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم":

تهدف هذه الدراسة إلى معرفة دور سياسة توزيع الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم وتوصلت هذه الدراسة إلى أن العلاقة الرابطة بين سياسة توزيعات والسعر السوقي للسهم قوية في مجملها. وهذا رغم اختلاف الميول إلى التوزيع والاحتجاز.

- دراسة وليد زيرام، "أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية: دراسة مقارنة بين السوق المالية السعودية والمغربية"، خلال الفترة 2003-2011، مذكرة ماجستير، جامعة سطيف، 2011-2012:

هدفت الدراسة لتحليل دور سياسة توزيع الأرباح في الحد من الاحتلالات الناجمة عم القرارات المالية وأثرها في تعظيم قيمة السوقية للمؤسسة من خلال السوق المالي السعودي والسوق المالي المغربي للفترة الممتدة 2003-2011، حيث توصلت إلى أن سياسة توزيع الأرباح تتمتع بتأثيرات كبيرة على القيمة السوقية للمؤسسة مما يجعلها تمتاز بحساسية عالية، لذا وجب التعامل معها بحذر من قبل الإدارة والمساهمين، كما توصلت نتائج الدراسة الى ضرورة الموازنة بين رغبة التوسع ورغبة الحفاظ على انتظام التوزيعات.

#### • دراسة les déterminants de la valeur, (2014) diunia kerzabi actionnariale

تشير نتائج هذه الدراسة إلى أن سياسة توزيع الأرباح هي أكثر أهمية من الربحية وحجم الشركة في خلق قيمة المساهمين، وذلك في المؤسسات المغربية والتونسية أما بالنسبة للمؤسسات الجزائرية هذه السياسة تؤثر سلبا على قيمة المساهمين، كما تظهر النتائج أيضا أن السياسة المالية تأثير إيجابي على قيمة المساهمين في المؤسسات الجزائرية ولكن ليس لها اي تأثير ايجابي على خلق القيمة في المغرب وتونس.

#### هيكل الدراسة

سعيًا منا لإنجاز الدراسة والاجابة على إشكالياتها، قمنا بتقسيمها على جانبين الجانب النظري وينطوي على فصلين، والجانب التطبيقي يضم فصل واحد وعليه يمكن استعراض هيكل البحث كما يلي:

الفصل الأول تحت عنوان الاطار النظري لقيمة المؤسسة الاقتصادية ويضم ثلاثة مباحث، في المبحث الاول تم التطرق لأساسيات حول قيمة المؤسسة، في حين خصص المبحث الثاني لدراسة الجوانب المختلفة في تحديد القيمة، وفي المبحث الثالث تم التطرق إلى طرق تحديد قيمة المؤسسة.

الفصل الثاني كان تحت عنوان الاطار المفاهيمي لسياسة توزيع الأرباح، ويضم ثلاثة مباحث، المبحث الأول تم التطرق لمفاهيم أساسية حول سياسة توزيع الأرباح، وتم تخصيص المبحث الثاني لنماذج سياسة توزيع الأرباح، أما المبحث الثالث فضم المقاربات النظرية لسياسة توزيع الأرباح .

وأخيرا الفصل الثالث قمنا فيه بدراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة مجمع صيدال، فقد تم تقسيمه إلى مبحثين، المبحث الأول خصص لتقديم عام لمجمع صيدال، في حين خصص المبحث الثاني لدراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة مجمع صيدال من خلال تحليل وتفسير نتائج الدراسة.

## صعوبات الدراسة

- ضيق فترة إعداد الدراسة؛
- نقص الإفصاح عن القوائم المالية للمؤسسات المدرجة في البورصة؛
- صعوبة الحصول على موافقة من أجل القيام بعمل ميداني.

## التعريفات الإجرائية

- **سياسة توزيع الأرباح:** تعني التصرف بالأرباح، وذلك بتحديد نسبة الربح الذي يتم توزيعه على المساهمين أو الإحتفاظ واحتجازه لإعادة استثماره بما يزيد أو ينقص من قيمة المؤسسة المستقبلية.
- **قيمة المؤسسة:** هي ذلك المبلغ النقدي العادل الذي خلصه خبير متخصص، حيث أن ذلك المبلغ يحظى بالقبول العام لدى مختلف الأطراف المعنية بها عند كل مرحلة من طلب قياسها الذي يعكس القيمة المعادلة لكافة موارد و إمكانيات المؤسسة المستقلة في تنظيمها القائم، وذلك من ظل مفهوم إستمرارية النشاط .

## الفصل الأول: الإطار النظري لقيمة

### المؤسسة الاقتصادية

المبحث الأول: أساسيات حول قيمة المؤسسة

المبحث الثاني: الجوانب المختلفة في تحديد لقيمة

المبحث الثالث: طرق تحديد قيمة المؤسسة

**تمهيد**

ترتكز النظرية المالية على جانبين مهمين هما: مالية المؤسسة ومالية الأسواق، حيث تنصب في دراستها على القيمة المرتبطة بالمؤسسة في إطار ما يعرف بقيمة المؤسسة.

تعتبر نظرية القيمة وليدة الانتقادات التي وجهت إلى الربح الذي كان الهدف الرئيسي للمؤسسة الاقتصادية وهذا ما أدى إلى ظهور هدف بديل وهو قيمة المؤسسة والذي يتحقق من خلال تنظيم القيمة المضافة السوقية.

وفي إطار هذه الدراسة تم تقسيم هذا الفصل إلى مباحث كالتالي:

**المبحث الأول: أساسيات حول القيمة المضافة**

**المبحث الثاني: الجوانب المختلفة في تحديد القيمة**

**المبحث الثالث: طرق تحديد قيمة المؤسسة**

## المبحث الأول: أساسيات حول قيمة المؤسسة

يحظى مفهوم القيمة باهتمام العديد من الباحثين كون العديد من القرارات المالية سواء الداخلية أو الخارجية منها، تبنى على أساس قيمة المؤسسة حيث تتخذ هذه الأخيرة عدة مفاهيم وأنواع مختلفة كما تتأثر القيمة السوقية للمؤسسة بمجموعة من المتغيرات تختلف حسب البيئة الخارجية والداخلية للمؤسسة.

وسنتطرق في هذا المبحث إلى مفهوم قيمة المؤسسة في المطلب الأول، أنواع القيم المختلفة في المطلب الثاني، أما المطلب الثالث فخصص للعوامل المؤثرة على قيمة المؤسسة.

## المطلب الأول: مفهوم قيمة المؤسسة

تعد القيمة من المفاهيم المعقدة وغير الواضحة على الساحة المالية وذلك كونها تتوقف على العديد من المفاهيم الداخلة في تحديدها ونذكر منها:

تعرف القيمة على أنها: "مبلغ يدفع مقابل أصل معين، أو حق في الحصول على عوائد مستقبلية من وراء استخدام هذا الأصل".<sup>1</sup>

إن قيمة الأصل هي "عبارة عن القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية التي سيتم الحصول عليها طيلة عمر الأصل وفي أغلب الأحيان، يمكن أن تطول الفترة الزمنية إلى ما لانهاية ولهذا فإن قيمة الأصل تحدد بخصم التدفقات النقدية بسعر خصم يتناسب مع مخاطر هذا الأصل".<sup>2</sup>

كما يمكن تعريفها على أنها: "إجمالي القيمة الإجمالية للملكية وممتلكات الحقوق التي تخص المؤسسة، وبالتالي القيمة هي المؤشر الأكثر شمولاً على كفاءة المؤسسة (الحالة المالية، المخاطر الحالية وتطويرها...)"<sup>3</sup>.  
تتمثل قيمة المؤسسة في: "ذلك المبلغ النقدي العادل الذي خلص إليه خبير متخصص، حيث أن ذلك المبلغ يحظى بالقبول العام لدى مختلف الأطراف المعنية بها عند كل مرحلة من طلب قياسها الذي يعكس قيمة المعادلة لكافة موارد وإمكانيات المؤسسة المستغلة في تنظيمها القائم وذلك في ظل مفهوم استمرارية النشاط".<sup>4</sup>

<sup>1</sup> طارق عبد العال حماد، التقييم وإعادة هيكلة الشركات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008، ص 11.

<sup>2</sup> فايزة سليم حداد، الإدارة المالية، الطبعة الثالثة، دار للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص 173.

<sup>3</sup> صابر العباسي، دور التسيير بالقيمة للضرائب في إتخاذ القرارات المالية للمؤسسة الاقتصادية، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015 - 2016، ص 03.

<sup>4</sup> هوارى سويسي، تقييم المؤسسة ودوره في إتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة دكتوراه، علوم تسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، ص 37.

## المطلب الثاني: أنواع القيم المختلفة

للقيم مفاهيم متعددة، نذكر منها:<sup>1</sup>

- ✓ القيمة السوقية
- ✓ القيمة الاستثمارية
- ✓ القيمة الدفترية
- ✓ القيمة الاستعمالية والتبادلية
- ✓ قيمة التصفية
- ✓ قيمة شهرة المحل
- ✓ القيمة المتبقية
- ✓ القيمة القابلة للتأمين
- ✓ قيمة الإحلال
- ❖ القيمة السوقية:

تعبر عن قيمة المؤسسة في السوق والتي من خلالها تسمح بانتقال الملكية من المشتري إلى البائع كما تعرف أيضا بالقيمة النقدية.

## ❖ القيمة الاستثمارية:

هي قيمة المنافع المستقبلية الناتجة من أصل ما بالنسبة لمشتري معين، والقيمة الاستثمارية يمكن أن تختلف اختلافا كبيرا من مشتري محتمل لآخر بسبب عدة أسباب وبعض العوامل التي يمكن أن تؤثر على تقدير مشتري معين للقيمة الاستثمارية وتتخلص في النقاط التالية:<sup>2</sup>

<sup>1</sup> عبد الكريم بوحادرة، أثر إختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة: دور سياسة توزيع الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم، مذكرة ماجيستر، تخصص إدارة مالية، علوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2012، ص 65.

<sup>2</sup> طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، ص 14.

❖ القيمة الدفترية:

تسمى أيضا بقيمة الحياة والبساطة هي التكلفة التاريخية لذلك الأصل ناقص الاهتلاك المتراكم وعن محاولة حساب القيمة الكلية للمؤسسة بهذه الطريقة يتم بطرح القيمة الدفترية للخصوم الفردية من مجموع القيم الدفترية لكل الأصول الفردية.<sup>1</sup>

❖ القيمة الاستعمالية والتبادلية:

القيمة الاستعمالية لأصل ما غير مرتبطة بملكته وإنما مرتبطو بكيانه التشغيلي، أما القيمة التبادلية فهي مرتبطة بالشيء المملوك وعادة ما تكون القيمة التبادلية أقل من القيمة الاستعمالية.<sup>2</sup>

❖ قيمة التصفية:

إن القيمة التصفية، ليست نوعا منفصلا من القيمة قائما بذاته ولكن طرفا يتم تقدير القيمة في ظله والوفاء بالتزاماتها.<sup>3</sup>

❖ قيمة شهرة المحل:

هي مجموعة الصفات غير قابلة للوزن أو القياس بدقة والتي يجذب العملاء إلى المؤسسة معينة، وهي في جوهرها توقع استمرار تفضيل العملاء وتشجيعهم لأي سبب من الأسباب.<sup>4</sup>

❖ القيمة المتبقية:

هي قيمة الأصل بعد اهتلاكه كليا أو محاسبيا ولكن لا يزال ذو فائدة أي يمكن الاستفادة منه والقيمة المتبقية تختلف عن قيمة الخردة التي يفترض أن الأصل لا فائدة من ورائه.<sup>5</sup>

❖ القيمة القابلة للتأمين:

يتم حساب وتحديد هذه القيمة عن طريق تقرير خبير التأمين في إطار التعاقد بين مؤسسات التأمين والزبون لتغطية من مخطر أو مخاطر مرتبطة بأصل معين.<sup>6</sup>

<sup>1</sup> ابن حمو عصمت محمد، طرق ومحددات تقييم المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية في ظل إستراتيجية الخصخصة، أطروحة الدكتوراه، علوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2016، ص 04.

<sup>2</sup> محمود المهدي غير، إستخدام مؤشرات تقييم الأداء المالية التقليدية والقيمة الاقتصادية لقياس التغير في القيمة السوقية للأسهم، مذكرة ماجيستر، المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية، غزة، 2014، ص 42.

<sup>3</sup> طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، ص 19.

<sup>4</sup> مرجع سبق ذكره، ص 15.

<sup>5</sup> محمد زريقي، أثر قرارات المالية على قيمة المؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماجيستر، علوم إقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2007 - 2008، ص 41.

<sup>6</sup> هواري سويسي، مرجع سبق ذكره، ص 55.

## ❖ قيمة الإحلال:

القيمة الاحلالية للأصل هي تكلفة امتلاك أصل جديد ومنفعة مساوية وتقدير التكلفة الاحلالية، بأخذ بعين الاعتبار الكيفية التي سيتم استبدال الأصل بمواد أحدث وتكنولوجيا متطورة. والقيمة الاحلالية ليست قيمة إعادة الإعادة الانتاج غالبا في تقييم الأصول المادية التي لا ينتج عنها دخل مباشر مثل: الأثاث والمعدات والتجهيزات.<sup>1</sup>

## المطلب الثالث: العوامل على قيمة المؤسسة

إن هدف تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة مرادف لتعظيم القيمة السوقية للأسهم أي تعظيم ثروة الملاك، حيث أن هذه القيمة تتأثر بمجموعة من المتغيرات تتباين حسب البيئة الخارجية والداخلية لها.

## أولاً: العوامل الخارجية:

تتمثل العوامل الخارجية للمؤسسة في المتغيرات الاقتصادية، السياسة المالية، السياسة النقدية وكفاءة السوق المالي.

## 1. المتغيرات الاقتصادية وقيمة المؤسسة

تتأثر قيمة المؤسسة بمجموعة من المتغيرات الاقتصادية وتتمثل في:

## أ. الناتج المحلي الخام PIB

يقصد به مجموع الناتج الاقتصادي الداخلي الجاري من السلع والخدمات النهائية مقيمة بسعر السوق خلال فترة زمنية معينة. ويعتبر الناتج المحلي الخام أحسن معيار لأداء الاقتصادي لبلد ما لأنه يعبر عن مقياس النمو الاقتصادي.<sup>2</sup>

## ب. معدل التضخم

يتمثل التضخم في الارتفاع المستمر والملموس في المستوى العام للأسعار، فارتفاع معدل التضخم غير المتوقع يترك أثراً سلبياً على أسعار الأسهم، وذلك لسببين إحداهما مباشر والآخر غير مباشر، فالأول يبرز من خلال الزيادة في معدل المردودية المطلوب لتغطية مخاطر التضخم، وبالتالي انخفاض القيمة السوقية لسهم، أما السبب غير المباشر مرجعه النظام الضريبي الذي تتم في ظلّه المحاسبة على أساس التكلفة التاريخية للأصول

<sup>1</sup> طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، ص 20.

<sup>2</sup> السعيد بريش، الاقتصاد الكلي، دار العلوم للنشر والتوزيع، الجزائر، 2007، ص 61 - 62.

بدلاً من تكلفة إحلالها، ففي فترات التضخم يتوقع أن يسفر ذلك عن انخفاض في القيمة الحقيقية لأرباح المؤسسة، وبالتالي انخفاض القيمة السوقية للأسهم.<sup>1</sup>

## 2. السياسة النقدية وقيمة المؤسسة

يقصد بالسياسة النقدية مجموعة الإجراءات التي تمارسها الدولة على المعروض من النقود والذي يتمثل في رصيد الودائع الجارية والودائع لأجل لدى البنوك التجارية إضافة إلى النقدية المحتفظ بها لدى الجمهور.

فلا يمكن للمؤسسة تمويل أصولها كلياً من أموال المساهمين، لذلك فهي تعتمد على مصادر أخرى للتمويل، ومن ثم فإن التغيير في السياسة النقدية من شأنه أن يؤثر على تكلفة التمويل، فمثلاً عند التشديد في منح الائتمان فإن ذلك سوف يزيد من تكلفة التمويل الذي يحمل إلى سعر الوحدة المباعة وبالتالي انخفاض الطلب، وهو ما يؤدي إلى انخفاض المبيعات ومنه الأرباح، كما أن اتباع سياسة نقدية صارمة على الائتمان

من خلال رفع معدل الفائدة يؤدي إلى طلب معدل مردودية مرتفع من طرف المستثمرين، حيث أنه يمكن الحصول على مردودية أكبر من خلال أدوات الدين وهذا ما قد ينعكس سلباً على القيمة السوقية للأسهم.<sup>2</sup>

## 3. السياسة المالية وقيمة المؤسسة

بالإضافة إلى السياسة النقدية للبنك المركزي، فإن السياسة المالية يمكن أن يكون لها تأثير هام على أسواق الأوراق المالية، وتشمل السياسة المالية إدارة الضرائب والانفاق الحكومي بواسطة الحكومة، وعلى غرار السياسة النقدية فإن السياسة المالية يمكن أن تستخدم في تحديد الأهداف الاقتصادية المتمثلة في تحقيق استقرار الاسعار والتوظيف الكامل والنمو الاقتصادي.

### أ. الضرائب:

ضرائب الدخل المفروضة على المؤسسات تقلل من أرباح المؤسسات وقدرتها على إجراء توزيعات أرباح على المساهمين، كذلك قدرتها على احتجاز الأرباح لزيادة معدلات النمو، أما الضرائب على دخول الأشخاص الطبيعيين فإنها تخفض الدخل القابل لتمصرف فيه، مما يخفض الطلب على السلع والخدمات، وكذلك المدخرات الممكن استثمارها في أصل ما، وتؤثر الضرائب أيضاً على الطلب على

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص 296.

<sup>2</sup> طارق عبد العال حماد، التحليل الفني الأساسي، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006، ص 93.

أوراق مالية معينة، فهناك سندات معفاة من ضريبة وكذلك شركات تتمتع بمعاملة ضريبية مميزة لكونها تنتمي إلى قطاع معين تهدف الدولة إلى تشجيعه وتستخدم تكنولوجيا وغير ذلك. وعليه فإن السياسات الضريبية قد تؤثر ليس فقط على مستوى أسعار الأوراق المالية، ولكن أيضا على الأسعار النسبية للأصول.<sup>1</sup>

#### ب. الإنفاق الحكومي

تستخدم الدولة في فترات الكساد عادة هذه الأداة لزيادة الطلب الاجمالي أو لتوجيه الاستثمار لقطاع معين او لمنطقة معينة عن طريق زيادة الانفاق الحكومي، مما يؤثر على قيمة المؤسسة فزيادة الانفاق الحكومي لقطاع معين يعني توجيه الاستثمار لذلك القطاع، ومنه زيادة الطلب على أسهم المؤسسات الناشطة في ذلك القطاع، وبالتالي زيادة القيمة السوقية للمؤسسة.

#### ج. سعر الصرف

يكتسي سعر الصرف في ظل العولمة أهمية بالغة بسبب حرية الانتقال لرؤوس الأموال، حيث ازدادت المخاطر بسبب الارتباط بين الاسواق المالية الدولية. فسر الصرف خطر لجميع المؤسسات بصفة عامة والمؤسسات في مجال التصدير والاستيراد بصفة خاصة، و المسير لا بد أن يسير هذا الخطر بمختلف التقنيات المتاحة في المحيط، ففي البيئة المالية التي تتميز بأسواق مالية متطورة يمكن اللجوء إلى العقود المستقبلية والخيارات لمواجهة هذا الخطر الذي يهدد بقاء المؤسسة، فهذه التغطية إذا كانت فعالة تسمح برفع القيمة السوقية للمؤسسة عن طريق تجنب الخسائر من جهة، أو المضاربة على أسعار الصرف ومنه تحقيق أرباح مما يؤدي إلى زيادة قيمة المؤسسة.<sup>2</sup>

#### 4. كفاءة سوق الاوراق المالية وقيمة المؤسسة:

يقصد بالسوق الكفاء ذلك السوق الذي يعكس فيه سعر السهم الذي تصدره مؤسسة ما كافة المعلومات المتاحة عنها، سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو في معلومات تبثها وسائل الإعلام، أو تمثلت في السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام والأسابيع والسنوات الماضية، أو في تحليلات أو تقارير عن آثار الحالة الاقتصادية العامة على أداء المؤسسة ، وغير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم، وبالتالي

<sup>1</sup> مرجع سبق ذكره، ص 99.

<sup>2</sup> علي بن صب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة، مذكرة ماجيستر، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، جامعة قاصدي مرياح، ورقلة، 2009، ص 46.

في ظل السوق الكفوءة تكون القيمة السوقية للسهم هي قيمة عادلة تعكس تماما القيمة الحقيقية التي يولد عائد يكفي لتعويض المستثمر، عما ينطوي عليه الإستثمار في ذلك السهم من المخاطر.<sup>1</sup>

وتتحقق الكفاءة في سوق الأوراق المالية وفق الخطوات التالية:

- أ. يفترض وجود سوق لرأس المال منظمة تضم عدد كبير من المتعاملين سواء كانوا مستثمرين أو مقترضين فكلما زاد عدد المستثمرين زادت درجة الكفاءة الهيكلية التي تعكس درجة المنافسة في السوق؛
- ب. يتوقع أن تصل نتائج تحليل المعلومات المنشورة من قبل مختلف مصادر المعلومات المالية إلى العملاء بسرعة فائقة وفي نفس الوقت تقريبا، مما يعني استجابة فورية تنعكس مباشرة على سعر الورقة المالية قيد التداول؛
- ت. فور وصول المعلومات الجديدة والتي هي بمثابة أنباء سارة أو غير سارة يعمل المستثمرون على تقدير قيمة الأصل سواء بالارتفاع أو الانخفاض، حيث لا يوجد فاصل زمني بين الوصول الى نتائج محددة بشأن القيمة الحقيقية للسهم وحصول كافة المستثمرين عليها؛
- ث. وحتى نقول أن السوق يتصف بالكفاءة فإنه يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية، وعلى وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه والتي من شأنها تغيير نظرتهم في المؤسسة المصدرة للسهم، حيث تتجه أسعار الأسهم صعودا وهبوطا وذلك تبعا لطبيعة الأنباء إذا كانت سارة أو غير سارة.<sup>2</sup>

### ثانيا: العوامل الداخلية

تتأثر قيمة المؤسسة بمجموعة من العوامل الداخلية، والتي يمكن القول عموما بأنه يمكن التحكم فيها وتمثل في:<sup>3</sup>

- ✓ ميكانيزمات الحوكمة
- ✓ تكلفة التمويل
- ✓ تكلفة الاستدانة

<sup>1</sup> صالح مفتاح، فريدة معارفي، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، مجلة الباحث، العدد السابع، جامعة ورقلة، 2010، ص 181 - 182.

<sup>2</sup> مرجع سبق ذكره، ص 185.

<sup>3</sup> يحي سعدي، لخضر أوصيف، دور المراجعة الداخلية في تفعيل حوكمة الشركات، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، العدد الخامس، جامعة الوادي، 2012، ص 184 - 185.

✓ سياسة توزيع الأرباح

### 1. ميكانيزمات الحوكمة وقيمة المؤسسة

جاء مفهوم حوكمة الشركات على ظهور نظرية الوكالة و ما تضمنته من تعارض في المصالح بين إدارة المؤسسات والمساهمين وأصحاب المصالح بصفة عامة، وهذا ما أدى إلى زيادة الاهتمام بإيجاد قوانين وقواعد تنظم العلاقة بين أطراف في المؤسسة.

فحوكمة الشركات تؤدي إلى زيادة قيمة المؤسسة وميل المستثمرين إلى دفع أسعار أعلى لأسهم المؤسسات التي تمتاز فيها الحوكمة بالفاعلية. كما أن انخفاض تكلفة رأس المال يترجم بانخفاض تكلفة الاقتصادية في البلد، بحيث تجعله منه بلدا أكثر جديبا للاستثمار.<sup>1</sup>

### 2. تكلفة التمويل وقيمة المؤسسة

ترجع أهمية تقدير هذه التكلفة إلى أنها تعتبر بمثابة الحد الأدنى للعائد المقبول على الاستثمار فالاستثمار الذي يتولد عنه عائد يعادل على الأقل تكلفة الأموال ينبغي رفضه إذ أن قبوله يترك أثرا سلبيا على ثروة الملاك، أي يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للأسهم العادية، وتتوقف التكلفة التمويل على نوعية المزيج الذي يتكون منه الهيكل المالي ونسبة كل عنصر فيه، فكلما انخفضت تكلفة التمويل كلما كان لذلك أثرا إيجابيا على قيمة المؤسسة، أي القيمة السوقية لأسهمها العادية وذلك مع بقاء العوامل الأخرى على حالها.<sup>2</sup>

### 3. تكلفة الاستدانة وقيمة المؤسسة

أحيانا تعطي الاستدانة لمؤسسة اثرا إيجابيا من حيث الرافعة المالية الموجبة، ومن حيث ارتفاع القيمة السوقية للمؤسسة بالقدر الذي تحققه من الوفرات الضريبية، ولكن بالمقابل زيادة الاستدانة تصل إلى حد معين ثم يبدأ هور مخاطر الافلاس مصطحبة معها تكاليف الافلاس، حيث تتضمن تكلفة الافلاس

<sup>1</sup>نعمة يحيوي، حكيمة بوسلمة، دور الحاكمية المؤسسية في تحسين الأداء المالي للشركات الملتقى الوطني حول حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري، جامعة بسكرة، يومي 07/06 ماي 2012، ص 13.

<sup>2</sup>عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أساسيات الإستثمار والتمويل، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2000، ص 427.

مجمل الخسائر وانخفاض الأرباح بسبب تدهور الكفاءة قبل إشهار إفلاسها، إضافة إلى ذلك انخفاض قيمة الأصول نتيجة تدهور قيمتها السوقية مقارنة بقيمتها الدفترية.<sup>1</sup>

وحرصا من الدائنين والمقترضين لحماية أنفسهم من خطر الإفلاس فإنهم يلجؤون من الوهلة الأولى إلى نقل تكاليف الإفلاس نحو المساهمين وذلك برفع معدل عوائد الاستثمار في سندات المؤسسة أو رفع فوائد القروض مند البداية مما يندر بارتفاع تكلفة الأموال، ولكن الإجراء الأول يجعل المساهمين يتحملون لوحدهم خطر الإفلاس مما يجعلهم يطالبون بمعدلات مرتفعة وبالتالي ارتفاع تكلفة الأموال. ويتجلى مما سبق وجود علاقة تأثيرية بين نسبة الاستدانة، حقوق الملكية ومعدل العائد الذي يطلبه المساهمون.

