

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
جامعة محمد الصديق بن يحيى - جيجل -



كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير

العنوان

## أثر سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية

- دراسة حالة مؤسسة "أليانس" للتأمينات -

مذكرة مقدمة استكمالاً لمتطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي في علوم التسيير

تخصص : إدارة مالية

إشراف الأستاذ:

د/ نعمان محصول

إعداد الطالبين:

محمد كحلي

نصر الدين قرني

نوقشت علنا أمام اللجنة المكونة من:

رئيسا	جامعة جيجل	أستاذ محاضر - أ -	د/ أمال كحيلة
مشرفا ومقررا	جامعة جيجل	أستاذ محاضر - أ -	د/ نعمان محصول
مناقشا	جامعة جيجل	أستاذ محاضر - أ -	د/ جمال قدام

السنة الجامعية: 2023/2022



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
جامعة محمد الصديق بن يحيى - جيغل -



كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم علوم التسيير  
العنوان

## أثر سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية

- دراسة حالة مؤسسة "أليانس" للتأمينات -

مذكرة مقدمة استكمالاً لمتطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي في علوم التسيير  
تخصص : إدارة مالية

إشراف الأستاذ:  
د/ محصول نعمان

إعداد الطالبين:  
محمد كحلي  
نصر الدين قرني

نوقشت علنا أمام اللجنة المكونة من:

رئيسا	جامعة جيغل	أستاذ محاضر - أ -	د/ أمال كحيلية
مشرفا ومقررا	جامعة جيغل	أستاذ محاضر - أ -	د/ نعمان محصول
مناقشا	جامعة جيغل	أستاذ محاضر - أ -	د/ جمال قدام

السنة الجامعية: 2023/2022

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

# شكر وتقدير

الحمد لله رب العالمين والصلاة والسلام على أشرف المرسلين والخلق أجمعين سيدنا محمد صلى الله عليه وسلم، الحمد لله الذي أعاننا على إكمال هذه المذكرة راجين من الله تعالى أن نكون قد وفقنا في إنجازها، وحققتنا الهدف المرجو منها.

تتقدم بالشكر الخاص والامتنان للأستاذ الدكتور "محصول نعمان" الذي تفضل بالإشراف على هذه المذكرة، وقام بإمدادنا بتعليماته وتوجيهاته القيمة طوال هذه الأشهر.

شكرا لك أستاذ كلمات الشناء لا توفيك حقك.

كما تتوجه بالشكر لكل شخص لم يبخل علينا بخبرته في مجال الحصول على المراجع وجمع المعلومات وساعدنا في إنجاز هذا العمل المتواضع حتى ولو بكلمة طيبة نخص بالذكر الأستاذ "بوميمز فيصل" والأستاذتين الفاضلتين "موصو سراح" و "غريبى نوال"



# قائمة المحتويات



## قائمة المحتويات

الصفحة	الفهرس
	شكر وتقدير
	إهداء
I-II	قائمة المحتويات
IV	قائمة الجداول
VI	قائمة الأشكال
VIII	قائمة الملاحق
IX	قائمة الرموز والمختصرات
أ-ح	مقدمة
<b>الفصل الأول: الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية</b>	
8	تمهيد
9	المبحث الأول: الإطار الأساسي لأداء المؤسسة الاقتصادية
9	المطلب الأول: مفهوم المؤسسة الاقتصادية
10	المطلب الثاني: مفهوم الأداء
11	المطلب الثالث: أنواع أداء المؤسسة
13	المطلب الرابع: أبعاد ومكونات أداء المؤسسة
15	المبحث الثاني: أساسيات حول الأداء المالي
15	المطلب الأول: مفهوم الأداء المالي
16	المطلب الثاني: خطوات تقييم الأداء المالي ومؤشراته
23	المطلب الثالث: العوامل المؤثرة على الأداء المالي
27	خلاصة الفصل
<b>الفصل الثاني: سياسة توزيع الأرباح وعلاقتها بالأداء المالي</b>	
29	تمهيد
30	المبحث الأول: أساسيات حول سياسة توزيع الأرباح
30	المطلب الأول: مفهوم سياسة توزيع الأرباح
32	المطلب الثاني: أنواع وأشكال سياسة توزيع الأرباح
35	المطلب الثالث: العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح



## قائمة المحتويات

44	المبحث الثاني: النظريات المفسرة لعلاقة سياسة توزيع الأرباح بالأداء المالي
44	المطلب الأول: نظرية عدم ملائمة التوزيعات لميلر ومدكلياني (M&M) 1961
45	المطلب الثاني: نظرية جوردن 1962 Gordon
46	المطلب الثالث: نظرية التفضيل الضريبي Tasc Effect Theory
47	المطلب الرابع: نظرية العصفور في اليد Gordan and linter (bird inthe hand theory)
48	المطلب الخامس: نظرية الإشارة
51	خلاصة الفصل
<b>الفصل الثالث: أثر سياسة توزع الأرباح على الأداء المالي لمؤسسة "أليانس" للتأمينات</b>	
53	تمهيد
54	المبحث الأول : تقديم شركة "أليانس" للتأمينات
54	المطلب الأول : التعريف بشركة "أليانس" للتأمينات الجزائرية
56	المطلب الثاني : الهيكل التنظيمي لشركة "أليانس" للتأمينات
57	المبحث الثاني: الإطار العام للدراسة
57	المطلب الأول: تحديد وعرض عينة ومتغيرات الدراسة
59	المطلب الثاني: الأسلوب المنهجي المتبع في الدراسة
63	المبحث الثالث: عرض وتحليل نتائج الدراسة
63	المطلب الأول: تحليل مصفوفة الارتباط
65	المطلب الثاني: تحليل نتائج الانحدار الخطي المتعدد
72	خلاصة الفصل
74	الخاتمة
78	قائمة المراجع
	قائمة الملاحق
	ملخص الدراسة



# قائمة الجداول

## قائمة الجداول

الصفحة	العنوان	الرقم
22	حساب القيمة الاقتصادية	1-1
59	عرض متغيرات الدراسة لمؤسسة "أليانس" للتأمينات للفترة 2011-2021	3-1
64	مصفوفة معاملات الارتباط لمتغيرات الدراسة	3-2
66	نتائج الانحدار الخطي المتعدد لمتغيرات الدراسة	3-3
67	نتائج اختبار معاملات الانحدار الخطي للنموذج	3-4
68	نتائج اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء	3-5
68	اختبار تباين تجانس الأخطاء	3-6
69	نتائج الانحدار الخطي المتعدد لمتغيرات الدراسة	3-7
70	نتائج اختبار معاملات الانحدار الخطي للنموذج	3-8
71	نتائج اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء	3-9
71	اختبار تباين تجانس الأخطاء	3-10



# قائمة الأشكال

## قائمة الأشكال

الصفحة	العنوان	الرقم
14	أبعاد الأداء	1-1
38	تحليل سياسة التوزيعات	2-1
56	الهيكل التنظيمي لشركة "أليانس" للتأمينات	3-1



# قائمة الملاحق

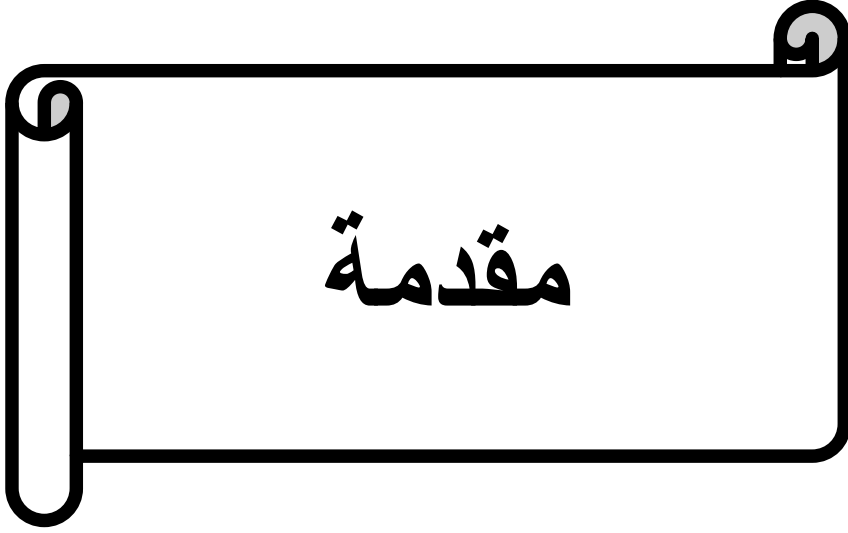
العنوان	الرقم
ميزانية الأصول والخصوم لسنة 2011	1
جدول حساب النتائج لسنة 2011	2
ميزانية الأصول والخصوم لسنة 2012	3
جدول حساب النتائج لسنة 2012	4
ميزانية الأصول والخصوم لسنة 2013	5
جدول حساب النتائج لسنة 2013	6
ميزانية الأصول والخصوم لسنة 2014	7
جدول حساب النتائج لسنة 2014	8
ميزانية الأصول والخصوم لسنة 2015	9
جدول حساب النتائج لسنة 2015	10
ميزانية الأصول والخصوم لسنة 2016	11
جدول حساب النتائج لسنة 2016	12
ميزانية الأصول والخصوم لسنة 2017	13
جدول حساب النتائج لسنة 2017	14
ميزانية الأصول والخصوم لسنة 2018	15
جدول حساب النتائج لسنة 2018	16
ميزانية الأصول والخصوم لسنة 2019	17
جدول حساب النتائج لسنة 2019	18
ميزانية الأصول والخصوم لسنة 2020	19
جدول حساب النتائج لسنة 2020	20
ميزانية الأصول والخصوم لسنة 2021	21
جدول حساب النتائج لسنة 2021	22

# قائمة الرموز والمختصرات



## قائمة الرموز والمختصرات

الرمز	الدلالة
ر م ع	رأس المال العامل
إ ر م ع	احتياجات رأس المال العامل
خ ص	الخزينة الصافية
د ق أ	ديون قصيرة الأجل
M&M	ميلر ومدكلياني
ROA	العائد على الأصول
DPA	الربح الموزع للسهم
BPA	ربح السهم الواحد
RCP	المردودية المالية
LEV	الرفع المالي
LNAE	حجم المؤسسة
DIS	السيولة



تحولت البيئة الاقتصادية بسرعة كبيرة، وهذا ما حتم على المؤسسة الاقتصادية مواكبة التغيرات الحاصلة بما أنها تؤثر مباشرة في أدائها على كافة النواحي وعندما نتحدث عن الأداء وأنواعه، فالأداء المالي يعتبر أحد أهم أنواع الأداء في المؤسسة الاقتصادية، إذ أنه يوفر نظام متكامل للمعلومات الدقيقة والموثوق بها لمراقبة الأداء الفعلي للمؤسسة، ويتأثر كذلك بعوامل متعددة داخلية وخارجية منها ما تستطيع المؤسسة التحكم به ومنها ما لا تستطيع، ومنه فإن تقييم الأداء المالي يقدم تشخيص للحالة و الوضعية المالية ونقطة انطلاق لوضع الخطط المستقبلية والوصول إلي هدف المؤسسة الأساسي، وهو تعظيم قيمتها السوقية الذي يضمن بقاءها واستمرارها، تحقيق هذا الهدف و البقاء في المسار الصحيح مبني على عدة قرارات هامة يجب اتخاذها بطريقة سليمة حتى تخدم مصالح المؤسسة خاصة ما تعلق بقرارات الإدارة المالية ووظيفتها التي تعد أحد أهم وظائف المؤسسة الاقتصادية فبالإضافة إلى قرار التمويل وقرار الاستثمار، هناك قرار آخر هام جدا هو قرار توزيع الأرباح، حيث أنها تعتبر جهاز لتوصيل المعلومات المتعلقة بتقييم الإدارة لربحية المؤسسة في المستقبل إلى المستثمرين، وسياسة توزيع الأرباح عبارة عن لوائح و إرشادات تستخدمها المؤسسة لتحديد ما إذا كانت ستقوم بتوزيع الأرباح على المساهمين أم تحتفظ بها أو بجزء منها كأرباح محتجزة لإعادة استثمارها من أجل تحقيق أرباح إضافية، نظرا لأهمية هذا القرار فإنه يؤثر في متغيرات دون غيرها في المؤسسة وأحد أهم هذه المتغيرات التي خلقت جدلا بين الباحثين حول وجود أو عدم وجود تأثير سياسة توزيع الأرباح عليها هو الأداء المالي، إذ ظهرت عدة دراسات تبرز آراء مختلفة حول هذا الموضوع .

## 1- إشكالية الدراسة:

مما سبق نقوم بطرح الإشكالية التالية:

هل يوجد أثر لسياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي لمؤسسة "أليانس" للتأمينات؟

ومن هذه الإشكالية تنبثق مجموعة من الأسئلة الفرعية التالية :

- هل هناك تأثير للريح الموزع للسهم على الأداء المالي لمؤسسة "أليانس" للتأمينات ؟

- هل تؤثر ربحية السهم على الأداء المالي لمؤسسة "أليانس" للتأمينات؟

## 2- فرضيات الدراسة :

للإجابة على الإشكالية والأسئلة الفرعية قمنا بصياغة الفرضية الرئيسية و الفرضيات الفرعية

التالية:

**الفرضية الرئيسية :**

- يوجد أثر ذو دلالة إحصائية بين سياسة توزيع الأرباح والأداء المالي.

**الفرضيات الفرعية :**

- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الربح الموزع للسهم والأداء المالي لمؤسسة "أليانس" للتأمينات.



- يوجد أثر لربحية السهم على الأداء المالي لمؤسسة "أليانس" للتأمينات.

### 3- أهمية الدراسة:

تبرز أهمية الدراسة في عدة نقاط أهمها:

- أهمية سياسة توزيع الأرباح باعتبارها قرار من أهم القرارات الإستراتيجية في المؤسسة.
- تزايد الاهتمام بالأداء المالي ومحاولة تقييمه بطرق مختلفة.
- تطور مفاهيم الإدارة المالية حول توزيع الأرباح والأداء المالي.
- معرفة السياسة التي تتبعها المؤسسة في توزيع أرباحها يساعد المستثمر علي اتخاذ القرار الاستثماري المناسب.

### 4- أهداف الدراسة :

نهدف من خلال هذه الدراسة إلي:

- الإحاطة الشاملة بالإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح وكذا الأداء المالي.
- البحث عن العوامل المؤثرة في الأداء المالي.
- اختبار أثر سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي من خلال إجراء الدراسة التطبيقية على مؤسسة "أليانس" للتأمينات.

### 5- المنهج المتبع والأدوات المستخدمة:

بغرض الإحاطة التامة بمختلف جوانب موضوع دراستنا قمنا بالاعتماد فيما يخص الجانب النظري على المنهج الوصفي، وذلك من خلال تقديم الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح والأداء المالي، والمنهج التحليلي في تحليل النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح وعلاقتها بالأداء المالي. أما فيما يخص الجانب التطبيقي لدراستنا فاعتمدنا على المنهج القياسي من خلال دراسة العلاقة الإحصائية بين المتغير المستقل والمتغير التابع .

بالنسبة للأدوات المستعملة في الدراسة، تم الاعتماد على الكتب والمذكرات المرتبطة بالموضوع وكذلك المقالات المنشورة في المجالات العلمية إضافة إلي المواقع الإلكترونية التي كانت مصدرا لنا في استخراج القوائم المالية للمؤسسة محل الدراسة. أما فيما يخص معالجة البيانات وتحليلها فقد تم استخدام

برنامج EXEL و Eviews 12

### 6- أسباب اختيار الموضوع:

- تم اختيار الموضوع لعدة أسباب أهمها:
- الرغبة الشخصية في دراسة هذا الموضوع.
- الأهمية البالغة لهذا الموضوع في مجال الإدارة المالية.
- عدم وجود دراسات كثيرة حول علاقة سياسة توزيع الأرباح بالأداء المالي.

- توسيع دائرة البحث العلمي.

- تدعيم مجال الإدارة المالية بدراسة جديدة وهامة.

#### 7- إطار الدراسة:

تتخصر حدود الدراسة فيما يلي :

#### الحدود الموضوعية :

تهدف الدراسة إلى اختبار أثر سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي لمؤسسة "أليانس" للتأمينات.

#### الحدود المكانية:

شملت الدراسة مؤسسة "أليانس" للتأمينات كعينة وهي شركة مسعرة في بورصة الجزائر.

#### الحدود الزمنية:

تم تحديد الفترة ما بين (2011-2021) كفترة زمنية للدراسة.

#### 8- الدراسات السابقة:

- دراسة للباحثة "موصو سراح" (2022)، بعنوان "دراسة قياسية لأهمية تأثير سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشرات S&P100"، مقال، حيث هدفت الدراسة إلى اختبار وقياس تأثير سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشرات S&P100، أجريت الدراسة على 51 مؤسسة اقتصادية خلال الفترة 2014-2018، حيث اعتمدت الدراسة على بيانات البائل باستخدام نموذج التأثيرات الثابتة، توصلت الدراسة إلى عدم وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لسياسة توزيع الأرباح ممثلة في نسبة الأرباح الموزعة للسهم الواحد على الأداء المالي معبرا عنه بالعائد على إجمالي الأصول للمؤسسات المدرجة في مؤشر S&P100، بينما توصلت الدراسة إلى وجود تأثير موجب وذو دلالة إحصائية للأرباح المحتجزة على العائد على إجمالي الأصول للمؤسسات محل الدراسة، كما أشارت نتائج الدراسة إلى وجود تأثير سلبي للرفع المالي على أداء المؤسسة محل الدراسة .

- دراسة للباحثين "نوال غربي ومحرز نور الدين" (2022) بعنوان "أثر سياسة توزيع الأرباح على قرار الاستثمار دراسة قياسية للشركات المدرجة في مؤشر Nasdaq100" مقال، هدفت الدراسة إلى معرفة طبيعة العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وقرار الاستثمار باعتبارها من أهم القرارات المالية، وذلك بالاعتماد على نموذج الانحدار الخطي المتعدد لبيانات البائل وباستخدام طريقة المربعات الصغيرة العادية OLS حيث توصلت الدراسة إلى أن سياسة توزيع الأرباح لها تأثير سلبي على قرار الاستثمار بالإضافة إلى وجود تأثير معنوي لجميع المتغيرات الضابطة على الاستثمار لعينة من الدراسة .

- دراسة للباحثة Narang (2018)، بعنوان "دراسة قياسية لسياسة توزيع الأرباح وأداء الشركة دراسة قياسية للشركات المدرجة في البورصة الوطنية، *Dividend policy and firm performance listed firms on national stock exchange*" مقال، حيث تبحث هذه الدراسة على العلاقة بين الأداء المالي وتوزيعات الأرباح بين الشركات المدرجة في NSE حيث استخدمت الدراسة نموذج التأثيرات الثابتة توصلت الدراسة إلي عدم وجود علاقة بين التوزيعات للأرباح الممثلة في (ربحية السهم ، نسبة الأرباح الموزعة) على العائد على حقوق الملكية (ROE) و العائد على إجمالي الأصول (ROA) كمقياس للأداء المالي للمؤسسات المدرجة في مؤشر NEA .

- دراسة للباحث (2018) "Kolawole Mukhtar et Onmony" ، بعنوان " *Effect of dividend policy on the performance of listed oil and firms in nigeria*" مقال، حيث كان الغرض الرئيسي للدراسة هو معرفة تأثير سياسة توزيع الأرباح على أداء شركات النفط في نيجيريا استخدم في الدراسة نموذج الانحدار التجميعي لمعرفة علاقة سياسة توزيع الأرباح بالأداء المالي محل الدراسة، حيث توصلت الدراسة إلي وجود تأثير إيجابي لنسبة الأرباح الموزعة (DPA) والأرباح المحتجزة وعلى ربحية السهم بينما كان لعائد الأرباح المدفوعة أثر كبير ولكن سلبي على ربحية السهم .

- دراسة للباحث "رشيد حفصي" (2016) بعنوان "دراسة تحليل سياسة توزيع الأرباح على أداء أسهم المؤسسات المدرجة في السوق المالي -حالة سوق دبي المالي 2011-2014" مقال، تم الاعتماد على نماذج الانحدار الخطي المتعدد البسيط وتبين من خلال الدراسة أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين سياسة توزيع الأرباح (نصيب السهم من التوزيعات النقدية، ربحية السهم) وقيمة أسهم المؤسسات المدرجة في سوق دبي المالي، بينما لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الأرباح المحتجزة وقيمة المؤسسة.

- دراسة للباحث (2014) Dogane et Yusuf " *The Influence Of Dividend Payments On Company Performance The Case Of Istanbul Stock exchange*" مقال، تبحث هذه الدراسة عن العلاقة بين توزيعات الأرباح والأداء المالي للشركات المدرجة في مؤشر NSE، طبقت الدراسة على عينة مكونة من 20 شركة مدرجة في هذا المؤشر، حيث استخدمت الدراسة نموذج التأثيرات الثابتة ، توصلت الدراسة إلي عدم وجود علاقة بين سياسة توزيع الأرباح (ربحية السهم، نسبة الأرباح الموزعة ) على العائد على إجمالي الأصول (ROA) والعائد على حقوق الملكية (ROE) كمقاييس للأداء المالي للشركات المدرجة في مؤشر NSE.

- دراسة للباحث "علي بن الضب" (2009)، بعنوان "دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة" أطروحة ماجستير، اعتمدت الدراسة على نماذج الانحدار الخطي المتعدد والبسيط، حيث تم اختيار كفاءة السوق المالي الكويتي عند المستوى الضعيف

بالاعتماد على اختبارات السلاسل الزمنية لسلسلة أسعار أسهم الشركات، حيث من خلال الدراسة تبين أن السوق الكويتي للأوراق المالية تعد سوقاً كفوفاً عند المستوى الضعيف وإلى أن متغير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح تحصلا على أكبر قيمة في تفسير قيمة المؤسسة المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية، ولهما تأثير ذو معنوية إحصائية على قيمة المؤسسة وهما ليس لوجودهما بل توجد متغيرات أخرى محاسبية وبورصية لها تأثير ذو معنوية إحصائية وهي حجم المؤسسة والمردوديات، حجم السيولة، المخاطر النظامية.

حيث اشتركت دراستنا مع الدراسات السابقة العربية منها والأجنبية من حيث الهدف، والذي يتمثل في دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية كدراسة Kolawole (2018) Mukhtar et Onmonya ودراسة "موصو سراح" (2022) و Dogane et Yusuf (2014) ، واختلفت مع دراسات أخرى كدراسة "توال عربي" و"محرز نور الدين" وكذلك "رشيد حفصي" و"علي بن الضب" التي درست كل من أثر سياسة توزيع الأرباح على قرار الاستثمار ودراسة تحليل سياسة توزيع الأرباح على أداء أسهم المؤسسات المدرجة في السوق المالي (سوق دبي المالي) ودراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة على الترتيب، وتوافقت كذلك دراستنا مع الدراسات السابقة من خلال النتائج المتوصل إليها المتمثل في عدم وجود أثر بين سياسة توزيع الأرباح والأداء المالي كدراسة "ميقا نارنج Narang" (2018) و"موصو سراح" (2022) و Kolawole Mukhtar et Onmonya (2018) واختلفت مع دراسات أخرى كدراسة "رشيد حفصي" (2016) و Dogane et Yusuf (2014).

#### 9- صعوبات الدراسة:

حاولنا قدر المستطاع أن تكون هذه المذكرة أعمق وأدق سواء من الناحية النظرية أو التطبيقية ، إلا أن هناك صعوبات وعوائق اعترضتنا نذكر منها:

- ضيق الفترة الممنوحة للدراسة.
- نقص المراجع والدراسات التي تربط في موضوعها بين متغيري دراستنا.
- ارتفاع تكاليف الحصول على المعلومات من المراجع الموضوعية في مواقع إلكترونية متخصصة تشتت الاشتراك.

إلا أن هذه الصعوبات والعوائق لم تثبط من عزمنا وإرادتنا لإنجاز هذا العمل بهذا الشكل والذي لا يخلو من النقائص بطبيعة الحال كأبي جهد بشري آخر.

#### 10- خطة الدراسة:

لأجل إعداد دراستنا قمنا بتقسيمها إلى جانبين ، جانب نظري يحتوى على فصلين وجانب تطبيقي يحتوى على فصل واحد .

فيما يخص الجانب النظري تضمن الفصل الأول الإطار النظري حول الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية، حيث تم تقسيمه إلي مبحثين تضمن المبحث الأول عموميات حول أداء المؤسسة الاقتصادية أما المبحث الثاني فتضمن أساسيات حول الأداء المالي.

تضمن الفصل الثاني سياسة توزيع الأرباح وعلاقتها بالأداء المالي وهذا الفصل بدوره قسم إلي مبحثين، المبحث الأول تحدثنا فيه عن أساسيات حول سياسة توزيع الأرباح، في حين تحدثنا في المبحث الثاني عن النظريات المفسرة لعلاقة سياسة توزيع الأرباح بالأداء المالي.

تضمن الجانب التطبيقي من دراستنا فصلا واحدا قمنا من خلاله بمحاولة دراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي لمؤسسة "أليانس" للتأمينات، حيث تم تقسيمه إلي ثلاث مباحث، في المبحث الأول قمنا بتقديم شركة "أليانس" للتأمينات، في المبحث الثاني تحدثنا عن الإطار العام للدراسة، وتم تخصيص المبحث الثالث لتحليل نتائج الدراسة.



## الفصل الأول:

الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية

### تمهيد

تغيرت البيئة الاقتصادية للمؤسسات وطرحت بذلك متغيرات عديدة وجديدة تؤثر على أداء المؤسسة الاقتصادية سلبا وإيجابا، من كل النواحي، ما جعل دراسة مفهوم الأداء بمختلف أنواعه وأبعاده ومكوناته ضرورة حتمية لمعرفة ما هي العوامل المؤثرة عليه وكذا معرفة مدى نجاعة أداء المؤسسة في ظل تأثير هذه العوامل، ويعتبر الأداء المالي أحد أهم أنواع الأداء في المؤسسة الذي دأب الباحثون الأكاديميون وأهل الاختصاص من اقتصاديين وإداريين ماليين على تحليله ودراسته و معرفة ماهيته، باعتباره أحد أهم متغيرات الدراسات في الإدارة المالية، ويعد مرجعا لمعرفة نجاح عمل المؤسسة الاقتصادية، إذ أن معرفة مفهوم الأداء المالي والخطوات والمؤشرات الخاصة بتقييمه والعوامل المؤثرة فيه، من شأنه أن يعطي للباحث فكرة واسعة عن فعالية وفاعلية أداء المؤسسة عموما من منطلق أداءها المالي، وهذا ما سنحاول دراسته في هذا الفصل انطلاقا من معرفة وفهم مفهوم المؤسسة الاقتصادية ومعنى أداءها ومكوناته وأبعاده وأنواعه إلى البحث عن مفهوم الأداء المالي وخطوات ومراحل والمؤشرات التي تساعد في تقييمه ختاما بالعوامل المؤثرة فيه.

## المبحث الأول: الإطار الأساسي لأداء المؤسسة الاقتصادية

المؤسسة الاقتصادية هي محرك أساسي للتطور الاقتصادي باعتبارها لبنة أساسية في الاقتصاد تعطي قيمة مضافة له بتوظيفها الجيد لمواردها المادية والبشرية المختلفة، ما يجعل مفهوم المؤسسة الاقتصادية واسعاً، وهذا ما سنتطرق له فيما يلي:

### المطلب الأول: مفهوم المؤسسة الاقتصادية

إن كلمة مؤسسة هي بالواقع ترجمة للكلمة **Enterprise** كما يمكن استعمالها ترجمة الكلمتين

التاليتين: **Firm** و **Undertaking**

وللمؤسسة تعاريف متعددة نذكر منها:

- المؤسسة هي تنظيم إنتاجي معين، الهدف منه هو إيجاد قيمة سوقية، من خلال الجمع بين عوامل إنتاجية معينة، ثم تتولى بيعها في السوق لتحقيق الربح المتحصل من الفرق بين الإيراد الكلي الناتج من ضرب سعر السلعة في الكمية المباعة منها وتكاليف الإنتاج.
- المؤسسة هي القوالب التي ينظم الناس فيها شؤونهم في علاقاتهم بعضهم مع بعض، والمؤسسة جهاز عمل، وأجهزة العمل تشتمل على تركيبات و نظم وأدوات وتجهيز وتوزيع<sup>1</sup>.
- كما يعرف المؤسسة كمنظمة اقتصادية واجتماعية مستقلة نوعاً ما، تؤخذ فيها القرارات حول تركيب الوسائل البشرية والمالية والمادية والإعلامية بغية خلق قيمة مضافة حسب الأهداف في نطاق زمكاني<sup>2</sup>.
- هي وحدة أو منظمة تتبع نظاماً اقتصادياً تمارس من خلاله نشاط إنتاجي سلعي أو خدمي، بغية تحقيق أهدافها، وللمؤسسة أنواع عدة، يتماشى كل منها مع طبيعة أهدافها، وفق إطار قانوني مرتبط بنشاطها، وللمؤسسة استقلالية مالية تؤهلها لممارسة نشاطها ضمن بيئة داخلية وأخرى خارجية في زمان محدد<sup>3</sup>.

### ثانياً: خصائص المؤسسة الاقتصادية

من خلال التعاريف السابقة يمكن استخلاص الخصائص التالية:<sup>4</sup>

- للمؤسسة شخصية قانونية مستقلة من حيث امتلاكها لحقوق وصلاحيات أو من حيث واجباتها ومسؤولياتها.
- القدرة على الإنتاج أو أداء الوظيفة التي وجدت من أجلها.
- أن تكون قادرة على البقاء بما يكفل لها من تمويل كاف وظروف مواتية وعمالة كافية وتكون قادرة على تكيف نفسها مع الظروف المتغيرة.

<sup>1</sup> عمر صخري، اقتصاد المؤسسة، الطبعة الرابعة، ديوان المطبوعات الجامعية الساحة المركزية، بن عكنون، الجزائر، 2006، ص ص 24، 25.

<sup>2</sup> عبد الرزاق حبيب، اقتصاد وتسيير المؤسسة، الطبعة الرابعة، ديوان المطبوعات الجامعية، 2009، ص 28.

<sup>3</sup> فوزي محيريق بن الجيلاني، مدخل لاقتصاد المؤسسة، مطبعة الرمال ولاية الوادي- الجزائر، 2020، ص 25.

<sup>4</sup> يوسف سداوي، أساسيات في إدارة المؤسسات، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، سنة 2013، ص (34-36).