#### 4. سياسة توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة

تعد سياسة توزيع الأرباح من أبرز القرارات التي يتخذها المسير المالي و يعطيها أهمية خاصة بشأن المفاضلة بين توزيع الأرباح على المساهمين وبين احتجاز تلك الأرباح لغرض إعادة استثمارها في مشاريع مجدية، ولمعرفة وجود تأثير لهذا القرار على قيمة المؤسسة سنتطرق له لاحقا في الفصول القادمة.

#### المبحث الثاني: الجوانب المختلفة في تحديد القيمة

تم وضع عدة نماذج لتفسير توزيعات أرباح السهم في المؤسسة، حيث تطرقت هذه النماذج إلى أهم العوامل التي يمكن أن تكون لها علاقة مع توزيعات أرباح السهم، كما إعتمدت هذه النماذج على عدة فرضيات للوصول إلى نتائج أكثر واقعية ومن بين هذه النماذج نجد نموذج (Lintner,1956)، نموذج (Gordon,1962)، نموذج (Walter,1962)، نموذج (Kalay,1980).

#### المطلب الأول: المبادئ الأساسية في خلق القيمة

تتحدد قيمة أي أصل من خلال أربع مبادئ أساسية لايمكن تجاهلها، ويمكن أن يتم مراعاتها دون تخطيط مسبق لذلك، وتتمثل هذه المبادئ في:<sup>2</sup>

✓ مبدأ وجود البدائل

<sup>1</sup> عبد الغني دادن، قرار التمويل تحت تأثير تكلفة التمويل، مجلة الباحث، العدد السادس، جامعة ورقلة، 2008، ص 427.  
<sup>2</sup> بلال كيموش، التقييم الدوري للعناصر المادية ودوره في المحافظة على قيمة المؤسسة في ظل النظام المحاسبي المالي، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2010 - 2011، ص 46.

- ✓ مبدأ الإستبدال
- ✓ مبدأ الإخلال أو الإستبدال
- ✓ مبدأ المنافع المستقبلية

### 1- مبدأ وجود بدائل:

فالشخص يملك العديد من البدائل المتاحة أمامه، غير أن درجة الرغبة والإشباع تختلف بين هذه البدائل، وبعبارة أخرى ليس هناك طرف مجبر على الشراء من طرف بعينه، أو مجبر على البيع لطرف محدد، فأى طرف له حرية الإختيار والمفاضلة بين مختلف البدائل المتاحة.

### 2- مبدأ الإستبدال:

يقضي مبدأ الإستبدال بأن المشتري العاقل لا يدفع في ملك أو أصل مايزيد على تكلفة إستبداله بأخر يقوم بنفس الوظيفة، وأبسط مثال توضيحي لهذا المبدأ هو قيمة الأجهزة والمعدات المستعملة فالمشتري العاقل لا يدفع مقابل جهاز مستعمل أكثر مما يدفعه مقابل جهاز جديد يؤدي نفس الوظائف.

### 3- مبدأ الإخلال والإستبدال:

مفهوم الإستبدال هام للغاية بالنسبة لتقدير القيمة، فهو يقضي بأن قيمة الملك أو الأصل يتحدد بواسطة التكلفة التي سوف يتم تكبدها لإمتلاك بديل مرغوب بدرجة مساوية، فإذا كان على سبيل المثال بنكين متساويين في الحجم والموظفين والمكاسب... فإن الفطرة السليمة وعلم تقدير القيمة سوف يقودان لإستنتاج أن البنكين لهما قيمة متساوية أو نسبة متساوية لأنهما يمثلان بديلين مرغوبين بدرجة متساوية (وفي هذه الحالة هما بديلين متطابقين).

### 4- مبدأ المنافع المستقبلية:

يقضي مبدأ المنافع المستقبلية الذي يكتسب أهمية خاصة في إطار عملية الإدماج أو التملك بأن قيمة الملك أو الأصل تعكس المنافع الاقتصادية المستقبلية المتوقعة من إمتلاك ذلك الملك أو الأصل أو السيطرة عليه، ومن هذا المنظور فإن قيمة أي بنك أو مؤسسة أعمال تكون هي القيمة الحالية الصافية لكافة المنافع الاقتصادية المستقبلية المتحققة نتيجة لملكية ذلك البنك أو المنشأة.

**المطلب الثاني: مؤشرات خلق القيمة**

يمكن تصنيفها إلى أربعة مؤشرات ذات طبيعة محاسبية، مالية، مهجنة، بورصية.

**أولاً: المؤشرات ذات الطبيعة المحاسبية**

وتتمثل أهم المؤشرات في:<sup>1</sup>

**1- ربحية السهم الواحد (BPA/EPS)**

يتمثل هذا المؤشر في النتيجة الصافية للسهم الواحد ربح/خسارة لسنة معينة، وله أهمية بالغة بالرغم من النقائص التي تشوبه، ففي العادة يتم تقسيم النتيجة الصافية للدورة على عدد الأسهم لكن هناك إختلاف في التطبيقات، فبيما يخص المحاسبة في ظل المعايير المحاسبية الدولية IAS/IFRS حدد المعيار المحاسبي الدولي (IFRS33) مفهوم وكيفية حساب هذا المؤشر حيث يشترط عند حسابه طرح توزيعات الأسهم الممتازة، والثار المترتبة عن إصدارها من جهة وحسابه لنشاط الإستغلال وللنشاط الإجمالي من جهة أخرى، كما يجبر هذا المعيار المؤسسات المطبقة للمعايير المسعرة وغيرالمسعرة الإعلان عن ربحية السهم.

**2- معدلات المردودية (ROE/ROCE)**

تمثل المردودات الجيل الثاني من المؤشرات المحاسبية حيث أنها تعمل بمبدأ النسبية الذي يقيس الفعالية، وذلك بقيمة النتائج المحققة على الأصول المستخدمة أو الأموال المستثمرة، أما المردودية الاقتصادية فهي حاصل قسمة نتيجة الإستغلال بعد الضريبة النظرية على الأصل الاقتصادي، والمردودية المالية عبارة عن حاصل قسمة النتيجة الصافية على الأموال الخاصة. تستخدم المردودية المالية أو مردودية الأموال الخاصة بكثرة في المؤسسات المالية كالبنوك وشركات التأمين...إلخ.

**3- التدفق النقدي المتولد عن الإستثمار (CFROI)**

يحسب هذا المؤشر عن طريق قسمة الفائض الإجمالي للإستغلال على الأصل الاقتصادي بقيمة الإجمالية بالعلاقة التالية:

<sup>1</sup>علي بن الضب، مرجع سبق ذكره، ص ص 07 - 08.

EBE

$$CFROI = \frac{EBE}{I_{BRUIT} + BFR} \dots(1-1)$$

$I_{BRUIT} + BFR$

حيث: CFROI: التدفق النقدي النتولد عن الإستثمار؛

EBE: الفائض الإجمالي للإستغلال؛

$I_{BRUIT}$ : الأصول الثابتة الإجمالية؛

BFR: الإحتياج في رأس المال العامل.

ويستخدم هذا المؤشر عادة بالقطاعات التي بها إهتلاكات ومؤونات لاتترجم بالضرورة التدني الفعلي للأصول مثل قطاع الفنادق.

#### 4- الأموال الخاصة للسهم الواحد (CPPA):

يعطي هذا المؤشر صورة عن دمة المساهم، يسمى بالإنجليزية (PRICE TO BOOK RATIO)، وإستخدامه شبه إلى حد كبير إستخدام مضاعف السعر إلى العائد (PER) وله حالتان:

-مؤشر CPPA أكبر من الواحد، يعني المرودية المتوقعة للأموال الخاصة أكبر من المرودية المفروضة هناك إنشاء للقيمة؛

-المؤشر أقل من الواحد دليل على أن المرودية المتوقعة للأموال الخاصة أقل من المرودية المفروضة.

#### ثانيا: المؤشرات ذات الطبيعة المالية

وتتمثل في القيمة الحالية الصافية (VAN) ويعتبر هذا المؤشر الوحيد ذوالطبيعة المالية يقيس المرودية المستقبلية أخذ بعين الإعتبار تأثير الزمن على القيمة بإستخدام معدل التحيين.<sup>1</sup>

<sup>1</sup>إلياس بن ساسي، مداخلة بعنوان النمو ومفهوم خلق القيمة كمؤشر المالي والإستراتيجي للمؤسسة، المؤتمر العلمي الدولي حول الأداء المتميز للمنظمات والحكومات، جامعة ورقلة، الجزائر، 08 - 09 مارس، 2005، ص 347.

ثالثاً: المؤشرات ذات الطبيعة المهجنة ( محاسبية/مالية )

هذا النوع من المؤشرات يجمع بين النوعين السابقين، والمتمثلة أساساً في القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) ومعدل التدفق النقدي المتولد عن الإستثمار (CFROI)<sup>1</sup>:

**1- القيمة المضافة الاقتصادية أو الربح الاقتصادي (EVA/PE)**

تتمثل في الفرق بين المردودية الاقتصادية وتكلفة الموال مضروباً في الأصل الاقتصادي، حيث تقيس مدى إنشاء/تدمير القيمة من طرف المؤسسة خلال دورة واحدة، كما أنها تأخذ في الحسبان تكلفة الإستدانة وتكلفة الأموال الخاصة، ويحسب هذا المؤشر بالعلاقة التالية:

$$EVA = AE(Re - K) \dots (1-2)$$

حيث: EVA: القيمة المضافة الاقتصادية؛

AE: يمثل الأصل الاقتصادي؛

Re: المردودية الاقتصادية؛

K: تكلفة الأموال.

**2- معدل التدفق النقدي المتولد عن الإستثمار (CFROI)**

ويعرف على أنه متوسط معدلات المردودية الداخلية للإستثمارات الحالية للمؤسسة، وبعبارة أخرى هو معدل المردودية الداخلي الذي يحقق التوازن للأصل الاقتصادي للمؤسسة بالمبالغ الإجمالية والفائض الإجمالي للإستغلال بعد الضريبة، لفترة زمنية مساوية لمدة حياة الإلتزامات، ويمكن القول أن هذا المؤشر ساهم في خلق قيمة المؤسسة وذلك بعد حسابه من خلال مقارنته بالتكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال إذا كان CFROI أكبر من التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال فهناك خلق للقيمة، أما إذا كان CFROI أقل من تكلفة رأس المال فهناك تدمير للقيمة.

<sup>1</sup> عبد الغني دادان، قراءة في الأداء المالي والقيمة في المؤسسة الاقتصادية، مجلة الباحث، العدد 04، جامعة ورقلة، 2006، ص 42.

رابعاً: المؤشرات ذات الطبيعة البورصية

يتم تطبيق هذا المؤشر ذات الطبيعة البورصية كونها تشير إلى المؤشرات التي تتأثر بشدة الظروف البورصية، وتتمثل فيمايلي:

1- القيمة المضافة السوقية (MVA)

يتم تطبيق هذا المؤشر على مستوى المؤسسات المدرجة في البورصة، حيث يمكن إعتبار المؤسسة منشئة للقيمة إذا كان الفرق بين القيمة السوقية للأصل الاقتصادي ( الرسملة البورصية مضافا إليها قيمة الإستدانة الصافية ) وبين القيمة المحاسبية له موجب تماما يتم في معظم الحالات إقتراض وجود مساواة بين القيمة السوقية والمبلغ المحاسبي للإستدانة الصافية، أين تصبح القيمة المضافة السوقية عبارة عن الفرق بين الرسملة البورصية والمبلغ المحاسبي للأموال الخاصة، تحسب بالعلاقة التالية:<sup>1</sup>

$$MVA=CB - MCCP.....(1-3)$$

حيث: CB : الرسملة البورصية؛

MCCP : المبلغ المحاسبي للأموال الخاصة؛

MVA : القيمة المضافة السوقية.

لتفادي فرض المساواة بين القيمة والمبلغ المحاسبي للإستدانة الصافية، يتم عادة إستحداث القيمة المضافة السوقية بتكلفة رأس المال، وذلك حسب العلاقة التالية:<sup>2</sup>

$$MVA= \sum_{t=1}^n \frac{EVA}{(1+K)^t}.....(1-4)$$

حيث: MVA: القيمة المضافة السوقية؛

EVA : القيمة الاقتصادية المضافة؛

K: تكلفة الأموال.

2- عائد المساهم الكلي (Total Shareholder Return) TSR

يهدف هذا المؤشر إلى إعطاء صورة عن الداء التاريخي والحالي، بسبب أن القيمة السوقية ليست دائما ذات مدلول جيد خاصة في وقت الأزمات أي تكون الأسعار متذبذبة كثيرا حيث تكون تكلفة التمويل مرتفعة بسبب زيادة المخاطر.

<sup>1</sup> هوارى سويسى، مرجع سبق ذكره، ص ص 64 - 65.

<sup>2</sup> علي بن الضب، مرجع سبق ذكره، ص 10.

و TSR يقيس ويوضح ما تستطيع المؤسسة المسعرة في البورصة تحقيقه لمساهميها خلال فترة معينة، وبالتالي فإن القيمة في السوق تتمثل في سعر شراء السهم زائد المتوقع من التوزيعات الخاصة أو الأرباح والقيمة المضافة خارج المبيعات.<sup>1</sup>

لإعطاء المؤشر المعنوية أكثر يستحسن حسابه على فترات طويلة من 5-10 سنوات كمتوسط حسابي، حيث يخفض التغيرات السعرية الشاردة ويحسب بالعلاقة التالية:

$$TSR = \frac{P_0 + D + P_1}{Div_0} \dots (1-5)$$

حيث:  $P_0$ : سعر السهم السوقي في بداية المدة؛

$D$ : التوزيعات؛

$P_1$ : سعر السهم السوقي في نهاية المدة.

### المطلب الثالث: مداخل تحديد القيمة

هناك ثلاث مداخل رئيسية يتضمن كل مدخل العديد من البدائل وتشمل مايلي:<sup>2</sup>

1- مدخل التكلفة في تحديد القيمة.

2- مدخل السوق في تحديد القيمة.

3- مدخل الدخل في تحديد القيمة.

### أولاً: مدخل التكلفة في تحديد القيمة

يعتمد مدخل التكلفة في تقييم وتحديد النتائج وتصوير المراكز المالية للمؤسسات على أساس التكاليف التي يتم إنفاقها للحصول على الأصل، وذلك بتكلفة الحياة لشراء العناصر المحصل عليها من خارج المؤسسة، وتكلفة الإنتاج للعناصر المنتجة بواسطة إمكانيات المؤسسة، ويستخدم هذا المدخل بشكل واسع في عمليات تقييم الأصول المادية الثابتة، والمشكل بالنسبة لهذا المدخل هو وجود العديد من المفاهيم لتكلفة الاستبدال (تكلفة

<sup>1</sup> بركة السعيد، مسعي سمير، مداخل بعنوان تقييم المنشأة الاقتصادية: مدخل القيمة الاقتصادية المضافة EVA، الملتقى الدولي حول صنع القرار في المؤسسة الاقتصادية، جامعة محمد بوضياف، الجزائر، أبريل 2009، ص 19.

<sup>2</sup> هوارى سويسي، مرجع سبق ذكره، ص 23.

إستبدال الأصول المستخدمة، تكلفة إعادة إنتاج الأصول المماثلة، تكلفة الأصول الجديدة )، فكل مفهوم لتكلفة الإستبدال يعطينا قيمة الأصل تختلف عن القيمة المحصل عليها وفق المفاهيم الأخرى.

### ثانيا: مدخل السوق في تحديد القيمة

يقوم هذا المخل على مقارنة الأصل موضوع التقييم بالأصول المماثلة له في السوق مع إجراء التعديلات المناسبة، وهناك مفهوم آخر لهذا المدخل، وهو تقدير القيمة التي يمكن تحصيلها من التصرف في الأصل بالبيع وحاليا، أي تقدير صافي للقيمة البيعية، ويعتبر هذا المدخل سهلا نوعا ما لكن يتطلب سوقا نشطا للأصل والأصول المماثلة له معلومات مفصلة عن مختلف الأصول.

الميزة الأساسية لهذا المدخل ممثلة في كونه يعتمد على بيانات فعلية إلى جانب السهولة النسبية في تطبيقه، والملاحظ عدم إعماده على تنبؤات وإفترضات، إلا أنه في الواقع لايعتبرالحصول على المعلومات بالأمر الهين مما قد يمنع إجراء المقارنة وبالتالي التقييم هذا من جهة، ومن جهة أخرى يعاب عليه كذلك عدم أخذه بعين الإعتبار لفرضيات مهمة كالنمو المتوقع في المبيعات وأيرادات المؤسسة.<sup>1</sup>

### ثالثا: مدخل الدخل في تحديد القيمة

يقوم هذا المدخل على مبدأ مفاده أن قيمة الأصل تعادل القيمة الصافية للمنافع الاقتصادية المنتظرة منه، أي أن قيمة الأصل تتوقف على الخدمات المتوقعة منه مستقبلا، ويرتكز هذا المدخل على أداء الأصل، أي قدرته على ذر الأرباح في المستقبل، سواء منفردا أو بالتضافر مع باقي الأصول المادية المعنوية، ويتميز هذا المدخل عن سابقه بإعماده على المستقبل، لكن هناك صعوبات في تطبيقه لأنه يتطلب تقدير المنافع الاقتصادية المستقبلية المتوقعة من الأصل، تقدير معدل الخصم والفترة التي يمكن إستخدام الأصل فيها مع مراعاة عدم تأكد المستقبل، كما توجد العديد من المفاهيم للمنافع الاقتصادية ( الربح التشغيلي أو الصافي، التدفقات النقدية... إلخ) والعديد من المفاهيم لمعدل الخصم ( تكلفة الإقتراض، الأموال الخاصة، التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال).

وتعتبر الطرق المعتمدة على المدخل الأكثر قبولا وتوافقا مع المنطق المالي، الذي يعرف الصل من خلال التدفقات النقدية المتوقعة منه في المستقبل.

<sup>1</sup> طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، ص ص 161-163.

ومن بين أهم الطرق التي تتطوي ضمن هذا المنهج يمكن ذكر طريقة التدفق النقدي المخصوم (DCF)، طريقة التدفق النقدي المرسل (CCF) (إيرادات الفترة الواحدة، نموذج خصم أرباح الأسهم، نموذج جوردن)، طريقة التدفق النقدي الزائد (ECF)، إضافة إلى طريقة الإيرادات الزائدة.

### المبحث الثالث: طرق تحديد قيمة المؤسسة

هناك طرق متعددة لتحديد قيمة المؤسسة تختلف باختلاف المبادئ التي تركز عليها، فنجد منها ما يهتم بتقديم أصول المؤسسة والتزاماتها، أو ما يعرف بطرق الذمة المالية، ومنها ما يهتم بتقدير التدفقات المستقبلية للأرباح، وتوزيعات الأرباح والتدفقات النقدية وهي ما تعرف بطرق المردودية، بالإضافة إلى الطرق المختلطة التي تجتمع بين الطريقتين السابقتين.

وعليه يمكن تصنيف طرق تحديد قيمة المؤسسة إلى ثلاث طرق أساسية هي:

- ❖ طرق الذمة المالية
- ❖ طرق المردودية
- ❖ الطرق المختلطة

#### المطلب الأول: طرق الذمة المالية

تمثل مقارنة الذمة المالية أهمية قصوى في مجال التقييم، حيث من خلالها يمكن التعرف على قيمة المؤسسة محل التقييم التي يعود إليها المهتمين بالمؤسسة، فبالرغم من اعتمادها على ماضي المؤسسة وحاضرها إلا أنه لا نستطيع الاستغناء عنها.<sup>1</sup>

فالغرض من تقييم على أساس الذمة المالية للمؤسسة، هو إعطاءها قيمة إجمالية، وفي منظور الاستمرارية في نشاطها، بالإضافة إلى إعطاءها تقييم موضوعي مستقل عن التوقعات والتنبؤات مع العلم أن المؤسسة تسعى دائما من خلال نشاطها إلى تحقيق أهداف عديدة وضرورية انطلاقا من الميزانية وتقدمها، تظهر مالها وما عليها خلل كل دورة إنتاجية، وبالتالي تحيدي المركز المالي للمؤسسة في تاريخ معين.<sup>2</sup>

سنتناول مختلف طرق التقييم وفق الذمة المالية والتي تشمل كل من:

<sup>1</sup> طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، ص 25-26.

<sup>2</sup> صفية بوزار، إشكالية تقييم المؤسسات بغرض الخصوصية، أطروحة دكتوراه، العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، 2014، 275.

✓ طريقة الأصل المحاسبي

✓ طريقة الاصل المحاسبي الصافي المصحح

✓ القيمة الجوهرية

✓ الاموال الدائمة الضرورية للاستغلال

### 1. طريقة الاصل المحاسبي الصافي(ANC):

تعتمد هذه الطريقة في التقييم على القيم الدفترية لكل من الأصول والخصوم المستحقة (الديون)، حيث تسمح الميزانية المحاسبية بتقدير قيمة المؤسسة من خلال حساب اصلها الصافي، علما أن هذه الأخيرة يعبر ببساطة عن الذمة والتي هي عبارة عن الفرق بين المجموع الأصول ومجموع الديون للمؤسسة، ويحسب الأصل المحاسبي الصافي بالعلاقات التالية:<sup>1</sup>

$$\text{الأصل الصافي} = \text{الأصل المادي} - \text{مجموع الديون} \dots (1-6)$$

ويحسب أيضا بالعلاقة التالية:

$$\text{الأصل الصافي} = \text{رأس المال الاجتماعي} + \text{الاحتياطات} + \text{النتيجة بعد التوزيع} \dots (1-7)$$

وأیضا:

$$\text{الأصل الصافي} = \text{الاموال الخاصة} - \text{التوزيعات المدفوعة} \dots (1-8)$$

تعتبر هذه الطريقة مناسبة في تحديد قيمة المؤسسات حديثة النشأة (من 3 سنوات إلى 5 سنوات) وكذلك المؤسسات التي لا تملك الكثير من الأصول الثابتة، إلا أنها تعرضت إلى مجموعة من الانتقادات أهمها:

- أنها لا تأخذ بعين الاعتبار التغيرات الاقتصادية مثل: التضخم والتقدم
- أهمية بعض عناصر الاصول في نشاط المؤسسة التي تم اهلاكها بالكامل والتي لا تزال تستغلها بشكل عادي.

### 2. طريقة الأصل المحاسبي الصافي المصحح (ANCC):

يعرف انطلاقا من الميزانية المحاسبية وهو يمثل الفرق بين الأصول المحاسبية الإجمالية والديون مع طرح المصاريف الاعدادية.

$$\text{الأصول المحاسبية المالية المصححة} = \text{مجموع الأصول المحاسبية} - (\text{المصاريف الاعدادية} + \text{مجموع}$$

الديون).....(1-9)

<sup>1</sup>Mondher Bellalah, **Gestion financière**, 2<sup>ème</sup> edition, Economica,Pris ,2014 , p87.

هذه الطريقة سهلة الحساب وتعطينا فكرة على قيمة المؤسسة ولكنها غير فعالة في عملية تقييم المؤسسة، لأنها لا تترجم قيمتها الحقيقية أي أنها لا تأخذ بعين الاعتبار انخفاض قيمة النقود، التقدم التكنولوجي، التضخم، فهي تعتمد على المعلومات تاريخية غير خاضعة للتصحيات وعمليات إعادة التقييم.<sup>1</sup>

### 3. القيمة الجوهرية:

القيمة الجوهرية عبارة عن مفهوم جديد أدخل من طرف الخبراء الألمان في حوالي سنة 1960، تم استدركه الخبراء المحاسبين الأمريكيين، وتعرف على أنها قيمة الاستمرار المقدر على أساس قيمة الاستبدال الحقيقية للأصول المكونة للذمة المالية للمؤسسة.<sup>2</sup>

ويمكن حساب القيمة الجوهرية انطلاقا من الأصول المعاد تقييمها من منظور الاستمرارية كما يلي:<sup>3</sup>  
القيمة الجوهرية = الأصول الاجمالية المعاد تقييمها من منظور الاستمرارية + المصاريف الاستثمارية  
الضرورية للاستغلال غير المملوكة + مصاريف الاستثمار الضرورية بتكملة وتجديد الحفاظ على المعدات -  
العناصر المملوكة غير الضرورية للاستغلال.....(10-1)

وظهرت تقييمات جديدة للقيمة الجوهرية من طرف بعض الخبراء خاصة المنتمون للملكية الوطنية البلجيكية للخبراء المحاسبين على النحو الآتي:<sup>4</sup>

#### أ\_ القيمة الجوهرية المنخفضة

تساوي إلى القيمة الجوهرية الاجمالية مطروحا منها الديون بدون فوائد أي أن:

القيمة الجوهرية المنخفضة = القيمة الجوهرية الاجمالية - الديون بدون فوائد.....(11-1)

#### ب\_ القيمة الجوهرية الصافية

تساوي إلى القيمة الاجمالية مطروحا منها مجموع الديون أي أن:

القيمة الجوهرية الصافية = القيمة الجوهرية الاجمالية - مجموع الديون.....(12-1)

<sup>1</sup> غنية الجوزي، أهمية اعتماد البورصة كوسيلة تقييم مردودية المؤسسة وتمويل تطويرها، مذكرة ماجيستر غير منشورة، جامعة الجزائر، الجزائر، 2011-2012، ص 78.

<sup>2</sup> Jean Brillman & Chaude Marie, Manuel d'évaluation des entreprise, les Editions d'organization, Paris, 1990, P 105.

<sup>3</sup> هواري سويسي، مرجع سبق ذكره، ص 68.

<sup>4</sup> بلخير بكاري، مرجع سبق ذكره، ص 78.

#### 4. الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال:

تقوم هذه الطريقة على اعطاء قيمة إجمالية للمؤسسة بمعنى قيمة الأموال الخاصة والديون المالية، لأن الهدف هو تحديد الموارد المستقرة الضرورية للاستغلال فإذا رغبتنا في إيجاد قيمة الأموال الخاصة يجب فصل الأصول الضرورية الممولة عند الشراء عن الممولة للأصل الاقتصادي.<sup>1</sup> تأخذ هذه الطريقة بعين الاعتبار كل الاموال الضرورية للاستغلال بالمؤسسة لتغطية الاحتياج في دورتي الاستثمار والاستغلال، فهي بذلك تمثل مبلغ الاموال طويلة الأجل الضرورية لتوظيف العادي للمؤسسة. وتعطى قيمة الاموال الدائمة الضرورية للاستغلال بالعلاقة التالية:

الأموال الضرورية للاستغلال = الأصول الضرورية للاستغلال + الاحتياج في راس المال العام.....(1)

(13)

وتحسب القيمة المؤسسة وفق هذه الطريقة بالعلاقة التالية:<sup>2</sup>

$$Ve = ANCC + (CB - K * CPNE) \frac{1 - (1+i)^{-n}}{i} \dots (1-14)$$

حيث:

CPNE = الاموال الدائمة الضرورية للاستغلال.