- التحديد الواضح للأهداف والبيانات والبرامج وأساليب العمل.
- ضمان الموارد لكي تستمر عملياتها.
- لا بد أن تكون المؤسسة ملائمة للبيئة التي وجدت فيها وتستجيب لها.
- المؤسسة وحدة اقتصادية أساسية في المجتمع فبالإضافة إلى مساهمتها في الإنتاج ونمو الدخل الوطني، فهي مصدر رزق الكثيرين.
- بالإضافة إلى الخصائص التقليدية للمؤسسة ظهرت في ظل العولمة خصائص جديدة حيث أن العولمة هي تغيير في السلوك والقوة ولذلك فهي تتطلب طرق ونماذج جديدة لإدارة الناس وتمكينهم من مواجهة المنافسين، ويمكن إجمال أهم خصائص المؤسسات في عصر العولمة في النقاط التالية:
- أنها مؤسسات عضوية من خلال التفاعل المتبادل بين أجزائها الداخلية من ناحية، وبينها وبين البيئة الخارجية من جهة أخرى، ومن خلال رصد المتغيرات البيئية وتحليل آثارها ثم الاستجابة لتبني سياسات وهيكل تتلاءم مع هذه المتغيرات.
- المؤسسة الرشيقة **Lean Organization** والتي من المتوقع أن تحل محل المؤسسة البديلة وذلك بالاعتماد على العمل التعاقدية، وهو ما يجعل في طياته مزايا تخفيض التكلفة والمرونة، ولكن يفرض مزيداً من الضغوط على العاملين ومخاطر حول الأمن الوظيفي.
- التحول من الهياكل الرئيسية التقليدية القائمة على تعدد مستويات السلطة يتم تصنيف الموظفين طبقاً لمراكزهم الوظيفية وسلطاتهم وأجورهم إلى الهياكل الأفقية التي تقوم على فرض العمل ووحدات الأعمال التي تتسم بقدر كبير من الاستقلالية وحرية التصرف والتعاون، بدلاً من النموذج الكلاسيكي للأمر والرقابة وبالتالي أصبحت السلطة الرسمية أقل أهمية وزادت تأدية الخبرة والقيادة والمعرفة.

### المطلب الثاني: مفهوم الأداء

- رغم كثرة الدراسات والبحوث المتتالية لمصطلح الأداء، إلا أنه لم يتم التوصل إلى مفهوم محدد له حيث أنه هناك عدة تعاريف نذكر منها:
- عرف الأداء بأنه دالة للمؤشرات والخصائص المنظمة، إضافة إلى خيارات قادة المنظمة، وعرف أيضاً بأنه انعكاس للطريقة التي تم فيها استخدام المنشأة لمواردها البشرية والمادية وبالشكل الذي يجعلها قادرة على تحقيق أهدافها<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> فلاح حسن الحسيني، مؤيد عبد الرحمان الدوري، إدارة البنوك مدخل كمي واستراتيجي معاصر، الطبعة الرابعة، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن - عمان -، 2008، ص 221.

- يعرف الباحثان **Robins And Wlersema** الأداء على أنه: "يعبر عن إمكانية المنظمة في تحقيق ما تصبو إليه من أهداف بعيدة الأمد". وهناك من عرف الأداء بأنه "النتائج النهائية لأنشطة وفعاليات المنظمة"<sup>1</sup>.

- ويمكن تعريفه على أنه المخرجات أو الأهداف التي يسعى النظام إلى تحقيقها، وهذا التعريف يتماشى مع آراء العديد من الباحثين الذين ركزوا على الأداء من حيث تحقيق الأهداف ونسبة الوصول إليها، أي ما يتعلق أكثر بالفعالية -مدى قدرة المؤسسة على تحقيق أهدافها-، فقد تم تعريفه أيضا على نفس النحو السابق، بأنه انعكاس لقدرة منظمة الأعمال وقابليتها على تحقيق أهدافها، كما وضح **And Bromiley** و**Miller** الأداء في إشارة أكثر لمفهوم الكفاءة، حيث تم النظر إلى أن الأداء هو محصلة أو انعكاس لكيفية استخدام المنظمة لمواردها المادية والبشرية واستغلالها بالصورة التي تجعلها قادرة على تحقيق أهدافها، وعرف آخرون الأداء بأنه: "النشاط الشمولي المستمر الذي يعكس نجاح المنظمة، واستمراريتها وقدرتها على التكيف مع البيئة، وفشلها وانكماشاتها وفق معايير محددة تضعها المؤسسة، وفقا لمتطلبات نشاطاتها وفي ضوء الأهداف طويلة الأمد"<sup>2</sup>.

### المطلب الثالث: أنواع أداء المؤسسة

إن تحديد أنواع الأداء لا بد له من حتمية اختيار معايير التقسيم، التي تصنف اعتياديا ضمن أربعة أشكال هي: معيار الشمولية، معيار مصدر الأداء، المعيار الوظيفي ومعيار الطبيعة<sup>3</sup>.

#### أولاً: حسب معيار الشمولية

حسب هذا المعيار يقسم الأداء إلى كلي وجزئي كالتالي:

**1- أداء كلي:** يتجلى الأداء الكلي للمؤسسة في النتائج التي ساهمت بها جميع العناصر دون انفراد جزء أو عنصر لوحدة في تحقيقها، فالأداء الكلي للمؤسسة يعني الحديث عن قدرة المؤسسة الإجمالية في تحقيق أهدافها الرئيسية كالاستمرارية والنمو وخلق القيمة.

**2- أداء جزئي:** على خلاف الأداء الكلي فإن الأداء الجزئي هو قدرة الأنظمة الفرعية للمؤسسة على تحقيق أهدافها الفرعية وبالتالي المساهمة في تحقيق الأهداف الكلية، أي أن الأداء الكلي للمؤسسة الاقتصادية هو تفاعل وتكامل وتسلسل مجموع الأداءات الجزئية.

<sup>1</sup> نجوى فيلالي، تقييم الأداء المالي للمصارف دراسة تطبيقية في بنك البركة فرع 402، مجلة العلوم الإنسانية والاجتماعية، المجلد 06، العدد 02، جامعة قسنطينة -2- عبد الحميد مهري، 2020، ص 53.

<sup>2</sup> عادل بومجان، تأهيل الموارد البشرية لتحسين أداء المؤسسة الاقتصادية، دراسة حالة مؤسسة صناعة الكوابل -فرع جنرال كابل- بسكرة، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في علوم التسيير، جامعة محمد خيضر - بسكرة-، 2014-2015، ص ص 44، 45.

<sup>3</sup> نوبلي نجلاء، استخدام أدوات المحاسبة الإدارية في تحسين الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية -دراسة حالة مؤسسة المطاحن الكبرى للحبوب- بسكرة، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه العلوم التجارية تخصص محاسبة، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2014-2015، ص

ثانياً: حسب معيار المصدر

يقسم أداء المؤسسة وفق هذا المعيار إلى نوعين: أداء ذاتي (داخلي) و أداء خارجي

1- أداء داخلي (أداء الوحدة): أي أنه ينتج بفضل ما بحوزة المؤسسة الاقتصادية من موارد ضرورية لنشاطها فهو ينتج أساساً من الموارد التالية:

1-1- الأداء البشري: وهو أداء أفراد المؤسسة الذين يمكن اعتبارهم مورد استراتيجي قادر على صنع القيمة وتحقيق الأفضلية التنافسية من خلال تسيير مهاراتهم.

1-2 الأداء التقني: ويتمثل في قدرة المؤسسة على استعمال استثماراتها و وسائلها التقنية بشكل فعال.

1-3 الأداء المالي: ويكمن في فعالية وكفاءة استخدام الوسائل المالية المتاحة.

2- أداء خارجي (أداء ظاهري): وهو ذلك الأداء الناتج عن التغيرات التي تحدث في المحيط الخارجي للمؤسسة، فهذه الأخيرة لا تتسبب في إحداثها ولكن المحيط الخارجي هو الذي يولدها، وهذا النوع بصفة عامة يظهر في النتائج الجيدة التي تتحصل عليها المؤسسة كارتفاع رقم الأعمال نتيجة لارتفاع أسعار الصرف أو خروج أحد المنافسين... الخ.

ثالثاً: حسب المعيار الوظيفي

ويقسم الأداء وفقاً لهذا المعيار حسب وظائف المؤسسة الاقتصادية التي يمكن حصرها في: الوظيفة المالية، ووظيفة الإنتاج، ووظيفة الموارد البشرية، ووظيفة التسويق، ووظيفة التموين، ووظيفة البحث والتطوير، ووظيفة العلاقات العمومية<sup>1</sup>.

1- أداء الوظيفة المالية: يتمثل هذا الأداء في قدرة المؤسسة على بلوغ أهدافها المالية بأقل التكاليف الممكنة.

2- أداء وظيفة الإنتاج: ويقصد به قدرة المؤسسة الاقتصادية على تحقيق المعدلات المطلوبة من الإنتاجية، وإنتاج منتجات بجودة عالية وبتكاليف منخفضة تسمح لها بالتنافس مع مثيلاتها وتخفيض نسبة تعطل الآلات و التأخر في تلبية الطلب.

3- أداء وظيفة الموارد البشرية: ويقصد بها الأثر الصافي لجهود الفرد التي تبدأ بالقدرات وإدراك الدور أو المهام، والذي بالتالي يشير إلى درجة تحقيق وإتمام المهام المكونة لوظيفة الفرد.

4- أداء وظيفة التموين: يتمثل أداءها في القدرة على توفير المواد الأولية بجودة عالية وفي الآجال المحددة وبشروط دفع مرضية والحصول على آجال تسديد الموردين تفوق الآجال الممنوحة للعملاء، وتحقيق استغلال جيد لأماكن التخزين.

5- أداء وظيفة البحث والتطوير: يتمثل أداء وظيفة البحث والتطوير بقدرتها على توفير الجو الملائم للاختراع والابتكار والتجديد، وتحقيق وتيرة التجديد مقارنة بالمنافسين، ومواكبة التطورات الحديثة.

<sup>1</sup> المرجع السابق، ص ص 145، 146.

- 6- أداء وظيفة التسويق: يتمثل في قدرة وظيفة التسويق على التحديد الجيد لمتطلبات العملاء، وبالتالي محاولة تلبيتها وإرضاءه، وأيضا معرفة الحصص السوقية للمؤسسة ومحاولة تنميتها وتعظيمها.
- 7- أداء وظيفة العلاقات العمومية: إن أداء وظيفة العلاقات العمومية يتجسد في قدرة المؤسسة على حسن تسيير علاقات المؤسسة الاقتصادية مع مختلف الأطراف الفاعلة معها وإرضائهم كالمساهمين، الموظفين، العملاء، الموردين وأخيرا الدولة.

#### رابعا: حسب معيار الطبيعة

حسب هذا المعيار فإن الأداء يقسم إلى: أداء اقتصادي، أداء اجتماعي، أداء سياسي، أداء تكنولوجي<sup>1</sup>.

1- الأداء الاقتصادي: ويعبر عن الأهداف الأساسية التي تسعى المؤسسة الاقتصادية إلى تحقيقها ويتمثل في تعظيم نواتجها ( الإنتاج، الربح، القيمة المضافة، رقم الأعمال، حصة السوق، المردودية...) وتذنية استخداماتها ( رأس المال، العمل، المواد الأولية، التكنولوجيا).

2- الأداء الاجتماعي: إن الأهداف الاجتماعية التي ترسمها المؤسسة أثناء عملية التخطيط كانت قبل ذلك شروطا فرضها عليها العاملون أولا، وأفراد المحيط الخارجي ثانيا، والقدرة على تحقيق هذه الأهداف هو ما يصطلح عليه بالأداء الاجتماعي، وبعد الأداء الاجتماعي لأي مؤسسة هو أساسا تحقيق المسؤولية الاجتماعية لها.

3- الأداء التكنولوجي: يكون للمؤسسة أداء تكنولوجيا عندما تكون لها القدرة على تحقيق ما قامت بالتخطيط له من أهداف تكنولوجية كالسيطرة على مجال تكنولوجي معين....الخ.

4- الأداء السياسي: ويتجسد في بلوغ المؤسسة أهدافها السياسية، و يمكن للمؤسسة أن تتحصل على مزايا من خلال تحقيق أهدافها السياسية التي تعتبر كوسائل لتحقيق أهدافها الأخرى، والأمثلة في هذا المجال عديدة والمثال التالي يوضح أهمية الأهداف السياسية لبعض المؤسسات كتمويل الحملات الانتخابية من أجل إيصال أشخاص معينين إلى الحكم لاستغلال امتيازاتهم فيما بعد لصالح المؤسسة.

#### المطلب الرابع: أبعاد ومكونات أداء المؤسسة

##### أولا: أبعاد الأداء

بعد عرض مجموعة التعاريف لمفهوم الأداء وكذا أنواعه، لابد من تحليل الأبعاد التي يتضمنها هذا المفهوم، إذ يركز البعض على الجانب الاقتصادي في الأداء، بينما يركز البعض الآخر على الجانب التنظيمي والاجتماعي هذا من منطلق أن الأداء مفهوم شامل، وتتمثل هذه الأبعاد فيما يلي:<sup>2</sup>

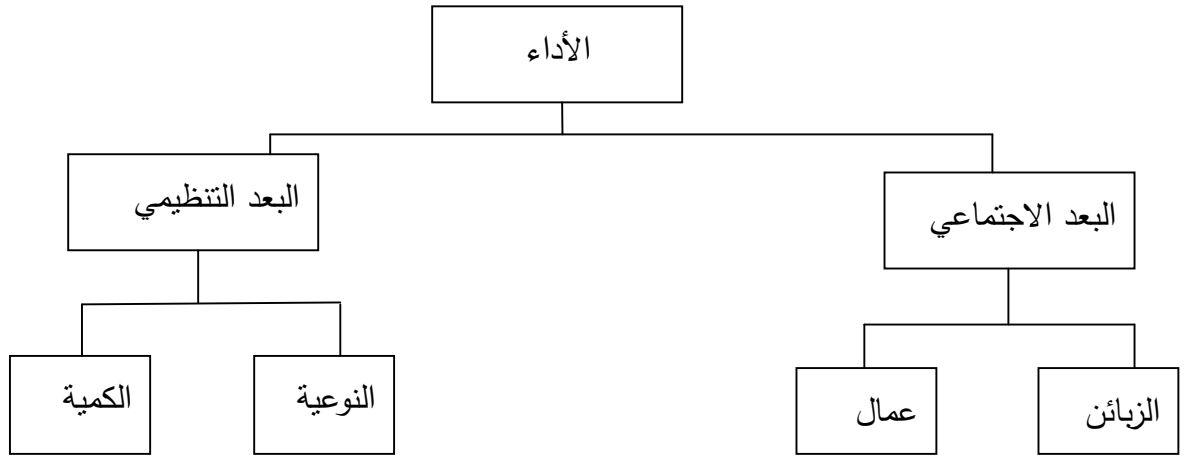
<sup>1</sup> المرجع السابق، ص ص 146، 147.

<sup>2</sup> سهيلة بعزيز، استخدام المؤشرات المالية التقليدية والحديثة في تقييم الأداء المالي للبنوك التجارية -دراسة بنك الفلاحة والتنمية الريفية-، مذكرة مكملة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية، جامعة العربي بن مهيدي-أم البواقي-، 2017-2018، ص 13، بتصرف.

**1- البعد التنظيمي:** يقصد بالبعد التنظيمي الإجراءات والآليات التنظيمية التي تعتمد عليها المؤسسة في المجال التنظيمي لتحقيق أهدافها، ومن ثم يكون لدى إدارة المؤسسة معايير يتم قياس فعالية الإجراءات التنظيمية المعتمدة وأثرها على الأداء في ضوءها، حيث يتيح للمؤسسة إدراك الصعوبات التنظيمية في الوقت الملائم.

**2- البعد الاجتماعي:** يشير البعد الاجتماعي للأداء إلى مدى تحقيق الرضا لدى أفراد المؤسسة على اختلاف مستوياتهم، لأن مستوى رضا العاملين يعبر مؤشرا على وفائهم لمؤسستهم، وتتجلى أهمية ودور هذا البعد في التأثير السلبي لاهتمام المؤسسة بالجانب الاقتصادي على حساب الاجتماعي للموارد البشرية، إذ يؤثر ذلك وعلى المدى البعيد سلبيا على تحقيق المؤسسة لأهدافها.

الشكل رقم (1-1): أبعاد الأداء



**المصدر:** سهيلة بعزيز، استخدام المؤشرات المالية التقليدية والحديثة في تقييم الأداء المالي للبنوك التجارية -دراسة بنك الفلاحة والتنمية الريفية-، مذكرة مكملة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية، جامعة العربي بن مهيدي -أم البواقي-، 2017-2018، ص 15.

من خلال الشكل السابق، يتبين أن البعد الاجتماعي للأداء يشير إلى مدى تحقيق الرضا عند الزبائن والعمال، حيث أن أداء المؤسسة لم يعد يعبر عن تخفيض التكاليف فقط، بل عن القيمة التي يجنيها الزبون من تعامله مع المؤسسة كما توسع مفهوم الأداء ليشمل أيضا عمال المؤسسة، أما البعد التنظيمي فيقصد به الطرق والكيفيات التي تعتمد عليها المؤسسة في المجال التنظيمي بغية تحقيق الأهداف الكمية والنوعية، هذه العناصر (زبائن عمال، النوعية، والكمية) تشكل نتائج أداء المؤسسة التي تظهر مستوى الأداء (ضعيف، متوسط، جيد) وما يتضمنه من ربحية، رضا كل من الزبون والعامل، وللتحكم أو التأثير في هذه النتائج لابد من معاملة الأداء من منظور الوظيفة الإدارية في المؤسسة، وبمعنى آخر وجود إدارة الأداء.



### ثانياً: مكونات الأداء

يتكون مفهوم الأداء من العديد من الركائز أهمها: الكفاءة الفعلية والإنتاجية، بمعنى أن المؤسسة التي تتميز بالأداء الجيد هي التي تجمع بين هذه المكونات للوصول إلى أهدافها المسطرة، لذلك فإنه من المفيد أن نعرض كل مفهوم على حدى على النحو التالي:<sup>1</sup>

**1- الفعالية:** وتتمثل في القدرة على تحقيق أهداف المؤسسة من خلال تحسين أداء الأنشطة المناسبة، كما يمكن تعريف الفعالية أنها قدرة المؤسسة على تحقيق أهدافها الإستراتيجية، مثل تعظيم حصتها في السوق مقارنة بمنافسيها.

**2- الكفاءة:** إن الكفاءة تعني عمل الأشياء بطريقة صحيحة، كما أن جوهر الكفاءة يتمثل في تعظيم النتائج، وتدني التكاليف، بمعنى آخر يمكن تمثيل الكفاءة بمعادلة يحتوي أحد طرفيها على بلوغ أقصى ناتج بتكاليف محدودة ومعينة، بينما يحتوي الطرف الآخر على بلوغ الحد المقرر من الناتج بأقل تكلفة، وتقاس الكفاءة عادة من خلال نسبة المخرجات على المدخلات.

**3- الإنتاجية:** تعتبر الإنتاجية مقياس الكفاءة التي تسمح بها المؤسسة في عملية تحويل المدخلات إلى المخرجات، وبالتالي هي تعبر عن كمية الإنتاج المنسوبة لعنصر أو عدة عناصر من الإنتاج خلال فترة زمنية محددة.

### المبحث الثاني: أساسيات حول الأداء المالي

#### المطلب الأول: مفهوم الأداء المالي

يعد الأداء المالي من أكثر ميادين الأداء المستخدمة وأقدمها لقياس أداء المؤسسة، لأنه بالاستقرار والثبات يساهم في توجيه المؤسسات نحو المسار الأفضل والصحيح، وفيما يلي سوف نتطرق لبعض تعاريف الأداء المالي، وكذا خصائصه وأهميته.

#### أولاً: تعريف الأداء المالي

- هو أداة تحفيز العاملين والإدارة في المؤسسة لبذل المزيد من الجهد، بهدف تحقيق نتائج ومعايير مالية أفضل من سابقتها.<sup>2</sup>

- أداة تحفيز لاتخاذ القرارات الاستثمارية وتوجيهها تجاه الشركات الناجحة فهي تعمل على تحفيز المستثمرين للتوجه إلى الشركة أو الأسهم التي تشير معاييرها المالية على التقدم والنجاح عن غيرها.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> المرجع السابق، ص ص 15، 16، بتصرف.

<sup>2</sup> محمد محمود الخطيب، الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات، الطبعة الأولى، دار حامد للنشر، عمان، 2010، ص 46.

<sup>3</sup> السعيد فرحات جمعة، الأداء المالي لمنظمات الأعمال، الطبعة الأولى، دار المريخ للنشر، الرياض، 2002، ص 37.

### ثانياً: خصائص الأداء المالي

- يتسم الأداء المالي بالعديد من الخصائص منها ما يلي:<sup>1</sup>
- الأداء المالي أداة تعطي صورة واضحة على الوضع المالي القائم في المؤسسة الاقتصادية.
  - الأداء المالي يحفز الإدارة لبذل المزيد من الجهد لتحقيق أداء مستقبلي أفضل من سابقه.
  - الأداء المالي أداة لتدارك الانحرافات والمشاكل التي قد تواجه المؤسسة وتحديد مواطن القوة والضعف.
  - الأداء المالي وسيلة جذب المستثمرين للتوجه للاستثمار في المؤسسة.
  - الأداء المالي آلية أساسية وفعالة لتحقيق أهداف المؤسسة.

### ثالثاً: أهمية الأداء المالي

تكمن أهمية الأداء المالي في المؤسسة في أنه يساهم مساهمة فعالة في تحقيق الأهداف الأساسية للمؤسسة الاقتصادية، وهذا ما يخدم متطلبات المسيرين والمساهمين في آن واحد بتوفير المعلومات حول الوظيفة المالية التي من شأنها أن تعطي صورة واضحة عن الوضعية المالية، مما يساعد في تحديد مواطن القوة والضعف ويساعد في ترشيد القرارات المالية، والتنبؤ باستمرار للأداء المالي المستقبلي وفي إجراء مقارنات سواء بين المؤسسة ومثيلاتها (المؤسسات في نفس القطاع) أو بين الوضعيات المالية لعدة سنوات لنفس المؤسسة.<sup>2</sup>

### المطلب الثاني: خطوات تقييم الأداء المالي ومؤشراته

تمر عملية تقييم الأداء المالي بخطوات محددة ومرتبطة، وكذلك لعملية تقييم الأداء المالي مؤشرات معينة منها التقليدية ومنها الحديثة وهذا ما سنوضحه فيما يلي:

#### أولاً: خطوات تقييم الأداء المالي

- يمكن حصر خطوات تقييم الأداء المالي في الخطوات الأربعة التالية:<sup>3</sup>
- 1- الحصول على الكشوفات المالية السنوية للفترة وهي الميزانية وجدول حسابات النتائج، جدول تدفقات الخزينة، بيان تغيرات رؤوس الأموال الخاصة والملاحق، وذلك لأجل حساب مختلف النسب والمؤشرات والتي تتضمن الأداء المالي للمؤسسة خلال الفترة.
  - 2- حساب مختلف مؤشرات تقييم الأداء كنسب الربحية، السيولة، النشاط، الرفع المالي والتوزيعات... الخ ويتم بإعداد واختيار الأدوات المالية التي تستخدم في عملية تقييم الأداء المالي بصورة كاملة.

<sup>1</sup> إشتعال طه فضل المولى محمد، تقويم الأداء المالي للمصارف باستخدام المؤشرات المالية ودورها في التنبؤ بالفشل المالي والحد من مخاطر بالخرطوم- دراسة تطبيقية على عينة من المصارف التجارية بالخرطوم- في الفترة 2009-2015، رسالة مقدمة لنيل درجة دكتوراه الفلسفة في المحاسبة والتمويل، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، 2017، ص ص 55.

<sup>2</sup> المرجع السابق، ص 56.

<sup>3</sup> سراج موصو، تأثير السلوك التمويلي على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية -دراسة قياسية للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر S & p500 -، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة محمد الصديق بن يحيى -جيجل-، 2021-2022، ص ص 110،111.

3- دراسة وتقييم وتحليل النسب المالية، وبعد استخراج النتائج يتم معرفة الانحرافات والفروقات ومواطن الضعف بالأداء المالي الفعلي، من خلال مقارنته بالأداء المتوقع أو مقارنته مع أداء المؤسسات التي تعمل في نفس القطاع.

4- وضع التوصيات الملائمة اعتمادا على عملية تقييم الأداء المالي، من خلال نتائج النسب المحسوبة بعد تحديد الفروقات ومعرفة أسبابها وأثرها على المؤسسة وذلك للتعامل معها ومعالجتها.

#### ثانيا: مؤشرات تقييم الأداء المالي التقليدية

توجد العديد من مؤشرات تقييم الأداء المالي التقليدية، إذ توضع هذه المؤشرات ضمن مجموعات أساسية، يختلف تبويبها من كاتب إلى آخر، نذكر مجموعة من المؤشرات التقليدية فيما يلي:

1- **مؤشرات التوازن المالي:** وتتمثل في: رأس المال العامل، احتياجات رأس المال العامل والخزينة الصافية<sup>1</sup>.

1-1 **رأس المال العامل:** يعتبر رأس المال العامل أداة من أدوات التحليل المالي المستعملة في تقييم البنية المالية للمؤسسة والحكم على مدى توازنها المالي، خاصة على المدى القصير، وذلك بتاريخ معين، ويتمثل في ذلك الجزء من الأموال الدائمة المستخدم في تمويل جزء من الأصول المتداولة بعد تمويل كل الأصول الثابتة، ويتم حساب رأس المال العامل الذي يرمز له باختصار: ر م ع كما يلي:

$$ر م ع = \text{الأموال الدائمة} - \text{الأصول الثابتة}$$

1-2 **الاحتياجات من رأس المال العامل:** يمكن تعريف الاحتياجات من رأس المال العامل على أنها ر م ع الأمثل، أي ذلك الجزء من الأموال الدائمة الممول لجزء من الأصول المتداولة، والذي يضمن للمؤسسة توازنها المالي الضروري، وتظهر هذه الاحتياجات عند مقارنة الأصول المتداولة مع الموارد المالية قصيرة الأجل، ويمكن حساب هذه الاحتياجات بالعلاقة التالية:

$$إ ر م ع = (\text{الأصول المتداولة} - \text{النقدية}) - (\text{د ق أ} - \text{السلفات المصرفية})$$

1-3 **الخزينة الصافية:** الخزينة الصافية هي مجموع الأموال الجاهزة التي توجد تحت تصرف المؤسسة لمدة دورة استغلالية، أي مجموع الأموال السائلة التي تستطيع المؤسسة استخدامها فورا والخزينة الصافية على درجة كبيرة من الأهمية، لأنها تعبر عن وجود أو عدم وجود توازن مالي بالمؤسسة وتحسب عن طريق صافي القيم الجاهزة أي: خ ص = القيم الجاهزة - الملفات المصرفية

$$\text{أو عن طريق الفرق بين: ر م ع و إ ر م ع: خ ص = ر م ع - إ ر م ع}$$

<sup>1</sup> بوشنقير ميلود، زغيب مليكة، التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد، الطبعة الثانية ديوان المطبوعات الجامعية، الساحة المركزية - بن عكنون - الجزائر، 2011، ص (49-53).

## 2- نسب السيولة:

الغرض من نسب السيولة هو الوقوف على مدى قدرة الأصول الجارية للمؤسسة على مواجهة الخصوم الجارية من أجل التمكن من الوفاء بالتزاماتها الجارية، ولتقادي الوقوع في أزمة سيولة ومن أهم هذه النسب نذكر ما يلي:<sup>1</sup>

### 1-2 نسبة السيولة العامة:

تظهر درجة تغطية الأصول الجارية للخصوم الجارية، إذ كلما زادت عن 1 دلت على قدرة المؤسسة على تسديد ديونها قصيرة الأجل، وتحسب كالتالي:

$$\text{نسبة السيولة العامة} = \frac{\text{الأصول الجارية}}{\text{الخصوم الجارية}}$$

### 2-2 نسبة السيولة المختصرة:

تبين مدى قدرة المؤسسة على مواجهة الخصوم الجارية بالأصول الجارية دون اللجوء إلى المخزون، وتحسب كما يلي:

$$\text{نسبة السيولة المختصرة} = \frac{\text{الأصول الجارية-المخزونات}}{\text{الخصوم الجارية}}$$

### 2-3 نسبة السيولة الجاهزة:

تبين هذه النسبة قدرة المؤسسة على تسديد ديونها قصيرة الأجل بالاعتماد على النقدية الجاهزة فقط، وتحسب بالقانون التالي:

$$\text{نسبة السيولة الجاهزة} = \frac{\text{النقدية الجاهزة}}{\text{الخصوم الجارية}}$$

### 3- نسب الهيكل المالي (نسب المديونية):

تقيس لنا هذه المجموعة من النسب مدى اعتماد المؤسسة في تمويل استثماراتها على مواردها المالية الذاتية وعلى الأموال الأجنبية، على اعتبار أن الأموال الخاصة لا تكفي عادة لتمويل الاستثمارات. كما أن الاعتماد على الديون بشكل مبالغ فيه يمكن أن يؤدي بالمؤسسة إلى الإفلاس والخروج من دائرة الأعمال نتيجة عدم تمكنها من تسديد مستحقات الدائنين. وتقاس مديونية المؤسسة بمجموعة من النسب أهمها: نسبة السيولة الآجلة، نسبة القدرة على التسديد، نسبة الاستقلالية المالية وكذلك نسبة تغطية المصاريف المالية كما يلي:<sup>2</sup>

<sup>1</sup> شهبوب أمينة، تقييم الأداء المالي للصندوق الوطني للتأمينات الاجتماعية للعمال الأجراء في ظل جائحة كوفيد 19 الفترة (2016-2020)،  
دفاتر البحوث العلمية، المجلد 10، العدد 02، مخبر الدراسات في المالية الإسلامية والتنمية المستدامة بالمركز الجامعي مرسلني عبد الله تيبازة -  
الجزائر، 2022، ص 97.

<sup>2</sup> بوشنقير ميلود، زغيب مليكة، مرجع سبق ذكره، ص (41-43).

### 3-1 نسبة السيولة الآجلة:

وتعتبر السيولة الآجلة النسبة الأساسية التي يفحصها البنك قبل أن يمنح قرضاً طويل الأجل، لأنها تمثل هامش استنادة المؤسسة، وتحسب كالتالي:

$$\text{نسبة السيولة الآجلة} = \frac{\text{الديون متوسطة وطويلة الأجل}}{\text{الأموال الدائمة}}$$

### 3-2- نسبة القدرة على التسديد:

لمعرفة مدى قدرة المؤسسة على تسديد ديونها المالية بواسطة مواردها المالية تستخدم النسبة التالية:

$$\text{نسبة القدرة على التسديد} = \frac{\text{الديون متوسطة وطويلة الأجل}}{\text{قدرة التمويل الذاتي}}$$

توضح هذه النسبة المدة التي تستغرقها المؤسسة لتسديد ديونها متوسطة وطويلة الأجل في حالة استخدامها كل قدراتها على التمويل الذاتي، فإذا كان مستوى النسبة أقل من المدة الحقيقية للتسديد فإن المؤسسة تتمتع بقدرة على الاستنادة، أو إمكانيات ذاتية للتطور.

### 3-3 نسبة استقلالية المالية:

يمكننا قياس مدى اعتماد المؤسسة على أموالها الخاصة في تغطية احتياجاتها المالية كما يلي:

$$\text{نسبة الاستقلالية المالية} = \frac{\text{الأموال الخاصة}}{\text{مجموع الخصوم}}$$

تقيس لنا هذه النسبة حصة المساهمين مقارنة بمجموع موارد المؤسسة، حيث أن:

- 20% تمثل الحدود الدنيا.