#### المطلب الثاني: طرق المردودية

تعتمد هذه الطريقة في تحديدها لقيمة المؤسسة على رسملة متوسط الربح المتوقع بمعدل استحداث معين، وهي تعتبر من الطرق الأكثر استعمالا من طرف الخبراء وتضم هذه الطريقة الطرق المعتمدة على:

✓ طريقة التدفق النقدي المتاح

✓ الطرق المتمركزة على توزيعات الارباح

✓ الطرق المتمركزة على الأرباح

<sup>1</sup> عبد الناصر الرواجي، أهمية التقييم المؤسسات الجزائرية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد السادس، جامعة فرحات عباس، سطيف 2000، ص 179

<sup>2</sup> صفية بوزار، مرجع سبق ذكره، ص 280.

## 1. طريقة التدفق النقدي المتاح (DCF)

التدفق النقدي المتاح يعبر عن تدفقات السيولة الصافية المحققة فعلا من النشاط العادي للمؤسسة (الاستغلال)، وبالتالي يضيف للإيرادات والمصاريف مستقاة من جدول حسابات النتائج الممثلة للتدفق النقدي الكلاسيكي (القدرة على التمويل الذاتي)، عناصر أخرى مستقاة من الميزانية والمتمثلة في تغيير احتياج رأس المال العام للعامل بالإضافة إلى العمليات المتعلقة بالاستثمارات وكذلك بغية الوصول إلى تدفقات السيولة المتاحة للمؤسسة، بحسب التدفق النقدي المتاح مستقبلا عن طرق التمويل، لذا تستبعد من حسابه المصاريف المالية كما لا تأخذ في حسابه إلا التدفقات السيولة الناتجة عن دورة الاستغلال، بحيث عند القيام باستحداثها (التدفقات المتوقعة) تحصل على قيمة الأصل الاقتصادي الضروري للحصول على نتيجة الاستغلال.<sup>1</sup>

ويمكن حساب تدفق النقدي المتاح حسب المعادلة التالية:<sup>2</sup>

التدفق النقدي المتاح = نتيجة الاستغلال بعد الضريبة + مخصصات الاهتلاكات - التغيير في احتياج رأس المال العامل + التنازل عن الاصول - الاستثمارات..... (1-15)

بعد تحديد العناصر المكونة للتدفق النقدي المتاح يتم تشكيل سلسلة من التدفقات النقدية المقدره لعدد من السنوات ثم القيام باستخدامها بمعدل استحداث معين، وذلك على النحو التالي:<sup>3</sup>

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{F_t}{(1+K)^k} + \frac{V_{Rn}}{(1+K)^k} \dots (1-16)$$

حيث:

V: القيمة الحالية للتدفقات المستقبلية

F<sub>t</sub>: التدفق النقدي المقدر المتاح

V<sub>Rn</sub>: القيمة الباقية للمؤسسة في نهاية المدة

<sup>1</sup> هواري سويسي، مرجع سبق ذكره، ص 94.

<sup>2</sup> Jean Baneau, et al, **gestion financière**, 15<sup>ème</sup> edition, DUNOD, Paris, 2006, p316.

<sup>3</sup> عبد القادر ديون، هواري سويسي، أهمية قياس قيمة الأصول المعنوية في ظل إقتصاد المعرفة، المؤتمر العلمي حول الأداء المتميز للمنظمات والحكومات، جامعة ورقلة، يومي 08 - 09 مارس 2005، ص 460.

n: الفترة المأخوذة لحساب التدفقات

K: معدل الاستثمار

## 2. الطرق المرتكزة على توزيعات الأرباح

تتمثل قيمة المؤسسة في مجموع قيم الأسهم فهي تهدف إلى تحديد قيمة السهم أخذا بعين الاعتبار توزيعات الأرباح المتوقعة وسعر إعادة التنازل عن هذا السهم في المستقبل. ويمكن حساب قيمة المؤسسة كمايلي: <sup>1</sup>

$$V_e = \sum_{i=1}^n \frac{D_i}{(1+t)^i} + \frac{V_n}{(1+k)^n} \dots (1 - 17)$$

حيث:

$V_e$ : قيمة المؤسسة؛

$\sum_{i=1}^n \frac{D_i}{(1+t)^i}$ : القيمة الحالية للتوزيعات المتوقع الحصول عليها خلال الفترة ؛

$\frac{V_n}{(1+k)^n}$ : القيمة الحالية لسعر إعادة التنازل عن السهم.

هناك ثلاث طرق يمكن من خلالها معالجة قيمة السهم من بينها ما يلي:

### أولاً: نموذج جوردن شابيرو (Gordon shapiro)

يسمح هذا النموذج بتحديد قيمة المؤسسة من خلال التوزيعات المستقبلية المحينة إلى ما لا نهاية، ويمكن صياغة قيمة المؤسسة من خلال العلاقة التالية:

$$V_e = \frac{Div_1}{K} \dots (1 - 18)$$

حيث:

$V_e$ : قيمة المؤسسة؛

$Div_1$ : التوزيعات الجارية؛

K: معدل الاستحداث (الخصم)؛

<sup>1</sup>نادية عيساوي، تقييم المؤسسة في إطار الخصوصية، مذكرة ماجستير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2004 - 2005، ص 87.

وبما أن نشاط المؤسسة ينمو بمعدل ثابت، فإن التوزيعات على المساهمين لا تساوي مجموع أرباح المؤسسة و إنما الجزء الموزع منها فقط، حيث تحسب قيمة المؤسسة بالعلاقة التالية:

$$Ve = \frac{Div_1}{K-g} \dots (1-19)$$

حيث:

g: تمثل معدل نمو الأرباح

ثانيا: نموذج بات (Bate)

يعتمد هذا النموذج على استحداث التدفقات النقدية المتاحة المستقبلية وهز اعتمادا لنموذج Gordon shapiro لكنه يقدم مفهوم جد واقعي كونه يأخذ في الحسبان الأرباح المستقبلية والتوزيعات ومعدل نموها، يستعمل هذا النموذج بالتقييم من المنظور المقارن، حيث يرى صاحب النموذج Bate أن مضاعف PER للمؤسسة لا يختلف عن ذلك الخاص بالقطاع (PERnsociete = PERnsecteur)، لكن المؤشر يرجع PER بمعدل التوزيعات الجارية.<sup>1</sup>

ويحسب هذا النموذج بالعلاقة التالية:<sup>2</sup>

$$PER_0 = \frac{d(1+g)}{(g-k)} \times (H^n - 1) + PER_n \times H^n \dots (1-20)$$

حيث:

PER<sub>0</sub>: مضاعف الربحية الابتدائي؛

PER<sub>n</sub>: مضاعف الربحية النهائي؛

g: معدل نمو الأرباح؛

K: عدد السنوات؛

N: معدل توزيعات الأرباح.

<sup>1</sup> علي بن ضب، مرجع سبق ذكره، ص 27.

<sup>2</sup> Mondher cherif, **Techniquemoderne d'évaluation des Enterpre**, Edition marketing , PARIS , 2007,

ثالثاً: نموذج هولت

يرتكز هذا النموذج على نفس مبدأ نموذج Bate، حيث يسمح بتوضيح العلاقة بين سعر النسبة على العائد ومعدل نمو الأرباح والفترة اللازمة لتحقيق هذا النمو.

ويمكن حساب النسبة بين per للمؤسسة و per للسوق بالعلاقة التالية:<sup>1</sup>

$$\frac{P_{ER_0}}{PER_0 M} = \left( \frac{(1 + g) + \frac{Div}{c_0}}{1 + gM + \frac{DivM}{C_0 M}} \right)^n \dots (1 - 21)$$

حيث:

$\frac{Div}{c_0}$ : عائد السهم

$\frac{DivM}{C_0 M}$ : السوق في السهم

$gM$ : معدل نمو السهم في السوق؛

$g$ : معدل نمو السهم؛

$n$ : عدد السنوات.

3. الطرق المرتكزة على الأرباح

ترتكز هذه الطريقة بالدرجة الأولى على الأرباح المحققة، حيث يتم الحصول على قيمة المؤسسة بحساب قيمة الحالية للأرباح المتوقعة الحصول عليها مستقبلياً ولمعالجة قيمة المؤسسة باعتماد على الأرباح تم تصنيف طرق التقييم إلى ثلاث طرق هي:

<sup>1</sup>Jacques Teulie & Patrick Topsaclian, **Finance**, 4<sup>ème</sup> édition , Edition Vuibert, Paris, 2005 ,P 641.

أولاً: رسملة الأرباح

يتم تحديد قيمة المؤسسة وفق هذه الطريقة بحساب القيمة الحالية للأرباح المتوقع الحصول عليها في المستقبل إلى ملا نهاية، كما يأخذ بعين الاعتبار في حسابه قيمة المؤسسة نسبة إلى العائد ويمكن حساب قيمة المؤسسة بالعلاقة التالية:<sup>1</sup>

$$Ve = B \times \frac{1}{t} \dots (1-22)$$

حيث:

Ve: قيمة المؤسسة؛

B: الربح المتوقع أن تفرزها المؤسسة إلى ملا نهاية؛

t: معدل الرسملة؛

1 t: معامل الرسملة؛

وإذا عوضنا معامل الرسملة  $1_t$  بمعامل الرسملة التالي نسبة السعر إلى ربح الذي قد يخضع القطاع التي تنتمي إليه المؤسسة أو مؤسسات مماثلة مدرجة في البورصة ، فتصبح قيمة المؤسسة معطاة على الشكل التالي:<sup>2</sup>

$$VE = B \times PER \dots (1-23)$$

ثانياً: القيمة الحالية للأرباح

تتفق طريقة تحيين الأرباح مع طريقة الرسملة من حيث المبدأ، حيث نحصل على قيمة المؤسسة بحساب القيمة الحالية للأرباح المتوقع أن تفرزها المؤسسة في المستقبل مع الأخذ بعين الاعتبار عامل الزمن وعليه يتم تحديد قيمة المؤسسة وفقاً للعلاقة التالية:

$$VE = \sum_{i=1}^n \frac{Bi}{(1+t)^n} \dots (1-24)$$

VE: قيمة المؤسسة؛

Bi: الأرباح المتوقعة تحصيلها سنويا وهي مختلفة من سنة لأخرى؛

<sup>1</sup> Jean Bateau, et al, opcit, P319 .

<sup>2</sup>نادية العساوي، مرجع سبق ذكره ص 84.

t: معدل التحيين؛

n: الفترة التي يفترض أن يتحقق خلالها التدفق.

فإذا افترضنا أن الأرباح ستبقى ثابتة طيلة فترة التوقع، نحصل على قيمة المؤسسة وفقاً للعلاقة التالية:

$$VE = \frac{B.(1+t)^n - 1}{t(1+t)^n} \dots (1 - 25)$$

حيث:

B: الربح المتوقع الذي نتوقع أن تفرزه المؤسسة وهو ثابت مهما كان n

ثالثاً : فترة الاستيراد

تتمثل فترة الاستيراد في عدد السنوات اللازمة للمستثمر لكي يتساوى سعر سهمه مع القيمة الحالية للأرباح المستقبلية، هذه الطريقة مشتقة من طريقة فترة الاسترداد المستحقة في تقييم المشاريع.<sup>1</sup>

تحسب فترة الاسترداد بالعلاقة التالية:<sup>2</sup>

$$Dr = \frac{\log \left[ PER \left( \frac{g-K}{1+K} \right) \right] + 1}{\log \left( \frac{1+g}{1+K} \right)} \dots (1 - 26)$$

حيث:

DR: فترة الاسترداد؛

PER: مضاعفات السعر على العائد؛

g: معدل النمو؛

K: معدل الخصم؛

<sup>1</sup> جمال قدام، تمويل المؤسسات الاقتصادية: دراسة تحليلية لأثر التمويل المباشر على قيمة المؤسسة، مذكرة ماجستير، علوم التسيير، جامعة جيجل، 2006-2007، ص 65.

<sup>2</sup>Pierre Vernimmen , finance d'entrepris, 3<sup>ème</sup> Edition , Dalloz , Paris , 1989, p81.

## المطلب الثالث: الطرق المختلطة

تقوم هذه الطرق على الجمع بين طرق الذمة المالية (الطرق الساكنة) والطرق الديناميكية المرتكزة على المردودية، وتعتبر هذه الطرق أن المؤسسة لديها قيمة قاعدية تسمح بالحصول على مردودية عادية (قيمة الذمة المالية)، والتي يمكن علاوة على ذلك الاستفادة من ريع اقتصادي (قيمة ديناميكية)، هذه الأخيرة يتم حسابها من خلال فائض القيمة إضافة إلى الطرق البورصة التي تسمح بإجراء المقارنة بين المؤسسات من خلال المضاعفات.

يهتم المدخل الديناميكي في التقييم عبر طرقه المختلفة بالمردودية الحالية والمستقبلية الممكن تحقيقها في المؤسسة، والتي عادة ما تأخذ شكل: أرباح، توزيعات، أو تدفق نقدي. وأهم ما يميز طرق التقييم بشكل العام البساطة، وينظر إلى المبدأ الذي تقوم عليه هذه الطرق، نلاحظ أنها تركز بشكل أساسي على مقدرة المؤسسة على إفراز المردودية مهمة بتلك الوسائل المادية والمعنوية التي سخرت داخلها لتحقيق هذه المردودية.

## 1. الطرق المرتكزة على فائض القيمة (Good will)

مصطلح (Good will) هو مصطلح معروف كثيرا مع المالية، حيث استعمل لفترة طويلة كأدلة مفضلة لتصحيح قيم الذمة المالية من أجل الأخذ في الحساب المردودية الاقتصادية المحققة من طرف المؤسسة، خصوصا مقارنة مع تكلفة الوسيطية المرجحة لرأس المال ومن تم يتم تقييم رأس المال المعنوي للمؤسسة.<sup>1</sup>

ولتقييم طريقة فائض القيمة (Good will) يمكن حسابه وفق الطريقتين هما:

## أولاً: الطرق غير مباشرة

توجد طريقة واحدة حسب هذا المدخل والتي تسمى بطريقة الممارسين أو الطريقة الألمانية، فوفق هذه الطريقة يتم حساب قيمة المؤسسة من خلال إضافة الأصل المحاسبي الصافي المصحح إلى فائض القيمة، وتعطى حسب العلاقة التالية:<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Jean Brillman & Claude Marie, **Manual d'évaluation des entreprises**, Editions d'organisation, Paris, 1990, p105.

<sup>2</sup> Jean Brillman & Claude Marie , opcit, P112 .

$$VE = ANCC + GW \dots (1-27)$$

حيث:

Ve: قيمة المؤسسة

ANCC: الأصل المحاسبي الصافي المصحح

GW: فائض القيمة

يحسب فائض القيمة بالعلاقة التالية:

$$GW = \frac{CB - t \times ANCC}{2t} \dots (1 - 28)$$

حيث:

CB: نتيجة الاستغلال قبل الضريبة

t: معدل الفائدة المستعملة في الدالة

يمكن حساب قيمة المؤسسة بالعلاقة التالية:<sup>1</sup>

$$Vr = ANCC + ((CB - t \times ANCC) / 2t) \dots (1-29)$$

ثانيا: الطريقة المباشرة

توجد عدة طرق مباشرة لحساب فائض القيمة عكس سابقتها، والتي يمكن التطرق إلى أهمها:

• طريقة الأنجلو سكسونية

تعتمد هذه الطريقة على رسملة الربح الاضافي (super profit) الناتج عن الفرق بين الربح

المحصل عليه وعائد توظيف الأموال الضرورية في السوق المالي. ويحسب فائض القيمة بالعلاقة

التالية:<sup>2</sup>

$$GW = \frac{CB - K. ANC}{i} \dots (1-30)$$

<sup>1</sup> بلخير بكاري، مرجع سبق ذكره، ص 108.

<sup>2</sup> Jean Michel Palu, opcit, P 96.

حيث:

CB: القدرة الربحية المتوقعة

K: معدل الاستحداث

ANCC: الأصل المحاسبي الصافي المصحح

i: معدل الفائدة

وعليه تعطي قيمة المؤسسة العلاقة التالية:

$$Ve = ANCC + \frac{CB - K \cdot ANCC}{i} \dots (1 - 31)$$

حاولت مختلف الطرق الهجينة المقدمة تجاوز النقص في مدخلي الذمة المالية وقيمة المردودية، حيث أنها تعتمد على تقدير ما هو موجود من الأصول والخصوم، كما تأخذ بعين الاعتبار العوائد الإضافية التي ستحققها هذه الأصول وأصول معنوية أخرى.

#### • طريقة الخبراء المحاسبين الأوروبيين

تعتمد هذه الطريقة على نفس مبدأ الطرق السابقة، حيث قيمة المؤسسة عبارة عن مجموعة

الأصل المحاسبي الصافي المصحح وفائض القيمة، هذا الأخير يحسب بالعلاقة التالية:

$$GE = CB - (K \times VSB) \times \frac{1 - (1 - i)^{-n}}{i} \dots (1 - 32)$$

وعليه تكون قيمة المؤسسة كالتالي:

$$Ve = ANCC + [K \times VSB] \times \frac{1 - (1 + i)^{-n}}{i} \dots (1 - 33)$$

#### 2. طرق المرتكزة على المتوسط الترجيحي:

نجد ضمن هذه الطرق، كل من طريقة المطبقين وطريقة المعاملات الترجيحية.

#### أولاً: طريقة المطبقين

يتم وفق هذه الطريقة حساب متوسط ترجيحي للنتائج المحصل عليها من خلال طريقتي الذمة المالية والمردودية وتكتب بالعلاقة التالية:

$$V = \frac{1}{2} (ANCC + Vr) \dots (1 - 34)$$

حيث:

V: تتمثل قيمة المؤسسة

NACC: الأصل الصافي المصحح

Vr: القيمة المرادوية

ثانيا: طريقة المعاملات الترجيحية

$$V = \frac{aV_1 + bV_2 + cV_3}{a+b+c} \dots (1 - 35)$$

حيث أن:

$V_1$ : يمثل قيمة المحصل عليها عن طريق الذمة المالية؛

$V_2$ : القيمة المحصل عليها عن طريق المرادوية؛

$V_3$ : قيمة ذات الطابع الأكثر إقتصادي؛

a.b.c: معادلات ترجيحية يتم إختيارها بصفة تعسفية من طرف الخبير المقيم.

## خلاصة

بعد إستعراض المفاهيم الأساسية المرتبطة بقيمة وتقييم المؤسسة نستنتج أن هذه الأخيرة تهدف إلى تعظيم قيمتها، أي تعظيم القيمة السوقية لأسهمها، من خلال إستخدام مؤشرات إنشاء القيمة والتي تختلف باختلاف طبيعتها محاسبية، مالية بورصية، مهجنة.

يعتبر تقييم المؤسسة عاملا مهما ومعقدا في أن واحد، حيث يهدف من خلال عملية التقييم إلى تحديد وإيجاد القيمة الحقيقية للمؤسسة.

إلا أن إيجاد قيمة المؤسسة أمر صعب، وذلك لتعدد وإختلاف طرق ومداخل التقييم التي تجعلنا لا نصل إلى قيمة واحدة، بل مجموعة من القيم، وهو ما يحتم على المقيم المالي إيجاد طريقة مثلى لتقييم المؤسسة والخروج بقيمة حقيقية لها.

## الفصل الثاني: الإطار المفاهيمي

### لسياسة توزيع الأرباح

المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول سياسات توزيع

الأرباح

المبحث الثاني: نماذج سياسات توزيع الأرباح

المبحث الثالث: المقاربات النظرية لسياسات توزيع

الأرباح

## تمهيد

تعد القرارات المالية من أهم القرارات التي تتخذها المؤسسة، لما لها من أهمية بالغة على إستمراريتها، وبإعتبار قرارات توزيع الأرباح قرارات إستراتيجية فعلى المؤسسة قبل أن تتخذ أي قرار بشأنها أن تراعي عدة عوامل، كما نجد أن المؤسسات تختلف من مؤسسة لأخرى في المنهج الذي تتبعه لسياسة التوزيعات.

سنحاول في هذا الفصل معرفة الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح، وهذامن خلال المباحث التالية:

المبحث الأول : مفاهيم أساسية حول سياسة توزيع الأرباح.

المبحث الثاني : نماذج سياسة توزيع الأرباح.

المبحث الثالث : المقارنات النظرية لسياسة توزيع الأرباح.

## المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول سياسة توزيع الأرباح

تعتبر سياسة توزيع الأرباح من بين أهم السياسات التمويلية في الشركة التي تحظى بإهتمام العديد من الأطراف، نظرا لانعكاساتها على سعر السهم في السوق، وبشكل خاص للمساهمين الذين يتربحون مقدار هذه التوزيعات للاستفادة منها و إتخاذ بعض القرارات على أساسها.

### المطلب الأول: تعريف سياسة توزيع الأرباح

يقصد بسياسة توزيع الأرباح على أنها: "إحدى السياسات المعتمدة من قبل المؤسسة لمعالجة صافي الربح الذي حقق إما بالاحتجاز أو التوزيع على المساهمين".<sup>1</sup>

وتعرف أيضا بأنها: "معدل التدفق النقدي الذي يتلقاه المساهمون كمردود على إستثماراتهم في أسهم المؤسسة التي يحملونها، تمثل هذه الأرباح دخلا بالنسبة للمستثمرين أي دخلا جاريا ينتظره ويتوقعه العديد من المساهمين لينفقوه على إستهلاكهم من السلع والخدمات، كما تؤثر سياسة توزيع الأرباح على سعر السهم".<sup>2</sup>

كما عرفت بأنها: "ذلك الجزء من الأرباح التي يتم توزيعها على حملات الأسهم بعد موافقة الجمعية العامة في الشكل النقدي أو غير النقدي، هذه الأرباح ناتجة عن نشاط الدورة الحالية أو السابقة لتلبية إحتياجات الملاك وأرسال إشارة للسوق عن وضعية معينة، وتكون هذه التوزيعات من الموارد الداخلية أو الخارجية للمؤسسة".<sup>3</sup>

وفي تعريف آخر: "هي مضمون لإتخاذ القرار بتوزيع الأرباح وإما إحتجازها لإعادة إستثمارها في المؤسسة، وتشمل السياسة المثلى للتوزيعات الحالية والأرباح المستقبلية التي ينتج عنها تعظيم سعر السهم".<sup>4</sup>

ترجع أهمية سياسة توزيع الأرباح إلى تأثيرها على كل من اتجاهات المستثمرين ومدى رغبتهم في الحصول على عوائد منتظمة أم لا، وإلى جانب أنها تؤثر على هيكل رأس مال الشركة و طريقة تمويل إستثماراتها سواء

<sup>1</sup> مفيد الظاهر، تفضيلات المستثمرين في سوق فلسطين للأوراق المالية لسياسات توزيع الأرباح، مجلة جامع للأبحاث والدراسات، فلسطين، العدد 23، جوان 2011، ص: 122.

<sup>2</sup> محمد زرقون، أثر الإكتتاب العام على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة، مجلة الباحث، العدد 08، 2010، ص: 04.

<sup>3</sup> قنون عبد الحق، أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة البورصة للمؤسسات الاقتصادية، مقدمة لنيل شهادة الماستر في علوم مالية مؤسسة، جامعة قاصدي مرياح، ورقلة، 2014، ص: 07.

<sup>4</sup> مرجع سبق ذكره، ص: 07.

من الأموال الذاتية أو من الأموال المقترضة، وكذلك تأثيرها على التدفقات النقدية للشركة وسيولتها ومعدل نموها المستقبلي وتكلفة مصادر أموالها.

### المطلب الثاني: أنواع سياسة توزيع الأرباح

تنقسم سياسة توزيع الأرباح إلى الأنواع الآتية:<sup>1</sup>

- سياسة نسبة توزيع الأرباح المستقرة أو الثابتة
- سياسة توزيع الأرباح المتبقية أو الفائضة
- سياسة توزيع الأرباح المنتظمة
- سياسة توزيع أرباح منتظمة منخفضة ومتزايدة
- توزيعات الأرباح في صورة أسهم (Stock Dividends)
- إشتقاق الأسهم (تجزئة أو تقسيم الأسهم) Stock Split

#### 1- سياسة نسبة توزيع الأرباح المستقرة أو الثابتة:

تلجأ كثير من الشركات إلى إتباع سياسة نسبة توزيع الأرباح المستقرة أو الثابتة لكل سهم، ولذلك فإن أي تغيير في مقدار الأرباح سواء بارتفاع أو الانخفاض سوف لن يؤثر على مقدار الربح الموزع لكل سهم، وتعتمد الإدارة المالية على هذه السياسة عندما تتمكن من التنبؤ بإمكانية تحقيق الأرباح في المستقبل.

#### 2- سياسة توزيع الأرباح المتبقية أو الفائضة:

إن سياسة توزيع الأرباح المتبقية أو الفائضة تقوم على توزيع ماتبقى من الأرباح بعد احتجاز مايلزم لتمويل الشركة للموازنة الرأس مالية، وتقوم السياسة على حقيقة أن المستثمرين يفضلون الأرباح المحتجزة على شرط أن يتم إعادة استثمارها بمعدل عائد يفوق المعدل الذي يستطيع المستثمرون نفسه من الحصول عليه من خلال استثمارات أخرى بديلة ذات مخاطر بنسب مماثلة.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> الربيعي قاسم أحمد محمود، أثر سياسة مقسوم الأرباح في القيمة السوقية للأسهم، رسالة مقدمة لنيل شهادة الدبلوم العالي التخصصي في إدارة الأعمال، كلية الإدارة والاقتصاد جامعة الموصل، العراق، 2008، ص: 23.

<sup>2</sup> عدنان تايه وآخرون، الإدارة المالية النظرية و التطبيق، الطبعة الخامسة، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2014، ص ص 460 - 462.

**3- سياسة توزيع الأرباح المنتظمة:**

تقوم على أساس قيام الشركة بدفع توزيعات أرباح نقدية بنسبة ثابتة وبمبالغ منخفضة، لذا فإن الشركة حسب هذه السياسة تقوم بزيادة نسبة هذه التوزيعات عندما تحقق أرباح أعلى من معدلات أرباحها العادية خلال فترة زمنية محددة.<sup>1</sup>

**4- سياسة توزيع أرباح منتظمة منخفضة ومتزايدة:**

تقوم الشركة وفق هذه السياسة بدفع معدلات ثابتة من توزيعات الأرباح وبنسب منخفضة، حيث تقوم الشركة بزيادة نسبة هذه التوزيعات عندما تحقق الشركة أرباح أعلى من معدل أرباحها العادية التي حققتها خلال فترة زمنية معينة.<sup>2</sup>

**5- توزيعات الأرباح في صورة أسهم (Stock Dividends):**

تتمثل توزيعات الأرباح على شكل أسهم بإعطاء المستثمر عدد معين من الأسهم بدلا من إعطائه توزيعات أرباح بصورة نقدية، حيث تحدد حصة كل مستثمر من هذه التوزيعات وفقا لما يمتلكه من أسهم الشركة، ومن الآثار الجوهرية لهذه السياسة هو انخفاض القيمة السوقية للسهم، لذا فإن الشركات تتبع هذه السياسة عندما يرتفع السعر السوقي للسهم بمعدل عالي.<sup>3</sup>

**6- إشتقاق الأسهم (تجزئة أو تقسيم الأسهم) (Stock Split):**

أن عملية تجزئة أو إشتقاق الأسهم قد تتم من خلال سهمين جديدين مقابل سهم واحد قديم أو ثلاثة أسهم جديدة مقابل سهم قديم أو أي معدل آخر يحدد من قبل الشركة.<sup>4</sup>

Al- Shawawrah, "the Impact of Dividend policy on share price Volatility ; Empirical Evidence from Jordanian<sup>1</sup> Stock", Finance and Ban king partment, Faculty of Business Administration, Mutah University, 2014, p: 135.

Oxford University pressis a " Dividend Policy and Corporate Governance"<sup>2</sup> Goergen and Others, department of the University, 2004, p: 66.

<sup>3</sup> هندي منير إبراهيم، الإدارة المالية - مدخل تحليلي معاصر-، طبعة السادسة - المكتب العربي الحديث -، الإسكندرية، 2010، ص: 689. , 6 th, Edition, Mcgraw - Hill, Singapore " Fundamentals of corporate Finance"<sup>4</sup> Ross Stephen and others, Alternate editon, 2003, p: 626.

## 7- إعادة شراء الأسهم (Ross Repurchase):

تقوم الشركة وفق سياسة إعادة شراء الأسهم بإعادة شراء أسهمها من الأسواق المالية، وإن السبب من وراء ذلك ه توزيع النقد على المساهمين، فطالما أن معدل الأرباح التي حققتها الشركة ذات معدل ثابت نسبيا فإن إنخفاض عدد الأسهم التي يتم شرائها سوف يؤدي إلى زيادة ربحية السهم الواحد، وبالتالي سوف يؤدي إلى زيادة القيمة السوقية لسهم في الأسواق المالية.<sup>1</sup>

## المطلب الثالث: العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح

• إن قرار توزيع الأرباح أو الإحتفاظ لها يخضع للعديد من العوامل التي ينبغي أخذها بعين الإعتبار من قبل متخذي القرار بعد محاولتهم لوضع السيادة الأفضل التي تخدم الأطراف ذات مصلحة، وسيتم إجاز هذه العوامل التي قد تختلف أثر كل منها بإختلاف ظروف الشركة وتشمل فيمايلي:<sup>2</sup> القواعد و القيود القانونية

- الحاجة إلى التوسع والإستثمار
- الحاجة إلى تسديد القرض
- عمر الشركة
- وضع السيولة
- معدل الأرباح

## 1- رغبات المساهمين:

والتي يصعب تلبيتها جميعا نظرا لاختلاف مصالح المساهمين فقد يفضل صغار المساهمين الحصول على توزيعات الأرباح بشكل مستمر، حيث يعتبرونها مصدر دخل لهم، وهو ماينتج عنه رفض إحتجاز الأرباح أو توزيع جزء صغير فقط، في حين أن كبار المساهمين الحاليين يفضلون في حالات كثيرة سياسة الإحتفاظ بالأرباح لأسباب مختلفة.

<sup>1</sup> العلي أسعد حميد، الإدارة المالية، الأسس العلمية والتطبيقية، الطبعة الأولى، دار وائل لنشر وتوزيع، عمان، 2010، ص: 381.

<sup>2</sup> حسن حسين هاشم، العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في شركات المساهمة، العدد 17، 2008، ص ص 216-220.

**2-الحفاظ على سيطرة المساهمين الحاليين:**

تفضل بعض الشركات بعض الشركات الإعتقاد على مصادر التمويل الداخلي من أجل التوسع إذ تعتبر أن إصدار أسهم جديدة من شأنه إضعاف سيطرة المساهمين الحاليين في الشركة، ولذلك فهي تلجأ على الإحتفاظ بالأرباح بدل توزيعها أو توزيع جزء صغير فقط.

**3-القواعد والقيود القانونية:**

والتي قد تختلف من بلد إلى آخر، وهناك قاعدتين أساسيتين تهدفان لعدم المساس برأس المال هما:

- ✓ قاعدة صافي الأرباح: إذ لا ينبغي إجراء توزيع الأرباح ما لم تكن هذه الأرباح قد تحققت فعلا، وأن هناك أرباح محتجزة يمكن إستعمالها لذلك.
- ✓ قاعدة الإعسار المالي: في حالة عدم توافر النقد الكافي لدى الشركة للوفاء بالتزاماتها (أو لما يعرف كفاية الأصول لتغطية الخصوم) فإنه يجب على الشركة ألا تقوم بإجراء توزيعات الأرباح.

**4-الحاجة إلى التوسع والإستثمار:**

والذي يتطلب توفر الأموال الكافية لذلك حيث أن الشركة تسعى إلى الإعتماد على مصادر التمويل الذاتي بدل اللجوء إلى مصادر خارجية، وهو ما يجعلها تتجنب توزيع الأرباح.

**5-الحاجة إلى تسديد القرض:**

إن الشركات التي ترغب في الإعتماد على مصادر خارجية للتمويل، ينبغي عليها أن تقدم للمقرضين ضمانا على قدرتها في الوفاء بالتزاماتها، ولذلك فإنها غالب ما تميل على إحتجاز جزء كبير من أرباحها.

**6-عمر الشركة:**

تتأثر سياسة توزيع الأرباح بعمر الشركة، حيث نجد أن الشركات حديثة النشأة غالبا ما تواجه صعوبات في الحصول على الأموال لتمويل توسعها، لذلك قد تلجأ إلى إحتجاز أرباحها لإستعمالها في التوسع، بينما غالبا ماتستطيع الشركات القديمة الحصول على التمويل سواء من مصادر داخلية أم خارجية، ولذلك فإنها تكون على إستعداد لتوزيع جزء كبير من الأرباح.

### 7-وضع السيولة:

إن تحقيق الشركة للأرباح لا يعد كافيا لتوزيع التدفقات النقدية، فقد لا يكون لديها السيولة اللازمة لتوزيع أرباح نقدية.

### 8-معدل الأرباح:

إن معرفة حجم الأرباح وإتجاهها في المستقبل يساعد على وضع سياسة توزيع الأرباح، حيث أن إستقرار معدل الأرباح قد يشجع على توزيع نسبة مرتفعة، بينما عدم إستقرار هذا المعدل قد يجعل الشركة أكثر تحفظا في توزيع الأرباح.

### المبحث الثاني: نماذج سياسة توزيع الأرباح

لقد تم وضع عدة نماذج لتفسير توزيعات أرباح السهم في المؤسسة، حيث تطرقت هذه النماذج في مجملها إلى أهم العوامل التي يمكن أن تكون لها علاقة مع توزيعات أرباح السهم، كما إعتمدت هذه النماذج على عدة فرضيات للوصول إلى نماذج أكثر واقعية، ومن بين هذه النماذج نجد نموذج (Lintner,1956)، نموذج (Gordon,1962)، نموذج (Walter,1962)، نموذج (Kalay,1980).

#### المطلب الأول: نموذج لينتير (Lintner, 1956)

توصل لينتير 1956 من خلال ملاحظاته لتوزيعات أرباح السهم إلى أن المسيرين يفضلون ثبات توزيعات أرباح الأسهم، ولايتم تغييرها إلا إذا كان من الضروري القيام بذلك، كما توصل كذلك إلى أن أرباح المؤسسة وأرباح السهم السابقة، كما تبينه العلاقة التالية:<sup>1</sup>

$$DPA_t - DPA_{t-1} = a + c (dR_{net} - DPA_{t-1}) \dots \dots \dots (1-2)$$

حيث:

$DPA_t, DPA_{t-1}$ : قيمة أرباح السهم للسنة  $t$ ، والسنة  $t-1$ ؛

$d$ : معدل توزيع الأرباح؛

<sup>1</sup> عبد القادر بريش، عيسى بدروني، محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية، المجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، العدد العاشر، جامعة الشلف، 2013، ص 17.

$R_{net}$ : النتيجة الصافية للسنة t؛

$C, a$ : هي ثوابت موجبة.

إذا كانت قيمة هذا النموذج موجبة، هذا يعني تردد المسير في تغيير توزيع الأرباح، أما إذا كانت القيمة صغيرة، فهذا يعني أن قيمة الأرباح الموزعة لا تتغير مباشرة بعد تغير أرباح المؤسسة إلا بعدما يستمر هذا التغير.

إن محاولة فهم اللغز الخاص بتوزيع أرباح السهم فهم قرارات التسيير التي من شأنها أن تؤثر في محددات تغير سياسة توزيع الأرباح، فحسب (Lintner) الذي قام بسلسلة من المقابلات مع مسيري 28 مؤسسة أمريكية، أين تتبع توزيع أرباحها لمدة 7 سنوات من سنة 1947 إلى 1953، وتوصل إلى أن المؤسسات تحدد سياسة توزيع أرباحها تبعاً لأرباحها الجارية ونسبة التوزيعات المستهدفة، كما وجد أن المؤسسات تقوم بتعديل نسبة توزيع أرباحها طبقاً لهذه النسبة وأن هذه النسب المستهدفة تختلف من مؤسسة إلى أخرى ومن فترة إلى أخرى.

بناءً على هذه النتائج قام Lintner بتطوير النموذج التعديلي الجزئي للتغيير في مستوى التوزيعات ( $\Delta Div$ ) عبر الزمن (t) وبإختلاف المؤسسات (i)، وهذا النموذج يعكس ثقة المسيرين في أن المستثمرين يكرهون المستويات الشاذة لأشكال توزيعات أرباح السهم ومن ثم التركيز على التغيير في مستويات الأرباح الموزعة ( $\Delta Div$ ) ويعطي هذا النموذج بعد التعديل بالعلاقة التالية:<sup>1</sup>

$$\Delta Div_{i,t} = a_i + c_i [Div_{i,t} - Div_{i,t-1}] + U_{i,t} \dots \dots \dots (2-2)$$

حيث:

$\Delta Div_{i,t}$ : التغير في مستويات توزيع الأرباح بين سنتين متتاليتين؛

ويحسب بالعلاقة التالية:<sup>2</sup>

$$\Delta Di,t = Di,t - Di(t-1) \dots \dots \dots (3-2)$$

<sup>1</sup> John Linter, Distribution of Income Of Corporation Among Dividends, Retained Earning, and Taxes, The American Economic Review, v01,46, Papers And Proceeding Of The Sixty-eight Annual Meeting The American Economic Association, 2007, p107.

<sup>2</sup> Idem

$Div_{i,t}$  مبلغ الأرباح الموزعة فعلا؛

وتحسب بالعلاقة التالية :<sup>1</sup>

$$Div_{i,t} = R_i(CB_{i,t}) \dots \dots \dots (4-2)$$

حيث:

$R_i$ : نسبة التوزيع المستهدفة للمؤسسة؛

$CB_{i,t}$ : ربح السنة الجارية بعد الضريبة؛

$C_i$ : يمثل معامل التعديل الخاص بالمؤسسة  $i$ ، وهو يتعلق بالفرق بين توزيعات السنة الماضية والتوزيعات

الحالية؛

$a_i$ : هي قيمة ثابتة وتكون في الغالب موجبة لتعكس رغبة المسيرين في عدم تخفيض قيمة التوزيعات؛

$U_{i,t}$ : خطأ التقدير .

### المطلب الثاني: نموذج جوردون (Gordon ,1959) ونموذج والتر (Walter,1962)

يعتبر نموذج Gordon 1959 من النماذج المهمة التي ناقشت سياسة توزيع الأرباح وأكدت أثرها على

القيمة السوقية للسهم، فالمستثمرون يكرهون المخاطرة ويتصفون بالرشادة والعقلانية.

وقد إعتد Gordon في نظريته على نموذج رسملة توزيعات الأرباح، والذي يؤكد أن القيمة السوقية للسهم

تساوي القيمة الحالية المتوقعة لتوزيعات الأرباح.<sup>2</sup>

والتي تحسب من خلال العلاقة التالية:<sup>3</sup>

$$P_t = E_t[\sum_{i=1}^n \left(\frac{1}{1+k}\right)^i Div_{t+n}] + E_t \left(\frac{1}{1+k}\right)^n P_{t+n} \dots \dots (2 - 5)$$

حيث:

<sup>1</sup> Idem

<sup>2</sup> عبد القادر بريش، عيسى بدروني، مرجع سبق ذكره، ص 17.

<sup>3</sup> Christophe Boucher, **La convention Nouvelle économie**, Université Paris-Nord, CEPN, Mars 2000,

$E_t$ : توقع الفترة ؛

$Div_{t+n}$ : أرباح السهم المتوقع توزيعها؛

$P_{t+n}$ : سعر السهم المتوقع خلال نهاية السنة ؛

$K$ : معدل الخصم؛

$n$ : عدد السنوات.

وإذا افترضنا أن التوزيعات الأرباح تنمو بمعدل ثابت للفترة المستقبلية وهي مؤثرة بذلك على القيمة الحقيقية للسهم العادي، ويمكن التعبير عن هذا النموذج بالصيغة الآتية:

$$P_t = \frac{Div_t}{k-g} \dots (1 - 6)$$

حيث:

$P_t$ : سعر السهم المتوقع خلال الفترة  $t$ ؛

$Div_t$ : أرباح السهم المتوقع توزيعها خلال الفترة  $t$ ؛

$K$ : معدل الخصم ؛

$g$ : معدل نمو توزيعات أرباح السهم.

ووفقا لنموذج جوردن فإنه إذا قيم سهم معين، فإن سعره يمثل القيمة الحقيقية للسهم من وجهة نظر المستثمر للسهم الذي يملكه، فإذا كانت القيمة السوقية للسهم أكبر من القيمة الحقيقية، فهذا يعني أن السهم مقيم بأعلى من قيمته الأمر الذي يجعله فرصة مغرية للبيع، أما إذا كانت القيمة السوقية للسهم أقل من قيمته الحقيقية، فهذا يعني بأن السهم مقيم في السوق بأقل مما يجب، الأمر الذي يجعله فرصة مغرية للشراء.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> طلعت عبد الحكيم، مصطفى أنوار، تقييم الأسهم العادية باستخدام نموذج الخصم (نموذج جوردون)، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد الحادي والثمانون، جامعة المستنصرية، 2010، ص60.

وحسب جوردون فإن معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين يرتفع مع إحتجاز الأرباح والإستثمارات المضافة، وذلك أن ارتفاع أرباح السهم في المستقبل يكون نتيجة الزيادة في الإستثمارات وإرتفاع معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين يعتبر نتيجة زيادة حالة عدم التأكد المرافقة للزيادة في الإستثمارات.

ثانيا: نموذج والتر (walter, 1962)

يسعى (Walter) في هذا النموذج إلى تقديم إطار لتقييم الأسهم العادية وذلك على أساس الإقتراض بأن سياسة توزيع الأرباح، تتوجه من خلال الغاية أو الهدف لتعظيم ثروة حملة الأسهم العادية، من خلال إعتماها على العلاقة بين إحتجاز الربح أو إعادة الإستثمار في مشاريع مستقبلية، وبين درجة المخاطرة ومعدل العائد المطلوب، وبهذا يكون (Walter) قد ركز على الأرباح الموزعة والأرباح المحتجزة، وذلك لإعتبارها عاملين مهمين في تحديد القيمة العادلة للأسهم.<sup>1</sup>

ويمكن توضيح هذا النموذج من خلال العلاقة التالية:<sup>2</sup>

$$P = \frac{Div \cdot r(DPA - Div)}{k} \dots \dots (1-7)$$

حيث: P: السعر السوقي للسهم؛

Div: التوزيع السنوي لأرباح السهم؛

DPA: نصيب السهم من الربح الإجمالي للمؤسسة؛

K: معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين؛

r: معدل العائد المتوقع.

يتضح من العلاقة أعلاه أنه إذا كان:

$r > K$ : فإن زيادة احتجاز الأرباح له تأثير إيجابي على القيمة السوقية للسهم؛

$r < K$ : فإن توزيع الأرباح هو الأمثل لتعظيم سعر السهم، ومنه القيمة السوقية للمؤسسة؛

<sup>1</sup> سليم كرار عبد الزهرة وآخرون، قياس القيمة العادلة للأسهم العادية بإستعمال نموذج مضاعف الربحية، مجلة الغزي للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد التاسع والعشرون، جامعة الكوفة، 2013، ص 201

<sup>2</sup> عبد القادر بريش، عيسى بدروني، مرجع سبق ذكره، ص 18.

$r=K$ : كلا السياستين لا يكون لهما أثر على القيمة السوقية (سياسة توزيع الأرباح).

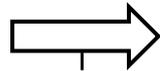
### المطلب الثالث: نموذج الإشارة وأرباح السهم (Kalay, 1980)

يسمح نموذج الإشارة للمسير بإستعمال أرباح السهم، الإستثمار أو الإستدانة لإعلام المستثمرين بالوضعية المالية للمؤسسة، وفي كل إشارة يتحمل المسير تكاليف، لكن هذه التكاليف تكون مرتفعة بالنسبة للمؤسسات ذات الوضعية السيئة مقارنة بذات الوضعية الجيدة.

ويمكن تفسير الإشارة المراد توصيلها من خلال توزيع أرباح السهم بمشكلة الخطر المعنوي (Alèa Moral)، بدون هذه الإشارة فالمستثمرين يعجزون عن تقييم نوعية المؤسسة، حيث يصبح تقييمهم مبني على حدسهم للقيمة المتوسطة للمؤسسة.

من أجل هذا، فلعلز قيمة مؤسسة A (الوضعية المالية الجيدة) عن قيمة مؤسسة B (الوضعية المالية السيئة)، على المسير أن يجد طريقة تمكنه من ذلك، فيتخذ قرارات مالية في بداية الفترة ويسعى إلى تأكيد الإشارات المالية وتجنب الخطر المعنوي فالنظام المثير للإهتمام من طرف المسيرين والمعروف من طرف المستثمرين يكون كمايلي:

$$M = (1+r) \delta_0 V_0 + \delta_1$$



$$V_1, Si V_1 \geq Div_0$$

$$V_1 - \frac{1}{\delta_1}, Si V_1 < Div_0 \dots (2-8)$$

حيث:

M: عائد المسيرين؛

$V_1, V_0$ : قيمتي المؤسسة في اللحظتين 1 و 0 على الترتيب؛

L: الجزء الذي يتحمله المسير إذا كانت أرباح السهم الموزعة في بداية الفترة ( $Div_0$ ) أكبر من النتيجة المحققة ( $V_1 < Div_0$ )؛

$Div_0$ : هي التوزيعات المدفوعة في الفترة 0 ؛

$\delta_1 \delta_0$ : نسبة العائد في الفترة 1 و 0 على التوالي.

فحسب هذا النموذج لا يقوم المسكرون بزيادة أرباح السهم إلا إذا كانوا متأكدين من أن وضعية المؤسسة المستقبلية سوف تتحسن وتستمر في ذلك، لأنه إذا كان العكس، فإن المسكرون سوف يتحملون الجزء الذي لا يكون في صالحهم، وبذلك فإن المسكرون يفضلون توزيع نسبة منخفضة من أرباح السهم ولا تتم الزيادة إلا إذا كان هناك تغير فعال في المؤسسة والذي سوف يستمر في المستقبل، كما أن هذه النسبة لا بد للمسكرون بالحفاظ عليها حتى وإن كانت التدفقات النقدية منخفضة وبالتالي فإن أي إنخفاض في هذه النسبة فهذا يدل على أن هناك إنخفاضاً مستمراً في التدفقات النقدية المستقبلية للمؤسسة، والتي تعتبر معلومة سيئة بالنسبة للسوق المالي.

### المبحث الثالث: المقاربات النظرية لسياسة توزيع الأرباح

تقوم سياسة توزيع الأرباح على مفاضلة المؤسسة بين توزيعات نقدية حالية ومعدل نمو مستقبلي، ويعد هذا القرار ذات أهمية في ظل إمكانية إحداث تأثير على قيمة السهم.

سنعالج في هذا المبحث عرض مختلف المقاربات النظرية التي حاولت تفسير أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة.

#### المطلب الأول: تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة في ظل فرضية السوق الكامل

تقوم المقاربات النظرية التي تعمل في ظل ظروف التأكد التام على مجموعة أسس متمثلة في توفر في كل المعلومات للمؤسسة، إلى جانب المعرفة المسبقة لأرباح وإستثمارات المؤسسة دون أخطار.

تتمثل هذه المقاربات في:

مقاربة (MILLER/Modigliani, 1961)

مقاربة (GORDON, 1962)

مقاربة (VAN HORNE, 1980)

1- مقاربة: (MILLER/Modigliani, 1961)

يعتقد مد كلياني وميلر أن قرار توزيع الأرباح لا اثر له على قيمة المؤسسة ، فقيمة المؤسسة تتحد بكفاءة

قرارات الاستثمار أي تحدد بقدرة الأصول على توليد الأرباح، أما تكلفة التصرف في هذه الأرباح باحتجازها أو توزيعها فلا تأثير له على قيمة المؤسسة ، وقبل أن نتعرض للإثبات الرياضي لوجهة نظر مد كلياني وميلر لا بد من الإشارة إلى الفروض التي قامت عليها وفيما تتمثل هذه الفروض<sup>1</sup>:

أن المستثمر رشيد،

سياسة الاستثمار لدى المؤسسة ثابتة ولا تتغير،

المؤسسة تعمل في ظل ظروف السوق الكامل،

لا توجد تكلفة الإصدار أي أن المؤسسة لا تتحمل تكاليف عند قيامها بإصدار الأسهم و السندات،

المؤسسة تعمل في ظل التأكد التام فالاستثمارات وكذا الأرباح المستقبلية معروفة مسبقا

تقوم فكرة مد كلياني وميلر على أن سياسة توزيع الأرباح لدى المؤسسة ليس لها أي تأثير على القيمة

السوقية لهذه الأخيرة ولا تكلفة رأسمالها، كما أنه ليس هناك أثر عند قيام المؤسسة بتوزيع الأرباح في شكل

توزيعات نقدية لصالح المساهمين أو أن تقوم باحتجازها<sup>2</sup>. تحت فرضية الهيكل المالي الاعتماد فقط على

الأموال الخاصة في التمويل، إذا قررت المؤسسة دفع توزيعات لا بد من التمويل بالرفع في رأس المال، ومن ثمة

تصبح المعادلة مكونة من الموارد و الاستخدامات كالاتي<sup>3</sup>:

$$N \cdot DPA = \Delta N \cdot P_1 \dots \dots \dots (2-9)$$

حيث:

N : عدد الأسهم الجديدة التي تم إصدارها؛

DPA : توزيعات السهم الواحد؛

P<sub>1</sub> : سعر السهم بعد دفع التوزيعات.

بما أننا في حالة التأكد المطلق، والأرباح ثابتة وبنفس درجة المخاطرة، قيمة الأموال الخاصة تساوي:

$$N \cdot P_1 = (N + \Delta N) P_1 \dots \dots \dots (2-10)$$

نلاحظ أن سعر السهم السوقي تغير، دون أن تتغير قيمة المؤسسة، كون الأرباح ثابتة وعدد الأسهم هو الذي تغير.

$$N \cdot P_0 = N \cdot P_1 + N \cdot P_1 \Leftrightarrow N \cdot P_0 = N \cdot P_1 + N \cdot DPA \dots \dots \dots (2-11)$$

$$\Leftrightarrow N(P_0 - P_1) = N \cdot DPA \Leftrightarrow P_0 - P_1 = DPA \dots \dots \dots (2-12)$$

من المعادلة الأخيرة نلاحظ، أن التوزيعات مساوية تماما للتغير في القيمة السوقية، فأى تغير في التوزيعات يصاحبه تغير بنفس النسبة في القيمة السوقية للمؤسسة.

<sup>1</sup> زيرام وليد، أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، مذكرة ماجستير في العلوم التجارية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة فرحات عباس، سطيف، 2013، ص 63

<sup>2</sup> نفس المرجع السابق، ص 63.

<sup>3</sup> علي بن ضب، مرجع سبق ذكره، ص 141.

لقد وجهت العديد من الانتقادات لنموذج مذكلياني وميلر 1958 ومن أهم الانتقادات نذكر ما يلي:<sup>1</sup>  
 الافتراض القائل بأن الأفراد والمؤسسات يمكنهما الاقتراض والإقراض وبنفس معدل الفائدة، هو افتراض خاطئ،  
 إذ أن المؤسسات لديها القدرة على الاقتراض بتكلفة أقل من الأفراد، ليس صحيحاً أن الرفع التشغيلي هو بديل  
 الرفع المالي للمؤسسة، فإذا اقتربت المؤسسة من الإفلاس فسوف يفقد المستثمرون  
 جزء من ثروتهم المستثمرة في المؤسسة (مسؤولية محدودة للمؤسسة) في حين إذا استخدم الرفع المالي شخصياً  
 فإنه سوف يفقد كل استثماراته في المؤسسة وقد يمتد ذلك إلى ثروته الشخصية (مسؤولية غير محدودة)، إذ  
 يتعرض المستثمر لدرجة مخاطر أكبر؛ عدم واقعية افتراض عدم وجود تكاليف للمعاملات؛  
 عدم وجود ضريبة على الدخل أمر غير واقعي.