- 60% تمثل الحدود القصوى وإذا زادت النسبة عن ذلك تعتبر تبذير للأموال.

- أما النسبة المقبولة فتتراوح بين 30% إلى 40%.

### 3-4 نسبة تغطية المصاريف المالية:

تعتبر المصاريف المالية إحدى مؤشرات تحكم المؤسسة في مصاريفها بشكل عام، وتقاس هذه

النسبة كما يلي:

$$\text{نسبة تغطية المصاريف المالية} = \frac{\text{المصاريف المالية}}{\text{رقم الأعمال السنوي الصافي}}$$

وتبين لنا هذه النسبة درجة تغطية رقم الأعمال السنوي الصافي للمصاريف المالية للمؤسسة، وكلما

كانت هذه النسبة منخفضة كلما كان ذلك في صالح المؤسسة والعكس صحيح، فكلما زادت المصاريف

المالية كلما زادت تكاليف المؤسسة، وبالتالي عدم تحكم المؤسسة في مصاريفها، وما لذلك من انعكاسات

سلبية على هامش ربحها وقدرة منتجاتها أو خدماتها على المنافسة.

4- نسب النشاط:

وهي النسب التي تبين كفاءة المشروع سواء في تحصيل الذمم المدينة أو في استغلال موارد المشروع الاستغلال الأمثل نذكر من هذه النسب ما يلي: معدل دوران الذمم المدينة، معدل دوران البضاعة، معدل دوران مجموع الأصول، معدل دوران رأس المال العامل<sup>1</sup>.

4-1- معدل دوران الذمم المدينة:

تعد الذمم المدينة (المدينون + أوراق القبض) من العناصر التي تتمتع بسيولة كبيرة ولزيادة التعمق في التحليل المالي لعناصر الأصول المتداولة الأكثر سيولة يجب قياس الفترة التي يتم فيها تحصيل قيمة الذمم المدينة، ويمكن قياس فترة التحصيل من خلال إيجاد معدل دوران الحسابات المدينة ويحسب رياضياً كما يلي:

$$\text{معدل دوران الحسابات المدينة} = \frac{\text{المبيعات الآجلة}}{\text{متوسط حسابات الذمم المدينة}}$$

ونعني بهذا المعدل دورة حساب المدينون خلال السنة المالية، أي كم مرة تحصل فيها هذه الحسابات وسرعة تحصيلها.

4-2 معدل دوران البضاعة:

يعد معدل دوران المخزون من المؤشرات التي تقيس كفاءة الإدارة في تحويل البضاعة إلى سيولة نقدية عن طريق بيعها وتحديد درجة سيولة المخزون و يعطينا مؤشراً على جودة أو كفاءة المخزون، إن ارتفاع معدل دوران المخزون يعني أن المشروع يستثمر أموال أقل في المخزون السلعي لتحقيق حجم مبيعات معينة، ولذلك تعمل الإدارة المالية على تحفيز الأقسام المعنية في المشروع لرفع معدل هذه النسبة، ويمكن استخراج معدل دوران المخزون كما يلي:

$$\text{معدل دوران المخزون} = \frac{\text{تكلفة البضاعة المباعة}}{\text{متوسط المخزون}}$$

4-3 معدل دوران مجموع الأصول:

تبين لنا هذه النسبة قدرة المشروع على استخدام الموارد المتاحة أي إجمالي أصولها في تحقيق المبيعات أي قياس إنتاجية الأصول وقدرة كل دينار مستثمر في الأصول على تحقيق المبيعات لتحسين معدل دوران الأصول، ويستخرج هذا المعدل من خلال قيمة المبيعات السنوية على إجمالي الأصول

$$\text{معدل دوران مجموع الأصول} = \frac{\text{المبيعات}}{\text{إجمالي الأصول}}$$

4-4 معدل دوران رأس المال العامل:

وهو المعدل الذي يبين العلاقة بين صافي المبيعات ورأس المال العامل ويستخرج كما يلي:

<sup>1</sup> دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، الطبعة الثانية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2009، ص (89-97).

$$\text{معدل دوران رأس المال العامل} = \frac{\text{صافي المبيعات}}{\text{متوسط رأس المال العامل}}$$

وهو مؤشر لقياس كفاءة الإدارة في استخدام عناصر رأس المال العامل الاستخدام الأمثل في توليد المبيعات وكلما ارتفع مؤشر هذه النسبة دل على ارتفاع كفاءة الإدارة مع مراعاة استخدام نسبة معيارية للمقارنة.

### 5- نسب المردودية:

تعرف المردودية بأنها قدرة المؤسسة على تحقيق الأرباح بصفة دائمة في إطار نشاطها، وتنقسم المردودية إلى ثلاثة أنواع رئيسية هي:

المردودية الاقتصادية، المردودية التجارية، المردودية المالية نذكرها فيما يلي: <sup>1</sup>

### 5-1 المردودية الاقتصادية:

وهي مردودية تقيس الفعالية في استخدام الأصول الموضوعة تحت تصرف المؤسسة، وتقاس من خلال رصيد الفائض الإجمالي للاستغلال، وتسمى بالمردودية الاقتصادية الإجمالية لأنها تتحقق قبل عمليات الاهتلاك، العمليات المالية وعمليات التوزيع وتحسب كما يلي:

$$\text{معدل المردودية الاقتصادية الإجمالية} = \frac{\text{الفائض الإجمالي الاستغلال}}{\text{الأصول الاقتصادية}}$$

وتبين هذه النتيجة العائد من وراء استخدام كل دينار في مجموع أصول المؤسسة.

### 5-2 المردودية التجارية:

هي مردودية التي تحققها المؤسسة من خلال مجموع مبيعاتها، وتحسب كما يلي:

$$\text{معدل المردودية التجارية} = \frac{\text{نتيجة الدورة الصافية}}{\text{رقم الأعمال خارج الرسم}}$$

تبين هذه النتيجة الربح المحقق عن كل دينار من المبيعات الصافية، وهي تساعد إدارة المؤسسة على تحديد سعر البيع الواجب للوحدة.

### 5-3 المردودية المالية:

في إطار اقتصاد السوق على المؤسسة تحقيق مردودية مرتفعة حتى تستطيع أن تمنح للمساهمين أرباحا كافية، تمكنهم من تعويض المخاطر المحتملة التي يمكن أن يتعرضوا لها نتيجة مساهماتهم في رأس مال المؤسسة وتحسب كما يلي:

$$\text{معدل المردودية المالية} = \frac{\text{نتيجة الدورة الصافية}}{\text{الأموال الخاصة}}$$

<sup>1</sup> إبراهيم إسماعيل سلطان، محمد صالح الحناوي، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية (طبع - نشر - توزيع)، الإسكندرية، 1999، ص ص

وتبين هذه النتيجة مقدار الربح الصافي الذي يعودها المستثمرين عن كل دينار مستثمر في رأس مال المؤسسة، وكلما كان هذا المعدل مرتفعا كلما كان أفضل للمؤسسة. وتعتبر هذه المردودية الممثل الرئيسي للمردودية العامة للمؤسسة.

### ثالثا: مؤشرات تقييم الأداء المالي الحديثة

طورت طرق حديثة للتقييم تعتمد أساس تحيين التدفقات النقدية، لأنها تربط عملية تقييم أداء المؤسسة الداخلي والخارجي بعنصر خلق القيمة وتعظيم ثروة المساهمين، نتطرق إليها فيما يلي:<sup>1</sup>

#### 1- القيمة الاقتصادية المضافة:

تحسب بالفرق بين نتيجة الاستغلال أو التشغيلية بعد الضريبة وعلاوة رأس المال المدفوع في الاستغلال في التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال:

$$EVA = [RNE \times (1-T)] - (CE \times K)$$

حيث : EVA : القيمة الاقتصادية المضافة

RNE : النتيجة الصافية للاستغلال

T : معدل الضريبة

CE : رأس المال المدفوع

K : التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال

هنا نقول أنه يتم خلق القيمة الاقتصادية عندما يكون العائد على رأس المال أكبر من تكلفة الفرصة البديلة، تم تعديل كيفية حساب هذا المؤشر ليصبح أكثر كفاءة كما يلي:

#### الجدول رقم (1-1) حساب القيمة الاقتصادية

القيمة الاقتصادية المضافة = صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب + الإضافات - المطروحات	
المطروحات	الإضافات
- الأرباح والخسائر غير العادية	- الزيادة في مخصص الديون المعدومة
- كلفة الاستثمار	- الزيادة في كلفة البحث والتطوير
	- الزيادة في احتياطي تقييم المخزون
	- إطفاء شهرة المحل
	- الخسائر غير العادية

المصدر: بوضياف صفاء، دور المعلومة المالية في تقييم الأداء المالي و التنبؤ بالمثل المالي - دراسة تطبيقية في قطاع الحليب ومشتقاته - رسالة دكتوراه في العلوم التجارية، جامعة فرحات عباس - سطيف 1، 2017-2018، ص 54.

<sup>1</sup> بوضياف صفاء، دور المعلومة المالية في تقييم الأداء المالي و التنبؤ بالفشل المالي - دراسة تطبيقية في قطاع الحليب ومشتقاته - رسالة دكتوراه في العلوم التجارية، جامعة فرحات عباس - سطيف 1، 2017-2018، ص (53-55).



## 2- القيمة السوقية المضافة:

تعد مقياس خارجي جوهرى لتلخيص الأداء الإداري والتشغيلي للمؤسسة وقدرتها على إدارة مواردها بهدف تعظيم ثروة المساهمين. وبفرض ثبات القيمة السوقية للديون طويلة الأجل التي تصبح مساوية لقيمتها الدفترية، فإنها تحسب بالصيغة التالية:

القيمة السوقية المضافة = القيمة السوقية للأسهم - القيمة الدفترية لحقوق المالكين كما تظهر في الميزانية

نظرا لأن الافتراض الذي تقوم عليه الصيغة السابقة غير منطقي خاصة إذا امتلكت المؤسسة سندات طويلة الأجل والتي ستتغير قيمتها بتغير قيمة الفائدة السوقية، مع وجود علاقة عكسية بين قيمة السند والمعدلات و إهمالها لعامل مهم هو تكلفة الفرصة البديلة، أي أنها تلغي العوائد المتوقعة من فرص استثمارية بديلة أو ذات مخاطر مماثلة، استبدالها وحسابها انطلاقا من مجموع القيم الحالية للقيمة الاقتصادية كما يلي:

$$MVA = \sum_{T=1}^N \frac{EVA}{(1+K)^T}$$

حيث: MVA: القيمة السوقية المضافة

EVA: القيمة الاقتصادية المضافة

K: التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال

الصيغة أعلاه تثبت العلاقة بين مؤشر التقييم الداخلي ( القيمة الاقتصادية المضافة) ومؤشر التقييم الخارجي ( القيمة السوقية المضافة) وهذا ما تأكده العلاقة التالية:

القيمة البورصية للمؤسسة + قيمة الدين المالي = الأموال المدفوعة + القيمة الحالية للقيمة الاقتصادية. ومنه فالقيمة الحالية للقيمة الاقتصادية المضافة = القيمة البورصية + قيمة الدين المالي - الأموال المدفوعة، هنا نستنتج تكامل الأداء الداخلي والخارجي للمؤسسة إذ لا يمكن الفصل بينها بل يكمل إحداهما الآخر.

المطلب الثالث: العوامل المؤثرة على الأداء المالي

تتلخص العوامل المؤثرة على الأداء المالي في التالي:<sup>1</sup>

أولا: الهيكل التنظيمي

هو الوعاء أو الإطار الذي تتفاعل فيه جميع المتغيرات المتعلقة بالشركة وأعمالها، ففيه تتحدد أساليب الاتصالات والصلاحيات والمسؤوليات وأساليب تبادل الأنشطة والمعلومات، حيث يتضمن الهيكل التنظيمي الكثافة الإدارية وهي الوظائف الإدارية في الشركات والتمايز الرأسي هو عدد المستويات الإدارية

<sup>1</sup> محمد محمود الخطيب، مرجع سبق ذكره، ص (48-51).

في الشركات، وأما التمايز الأفقي فهو عدد المهام التي نتجت عن تقسيم العمل والانتشار الجغرافي من عدد الفروع والموظفين.

ويؤثر الهيكل التنظيمي على أداء الشركات من خلال المساعدة في تنفيذ الخطط بنجاح عن طريق تحديد الأعمال والنشاطات التي ينبغي القيام بها، ومن ثم تخصيص الموارد لها بالإضافة إلى تسهيل تحديد الأدوار للأفراد في الشركات والمساعدة في اتخاذ القرارات ضمن المواصفات التي تسهل لإدارة الشركات اتخاذ القرار بأكثر فاعلية.

### ثانيا: المناخ التنظيمي

هو وضوح التنظيم وكيفية اتخاذ القرار وأسلوب الإدارة وتوجيه الأداء وتنمية العنصر البشري ويقصد بوضوح التنظيم إدراك العاملين مهام الشركة وأهدافها وعملياتها ونشاطاتها مع ارتباطها بالأداء وأما اتخاذ القرار هو أخذه بطريقة عقلانية وتقييمها ومدى ملائمة المعلومات لاتخاذها، وأسلوب الإدارة في تشجيع العاملين على المبادرة الذاتية أثناء الأداء، أما توجيه الأداء من مدى تأكد العامل من أدائه وتحقيق مستويات عليا من الأداء، حيث يقوم المناخ التنظيمي على ضمان سلامة الأداء بصورة إيجابية وكفاءته من الناحيتين الإدارية والمالية، وإعطاء معلومات لمتخذي القرارات لرسم صورة للأداء والتعرف على مدى تطبيق الإداريين لمعايير الأداء في تصرفهم في أموال الشركات.

### ثالثا: التكنولوجيا

هي عبارة عن الأساليب والمهارات والطرق المعتمدة في الشركة لتحقيق الأهداف المنشودة والتي تعمل على ربط المصادر بالاحتياجات، ويندرج تحت التكنولوجيا عدد من الأنواع كتكنولوجيا الإنتاج حسب الطلب وتكون وفق للمواصفات التي يطلبها المستهلك، وتكنولوجيا الإنتاج المستمر التي تتلزم بمبدأ الاستمرارية وتكنولوجيا الدفعات الكبيرة. وعلى الشركات تحديد نوع التكنولوجيا المناسبة لطبيعة أعمالها والمنسجمة مع أهدافها وذلك بسبب أن التكنولوجيا من أبرز التحديات التي تواجه الشركات والتي لا بد لهذه الشركات من التكيف مع التكنولوجيا واستيعابها وتعديل أدائها وتطويره بهدف الموائمة بين التقنية والأداء، وتعمل التكنولوجيا على شمولية الأداء لأنها تغطي جوانب متعددة من القدرة التنافسية وخفض التكاليف والمخاطرة والتنوع بالإضافة إلى زيادة الأرباح والحصة السوقية.

### رابعا: الحجم

يقصد بالحجم هو تصنيف الشركات صغيرة أو متوسطة أو كبيرة الحجم حيث يوجد عدة مقاييس لحجم الشركة منها: إجمالي الموجودات، أو إجمالي الودائع أو إجمالي المبيعات أو إجمالي القيمة الدفترية.

ويعتبر الحجم من العوامل المؤثرة على الأداء المالي للشركات سلبا فقد يشكل الحجم عائقا لأداء الشركات حيث أن زيادة الحجم فإن عملية إدارة الشركة تصبح أكثر تعقيدا ومنه يصبح أداؤها أقل فاعلية،

وإيجاباً من حيث أنه كلما زاد حجم الشركة يزداد عدد المحللين الماليين المهتمين بالشركة وأن سعر المعلومة للوحدة الواحدة الواردة في التقارير المالية يقل بزيادة حجم شركات، وقد أجريت عدة دراسات حول علاقة الحجم بأداء الشركات وبينت أن العلاقة بين الحجم والأداء علاقة طردية.

### خامساً: العوامل البيئية

وهي العوامل الخارجية التي تحيط بالشركة والتي تؤثر في الأداء وتتمثل في العوامل الاقتصادية والقانونية والسياسية والاجتماعية ومستوى الوعي والثقافة إذ كلما كان الاقتصاد في حالة نمو وانتعاش فإن هذا سيزيد من قدرة الشركة على تحقيق أداء أفضل بالإضافة للعوامل القانونية ممثلة بالتشريعات والقوانين التي تنظم عمل الشركة في السوق، والبيئة السياسية أي الظروف السياسية المؤثرة على مستوى الأمن والاستقرار والتي بدورها تؤثر على الحالة الاقتصادية أيضاً، والبيئة الاجتماعية وهي العادات والتقاليد التي يؤمن بها الفرد، ومستوى الوعي والثقافة المؤثرة في قرارات الأفراد الخاصة بالتعامل مع طبيعة أنشطة الشركة والخدمات التي تقدمها<sup>1</sup>.

### سادساً: طبيعة الملكية

تم التوصل إلى أثر إيجابي بعد دراسة وتحليل أثر تغيير نمط الملكية لمؤسسة ( ISPAT ANABA ) على الأداء المالي، للأسباب التالية:<sup>2</sup>

- المالك الخاص أكفأ من الدولة في إدارته للمؤسسة، مما يساهم في توفير الموارد وتحسين الأداء المالي لهذه المؤسسة.
- المالك الخاص لما يقدمه من حوافز أقدر من الدولة على تعبئة الموارد والاستثمار في المشاريع المربحة.
- تغيير نمط الملكية يزيل على كاهل الدولة عبء الخسائر المالية.

وهناك دراسة أخرى قامت بتحليل الكشوف المالية (الميزانية وجدول حسابات النتائج) باستخدام التحليل الإحصائي وأدوات التحليل المالي أظهرت وجود أثر إيجابي لتغيير طابع الملكية في الأداء بمكوناته المتمثلة في التوازن المالي، زيادة المنافسة، والكفاءة، السيولة، ارتفاع الأداء المالي.

### سابعاً: الحوكمة

عكفت عدة دراسات على دراسة أثر الحوكمة على الأداء المالي، حيث اعتبر الأداء المالي بمكوناته متغير تابع ومكانزمات الحوكمة كمتغيرات مستقلة، أين توصلت دراسة في ظل تطبيق لـ 85% من مؤسسات الخدمات المساهمة الأردنية لقواعد الحوكمة (الإفصاح والشفافية، حقوق المساهمين، مجلس الإدارة، اجتماعات الهيئة العامة) لغياب أثر ذو دلالة إحصائية لتطبيق قواعد الحوكمة على الأداء المالي

<sup>1</sup> أنس مصلح ذياب الطراونة، العوامل المؤثرة في تقييم الأداء المالي لشركات التأمين الأردنية ( دراسة تطبيقية على شركات التأمين المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية)، رسالة ماجستير في المحاسبة، جامعة الشرق الأوسط، أب 2015، ص 23.

<sup>2</sup> بوضياف صفاء، مرجع سبق ذكره، ص 46.

بمكوناته ( العائد على الأصول، العائد على حقوق الملكية، العائد على السهم الواحد، نسبة القيمة السوقية على القيمة الدفترية، القيمة السوقية للعائد) في حين أثبتت دراسة على شركات فلسطينية مدرجة بالسوق المالي أن للحوكمة أثر لا يستهان به على الأداء المالي نظرا لوجود علاقة طردية بين فعالية الحوكمة ومؤشرات الأداء المالي المتمثلة في: العائد على حق الملكية، العائد على الاستثمار، سعر السهم إلى الربحية، القيمة السوقية إلى الدفترية. وتوصلت دراسة كندية هدفت لبناء نموذج إحصائي لقياس أثر الحوكمة على الأداء المالي (نسبة عائد الأصول، نسبة العائد على الملكية) والأداء البورصي (القيمة السوقية على الدفترية) إلى أن لميكانيزمات الحوكمة أثر إيجابي وأساسي على الأداء المالي بمدلولاته، وغياب أثرها على الأداء البورصي<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> المرجع السابق، ص ص 46، 47.

### خلاصة الفصل

هدف هذا الفصل لمعرفة معنى الأداء عموما والأداء المالي على وجه الخصوص في المؤسسة الاقتصادية وطريقة تقييمه وما الذي يجعل الأداء فعالا أو غير فعال، بالاعتماد على مؤشرات محددة تقليدية وحديثة تمنح فهما اقتصاديا ماليا دقيقا للأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية وجعله مرجعا لمعرفة مدى تطورها ونموها، وكذا الانحرافات التي يجب إعادة النظر فيها، ومما سبق في هذا الفصل نستنتج أن أداء المؤسسة يتأثر بعوامل مختلفة بعضها تحت سيطرتها وبعضها مرتبط ببيئتها ما يحتم عليها مراقبة هذه التغيرات باستمرار وضرورة مسايرتها والتعامل معها لضمان استمرارية المؤسسة في السوق، وأن تقييم الأداء وخاصة الأداء المالي يعتمد على نسب مالية ومؤشرات مختلفة مرتبط حسابها بالوثائق المالية والمحاسبية في المؤسسة، وتفسيرها بالطريقة الصحيحة يعطي للمؤسسة إجابية أدائها من سلبيته.

## الفصل الثاني:

سياسة توزيع الأرباح وعلاقتها  
بالأداء المالي

### تمهيد:

تلعب سياسة توزيع الأرباح دورا هاما في الإدارة المالية، إذ يعتبر قرار توزيع الأرباح من أهم القرارات الإستراتيجية التي تتخذها المؤسسة وذلك لعلاقتها المباشرة بالمساهمين وانعكاساته على السعر السوقي لسهم المؤسسة، فالمؤسسة تجد نفسها بين أمرين إما توزيع الأرباح أو احتجاز الأرباح فقرار توزيع الجزء الأكبر من الأرباح يتطلب وجود سيولة كافية، حيث أن المساهمين ينتظرون مقدار الربح المتحصل عليه ويأملون دوما لتعظيمه، أما قرار احتجاز الأرباح فهذا يعني تعظيم قدرة التمويل الذاتي للمؤسسة وإعطائها فرصا أكبر للاستثمار والنمو مستقبلا، لذلك فإن عملية التقدير بين احتجاز الأرباح وتوزيعها تعتبر أصعب القرارات التي تواجهها المؤسسة، وتخضع سياسة توزيع الأرباح إلى عدة اعتبارات وتؤثر فيها عدة عوامل، ونتناول ضمن هذا الفصل سياسة توزيع الأرباح وفق النظرية المالية من خلال تقسيمه إلى مبحثين: يتضمن المبحث الأول ماهية سياسة توزيع الأرباح، أما المبحث الثاني فتناول النظريات المفسرة لعلاقة سياسة توزيع الأرباح بالأداء المالي.

## المبحث الأول: أساسيات حول سياسة توزيع الأرباح

ينتج عن النشاط الاقتصادي لكل مؤسسة في نهاية كل دورة نتيجة محاسبية هذه النتيجة تؤكد لها مصداقية تحقيق المؤسسة إما ربح أو خسارة، في حالة الربح تقوم إما بتوزيعها على المساهمين أو احتجازها لغرض استخدامها كمصدر لتمويل في عمليات التوسع والمساهمة في النمو، لذا سنتطرق في هذا المبحث إلى مفهوم سياسة توزيع الأرباح وأنواع وأشكال سياسة توزيع الأرباح وكذا العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح.

### المطلب الأول: مفهوم سياسة توزيع الأرباح

يهدف هذا العنصر إلى دراسة مفهوم سياسة توزيع الأرباح، حيث تعد هذه الأخيرة من أهم السياسات التي تؤثر على السياسة التمويلية في المؤسسة وكذا الاستثمارية إضافة إلى انعكاس هذه السياسة على العلاقة مع المالكين والمساهمين وعلى قيمة السهم في السوق المالي وتقوم هذه السياسة على مبدأ تحديد مقدار الأرباح التي يتم احتجازها والأرباح المقرر توزيعها على المساهمين العاديين.

### تعريف سياسة توزيع الأرباح:

قبل التطرق إلى مفهوم سياسة توزيع الأرباح لابد من الإشارة إلى مفهوم الربح في الاقتصاديات الرأسمالية حافزا على القيام بالاستثمارات والهدف لها فهو الدافع الأساسي إلى القيام بالمشروعات الاقتصادية وهو المحرك الأول ويمكن تعريفه على أن العائد الذي يتحصل عليه وأيضا التكاليف الضمنية وبعد خصم جميع التكاليف فهو صافي خسارة<sup>1</sup>.

تعرف سياسة توزيع الأرباح بأنها "معدل التدفق النقدي الذي يتلقاه المساهمون كمردود على استثماراتهم في أسهم المؤسسة التي يحملونها تمثل هذه الأرباح دخلا جاريا بالنسبة للمستثمرين ينتظره ويتوقعه العديد من المساهمين لينفقوه على استهلاكهم من السلع والخدمات، كما تؤثر سياسة توزيع الأرباح على السعر السوقي للسهم<sup>2</sup>.

كما تعرف على أنها توزيعات الملكية لحملة الأسهم من الأرباح الحالية أو المتراكمة عن السنوات السابقة وأن توقيت التوزيع يخضع لمصادقية مجلس الإدارة<sup>3</sup>.

كما تعرف أيضا على أنها مضمون لاتخاذ القرار بتوزيع الأرباح وإعادة احتجازها لإعادة استثمارها في المؤسسة وتشمل السياسة المثلى للتوزيعات الحالية والأرباح المستقبلية التي ينتج عنه تعظيم سعر السهم<sup>4</sup>. وفي تعريف آخر هي عبارة عن تعيين جزء من الأرباح الجارية أو المحجوزة مع توافر النسبة لتوزيع قيمة مماثلة من أصول المشروع على حملة الأسهم أو من لهم الحق في هذه التوزيعات<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> بن دومة بن عمر، الشيخ فخر الدين، سياسة توزيع الأرباح وأثرها على سعر السهم (دراسة تطبيقية على عينة من الشركات المدرجة بسوق دبي المالي)، مجلة البصائر للدراسات القانونية والاقتصادية، المجلد 2، العدد 04، 2022، ص 26.

<sup>2</sup> المرجع السابق، ص 26.

<sup>3</sup> المرجع السابق، ص 26.

<sup>4</sup> المرجع السابق، ص 26.

<sup>5</sup> المرجع السابق، ص 26.



## الفصل الثاني: سياسة توزيع الأرباح وعلاقتها بالأداء المالي

- توزيع الأرباح يمثل كل من ربحية السهم ونصيب السهم من التوزيعات النقدية محل اهتمام المساهمين على اعتبار أن تلك المؤشرات تعتبر عن نجاح الشركة<sup>1</sup>.

- تحدد سياسة توزيع الأرباح في ذلك الجزء من الأرباح الذي يوزع على الملاك وذلك الجزء الذي يحتجز بهدف إعادة الاستثمار والأرباح المحتجزة تجدر مصدرا رئيسيا لتمويل التوسعات في الشركة<sup>2</sup>.  
والسياسة المثالي لتوزيع الأرباح هي تلك السياسة التي تقوم على الموازنة بين التوزيعات الحالية والتوزيعات المستقبلية لتعظيم قيمة السهم في السوق<sup>3</sup>.

وانطلاقا من التعاريف السابقة يمكن أن نقدم تعريفا شاملا لسياسة توزيع الأرباح على أنها: جزء من الأرباح التي يقوم المسير بتوزيعها على حملة الأسهم في شكل نقدي أو عيني (أسهم) بعد موافقة الجمعية العامة وهذه الأرباح هي التوزيعات الملكية لحملة الأسهم الناتجة عن نشاط الدورة الحالية أو تراكم الدورات السابقة وتكون هذه التوزيعات من الموارد الداخلية أو الخارجية (الاستدانة).

وتقوم سياسة توزيع الأرباح على أساس اتخاذ قرار بالمفاضلة بين بديلين أحدهما توزيع الأرباح والآخر احتجاز هذه الأرباح بغية إعادة استثمارها مرة ثانية داخل المنظمة ويقصد بقرار توزيع الأرباح قيام المنظمة بتوزيع هذه الأرباح على المساهمين وذلك إما في شكل نقدي أو في شكل أسهم.

ويؤثر قرار توزيع الأرباح تأثيرا كبيرا فعلا على العديد من المجالات المالية بالمنظمات المعاصرة، حيث يؤثر على تدفق الأموال وسيولتها وتكلفتها وعلى الهيكل المالي للمنظمة، بالإضافة إلى تأثيره على اتجاهات المستثمرين مستقبلا نحو عمليات الاستثمار المختلفة كما يتضح أهمية قرار توزيع الأرباح أيضا في دوره في تعظيم مساهمته في زيادة ثروة المساهمين حيث يسعى قرار التوزيع الأمثل بصفة أساسية إلى إحداث التوازن بين كل من التوزيعات الحالية والنمو المستقبلي الذي يعظم سعر سهم المنظمة وبالتالي تعظيم ثروة المساهمين<sup>4</sup>.

وتأتي أهمية سياسية توزيع الأرباح كذلك من كونها تؤثر على حجم الاستثمارات التي تقوم بتنفيذها الشركة، والتكلفة الجدية للأموال وكذلك تؤثر على حجم الشركة وارتباط المساهمين حملة الأسهم العادية بها من خلال التأثير على سعر السهم في السوق المالي وعائدة أيضا، تحدد جهات النظر بصدد سياسة توزيع الأرباح فقسم من النظريات ترى بأن عملية توزيع الأرباح أمر لا بد منه للشركات، لأنها تؤثر على القيمة السوقية للسهم وتعظيم ثروة الشركة ومالكها، ويرى البعض الآخر بأن القيمة السوقية للسهم ليس لها علاقة بعملية توزيع الأرباح أو أنها تتأثر بأهمية نسبية قليلة<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> سامر حمدي الكحلوت، العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح دراسة تطبيقية على شركات قطاع الخدمات المدرجة في بورصة فلسطين، رسالة ماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2014، ص 28.

<sup>2</sup> المرجع السابق، ص 28.

<sup>3</sup> المرجع السابق، ص 28.

<sup>4</sup> احمد محمد غنيم، الإدارة المالية، مدخل التحول من الفقر إلى الثراء، جامعة المنصورة الطبعة الأولى، المكتبة العصرية للنشر 2008، ص ص 208،

209.

<sup>5</sup> دريد كامل آل شبيب، إدارة مالية ( الشركات المتقدمة)، الطبعة الأولى، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص 205.

## المطلب الثاني: أنواع وأشكال سياسة توزيع الأرباح

تتبع الشركات (المؤسسات) مختلف السياسات في توزيع الأرباح وعند تشكيل سياسة توزيع الأرباح فإنه يجب على الشركة أن تأخذ بعين الاعتبار هدفين رئيسيين هما توفير أموال كافية لدفع توزيعات الأرباح وتعظيم الثروة لدى المساهمين في الشركة، والأهم من ذلك تأثيرها على سعر السهم للشركة، وهناك شكلان من توزيعات الأرباح هما التوزيعات النقدية، والتوزيعات في شكل أسهم.