## 2- مقارنة GORDON, 1962<sup>2</sup>

توصل جوردن إلى عكس النتائج التي توصل لها. VAN HORNE ,MM وهي أن لسياسة التوزيع أثر  
 على قيمة المؤسسة والسهم في بعض الحالات، وذلك بناء على جملة من الافتراضات وهي: يتميز السوق  
 المالي بالكفاءة حيث لا وجود للضرائب وتكاليف المعلومة والصفقات، يعد معدل المردودية على الاستثمارات  
 ثابتاً، وكذلك المفروض، ويتمثل في تكلفة التمويل، لا وجود للتمويل الخارجي، معدل نمو المؤسسة ثابت،  
 ويساوي نسبة الأرباح المحتجزة مضروباً في معدل المردودية المتوقع، معدل المردودية المطلوب أكبر من معدل  
 النمو، نسبة الأرباح الموزعة ثابتة.

انطلق برهان جوردن لإثبات هذه المقاربة من نموذج خصم التوزيعات في حالة النمو، وهو كالاتي:

$$V_0 = DIV_1(K-G) \dots \dots \dots (2-13)$$

بما أن التوزيعات تتمثل في قيمة الأرباح المتوقعة مضروباً في (1-Tndiv) ومنه القيمة تساوي:

$$V_0 = R(1-Tndiv)(K-g) \dots \dots \dots (2-14)$$

بتعويض  $g = Tndiv \cdot K$  في المعادلة السابقة نجد:

$$V_0 = R(1-Tndiv)(K-K \cdot Tndiv) \dots \dots \dots (2-15)$$

بما أن  $K = K^0$  تصبح المعادلة:

$$V_0 = R_0 K \dots \dots \dots (2-16)$$

لا تختلف هذه النتيجة مع نتائج المقاربات السابقة، التي تثبت حياد التوزيعات، وأن القيمة تابع لقرار  
 الاستثمار وفعالية الاستغلال، فليس لقرار التمويل. هذا التطابق في النتائج ليس دائماً، بل في حالة وحيدة أي  
 يكون معدل المردودية المتوقع مساو للمفروض  $K = K^0$ ، أما في حالة غير ذلك يكون هناك أثر لقرار التوزيع  
 على قيمة المؤسسة، ففي حالة ما إذا كان المتوقع أقل من المفروض، فعن القيمة سوف تنخفض مع الزيادة في

<sup>1</sup> محمد صالح الحناوي وآخرون، الإدارة المالية (التحليل المالي للمشروعات الجديدة)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص 372.

<sup>2</sup> علي بن ضب، مرجع سبق ذكره، ص 144-145.

الأرباح المحتجزة ، وفي الحالة العكسية ترتفع القيمة مع الارتفاع في التوزيعات، ومنه يصبح لسياسة التوزيع أثر على قيمة المؤسسة<sup>1</sup>

مقاربة<sup>2</sup> VAN HORNE, 1980 :

قام VAN HORNE بإثبات عدم تأثير سياسة التوزيعات على قيمة المؤسسة، اعتماداً على التدفقات النقدية المستحدثة، حيث اعتبر قيمة السهم في بداية الفترة عبارة عن قيمة الحالية للتدفقات المستقبلية، هذه الأخيرة عبارة عن مجموع الجبري للتوزيعات، والسعر في نهاية الفترة مستحدثين، والمعبر عنها رياضياً بالعلاقة التالية:

$$P_0 = \frac{DPA_1 + P_1}{1+K} \dots\dots(2-17)$$

حيث:

K : معدل الاستحداث، والذي يساوي معدل المردودية المطلوب والمتوقع.

إذا افترضنا التمويل كان عن طريق الأموال الخاصة، فلا بد من الرفع في عدد الأسهم بالعدد N ، وتصبح قيمة الأموال الخاصة قبل الرفع تساوي:

$$N \cdot P_0 = (N \cdot DPA_1 + N \cdot P_1) / (1+K) \dots\dots(2-18)$$

تصبح قيمة الأموال الخاصة بعد الرفع مساوية للقيمة الحالية لصافي التدفقات، ونكتب:

$$N \cdot P_0 = \frac{N \cdot DPA_1 + (N+N)P_1 - N_0 \cdot P_1}{1+K} \dots\dots(2-19)$$

يمثل الجانب الأيسر من هذه المعادلة قيمة الأموال الخاصة بعد الرفع، أما الجانب الأيمن فهو عبارة عن القيمة الحالية للتوزيعات المدفوعة للمساهمين القدامى والقيمة الحالية للأموال الخاصة ( الأسهم القديمة والجديدة ) مطروحا منها القيمة الحالية للأسهم الجديدة باعتبارها تدفقات خارجة من الخزينة ، وبالتالي القيمة السوقية للأسهم القديمة في الزمن 0، وهي المجموع الجبري للقيمة الحالية للتوزيعات القدامى، والقيمة الحالية لقيمة الأسهم القديمة في نهاية الفترة.

### المطلب الثاني: المقاربات النظرية في ظل ظروف عدم التأكد

بعد دراسة المقاربات النظرية في حالة التأكد التام، سيتم دراسة المقاربات النظرية في ظل عدم التأكد. وتتمثل هذه المقاربات في:

مقاربة سياسة التوزيعات الشخصية

مقاربة عصفور في اليد.

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2004 ، ص. 326

<sup>2</sup> علي بن ضب، مرجع سبق ذكره، ص 141-142.

### 1- مقارنة سياسة التوزيعات الشخصية:

يصر مد كلياني و ميلر على وجهة نظرهما السابقة بشأن سياسة توزيع ، فحتى في ظل عدم التأكد لن يكون لتلك السياسات تأثير على القيمة السوقية للمؤسسة، وهو ما يطلق عليه بنظرية عدم ملائمة التوزيعات، ففي غياب تكلفة المعاملات و الضرائب يستطيع المستثمر أن يشكل لنفسه سياسة التوزيع التي تناسبه، ومن ثم فلن يقبل سياسة التوزيع التي تقررها المؤسسة. فإذا كانت التوزيعات التي تقررها المؤسسة لا تكفي لتزويد المستثمر بالسيولة التي يحتاجها، فيمكنه أن يبيع جزء من الأسهم التي يمتلكها بما يضمن تغطية تلك الاحتياجات<sup>1</sup>.

لإثبات هذه المقاربة رياضياً نتبع الخطوات التالية:<sup>2</sup>

نفرض أن نتيجة السنة السابقة  $R_0$  والنتيجة التي سوف تتحقق في نهاية السنة الحالية هي  $R_1$  ، ومبلغ الاستثمار في الزمن 0 هو  $I$  ومع افتراض أن مصادر التمويل المتاحة للمؤسسة تتمثل إما في الأرباح المحتجزة أو في إصدار أسهم عادية أو سندات جديدة.

إذا قررت المؤسسة إجراء توزيعات من أرباح السنة الماضية ، فسوف يترتب على ذلك حرمانها من زيادة الأرباح المحتجزة بقيمة التوزيعات المقرر إجراؤها، وقد يترتب على ذلك ضرورة قيام المؤسسة بالحصول على مصادر خارجية  $D$  ، وعليه نحصل على المعادلة التالية:

$$R+D=I+Div.....(2-20)$$

حيث:

$R$ : نتيجة السنة المالية؛

$D$ : الديون؛

$I$ : مبلغ الاستثمار؛

$Div$ : توزيعات الأرباح.

يمكن صياغة المعادلة السابقة كالتالي:

$$Div=R+D-I.....(2-21)$$

حصول المؤسسة على أموال إضافية من مصادر خارجية يترتب عليه أعباء مالية  $FF$  محتملة التسديد تبعاً للوضع المالي للمؤسسة، ومنه تصبح المعادلة كالتالي:

$$Div_1=R_1-FF_1.....(2-22)$$

وبافتراض أن التمويل يكون بالأموال الخاصة فقط فإن قيمة المؤسسة/السهم عبارة عن التوزيعات الحالية مضاف لها قيمة الأموال الخاصة بعد دفع التوزيعات وتكتب:

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص. 318

<sup>2</sup> نفس المرجع، ص 320-323.

$$P_0 = D_0 + P_1 = \frac{D_1}{(1+k)} \dots (2-23)$$

حيث:

$D_0, D_1$ : الاستدانة في الزمن 0 و 1 على التوالي؛

$P_0, P_1$ : سعر السهم في الزمن 0 و 1 على التوالي؛

$k$ : كلفة التمويل.

## 2 مقاربة عصفور في اليد

حسب جوردن وفي ظل الافتراضات السابقة ، وفي حالة تعادل معدل العائد على الاستثمار مع تكلفة الأموال، فإن سياسة التوزيعات لا تؤثر على قيمة المؤسسة، لكن عاد جوردن وأثبت أن لسياسة توزيعات تأثير على قيمة السوقية للمؤسسة عندما يتعادل معدل العائد على الاستثمار مع تكلفة الأموال، حيث يميل المستثمرون في ظل ظروف عدم التأكد إلى خصم التوزيعات التي تحدث بعد فترة طويلة بمعدل خصم أعلى من تلك التي تحدث بعد فترة قصيرة، نظرا لأن سلوك المستثمرين يتصف بالرشد، ومن ثم يتجنبون المخاطر، ونتيجة لذلك سوف يفضلون التوزيعات القريبة عن التوزيعات البعيدة.

أطلق جوردن على هذا النموذج عصفور في اليد ، ووفق هذا النموذج يصبح من غير الملائم افتراض ثبات معدل الخصم (تكلفة التمويل)، فالواقع يشير إلى أنه بزيادة عدم التأكد ، ونتيجة لكون ثبات معدل الخصم (تكلفة التمويل)، فالواقع يشير إلى أنه بزيادة عدم التأكد ، ونتيجة لكون المستثمر يتجنب المخاطر سوف يطلب معدل أعلى كلما زادت درجة عدم التأكد.

أما النتيجة التي توصل لها كل من (GORDON / LINTNER) هي انه في ظل حالة عدم التأكد فإن سياسة التوزيعات سوف تؤثر على قيمة المؤسسة.<sup>1</sup>

ليس هذا فحسب، بل إن المستثمرين يفضلون الحصول على الوحدة النقدية من التوزيعات عن الحصول على الوحدة النقدية في شكل أرباح رأسمالية، لأن التوزيعات المتوقعة تتطوي على مخاطر أقل مقارنة بالأرباح الرأسمالية، حيث يقول (GORDON/LINTNER) أن: "التوزيعات في يد المستثمر في الوقت الحالي أفضل من الأرباح الرأسمالية التي سيحققها في المستقبل"، باعتبار أن المستقبل غير مؤكد ، كما يعتقدان بأن معظم المستثمرين يخططون لإعادة استثمار توزيعات الأرباح في أسهم المؤسسة أو أسهم مؤسسات أخرى مماثلة، وبالتالي فالخطورة في المدى الطويل هي خطورة أعمال المؤسسة، وليس سياسة توزيع الأرباح، فنجد أنهما يفضلان أن يكون معدل توزيعات أكبر ما يمكن.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> محمد صالح الحناوي وآخرون، مرجع سابق، ص 402-404.

<sup>2</sup> محمد زرقون، مرجع سبق ذكره، ص 87.

## خلاصة

إن سياسة توزيع الأرباح من القرارات العامة في الشركة، إذ تعتبر الموازنة بين إحتجاز الأرباح أو توزيعها من القرارات الصعبة التي تواجه المؤسسة، وذلك لتلبية رغبة المساهمين من جهة وتعظيم قيمة المؤسسة من جهة أخرى.

وقد تم وضع مجموعة من النماذج التي تفسر كيفية توزيع الأرباح، رغم ذلك يبقى الجدل قائم حول وجود تأثير لسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة في ظل فرضية السوق الكامل وظل ظروف عدم التأكد.

# الفصل الثالث: دراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة لمجمع صيدال

المبحث الأول: تقديم مجمع صيدال

المبحث الثاني: دراسة قياسية لأثر سياسة توزيع  
الأرباح على قيمة مجمع صيدال

### تمهيد

يعتبر مجمع صيدال الرائد الوطني في مجال إنتاج المنتجات الصيدلانية والأدوية بمختلف أنواعها، فهي لوحدها تغطي 40% من السوق الجزائرية وتشبع 70% من الطلب لـ 300 منتج صيدلاني الذي تنتجه، بينما القطاع الخاص يشارك في إنتاج الأدوية بحصة قليلة.

يمكن مجمع صيدال من تحقيق هذه المكانة لنتيجه إستراتيجية محكمة يسعى من ورائها إلى النمو والتوسع ورفع الكفاءة الإنتاجية وجلب التكنولوجيا المتطورة والمعارف الضرورية خاصة وأن قطاع يعتبر القطاعات الحساسة التي تقوم على الدقة وتحتاج إلى تجربة وخبرة عالية.

ويقصد إسقاط الجانب النظري على الجانب التطبيقي، إرتأينا إلى تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين رئيسيين، المبحث الأول سنقدم فيه التطور التاريخي لمجمع صيدال وتعريفه وأهدافه ومهامه وهيكله التنظيمي، أما المبحث الثاني سننتقل إلى تقديم نتائج الدراسة وتحليلها وتفسيرها.

## المبحث الأول: تقديم مجمع صيدال

قبل التطرق إلى دراسة حالة مجمع صيدال وجب علينا من الناحية المنهجية تقديم لمحة تاريخية عنه وتعريفه، وأهم أهدافه ومهامه وكذلك الهيكل التنظيمي لهذا المجمع، وهذا بهدف تسهيل وفهم مجريات الدراسة.

### المطلب الأول: نشأة وتطور لمجمع صيدال

تم إنشاء المؤسسة الوطنية للمنتجات الصيدلانية في أبريل 1982، وفقا لمرسوم الرئاسي رقم 82-161، بعد الإصلاح الهيكلي للصيدلة المركزية الجزائرية، وفي 1993 طرأت تحويلات على هياكل المؤسسة، مكنها من المشاركة في العمليات الصناعية والتجارية المرتبطة بهدفها الاجتماعي. في أبريل 1997 إتجه مركب إنتاج الدواء بالمدية إلى إنتاج الحيوية، وبالتالي أصبح ملكا للمؤسسة الوطنية للصناعات الكيماوية (SNIC)، هذه الأخيرة التي تم الإعلان عن إنتقالها إلى التسيير الذاتي في فيفيري 1989، لتمهيد السبل لظهور صيدال.

لقد أصبحت الشركة القابضة للصيدلية الكيماوية منذ 1996 تمتلك نسبة 100% من رأس مال صيدال، وفي سنة 1997 تبنت المؤسسة برنامج إصلاح انبثق عنه المجمع الصناعي في فيفيري 1998، وقد كان هدف صيدال التي عدت من بين المؤسسات الأولى المختارة لتتحول إلى شركة ذات أسهم، هو إحتكار الإنتاج وتوزيع الأدوية والمنتجات المشابهة، كما كان هدفها الأسمى هو تلبية احتياجات السوق المحلية الجزائرية. في 1998 حققت صيدال سنة قياسية حيث سجل إنتاجها ومبيعاتها زيادة تقدر ب 16%، 23% على التوالي مقارنة بسنة 1997، ومن جهة أخرى ونظرا لجودة منتجاتها فقد حصلت صيدال على عقد مع جمهورية العراق يخص إنتاج 2250000 وحدة بقيمة 1,223 مليار دولار خلال السداسي الأول من سنة 1998 في 1999 عرفت صيدال تطورا في فعاليتها في عدة مجالات حيث سجل إنتاجها زيادة بنسبة 28% مقارنة مع السداسي الأول للسنة السابقة، إضافة إلى ذلك فقد طورت صيدال هدفها الاجتماعي في عمليات البحث الأساسية في مجال الطب الإنساني والبيطري مما مكنها ن إكتشاف جزيئات جديدة وليس فقط جزيئات طبق الأصل وإنما العمل على التنسيق فيما بينها.

في 2009 قامت صيدال برفع حصتها في رأسمال (Somedial) إلى 59%، وفي عام 2010 اكتسبت 20% من رأسمال (IBERAL)، كما قامت برفع حصتها في رأسمال (TAPHCO) من 38,75% إلى 44,51% وفي 2011 قامت صيدال برفع حصتها في رأسمال (IBERAL) لتصل إلى 60%.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> عبد الكريم خيرى، مساهمة النظام المحاسبي المالي في قياس وتقييم الأداء المالي، مذكرة ماجيستر، قسم علوم تجارية، جامعة مسيلة، الجزائر، 2013 - 2014، ص 152.

### المطلب الثاني: التعريف بمجمع صيدال

صيدال شركة ذات أسهم برأس مال قدره 2500000000 دينار جزائري 80% بين رأس مال صيدال ملك للدولة والـ20% المتبقية قد تم التنازل عنها في سنة 1999 عن طريق البورصة إلى المستثمرين من المؤسسات والأشخاص، تتمثل مهمة الشركة في تطوير وإنتاج وتسويق الأدوية.<sup>1</sup>

### المطلب الثالث: أهداف ومهام مجمع صيدال

سيتم التطرق في هذا المطلب إلى أهم أهداف ومهام مجمع صيدال.

#### أولاً: أهداف مجمع صيدال

تتمثل أهداف المجمع فيما يلي:<sup>2</sup>

- الاهتمام بالبحث والتطوير في مجال الأدوية ذات المصدر النباتي والإستثمار فيه بشكل معلن وصريح
- تبني نظام الإدارة بالجودة الشاملة.
- تنويع تشكيلة المنتجات من خلال تحديد سياسة خاصة بالبحث والتطوير لمنتجات جديدة.
- إنشاء نظام خاص بالليقظة التكنولوجية والاستراتيجية والذكاء الصناعي.
- تطوير الشراكة من خلال الاشتراك في مشاريع مع مخابر ذوي شهرة عالمية سواء على شكل إستثمار مباشر أو عن طريق إتفاقيات التكيف.
- ضمان استمرارية المجمع عن طريق المحافظة والرفع من حصة السوقية الوطنية.
- دخول الأسواق الأجنبية والبحث المستمر في إمكانية تطوير الأداء الاقتصادي والإهتمام بأنشغالات الصحة العمومية في الجزائر.

#### ثانياً: مهام مجمع صيدال

تتمثل المهام الأساسية لمجمع صيدال في:<sup>3</sup>

فقل-ع-فناخإنتاج مواد مخصصة لصناعة الدواء.

<sup>1</sup> عبد القادر بكحيل ومحمد أمين بوبري، دور النظام المحاسبي المالي في تعزيز الإفصاح بالمؤسسة الاقتصادية، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية، العدد 37، جامعة الشلف، 2019، ص166.

<sup>2</sup> البشير زيدي وسعيد يحيي، جودة التقارير المالية ودورها في تقييم الأداء المالي، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، العدد 09، جامعة الوادي، 2016، ص97.

<sup>3</sup> حسن بزناق، التسيير الحديث للكفاءات في المؤسسة لمدخل التحقيق الميزة التنافسية، رسالة دكتوراة، كلية العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، جامعة الحاج الخضر، باتنة، 2019 - 2020، ص223.

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

بينما تتمثل المهام الثانوية في: <sup>1</sup>

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

### المطلب الرابع: الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال

لتكييف المجمع مع المحيط الذي ينشط فيه وتجاوبا مع التطورات الحاصلة في سوق الدواء، قام مجمع صيدال بإعادة هيكلة هيكله التنظيمي في جانفي 2014، ليتلاءم مع أهدافه الاستراتيجية ويكون أكثر مرونة في الاستجابة لمتطلبات محيطه.

يتكون الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال من المدير العام بمجلس الإدارة حسب ضرورة الملحة لدراسة المشاكل والحلول المترتبة عن سير المجمع، ومن بين مهامه وضع السياسة العامة للمجتمع وتحديد الاستراتيجية الشاملة وتمثيل مجمع صيدال داخليا وخارجيا ويتفرع المجمع إلى: <sup>2</sup>

#### 1- مديريات المجمع: والمتمثلة في:

<sup>1</sup> يحي فريك، إستراتيجيات التكامل العمودي في قطاع الصناعة، رسالة ماجستير، العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2011 - 2012، ص 110.

<sup>2</sup> روزة عقري، محاسبة الأدوات المالية وحدود تغطية مخاطرها في ظل التقييم بالقيمة العادلة، شهادة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة ألكلي محند أولحاج، البويرة، 2021-2022، ص ص 171 - 177.

- 1.1.1. مديرية التدقيق الداخلي:** تهتم بإجراء عمليات التدقيق المحاسبي والجباي، وتتمثل مهام هذه المديرية في المراقبة التسيير وإعداد تقارير التسيير والمالية، ويشغل بها عدة إطارات مختصين في مجال الرقابة والمراجع ؛
- 2.1.1. مديرية إدارة البرامج:** مهمتها إعداد ومتابعة البرامج المالية الإستراتيجية وتطويرها وتزويد المجمع بمختلف البرامج المتعلقة بالتسيير وإدارة الأعمال المحاسبة، بالإضافة إلى وضع إستراتيجيات لذلك مراقبة تطبيقها وتقييم مدى جودتها؛
- 3.1.1. مديرية ضمان الجودة:** تهتم هذه المديرية بمتابعة ومراجعة ملفات صناعة الدواء ومراقبة وحدة البحث والتطوير وتوجيهها بخصوص المنتجات المطابقة للأصل، وتعمل وفق برنامج خاص بنظام الجودة وفق معيار ISD9001؛
- 4.1.1. مديرية الشؤون الصيدلانية:** تعتبر همزة وصل بين مجمع صيدال ووزارة الصحة، تتولى مهمة الإعلام الطبي، ومراجعة ملفات صنع الأدوية، وتمتلك فريق مختص في التسويق الطبي وشبكة من المندوبين الطبيين تغطي معظم التراب الوطني، مع تقديم مختلف دعائم التكوين والمعلومات الطبية كما تعمل على التأكيد من مدى المطابقة بين ما تم إنجازه وبين ملفات الدواء، بالإضافة إلى قيامها بدراسة الملفات التقنية والصيدلانية، ويعتبر إنشاء هذه المديرية كرد فعل للمنافسة التجارية التي أدت إلى الاهتمام بالتسويق الصيدلاني؛
- 5.1.1. مديرية أنظمة الإعلام:** تقوم بإعداد الخطط والسياسات في مجال أنظمة الإعلام الألي، وإعداد البرمجيات، كما يسهر على برمجة الوثائق وصيانة الهيكل القاعدي للمعالجة والاتصال وربط مختلف الوحدات التنظيمية بشبكة الإتصالات لتسهيل وصول المعلومات والعمل على توحيد البرامج وإعدادها وفق الهيكل التنظيمي الجديد؛
- 6.1.1. مديرية التطوير الصناعي والشراكة:** مهمتها السهر على تطوير أساليب الإنتاج بالاعتماد على التكنولوجيا الحديثة، وكذا ترقية الشراكة مع المخابر العالمية، وتهتم بالإستثمار خاصة في مجال الشراكة سواء مع المحليين أو الأجانب من أجل تعزيز المكانة الدولية في الأسواق العالمية؛
- 7.1.1. مديرية المالية والمحاسبة:** تتمثل المهام الأساسية لهذه المديرية في تسيير ووضع الإستراتيجيات المالية وكذا تسيير الميزانية، المحاسبة والعمليات التمويلية على المدى المتوسط والطويل، وكذا إعداد القوائم المالية (الفردية للمؤسسة الأم وللجمع)؛
- 8.1.1. مديرية المشتريات:** مهمتها إدارة عمليات الشراء من خلال توفير مستلزمات العمليات الإنتاجية، وكذا مختلف إحتياجات المجمع بالشكل المناسب وفقا للأنظمة والإجراءات المعتمدة؛

**9.1. مديرية الممتلكات والوسائل العامة:** تقوم بتسيير ومراقبة التثبيات العينية والمعنوية الخاصة بالمجمع مع صيانتها دوريا وذلك لتحقيق أعلى نسبة إنتاجية؛

**10.1. مديرية الإعلام والاتصال:** تعمل على تطوير التقنيات الجديدة للإعلام والاتصال لكل نشاطات المجمع، كما تهتم بإعداد النشرات الداخلية التي تهتم بكل نشاطات المجمع بالإضافة إلى مهمة إصدار المجلات التالية " Info Sadal"، وصيدال للصحة " Said al Sante"، وصدى صيدال Sailalècho وكذا إنشاء موقع الأنترنت [www.Saidal group.dz](http://www.Saidal group.dz) : Site Web؛

**11.1. مديرية الإستراتيجية والتنظيم:** مهمتها إعداد الدراسات بتحديد الأهداف الإستراتيجية للمجمع والسهر على متابعتها وتنفيذها، وتأمين دخول المجمع في السوق المحلية والدولية، من خلال وضع إستراتيجية تركز على إتفاقيات الشركة وإستحداث وحدات إنتاجية أو الحصول على رخص الإنتاج والتصنيع؛

**12.1. مديرية الشؤون القانونية:** تقوم هذه المديرية بإدارة الملفات القانونية للمجمع مع الجهات المعنية بالإضافة إلى تسيير القضايا والمنازعات الخاصة بالمجمع مع الأطراف الأخرى؛

**13.1. مديرية التكوين:** تسعى لإلوضع البرامج الخاصة بالتدريب والتكوين لمختلف إدارات وموظفي المجمع للرفع من المستوى الوظيفي والأكاديمي لمستخدمي في المجمع، بالإضافة لمتابعة تنفيذ وتقييم هذه البرامج والعمل على تطويرها؛

**14.1. مديرية الموارد البشرية:** وهي همزة وصل بين إدارة المجمع والأفراد العاملين من جهة وبين الإدارة النقابة من جهة أخرى، لم تعد مديرية الموارد البشرية المسؤولة عن الأعمال الروتينية كضبط تعداد المستخدمين وتصرفاتهم فقط والملفات والسجلات الخاصة بالأفراد فقط بل أصبحت تعني بإستقطاب وتوظيف الكفاءات البشرية وتسيير الأفراد والمستخدمين الأحرار وتطوير الموارد البشرية والتكوين، تقييم الأداء... وغيرها؛

**15.1. مديرية التسويق والمبيعات:** وهي التي تتولى مهام التسويق بالدرجة الأولى كما تعمل على دراسة السوق قصد إدخال تحسينات على منتجات المجمع، وتطوير صورته وحصته السوقية من خلال إعلام الصيادلة والأطباء بالمنتجات التي يقدمها المجمع والنرويج لها، وتدعيم ركائز مراقبة الجودة، إنشاء شبكة للمندوبين الطبيين غير كامل التراب الوطني؛

**16.1. مركز العمليات:** تتمثل مهامها في إعداد دفاتر الشروط الخاصة بالمشاريع الحديثة، ووضع خطط لرفع تصنيف المجمع ومراقبة أشغال إنجاز المشاريع مع تقييم نسبة الإنجاز؛

**17.1. مركز البحث والتطوير:** يعمل على تطوير الأدوية الجنسية، كما يعمل على ربط قنوات الإتصال بين صيدال وعالم الأبحاث في المجال الصيدلاني لضمان تنافسية عالية، إلى جانب تقديم المساعدة الفنية لمختلف المصانع، وكذا تجنيد مختلف الجهود لتأمين اليقظة التكنولوجية وتطوير الأبحاث في العلوم الصيدلانية؛

**18.1. مركز التكافؤ الحيوي:** يمثل مركز صيدال التكافؤ الحيوي أول مركز خاص بإجراء دراسات التكافؤ الحيوي في الجزائر، وتقع هذه الوحدة في بلدية حسين داي ولاية الجزائر، وتمثل المهمة الرئيسية لهذا الهيكل الرائد في إجراء دراسات التكافؤ الحيوي وإثبات التكافؤ بين الأدوية الجنسية وإثبات فعاليتها.

## 2- فروع ووحدات مجمع صيدال

**2.1. فرع بيوتيك " Biotic ":** هي أحد الفروع التابعة لمجمع صيدال يقدر رأس مالها بـ 250 مليون دج، ومقرها الاجتماعي بزميزلي "حراش"، ويتكون من مصانع الإنتاج التالية:

- **مصنع جسر قسنطينة:** يتفرع هذا المصنع لخمس ورشات إنتاج مختصة في صناعة الأنواع الجالونسية منها ورشة التحميلات، ورشة الأفراس والملبسات، ورشة الأمبولات، ورشة المحاليل المكثفة على شكل أكياس وكذلك على شكل قارورات؛

وتقدر الطاقة الإنتاجية لهذا المصنع بـ 20 مليون وحدة أو أكثر، وهو الوحيد على مستوى الوطني المختص في إنتاج المحاليل المكثفة التكنولوجية حديثة، كما يتوفر المصنع أيضا على مخبر لمراقبة الجودة مكلف بالتحاليل الفيزيوكيميائية والميكروبيولوجية وخصائص السموم، إلى جانب التسيير التقني والوثائقي.

- **مصنع شرشال:** يقع بالمنطقة الصناعية واد بلاح بشرشال، ويتربع على مساحة قدرها 312م<sup>3</sup> ويتكون المصنع من ثلاثة ورشات إنتاج (الأشربة، الأفراس والكبسولات والأكياس، المحاليل المكثفة)، ويحتوي المصنع أيضا على مخبر لمراقبة الجودة مكلف بالتحليل الفيزيوكيميائية والميكروبيولوجية وخصائص السموم.

- **مصنع باتنة:** يختص هذا المصنع في إنتاج التحاميل.

**2.2. فرع فرمال "Pharmal":** يتواجد مقرها بالدار البيضاء ويبلغ رأسمالها 200 مليون دج، وتتفرع لثلاثة مصانع إنتاجية ومخبر لمراقبة الجودة والنوعية لمنتجات مصانع الفرع وكذلك بعض المؤسسات العمومية والخاصة وهي:

- **مصنع الدار البيضاء:** يقع بالمنطقة الصناعية بالعاصمة منذ 1958 من أقدم المصانع المكونة لفرع Pharmal وله دور رئيسي في تنفيذ العديد من عقود الشراكة الموقعة بين المجمع والأطراف الأجنبية لإنتاج الأدوية بصيغة عقود التصنيع Accords de Fa çommageLes وينتج هذا المصنع أصنافا صيدلانية

متنوعة (الأقراص، أشرية، كبسولات، مراهم، أملاح، محاليل للشرب وغيرها) وتقوم قدرته الإنتاجية بـ 40 مليون وحدة لكل الأشكال.

-مصنع قسنطينة: متخصص في إنتاج الأشكال السائلة (الأشرية، المحاليل)، بقدرة إنتاجية 05 مليون وحدة مباعه.

-مصنع عنابة: متخصص في إنتاج الأشكال الجافة (أقراص والكبسولات) بقدرة إنتاجية 07 مليون وحدة مباعه.  
مصنع الأنسولين بقسنطينة: متخصص بصناعة الأنسولين للإستعمال البشري، وهو مجهز بعتاد صناعي متطور يشغله عنال مؤهلون، ينتج هذا المصنع ثلاثة أصناف من الأنسولين (الأنسولين السريع، الأنسولين المركب مزيج 25، الأنسولين أساسي/ قاعدي على شكل قارورات حقن)، والقدرة الإنتاجية للمصنع تصل إلى 3,5 مليون وحدة بيع.

3.2. فرع أنتيبوتيك "Antibiotcal": بدأ المركب في العمل من عام 1988 وهو خاص بالمضادات الحيوية الذي يدعى Antibiotcal المتواجد مقرها في ولاية المدية ويقدر رأس مالها.

950 مليون دج، ويختص في إنتاج المضادات الحيوية من نوع البنيسيلينية Penicillinianes وغيرها، بالإضافة إلى منتجات تامة الصنع ومواد أولية، كما تجهيزه بجميع التجهيزات اللازمة لصناعة الأدوية ابتداء من الحيازة على المواد الأولية الفعالة وصولاً لتشكيل النوع الصيدلاني للمنتج، ويتميز المركب بطاقة إنتاجية معتبرة في إنتاج المواد الأولية، ومهارة عالية في التركيبات الحيوية، وخبرة معتبرة في إنتاج المضادات الحيوية ومخابر للتحليل تسمح بالرقابة الكاملة للجودة.

4.2. مصنع سوميدال "Somaedial": يقع هذا المصنع في المنطقة الصناعية واد السمار الجزائر العاصمة، وهو ناتج شراكة بين مجمع صيدال بنسبة نساهمية 63,55% وتتضمن ثلاثة أقسام وهي:

- قسم متخصص لإنتاج المنتجات الهرمونية.

- قسم لصناعة السوائل (شراب والمحاليل عن طريق الفم).

- قسم لصناعة أشكال الجرعات الصلبة (كبسولات وأقراص).

5.2. مصنع إيبيريل "Iberal": هي شركة ذات أسهم تابعة عن شراكة بين القطاعين العام والخاص، ويساهم فيها المجمع بنسبة 99,998%، وتمكن المهمة الرئيسية لإيبيريل في إنشاء وإستغلال مشروع صناعي للإنتاج الصيدلاني الموجه للإستخدام في الطب البشري، كما يهدف لتحقيق مايلي:

- صناعة الأدوية الجنسية (حقن وأشكال جافة).

- تغليف الأدوية (الأشكال الصلبة).

- توفير خدمة التغليف ومراقبة الجودة بناء على طلب المنتجين المحليين.

3- وحدات تجارية: يمتلك مجمع صيدال ثلاثة مراكز توزيع عبر التراب الوطني هي:

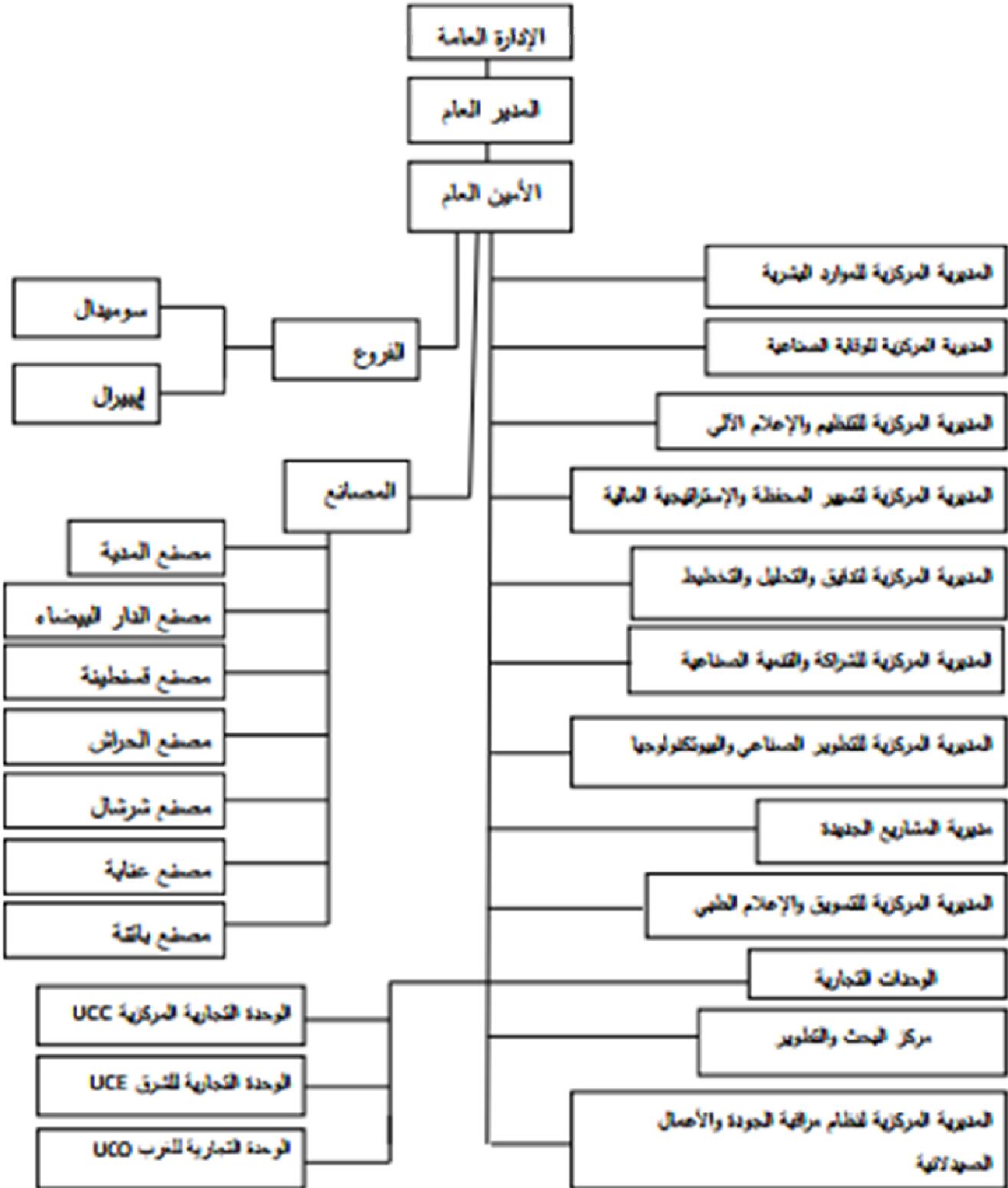
1.3. مركز توزيع وسط: تأسس هذا المركز سنة 1999 وهو أول مركز توزيع للمجمع، حيث كان يهدف إلى تسويق وتوزيع كافة منتجات المجمع إنطلاقاً من نقطة بيع واحدة وهذه الوحدة التجارية إنتقلت إلى الموقع المتواجد بولاية البليدة.

2.3. مركز توزيع شرق (باتنة): أستخدمت هذا المركز سنة 1999 بباتنة، حيث يضمن هذا المركز تسويق منتجات صيدال في الشرق البلاد.

3.3. مركز توزيع غرب (وهران): في سنة 2000 تم إنشاء مركز التوزيع بوهران من أجل ضمان توزيع أفضل للمنتجات في غرب البلاد.

حيث يمثل الشكل التوضيحي للهيكل التنظيمي لمجمع صيدال فيمايلي:

الشكل رقم (01): الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال



المصدر: روزة عقري، مرجع سبق ذكره، ص 172

### المبحث الثاني: دراسة قياسية لأثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة مجمع صيدال

بعدما تم التعرف على المؤسسة محل الدراسة أو هي "مجمع صيدال" سنقوم في هذا المبحث بدراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية، حيث سنقوم بتحديد الأسلوب المنهجي المتبع في الدراسة من خلال تقديم النموذج الإحصائي المعتمد وكذلك الإختبارات الإحصائية المستعملة في تحليل النتائج.

#### المطلب الأول: الأسلوب الإحصائي المعتمد عليه

يعتبر الأسلوب الإحصائي في الكثير من الدراسات خاصة في دراسة العلاقة بين المتغيرات ويعرف هذا الأسلوب بنموذج الإنحدار الخطي المتعدد وهو عبارة عن "علاقة متعددة مابين متغير تابع واحد وعدة متغيرات مستقلة".

وبهذا يكون نموذج الإنحدار الخطي المتعدد على النحو التالي:<sup>1</sup>

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_{1i} + \beta_2 X_{2i} + \dots + \beta_k X_{ki} + U_i \dots \dots (1_3)$$

حيث:

$Y_i$ : المتغير التابع

$X_i$ : المتغيرات المستقلة

$U_i$ : المتغير العشوائي وهو يتضمن المتغيرات الأخرى وخطأ التقدير

$\beta_0$ : ثابت المعدلة

$\beta_k$ : معاملات الإنحدار الجزئي

$K$ : عدد المتغيرات المستقلة

ويتم إختيار قبول الخطي المتعدد أو رفضه بإستعمال مجموعة من الإختبارات وتشمل مايلي:

#### أولاً: إختيار معنوية المعالم (Student T)

تستخدم إختيار لتقييم معنوية تأثير المتغيرات المستقلة  $X_1, X_2, \dots, X_k$ ، في المتغير التابع  $(Y_i)$  في نموذج الإنحدار المتعدد، وإختبار معنوية ( ) تعتمد على فرضيتين أساسيتين:

$$\beta_0 = \beta_1 = \beta_2 = \dots = \beta_k = 0 \quad \checkmark \text{ فرضية العدم } H_0$$

$$\beta_1 \neq \beta_2 \neq \beta_3 \neq \dots \neq \beta_k = 0 \quad \checkmark \text{ فرضية البديلة } H_1$$

<sup>1</sup> حسام علي داود، خالد محمد السواعي، الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق بإستخدام **Eviews**، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2013، ص 156.

بعد حساب قيمة تقارن مع قيمتها الجدولية المعطاة في الجداول الخاصة بها عند درجة الحرية  $(n-k)$  ومستوى المعنوية المطلوب (1% - 5%) لتحديد قبول أو رفض فرضية العدم فإذا كانت  $(T)$  المحسوبة أكبر من قيمة الجدولية ترفض فرضية العدم وتقبل الفرضية البديلة بمعنى أن المعلمة ذات معنوية إحصائية.<sup>1</sup>

### ثانياً: معامل التحديد المتعدد ( $R^2$ )

هو مقياس يوضح نسبة التغير في المتغير التابع  $(y)$ ، الذي سببها في المتغير  $(x)$ ، أي نسبة الانحرافات الموضحة من قبل خط الانحدار إلى الانحرافات الكلية.<sup>2</sup>

أو معامل التحديد ( $R^2$ ) هو تربيع لمعامل الارتباط وهو معادلة ذو دلالة إحصائية وقياسية مهمة جدا حيث يدل على النسبة التي يفسرها المتغير المستقل من التغير في المتغير التابع وتكون قيمته أصغر من قيمة معامل الارتباط عدا في حالة  $(R=1)$ ، بحسب أن كل كسر هو أكبر من الرقم الأصلي، وأ، تربيع الكسر هو أصغر من الكسر الأصلي، وتستخدم معاملي افندار والتحديد في إختيار جودة توفيق النماذج القياسية والإستدلال الإحصائي، كما أن له علاقة وثيقة مع الانحدار ومعامل الانحدار  $(b)$ .<sup>3</sup>

وتكون قيمة ( $R^2$ ) محصورة بين 0 و 1 فإذا كان:<sup>4</sup>

$R^2=1$ : توجد علاقة معنوية تامة بين المتغير التابع والمستقل

$R^2=0$ : لا توجد علاقة بين المتغي التابع والمستقل

$0 < R^2 < 1$ : وجود علاقة معنوية غير تامة بين المتغير التابع والمستقل

### ثالثاً: إختيار إحصائية فيشر (F. Satisic)

يستهدف هذا الإختبار معرفة مدى معنوية العلاقة الخطية بين المتغيرات المستقلة  $(X_1, X_2, \dots, X_k)$  والمتغير التابع  $(Y)$  ويقوم هذا الإختبار على فرضيتين:

✓ فرضية العدم  $H_0$ : وتنص على إنعدام العلاقة الخطية بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع أي:

$$\beta_1 = \beta_2 = \dots = \beta_k = 0$$

<sup>1</sup> حسين علي بخيت، سحر فتح الله، الاقتصاد القياسي، الطبعة العربية، دار البيزوري للنشر والتوزيع، عمان، 2007، ص ص 167 - 169.

<sup>2</sup> حسين علي بخيت، سحر فتح الله، الاقتصاد القياسي، الطبعة العربية، دار البيزوري للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص 87.

<sup>3</sup> وليد إسماعيل السيفو وآخرون، أساسيات الاقتصاد القياسي التحليلي، الطبعة العربية الأولى، الأهلية للنشر والتوزيع، عمان، 2006، ص 77.

<sup>4</sup> جيلالي جيلاطو، الإحصائي التطبيقي، الطبعة الأولى، دارالخلدونية للنشر والتوزيع، الجزائر، 2009، ص 77.

✓ فرضية البديلة  $H_1$ : وتتص على وجود علاقة معنوية بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع أي:

$$2\beta \neq 1\beta \dots \dots : \beta_K \neq 0$$

- يتم إختيار المعنوية الكلية الإنحدار بحساب قيمة الإنحدار وبحساب القيمة افحصائية (F) وتسمى (Fobs) ثم تقارن القيمة المحسوبة (Fobs) مع القيمة الجدولية (Fc) عند مستوى ثقة معين، فإذا كانت (Fobs) أكبر من (Fc) فإننا نقبل الفرضية البديلة ( $H_1$ )، أما إذا كانت أقل نقبل فرضية العدم ( $H_0$ ).

#### رابعا: الارتباط الذاتي للأخطاء

يستخدم إختبار (Durbin watson) للكشف عن وجود أو عدم وجود إرتباط ذاتي للأخطاء من درجة الولى ويتم حساب الإحصائية (Dw) والتي تمثل النسبة بين مجموع فروق الأخطاء ومجموع مربع هذه الأخطاء ومقارنتها مع القيمتين الجدوليتين  $D_L$  و  $D_U$  بهدف حصر قيمة (Dw) لإتخاذ القرار المناسب حول وجود إرتباط ذاتي للأخطاء من الدرجة الولى كمايلي:

#### المطلب الثاني: منهجية الدراسة

سنقوم في هذا الفرع بعرض لأهم الدراسات السابقة، والمتغيرات المستعملة في قياسها، وهذا تمهيدا لعرض متغيرات دراستنا.

#### أولاً: الدراسات الميدانية السابقة

سنقوم في هذا الفرع بعرض متغيرات الدراسات السابقة والنماذج الإحصائية المعتمد عليها لتفسير تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة.

الجدول رقم (3-1): الدراسات الميدانية السابقة

| الدراسة                    | العينة  | المتغيرات   | الأسلوب المتبع   |
|----------------------------|---|---|--|
| علي بن ضب                  | 60 شركة مدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية (2006-2008)     | <ul style="list-style-type: none"> <li>• القيمة السوقية</li> <li>• المخاطر الكلية</li> <li>• المخاطر النظامية</li> <li>• القيمة الدفترية</li> <li>• الديون قصيرة الأجل، الديون طويلة الأجل وإجمالي الديون</li> <li>• التوزيعات النقدية</li> <li>• التوزيعات في شكل أسهم مجانية</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• نموذج الانحدار الخطي البسيط والمتعدد</li> </ul> |
| صباح أسامة علي شراب (2006) | 28 شركة مدرجة في سق فلسطين للأوراق المالية (1997-2005)      | <ul style="list-style-type: none"> <li>• سعر السهم</li> <li>• السوق</li> <li>• نصيب السهم</li> <li>• للأرباح النقدية الموزعة</li> </ul>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>• نموذج الانحدار المتعدد</li> </ul>               |
|                            |   | <ul style="list-style-type: none"> <li>• نصيب السهم من الأرباح المحتجزة</li> <li>• نصيب السهم من صافي الربح</li> <li>• حجم التداول</li> </ul>   |  |
| عبد بوحادرة (2012)         | المؤسسات الجزائرية 1999-2009<br>المؤسسات الأجنبية 1999-2010 | <ul style="list-style-type: none"> <li>• سعر السهم</li> <li>• السوق</li> <li>• نصيب السهم من الأرباح المحتجزة</li> <li>• نصيب السهم من</li> </ul>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>• الانحدار الخطي البسيط</li> </ul>                |

|  |   |   |                                     |
|--|---|---|-------------------------------------|
|  | <ul style="list-style-type: none"> <li>الأرباح المحققة</li> <li>• نصيب السهم من الأرباح الموزعة</li> </ul>  |   |                                     |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>• إنحدار الخطي البسيط والمتعدد</li> </ul>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>• سعر السهم</li> <li>• ربحية السهم</li> <li>• إعادة شراء الأسهم</li> <li>• توزيعات السهم الواحد</li> </ul>   | 33 شركة فرنسية مدرجة في المؤشر CAC40 2007-2009                  | عبد الوهاب دادن، حورية بديدة (2012) |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>• الإنحدار الخطي البسيط والمتعدد</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• القيمة السوقية للأسهم</li> <li>• ربحية السهم</li> <li>• الأرباح الموزعة</li> <li>• الأرباح المحتجزة</li> </ul>   | المؤسسات المدرجة بالسوق المالي السعودي ونظيره المغربي 2003-2011 | وليد زيرام (2013)                   |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>• الإنحدار المتعدد والبسيط</li> </ul>       | <ul style="list-style-type: none"> <li>• نصيب السهم من الأرباح النقدية الموزعة</li> <li>• نصيب السهم من صافي الأرباح</li> <li>• نصيب السهم من الأرباح المحتجزة</li> <li>• السعر السوقي للسهم</li> </ul> | 30 مؤسسة مدرجة في سوق دبي المالي 2011-2014                      | رشيد حفصي (2016)                    |

المصدر: من إعداد الطالبتين إعتامدا على الدراسات السابقة

ثانيا: مجتمع الدراسة

يتمثل مجتمع الدراسة في موضوعنا هذا في مجمع صيدال والذي سبق وقدمنا تعريف له في المبحث السابق.

### ثالثا: حدود الدراسة

تتمثل الدراسة في الحدود الزمنية المتمثلة في الفترة الممتدة ما بين 2014 إلى 2020 والتي تعتبر فترة كافية لمعرفة تأثير المتغيرات المستقلة على المتغير التابع، أما الحدود المكانية فتتمثل في مجمع صيدال والذي يعد من أهم المؤسسات التي يتم تداول أوراقها المالية في بورصة الجزائر بشكل مستمر.

### رابعا: مصدر البيانات

إن البيانات التي تم الإعتماد عليها خلال هذه الفترة مأخوذة من الموقع الإلكتروني لمجمع صيدال، الموقع الإلكتروني للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB) لكونها مدقق وتتمتع بمصداقية ويمكن الإعتماد عليها كما تم الإعتماد على برنامج (Eviews) في معالجة وإستغلال البيانات وتحويلها وهذا من أجل التوصل إلى نتائج يمكن تحليلها وتفسيرها.

### خامسا: تحديد وعرض متغيرات الدراسة

#### 1- تحديد متغيرات الدراسة

تتمثل متغيرات الدراسة في المتغير التابع والمتغير المستقل المؤثر في المؤسسة، بالإضافة إلى مجموعة من المتغيرات الثانوية والتي يفترض أن يكون لها تأثير على قيمة المؤسسة.

- المتغيرات الرئيسية: تتمثل في المتغير التابع والمستقل.

- **المتغير التابع:** يتمثل في قيمة المؤسسة، ومن أجل الحصول على أفضل تمثيل لهذا المتغير سيتم الاعتماد على المتوسط الحسابي للقيمة السوقية للسهم لكل سنة، والتي يرمز لها بالرمز (VM)، والقيمة الدفترية (VDOC) التي تتمثل في القيمة المحاسبية للسهم الواحد ويتم الحصول عليها بقسمة حقوق الملكية على عدد الأسهم المصدرة.

- **المتغير المستقل:** على ضوء تحليل الدراسة النظرية تم الإعتماد على مجموعة من المتغيرات التي تعكس سياسة توزيع الأرباح تتمثل في:

- نصيب السهم من التوزيعات BPA: يتمثل في نصيب السهم العادي من الأرباح الصافية للمؤسسة التي تحصل عليها المستثمر في المستقبل، كلما زاد نصيب السهم من الربح كلما زاد سعر السهم في السوق وفق العلاقة التالية:

$$BPA = \frac{\text{الصافية الصافية}}{\text{الأرباح}} \dots (2-3)$$

- نصيب السهم من التوزيعات DPA: يعتبر مؤشر هام لسياسة توزيع الأرباح، ويتم حسابه من خلال العلاقة التالية:

$$DPA = \frac{\text{الأرباح الصافية التوزيعات}}{\text{العادية الأسهم عدد}} \dots (3-3)$$

• المتغيرات الثانوية:

-المردودية الاقتصادية RE: وتحسب بالعلاقة التالية:

$$RE = \frac{\text{العوائد والقسمة الإقتصادية للنتيجة}}{\text{الإقتصاديا الأصل}} \dots (4-3)$$

-المردودية الأموال الخاصة Rcp: وتحسب بالعلاقة التالية:

$$Rcp = \frac{\text{العائفة النتيجة}}{\text{الخاصة الأموال}} \dots (5-3)$$

• الخطأ العشوائي: يرجع وجود الخطأ إلى عدة أسباب منها:<sup>1</sup>

-إهمال بعض المتغيرات المستقلة التي يمكن أن تؤثر على المتغير التابع في النموذج.

-الصياغة الرياضية غير سليمة النموذج.

-حدوث خطأ في كل من تجميع البيانات وقياس المتغيرات المالية.

2- عرض متغيرات الدراسة:

بعد أن قمنا بتحديد متغيرات الدراسة، سنقوم بناء على القوائم وتقارير المؤسسة المنشورة على الموقع

الإلكتروني للبورصة ولجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، قياس متغيرات الدراسة خلال مدة 07 سنوات من

2014 إلى 2020.

جدول رقم ( 3-2): عرض متغيرات الدراسة

| YEAR | PBR    | BPA      | DPA | RE     | RCP    |
|------|--------|----------|-----|--------|--------|
| 2014 | 0,6597 | 147,7752 | 40  | 0,1848 | 0,0840 |
| 2015 | 0,8233 | 114,3818 | 40  | 0,1857 | 0,0559 |
| 2016 | 0,5264 | 150,9162 | 40  | 0,1841 | 0,0550 |
| 2017 | 0,4955 | 137,6296 | 40  | 0,1110 | 0,0493 |
| 2018 | 0,4895 | 117,4214 | 45  | 0,0955 | 0,0593 |
| 2019 | 0,4653 | 79,3514  | 25  | 0,0646 | 0,0364 |
| 2020 | 0,4579 | 18,9936  | 25  | 0,0252 | 0,0085 |

المصدر: من إعداد الطالبتين بالإعتماد على القوائم المالية وتقارير لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

المطلب الثالث: تحليل و مناقشة نتائج الدراسة

تهدف من خلال هذا المطلب إلى تحليل نتائج الانحدار الخطي المتعدد المتحصل عليها بالاعتماد على

البرنامج الإحصائي Eviews 10، وذلك من خلال تحليل الارتباط والانحدار، ثم تقديم تفسير للنموذج.