أولاً: التوزيعات النقدية: وينقسم هذا النوع إلى الأشكال التالية:

**1- سياسة تعتمد نسبة مقسوم ثابت Constaut-Payonte Ratio Dividend Policy:** ويقصد بنسبة مقسوم الأرباح في النسبة المئوية من كل دينار ربح سيتم توزيعها على المساهمين على شكل نقد وتحسب بقسمة مقدار مقسوم أرباح السهم الواحد DPS على ربحية السهم الواحد EPS:

$$\text{Payout-ratio} = \frac{DPS}{EPS}$$

علما أن النسبة EPS تحسب من خلال قسمة صافي الربح القابلة للتوزيع وليس المقرر توزيعه كمقسوم (أرباح) على عدد الأسهم المصدرة أن سياسة توزيع الأرباح التي تعتمد على نسبة ثابتة تقوم على تثبيت هذه النسبة في كل فترة يتم فيها اتخاذ قرار التوزيع أرباح المساهمين حيث أن المشكلة التي واجه الشركة التي تعتمد على هذه السياسة في توزيع الأرباح هو تحقيق الشركة مستويات أرباح متدنية في فترة من الفترات، وعند التزامها بنسبة ثابتة لمقسوم الأرباح فإن حصة السهم الواحد من الربح التي سيتم توزيعها ستكون صغيرة جداً، أو قد تحقق للشركة خسارة في إحدى الفترات، وبالتالي ستتوقف الشركة عن توزيع الأرباح، وبما أن الأرباح الموزعة تعتبر مؤشر الحالة المستقبلية للمنشأة، فإن سعر سهم الشركة سوف يتأثر سلباً ويتعرض لانخفاض في السوق المالي<sup>1</sup>.

**2- سياسة توزيع أرباح منتظمة<sup>2</sup>:** تعتمد هذه السياسة على رفع مبالغ ثابتة كتوزيعات أرباح، وذلك في كل فترة يتم فيها اتخاذ قرارات لتوزيع الأرباح، وبما أن المبالغ التي يستلمها حملة الأسهم ستكون ثابتة نسبياً، فإن هؤلاء المستثمرين يشعرون بدرجة عالية نسبياً من الثقة باستمرار وانتظام الأرباح مما ينعكس بالاستقرار النسبي في سعر السهم.

**3- سياسة توزيع أرباح منتظمة منخفضة ومتزايدة<sup>3</sup>:** تقوم هذه السياسة على دفع توزيعات الأرباح بمبالغ ثابتة ومنخفضة، كما تقوم الشركات بزيادة نسبة توزيعات الأرباح حينما تحقق أرباح أعلى من أرباحها العادية في فترة زمنية معينة، حيث أن سياسة توزيع أرباح منتظمة منخفضة ومتزايدة سوف تعطي للمساهمين مقدار من الثقة والشركة، وكذلك تمنحهم دخلاً ثابتاً أو منتظماً، أما فيما يخص الكميات الإضافية من التوزيعات فإن المساهمين

<sup>1</sup> أسعد حميد العالي، الإدارة المالية (الأسس العلمية والتطبيقية)، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، سنة 2010، ص 375.

<sup>2</sup> المرجع السابق، ص 377.

<sup>3</sup> سعود جايد مشكور، زهور عبد السلام صادق، العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للسهم وأثرها على حجم التداول دراسة في عينة من المصارف المسجلة في سوق العراق المالية، مجلة الدنانير، جامعة المتنى كلية لإدارة والاقتصاد، العدد الخامس عشر، سنة 2019، ص 378.

يستفيدون من الأرباح الإضافية التي تحققها الشركات، لأنه طالما أن الشركات يمكن أن تحقق أرباح إضافية فإنها تقوم بتوزيع أرباح بمبالغ إضافية للمساهمين على المبالغ المنتظمة التي تدفعها في كل مرة.

**4- سياسة الفائض (الربح المتبقي)<sup>1</sup>:** وفقا لهذه السياسة تعطي الشركة الأولوية للمشاريع الاستثمارية التي تحقق الأرباح وتقضي هذه السياسة بتوزيع ما تبقى بعد احتجازها ما يلزم لتمويل مشاريع الشركة، وهذه السياسة والتي يطلق عليها نظرية الفائض مبنية على حقيقة أن المساهمين يفضلون الأرباح المحتجزة، شرط أن يعاد استثمارها بمعدل عائد يفوق ذلك المعدل الذي يستطيع المساهم نفسه الحصول عليه من خلال استثمارات بديلة ذات مخاطر مماثلة وهذا ممكن، لأن توزيع الأرباح يتضمن دفع ضرائب على الأرباح الموزعة، وكذلك عمولة الوسيط مما يجعل العائد على الأرباح المحتجزة أعلى من العائد الذي يستطيع المساهم تحقيقه من استثمارات بديلة.

**ثانيا- التوزيعات في شكل أسهم:** في الفقرة السابقة كان التركيز على الطريقة الأكثر استخداما في توزيعات الأرباح وهي توزيع الأرباح النقدية، ولكن هناك أشكال أخرى لتوزيع الأرباح مثل توزيع الأسهم وإعادة شراء الأسهم وتجزئة الأسهم.

**1- توزيع الأسهم Stork Diridends<sup>2</sup>:** وفقا لهذه الطريقة لتوزيع الأرباح فإن الأرباح تأخذ شكل أسهم فبدل أن يتم توزيع مبالغ نقدية على حملة الأسهم كمقسوم أرباح، تقوم إدارة الشركة بتوزيع أسهم عادية وأحيانا أخرى تقوم إدارة الشركة بتوزيع أرباح نقدية وترفق معها توزيعات أسهم، وبالرغم أن الأسهم التي يتم توزيعها ليست بذات القيمة لذاتها إلا بعد عرضها في السوق المالي وبيعها، إلا أن المستثمرين يفضلون أحيانا هذا النوع من التوزيعات، فمن الناحية المحاسبية فإن عملية توزيع الأرباح بالأسهم لا تتضمن أي تعامل للمبالغ النقدية وإنما هي عبارة عن تحويل حسابات داخل حق الملكية وخصوصا إذا كانت نسبة توزيعات الأسهم الجديدة يتراوح بين 20 و 25% من عدد الأسهم المصدر، ومن جهة نظر حملة الأسهم الذي سيستلمون الأسهم الجديدة المصدرة، فإنهم لن يستفيدوا شيئا ذو قيمة حالما يتم توزيع الأسهم الجديدة عليهم، والسبب في ذلك أنه بزيادة عدد الأسهم فإن ربحية السهم الواحد سوف تنخفض بنفس نسبة الزيادة بالأسهم الجديدة المصدرة، كما أن القيمة أو السعر السوقي للأسهم التي يمتلكها المساهمون سوف لن تتغير وبما أن توزيع الأسهم الجديدة سوف يكون متناسبا مع حجم الملكية السابقة ولكل مساهم، فإن نسبة ملكية كل مساهم سوف تبقى ثابتة ولن تتغير، ولذلك فإن حصته بالأرباح المستقبلية سوف لن تتغير ولكن عندما تحقق الشركة أرباحا وتقوم باتخاذ قرار بالتوزيع النقدي، فلا شك أن أسعار الأسهم السوقية سوف ترتفع وبذلك يستفيد حملة الأسهم من ذلك الارتفاع.

ومن جهة نظر الشركة التي أصدرت أسهما لتوزيعها بدلا من توزيع الأرباح النقدية، فإن الشركة سوف تتحمل تكاليف إصدار مقارنة بتوزيعات الأرباح النقدية، ورغم ذلك تعتمد بعض الشركات هذه الطريقة للتوزيع لكي يحصل المالكون على شيء، ولكن دون أن تستخدم الشركة أرصدها النقدية.

<sup>1</sup> سامر حمدي الكحلوت، المرجع السابق ذكره، ص 29.

<sup>2</sup> أسعد حميد العالي، المرجع السابق ذكره، ص 380.

**2- تجزئة الأسهم Stock Splits:**<sup>1</sup> لا تعتبر سياسة تجزئة الأسهم من السياسات توزيع الأرباح إلا أنها أحد أشكال توزيع الأرباح، وتأثيرها على سعر سهم الشركة السوقي مشابه لتأثير توزيع الأسهم **Stock Dividends** ، ذلك أن هذه الطريقة تستخدم لتخفيض السعر السوقي للشركة وذلك بزيادة عدد الأسهم التي يمتلكها المساهمون، فعلى سبيل المثال عندما تقوم الشركة بتجزئة الأسهم بنسبة 2 إلى 1 فإن المساهم الذي كان يمتلك 100 سهما يصبح الآن يمتلك 2000 سهما وقيمة كل سهم جديد سوف تكون نصف قيمة السهم قبل التجزئة فإذا كانت قيمة السهم السوقية قبل التجزئة 10 دنانير وبالتالي فإن ملكية المساهم قبل التجزئة سوف تكون 100000 دينار، فإن ملكيته لن تتأثر بعد قرار التجزئة، إذا سينخفض سعر السهم ليكون 5 دنانير وستكون ملكيته أيضا 100000 دينار ورغم ذلك فإن قرار تجزئة السهم سوف لن يكون له تأثير على الهيكل المالي للمنشأة (**Copital Structare**) تسعى عادة الشركات لاتباع هذه الطريقة عندما تعتمد الإدارة المالية بالشركة، إن سعر سهمها السوقي مستقر بأعلى من قيمته الحقيقية (**Overpriced**) وإن تخفيض سعر السهم سوف يشجع المساهمين على تنشيط التبادل بيعا وشراء في السوق المالي، ولهذا السبب فإن الشركات تقوم عادة بتجزئة أسهمها قبل أن تقوم بإصدار أسهم جديدة من أجل تنشيط عملية التسويق ولتحفيز التعامل السوقي على أسهم الشركة، وفي حالات أخرى، ليس مستبعدا أن يسبب قرار تجزئة الأسهم إلى زيادة طفيفة في القيمة السوقية للسهم بسبب المحتوى المعلوماتي (**Iaformationl Content**) الذي ينطوي عليه مثل هذا القرار.

**3- إعادة شراء الأسهم Steck Repurchases:**<sup>2</sup> تزايد عدد الشركات التي تستخدم هذا الشكل من أشكال توزيع الأرباح مقارنة مع التوزيع النقدي للأرباح، ففي عام 1972 كان توجه الشركات عموما هو التوزيع النقدي للأرباح في الولايات المتحدة الأمريكية وبمرور الوقت زادت أهمية طريقة إعادة شراء الأسهم حتى قامت قيمة الأسهم التي تم إعادة شراؤها عام 2000 تلك الأرباح التي قامت الشركات بتوزيعها نقدا عندما تقوم الشركة بإعادة شراء أسهمها من السوق المالي فإن الدافع الرئيسي لها هو التوزيع نقدا أكثر على المساهمين فطالما أن الفوائد والأرباح التي تحققها الشركة ثابتة نسبيا، فإن تقليل عدد الأسهم المصدرة ( عن طريق شراء بعضها) سوف يزيد من حصة أو ربحية السهم الواحد (**EPS**).

وبالتالي سوف يزيد سعر السهم في السوق المالي، وعليه يمكن القول أن تأثير قرار الشركة بإعادة شراء الأسهم يشابه تأثير قرار الشركة بتوزيع الأرباح النقدية.

ومن المزايا الأخرى لطريقة إعادة شراء الأسهم هو تمييزها على التوزيع النقدي للأرباح، وذلك أن حملة الأسهم سيضطرون إلى دفع ضرائب دخل عادية (**Ordinary Income Tascas**) في حالة أن تقوم الشركة بدفع أرباح نقدية، وبالمقابل فإن قيام الشركة بإعادة شراء الأسهم سيقود إلى رفع سعر السهم السوقي وبالتالي فإن نتائج ذلك القرار ستصب في صالح حملة الأسهم دون أن يضطروا إلى دفع ضريبة دخل إلا في حالة بيع

<sup>1</sup> المرجع السابق، ص 380، 381.

<sup>2</sup> أحمد سعد العالي، نفس المرجع السابق، ص 381، 382.

الأسهم لاحقاً، وبالرغم من ذلك فإن معدل ضريبة الدخل حين بيع الأسهم عادة أقل من معدل ضريبة الدخل على توزيعات الأرباح النقدية.

ومن جهة نظر المحاسبية، فإن إعادة شراء الأسهم يؤدي إلى انخفاض في حساب النقدية بالميزانية العمومية بقيمة المبلغ الذي تمت إعادة شراؤه.

### المطلب الثالث: العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح

توجد العديد من العوامل التي تمثل عوامل ضاغطة وحاكمة عند اتخاذ الجمعية العامة للمساهمين لقرار توزيع الأرباح وهذا على اعتباره قرار ذو صلة مباشرة بالقرارات المالية الأخرى وعلى أهمية وقيمة المؤسسة وأسعار أسهمها، ولكن مع ذلك فمن الصعب وضع إطار عام يمكن استخدامه لاختيار سياسة توزيع معينة وتتمثل هذه العوامل فيما يلي:<sup>1</sup>

**أولاً- العوامل الخارجية:** وتلعب مجموعة من القيود الخارجية تأثيرها على سياسات التوزيعات وبالتالي قد تعمل على تغيير معاملها وتتمثل أهم هذه العوامل في:

**1- القيود القانونية:** تخضع المؤسسات لقوانين وأنظمة الدول التي تعمل فيها، مثل القانون التجاري قانون الشركات وقانون هيئة السوق الأوراق المالية وأنظمتها وتعليماتها، وتختلف القواعد أو القيود القانونية التي تؤثر في سياسة توزيع الأرباح من بلد إلى آخر ومن زمن إلى آخر وأهم هذه القيود هي:

**1-1- قيد إضعاف رأس المال:** إن هذه القاعدة تمنع توزيع الأرباح من رأس مال القانوني للمؤسسة والذي يقاس بالقيمة الاسمية للأسهم العادية وفي بعض الدول يضاف إلى القيمة الاسمية للأسهم العادية علاوة وإصدار الأسهم العادية.

**1-2 - قيد تكوين احتياطات:** يتوجب على المؤسسات تكوين احتياطات من الأرباح لتدعيم رأس المال ومقابلة احتياجات السيولة.

**1-3- قيد صافي الأرباح:** حيث تقضي هذه القاعدة أنه لا ينبغي إجراء توزيع لأرباح ما لم تكن هذه الأرباح قد تحققت فعلاً، أي توزيع الأرباح يكون من الربح الصافي الحالي ومن أرباح السنوات السابقة (أرباح محتجزة) والهدف هو منع المساهمين من سحب استثماراتهم من رأس مال المؤسسة.

**1-4- قيد الإعسار المالي:** هذه القاعدة تعني عدم توافر نقد يمكن المؤسسة من دفع التزاماتها في مواعيدها، ويقصد بها أيضاً عدم كفاية الأصول لتغطية الخصوم وبالتالي امتناع المؤسسة عن إجراء التوزيعات والغرض من هذه القيود هو عدم المساس برأس المال والذي يعتبر بمثابة ضمان للدائنين باسترجاع أموالهم.

**1-5- العقوبة الضريبية:** يفرض هذا القيد أنه "إذا أثبت لمصلحة الضرائب أن نسبة التوزيعات منخفضة بشكل مريب أي بطريقة تستهدف مجرد تحويل التوزيعات إلى أرباح رأسمالية بما يعطي المستثمرين فرصة لتأجيل دفع

<sup>1</sup> عدنان فايزة: سياسة توزيع الأرباح، وأثرها على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات الاقتصادية المدرجة في البورصة، دراسة قياسية لأسهم البنوك المدرجة في بورصة عمان، خلال الفترة الممتدة ما بين 2005-2013، باستخدام نماذج بانل رسالة ماجستير في مالية المؤسسات، جامعة الجزائر 03، سنة 2015-2017، ص ص 24، 25.

الضرائب المستحقة عليهم حيث تقوم مصلحة الضرائب بفرض ضريبة خاصة إضافية مثل هذا الإجراء من شأنه أن يحد من محاولات حملة الأسهم الأغنياء من التأثير على سياسة التوزيعات، وذلك بإعطاء أفضلية لاحتجاز الأرباح<sup>1</sup>.

**2- القيود التعاقدية:**<sup>2</sup> يقصد بها أن الاتفاقيات والعقود المبرمة بين المؤسسة والدائنين أو بينها وبين أصحاب الأسهم الممتازة قد تتضمن بعض الشروط التي تحد من حرية تصرف المؤسسة لحماية الدائنين أو أصحاب الأسهم الممتازة فمثلا عادة ما تضع عقود القروض قيد يقضي بأن لا تتم توزيعات الأرباح سبق احتجازها قبل تاريخ إبرام العقد، فالتوزيعات تكون فقط من الأرباح المتداولة بعد ذلك التاريخ كما قد ينص العقد على منع إجراء توزيعات ما لم تكن نسبة التداول ومعدل تغطية الفوائد ورأس المال العامل أو أية مؤشرات أمان أخرى عند مستوى معين، وذلك بهدف ضمان توفير مواد يسهل تحويلها إلى نقود لخدمة الدين، كذلك قد يتضمن عقد إصدار الأسهم الممتازة قيد يقضي بعدم إجراء توزيعات على حملة الأسهم العادية ما لم يحصل حملة الأسهم الممتازة على التوزيعات المتجمعة لهم عن سنوات سابقة وهو ما يعرف بقيد الأسهم الممتازة يتضح مما سبق أن سياسة توزيع الأرباح تتأثر بشكل كبير عندما تكون مثل هذه القيود موضع التنفيذ لأنها تحد من حرية الإدارة في إتباع سياسة توزيع قد تتعارض مع القيود المفروضة.

**3- الضرائب:** تأخذ المؤسسة في اعتبارها معدل الضريبة عند إقرارها السياسة توزيع الأرباح ونميز هنا بين ثلاث أنواع للضرائب التي تؤثر على سياسة توزيع الأرباح كالتالي:<sup>3</sup>

**3-1- الضرائب الشخصية:** يخضع المساهم لضريبة شخصية على الدخل الذي يحصل عليه سواء في شكل توزيعات الأرباح أو من المكاسب الرأسمالية التي تتحقق من بيع أصول يحتفظ بها لفترة أطول من الزمن، وبناء عليه لو أن معظم حملة أسهم المؤسسة من بين أوائل الذين تقع دخولهم الشخصية في شريحة ضريبة عالية، فقد يكون من صالحهم إتباع المؤسسة لسياسة ضريبة يحتجز فيها أكبر قدر ممكن من الأرباح بشرط تكون لديها فرض استثمارية ملائمة توجه إليها الأرباح المحتجزة، وذلك حتى لا تثير الشك لدى مصلحة الضرائب، أما إذا كان أغلبية المساهمين ممن تخضع دخولهم لشريحة ضريبة منخفضة حينئذ قد تكون سياسة توزيع الأرباح السخية هي المفضلة وتزداد المشكلة تعقيدا إذا ما حدث تفاوت بين المستثمرين في معدل ضريبة الشخص على الدخل مما يؤدي إلى حدوث تباين في تأثير الضرائب الشخصية.

**3-2- الضريبة على المبالغ في حجز الأرباح:** يمكن للمؤسسة أن تقوم باحتجاز الأرباح المحققة دون إجراء أي توزيعات نقدية وفي المقابل يحصل المستثمر (المساهم) على الدخل من خلال الأرباح الرأسمالية وتتحقق هذه العملية إذا استخدمت هذه الأموال في شراء الأصول الإنتاجية ولا تقتصر عملية الاحتجاز في شكل نقدي أو بدائل نقدية فقط (أسهم وسندات أدونات خزينة)، حيث إذا تراكم لدى المؤسسة استثمارات شبه سائلة نتيجة

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، مصر، الإسكندرية، 1998، ص 350.

<sup>2</sup> عدنان فائزة، المرجع السابق، ص 25، 26.

<sup>3</sup> المرجع السابق، ص 26، 27.



حجز الأرباح، وتجاوز هذا الحجز المستوى المقبول فقد تلجأ بعض الأنظمة بفرض ضريبة على ذلك الجزء من التراكمات في هذه الأصول والمتجاوزة المستوى المقبول، وعلى الرغم من أن هذا الإجراء غير مستحب تطبيقه، إلا أنه أداة فعالة لعدم لجوء المؤسسات لمثل هذا الأسلوب.

**3-3- الضرائب على أرباح المؤسسات:** تشجع الميزة الضريبية للديون الناتجة عن خصم الفوائد من الوعاء الضريبي استخدام الديون في التمويل، مما يعني أن المؤسسة مستعدة لاستخدام درجة ما من الرفع المالي لتمويل بعض استثماراتها عن طريق الديون، ونتيجة لذلك فإنه في الأجل الطويل يمكن التوسع في استخدام التمويل بالديون مما يؤدي إلى ارتفاع نسبة الديون في الهيكل المالي مقارنة بالأموال الخاصة وتطبيق هذا الأسلوب في التمويل يعني مزيد من التدفق النقدي الخارج من المؤسسة في شكل فوائد بينما يتبقى الجزء الأول لمقابلة التوزيعات النقدية.

**4- الفرص الاستثمارية المتاحة:**<sup>1</sup> يظهر تأثير الفرص الاستثمارية المتاحة أمام المؤسسة على سياسة توزيع الأرباح، كون المؤسسة إذا لم ترغب في استثمار أرباحها أنها لا ترغب في استهلاك ديونها (تخفيضها)، فإنه يمكن توزيع الأرباح نقداً، أما إذا توفرت فرص استثمارية مريحة، فإنه يمكن استخدام هذه الأرباح في تمويلها، وهذا ما يترتب عليه عدم استقرار نصيب السهم من التوزيعات فمع بقاء العوامل الأخرى على حالها، ينخفض حجم التوزيعات مع الزيادة في حجم الاستثمارات المتاحة، والعكس صحيح يلاحظ أنه ليس من الشائع بالنسبة للمؤسسات النامية أو التي تنمو بسرعة والتمتع أمامها فرص استثمارية عالية العائد أن تتردد في استخدام الأرباح في تمويلها، بحيث لا تجري توزيعات وأن تفضل تمويل الاستثمارات من الأرباح بدلاً من توزيع الجانب الأكبر منها وللجوء إلى التمويل الخارجي، ويرجع ذلك لتفضيل المساهمين للأرباح الرأسمالية بدلاً من توزيع الأرباح في الوقت الحاضر.

عند محاولة قياس قدرة المؤسسة على دفع التوزيعات وتقييم نوعية مشاريعها الاستثمارية، يمكن معرفة مدى إمكانية استمرار المؤسسة في تحويل الثروة إلى المساهمين من خلال سياسة التوزيعات المنتهجة حالياً، وذلك إما برفع السيولة المحولة للمساهمين أو تخفيضها ويكون الفاصل في هذه الحالة ممثلاً في التدفقات النقدية الحرة المتاحة للملاك إضافة إلى مدى توفر الفرص الاستثمارية، لذا تصادفنا أربع سيناريوهات ممكنة يمكن تلخيصها في المصفوفة الموالية.

<sup>1</sup> المرجع السابق، ص ص 27، 28.

الشكل (1-2): تحليل سياسة التوزيعات

	استثمارات سيئة	استثمارات حسنة
الثروة المحولة > FCFE	رفع التوزيعات وتخفيض الاستثمارات	إعطاء مرونة لجمع السيولة
الثروة المحولة < FCFE	تخفيض التوزيعات والاستثمارات	تخفيض التوزيعات والاستثمار في مشاريع نوعية

Source :asnath darmodaran finance d'entreprise : théorie etprotique 2<sup>ne</sup> edition, de boeck bruscelles, 2006, p951 , <https://fr.scribd.com/document/22/05/2023.13:48> .

فالمؤسسة عليها مراعاة كل التدفقات النقدية الحرة المتاحة للملاك إلى جانب الفرص الاستثمارية عند تقرير انتهاج سياسة توزيعات معينة، فتكلفة التمويل أو العائد المطلوب من المستثمرين يجب أن يكون أقل من العائد المتوقع على الاستثمار ليتم احتجاز هذه الأرباح وإعادة استثمارها من قبل المؤسسة وكذا ضرورة العمل على تكوين خزينة مثالية للمؤسسة تحول دون تسجيل أي عجز على مستواها وتمكن من مواجهة التزاماتها ما ينعكس على قيمة سهم المؤسسة.

**5- السياسات التي تتبعها المؤسسات المثلثة:**<sup>1</sup> تحاول المؤسسة التعرف على نسبة التوزيعات التي تتبعها المؤسسات التي تنتمي إلى نفس القطاع أو المؤسسات التي تتمتع بنفس معدل النمو، ذلك أن إتباع سياسة مماثلة لما هو سائد يمكن أن يكون مبررا لسياسة المؤسسة.

**6- الوضع الاقتصادي العام:**<sup>2</sup> تعمل المؤسسة كمتعامل اقتصادي ضمن محيط اقتصادي تؤثر فيه وتتأثر به ومنه فإذا كانت الظروف الاقتصادية العامة التي تمر بها البلد تتسم بالاستقرار والتقلبات السريعة والمفاجئة، فإن كل ذلك من شأنه أن يدفع المؤسسة إلى الاحتفاظ بجزء من الأرباح لمواجهة أي شكل يعترض تطورها مستقبلا كذلك في حالة الانكماش الاقتصادي مثلا، فإن مستوى النشاط الاقتصادي سوف يكون ضعيفا وعلى المؤسسة أن تحتفظ بالجزء الأكبر من الأرباح وهذا من أجل المحافظة على السيولة المطلوبة، وبالتالي انخفاض في الأرباح الموزعة ويرجع ذلك أساسا إلا أنه في هذه الحالة يصبح معدل دوران الأصول المتداولة وخاصة المخزونات منها بطيئا جدا مقارنة مع مواعيد استحقاق الديون قصيرة الأجل.

كما أن في حالة الرواج الاقتصادي قد تؤثر على قرار المؤسسة في توزيع الأرباح، حيث تجد نفسها مجبرة على الاحتفاظ بالقدر الأكبر من الأرباح وعدم توزيعها، وذلك لمقابلة متطلبات فرص الاستثمار المربحة التي يمكن أن تتاح لها، وهو ما يعني زيادة قدرة التمويل الذاتي للمؤسسة.

وإذا أرادت المؤسسة أن تحافظ على سياسة توزيع أرباح مستقرة فعادة ما تقوم باستبقاء الأرباح في فترة الانتعاش والرخاء الاقتصادي لتوزيعها في فترات الركود والأزمات وبالتالي تحافظ على نفس الحجم من الأرباح الموزعة وهذا الكسب ثقة المساهمين.

<sup>1</sup> المرجع السابق، ص ص28-29.

<sup>2</sup> المرجع السابق، ص29.



كما أن لتضخم أثرا كبيرا وواسعا على سياسة توزيع الأرباح المتبعة من قبل المؤسسة ففي حالة ارتفاع معدل التضخم الذي يؤدي إلى ارتفاع تكلفة استبدال الأصول الثابتة وعدم كفاية اقتطاعات الاهتلاك لهذه الأصول، وبالتالي فإن المؤسسة تلجأ إلى احتجاز الأرباح في مثل هذه الحالات لتمويل استبدال هذه الأصول مما يؤدي إلى زيادة نسبة الأرباح المحتجزة، وبالتالي انخفاض التوزيعات في فترة التضخم.

هذا بالإضافة إلى أن سوق رؤوس الأموال تتأثر هي الأخرى بالظروف الاقتصادية السائدة، فإذا كانت هذه الظروف مستقرة وعادية فإن عملية الحصول على الأموال من مختلف المصادر تكون سهلة وبتكلفة أقل، وعليه تقوم إدارة المؤسسة بتوزيع أرباح أكبر من أجل كسب ولاء وثقة المساهمين الحاليين ومحاولة إغراء وجلب مساهمين جدد، لكن في الحالة العكسية وإذا كان هناك فتور في الأسواق المالية وكان هناك إجهاد وحذر كبير من طرف المستثمرين في اقتناء الأوراق المالية يتعين على المؤسسة استبقاء حجم كبير من الأرباح لمواجهة أي اضطرابات مستقبلية وهذا طبعا راجع لمحاولة المؤسسة لعدم اللجوء إلى الاقتراض ولكن تمويل احتياجاتها داخليا (الأرباح المحتجزة) لأن المؤسسات المقرضة في مثل هذه الحالات (حالة الأوضاع الاقتصادية السيئة وعدم الاستقرار) عادة ما تضع شروطا كبيرة.

**7- استطاعة المؤسسة الدخول إلى الأسواق المالية:**<sup>1</sup> تعاني المؤسسات الصغيرة والجديدة من استطاعة محدودة على الاقتراض وعلى التمويل بإصدار أسهم والسبب أن هذه المؤسسات لا تكون معروفة من قبل البنوك أو من قبل المستثمرين في الأسواق المالية مما يؤدي إلى بطئ تداول سنداتهما وأسهمهما، لذلك تعتمد مثل هذه المؤسسات على الأرباح المحتجزة كمصدر أساسي للتمويل ويكون لديها اتجاه نحو احتجاز نسبة كبيرة من الأرباح بالمقارنة مع المؤسسات الكبيرة والقديمة التي توزع نسبة أكبر على المساهمين.

**ثانيا- العوامل الداخلية:** كما قد يكون واحد أو مجموعة من العوامل الداخلية هي المحدد الرئيسي لسياسة التوزيعات ومنها:

**1- حجم الأرباح:** تتأثر سياسة الأرباح بحجم الأرباح، فالمؤسسات التي تعاني من عدم استقراره في الأرباح المتولدة عادة ما تميل إلى وضع سياسة توزيع غير سخية وذلك على عكس المؤسسات التي تتمتع بقدر من الاستقرار في أرباحها، ويرجع ذلك إلى رغبة المؤسسة في تجنب الآثار السلبية لمحتوى المعلومات التي تعكسها سياسة التوزيعات، وذلك عندما تلجأ الإدارة إلى تخفيض معدل الأرباح الموزعة في حالة انخفاض أرباحها ومن بين السبل لتحقيق ذلك أن تقرر من البداية سياسة تجري بمقتضاها التوزيع لنسبة صغيرة من الأرباح المتولدة، يمكن أن تحافظ عليها حتى لو حدث انخفاض في الأرباح المتولدة مستقبلا، ويضاف إلى ذلك أن مثل هذه المؤسسات عادة ما تكون أكثر عرضة لمخاطرة الوقف عند السداد، ومن ثم تميل إلى تخفيض نسبة الأموال المقترضة داخل الهيكل المالي وهنا تظهر ميزة سياسة توزيع نسبة صغيرة من الأرباح المتولدة والتي في ظلها

<sup>1</sup> المرجع السابق، ص30.

تتاح فرصة توفير موارد مالية يمكن استخدامها في تمويل الاحتياجات الاستثمارية دون الحاجة إلى الحصول على المزيد من القروض<sup>1</sup>.

كما تهدف المؤسسات إلى تعظيم الأرباح المتوقعة لتتمكن من زيادة التوزيعات النقدية للأرباح، ونجد أن أغلب المسيرين الماليين يميلون نحو الزيادة التدريجية وغير المباشرة للحفاظ على مستويات عالية من الأرباح المحققة أولاً، والتحرر نحو التوزيع المستهدف في الأجل الطويل ثانياً.