<sup>1</sup> سعيد هتهات، دراسة إقتصادية وقياسية لظاهرة التضخم في الجزائر، مذكرة ماجيستر، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، جامعة قاصدي مرياح، ورقلة، 2006، ص 97.

أولاً: تحليل الارتباط

من أجل إعطاء نظرة أولية عن وجود علاقة تأثير بين متغيرات الدراسة، سنقوم أولاً بدراسة علاقة الارتباط ما بين هذه المتغيرات.

يوضح الجدول التالي نتائج الارتباط بين متغيرات الدراسة منها المتغيرات المستقلة ( BPA, DPA , RE , Rcbp) والمتغير التابع (PBR) كمايلي:

الجدول رقم(3-3): مصفوفة معاملات الارتباط

| Covariance Analysis: Ordinary |                    |                    |                    |                    |     |
|-------------------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|-----|
| Date: 09/10/23 Time: 00:40    |                    |                    |                    |                    |     |
| Sample: 2014 2020             |                    |                    |                    |                    |     |
| Included observations: 7      |                    |                    |                    |                    |     |
| Correlation                   |                    |                    |                    |                    |     |
| Probability                   | PBR                | BPA                | DPA                | RE                 | RCP |
| PBR                           | 1                  |                    |                    |                    |     |
| BPA                           | 0.3549<br>(0.4347) | 1                  |                    |                    |     |
| DPA                           | 0.3998<br>(0.3741) | 0.8208<br>(0.0236) | 1                  |                    |     |
| RE                            | 0.7392<br>(0.0576) | 0.8356<br>(0.0192) | 0.6939<br>(0.0837) | 1                  |     |
| RCP                           | 0.5182<br>(0.2334) | 0.8853<br>(0.0080) | 0.7790<br>(0.0390) | 0.8176<br>(0.0247) | 1   |

المصدر: من إعداد الطالبان بالاعتماد على معطيات الدراسة وبرنامج Eviews10

نلاحظ أن مصفوفة الارتباط لبيانات مؤسسة صيدال المدرجة في البورصة أخذت عدة قيم، من قوي و ضعيف، حيث بلغ معامل الارتباط بين قيمة المؤسسة (PBR) والمتغيرات المستقلة الرئيسية (BPA , DPA)، نسبة 39.98%، 35.49% على التوالي.

أما فيما يخص درجة الارتباط بين قيمة المؤسسة وباقي المتغيرات الثانوية فنجد:

- بلغ معامل الارتباط بين القيمة السوقية ومردودية الأصل الاقتصادي حوالي 73.92%، أي أن هناك علاقة طردية بين قيمة المؤسسة ومردودية الأصل الاقتصادي.
- بلغ معامل الارتباط بين القيمة السوقية والمردودية المالية حوالي 51.82%، أي أن هناك علاقة طردية بين قيمة المؤسسة والمردودية المالية.
- بلغ معامل الارتباط بين قيمة المؤسسة والمردودية المالية حوالي 51.82%.
- كذلك بينت لنا نتائج تحليل الارتباط عن وجود علاقات ارتباط بين المتغيرات المستقلة فيما بينها حيث أظهرت معاملات الارتباط عن وجود علاقة قوية بين نصيب السهم من الأرباح المحققة BPA نصيب

السهم من الأرباح الموزعة حيث بلغ معامل الارتباط حوالي 82.08%، ممّا يعني أنه كلما زادت الأرباح المحققة كلما زاد نصيب السهم الأرباح الموزعة، كذلك وجود علاقة قوية بين نصيب السهم من الأرباح الموزعة ومردودية الأصل الاقتصادي حيث بلغ معامل الارتباط 69.39%.  
 • بلغ معامل الارتباط بين مردودية الأصل الاقتصادي والمردودية المالية حوالي 81.76%، أي هناك علاقة طردية بينهما.

### 1. تحليل الانحدار المتعدد:

سنقوم بتقديم معلمات نموذج الدراسة، ثم تحديد القدرة التفسيرية له من خلال تحليل نتائج الانحدار المتعدد.

يبين الجدول التالي نتائج الانحدار المتعدد لمتغيرات الدراسة كمايلي:

جدول رقم (3-4): نتائج الانحدار المتعدد لمتغيرات الدراسة

| DependentVariable: PBR<br>Method: Least Squares<br>Date: 09/10/23 Time: 01:05<br>Sample: 2014 2020<br>Includedobservations: 7 |             |                       |             |           |
|---|-------------|-----------------------|-------------|-----------|
| Variable  | Coefficient | Std. Error            | t-Statistic | Prob.     |
| C   | 0.375523    | 0.205312              | 1.829039    | 0.2089    |
| BPA   | -0.003813   | 0.002170              | -1.756916   | 0.2210    |
| DPA   | 0.003953    | 0.008651              | 0.456997    | 0.6925    |
| RE  | 2.814925    | 1.141927              | 2.465065    | 0.1326    |
| RCP   | 2.320188    | 3.868895              | 0.599703    | 0.6096    |
| R-squared   | 0.834001    | Meandependent var     |             | 0.559674  |
| Adjusted R-squared  | 0.502003    | S.D. dependent var    |             | 0.134714  |
| S.E. of regression  | 0.095066    | Akaike info criterion |             | -1.692672 |
| Sumsquaredresid   | 0.018075    | Schwarz criterion     |             | -1.731308 |
| Log likelihood  | 10.92435    | Hannan-Quinn criter.  |             | -2.170201 |
| F-statistic   | 2.512066    | Durbin-Watson stat    |             | 3.568539  |
| Prob(F-statistic)   | 0.304442    |                       |             |           |

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي Eviews10

من الجدول السابق يمكن كتابة معادلة الإنحدار المتعدد كمايلي:

$$PBR=0,3755-0.0038BPA+0.0039DPA+2.8149RE+2.320Rcp \dots\dots(6-3)$$

أ. إختبار جودة التقدير (النموذج)

نلاحظ من خلال السابق أن المتغيرات المستقلة للدراسة تفسر 83.40% من التغير الحاصل في القيمة السوقية لمجمع صيدال (SAIDAL)، حيث بلغ معامل التحديد 83.40%، ومعامل التحديد المصحح 50.20%، أما بالنسب المتبقية 16.60% فتعود إلى متغيرات أخرى لم يتضمنها النموذج.

ب. إختبار معنوية المعامل المقدرة

نلاحظ من الجدول رقم (3-4) أن قيمة T المحسوبة للمتغير الأول BPR المقدرة -1.756 أقل من (T) الجدولية والتي تساوي 4.303 عند درجة ثقة 5%، وهو ما يؤكد القيمة الإحتمالية المرفقة Prob=0.2210 أكبر من 0.05 بالنسبة لهذا المتغير، ومنه تقبل الفرضية البديلة  $H_0$ ، ونرفض فرضية العدم  $H_1$ . بالنسبة للمتغير الثاني (DPA) نصيب السهم من الأرباح الموزعة نلاحظ من خلال النتائج أن قيمة الإحصائية تساوي 0.4569 أقل من القيمة الجدولية 4.303، وهذا ما تبينه القيمة الإحتمالية المقدرة له تساوي 0.6925 وهي أكبر من مستوى المعنوية 0.05 مما يعني رفض الفرضية البديلة  $H_1$  وقبول فرضية العدم  $H_0$ ، وعليه لا توجد علاقة إحصائية بين نصيب السهم من الأرباح الموزعة وقيمة المؤسسة، ونلاحظ كذلك بالنسبة للمتغير (RE) أن القيمة T المحسوبة أقل من القيمة الجدولية وهذا ما تبينه القيمة الإحتمالية المرفقة المساوية ل 0.1326 وهي أكبر من مستوى المعنوية 0.05 مما يعني رفض فرضية البديلة  $H_1$  وقبول فرضية العدم  $H_0$ ، أي أن 4.3 لا تختلف معنويًا عن الصفر بسبب أن القيمة المرافقة لعمود الإحتمالات Prob أكبر من مستوى الدلالة (5%)، وبناءً عليها لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المردودية الاقتصادية وقيمة المؤسسة بالنسبة للمتغير Rcp أن القيمة الإحصائية أقل من القيمة الجدولية 4.303، وهذا ما أكدته القيمة المساوية ل 0.6096 وهي أكبر من مستوى المعنوية (0.05) مما يعني قبول الفرضية الصفرية  $H_0$  ورفض الفرضية البديلة  $H_1$ ، أي ليس هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين تكلفة الأموال الخاصة وقيمة المؤسسة.

أ. إختبار المعنوية الكلية للنموذج:

يمكن اختبار المعنوية الكلية للنموذج من خلال إحصائية فيشر المحسوبة، وتتم مقارنة قيمة (Fisher) المحتسبة بقيمة الجدولية، حيث نلاحظ من خلال الجدول أن قيمة إحصائية فيشر تقدر ب 19.247 وهي أكبر من القيمة (F) الجدولية والمقدرة ب 2.51206 عند درجة الثقة 0.05، كما أن Prob (Fisher) تقدر ب 0.3044 وهي أكبر من 0.05، مما يعني قبول الفرضية  $H_0$ .

ب. الارتباط الذاتي للأخطاء

للكشف عن وجود ارتباط ذاتي للأخطاء نستعمل Breusch-Godfrey

الجدول رقم(3-5):نتائج إختبار Breusch-Godfrey للإنحدار الخطي المتعدد

| Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:           |          |                     |        |
|---|----------|---------------------|--------|
| Null hypothesis: No serial correlation at up to 1 lag |          |                     |        |
| F-statistic   | 5.588247 | Prob. F(1,1)        | 0.2548 |
| Obs*R-squared   | 5.937502 | Prob. Chi-Square(1) | 0.0148 |

المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الاحصائي

نلاحظ من الجدول أن قيمة الاحتمالية prob.F و prob.Chi-Square والمساوية لـ 0.2548 و 0.0148 على التوالي أقل من 0.05 أي نقبل الفرضية  $H_0$  ونرفض فرضية العدم  $H_1$  وبالتالي لا يوجد ارتباط ذاتي للاخطاء.

2. إعادة صياغة النموذج

سنقوم في هذه المرحلة باعادة صياغة النموذج بعد استبعاد المتغير المستقل BPR، وإضافة متغيرات مستقلة من اجل تصحيح النموذج من الارتباط الذاتي للاخطاء بغرض الحصول على نموذج اكثر تفسير للدراسة.

جدول رقم(3-6): نتائج الانحدار الخطي المتعدد النهائي لمتغيرات الدراسة

| Dependent Variable: PBR  |             |                       |             |           |
|--|-------------|-----------------------|-------------|-----------|
| MethFod: Least Squares   |             |                       |             |           |
| Date: 09/10/23 Time: 01:02   |             |                       |             |           |
| Sample: 2014 2020  |             |                       |             |           |
| Included observations: 7   |             |                       |             |           |
| CR0 (ordinary) cluster-robust standard errors & covariance           |             |                       |             |           |
| Cluster series: PBR (7 clusters)                                     |             |                       |             |           |
| Standard error and t-statistic probabilities adjusted for clustering |             |                       |             |           |
| Variable   | Coefficient | Std. Error            | t-Statistic | Prob.     |
| C  | 0.375523    | 0.063012              | 5.959596    | 0.0010    |
| BPA  | -0.003813   | 0.001352              | -2.819845   | 0.0304    |
| DPA  | 0.003953    | 0.002895              | 1.365742    | 0.2210    |
| RE   | 2.814925    | 0.727481              | 3.869415    | 0.0083    |
| RCP  | 2.320188    | 2.087510              | 1.111462    | 0.3089    |
| R-squared  | 0.834001    | Meandependent var     |             | 0.559674  |
| Adjusted R-squared   | 0.502003    | S.D. dependent var    |             | 0.134714  |
| S.E. of regression   | 0.095066    | Akaike info criterion |             | -1.692672 |
| Sumsquaredresid  | 0.018075    | Schwarz criterion     |             | -1.731308 |
| Log likelihood   | 10.92435    | Hannan-Quinn criter.  |             | -2.170201 |
| Durbin-Watson stat   | 3.568539    | Wald F-statistic      |             | 9.982348  |
| Prob(Wald F-statistic)   | 0.093123    |                       |             |           |

المصدر : من إعداد الطالبتين بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي Eviews 10

من خلال الجدول اعلاه يمكن كتابة معادلة الانحدار المتعدد كمايلي:

$$BPR=0.3755-0.0038BPA+0.0039DPA+2.8149RE+2.3201R_{CP} \dots\dots(7-3)$$

#### أ. إختبار جودة النموذج

نلاحظ من خلال الجدول السابق ان المتغيرات المستقلة تفسر 83.40% من التغير الحاصل في قيمة المؤسسة، حيث بلغ معامل التحديد 83.40%، ومعامل التحديد المصحح 50.20%، أما النسبة المتبقية 16.6% فتعود الى متغيرات لم يتضمنها النموذج.

#### ب. إختبار المعنوية المعالم

نلاحظ من خلال النموذج النهائي ان قيمة t-stat بالنسبة للمتغير BPR المقدرة بـ 5.9595 أكبر من القيمة الجدولية لتوزيع ستودنت المساوية لـ 4.303 عند درجة ثقة 5%، ونلاحظ ايضا ان prob أقل من 0.05، وبالتالي نرفض فرضية العدم  $H_0$  ونقبل الفرضية البديلة  $H_1$ ، وهذا مايدل عليه معنوية المعالم القيمة المحسوبة.

أما بالنسبة للمتغير BPA المقدرة بـ 2.8198 أقل من القيمة الجدولية عند درجة ثقة 5%، ونلاحظ أن prob أقل من 0.05، وبالتالي نقبل فرضية العدم  $H_0$  ونرفض الفرضية البديلة  $H_1$ .

#### ج. إختبار المعنوية الكلية

نلاحظ من خلال النموذج النهائي أن القيمة الاحصائية لـ wald f statistic تقدر بـ 0.09 وهي أقل من 0.1 حسب فروض wald f statistic، وهذا يدل على أن للنموذج معنوية كلية .

#### 3. تحليل نتائج الدراسة

تهدف هذه الدراسة على معرفة مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المسعرة في البورصة، وقد أخذ في الدراسة متغير قيمة المؤسسة متغير تابع، أما فيما يتعلق بسياسة توزيع الأرباح فقد أخذنا متغيرين هما نصيب السهم من الأرباح المحققة والذي من خلاله يتم تحديد قيمة الأرباح الموزعة ونصيب السهم من الأرباح الموزعة يتم توزيعها من قبل المؤسسة.

ومن خلال نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد توصلنا إلى الاستنتاجات التالية:

- يشير النموذج (3\_7) إلى أن سياسة توزيع الأرباح من خلال الأرباح المحققة والموزعة يؤثران بشكل إيجابي على قيمة المؤسسة.

- توصلنا من خلال النموذج ( 3\_6 ) أن الأرباح المحققة BPA تؤثر سلبا على قيمة المؤسسة، فزيادة نصيب السهم من الأرباح المحققة بوحدة واحدة إلى انخفاض قيمة المؤسسة ب(0.0038) وحدة.
- يبين النموذج (3\_6) أن الأرباح الموزعة تؤثر بشكل ايجابي على القيمة السوقية بزيادة التوزيعات بوحدة واحدة تؤدي إلى ارتفاع قيمة السوقية لمؤسسة صيدال ب0.00395 وحدة، هذه التوزيعات تعتبر كإشارات مالية ترسل للسوق المالي تبرر الوضعية المالية الجيدة للمؤسسة، إذ أن المستثمرين يفضلون الحصول على توزيعات الآن بدلا من تأجيلها للحصول على الأرباح الرأسمالية التي سيحققها في المستقبل ، مما يدفعهم لإستثمار أموالهم وهذا ما يؤدي إلى زيادة قيمة الأسهم العادية، وبالتالي زيادة قيمة المؤسسة وهذا يثبت صحة الفرضية الثانية (توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نصيب السهم من التوزيعات و القيمة السوقية لمجمع صيدال).
- كما حظيت مردودية الأصل الإقتصادي بتأثير إيجابي على قيمة المؤسسة لمجمع صيدال، ويفسر ذلك إعتقاد المستثمر على النتائج المحققة في تقييم و مراعاته للنتيجة الاقتصادية أكثر وليس النتيجة المالية، حيث أن زيادة مردودية الاموال الخاصة بوحدة واحدة يؤدي إلى زيادة القيمة السوقية ب 2.3201 وحدة.

### خلاصة

لقد حاولنا خلال هذا الفصل تقديم دراسة قياسية تحليلية لأثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة مؤسسة صيدال في الفترة الممتدة بين 2014 و 2020، حيث إعتدنا على قيمة المؤسسة والتي تحسب بالقيمة السوقية على القيمة الدفترية كمتغير تابع، الربح المحقق والربح الموزع والمردودية المالية ومردودية الأصل الإقتصادي كمتغيرات مستقلة في سياسة توزيع الأرباح.

لتبيان تأثير المتغيرات المستقلة على المتغير التابع قمنا بإستخدام أسلوب الإنحدار الخطي المتعدد، حيث أظهرت النتائج أن سياسة توزيع الأرباح تفسر ماقيمة ( 83.40 ) من قيمة مؤسسة صيدال، أما النسبة المتبقية ( 16.60 ) فترجع لعوامل أخرى غير سياسة توزيع الأرباح، فقد بينت النتائج أن الربح المحقق يشير إلى عدم وجود تأثير على قيمة المؤسسة في حين أن الربح الموزع له تأثير على قيمة المؤسسة.

# الخاتمة

تفسر سياسة توزيع الأرباح بمثابة عنصر التحكم في توزيع الثروة على المساهمين، مما يحتم ضرورة المفاضلة بين التوزيع لإبراز الوضعية المالية الجيدة للمؤسسة، والتي تنعكس على قيمة أسهمها، كما تعمل على توفير تمويل داخلي للمؤسسة من خلال الأرباح المحتجزة دون الحاجة إلى الجوء لأطراف خارجية.

هذا وأثار إهتمام مفكري ادارة المالية المعاصرة جدل حول وجود تاثير لسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة من عدمه، فهناك من يرى أن سياسة توزيع الأرباح حيادية فليس لها أي أثر على قيمة المؤسسة ، في حين يرى بعضهم أن سياسة توزيع الأرباح غير مرغوب فيه وذلك نظرا لوجود معدل الضريبة أكبر من دخول المساهمين، هناك طرف اخر يرى أن إحتجاز الأرباح يعتبر قرار مهم في غدارة المؤسسة الذي ينعكس إلى زيادة قيمة المؤسسة.

### أولا : نتائج الدراسة وإختبار فرضياته

توصلنا من خلال إعداد هذا البحث إلى نتائج نظرية وأخرى تطبيقية والتي يمكن تلخيصها فيمايلي:

قبل عرض نتائج الدراسة نذكر فرضيات البحث:

#### 1- نتائج البحث النظرية:

- يعتبر هدف تعظيم القيمة وليد الإنتقادات التي وجهت لتعظيم الربح كهذف إقتصادي تسعى المؤسسات الإقتصادية إلى تحقيقه؛
- صعوبة تحديد قيمة المؤسسة ، وذلك لإرتباطها بعوامل تخص طبيعة وخصائص المؤسسة حد ذاتها، وكذلك إرتباط عملية التقييم بعوامل خاصة بالمنفعة التي يراها كل شخص والتي على أساسها يقوم بتقدير قيمة المؤسسة، وهذا مآدى إلى تعدد نماذج التقييم وبالتالي تعدد القيم؛
- عدم وجود سياسة مثلى لإختبار مصادقية النظريات المفسرة لتأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، فعملية توزيع الأرباح تختلف من مؤسسة لأخرى بإختلاف العوامل و الظروف المؤثرة على هذه السياسة؛
- تأخذ سياسة توزيع الأرباح شكلان التوزيعات في شكل أسهم والتوزيعات النقدية؛

- وجود جدل حول النظريات المفسرة لتأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، حيث يوجد تأثير إيجابي لتوزيع الأرباح على قيمة المؤسسة وهذا ما أيده Gordon من خلال نموذج الذي يؤكد أن القيمة السوقية للمؤسسة تساوي القيمة الحالية المتوقعة لتوزيعات الأرباح، أما نظرية التسيير الضريبي فتأكد أن إجتياز الأرباح هو الذي يبينهم في تعظيم قيمة المؤسسة.

## 2- نتائج الدراسة التطبيقية

من خلال دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة مؤسسة صيدال، توصلنا إلى النتائج التالية:

- أن الأرباح المحققة تؤثر سلبا على قيمة مؤسسة صيدال، وهذا لا يثبت صحة الفرضية الأولى (توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نصيب السهم من الأرباح المحققة والقيمة السوقية لمجمع صيدال) .  
- أثبتت النتائج كذلك أن التوزيعات النقدية تؤثر ايجابا على قيمة المؤسسة، فزيادة نصيب السهم من التوزيعات النقدية يؤدي إلى زيادة قيمة المؤسسة، وهذا يثبت صحة الفرضية الثانية (توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نصيب السهم من الأرباح الموزعة والقيمة السوقية لمجمع صيدال)، وتتطابق هذه النتيجة مع نظرية (Gorden & Lintener).

- تتأثر القيمة السوقية لمجمع صيدال ايجابيا بمرودية الأصل الاقتصادي، حيث تم تحقيق المجمع نتيجة جيدة يؤدي إلى زيادة نصيب السهم من الأرباح المحققة، وبالتالي زيادة القيمة السوقية للمجمع.

## 3- الإقتراحات:

- إستغلال سياسة توزيع الأرباح في إحداث أثر إيجابي على قيمة أسهم المؤسسة، دون إعتبارها إجراء دوري يتم من خلاله توزيع الفائض من الأرباح .  
- ضرورة الإفصاح عن البيانات المالية للمؤسسات المسعرة في البورصة .  
- قيام المؤسسات الهادفة الى تعظيم الربح بأبحاث و دراسات لمعرفة العوامل المؤثرة على قيمتها السوقية .

4- أفاق الدراسة:

في ختام هذه الدراسة يمكن القول أن هناك بعض المواضيع التي تستحق المزيد من الدراسة نذكر منها:

- أثر سياسة توزيع الأرباح على تقلبات أسعار الأسهم السوقية؛
- دراسة أثر القرارات المالية على قيمة المؤسسة؛
- أثر هيكل رأس المال و سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة؛
- أثر تطبيق آليات الهندسة المالية على قيمة المؤسسة.

# قائمة المراجع

أولاً : باللغة العربية

أ- الكتب:

- 1- حسام علي داود، خالد محمد السواعي، الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق بإستخدام Eviews، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2013
- 2- حسين علي بخيت، سحر فتح الله، الاقتصاد القياسي، الطبعة العربية، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان، 2007
- 3- السعيد بريش، الاقتصاد الكلي، دار العلوم للنشر والتوزيع، الجزائر، 2007
- 4- طارق عبد العال حماد، التحليل الفني الأساسي، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006
- 5- طارق عبد العال حماد، التقييم وإعادة هيكلة الشركات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008
- 6- عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أساسيات الإستثمار والتمويل، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2000
- 7- عدنان تايه وآخرون، الإدارة المالية النظرية و التطبيق، الطبعة الخامسة، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2014
- 8- العلي أسعد حميد، الإدارة المالية، الأسس العلمية والتطبيقية، الطبعة الأولى، دار وائل لنشر وتوزيع، عمان، 2010
- 9- فائزة سليم حداد، الإدارة المالية، الطبعة الثالثة، دار للنشر والتوزيع، عمان، 2010
- 10- محمد صالح الحناوي وآخرون، الإدارة المالية (التحليل المالي للمشروعات الجديدة)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003
- 11- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، 2010
- 12- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، منشأة المعارف، الإسكندرية، 13 2004 - هندي منير إبراهيم، الإدارة المالية - مدخل تحليلي معاصر-، طبعة السادسة - المكتب العربي الحديث -، الإسكندرية، 2010
- 14- وليد إسماعيل السيفو وآخرون، أساسيات الاقتصاد القياسي التحليلي، الطبعة العربية الأولى، الأهلية للنشر والتوزيع، عمان، 2006

ب - المقالات:

- 15-إلياس بن ساسي، مداخلة بعنوان النمو ومفهوم خلق القيمة كمؤشر المالي والإستراتيجي للمؤسسة، المؤتمر العلمي الدولي حول الأداء المتميز للمنظمات والحكومات، جامعة ورقلة، الجزائر، 08 - 09 مارس، 2005<sup>1</sup>
- 16-بريكة السعيد، مسعي سمير، مداخلة بعنوان تقييم المنشأة الاقتصادية: مدخل القيمة الاقتصادية المضافة EVA، الملتقى الدولي حول صنع القرار في المؤسسة الاقتصادية، جامعة محمد بوضياف، الجزائر، أبريل 2009
- 17-البشير زيدي وسعيد يحيى، جودة التقارير المالية ودورها في تقييم الأداء المالي، مجلة الدراسات الإقتصادية والمالية، العدد 09، جامعة الوادي، 2016
- 18-حسن حسين هاشم، العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في شركات المساهمة، العدد 17، 2008
- 19-سليم كزار عبد الزهرة وآخرون، قياس القيمة العادلة للأسهم العادية بإستعمال نموذج مضاعف الربحية، مجلة الغزي للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد التاسع والعشرون، جامعة الكوفة، 2013.
- صالح مفتاح، فريدة معارفي، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، مجلة الباحث، العدد السابع، جامعة ورقلة، 2010
- 20-طلعت عبد الحكيم، مصطفى أنوار، تقييم الأسهم العادية بإستخدام نموذج الخصم (نموذج جوردون)، مجلة الإدارة والإقتصاد، العدد الحادي والثمانون، جامعة المستنصرية، 2010.
- 21-عبد الغني دادان، قراءة في الأداء المالي والقيمة في المؤسسة الاقتصادية، مجلة الباحث، العدد 04، جامعة ورقلة، 2006
- 22-عبد الغني دادان، قرار التمويل تحت تأثير تكلفة التمويل، مجلة الباحث، العدد السادس، جامعة ورقلة، 2008
- 23-عبد القادر بريش، عيسى بدروني، محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية، المجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، العدد العاشر، جامعة الشلف، 2013
- 24-عبد القادر بريش، عيسى بدروني، محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية، المجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، العدد العاشر، جامعة الشلف، 2013
- 25-عبد القادر بكحيل ومحمد أمين بوبري، دور النظام المحاسبي المالي في تعزيز الإفصاح بالمؤسسة الاقتصادية، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية، العدد 37، جامعة الشلف، 2019

- 26- عبد القادر ديون، هوارى سويسي، أهمية قياس قيمة الأصول المعنوية في ظل إقتصاد المعرفة، المؤتمر العلمي حول الأداء المتميز للمنظمات والحكومات، جامعة ورقلة، يومي 08 - 09 مارس 2005
- 27- عبد الناصر الروابحي، أهمية التقييم المؤسسات الجزائرية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد السادس، جامعة فرحات عباس، سطيف 2000
- 28- محمد زرقون، أثر الإكتتاب العام على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة، مجلة الباحث، العدد 08، 2010،
- 29- مفيد الظاهر، تفضيلات المستثمرين في سوق فلسطين للأوراق المالية لسياسات توزيع الأرباح، مجلة جامع للأبحاث والدراسات، فلسطين، العدد 23، جوان 2011
- 30- نعيمة يحيوي، حكيمة بوسلمة، دور الحاكمية المؤسسية في تحسين الأداء المالي للشركات الملتقى الوطني حول حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري، جامعة بسكرة، يومي 07/06 ماي 2012
- ت- الرسائل والأطروحات الجامعية:
- 31- بلال كيموش، التقييم الدوري للعناصر المادية ودوره في المحافظة على قيمة المؤسسة في ظل المؤسسة في ظل النظام المحاسبي المالي، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2010 - 2011
- 32- بن حمو عصمت محمد، طرق ومحددات تقييم المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية في ظل إستراتيجية الخصوصية، أطروحة الدكتوراه، علوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2016
- 33- جمال قدام، تمويل المؤسسات الاقتصادية: دراسة تحليلية لأثر التمويل المباشر على قيمة المؤسسة، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة جيجل، 2006-2007
- 34- جيلالي جيلاطو، الإحصائي التطبيقي، الطبعة الأولى، دارالخلدونية للنشر والتوزيع، الجزائر، 2009
- 35- حسن بزناق، التسيير الحديث للكفاءات في المؤسسة لمدخل التحقيق الميزة التنافسية، رسالة دكتوراه تخصص الاقتصاد التطبيقي وإدارة المنظمات، كلية العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، جامعة الحاج الخضر، باتنة، 2019 - 2020
- 36- الربيعي قاسم أحمد محمود، أثر سياسة مقسوم الأرباح في القيمة السوقية للأسهم، رسالة مقدمة لنيل شهادة الدبلوم العالي التخصصي في إدارة الأعمال، كلية الإدارة والإقتصاد جامعة الموصل، العراق، 2008
- 37- روزة عقري، محاسبة الأدوات المالية وحدود تغطية مخاطرها في ظل التقييم بالقيمة العادلة، شهادة دكتوراه تخصص محاسبة ومراجعة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أكلي محند أولحاج، البويرة، 2021 - 2022،

- 37- زيرام وليد، أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، مذكرة ماجستير في العلوم التجارية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة فرحات عباس، سطيف، 2013
- 38- سعيد هتهات، دراسة إقتصادية وقياسية لظاهرة التضخم في الجزائر، مذكرة ماجستير، تخصص الدراسات الاقتصادية ، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، جامعة قاصدي مرياح، ورقلة، 2006
- 39- صابر العباسي، دور التسيير بالقيمة للضرائب في إتخاذ القرارات المالية للمؤسسة الاقتصادية، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015 - 2016
- 40- صفية بوزار، إشكالية تقييم المؤسسات بغرض الخصوصية، أطروحة دكتوراه العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، 2014.
- 41- عبد الكريم بوحادرة، أثر إختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة: دور سياسة توزيع الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم، مذكرة ماجستير، تخصص إدارة مالية، علوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة
- 42- عبد الكريم خيربي، مساهمة النظام المحاسبي المالي في قياس وتقييم الأداء المالي، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل ماجستير، تخصص دراسات مالية ومحاسبة، قسم علوم تجارية، جامعة مسيلة، الجزائر، 2013 - 2014
- 43- علي بن ضب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة، مذكرة ماجستير، تخصص مالية المؤسسة، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، جامعة قاصدي مرياح، ورقلة، 2009
- 44- علي بن ضب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة، مذكرة ماجستير، تخصص مالية المؤسسة، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، جامعة قاصدي مرياح، ورقلة، 2009.
- 45- غنية الجوزي، أهمية إعتدال البورصة كوسيلة تقييم مردودية المؤسسة وتمويل تطويرها، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة الجزائر، الجزائر، 2011-2012
- 46- قنون عبد الحق، أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة البورصة للمؤسسات الاقتصادية، مقدمة لنيل شهادة الماستر في علوم مالية مؤسسة، جامعة قاصدي مرياح، ورقلة، 2014.
- 47- محمد زريقي، أثر قرارات المالية على قيمة المؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماجستير، علوم إقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2007 - 2008

- 48-محمود المهدي غدير، إستخدام مؤشرات تقييم الأداء المالية التقليدية والقيمة الاقتصادية لقياس التغير في القيمة السوقية للأسهم، مذكرة ماجيستر، المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية، غزة، 2014
- 49-نادية عيساوي، تقييم المؤسسة في إطار الخصوصية، مذكرة ماجيستر، جامعة منتوري، قسنطينة، 2004 – 2005
- 50-هوارى سويسي، تقييم المؤسسة ودوره في إتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة دكتوراه، علوم تسيير، جامعة الجزائر، الجزائر
- 51-يحي فريك، إستراتيجيات التكامل العمودي في قطاع الصناعة، رسالة ماجيستر تخصص الاقتصاد الصناعي، العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2011 – 2012
- ثانيا: باللغة الأجنبية

- 52- Al- Shawawrah,"**the Impact of Dividend policy on share price Volatility ; Empirical Evidence from Jordanian<sup>1</sup> Stock**", Finance and Ban king partment, Faculty of Business Administration, Mutah University, 2014
- 53- Christophe Boucher, **La convention Nouvelle économie**, Université Paris-Nord, CEPN, Mars 2000.
- 54- Goergen and Others," **Dividend Policy and Corporate Governance** "Oxford University pressis a department of the University, 2004.
- 55- Jacques Teulie & Patrick Topsaclian, **Finance**, 4<sup>ème</sup> édition , Edition Vuibert, Paris, 2005 .
- 56- Jean Baneau, etal, **gestion financière**, 15<sup>ème</sup> edition, DUNOD, Paris, 2006.
- 57- Jean Brilman & Chaude Marie, Manuel d'évaluation des entreprise, les Editions d'organization, Paris, 1990.
- 58- Jean Brilman & Claude Marie, **Manual d'évaluation des entreprises**, Editions d'organisation, Paris, 1990.
- 59- John Linter, **Distribution of Income Of Corporation Among Dividends**, Retained Earning, and Taxes, The American Economic Rèniew, v01,46, Papers And Proceeding Of The Sixty-eight Annual Meeting The American Economic Association, 2007.
- 60- Mondher Bellalah, **Gestion financière**, 2<sup>ème</sup> edition, Economica,Pris ,2014.
- 61- Mondher cherif, **Techniquemoderne d'évaluation des Enterpre**, Edition marketing , PARIS , 2007.
- 62- Pierre Vernimmen , finance d'entrepris, 3<sup>ème</sup> Edition , Dalloz , Paris , 1989.
- 63- Ross Stephen and others," **Fundamentals of corporate Finance**", 6 th, Edition, Mcgraw – Hill, Singapore Alternate editon, 2003.

# قائمة الملاحق

**BILAN GROUPE**

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

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

**BILAN GROUPE**

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

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

**BILAN GROUPE**

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

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

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

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

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

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

|  | TABLEAU DES COMPTES DE RESULTAT |  | Note | 31/12/2017               |  | 31/12/2016               |  |
|--|---------------------------------|--|------|--------------------------|--|--------------------------|--|
|  |                                 |  |      |                          |  |                          |  |
| Chiffre d'affaires   |                                 |  |      | 10 265 897 771,06        |  | 10 223 411 484,28        |  |
| Variation stocks produits finis et en cours                  |                                 |  |      | -558 329 961,16          |  | 265 663 623,51           |  |
| Production immobilisée                                       |                                 |  |      | 0,00                     |  | 0,00                     |  |
| Subvention d'exploitation                                    |                                 |  |      | 0,00                     |  | 0,00                     |  |
| <b>I - PRODUCTION DE L'EXERCICE</b>                          |                                 |  |      | <b>9 707 567 809,90</b>  |  | <b>10 489 075 107,79</b> |  |
| Achats consommés   |                                 |  |      | -3 755 793 245,73        |  | -3 663 777 474,24        |  |
| Services extérieurs et autres consommations                  |                                 |  |      | -1 002 621 754,72        |  | -928 780 089,72          |  |
| <b>II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE</b>                      |                                 |  |      | <b>-4 758 415 000,45</b> |  | <b>-4 592 557 563,96</b> |  |
| <b>III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION ( I - II )</b>        |                                 |  |      | <b>4 949 152 809,45</b>  |  | <b>5 896 517 543,83</b>  |  |
| Charges de personnel   |                                 |  |      | -2 866 108 087,05        |  | -3 023 474 168,42        |  |
| Impôts, taxes et versements assimilés                        |                                 |  |      | -167 524 872,66          |  | -173 817 524,53          |  |
| <b>IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION</b>                     |                                 |  |      | <b>1 915 519 849,74</b>  |  | <b>2 699 225 850,88</b>  |  |
| Autres produits opérationnels                                |                                 |  |      | 120 876 666,93           |  | 72 651 701,08            |  |
| Autres charges opérationnelles                               |                                 |  |      | -58 405 988,66           |  | -99 258 043,60           |  |
| Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeur |                                 |  |      | -868 249 692,56          |  | -1 299 102 638,36        |  |
| Reprises sur pertes de valeurs et provisions                 |                                 |  |      | 370 500 844,60           |  | 719 627 105,07           |  |
| <b>V - RESULTAT OPERATIONNEL</b>                             |                                 |  |      | <b>1 480 241 680,05</b>  |  | <b>2 093 143 975,07</b>  |  |
| Produits financiers  |                                 |  |      | 163 571 611,87           |  | 183 271 195,24           |  |
| Charges financières  |                                 |  |      | -164 840 374,12          |  | -177 710 456,40          |  |
| <b>VI - RESULTAT FINANCIER</b>                               |                                 |  |      | <b>-1 268 762,25</b>     |  | <b>5 560 738,84</b>      |  |
| <b>VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT ( V + VI )</b>       |                                 |  |      | <b>1 478 972 917,80</b>  |  | <b>2 098 704 713,91</b>  |  |
| Impôts exigibles sur résultats ordinaires                    |                                 |  |      | -277 583 318,00          |  | -628 653 272,00          |  |
| Impôts différés ( variation ) sur résultat ordinaires        |                                 |  |      | 7 032 819,01             |  | -96 986 328,41           |  |
| <b>TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>           |                                 |  |      | <b>10 362 516 933,30</b> |  | <b>11 464 625 109,18</b> |  |
| <b>TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>            |                                 |  |      | <b>-9 168 160 152,51</b> |  | <b>-9 897 587 338,86</b> |  |
| <b>VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>          |                                 |  |      | <b>1 194 356 780,79</b>  |  | <b>1 567 037 770,32</b>  |  |
| Eléments extraordinaires (produits) ( à préciser )           |                                 |  |      |                          |  |                          |  |
| Eléments extraordinaires (charges) ( à préciser )            |                                 |  |      |                          |  |                          |  |
| <b>IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE</b>                          |                                 |  |      | <b>0,00</b>              |  | <b>0,00</b>              |  |
| <b>X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>                        |                                 |  |      | <b>1 194 356 780,79</b>  |  | <b>1 567 037 770,32</b>  |  |
| Résultat minoritaires  |                                 |  |      | 85 189 898,58            |  | 4 426 500,76             |  |
| part dans le Résultat dans Stes mises en équivalence         |                                 |  |      | 96 748 968,51            |  | -62 302 666,02           |  |
| <b>RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>                            |                                 |  |      | <b>1 376 295 647,88</b>  |  | <b>1 509 161 605,06</b>  |  |



## 2.1. Actif du Bilan (Consolidé Groupe)

UM DA

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

## 2.2. Passif du Bilan (Consolidé Groupe)

UM : DA

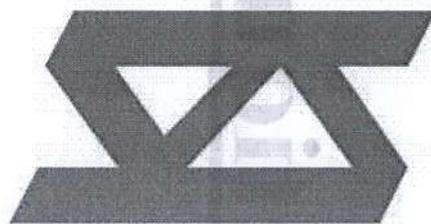
| PASSIF  | 31/12/2018               | 31/12/2017               |
|---|--------------------------|--------------------------|
| <b>CAPITAUX PROPRES</b>                       |                          |                          |
| Capital émis                                  | 2 500 000 000,00    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

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

LIM - DA

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

Dr KACEF M



**GROUPE SAIDAL**

# Etats financiers consolidés

## Exercice 2019

Μοχθις: Ηιςτολογις

Μιαθρη : Σέμω θηρης

Δέβσημεντ δε Μέδθιη

Εςςρητθ δε Μέδθει

Μηδερνή δε Βελγίη  
Εςςρητθ η Βελγίη



Μηδερνή δε Βελγίη

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

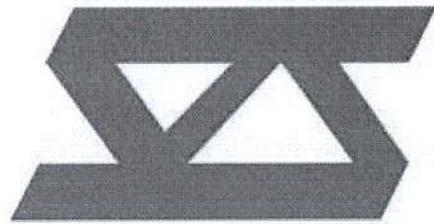
| ACTIF  | 31/12/19                 |                          |                          | 31/12/18                 |
|--|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
|  | MONTANTS<br>BRUTS        | AMORTS OU<br>PROVISIONS  | MONTANTS<br>NETS         |                          |
| <b><u>ACTIFS NON COURANTS</u></b>                  |                          |                          |                          |                          |
| Écart d'acquisition (ou goodwill)                  | 141 648 564.00           |                          | 141 648 564.00           | 115 414 200.00           |
| <b>Immobilisations incorporelles</b>               | 465 669 052.05           | 291 611 807.29           | 174 057 244.76           | 139 733 986.51           |
| <b>Immobilisations corporelles</b>                 |                          |                          |                          |                          |
| Terrains   | 3 805 721 423.42         |                          | 3 805 721 423.42         | 2 391 687 791.42         |
| Bâtiments  | 13 199 283 086.61        | 5 707 118 136.67         | 7 492 164 949.94         | 2 312 989 288.09         |
| Autres immobilisations corporelles                 | 20 621 201 809.67        | 14 989 073 641.21        | 5 632 128 168.46         | 3 976 090 139.77         |
| Immobilisations en concession                      |                          |                          |                          |                          |
| <b>Immobilisations en cours</b>                    | 3 580 260 802.98         |                          | 3 580 260 802.98         | 10 759 890 495.72        |
| <b>Immobilisations financières</b>                 |                          |                          |                          |                          |
| Titres mis en équivalences - entreprises associées | 2 960 993 718.84         |                          | 2 960 993 718.84         | 1 433 217 458.23         |
| Autres participations et créances rattachées       | 102 167 575.00           | 53 407 519.13            | 48 760 055.87            | 223 859 928.10           |
| Autres titres immobilisés                          | 2 500 000 000.00         |                          | 2 500 000 000.00         | 3 000 000 000.00         |
| Prêts et autres actifs financiers non courants     | 107 512 187.56           |                          | 107 512 187.56           | 152 869 240.73           |
| Impôts différés actif                              | 329 960 563.53           |                          | 329 960 563.53           | 324 860 044.51           |
| <b>TOTAL ACTIFS NON COURANTS</b>                   | <b>47 814 418 783.66</b> | <b>21 041 211 104.30</b> | <b>26 773 207 679.36</b> | <b>24 830 612 573.08</b> |
| <b><u>ACTIFS COURANTS</u></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> |

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

| PASSIF  | 31/12/2019               | 31/12/2018               |
|---|--------------------------|--------------------------|
| <b><u>CAPITAUX PROPRES</u></b>                |                          |                          |
| Capital émis                                  | 2 500 000 000.00         | 2 500 000 000.00         |
| Dotation de l'état                            |                          |                          |
| Autres fonds propres                          | 411 677 000.00           | 411 677 000.00           |
| Primes et réserves -(réserves consolidées)    | 14 047 153 641.65        | 13 461 406 696.77        |
| 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> |

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

| <b>TABLEAU DES COMPTES DE RESULTAT</b>                         | <b>31/12/2019</b>         | <b>31/12/2018</b>         |
|--|---------------------------|---------------------------|
| Chiffre d'affaires   | 9 392 750 935.10          | 10 317 577 775.54         |
| Variation stocks produits finis et en cours                    | 1 085 935 007.08          | 272 122 098.95            |
| Production immobilisée   |                           |                           |
| Subvention d'exploitation                                      |                           |                           |
| <b>I - PRODUCTION DE L'EXERCICE</b>                            | <b>10 478 685 942.18</b>  | <b>10 589 699 874.49</b>  |
| Achats consommés   | -4 577 729 592.68         | -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         | -1 454 793 798.08         |
| Reprises sur pertes de valeurs et provisions                   | 664 533 494.03            | 380 039 983.32            |
| <b>V - RESULTAT OPERATIONNEL</b>                               | <b>995 270 118.85</b>     | <b>1 293 874 389.45</b>   |
| Produits financiers  | 152 968 301.58            | 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>   |



**GROUPE SAIDAL**

**Groupe SAIDAL SPA**

**Etats financiers consolidés**

**Exercice 2020**

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

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

| ACTIF  | 31/12/2020               |                          |                          | 31/12/2019               |
|--|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
|  | MONTANTS BRUTS           | AMORTIS OU PROVISIONS    | MONTANTS NETS            |                          |
| <b>ACTIFS NON COURANTS</b>                         |                          |                          |                          |                          |
| Écart d'acquisition (ou goodwill)                  | 141 648 564,00           | 0,00                     | 141 648 564,00           | 141 648 564,00           |
| Immobilisations incorporelles                      | 488 576 191,02           | 343 249 100,26           | 125 327 090,76           | 174 057 244,76           |
| Immobilisations corporelles                        |                          |                          |                          | 0,00                     |
| Terrains   | 4 398 481 823,42         | 0,00                     | 4 398 481 823,42         | 3 805 721 423,42         |
| Bâtiments  | 13 261 407 322,31        | 5 844 143 212,84         | 7 417 264 109,47         | 7 492 164 949,94         |
| Autres immobilisations corporelles                 | 20 778 518 111,59        | 15 362 335 010,82        | 5 416 183 100,77         | 5 632 128 168,46         |
| Immobilisations en concession                      | 0,00                     | 0,00                     | 0,00                     | 0,00                     |
| Immobilisations en cours                           | 3 523 900 855,21         | 0,00                     | 3 523 900 855,21         | 3 580 260 802,98         |
| Immobilisations financières                        | 0,00                     | 0,00                     | 0,00                     | 0,00                     |
| Titres mis en équivalences - entreprises associées | 2 134 015 175,22         | 0,00                     | 2 134 015 175,22         | 2 960 993 718,84         |
| Autres participations et créances rattachées       | 335 939 575,00           | 59 416 028,43            | 276 523 546,57           | 48 760 055,87            |
| Autres titres immobilisés                          | 2 002 300 000,00         | 0,00                     | 2 002 300 000,00         | 2 500 000 000,00         |
| Prêts et autres actifs financiers non courants     | 14 614 749,45            | 0,00                     | 14 614 749,45            | 107 512 187,56           |
| Impôts différés actif                              | 352 717 927,73           | 0,00                     | 352 717 927,73           | 329 960 563,53           |
| <b>TOTAL ACTIFS NON COURANTS</b>                   | <b>47 412 202 249,55</b> | <b>21 609 145 352,35</b> | <b>25 803 056 897,20</b> | <b>28 773 207 679,36</b> |
| <b>ACTIFS COURANTS</b>                             |                          |                          |                          |                          |
| Stocks et encours                                  | 0,00                     | 0,00                     | 0,00                     | 6 887 530 621,19         |
| Créances et emplois assimilés                      | 7 191 992 769,17         | 641 539 237,02           | 6 550 453 532,15         | 0,00                     |
| Clients  | 0,00                     | 0,00                     | 0,00                     | 3 177 533 740,40         |
| Autres débiteurs                                   | 5 911 959 706,26         | 1 887 229 726,08         | 4 024 729 980,18         | 1 436 859 091,79         |
| Impôts   | 1 316 384 098,39         | 7 500,00                 | 1 316 376 598,39         | 222 336 344,63           |
| Autres actif courant                               | 188 887 081,60           | 0,00                     | 188 887 081,60           | 0,00                     |
| Disponibilités et assimilés                        | 0,00                     | 0,00                     | 0,00                     | 0,00                     |
| Placements et autres actifs financiers courants    | 18 559 989,19            | 0,00                     | 18 559 989,19            | 18 559 989,19            |
| Trésorerie   | 2 868 002 018,68         | 82 435 868,36            | 2 785 566 352,32         | 1 918 151 410,71         |
| <b>TOTAL ACTIFS COURANTS</b>                       | <b>17 495 785 568,23</b> | <b>2 612 272 291,46</b>  | <b>14 883 513 536,83</b> | <b>16 850 974 197,93</b> |
| <b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>                         | <b>64 907 987 817,78</b> | <b>24 221 417 643,81</b> | <b>40 666 567 433,03</b> | <b>45 624 181 877,29</b> |



DR. RACER A. JEDAK A.



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

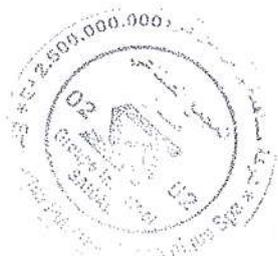
**BILAN CONSOLIDE DES FILIALES DU GROUPE ET PARTICIPATIONS MINORITAIRES**

|   | 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        | 14 047 153 641,65        |
| Ecart de réévaluation                         | 3 063 429 710,86         | 2 686 752 011,24         |
| Écart d'équivalence                           | 1 408 146 175,93         | 1 905 284 336,88         |
| Résultat Net                                  | 189 936 341,33           | 793 514 004,08           |
| Autres capitaux propres -report à nouveau     | -797 268 702,03          | -1 178 074 235,34        |
| Intérêts minoritaires                         | 824 482 635,96           | 609 971 657,90           |
| <b>TOTAL I</b>                                | <b>22 284 554 786,95</b> | <b>21 076 278 464,22</b> |
| <b>PASSIFS NON COURANTS</b>                   |                          |                          |
| Emprunts et dettes financières                | 10 404 842 508,14        | 10 403 266 267,81        |
| Impôts (différés et provisionnés)             | 24 094 670,27            | 21 011 203,32            |
| Autres dettes non courantes                   | 0,00                     | 593 645 268,24           |
| Provisions et produits comptabilisés d'avance | 1 626 040 712,04         | 1 446 788 017,73         |
| <b>TOTAL PASSIFS NON COURANTS II</b>          | <b>12 054 977 890,45</b> | <b>12 464 710 757,10</b> |
| <b>PASSIFS COURANTS</b>                       |                          |                          |
| Fournisseurs et comptes rattachés             | 0,00                     | 1 556 885 668,31         |
| Impôts  | 1 247 407 073,70         | 116 625 268,50           |
| Autres dettes                                 | 175 915 917,23           | 116 625 268,50           |
| Trésorerie passif                             | 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>6 398 017 799,03</b>  | <b>6 193 189 708,75</b>  |
| <b>TOTAL GENERAL PASSIF</b>                   | <b>40 687 550 476,43</b> | <b>40 454 778 877,27</b> |

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

**BILAN CONSOLIDE 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>I - 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        | -4 577 729 592,68        |
| Services extérieurs et autres consommations                  | -910 765 524,13          | -1 113 922 480,89        |
| <b>II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE</b>                      | <b>-5 156 122 209,07</b> | <b>-5 691 652 073,57</b> |
| <b>III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I - II)</b>          | <b>4 918 339 020,31</b>  | <b>4 787 033 868,61</b>  |
| Charges de personnel   | -3 609 396 024,60        | -3 514 951 683,35        |
| Impôts, taxes et versements assimilés                        | -201 768 850,04          | -154 310 399,06          |
| <b>IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION</b>                     | <b>1 107 174 145,67</b>  | <b>1 117 774 786,20</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 | -1 088 338 701,82        | -1 399 508 839,03        |
| Reprises sur pertes de valeurs et provisions                 | 214 605 132,80           | 664 533 494,03           |
| <b>V - RESULTAT OPERATIONNEL</b>                             | <b>329 421 601,86</b>    | <b>995 109 068,74</b>    |
| Produits financiers  | 129 016 705,12           | 152 968 301,58           |
| Charges financières  | -154 762 522,08          | -343 123 098,91          |
| <b>VI - RESULTAT FINANCIER</b>                               | <b>-25 745 816,96</b>    | <b>-190 154 797,33</b>   |
| <b>VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)</b>         | <b>303 675 784,90</b>    | <b>804 954 266,41</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             |
| TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES                  | 10 623 121 695,58        | 11 984 129 083,37        |
| TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES                   | -10 388 751 418,70       | -11 262 578 272,69       |
| <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**  
**CHÔUDER Mohamed – HAMANACHE Mohamed – Experts Comptables & Commissaires aux comptes**

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

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

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

|  |                      |
|--|----------------------|
| ○ Total bilan – Actif/Passif   | 37.293.447.457,12 DA |
| ○ Résultat net, bénéficiaire   | 253.900.683,99 DA    |
| ○ Impact d'assainissement des comptes sur 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.

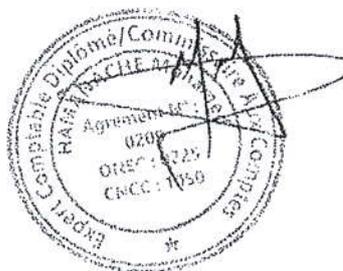
Fait à Alger, le 15 Juin 2021

**Les Commissaires aux comptes**

**CHOUDER Mohamed**

**HAMANACHE Mohamed**

Mohamed CHOUDER  
Expert-Comptable  
Commissaire aux comptes



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