**2- توفير السيولة:** تتطلب التوزيعات توافر النقدية الكافية لإجراء مثل تلك التوزيعات، مما يعني أن عدم توافر النقدية يحد من التوزيعات النقدية والبدائل قد يكون في الاقتراض لتعويض العجز، في الرصد النقدي، وعلى الرغم من شيوع مقولة أن الأرباح توزع على المساهمين، إلا أن إجراء التوزيعات يستلزم توافر نقدية يمكن دفعها للمساهمين فتوافر الأرباح لا يخرج عن كونه عملية محاسبية تظهر لنا رقم الربح الناتج عن عمليات المؤسسة والتي قد تكون ناتجة عن عمليات بيع آجلة لم يتم تحصيلها بعد، وهو ما كان يعني أن رصيد النقدية المتوافرة لدى المؤسسة لا يساوي رقم الربح المحقق، ويضاف إلى ذلك أن المؤسسة الآخذة في النمو والتوسع توجه جزء من النقدية إلى شراء خدمات وأصول ثابتة وهو ما يعني نقص النقدية المتوفرة لدى تلك المؤسسات، أي أن العبرة في دفع توزيعات نقدية للمساهمين لا يتوقف فقط على الأرباح المحققة بل على السيولة المتوفرة لدى المؤسسة<sup>2</sup>.

إذن يرتبط إجراء التوزيعات بتوفر سيولة كافية، فمع بقاء العوامل الأخرى على حالها تزداد نسبة الأرباح الموزعة كلما توفر للمؤسسة المزيد من النقدية أو الأصول سريعة التحويل إلى نقدية ومن ناحية أخرى فإن المؤسسات التي تنمو بسرعة، عادة ما تفضل الحد من إجراءات التوزيعات وحتى النقدية الفائضة عادة ما تكون لغرض الحيلة في مواجهة عدم التأكد دون رغبة أو استعداد من جانب المؤسسة لاستخدام هذا الفائض في إجراء التوزيعات<sup>3</sup>.

وفي هذا الصدد حدد الاقتصادي **جون كينز John Keynez** ثلاث دوافع رئيسية للاحتفاظ بالنقد هي:<sup>4</sup>

✓ **دوافع العمليات:** يشير دافع العمليات إلى وجود نقدية كافية لتسديد الالتزامات الناشئة عن عمليات المؤسسة، مثل شراء مواد أولية أو دفع رواتب، ويتوقف حجم النقدية لمواجهة هذه الدافع على حجم المؤسسة ومدى الاستقرار في تدفقاتها النقدية.

✓ **دوافع الاحتياط:** يعني الاحتفاظ بقدر معين من النقدية لمواجهة التدفق النقدي غير المتوقع.

✓ **دوافع المضاربة:** يشير دافع المضاربة إلى قدرة المؤسسة على الاحتفاظ بقدر معين من النقد يمكنها من اغتنام فرص الربح الممكنة إذا ما حدثت في وقت مفاجئ.

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، المرجع السابق ذكره، ص 345.

<sup>2</sup> عدنان فايزة، المرجع السابق، ص 31.

<sup>3</sup> منير إبراهيم، المرجع السابق، ص 334.

<sup>4</sup> بن ضب علي، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على القيمة المؤسسة المدرجة بالبورصة دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة بسوق الكويت الأوراق المالية خلال الفترة 2006-2008، أطروحة ماجستير، جامعة قصدي مرياح ورقلة، 2009، ص 125.

### 3- بدائل التمويل المتاحة: وتتمثل هذه البدائل فيما يلي:<sup>1</sup>

**3-1- الهيكل المالي للمؤسسة وتوفر طاقة للاستدانة:** يمكن أن يؤثر الهيكل المالي على سياسة التوزيع في المؤسسة، فإذا كان للمؤسسة هيكل مالي مستهدف فلا يمكنها تجاوز هذا الهدف مما قد يحد من سياسة التوزيع أو من ناحية القدرة على الاستدانة، فلو كانت نسبة الرفع المالي منخفضة، فإن المؤسسة يمكنها اللجوء للتمويل الخارجي، وحين بلوغ النسبة الحرجة من الاستدانة عندها يجب عليها الاعتماد على التمويل الذاتي، وهو ما سوف يؤثر على التوزيعات المدفوعة كما يمكن للمؤسسة إذا كان لديها طاقة للاستدانة غير مستخدمة وتتمتع بمركز مالي قوي يمكنها من الحصول على ما تحتاجه من موارد مالية بسرعة وبشروط ملائمة. مثل هذه المؤسسة يمكنها أن تجري توزيعات بنسبة كبيرة من الأرباح المحققة حتى لو كانت تعاني من نقص في السيولة.<sup>2</sup>

### 3-2- تكلفة الإصدار والمعاملات: ويمكن أن نميز في هذا الصدد بين المفاهيم التالية:

**3-2-1- تكلفة الإصدار:** ينطوي اعتماد المؤسسة على مصادر تمويل خارجية في حالة الأسهم والسندات على تكلفة الإصدار التي من بينها المصروفات الإدارية ورسوم التسجيل والرسوم القانونية الأخرى، والخصومات التي قد تمنح للمشتريين لتشجيعهم على شراء الأوراق المالية بسبب الإصدار الجديد.

وباعتبار أن تكلفة الإصدار غالبيتها من النوع الثابت فإنه مع بقاء العوامل الأخرى على حالها يتوقع أن يرتفع نصيب الورقة المالية من تلك التكاليف بالنسبة للمؤسسات الصغيرة أو حتى للمؤسسات الكبيرة عندما يكون حجم الإصدار صغير وعليه عندما تريد المؤسسة تمويل الأصول عن طريق الأموال الخاصة وتفاضل بين احتجاز الأرباح أو إصدار أسهم جديدة، تقوم المؤسسة بتخفيض معدلات التوزيع واحتجاز الأرباح لاستخدامها في تمويل مشاريعها الاستثمارية.

**3-2-2- تكلفة المعاملات:** يتحمل المستثمر تكلفة المعاملات عندما يشتري أصل جديد أو بيع أصل يمتلكه، ففي حالة شراء أو بيع سهم، تتمثل التكلفة في عمولة السمسرة وتكلفة الوقت المنقضي أو المستغرق بواسطة المساهم لإتمام الصفقة أو العملية المالية فالمستثمر الذي يرغب في زيادة حصة مساهمته في رأس مال المؤسسة يفضل أن يكون ذلك عن طريق احتجاز نصيبه من الربح بدلا من حصوله على توزيعات ثم استخدام حصيلتها في شراء المزيد من الأسهم، والسبب في ذلك هو رغبة في تجنب تكلفة المعاملات، والتي عادة ما يكون نصيب الورقة الواحدة منها مرتفعا خاصة عندما يتضمن من أمر الشراء عددا صغيرا من الأوراق.

**3-3- إمكانية استبدال الدين:** إذا كانت المؤسسة في حاجة إلى الأموال لتمويل فرص الاستثمار المتاح أمامها فإنها إما تستخدم الملكية (إصدار أسهم جديدة أو احتجاز الأرباح) أو تستخدم الدين فإذا لم تستطع المؤسسة زيادة الدين في هيكل التمويل فإنه يزيد من تكلفة التمويل (تكلفة الملكية والدين معا) إذا لا بد أن تستخدم الملكية (بما فيها الأرباح المحتجزة) الأمر الذي يقلل من نسبة توزيعات الأرباح على المساهمين.

<sup>1</sup> عدنان فايزة، نفس المرجع السابق، ص32-33.

<sup>2</sup> منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، الطبعة الثانية، منشأة المعارف، مصر، الإسكندرية، 2005، ص 335.

**3-4- درجة الرغبة في السيطرة والرقابة على المؤسسة:** قد يفضل الملاك الحاليين للمؤسسة الراغبين في السيطرة على إدارة المؤسسة عدم الاعتماد على إصدار الأسهم في تمويل المؤسسة لاستثمارها، الأمر الذي من شأنه أن يفقدهم مكانتهم نتيجة الزيادة في عدد المساهمين، لذا يفضلون احتجاز الأرباح وعدم إجراء توزيعات وهذا لتوفير التمويل الكافي لاستثمارها.

**3-5- تأثير سياسة توزيع الأرباح على معدل العائد المطلوب:** يمكن معرفة تأثير سياسة توزيع الأرباح على معدل العائد المطلوب من خلال الأخذ في الحسبان أربع عوامل كالتالي:

\* رغبة المساهمين في الحصول على التوزيعات حاليا مقابل الدخل المتوقع في المستقبل.

\* مخاطر توزيع الأرباح مقابل مخاطر الأرباح الرأسمالية.

\* المزايا الضريبية للأرباح الرأسمالية بالمقارنة مع التوزيعات.

\* مضمون المعلومات أو الإشارة عن التوزيعات التي تجريها المؤسسة.

يلاحظ أن تأثير كل من العوامل السابقة على معدل العائد المطلوب يختلف من مؤسسة إلى أخرى، وذلك يتوقف على مدى إمكانية التوفيق بين مصلحة المساهمين الحاليين والمحتملين ومعدل العائد الذي يمكن للمستثمرين الحصول عليه إذا ما تم استثمار هذه الأموال في استثمارات مماثلة.

**4- الإشارات المالية أو المحتوى المعلوماتي للإشارات:** يحتوي مستوى التوزيعات على إشارات لذا فإن المسير لا يقدر على دفع توزيعات، إلا إذا كانت ذات دلالة على مستقبل مبشر للمؤسسة، لهذا ينظر المستثمرون إلى التوزيعات على أنها تحتوي على معلومات **Information Sontent** عن الربحية المستقبلية للمؤسسة، أو بعبارة أخرى ينظرون إليها على أنها إشارات مالية تعكس مدى النجاح المتوقع، فعندما تتبع المؤسسة سياسة ثابتة بشأن نسبة الأرباح الموزعة ثم تجري عليها تعديل فسوف يفهمه المتعاملون في السوق على أنه إشارة لتوقعات بشأن الربحية المستقبلية، مما يترك أثره بالتبعية على القيمة السوقية للسهم<sup>1</sup>.

وإذا استمرت المؤسسة بدفع نفس التوزيعات عندما تكون أرباحها منخفضة، فإن هذا سوف يعطي إشارة بأن انخفاض الربح هو مجرد حالة عابرة ومن جهة أخرى فإن هذا التصرف يحمي ضد إرسال إشارة إلى السوق بخصوص الاتجاه (التطور) الزمني للتوزيعات، والذي يجب أن يكون منتظما وتكون الأرباح الموزعة بذلك أقل تذبذبا من الأرباح<sup>2</sup>.

كما ينبغي على المؤسسات ذات المركز المالي القوي أن تمتنع عن إجراء تخفيض في الأرباح الموزعة، كما عليها ألا تقوم بإجراء زيادة فيها، إلا إذا كانت تتوقع زيادة في الأرباح المستقبلية أو استقرارها على الأقل والنتيجة أن الزيادة في التوزيعات هي إشارة لمستقبل مبشر في حين أن التخفيض هو مؤشر عن مستقبل غير

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، المرجع السابق ذكره، ص 333.

<sup>2</sup> عدنان فايزة، المرجع السابق، ص 34.

مشجع، وبناءا عليه فإن التغيير الذي يطراً على القيمة السوقية للسهم، هو رد فعل عن التوقعات المستقبلية لربحية المؤسسة أو ما يسمى بالمحتوى المعلوماتي لسياسة التوزيعات<sup>1</sup>.

**5- متطلبات النمو:** تحتاج المؤسسات التي تتمتع بفرص نمو سريعة للمزيد من الموارد المالية، حيث الاعتماد على مصادر تمويل ذاتية قد يكون أفضل من اللجوء إلى مصادر تمويل خارجية في بعض الحالات، وهذا ما يدعو المؤسسات إلى القيام باحتجاز الأرباح بدلا من توزيعها ولجؤها إلى حجز أرباحها لتمويل عمليات التوسع يعفيها من اللجوء إلى الاستدانة وفوائدها (مصاريفها) وأجال تسديدها ومخاطرها، لاسيما إذا ما كانت تلك الأرباح المحتجزة كافية لهذه العمليات كما أن الاضطرار إلى إصدار المزيد من الأسهم لتمويل النمو المرتقب ينطوي على تكلفة، وقد يترتب عليه إضعاف مركز المساهمين الأصليين في الجمعية العامة للمساهمين أو تعرضهم للخسائر بسبب الانخفاض المحتمل في القيم السوقية للسهم.

**6- دورة حياة المؤسسة:** يجب الربط بين سياسة توزيع الأرباح ودورة حياة المؤسسة حيث أن لكل مرحلة من دورة حياة المؤسسة متطلبات خاصة.

**7- طبيعة نشاط المؤسسة:**<sup>2</sup> لطبيعة نشاط المؤسسة أثر كبير على سياسية توزيع الأرباح المنتهجة، فهناك مثلا الصناعات التي تتمتع بطلب متواصل ومتزايد لا يتأثر بالظروف الاقتصادية السائدة، حيث أن سلع هذه الصناعات يتم استهلاكها سواء في حالات الرخاء أو في حالات الأزمات الاقتصادية، بنفس المستوى تقريبا، ألا وهي السلع الضرورية.

المؤسسات التي تعمل في هذه الصناعات عادة ما تتوقع عوائد مستقرة، وبناءا عليه فإنها تستطيع اتباع سياسة توزيع أرباح مستقرة، كذلك في حين أنه إذا كانت المؤسسة موضوع الدراسة تعمل في نشاط صناعي غير مستقر كما هو الحال بالنسبة للصناعات الكمالية، فإن عملية رسم سياسة مستقرة لتوزيع الأرباح تعد أمرا صعبا، وبالتالي حتى تتمكن هذه المؤسسة من التأقلم مع متطلبات نشاطها، يكون من الأفضل لها استبقاء قدر كبير من الأرباح المحتجزة خلال فترات الأزمة والتراجع الاقتصادي، وهكذا تكون قد حافظت على معدل توزيعات شبه مستقرة وقد قامت بكسب ثقة المساهمين.

وعليه يمكن القول أن الصناعات ذات الطلب المتواصل تستطيع إتباع معدل توزيع عالي ومستقر، بينما الصناعات التي تمتاز بمرود متذبذب وتكون حالة عدم التأكد فيها كبيرة فعليا إتباع سياسة توزيع الأرباح بمعدل منخفض واستبقاء القدر الأكبر ليكون مصدر لتوزيع الأرباح في الدورات التي لا تحقق فيها ربح أو يكون حجمه ضعيفا، هذا من ناحية ومن ناحية أخرى فإن المحيط التكنولوجي الذي تعمل فيه المؤسسة دورا هاما كذلك في تحديد سياسة توزيع الأرباح، فإذا كانت المؤسسة من المؤسسات التي تعتمد على التكنولوجيا الحديثة والعالية والتي عادة ما تكون بصدد تغيرات واختراعات متواصلة لتحسين نوعية المنتجات من جهة وتخفيض تكلفة إنتاجها من جهة أخرى، فيجب على هذه المؤسسة استبقاء قدر أكبر من الأرباح، وذلك لتمويل عملية

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، المرجع السابق، ص 333.

<sup>2</sup> عدنان فايزة، المرجع السابق، ص 36.

البحث والتطور لتحسين منتجاتها وتخفيض تكلفتها إنتاجها، وبالتالي مواجهة المنافسة أما إذا كانت المؤسسة من المؤسسات التي تعتمد على مستوى بسيط من التكنولوجيا فإنها لا تكون بحاجة كبيرة لاستبقاء الأرباح لغرض البحث والتطوير واستبدال وسائل الإنتاج التي تكون قد اهدمت تكنولوجيا، وإنما تكون بحاجة إلى توزيع أكبر قدر ممكن من الأرباح على المساهمين.

### المبحث الثاني: النظريات المفسرة لعلاقة سياسة توزيع الأرباح بالأداء المالي

من خلال التطرق إلى سياسة توزيع الأرباح كان هناك سؤال جوهري حول مدى إمكانية الوصول إلى سياسة مثلى تسمح بتعظيم ثروة المساهمين، وبغية الإجابة على السؤال اختلفت الآراء حول لغز توزيع الأرباح بسبب غياب سياسة مثلى لتوزيع الأرباح، وبغية حل هذا اللغز حاولت العديد من النظريات والدراسات الوصول إلى تفسير مقنع وكامل لسياسة توزيع الأرباح في الشركة غير أن معظم هذه المحاولات لم تثمر بدليل قاطع ومقنع يشبه واقعية التعامل مع الأرباح، وفي هذا السياق سنحاول التطرق إلى أهم النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح.

#### المطلب الأول: نظرية عدم ملائمة التوزيعات لميلر ومدكلياني 1961 Millar And Modigliani<sup>1</sup>

ساهم في صياغة هذه النظرية كل من (Miller and Modigliani) (m&m) ومفهوم هذه النظرية أن المساهمين يعتقدون أن سعر السهم يتحدد حتماً للقدرة الإيرادية للشركة وفقاً لمخاطر أعمال الشركة، ويعني ذلك أن مقدار الأرباح التي تحققها الشركة نتيجة استخدام مواردها المختلفة هي التي تؤثر على سعر السهم وليست الكيفية التي يتم بها تقييم تلك الأرباح بين أرباح موزعة وأخرى محتجزة، وبالتالي فإن السعر هو أثر الأرباح الناتجة عن أعمال الشركة وليس للطريقة التي تقسم بها تلك الأرباح بين التوزيعات والاحتجاز، وأن يتم تحديد قيمة الشركة قبل اتخاذ قرارات الاستثمار والتمويل في إطار الهيكل الأمثل، وليس عن طريق قرار توزيع الأرباح، ويطلق على هذه النظرية نظرية اللاعلاقة (اللاعلاقة لتوزيعات الأرباح)، أي عدم وجود أي علاقة بين مقدار العائد الموزع أو نوعية التمويل وبين سعر السهم أو معدل العائد المطلوب على الاستثمار في ذلك السهم، وإنما مدى كفاءة المدير في اختيار الاستثمارات المربحة المثلى.

وفي تطور هذه النظرية فإن ميلر ومدكلياني (m&m) وضعوا عدة افتراضات منها:

- عدم وجود ضرائب على الشركة أو ضرائب شخصية على الدخل.
- لا توجد تكاليف اكتتاب أو تكاليف معاملات.
- ليس للرافعة المالية أثر على تكلفة التمويل.
- أن المعلومات المتاحة حول مستقبل الشركة عند المديرين والمستثمرين متماثلة.
- ليس لتقسيم الربح بين الاحتجاز والتوزيع أثر في تكلفة الأموال المملوكة.
- أن سياسة الميزانية الرأسمالية في الشركة مستقلة عن سياسة التوزيع فيها.

<sup>1</sup> كريمة بوكرم، أثر قرار الاستثمار وتوزيع الأرباح على الأداء المالي للشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان لأوراق المالية للفترة 2000-2018، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، سنة 2018-2019، ص133.



ومن الواضح أن هذه الفرضيات لا تقوم على أرض الواقع، فالشركات والمستثمرين يدفعون الضرائب والشركات تتحمل تكاليف الإصدار، كما أن المديرين يعرفون من المعلومات المتعلقة بمستقبل الشركة أكثر مما يعرفه المستثمرون ويتحمل المستثمرون تكاليف المعاملات.

وطبقا لهذه النظرية فإن المستثمرين لا يهتمون بسياسة توزيع الأرباح التي تتبناها الشركة وذلك عند اتخاذ قراراتهم بالاستثمار في أسهم تلك الشركة ونظرا لأنهم يستطيعون القيام بتكوين سياسة توزيع عوائد ذاتية فعلى ضوء ما تقدم يمكن القول أن نظرية (m&m) أو كما يطلق عليها نظرية عدم أهمية العائد يمكن قبولها في ظل ظروف التأكد التام والكفاءة الكاملة للأسواق المالية غير أن هذه الظروف لا تتوفر في الواقع العملي، مما أدى لظهور نظريات أخرى لسياسة توزيع الأرباح تأخذ في الحسبان الظروف المتاحة في الواقع العملي مثل وجود الضرائب وتكلفة التداول وتفضيل كثير من المستثمرين للحصول على الدخل في شكل أرباح رأسمالية بدلا من الحصول عليه في شكل توزيعات<sup>1</sup>.

### المطلب الثاني: نظرية جوردن 1962 Gordon.

يختلف فكر جوردن اختلافا جوهريا عن فكر "ميلر ومدكلياني" وهكذا فإن "جوردن" يعتقد أن سياسة توزيع الأرباح تؤثر على القيمة السوقية للسهم وقبل الإثبات الرياضي لوجهة النظر هذه يجب أن تفرض الفرضيات التي قامت عليها النظرية وتتمثل فيما يلي<sup>2</sup>:

- لا يوجد تمويل خارجي، أي أن المؤسسة تعتمد بالكامل على الأموال الخاصة في تمويل استثماراتها.
- معدل المردودية المتوقع على الاستثمارات الثابتة  $K^*$ ؛
- معدل المردودية المطلوب على الاستثمارات الثابتة  $K$ ؛
- لا يخضع دخل المؤسسة أو دخل المستثمر للضريبة؛
- معدل نمو المؤسسة ثابت  $g$  يساوي نسبة الأرباح المحتجزة  $TNDIV$  مضروبا في معدل المردودية المتوقع؛
- معدل المردودية المطلوب على الاستثمار أكبر من معدل النمو.
- نسبة الأرباح التي توزع على حملة الأسهم العادية الثابتة لا تتغير  $DIV$ .
- انطلق برهان جوردن لإثبات هذه المقارنة من نموذج خصم التوزيعات في حالة النمو، وهو كالاتي:

$$V_0 = DIV_1 / (k - g)$$

بما أن التوزيعات تتمثل في قيمة الأرباح المتوقعة مضروبا في  $(1 - TNDIV)$ ، ومنه القيمة تساوي

$$V_0 = R^* (1 - TNDIV) / (k - g)$$

بتعويض  $g = (1 - t_{div} K^*)$  في المعادلة السابقة نجد:

$$V_0 = R^* (1 - t_{div}) / (k - k^* \cdot t_{div})$$

بما أن  $k = k^*$  يمكن تبسيط المعادلة لتصبح  $v_0 = R^* / K$

<sup>1</sup> كريمة بوكرمة، المرجع السابق، ص ص 134، 135.

<sup>2</sup> ياقوت موساوي، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة في البورصة، دراسة حالة الشركات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة المعتمدة 2008-2011 شهادة ماجستير في العلوم التجارية والمالية والمالية وتخصص حالية 2012-2013، ص 76.

بما أن TNDIV هو المتغير الذي يعكس سياسة لتوزيع لم يظهر في المعادلة الأخيرة فهذا يعني أن سياسة التوزيع لا تؤثر على القيمة السوقية للسهم ومن ثم على قيمة المؤسسة ( في حالة  $K=K^*$  ) والمتغيرات التي ظهرت هي  $R^*$  و  $K$  اللذان يعبران عن ربحية السهم والمخاطر التي يتعرض لها هذا الأخير بعبارة أخرى القيمة السوقية للسهم هي محصلة قرارات الاستثمار وليس قرارات التمويل، أما إذا كان  $K > K^*$  فإن  $V_0$  سوف تتخفض مع زيادة في الأرباح المحتجزة TNDIV أو تتخفض مع زيادة في المقدار  $(1-TNDIV)$ .

أما في حالة  $K < K^*$  فإن  $V_0$  سوف ترتفع مع الزيادة في الأرباح المحتجزة  $TNDIV^1$

### المطلب الثالث: نظرية التفضيل الضريبي Tasc Effect Theory

تأخذ هذه النظرية الضريبية كأساس للمفاضلة في حصول المساهم على الدخل الناتج من عملية امتلاك الأسهم، ومن المتعارف عليه أن الدخل المتعلق بأصحاب الأسهم يأتي من مصدرين وهما عائد التوزيعات والعائد الرأسمالي نتيجة بيع الأسهم، وهو الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء على أساس أنهم مطالبون بدفع الضرائب على مقدار ما يحصلون عليه من دخل، ومفهوم هذه النظرية أنه إذا كانت الضرائب التي يدفعها المساهم على عائد التوزيعات أعلى من الضرائب التي يدفعها على العائد الرأسمالي، فإن المساهم في هذه الحالة يفضل توزيعات أقل وإعادة استثمار الجزء الأكبر من الأرباح، وأما إذا كانت الضرائب التي يدفعها على العائد الرأسمالي أكبر من الضرائب التي يدفعها على عائد التوزيعات، في هذه الحالة يفضل الحصول على توزيعات أكبر للأرباح، أما عن مساهمي قطاع غزة في شركات بورصة فلسطين فهم يفضلون التوزيعات النقدية عن الأرباح الرأسمالية، أي أنهم من أصحاب نظرية عصفور في اليد حسب الدراسة التي أعدها (النمروطي، 2012) وتوصل إلى أن نصيب السهم من توزيعات أرباح الشركات المدرجة بسوق فلسطين للأوراق المالية يؤثر على القرار الاستثماري للمستثمرين<sup>2</sup>.

وطبقا لهذه النظرية إذا كانت الأرباح الرأسمالية المتعلقة ببيع الأسهم لا تخضع للضريبة أو كانت نسبة الضرائب على هذه الأرباح أقل من نسبة الضرائب على الأرباح النقدية الموزعة، فإن المستثمرين يفضلون المؤسسات التي لا توزع أرباحا نقدية، والتي تقوم بالاحتفاظ بالأرباح على شكل أرباح غير موزعة، كلما انخفضت نسبة التوزيعات النقدية على حساب الأرباح غير الموزعة ارتفعت ثروة المساهمين، هذا مع بقاء العوامل الأخرى ثابتة، وعليه فإن المستثمرين سوف يطالبون المؤسسات التي تقوم بتوزيع أرباح نقدية كبيرة بعائد أكبر مما يقبلون به في المؤسسات التي لا توزع أرباح نقدية، وذلك لتعويض قيمة الضرائب التي سوف يدفعونها على أرباح النقدية<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> المرجع السابق، ص ص 76، 77.

<sup>2</sup> سامر حمدي الكحلوت، المرجع السابق ذكره، ص 33.

<sup>3</sup> رشيد حفصي، دراسة وتحليل تأثير سياسة توزيع الأرباح على أداء أسهم المؤسسات المدرجة في السوق المالي، حالة سوق دبي المالي في الفترة الممتدة ما بين 2011-2014، مجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية، العدد 02، جوان 2016، ص 43.



المطلب الرابع: نظرية العصفور في اليد: (Bird In The Hand Theory) Gordan and linter<sup>1</sup>

يعارض كل من "جوردن ولنتتر" مدخل "مدكلياني وميلر" في حالة عدم التأكد، حيث يعتقدان بأثر سياسة توزيعات على القيمة السوقية للسهم وهذا بعدما أثبت "جوردن" في مرحلة سابقة حيادية أثر التوزيعات على القيمة السوقية للسهم، في ظل ظروف التأكد التام وقد بينت هذه النظرية على الانتقادات الموجهة لمدخل "مدكلياني" و"ميلر" إذ أطلق عليها اسم نموذج عصفور في اليد، والذي يعد أكثر تفسيراً للدور الذي تلعبه سياسة التوزيعات في تحديد قيمة السهم في ظل ظروف عدم التأكد، إضافة إلى المخاطر التي يمكن أن يتحملها المستثمر، ونظراً لكونه يتصف بدرجة عالية من الرشد، فإنه يكون دائم السعي إلى تجنب هذه المخاطر، الأمر الذي يدفعه إلى تفضيل التوزيعات المتوقعة على الأرباح الرأسمالية المستقبلية، وهذا راجع إلى نظرة المساهمين إلى التوزيعات المتوقعة على أنها أقل خطورة وأكثر تأكيداً من الأرباح الرأسمالية.

فباعتبار التوزيعات تخفض من حالة عدم التأكد هذا الأمر يدفع بالمستثمرين إلى خصم المكاسب المستقبلية للمؤسسة وفق معدل منخفض مقارنة بما يكون عليه في حالة الأرباح الرأسمالية والتي تتصف بدرجة مرتفعة من عدم التأكد.

هذا الأمر سيؤدي حتماً إلى ارتفاع في قيمة السهم ولكن عند امتناع المؤسسة عن إجراء توزيعات، فإنها بذلك إنما تزيد من حالة عدم التأكد وهذا ما يؤثر على قيمة السهم بانخفاض ويتحدد معدل العائد في هذه الحالة كما يلي:

معدل العائد المتوقع = (التوزيعات المتوقعة / سعر السهم السوقي) + معدل النمو.

فبذلك فإنه بزيادة درجة عدم التأكد فإن المستثمر يطلب معدل عائد أعلى وهذا من أجل تجنب المخاطر، لذا يمكن القول أن معدل العائد يتناسب طردياً مع الأرباح المحتجزة، وبذلك يمكن إيجاد قيمة السهم وفق المعادلة التالية:

$$P = \frac{d_1}{(1+k_1)^1} + \frac{d_2}{(1+k_2)^2} + \frac{dn}{(1+kn)^n} = \sum_{n=1}^n \frac{dn}{(1+kn)^n}$$

وهذا في حالة سياسة تقضي بتوزيع كل الأرباح (الأرباح المحتجزة معدومة)، بالإضافة إلى أن معدل الخصم في الفترة القادمة يكون أكبر من السابق ( $k_n > \dots > k_1$ ).

فإذا ما قامت المؤسسة بانتهاء سياسة توزيعات تقضي باحتجاز نسبة معينة من الأرباح، وتوزيع الباقي فيكون من المتوقع أن تنمو التوزيعات بمعدل نمو معين يعادل الأرباح المحتجزة مضروبة في معدل العائد وذلك في حالة إعادة استثمارها، مما يعني أن التوزيعات في العام الثالث ستكون:

$$d_3 = d(1+g)^2 \Leftrightarrow D_2 = d(1+g)$$

ومنه وبخصم تيار التوزيعات بمعدل خصم  $k_1, k_2, \dots$  من أجل تحديد قيمة السهم، تصبح معادلة سعر

السهم كما يلي:

$$P = \frac{d}{(1+k_1)} + \frac{(1+g)}{(1+k_2)^2} + \dots + \frac{d(1+g)^{n-1}}{(1+kn)^n}$$

<sup>1</sup> ياقوت موساوي، المرجع السابق ذكره، ص 79.

فمن خلال ما سبق يتضح أن متوسط معدل الخصم في حالة احتجاز جزء من الأرباح سيكون أعلى منه في حالة توزيع كل الأرباح، الأمر الذي ينعكس على قيمة السهم وهو الأمر الذي توصل إليه "جوردن" و"لنتتر"، وهو دور سياسة التوزيعات في تحديد قيمة السهم.

ولعل أهم مبدأ يقوم عليه نموذج "جوردن ولنتتر" هو العلاقة الرابطة بين درجة التأكد والزمن بشأن التوزيعات، فكلما طال تاريخ استحقاق التوزيعات زادت درجة عدم التأكد، ولكن في حالة تجاهل هذه العلاقة نصح أمام نموذج "جوردن" في حالة التأكد التام، والذي يؤكد على حيادية أثر التوزيعات على قيمة السهم.

**المطلب الخامس: نظرية الإشارة.**<sup>1</sup>

خلاصة هذه النظرية أن المديرين يستخدمون التغيير في نسبة الأرباح النقدية الموزعة وسيلة لإيصال معلومات خاصة عن الشركة للمستثمرين، ويرى مؤيدو هذه النظرية أن الزيادة في نسبة التوزيعات النقدية وسيلة فعالة لإيصال المعلومات للمستثمرين، لأن المنافسين لن يستطيعوا تقليد الشركة واستخدام الوسيلة نفسها، إلا إذا كانت لديهم فعلا نفس القدرات على تحقيق الأرباح المستقبلية.

عندما قدم "ميلر ومدكلياني" (m&m) فرضيتها حول عدم تأثير سياسة توزيع الأرباح النقدية على القيمة السوقية للشركة، كان من ضمن الافتراضات لتلك الفرضية أن المستثمرين جميعا لديهم نفس المعلومات وأن لديهم نفس القرارات على فهم وتحليل هذه المعلومات المتاحة وبالتالي نفس التوقعات المستقبلية عن الشركة، كما أن المستثمرين والمديرين لديهم نفس المعلومات، وبالتالي نفس التوقعات المستقبلية عن الشركة، ولكن في الحياة العملية، وبسبب ما يعرف بتضارب المعلومات **Asymmetric Information** يكون لدى المستثمرين معلومات وتوقعات مختلفة عن بعضهم فيما يتعلق بالأرباح المستقبلية للشركة، ومخاطر الشركة وكذلك فإن المديرين، وبحكم موقعهم داخل الشركة، وطبيعة عملهم واهتمامهم وواجباتهم الوظيفية، يكون لديهم معلومات وتوقعات أفضل وأدق من المستثمرين الخارجيين فيما يتعلق بأرباح الشركة وأدائها المستقبلي، وبما أن المديرين لديهم معلومات قد لا تكون متوافرة لدى المستثمرين الخارجيين، فإن باستطاعتهم استخدام التغيير في نسبة الأرباح النقدية الموزعة كوسيلة لإيصال هذه المعلومات للمستثمرين، للتخفيف من الفجوة المعلوماتية بين المديرين والمستثمرين، بهدف خلق طلب أكبر على أسهم الشركة، وبالتالي التأثير على القيمة السوقية للشركة وثروة حملة الأسهم من ضمن النتائج التي توصلت لها دراسة **Aharony And Subry** عام 1980 أن أسعار أسهم الشركات عادة ما ترتفع عندما تقوم الشركات بزيادة نسبة الأرباح النقدية بشكل مفاجئ أو غير متوقع، وتنخفض أسعار أسهم الشركات عندما تقوم بتخفيض نسبة الأرباح النقدية بشكل مفاجئ أو غير متوقع كما توصل **Kwon** في دراسته التي قام بها عام 1981 إلى النتائج نفسها، وأضاف بأن الشركات لا تقوم عادة بزيادة نسبة الأرباح النقدية، إلا إذا توقعت زيادة في الأرباح المستقبلية بشكل مستمر وكاف لتغطية هذه الزيادة، والاستمرار بنفس المستوى الجديدة في السنوات القادمة، دون أن تكون مضطرة إلى تخفيض نسبة الأرباح النقدية في السنوات

<sup>1</sup> عماد زياد رمضان، أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للشركات الأردنية، دراسة تطبيقية رسالة دكتوراه، فلسفة في التمويل، جامعة عمان العربية للدراسات العليا، عمان، 2004، ص 70، 71.

## الفصل الثاني: سياسة توزيع الأرباح وعلاقتها بالأداء المالي

القادمة ويرى Ross وآخرون أنه من غير المتوقع أن تقوم الشركات التي لا تتوقع أرباحا مستقبلية بزيادة نسبة الأرباح الموزعة، لأن تكاليف هذه العملية هي تكاليف مرتفعة جدا، ولها آثارها السلبية المستقبلية التي تفوق الآثار الإيجابية المؤقتة المرجوة من زيادة نسبة الأرباح النقدية بالنسبة للشركات التي لا تتوقع أرباحا إضافية مستقبلية، وعليه وبناء على هذه النتيجة، فإن الزيادة في نسبة الأرباح النقدية تعتبر مؤشرا إيجابيا عن الأداء المستقبلي للشركة.

فإذا أعلنت الشركة زيادة في نسبة الأرباح النقدية الموزعة، فإن ذلك سوف يولد لدى المستثمرين استنتاجات إيجابية عن الأرباح المستقبلية للشركة، مما يؤدي إلى زيادة طلب المستثمرين على هذه الأسهم، فترتفع أسعار الأسهم نتيجة لزيادة الطلب الناجح عن التوقعات الإيجابية الناتجة عن زيادة نسبة الأرباح النقدية. ويرى مؤيدو نظرية إعطاء الإشارة أن الأرباح النقدية هي الوسيلة المثلى لإيصال معلومة خاصة عن الشركة إلى المستثمرين، إلا أن كثيرين آخرين يريدون أن التوزيعات النقدية ليست الوسيلة المثلى لإيصال هذه المعلومات إلى المستثمرين ومنهم Bonand Rimhey اللذان يريان أن التغيير في نسبة التوزيعات النقدية قد تعطي إشارة غير مفهومة ومضللة، إلا إذا استطاع السوق التمييز بين الشركات التي تمر بمرحلة النمو فتحتجز أرباحا للاستثمار والنمو، والشركات التي تكون قد استفدت جميع فرص الاستثمار المتاح لها، فلم يبق لها أي فرصة لاستثمار أموالها، وبالتالي تقوم بتوزيع أرباحها.

فعندما أعلنت شركة Florida Posver Light (Fpl) عن توزيعات الأرباح للربع الأول عام 1994 بتخفيض يبلغ 32% كان رد فعل السوق هبوطا في أسعار أسهم الشركة بلغ 20% ولكن بعد أن اتضح أن التخفيض في نسبة الأرباح النقدية لم يكن نتيجة لتوقع صعوبات مالية مستقبلية، وإنما كان بسبب قرار استراتيجي لتحسين المرونة المالية للشركة، وفرص النمو لديها أخذ سعر السهم الشركة بالارتفاع التدريجي، هذا المثال يعطي دليلا على أن توزيعات الأرباح النقدية بقدر ما ترسل إشارة إيجابية، قد تحمل في طياتها بعض الانعكاسات السلبية على الشركة إذا ما فهمت بطريقة معينة، فعلى سبيل المثال إذا كان هناك شركة تمر بمرحلة نمو وتحقق أرقام كبيرة في النمو، والعائد على الاستثمار ولم توزع هذه الشركة أية أرباح خلال الفترة السابقة فعندما تبدأ هذه الشركة بتوزيع الأرباح، فإن حملة الأسهم قد ينظرون إلى هذه التوزيعات على أنها مؤشر سلبي ويمكن تفسير هذا التغيير، بعجز الشركة عن إيجاد فرص استثمارية جديدة، أو الفرص الاستثمارية المتاحة للشركة لم تعد مريحة، كما كانت عليه فيؤدي هذا الفهم لزيادة التوزيعات النقدية إلى هبوط في قيمة أسهم الشركة.

من خلال الفهم الصحيح لنظرية إعطاء الإشارة يتضح، أن توقع المستثمرين الإيجابي (أو السلبي) عن أداء الشركة المستقبلي، هو الذي يؤدي إلى زيادة (أو هبوط) سعر سهم الشركة، وليس الزيادة (أو النقص) في نسبة التوزيعات النقدية، وما التغيير في نسبة التوزيعات النقدية إلا الوسيلة التي من خلالها استطاع المستثمرون توقع أداء الشركة المستقبلي، وترى دراسة "ميلر ومذكلياني" (m&m) لعام 1961 أن رد فعل المستثمرين اتجاه

التعبير في سياسة توزيع الأرباح النقدية لا يعني بالضرورة تفضيل المستثمرين التوزيعات النقدية على الأرباح النقدية من محتوى معلوماتي.

كانت الدراسات التجريبية التي قامت بدراسة المحتوى المعلوماتي لسياسة توزيع الأرباح أو ما يعرف بنظرية إعطاء المؤشرات نتائج غير متطابقة وغير منسجمة مع بعضها في الكثير من الأحيان، كما هو حال جميع النظريات إلا أن جميع الدراسات أجمعت على وجود محتوى معلوماتي لسياسة توزيع الأرباح يؤدي إلى زيادة أسعار الأسهم، إذا ما قامت الشركة بزيادة نسبة التوزيعات النقدية بشكل غير متوقع، وإلى تخفيض أسعار الأسهم في حالة قامت الشركة بتخفيض نسبة التوزيعات النقدية واختلفت الدراسات حول أسباب الزيادة أو الانخفاض في أسعار الأسهم بين سبب المحتوى المعلوماتي لوحده، أو المحتوى المعلوماتي، بالإضافة إلى رغبة المستثمرين في الأرباح النقدية وتفضيلهم للشركات التي توزع أرباحاً نقدية.

وأخيراً يبقى السؤال الأهم هو هل التغيير في نسبة الأرباح النقدية الموزعة الوسيلة الأكثر كفاءة بين الوسائل المتاحة للشركة لإيصال المعلومات للمستثمرين بهدف التأثير في القيمة السوقية للشركة؟ إن الإجابة على هذا السؤال بالنسبة للشركات الصغيرة والتي لا تملك وسائل كثيرة لإيصال المعلومات للمستثمرين قد يكون بنعم، بحيث أن الأرباح النقدية يمكن أن تكون الوسيلة الأكثر كفاءة لإيصال المعلومات في مثل هذه الشركات، أما عند الحديث عن هذه الشركات الكبيرة، والتي من المفترض أن تملك وسائل متعددة لإيصال المعلومات الخاصة للمستثمرين، بهدف تضيق الفجوة المعلوماتية بين ما يعرفه المستثمرون وما ترغب الشركة بأن يعرفوه، فإن التغيير في الأرباح النقدية قد لا يكون الوسيلة الأقل تكلفة أو الأكثر تكلفة لإيصال تلك المعلومات، فمثلاً المعلومات قد تصل بشكل أكفأ أو بشكل أقل تكلفة ويكون لها نفس تأثير التغيير في نسبة الأرباح النقدية من خلال التقارير التحليلية المنشورة والموزعة عن الشركة.

### خلاصة الفصل:

سياسة توزيع الأرباح هي ذلك الجزء من الأرباح المحققة سنويا والذي يدفع للمساهمين في شكل نقدي أو عيني، وذلك عن طريق احتجازها وإعادة استثمارها أو توزيعها. وقد تم التطرق إلى أنواع وأشكال التي يتم بموجبها تطبيق هذه السياسة كتوزيع الأسهم وإعادة شراء الأسهم...، كما تخضع هذه السياسة لعدة عوامل تختلف باختلاف طبيعتها العوامل القانونية والتعاقدية واعتبارات سوقية وضريبية، حيث تعتبر سياسة توزيع الأرباح من أهم القرارات والمسائل العالقة ومحل جدل داخل المؤسسة والتي تؤثر على أدائها المالي ومستقبل أسهمها في السوق المالي، لذلك جاءت عدة نظريات تقسم هذا الأثر حسب الزاوية التي ينظر إليها من نظرية عدم ملائمة التوزيعات "لميلر ومدكلياني"، نظرية "جوردن" ونظرية التفضيل الضريبي ونظرية العصفور في اليد... الخ.

# الفصل الثالث:

أثر سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي لمؤسسة  
"أليانس" للتأمينات

### تمهيد:

بعد تناولنا في الفصلين الأول والثاني للجانب النظري في هذه الدراسة، سننتقل إلى الجانب التطبيقي وذلك من خلال دراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي لشركة "أليانس" للتأمينات الجزائرية .

سوف نحاول في هذا الفصل اختبار علاقة سياسة توزيع الأرباح بالأداء المالي لشركة "أليانس" للتأمينات، وسنعمد في دراستنا على نموذج الانحدار الخطي المتعدد خلال فترة الدراسة الممتدة من (2011-2021)، من خلال اختبار العلاقة سنقوم بتقسيم المتغير المستقل للدراسة وهو سياسة توزيع الأرباح إلى متغيرات أساسية متمثلة في: الربح الموزع للسهم، وربحية السهم الواحد؛ وكذلك متغيرات ضابطة متمثلة في: حجم المؤسسة، الرفع المالي، السيولة، المردودية المالية، أما المتغير التابع المتمثل في الأداء المالي فسنقوم بقياسه اعتمادا على مؤشر العائد على الأصول .

ولإجراء الدراسة التطبيقية قمنا بتقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث، تطرقنا في المبحث الأول إلى التعريف بشركة "أليانس" للتأمينات وفي المبحث الثاني الإطار العام للدراسة، أما المبحث الثالث فقمنا فيه بتحليل نتائج الدراسة .

## المبحث الأول: تقديم شركة "أليانس" للتأمينات<sup>1</sup>

في هذا المبحث سنقوم بتقديم شركة أليانس للتأمينات، إذ سنتناول في المطلب الأول التعريف بهذه الشركة التي تمثل عينة الدراسة، أما في المطلب الثاني فسندعم هيكلها التنظيمي.

### المطلب الأول: التعريف بشركة أليانس للتأمينات الجزائرية<sup>2</sup>

"أليانس" للتأمينات هي شركة ذات أسهم برأس مال مبدئي قدره 500 مليون دينار جزائري، تأسست في 30 جويلية 2005 من قبل مجموعة من المستثمرين الوطنيين، وتم رفع رأسمالها إلى 800 مليون دينار جزائري خلال عام 2009، وشهد العام 2010 زيادة أخرى في رأسمالها ليبلغ 22 مليار دينار جزائري بالنسبة لنشاط التأمين على الأضرار، وتحققت هذه الزيادة في رأس المال عن طريق اللجوء العلني للادخار ومكنت الشركة من الامتثال لأحكام المرسوم التنفيذي 09-375 المؤرخ في 2009/11/16 المعدل والمتمم للمرسوم التنفيذي 95-344 المؤرخ في 10/30/1995 المتعلق بالحد الأدنى لرأسمال شركات التأمين.

في نوفمبر 2010 شرعت أليانس للتأمينات في زيادة رأسمالها عن طريق العرض للاكتتاب وانصب مبلغ العرض للاكتتاب على 31% من رأس المال الاجتماعي، أي ما نسبته 1.44 مليار دينار جزائري مقسمة إلى 1804511 سهم.

في مارس 2011 بعدما استوفى شروط القبول المنصوص عليها في القواعد العامة لبورصة الجزائر، تم إدراج سند رأس المال لشركة "أليانس" للتأمينات في جدول التسعيرة الرسمية بتاريخ 07 مارس 2011 وقدر سعر الإدراج ب 830 دينار جزائري.

ولتوضيح وضعية مؤسسة "أليانس" للتأمينات نستعين بالبطاقة الفنية الآتية:

- الرئيس المدير العام: خليفاتي حسان.
- العرض العلني للاكتتاب.
- الاسم: "أليانس" للتأمينات.
- رأس المال الاجتماعي: 2205714180 دينار جزائري موزعة على 5804511 سهم بقيمة إسمية قدرها 380 دينار جزائري.
- الكمية المعروضة: 1804511 سهم، تمثل 31% من رأس المال.

<sup>1</sup> [www.allianceassurances.com](http://www.allianceassurances.com)



## الفصل الثالث: أثر سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي لمؤسسة "أليانس" للتأمينات

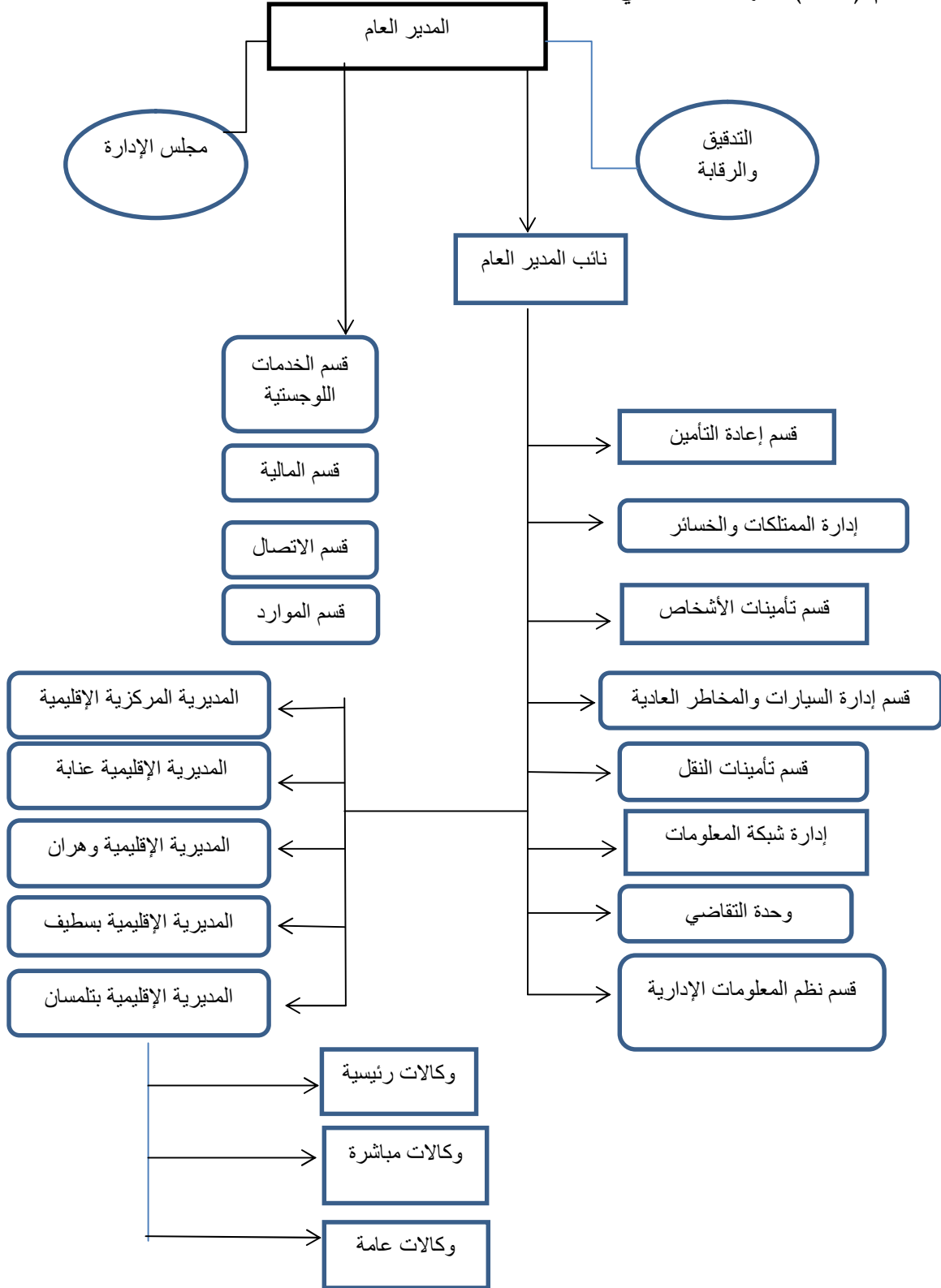
---

- سعر الإصدار: 830 دينار جزائري.
- فترة الاكتتاب: من 2010/11/02 إلى 2010/12/01 .
- الوسيط في عمليات البورصة المرافق : القرض الشعبي الجزائري (CPA) .
- الوسطاء في عمليات البورصة المكلفين بجمع أوامر الشراء: البنك الوطني الجزائري، البنك الخارجي الجزائري ، بنك الفلاحة والتنمية الريفية، بنك التنمية المحلية، صندوق التوفير والاحتياط، القرض الشعبي الجزائري، بي إن بي باريبا الجزائر، سوسيتيه جنرال الجزائر.
- الموقع: [www.allianceassurances.com](http://www.allianceassurances.com).

"المطلب الثاني: الهيكل التنظيمي لشركة أليانس" للتأمينات

نوضح في الشكل الموالي الهيكل التنظيمي لشركة "أليانس" للتأمينات:

الشكل رقم (1-3): الهيكل التنظيمي لشركة "أليانس" للتأمينات



المصدر: الوثائق الداخلية للمؤسسة.

## المبحث الثاني: الإطار العام للدراسة

في هذا المبحث سنقوم بتوضيح الإطار العام للدراسة، إذ سوف نحدد ونعرض عينة ومتغيرات الدراسة في المطلب الأول، أما في المطلب الثاني سنقدم الأسلوب المنهجي المتبع في الدراسة.

### المطلب الأول: تحديد وعرض عينة ومتغيرات الدراسة

سنقوم من خلال هذا المطلب بتناول كل من عينة الدراسة ومتغيرات الدراسة التي تم اختيارها من خلال الدراسات السابقة.

#### أولاً : تحديد عينة الدراسة

تتمثل عينة الدراسة في شركة "أليانس" للتأمينات، حيث تم اختيار الفترة من 2011 إلى غاية 2021 أي لمدة 10 سنوات لإجراء الدراسة. إذ تم الاعتماد على برنامج Eviews12 و Excel، بالإضافة إلى القوائم المالية التي تم الحصول عليها من خلال الموقع الرسمي لشركة "أليانس" ([www.alliance-assurance.com](http://www.alliance-assurance.com)) والموقع الخاص ببورصة الجزائر، وكذلك الموقع الإلكتروني للجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها (COSOB).

#### ثانياً: تحديد متغيرات الدراسة

بناء على الدراسات السابقة قمنا باختيار متغيرات الدراسة لتفسير الأثر بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة.

#### 1- المتغير التابع:

يتمثل المتغير التابع للدراسة في الأداء المالي الذي يمثل مدى قدرة المؤسسة الاقتصادية على الاستخدام الأمثل لمواردها المالية القصيرة أو الطويلة الأجل من أجل تكوين الثروة، وقد اعتمدنا في قياسه على مؤشر: العائد على إجمالي الأصول (ROA) الذي تم اعتماده في دراسة، موصو سراح (2022). وقد اعتمدنا في دراستنا الحالية على العائد على الأصول لقياس الأداء المالي، والذي يقيس الفاعلية الكلية للشركة في تحقيق الأرباح من الأصول المتاحة لها ويشير على نجاحها في إدارة هذه الأصول، والذي يتم احتسابه وفق المعادلة التالية:

$$\text{العائد على إجمالي الأصول} = \text{النتيجة الصافية} / \text{إجمالي الأصول}$$

#### 2- المتغيرات المستقلة:

قمنا بتقسيم المتغيرات المستقلة إلى متغيرات مستقلة أساسية تتمثل في متغيرات سياسة توزيع الأرباح، أي تعبر عن المتغير المستقل للدراسة، إضافة إلى متغيرات ضابطة، قد تكون لها تأثير على المتغيرات التابعة بغرض تفسير الأثر الحاصل.

## 2-1- المتغيرات الأساسية:

كما سبق وذكرنا أن المتغيرات الأساسية تتمثل في متغيرات سياسة توزيع الأرباح أي تعبر عن المتغير المستقل للدراسة، وقد قسمنا المتغيرات المستقلة للدراسة إلي متغيرين هما:

### 2-1-1- ربحية السهم الواحد (BPA)

تعبر ربحية السهم الواحد عن مقدار الأرباح النقدية التي يتحصل عليها حامل كل سهم، ويتم حساب هذا المتغير بقسمة النتيجة الصافية علي مجموع الأسهم المتداولة.

ربحية السهم الواحد BPA = النتيجة الصافية / عدد مجموع الأسهم المتداولة

وقد اعتمدنا في هذا على دراسة Megha Narang (2018) ورشيد حفصي (2016) و Kolawole Mukhtar Et Onmonya (2018)، وكذلك دراسة Dogan Et Yusuf (2014) ؛

### 2-1-2- الربح الموزع للسهم (DPA)

يقيس الربح الموزع للسهم مقدار التوزيعات النقدية التي تحصل عليها حامل كل سهم، ويتم حساب هذا المتغير بقسمة إجمالي الأرباح الموزعة علي مجموع الأسهم المتداولة.

الربح الموزع للسهم DPA = إجمالي الأرباح الموزعة / مجموع الأسهم المتداولة .

وقد اعتمدنا في هذه الدراسة علي دراسة موصو سراح (2022) رشيد حفصي 2016 و kolawole Mukhtah et Onmonya (2018) ، وكذلك دراسة Dogan et Yusuf (2014).

## 2-2- المتغيرات الضابطة:

هناك متغيرات أخرى على غرار المتغيرات المستقلة يكون لها تأثير على المتغير التابع تسمى المتغيرات الضابطة ولإعطاء تفسير أفضل للتأثير الذي يحصل على المتغير التابع قمنا باختيار متغيرات ضابطة تتمثل في الرفع المالي (LEV)، السيولة (DIS)، المردودية المالية (RCP)، وحجم المؤسسة (LNAE).

### 2-2-1- الرفع المالي (LEV)

يقيس هذا المتغير الأموال المقترضة التي اعتمدت عليها المؤسسة في تمويل عملية الاستثمار. الرفع المالي (LEV) = إجمالي الديون / إجمالي الأصول.

وقد اعتمدنا في هذه الدراسة على دراسة نوال غربي، محرز نور الدين (2022).

### 2-2-2- السيولة (DIS)

يقيس هذا المتغير السيولة حيث: السيولة (DIS) = الأصول الجارية / الخصوم الجارية.

وقد اعتمدنا في هذه الدراسة على دراسة نوال غربي، محرز نور الدين (2022).

### 2-2-3- المردودية المالية (RCP):

يقيس هذا المتغير المردودية المالية (RCP) بالطريقة التالية = النتيجة الصافية / الأموال الخاصة.

وقد اعتمدنا في هذه الدراسة على دراسة بن الضب علي (2009).

## 2-2-4- حجم المؤسسة (LNAE)

يقيس هذا المتغير حجم المؤسسة والذي يمثل اللوغاريتم العشري لإجمالي الأصول، وقد اعتمدنا في هذه الدراسة علي دراسة بن الضب علي (2009) وغربي نوال، محرز نور الدين (2022).

ثالثا: عرض متغيرات الدراسة

تم الاعتماد على الموقع الرسمي لمؤسسة "أليانس" ([www.alliance-assurance.com](http://www.alliance-assurance.com)) والموقع الخاص ببورصة الجزائر، وكذلك الموقع الإلكتروني للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (cosob) لاستخراج الميزانيات المالية (ميزانية الأصول والخصوم)، وكذا جدول حساب النتائج وقد قمنا بمقارنة البيانات المعروضة في المواقع السابقة فوجدنا أنها تتطابق، وبالتالي يمكن اعتبار هذه البيانات تتمتع بالمصادقية .

### الجدول رقم (1-3): عرض متغيرات الدراسة لمؤسسة "أليانس" للتأمينات للفترة 2011-2021

	ROA	BPA	LEV	LNAE	DPA	Rcp	DIS
2011	0,0550	62,8158	0,7031	9,8215	0,0000	0,1852	1,0447
2012	0,0356	40,1300	0,6642	9,8166	0,0000	0,1058	1,2307
2013	0,0517	63,2828	0,6386	9,8517	0,0000	0,1430	1,2229
2014	0,0483	62,2231	0,6280	9,8668	0,0000	0,1298	1,1638
2015	0,0504	62,5412	0,5998	9,8573	35,0000	0,1260	1,1864
2016	0,0549	72,6903	0,5985	9,8856	35,0000	0,1367	1,1056
2017	0,0527	74,4492	0,6049	9,9140	45,0000	0,1333	1,1363
2018	0,0547	79,6546	0,5033	9,9269	45,0000	0,1349	0,9307
2019	0,0486	83,0543	0,5565	9,9963	45,0000	0,1096	0,9143
2020	0,0414	82,8725	0,5612	10,0650	50,0000	0,0944	0,8511
2021	0,0414	54,1178	0,5623	10,0837	32,0000	0,0947	0,8819

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على القوائم المالية.

### المطلب الثاني: الأسلوب المنهجي المتبع في الدراسة

من خلال هذا المطلب سنقوم بتحديد الأسلوب المنهجي المتبع في الدراسة من خلال بيان الأسلوب الإحصائي المتبع، وكذا الاختبارات المتبعة في تحليل النتائج المتوصل إليها.

#### أولاً: الأسلوب المنهجي المتبع :

سنعتمد في هذه الدراسة على الانحدار الخطي المتعدد والذي يعد من الأساليب الإحصائية المتقدمة، فالانحدار الخطي المتعدد هو عبارة عن انحدار المتغير التابع  $y$  على العديد من المتغيرات

المستقلة  $(X_1, X_2, \dots, X_K)$  لذا فهو يستخدم في التنبؤ بتغيرات المتغير التابع الذي يؤثر فيه عدة متغيرات مستقلة<sup>1</sup>.

يمكن كتابة نموذج الانحدار الخطي المتعدد العام ويسمى أيضاً نموذج الانحدار المتعدد كما يلي<sup>2</sup>:

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

حيث:

$Y_i$  المتغير التابع.

$X_i$  المتغيرات المستقلة.

$\beta_0$  ثابت المعادلة؛

$\beta_k$  المعاملات الجزئية للانحدار.

$U_i$  المتغير العشوائي، وهو يتضمن المتغيرات الأخرى وخطأ التقدير.

ثانياً: الاختبارات الإحصائية المستعملة

1- اختبار فيشر F-Statistic :

يستهدف هذا الاختبار معرفة مدى معنوية العلاقة الخطية بين المتغيرات المستقلة  $(X_1, X_2, \dots, X_k)$

والمتغير التابع  $(Y)$ ، ويعتمد هذا الاختبار على نوعين من الفروض<sup>3</sup>:

- فرضية العدم  $H_0$ : وتنص على انعدام العلاقة الخطية بين كل متغير من المتغيرات المستقلة وبين المتغير التابع، أي:

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

- الفرضية البديلة  $H_1$ : و تنص على وجود علاقة معنوية بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع أي:

$$\beta_1 \neq \beta_2 \neq \dots \neq \beta_k \neq 0$$

والصيغة الرياضية لهذا الاختبار هي:

وبعد احتساب قيمة  $F$  تقارن مع قيمتها الجدولية بدرجة حرية  $(K)$  و  $(n-k-1)$  للبسط والمقام ولمستوى معنوية معين، فإذا كانت القيمة المحتسبة أكبر من القيمة الجدولية نرفض  $H_0$  ونقبل  $H_1$  أي أن العلاقة المدروسة معنوية، وهناك على الأقل متغير مستقل واحد من المتغيرات  $X_K$  ذو تأثير في  $Y$ . أما إذا كانت القيمة المحتسبة أصغر من الجدولية، فإن ذلك يعني قبول  $H_0$  أي أن العلاقة الخطية المدروسة غير معنوية، أي أنه ليس لها تأثير من أي متغير من المتغيرات المستقلة على المتغير التابع.

<sup>1</sup> محمد غيث شيخة، التمويل السياسات و التوجهات الحديثة، دار رسلان للنشر و التوزيع، دمشق، 2021، ص 51.

<sup>2</sup> حسام علي داوود، خالد محمد السواعي، الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق باستخدام برنامج Eviews7، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2013، ص 156.

<sup>3</sup> حسين علي بخيت، سحر فتح الله، الاقتصاد القياسي، دار البازوري للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص 168-169.

## 2- معامل التحديد $R^2$

معامل التحديد **THE Coefficient Determination** الذي يرمز له بالرمز  $R^2$ ، هو مقياس شامل والذي يعطي النسبة المئوية للتغير الكلي في المتغير التابع  $y$  أي الذي تفسره جميع المتغيرات المستقلة<sup>1</sup>. تكون قيمة  $R^2$  محصورة بين 0 و 1، فإذا كان<sup>2</sup>:

- $R^2=1$ : توجد علاقة معنوية تامة بين المتغير التابع و المستقل.
- $R^2=0$ : لا توجد علاقة بين المتغير التابع والمستقل.
- $1 < R^2 < 1$ : وجود علاقة معنوية غير تامة بين المتغير التابع والمستقل.

## 3- اختبار معنوية المعامل T Student

يستخدم اختبار (t) للتحقق من معنوية معالم نموذج الانحدار الخطي المتعدد في المجتمع، وذلك بالاستعانة بالتقديرات المتحصل عليها لهذه المعالم والأخطاء المعيارية المقدرة لها من العينة. ويتم صياغة فرضية العدم والفرضية البديلة في الصورة العامة كما يلي<sup>3</sup>:

- فرضية العدم ( $H_0$ ) معناه أن  $\beta_i = 0$

- الفرضية البديلة ( $H_1$ ) معناه أن  $\beta_i \neq 0$

## 4- اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء:

إن وجود ارتباط ذاتي للأخطاء معناه وجود علاقة ارتباط بين القيمة الحالية والقيمة السابقة للمتغير العشوائي، ويكون هذا الارتباط من الدرجة الأولى، حيث يؤدي هذا الإشكال إلى اختبارات إحصائية ومجالات ثقة خاطئة، ويتم استعمال عدة اختبارات للتأكد من وجود أو عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء، من بينها اختبار **Breusch-Godfrey**، حيث يركز هذا الاختبار على مضاعف لاغرانج والذي يسمح باختبار وجود ارتباط ذاتي من درجة أكبر من الواحد، فنموذج الانحدار الذاتي للأخطاء من الدرجة  $p$  يكتب على الشكل التالي<sup>4</sup>:

$$\hat{\epsilon}_t = P_1 \hat{\epsilon}_{t-1} + P_2 \hat{\epsilon}_{t-2} + \dots + P_p \hat{\epsilon}_{t-p} + U_t$$

ليكن النموذج العام حيث الأخطاء مرتبطة ذاتيا:

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 X_{t1} + \beta_k X_{tk} + P_1 \hat{\epsilon}_{t-1} + P_2 \hat{\epsilon}_{t-2} + \dots + P_p \hat{\epsilon}_{t-p} + U_t$$

وهناك خطوات لإجراء هذا الاختبار :

- تقدير معادلة النموذج بطريقة المربعات الصغرى العادية للحصول على بواقى.

- تحديد الانحدار المساعد وتقديره.

<sup>1</sup> Damodar Gujarati، الاقتصاد القياسي بالأمثلة، ترجمة مها محمد زكي، دار حميثرا للنشر والتوزيع، القاهرة، 2019، ص 46.

<sup>2</sup> جيلالي جيلاطو، الاقتصاد التطبيقي، دار الخلدونية للنشر والتوزيع، الجزائر، 2009، ص 82.

<sup>3</sup> حسين علي بخيت، سحر فتح الله، مرجع سبق ذكره، ص 161.

<sup>4</sup> محمد شيخي، مرجع سبق ذكره، ص 100.

- يتم حساب معامل التحديد  $R^2$  من الانحدار المساعد، حيث لوحظ أن  $(n-m)(R^2)$  يخضع لتوزيع كاي تربيع  $X_2$ ؛

- يتم تحديد الفرض العدمي والفرض البديل كما يلي:

$$0 = p_3 = p_2 = h_0: p_1$$

$$\text{يوجد ارتباط ذاتي: } H_1 : P_1 \neq P_2 \neq P_3 \neq 0$$

يتم مقارنة قيمة  $R^2(n-m)$  مع القيمة الجدولية كأبي تربيع  $X_2$  عند مستوى معنوية معين، فإذا كانت القيمة المحسوبة أكبر من القيمة الجدولية نرفض فرضية العدم  $H_0$  ونقبل الفرضية البديلة  $H_1$  والذي تقضي وجود ارتباط ذاتي، أما إذا كانت القيمة المحسوبة أقل من القيمة الجدولية فإننا لا نستطيع رفض فرضية العدم وبالتالي فلا يوجد ارتباط ذاتي بين الأخطاء العشوائية<sup>1</sup>.

#### 5- اختبار عدم تجانس التباين ARCH

يستخدم هذا الاختبار لاختبار عشوائية أخطاء السلسلة الزمنية، أي اختبار أن الأخطاء تتبع توزيع طبيعي متمائل مستقل من خلال تمثيل  $T$  من قيم مربعات الأخطاء العشوائية في نموذج انحدار بحث ثابت، ومن ثم اختبار وجود تأثير للارتباط الذاتي، وتكتب فرضية الاختبار بالصيغة التالية<sup>2</sup>:

$$H_0: \alpha^i = 0 \text{ for } (i= 1, 2, \dots, p)$$

$$\text{vs } H_1: \alpha^i \neq 0$$

أما إحصاءات الاختبار فيمكن حسابها باستخدام الصيغة التالية:

$$\text{Arch-test} = T \times R^2 \sim X_2(p)$$

حيث أن  $T$  تمثل عدد المشاهدات المدروسة ضمن الإزاحة  $R^2 = \frac{SSR}{SST}$

$SSR$ : يمثل مجموع مربعات الانحدار.

$SST$ : يمثل مجموع مربعات الكلي.

تقارن إحصاءات الاختبار مع القيم الجدولية كأبي اختبار بدرجة  $(p)$  وعند مستوى معنوية  $\alpha$ ، فإذا كانت القيمة المحسوبة أكبر من القيمة الجدولية نرفض الفرضية  $H_0$ ، أي لا يوجد تأثير لـ ARCH والعكس صحيح.

<sup>1</sup> حمد عبد السميع عناني، التحليل القياسي والإحصائي للعلاقات الاقتصادية، دار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2009، ص184.

<sup>2</sup> حمد عبد السميع عناني، المرجع السابق، ص 185.



### المبحث الثالث: عرض وتحليل نتائج الدراسة

من خلال هذا المطلب نهدف إلى تحليل نتائج الانحدار الخطي المتعدد المتحصل عليها من خلال البرنامج الإحصائي Eviews 12 وذلك من خلال تحليل الارتباط والانحدار، ثم تقديم تفسير اقتصادي للنموذج.

#### المطلب الأول: تحليل مصفوفة الارتباط

يهدف تحليل مصفوفة الارتباط إلى قياس قوة العلاقة التي تربط بين كل من المتغير التابع و المتغيرات المستقلة، و كذلك معرفة طبيعة هذه العلاقة ما إذا كانت علاقة طردية أم عكسية، و كذلك تحليل نتائج الارتباط الموجود بين المتغيرات المستقلة فيما بينها. ويوضح الجدول التالي نتائج الارتباط بين متغيرات الدراسة:

الجدول رقم (2-3): مصفوفة معاملات الارتباط لمتغيرات الدراسة

	ROA	DPA	BPA	RCP	DIS	LNAE	LEV
ROA	1.000000	0.110343	0.503151	0.771322	0.103054	-0.330867	-0.028276
DPA	0.110343 (0.7467)	1.000000	0.724835	-0.435747	-0.632384	0.677531	-0.824050
BPA	0.503151 (0.1146)	0.724835 (0.0116) **	1.000000	0.023406	-0.553119	0.429814	-0.608847
RCP	0.771322 (0.0054) ***	-0.435747 (0.1804)	0.023406 (0.9455)	1.000000	0.358691	-0.679919	0.541877
DIS	0.103054 (0.7630)	-0.632384 (0.0368) **	-0.553119 (0.0776) *	0.358691 (0.2787)	1.000000	-0.859190	0.658173
LNAE	-0.330867 (0.3203)	0.677531 (0.0220) **	0.429814 (0.1870)	-0.679919 (0.0213) **	-0.859190 (0.0007) ***	1.000000	-0.704019
LEV	-0.028276 (0.9342)	-0.824050 (0.0018) ***	-0.608847 (0.0468) **	0.541877 (0.0851) *	0.658173 (0.0277) **	-0.704019 (0.0156) **	1.000000

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 12.

#### أولاً: تحليل الارتباط بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة

- أخذ معامل الارتباط بين المتغير التابع (ROA) والمتغيرات المستقلة الأساسية (BPA·DPA) والضابطة (LEV·LNAE·RCP·DIS) العديد من القيم حسب الجدول (2-3) يمكن تفسيرها كما يلي:
- لا يوجد ارتباط بين معدل العائد على الأصول (ROA) و توزيعات السهم من الأرباح (DPA).
  - لا يوجد ارتباط بين معدل العائد على الأصول (ROA) و ربحية السهم (BPA).

- تبين نتائج الجدول أعلاه وجود ارتباط قوي بين معدل العائد على الأصول (ROA) والمردودية المالية (RCP) قدر ب (77.13%) وهي علاقة طردية.
- تظهر نتائج الجدول كذلك أنه لا يوجد ارتباط بين معدل العائد على الأصول (ROA) والسيولة (DIS).
- كما نلاحظ من نتائج الجدول أنه لا يوجد ارتباط بين معدل العائد على الأصول (ROA) وحجم المؤسسة (LNAE).
- ونلاحظ كذلك من نتائج الجدول عدم وجود ارتباط بين معدل العائد على الأصول (ROA) والرفع المالي (LEV).

#### ثانياً: تحليل الارتباط بين المتغيرات المستقلة فيما بينها

تشير نتائج تحليل مصفوفة الارتباط للمتغيرات المستقلة فيما بينها إلى ما يلي:

- نلاحظ من خلال المصفوفة أعلاه أن الارتباط بين توزيعات السهم من الأرباح (DPA) وربحية السهم (BPA) والسيولة (DIS) وحجم المؤسسة (LNAE) ارتباط متوسط قدر ب (72.48%) و (63.23-%) و (67.75%) على التوالي، حيث توجد علاقة طردية موجبة بين (DPA) و (BPA) وكذلك بين (DPA) و (LNAE)، وتوجد علاقة عكسية سالبة بين (DPA) و (DIS)، في حين نلاحظ عدم وجود ارتباط بين توزيعات السهم من الأرباح (DPA) والمردودية المالية (RCP)، ووجود ارتباط قوي بين (DPA) والرفع المالي (LEV) بلغ نسبة (82.40-%) حيث أن هذه العلاقة الأخيرة عكسية سالبة.
- تبرز نتائج تحليل الارتباط عدم وجود علاقة ارتباط بين ربحية السهم (BPA) وكل من المردودية المالية (RCP) وحجم المؤسسة (LNAE) بينما يوجد ارتباط ضعيف بين (BPA) والسيولة (DIS) قدر ب (55.31-%) حيث أن علاقتهما عكسية سالبة، كما نلاحظ وجود ارتباط متوسط بين (BPA) والرفع المالي (LEV) بنسبة (60.88-%) في شكل علاقة عكسية سالبة.
- من جدول المصفوفة نلاحظ عدم وجود ارتباط بين (RCP) و (DIS) في حين نلاحظ وجود ارتباط متوسط بين (RCP) و (LNAE) بنسبة (67.99-%) إذ أن علاقتهما عكسية سالبة، بينما هناك ارتباط ضعيف بين (RCP) و (LEV) قدر ب (54.18%) حيث أن هذه العلاقة طردية موجبة.
- نلاحظ كذلك وجود ارتباط قوي بعلاقة عكسية سالبة قدرت ب (85.91-%) بين (DIS) و (LNAE)، مع وجود ارتباط متوسط بين (DIS) و (LEV) بعلاقة طردية موجبة قدرت ب (65.81%).
- من خلال الجدول نلاحظ أن الارتباط بين (LNAE) و (LEV) ارتباط متوسط بمقدار (70.40-%) وبالعلاقة عكسية سالبة.

المطلب الثاني: تحليل نتائج الانحدار الخطي المتعدد

من خلال مخرجات برنامج (Eviews12) سنقوم في هذا الجزء بعرض وتحليل نتائج الانحدار الخطي المتعدد، وتقدير معلمة الدراسة.

أولاً: النموذج الأول للدراسة (المتغير DPA)

بعدما قمنا بإدخال جميع البيانات إلى برنامج (Eviews12) المتمثلة في كل من المتغيرات المستقلة والضابطة والمتغير التابع المقاس بالعائد على الموجودات (ROA)، تحصلنا على النموذج الأولي للدراسة. والجدول التالي يوضح ذلك:

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

Dependent Variable: ROA  
Method: Least Squares  
Date: 05/29/23 Time: 13:17  
Sample: 2011 2021  
Included observations: 11

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.356263	0.211173	-1.687069	0.1524
DPA	7.22E-05	5.08E-05	1.421933	0.2143
RCP	0.334320	0.040691	8.216050	0.0004
DIS	0.028302	0.010471	2.702938	0.0426
LNAE	0.037478	0.020102	1.864363	0.1213
LEV	-0.068200	0.020884	-3.265646	0.0223
R-squared	0.959189	Mean dependent var		0.048612
Adjusted R-squared	0.918378	S.D. dependent var		0.006484
S.E. of regression	0.001852	Akaike info criterion		-9.442179
Sum squared resid	1.72E-05	Schwarz criterion		-9.225145
Log likelihood	57.93198	Hannan-Quinn criter.		-9.578988
F-statistic	23.50323	Durbin-Watson stat		2.525995
Prob(F-statistic)	0.001749			

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد برنامج Eviews 12

من خلال الجدول (3-3) يمكن كتابة معادلة الانحدار الخطي المتعدد كما يلي:

$$ROA = -0.356263 + 7.22DPA + 0.334320RCP + 0.028302DIS + 0.037478LNAE - 0.068200LEV$$

1- اختبار جودة النموذج:

يعتمد اختبار النموذج على معامل التحديد R-Squared والذي يقوم بدراسة العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المفسرة.

من خلال الجدول (3-3) نلاحظ أن  $R^2=0.959189$  وهذا معناه أن النسبة التي تفسرها المتغيرات المستقلة من التغير الحاصل في المتغير التابع والمتمثل في الأداء المالي لشركة "أليانس"

## الفصل الثالث: أثر سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي لمؤسسة "أليانس" للتأمينات

للتأمينات قدر بـ 95.9189 % وهي نسبة ممتازة تدل على أن النموذج ذو جودة عالية، أما النسبة المتبقية وهي 4.0811 % فهي ترجع إلى وجود متغيرات أخرى تؤثر على النموذج لكنها لم تتضمنه.

2- اختبار معنوية المعالم:

اختبار معنوية المعالم نعتمد على الإحصائية (t-statistic) ، فإذا كانت القيمة المحسوبة للمعالم أكبر من القيمة الجدولية نرفض الفرضية الصفرية، أما إذا كانت أقل ترفض الفرضية البديلة، كما يمكن الحكم على معنوية المعالم من خلال مستوى الدلالة (prob)، فتكون ذات معنوية إذا كانت قيمة (prob) أقل تماماً من مستوى الثقة 5 % والتي كانت كما يوضحها الجدول التالي:

الجدول رقم (3-4): نتائج اختبار معاملات الانحدار الخطي للنموذج

المتغيرات	قيمة الاحتمال (prob)	قيمة الإحصائية t-statistic
DPA	0.2143	1.421933
RCP	0.0004	8.216050
DIS	0.0426	2.702938
LNAE	0.1213	1.864363
LEV	0.0223	-3.265646

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على برنامج Eviews12.

من نتائج الجدول أعلاه نلاحظ:

أن القيمة الإحصائية t-student لـ (DPA) أصغر من قيمة t الجدولية والتي قدرت بـ  $T_c=2.776$  عند مستوى المعنوية 5 %، في حين أن قيمة الاحتمال  $P_{rop}$  كانت أكبر من 0.05، وهذا ما يدل على عدم وجود معنوية المعلمين.

#### 4- اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء (Autocorrelation Test):

يقوم الارتباط الخطي على عدة فرضيات من بينها عدم وجود ارتباط ذاتي بين قيم البواقي، حيث يقيس الارتباط الذاتي درجة الارتباط بين القيم لنفس المتغير خلال فترة زمنية محددة وليس بين متغير أو أكثر، ويمكن التأكد من وجود مشكلة الارتباط الذاتي من عدمه باستخدام عدة اختبارات إلا أننا سنعتمد في دراستنا هذه على اختبار: Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test الذي يقوم على الفرضيتين التاليتين :

$H_0$ : عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي للأخطاء.

$H_1$ : وجود مشكلة الارتباط الذاتي للأخطاء.

والجدول التالي يعرض نتائج اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء:

الجدول رقم (3-5) نتائج اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	1.021665	Prob. F(1,4)	0.3693
Obs*R-squared	2.237965	Prob. Chi-Square(1)	0.1347

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على برنامج Eviews12.

نلاحظ من خلال الجدول رقم (3-5) أن القيمة الاحتمالية **Prob F-statistic** و **Prob Obs\*R-squared** والمساوية لـ (0.3693) و (0.1347) على التوالي أكبر من مستوى المعنوية (5%)، أي تقبل فرضية عدم  $H_0$  وترفض الفرضية البديلة وبالتالي لا يوجد ارتباط ذاتي للأخطاء.  
- اختبار تباين تجانس الأخطاء:

الجدول رقم (3-6) اختبار تباين تجانس الأخطاء

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	0.109154	Prob. F(1,8)	0.7496
Obs*R-squared	0.134606	Prob. Chi-Square(1)	0.7137

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على برنامج Eviews12.

نلاحظ من خلال الجدول رقم (3-6) أن القيمة الاحتمالية **Prob F-statistic** و **Prob Obs\*R-squared** والمساوية لـ (0.7496) و (0.7137) على التوالي أكبر من مستوى المعنوية (5%)، أي تقبل فرضية عدم  $H_0$  وترفض الفرضية البديلة وبالتالي لا يوجد تباين تجانس الأخطاء.

ثانياً: النموذج الثاني للدراسة (المتغير BPA)

الجدول رقم (7-3): نتائج الانحدار الخطي المتعدد لمتغيرات الدراسة.

Dependent Variable: ROA  
Method: Least Squares  
Date: 05/29/23 Time: 13:17  
Sample: 2011 2021  
Included observations: 11

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.349670	0.189963	-1.840722	0.1250
BPA	0.000123	6.43E-05	1.909118	0.1145
RCP	0.302635	0.042289	7.156429	0.0008
DIS	0.029181	0.009410	3.101068	0.0268
LNAE	0.036479	0.018080	2.017572	0.0997
LEV	-0.068114	0.017454	-3.902503	0.0114
R-squared	0.966850	Mean dependent var		0.048612
Adjusted R-squared	0.933701	S.D. dependent var		0.006484
S.E. of regression	0.001670	Akaike info criterion		-9.650096
Sum squared resid	1.39E-05	Schwarz criterion		-9.433062
Log likelihood	59.07553	Hannan-Quinn criter.		-9.786906
F-statistic	29.16620	Durbin-Watson stat		2.372449
Prob(F-statistic)	0.001049			

المصدر: من اعداد الطالبين بالاعتماد على برنامج Eviews 12

من خلال الجدول (7-3) يمكن كتابة معادلة الانحدار الخطي المتعدد كما يلي:

$$ROA = -0.349670 + 0.000123BPA + 0.302635RCP + 0.029181DIS + 0.036479LNAE - 0.068114LEV$$

1- اختبار جودة النموذج:

يعتمد اختبار النموذج على معامل التحديد **R-Squared** والذي يقوم بدراسة العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المفسرة.

من خلال الجدول (7-3) نلاحظ أن  $R^2 = 0.966850$  وهذا معناه أن النسبة التي تفسرها المتغيرات المستقلة من التغير الحاصل في المتغير التابع والمتمثل في الأداء المالي لشركة "أليانس" للتأمينات قدر ب 96.6850% وهي نسبة ممتازة تدل على أن النموذج ذو جودة عالية، أما النسبة المتبقية وهي 3.315% فهي ترجع إلى وجود متغيرات أخرى تؤثر على النموذج لكنها لم تتضمنه.

2- اختبار معنوية المعامل:

اختبار معنوية المعامل نعتد على الإحصائية (**t-statistic**)، فإذا كانت القيمة المحسوبة للمعامل أكبر من القيمة الجدولية نرفض الفرضية الصفرية، أما إذا كانت أقل نرفض الفرضية البديلة، كما يمكن الحكم على معنوية المعامل من خلال مستوى الدلالة (**prob**)، فتكون ذات معنوية إذا كانت قيمة (**prob**) أقل تماماً من مستوى الثقة 5% والتي كانت كما يوضحها الجدول التالي:

الجدول رقم (8-3): نتائج اختبار معاملات الانحدار الخطي للنموذج

المتغيرات	قيمة الاحتمال (prob)	قيمة الإحصائية t-statistic
BPA	0.1145	1.909118
RCP	0.0008	7.156429
DIS	0.0268	3.101068
LNAE	0.0997	2.017572
LEV	0.0114	-3.902503

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على برنامج Eviews12.

من نتائج الجدول أعلاه نلاحظ:

أن قيمة الإحصائية t-student لـ (BPA) أصغر من قيمة t الجدولية والتي قدرت بـ  $T_c=2.776$  عند مستوى المعنوية 5%، في حين أن قيمة الاحتمال  $P_{rop}$  كانت أكبر من 0.05، وهذا ما يدل على عدم وجود معنوية المعلمين.

### 3- اختبار المعنوية الكلية للنموذج:

لاختبار المعنوية الكلية لنموذج يتم مقارنة القيمة الإحصائية "Ficher" الجدولية ( $F(k, n-k-1)$ ) أي  $F(5.4)$  بقيمة "Ficher" المحسوبة.

من خلال الجدول (8-3) نلاحظ أن قيمة فيشر المحسوبة قدرت بـ  $F\text{-statistic} = 29.16620$  وهي أكبر بكثير من القيمة الجدولية التي قدرت بـ  $F_{tab} = 6.26$  عند مستوى معنوية 5%. كما أن القيمة الاحتمالية للإحصائية ( $F\text{-statistic}$ )  $prob$  قدرت بـ 0.001049 وهي أقل تماما من مستوى المعنوية 5%.

وبالتالي ترفض الفرضية الصفرية  $H_0$  وتقبل الفرضية البديلة  $H_1$ ، وهذا معناه أن النموذج ذو معنوية وهناك على الأقل متغير مستقل واحد من المتغيرات يؤثر على المتغير التابع.

### 4- اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء (Autocorrelation Test):

يقوم الارتباط الخطي على عدة فرضيات من بينها عدم وجود ارتباط ذاتي بين قيم البواقي، حيث يقيس الارتباط الذاتي درجة الارتباط بين القيم لنفس المتغير خلال فترة زمنية محددة وليس بين متغير أو أكثر، ويمكن التأكد من وجود مشكلة الارتباط الذاتي من عدمه باستخدام عدة اختبارات، إلا أننا سنعتمد في دراستنا هذه على اختبار: **Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test** الذي يقوم على الفرضيتين التاليتين:

$H_0$ : عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي للأخطاء.

$H_1$ : وجود مشكلة الارتباط الذاتي للأخطاء.

والجدول التالي يعرض نتائج اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء:

الجدول رقم (9-3) نتائج اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	0.252644	Prob. F(1,4)	0.6416
Obs*R-squared	0.653496	Prob. Chi-Square(1)	0.4189

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على برنامج Eviews12

نلاحظ من خلال الجدول رقم (9-3) أن القيمة الاحتمالية **Prob F-statistic** و **Prob Obs\*R-squared** والمساوية ل (0.6416) و (0.4189) على التوالي أكبر من مستوى المعنوية (5%)، أي تقبل فرضية العدم  $H_0$  وترفض الفرضية البديلة وبالتالي لا يوجد ارتباط ذاتي للأخطاء.

5- اختبار تباين تجانس الأخطاء:

الجدول رقم (10-3) اختبار تباين تجانس الأخطاء

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	0.195535	Prob. F(1,8)	0.6701
Obs*R-squared	0.238587	Prob. Chi-Square(1)	0.6252

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على برنامج Eviews12.

نلاحظ من خلال الجدول رقم (10-3) أن القيمة الاحتمالية **Prob F-statistic** و **Prob Obs\*R-squared** و المساوية ل (0.6701) و (0.6252) على التوالي أكبر من مستوى المعنوية (5%)، أي تقبل فرضية العدم  $H_0$  وترفض الفرضية البديلة وبالتالي لا يوجد تباين تجانس الأخطاء.

تفسير وتحليل النتائج:

توصلنا من خلال تحليل نتائج الانحدار الخطي المتعدد وبالاعتماد على برنامج Eviews12 واستنادا إلى مجموعة من النتائج يمكن تحليلها ومناقشتها على النحو التالي:

- عدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية لنسبة الأرباح الموزعة (DPA) وربحية السهم (BPA) على العائد على إجمالي الأصول (ROA) للمؤسسة الاقتصادية "أليانس" للتأمينات، وهذا ما جاءت به نظرية "ميلر ومدكلياني" وهذا ما أكدته كذلك دراسة (2018) Megha Narang و (2018) Kolawole Mukhtar Et و (2014) Dogan Et Yusuf، وكذلك دراسة (2018) Onmonya،

- وجود أثر ذو دلالة إحصائية للمردودية المالية (RCP) على العائد على إجمالي الأصول (ROA) للمؤسسة الاقتصادية "أليانس" للتأمينات، حيث أن لها تأثير إيجابي إذ أنه كلما زادت المردودية المالية ب 1% أدى ذلك إلى ارتفاع العائد على إجمالي الأصول ب (33.4320%) في النموذج الأول للدراسة (المتغير DPA) أما في النموذج الثاني للدراسة فكلما ارتفع (RCP) ب 1% زاد (ROA) ب



## الفصل الثالث: أثر سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي لمؤسسة "أليانس" للتأمينات

(30.2635%) فالعلاقة بينهما طردية، ومنه الرفع من المردودية المالية يؤدي إلي تحسين الأداء المالي للمؤسسة.

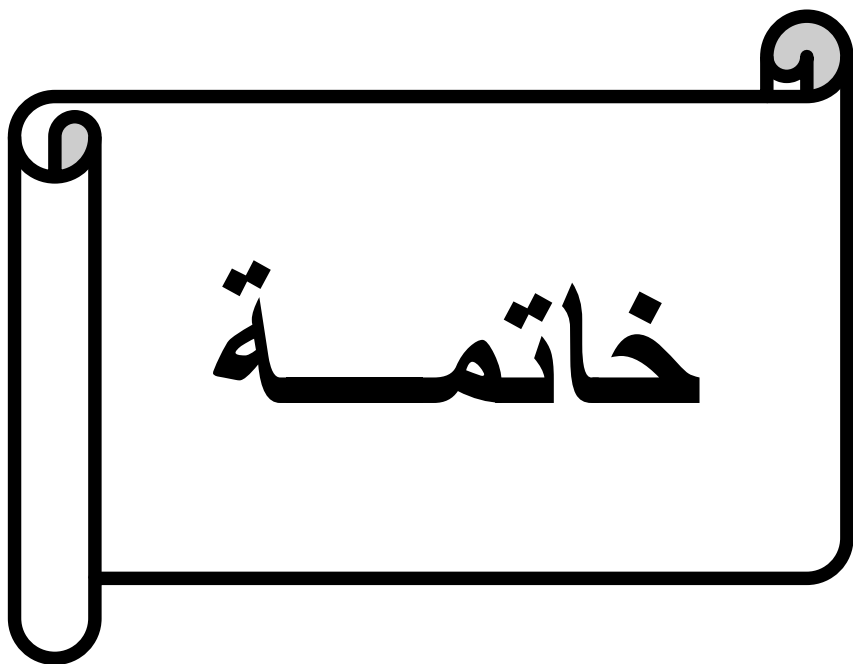
- وجود أثر ذو دلالة إحصائية للسيولة (DIS) على العائد على إجمالي الأصول (ROA) للمؤسسة الاقتصادية "أليانس" للتأمينات، حيث أن لها أثر إيجابي إذ كلما زادت السيولة ب 1% أدى ذلك إلي ارتفاع العائد على إجمالي الأصول ب (2.8302%) في النموذج الأول للدراسة (المتغير DPA) أما في النموذج الثاني للدراسة فكما ارتفع (DIS) ب 1% زاد (ROA) ب (2.9181%) فالعلاقة بينهما طردية، أي أن سيولة المؤسسة المرتفعة تحسن من الأداء المالي لها.

- عدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية لحجم المؤسسة (LNAE) على العائد على إجمالي الأصول (ROA) للمؤسسة الاقتصادية "أليانس" للتأمينات.

- وجود أثر ذو دلالة إحصائية الرفع المالي (LEV) على العائد على إجمالي الأصول (ROA) للمؤسسة الاقتصادية "أليانس" للتأمينات فمن النتائج نلاحظ وجود علاقة عكسية، فكما زاد الرفع المالي ب 1% انخفض العائد على إجمالي الأصول ب (6.82%) في النموذج الأول للدراسة، بينما كلما ارتفع الرفع المالي ب 1% انخفض العائد على إجمالي الأصول ب (6.8114%) في النموذج الثاني للدراسة وهذا يدل على أن للاستدانة أثر سلبي على الأداء المالي لمؤسسة "أليانس" للتأمينات.

### خلاصة الفصل:

في هذا الفصل قمنا بدراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي لمؤسسة "أليانس" للتأمينات وذلك باستخدام نموذج الانحدار الخطي المتعدد. وقد أثبتت نتائج الانحدار الخطي المتعدد أن سياسة توزيع الأرباح ممثلة في كل من ربحية السهم و نصيب السهم من التوزيعات والمردودية المالية والسيولة وحجم المؤسسة والرفع المالي تفسر ما قيمته (95.91%) من الأداء المالي لمؤسسة "أليانس" للتأمينات خلال فترة الدراسة الممتدة من 2011 إلى 2021، أما النسبة المتبقية (4.08%) فترجع لعوامل أخرى في النموذج الأول للدراسة، أما بالنسبة للنموذج الثاني فتفسر ما قيمته (96.68%) من الأداء المالي لنفس المؤسسة خلال نفس فترة الدراسة، والنسبة المتبقية (3.31%) ترجع لعوامل أخرى.



يعتبر الأداء المالي مرآة تعكس ما إذا كان مسار المؤسسة يسير في الطريق الصحيح أو خلاف ذلك، وهذا من خلال تقييمه بمختلف المؤشرات التقليدية منها والحديثة، ومعرفة مختلف العوامل المؤثرة فيه على اختلاف مصدرها، وكذلك مدى قدرة المؤسسة على التحكم فيها بغرض تحسين أداءها المالي. تتخذ الإدارة المالية عديد القرارات الهامة التي تحدد مستقبل المؤسسة وأحد أهم هذه القرارات قرار توزيع الأرباح الذي لا يقل أهمية عن قرار التمويل وقرار الاستثمار، حيث أن احتجاز الأرباح يشكل مصدراً ذاتياً للتمويل يغني المؤسسة عن مخاطر التمويل الخارجي وقيوده المفروضة من الأطراف المانحة له، في المقابل يعتبر توزيع الأرباح محل اهتمام كبير لحملة الأسهم حيث أن سياسة توزيع الأرباح هي عنصر التحكم في توزيع الثروة على المساهمين، وتستمد القرارات الحساسة في الإدارة المالية أهميتها وحساسيتها باعتبار أنها تؤثر على متغيرات هامة ومؤثرة في مستقبل المؤسسة الاقتصادية وبقائها الدائم في السوق ومن هذه المتغيرات الأداء المالي، لذلك جاءت عدة نظريات تقسم هذا الأثر حسب الزاوية التي ينظر إليها من نظرية عدم ملائمة التوزيعات "لميلر" و"مدكلياني"، نظرية "جوردن" ونظرية "التفضيل الضريبي ونظرية العصفور في اليد"... الخ.

#### أولاً: اختبار فرضيات الدراسة

بعد دراستنا لموضوع أثر سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي بجانبه النظري والتطبيقي، كانت نتائج اختبار الفرضيات التي تم صياغتها في مقدمة البحث كما يلي :

**الفرضية الأولى:** "يوجد أثر ذو دلالة إحصائية بين سياسة توزيع الأرباح والأداء المالي لمؤسسة "أليانس" للتأمينات"

استناداً إلى نتائج النموذج الأول للدراسة (DPA) والنموذج الثاني (BPA) لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية بين سياسة توزيع الأرباح والأداء المالي لمؤسسة "أليانس" للتأمينات، ومنه نثبت عدم صحة هذه الفرضية .

**الفرضية الثانية:** "توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الربح الموزع للسهم و الأداء المالي لمؤسسة "أليانس" للتأمينات"

استناداً إلى نتائج النموذج الأول للدراسة (DPA) الذي أظهر أن قيمة احتمال (prob) للربح الموزع (DPA) تساوي (0.2143) أي أكبر من مستوى المعنوية (0.05)، إضافة إلى أن القيمة المحسوبة t-statistic تساوي (1.421933) و هي أصغر من القيمة الجدولية (2.776) وهذا يدل على عدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية بين الربح الموزع للسهم والأداء المالي ومنه نثبت عدم صحة الفرضية.

**الفرضية الثالثة:** "يوجد أثر لربحية السهم على الأداء المالي لمؤسسة "أليانس" للتأمينات"

استناداً إلى نتائج النموذج الثاني للدراسة (BPA) الذي أظهر أن قيمة احتمال (prob) لربحية السهم تساوي (0.1145) أي أكبر من مستوى المعنوية (0.05)، إضافة إلى أن القيمة المحسوبة t-statistic

تساوي (1.909118) وهي أصغر من القيمة الجدولية (2.776) وهذا يدل على عدم وجود أثر لربحية السهم على الأداء المالي و منه نثبت عدم صحة الفرضية.

### ثانياً: نتائج الدراسة

من خلال الدراسة النظرية والتطبيقية لهذا الموضوع توصلنا إلي العديد من النتائج نستعرض أهمها فيما يلي :

#### 1- نتائج الدراسة النظرية:

- يتميز الأداء المالي بخصائص عدة تميزه عن باقي أنواع الأداء، وله أهمية بالغة خاصة في الإدارة المالية ووظيفتها.
- تمر عملية تقييم الأداء المالي بعدة خطوات متسلسلة بمنهجية محددة تعطينا صورة صادقة عن الأداء المالي للمؤسسة، وتجعلنا نراقب انحرافاتة بدقة .
- تقييم الأداء المالي يعتمد على قياس مؤشرات عدة تقليدية وحديثة تمثل مرجعا لمعرفة ما إذا كان الأداء المالي للمؤسسة إيجابيا أو سلبيا، وتبرز التغييرات الواجب عملها.
- يتأثر الأداء المالي بعدة عوامل منها ما تتحكم بها المؤسسة ومنه التحكم الجيد بأدائها المالي، ومنها ما لا تستطيع التحكم بها، إذ تعتبر عوامل خارجية.
- سياسة توزيع الأرباح قائمة على مبدأ تفضيل توزيع الأرباح على المساهمين في شكل نقدي أو في شكل أسهم أو احتجازها بغرض استخدامها كمصدر تمويل ذاتي يجنبها مخاطر اللجوء إلي التمويل الخارجي وبالتالي فإن لهذه السياسة دور مزدوج .
- لا توجد سياسة توزيع أرباح مثالية تنتهج من طرف المؤسسات، وذلك لأنها ترتبط بعوامل عدة منها نوع نشاط المؤسسة وحجمها وكذا أهدافها الإستراتيجية قصيرة ومتوسطة وطويلة الأجل من تواجدها في السوق.
- وجود عدة نظريات مفسرة لسياسة توزيع الأرباح تعبر عن أفكار وآراء مختلفة لها.
- أكدت دراسة "ميلر ومدكلياني" عدم وجود تأثير لسياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي في حين أكدت دراسة GORDEN عكس ذلك أي أن هناك تأثير لسياسة توزيع الأرباح علي الأداء المالي.

#### 2- نتائج الدراسة التطبيقية:

من خلال دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي لمؤسسة "أليانس" للتأمينات، توصلنا للاستنتاجات التالية :

- أن سياسة توزيع الأرباح ممثلة في كل من ربحية السهم و نصيب السهم من التوزيعات والمردودية المالية والسيولة وحجم المؤسسة والرفع المالي تفسر ما قيمته (95.91%) من الأداء المالي لمؤسسة "أليانس" للتأمينات خلال فترة الدراسة الممتدة من 2011 إلى 2021 ،أما النسبة المتبقية (4.08%) فترجع لعوامل

- أخرى في النموذج الأول للدراسة، أما بالنسبة للنموذج الثاني فتفسر ما قيمته (96.68%) من الأداء المالي لنفس المؤسسة خلال نفس فترة الدراسة، والنسبة المتبقية (3.31%) ترجع لعوامل أخرى.
- لا يوجد أثر لسياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي لمؤسسة "أليانس" للتأمينات، حيث لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بينهما، وهذا ما يتفق مع نظرية "ميلر ومدكلياني".
  - أكدت النتائج وجود علاقة إيجابية طردية بين المردودية المالية والأداء المالي ممثلا في العائد على الأصول في مؤسسة "أليانس" للتأمينات.
  - وجود علاقة إيجابية طردية بين السيولة والعائد على الأصول في مؤسسة "أليانس" للتأمينات .
  - عدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية لحجم المؤسسة على (ROA) .
  - من النتائج توصلنا إلي وجود علاقة سلبية عكسية بين الرفع المالي والعائد على الأصول .
- 3- الاقتراحات:**

- من خلال النتائج التي توصلنا إليها في دراستنا التطبيقية يمكن تقديم الاقتراحات التالية:
- استغلال سياسة توزيع الأرباح للتوفيق بين خلق مصادر للتمويل وفي نفس الوقت إرضاء المساهمين قدر الإمكان.
  - التحسين المستمر للمردودية المالية نظرا لوجود علاقة طردية بينها وبين الأداء المالي ممثلا في العائد على الأصول في هذه المؤسسة، إذ أن ارتفاع المردودية المالية يساهم في تحسين الأداء المالي في مؤسسة "أليانس" للتأمينات.
  - العمل على توفير السيولة بشكل كافي لأن لها تأثير إيجابي على الأداء المالي لمؤسسة "أليانس" للتأمينات فالعلاقة بينهما طردية.
  - تخفيض أو تجنب المؤسسة اللجوء إلي القروض لتمويل عملياتها الاستثمارية، وهذا للتخفيض من قيمة الرفع المالي وبالتالي ارتفاع قيمة العائد على الأصول ومنه تحسين الأداء المالي لمؤسسة "أليانس" للتأمينات.

#### 4- آفاق الدراسة:

- في الأخير يمكننا القول أن هذه الدراسة هي محاولة من طرفنا لفتح المجال أمام بحوث ودراسات أخرى مماثلة في هذا الإطار ، ويمكن اقتراح مواضيع مرتبطة ببحثنا ولا تقل أهمية عنه كما يلي :
- تأثير سياسة توزيع الأرباح على سيولة المؤسسة.
  - تأثير الأداء المالي على سياسة توزيع الأرباح.
  - أثر سياسة توزيع الأرباح على مردودية المؤسسة.
- كما نقترح على الطلبة الباحثين إسقاط دراستنا على مؤسسات أخرى مدرجة في بورصات أخرى.

# قائمة المراجع

أولاً: الكتب

- 1) أسعد حميد العالي، الإدارة المالية ( الأسس العلمية والتطبيقية)، دار وائل للنشر، الطبعة لأولى، سنة 2010.
- 2) إبراهيم إسماعيل سلطان، محمد صالح الحناوي، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية ( طبع- نشر - توزيع)، الإسكندرية، 1999.
- 3) أحمد محمد غنيم، الإدارة المالية، مدخل التحول من الفقر إلى الثراء، جامعة المنصورة الطبعة الأولى، المكتبة العصرية للنشر 2008.
- 4) بوشنقير ميلود، زغيب مليكة، التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد، الطبعة الثانية ديوان المطبوعات الجامعية، الساحة المركزية -بن عكنون- الجزائر، 2011.
- 5) جيلالي جيلاطو، الاقتصاد التطبيقي، دار الخلدونية للنشر والتوزيع، الجزائر، 2009.
- 6) حسام علي داوود، خالد محمد السواعي، الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق باستخدام برنامج Eviews7، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2013.
- 7) حسين علي بخيت، سحر فتح الله، الاقتصاد القياسي، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان، 2009 .
- 8) حمد عبد السميع عناني، التحليل القياسي والإحصائي للعلاقات الاقتصادية، دار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2009 .
- 9) دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، الطبعة الثانية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2009.
- 10) دريد كامل آل شبيب، إدارة مالية (الشركات المتقدمة)، الطبعة الأولى، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
- 11) السعيد فرحات جمعة، الأداء المالي لمنظمات الأعمال، الطبعة الأولى، دار المريخ للنشر، الرياض، 2002.
- 12) عبد الرزاق حبيب، اقتصاد وتسيير المؤسسة، الطبعة الرابعة، ديوان المطبوعات الجامعية، 2009.
- 13) عمر صخري، اقتصاد المؤسسة، الطبعة الرابعة، ديوان المطبوعات الجامعية الساحة المركزية، بن عكنون، الجزائر، 2006.
- 14) فلاح حسن الحسيني، مؤيد عبد الرحمان الدوري، إدارة البنوك مدخل كمي واستراتيجي معاصر، الطبعة الرابعة، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن - عمان -، 2008.
- 15) فوزي محيريق بن الجيلاني، مدخل لاقتصاد المؤسسة، مطبعة الرمال ولاية الوادي - الجزائر -، 2020.



- 16) محمد غيث شيخة، التمويل السياسات و التوجهات الحديثة، دار رسلان للنشر و التوزيع، دمشق، 2021.
- 17) محمد محمود الخطيب، الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات، الطبعة الأولى، دار حامد للنشر، عمان، 2010.
- 18) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، مصر، الإسكندرية، 1998.
- 19) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، الطبعة الثانية، منشأة المعارف، مصر، الإسكندرية، 2005.
- 20) يوسف سعداوي، أساسيات في إدارة المؤسسات، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، سنة 2013.

### ثانياً: المذكرات

- 1) إشتعال طه فضل المولى محمد، تقويم الأداء المالي للمصارف باستخدام المؤشرات المالية ودورها في التنبؤ بالفشل المالي والحد من مخاطره بالخرطوم- دراسة تطبيقية على عينة من المصارف التجارية بالخرطوم- في الفترة 2009-2015، رسالة مقدمة لنيل درجة دكتوراه الفلسفة في المحاسبة والتمويل، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، 2017.
- 2) أنس مصلح ذياب الطراونة، العوامل المؤثرة في تقييم الأداء المالي لشركات التأمين الأردنية ( دراسة تطبيقية على شركات التأمين المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية)، رسالة ماجستير في المحاسبة، جامعة الشرق الأوسط، أب 2015.
- 3) بن ضب علي، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على القيمة المؤسسة المدرجة بالبورصة دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة بسوق الكويت الأوراق المالية خلال الفترة 2006-2008، أطروحة ماجستير، جامعة قصدي مرياح ورقلة، 2009.
- 4) بوضياف صفاء، دور المعلومة المالية في تقييم الأداء المالي والتنبؤ بالفشل المالي -دراسة تطبيقية في قطاع الحليب ومشتقاته-، رسالة دكتوراه في العلوم التجارية، جامعة فرحات عباس -سطيف 1-، 2017-2018.
- 5) سامر حمدي الكحلوت، العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح دراسة تطبيقية على شركات قطاع الخدمات المدرجة في بورصة فلسطين، رسالة ماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسكين، 2014.

- 6) سراح موصو، تأثير السلوك التمويلي على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية -دراسة قياسية للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في مؤشر s & p500 - ، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة محمد الصديق بن يحي -جيجل-، 2021-2022.
- 7) سهيلة بعزیز، استخدام المؤشرات المالية التقليدية والحديثة في تقييم الأداء المالي للبنوك التجارية - دراسة بنك الفلاحة والتنمية الريفية-، مذكرة مكملة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية، جامعة العربي بن مهيدي-أم البواقي-، 2017-2018.
- 8) عادل بومجان، تأهيل الموارد البشرية لتحسين أداء المؤسسة الاقتصادية، دراسة حالة مؤسسة صناعة الكوابل -فرع جنرال كابل- بسكرة، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في علوم التسيير، جامعة محمد خيضر - بسكرة-، 2014-2015.
- 9) عدمان فايزة: سياسة توزيع الأرباح، وأثرها على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات الاقتصادية المدرجة في البورصة، دراسة قياسية لأسهم البنوك المدرجة في بورصة عمان، خلال الفترة الممتدة ما بين 2005-2013، باستخدام نماذج بانل رسالة ماجستير في مالية المؤسسات، جامعة الجزائر 03، سنة 2015-2017.
- 10) عماد زياد رمضان، أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للشركات الأردنية، دراسة تطبيقية رسالة دكتوراه، فلسفة في التمويل، جامعة عمان العربية للدراسات العليا، عمان، 2004.
- 11) كريمة بوكرمة، أثر قرار الاستثمار وتوزيع الأرباح على الأداء المالي للشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان لأوراق المالية للفترة 2000-2018، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، سنة 2018-2019.
- 12) نوبلي نجلاء، استخدام أدوات المحاسبة الإدارية في تحسين الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية -دراسة حالة مؤسسة المطاحن الكبرى للحبوب- بسكرة، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث في العلوم التجارية تخصص محاسبة، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2014-2015.
- 13) ياقوت موساوي، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة في البورصة، دراسة حالة الشركات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة المعتمدة 2008-2011 شهادة ماجستير في العلوم التجارية والمالية والمحاسبة وتخصص حالية 2012-2013.

### ثالثا: المجالات

- 1) بن دومة بن عمر، الشيخ فخر الدين، سياسة توزيع الأرباح وأثرها على سعر السهم (دراسة تطبيقية على عينة من الشركات المدرجة بسوق دبي المالي)، مجلة البصائر للدراسات القانونية والاقتصادية، المجلد 2، العدد 04، 2022.

(2) رشيد حفصي، دراسة وتحليل تأثير سياسة توزيع الأرباح على أداء أسهم المؤسسات المدرجة في السوق المالي، حالة سوق دبي المالي في الفترة الممتدة ما بين 2011-2014، مجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية، العدد 02، جوان 2016.

(3) سعود جايد مشكور، زهور عبد السلام صادق، العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للسهم وأثرها على حجم التداول دراسة في عينة من المصارف المسجلة في سوق العراق المالية، مجلة الدنانير، جامعة المثنى كلية لإدارة والاقتصاد، العدد الخامس عشر، سنة 2019.

(4) شهبوب أمينة، تقييم الأداء المالي للصندوق الوطني للتأمينات الاجتماعية للعمال الأجراء في ظل جائحة كوفيد 19 الفترة (2016-2020)، دفاثر البحوث العلمية، المجلد 10، العدد 02، مخبر الدراسات في المالية الإسلامية والتنمية المستدامة بالمركز الجامعي مرسلي عبد الله تيبازة -الجزائر-، 2022.

(5) نجوى فيلاي، تقييم الأداء المالي للمصارف دراسة تطبيقية في بنك البركة فرع 402، مجلة العلوم الإنسانية والإجتماعية، المجلد 06، العدد 02، جامعة قسنطينة -2- عبد الحميد مهري، 2020.  
رابعا: الكتب المترجمة

(1) Damodar Gujarat، الاقتصاد القياسي بالأمثلة، ترجمة مها محمد زكي، دار حميثرا للنشر والتوزيع، القاهرة، 2019.

خامسا: المواقع الالكترونية

1) asnath darmodaran finince d'entreprise : théorie etprotiqne 2ene  
edition, de boeck bruscelles, 2006

<https://fr.scribd.com/document.22/05/2023.13:48>.

2) [www.allianceassurances.com](http://www.allianceassurances.com)

3) <http://www.cosob.org>

4) <http://www.sgbv.dz>



# قائمة الملاحق



# قائمة الملاحق



Matricule Fiscal : 000 516 097 144 217  
Article Impôtation : 16.333.714.102

## COMPTE DE RESULTATS AU 31/12/2012

RUBRIQUES	NOTES	TOUTES GARANTIES CONFONDUES - N		TOUTES GARANTIES CONFONDUES - IN - 11	
		2012	2011	2012	2011
<b>Primes brutes sur opérations directes</b>	T 1	0,00	7 714 980 127,18	0,00	7 803 291 848,61
<b>Primes brutes reprises</b>	T 2	271 821 073,33	0,00	0,00	48 879 745,05
<b>Prévisions sur opérations directes</b>	T 3	353 259 119,03	0,00	2 752 141 276,58	0,00
<b>Total</b>		<b>1 578 390 182,38</b>	<b>7 714 980 127,18</b>	<b>2 752 141 276,58</b>	<b>7 852 171 103,66</b>
<b>I - Marge sur opérations directes</b>			<b>2 139 369 934,74</b>		<b>1 200 299 928,61</b>
<b>Primes acceptées</b>	T 4	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Primes acceptées reprises</b>	T 5	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Prévisions sur acceptations</b>	T 6	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Commissions versées sur acceptations</b>	T 7	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Total</b>		<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>II - Marge sur opérations indirectes</b>			<b>0,00</b>		<b>0,00</b>
<b>Primes brutes</b>	T 8	536 591 041,41	11,84	703 144 336,18	17 206 896,46
<b>Primes brutes reprises</b>	T 9	24 508 085,49	0,00	0,00	32 777 521,56
<b>Prévisions sur opérations</b>	T 10	0,00	214 255 532,37	0,00	101 115 803,90
<b>Commissions reçues sur opérations</b>	T 11	0,00	139 983 272,03	0,00	0,00
<b>Total</b>		<b>611 109 086,90</b>	<b>374 359 816,24</b>	<b>703 144 336,18</b>	<b>151 104 221,92</b>
<b>III - Marge sur cessations</b>			<b>217 750 272,39</b>		<b>181 585 034,18</b>
<b>Primes rattachées</b>	T 12	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Primes rattachées reprises</b>	T 13	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Prévisions sur réserves</b>	T 14	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Commissions reçues sur réserves</b>	T 15	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Total</b>		<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>IV - Marge sur rétrocessions</b>			<b>0,00</b>		<b>0,00</b>
<b>Subventions et participations de réassurance</b>	T 16	0,00	1 881 839 882,39	0,00	1 018 718 876,62
<b>V - Marge de réassurance nettes</b>			<b>263 861 082,75</b>		<b>613 782 161,80</b>
<b>Charges de réassurance</b>	T 17	350 290 087,64	0,00	471 582 780,24	0,00
<b>Impôts, taxes et versements assimilés</b>	T 18	29 978 242,93	0,00	0,00	0,00
<b>Production immobilière</b>	T 19	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Autres produits opérationnels</b>	T 20	0,00	207 507,88	0,00	8 335 314,60
<b>Autres charges opérationnelles</b>	T 21	13 208 174,00	0,00	25 917 838,81	0,00
<b>Reprise sur pertes de valeurs et provisions</b>	T 22	0,00	813 876 848,73	0,00	19 980 112,18
<b>Chiffrements aux intervenants, provisions et pertes de valeur</b>	T 23	605 358 693,11	0,00	560 925 781,10	0,00
<b>Total</b>		<b>2 021 989 216,14</b>	<b>213 584 146,61</b>	<b>1 565 003 084,98</b>	<b>28 289 426,78</b>
<b>VI - Résultat technique opérations</b>			<b>224 384 691,88</b>		<b>117 999 778,08</b>
<b>Produits financiers</b>	T 24	0,00	10 188 811,39	0,00	20 850 106,76
<b>Charges financières</b>	T 25	18 407 205,13	0,00	5 692 951,50	0,00
<b>VII - Résultat financier</b>			<b>81 778 106,36</b>		<b>15 167 158,12</b>
<b>VIII - Résultat opérationnel avant impôts (VI + VII)</b>			<b>306 162 798,24</b>		<b>133 166 936,20</b>
<b>Impôts exigibles sur résultat opérationnel</b>	T 26	54 730 227,00	0,00	0,00	0,00
<b>Impôts différés (provisionnés) sur résultat opérationnel</b>	T 27	137 586 901,72	0,00	0,00	138 260 633,17
<b>TOTAL DES CHARGES ORDINAIRES</b>		<b>684 317 128,72</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>138 260 633,17</b>
<b>IX - Résultat net des opérations ordinaires</b>			<b>221 845 669,52</b>		<b>0,00</b>
<b>Éléments extraordinaires (Produits) à préciser</b>	T 28	0,00	237 076,64	0,00	210 204,83
<b>Éléments extraordinaires (Charges) à préciser</b>	T 29	176 212,47	0,00	0,00	0,00
<b>X - Résultat exceptionnel</b>			<b>60 863,17</b>		<b>210 204,83</b>
<b>XI - Résultat net de l'exercice</b>			<b>282 708 832,69</b>		<b>210 204,83</b>
<b>Port de résultat net des exercices antérieurs en équivalence (1)</b>					
<b>XII - Résultat net de l'ensemble consolidé (1)</b>			<b>282 708 832,69</b>		<b>210 204,83</b>
<b>Port de résultat net consolidé (1)</b>					
<b>Port du groupe (1)</b>					

## BILAN AU 31 DECEMBRE 2013

DESIGNATION DES COMPTES	NOTES	ACTIF				PASSIF			
		MONTANTS BRUTS	AMORTISSEMENTS DU PROVISIONS	Montants net (N)	Montants net (N-1)	DESIGNATION DES COMPTES	NOTES	Montants net (N)	Montants net (N-1)
<b>ACTIF NON COURANT</b>						<b>CAPITAUX PROPRES</b>			
Écart d'acquisition - Goodwill positif		0,00	0,00	0,00	0,00	Capital légal	P 1	2 205 718 180,00	2 205 718 180,00
Immobilisations incorporelles	A 1	43 507 817,82	26 632 130,06	16 875 707,76	21 084 794,12	Capital non appelé	P 2	0,00	0,00
Immobilisations corporelles	A 2	78 943 180,00	0,00	78 943 180,00	78 943 180,00	Primes et réserves (Réserves)	P 3	92 134 837,14	92 134 837,14
Terrains	A 3	682 310 708,86	51 133 902,71	631 176 806,15	647 881 186,60	Écart de réévaluation		0,00	0,00
Batiments	A 4	431 195 051,63	214 872 611,15	216 322 440,48	226 742 039,01	Écart d'équivalence I		0,00	0,00
Autres immobilisations corporelles	A 5	104 025 626,52	0,00	104 025 626,52	89 527 942,25	Résultat net (Résultat net part du groupe)	P 4	307 325 800,82	322 954 936,67
Immobilisations en cours						Autres capitaux propres - Report		36 464 212,89	329 389 141,66
Immobilisations financières						<b>Part de la société consolidante I</b>			
Titres mis en équivalence				0,00					
Autres participations et créances	A 6	354 424 188,48		354 424 188,48	52 941 788,48	<b>TOTAL I</b>		<b>2 580 710 004,97</b>	<b>2 200 384 004,15</b>
Autres titres immobilisés	A 7	1 240 000 000,00		1 240 000 000,00	1 053 000 000,00	<b>PASSIF NON COURANT</b>			
Prêts et autres actifs financiers non courants	A 8	12 588 086,55		12 588 086,55	11 984 004,71	Équipements et autres immobilisations		58 239 270,63	86 656 970,79
Impôts différés actif	A 9	0,00		0,00	0,00	Impôts (différés et provisionnés)	P 5	0,00	86 656 970,79
Autres charges et produits différés	A 10	33 813 367,31		33 813 367,31	67 626 714,64	Autres dettes non courantes		0,00	0,00
Fonds de roulement disponibles		0,00		0,00	0,00	Provisions réglementées	P 6	194 720 029,49	185 255 400,43
<b>TOTAL ACTIF NON COURANT</b>		<b>2 745 017 819,77</b>	<b>270 636 142,81</b>	<b>2 474 381 676,96</b>	<b>2 278 388 778,87</b>	Provisions et produits comptabilisés	P 7	0,00	2 042 143,00
<b>ACTIF COURANT</b>						Fonds de valeurs reçues des	P 8	475 893 942,11	564 821 878,42
Provisions techniques d'assurance						<b>TOTAL II PASSIF COURANT</b>		<b>778 834 241,73</b>	<b>838 847 442,67</b>
Part de la réassurance cédée	A 11	529 954 468,35	0,00	529 954 468,35	664 026 388,82	<b>PASSIF COURANT</b>			
Crédences et emplois assimilés	A 12	50 679 000,49	0,00	50 679 000,49	21 884 903,85	Provisions techniques d'assurance		2 487 019 708,55	2 132 719 976,66
Crédences & valeurs débiteurs	A 13	2 380 142 980,98	442 827 098,68	1 937 315 882,30	1 947 541 273,07	Acceptations		0,00	0,00
Assurés, Intermédiaires d'assurance rattachés	A 14	239 856 210,22	0,00	239 856 210,22	230 282 483,72	Opérations directes	P 9	115 887 252,89	133 158 126,47
Autres débiteurs	A 15	69 824 227,42	0,00	69 824 227,42	24 875 282,16	Autres et intermédiaires	P 10	374 512 364,59	209 964 322,23
Impôts et assimilés						Impôts	P 11	611 941 039,34	639 375 485,04
Autres créances et emplois assimilés						Autres dettes	P 12	227 548 510,27	249 522 269,40
Disponibilités et assimilés	A 16	1 279 092 237,28		1 279 092 237,28	1 279 872 237,64	Tribunaire passif		-17 032 331,84	-6 662 738,71
Placements et autres actifs	A 17	366 129 309,51		366 129 309,51	261 926 571,31				
Tribunaire									
<b>TOTAL ACTIF COURANT</b>		<b>5 101 862 294,61</b>	<b>462 817 099,08</b>	<b>4 639 045 195,57</b>	<b>4 915 319 148,51</b>	<b>TOTAL III PASSIF COURANT</b>		<b>3 889 675 134,10</b>	<b>3 154 475 451,08</b>
<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>		<b>7 846 780 223,82</b>	<b>731 453 841,89</b>	<b>7 108 327 801,49</b>	<b>6 544 707 900,82</b>	<b>TOTAL GENERAL PASSIF</b>		<b>7 108 327 801,49</b>	<b>6 544 707 900,82</b>
<b>ETAT - LIENS -</b>		<b>7 846 780 223,82</b>	<b>731 453 841,89</b>	<b>7 108 327 801,49</b>	<b>6 544 707 900,82</b>			<b>7 108 327 801,49</b>	<b>6 544 707 900,82</b>



## قائمة الملاحق



### COMPTE DE RESULTATS AU 31/12/2013

RUBRIQUES	NOTES	TOUTES GARANTIES CONFONDUES - N-		TOUTES GARANTIES CONFONDUES - (N - 1)	
Primes émises sur opérations directes	T 1	0,00	4 149 957 579,43	0,00	3 714 980 127,16
Primes émises reportées	T 2	128 387 172,59	0,00	271 821 073,33	
Prestations sur opérations directes	T 3	1 938 794 637,83		1 303 569 119,05	
<b>Total</b>		<b>2 067 181 810,42</b>	<b>4 149 957 579,43</b>	<b>1 575 390 192,38</b>	<b>3 714 980 127,16</b>
<b>I - Marge sur opérations directes</b>			<b>2 082 775 769,01</b>		<b>2 139 589 934,78</b>
Primes acceptées	T 4	0,00	0,00	0,00	0,00
Primes acceptées reportées	T 5	0,00	0,00	0,00	0,00
Prestations sur acceptations	T 6	0,00	0,00	0,00	0,00
Commissions versées sur acceptations	T 7	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Total</b>		<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>II - Marge sur opérations directes</b>			<b>0,00</b>		<b>0,00</b>
Primes cédées	T 8	595 601 989,67		536 591 041,41	
Primes cédées reportées	T 9		68 936 164,70	74 598 055,48	0,00
Prestations sur cessions	T 10	0,00	248 597 387,32	0,00	214 455 552,47
Commissions recues sur cessions	T 11	0,00	159 058 634,71	0,00	138 983 272,03
<b>Total</b>		<b>595 601 989,67</b>	<b>476 592 186,73</b>	<b>611 189 096,89</b>	<b>353 438 824,50</b>
<b>III - Marge sur cessions</b>		<b>119 009 802,94</b>		<b>257 750 272,39</b>	
Primes récédées	T 12	0,00	0,00	0,00	0,00
Primes récédées reportées	T 13	0,00	0,00	0,00	0,00
Prestations sur rétrocessions	T 14	0,00	0,00	0,00	0,00
Commissions recues sur rétrocessions	T 15	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Total</b>		<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>IV - Marge sur rétrocessions</b>			<b>0,00</b>		<b>0,00</b>
Subventions d'exploitation d'assurance	T 16	0,00		0,00	
<b>V - Marge d'assurance nette</b>			<b>1 963 765 966,07</b>		<b>1 881 839 662,39</b>
Services extérieurs & autres consommations	T 17	728 385 185,73		765 861 062,24	
Charges de personnel	T 18	571 747 502,80		558 286 087,64	
Impôts, taxes et versements assimilés	T 19	87 987 081,45		79 978 742,69	
Production immobilisée	T 20	0,00	12 613 403,34	0,00	
Autres produits opérationnels	T 21	169 594 081,30		0,00	207 597,88
Autres charges opérationnelles	T 22		591 357 923,36	25 917 834,61	
Reprise sur pertes de valeurs et provisions	T 23	551 112 776,78		0,00	513 376 548,75
Dotations aux amortissements, provisions et pe	T 24			560 995 781,10	
<b>Total</b>		<b>2 108 826 628,06</b>	<b>603 971 326,70</b>	<b>1 991 039 508,28</b>	<b>513 584 146,63</b>
<b>VI - Resultat technique opérationnel</b>			<b>458 910 664,71</b>	<b>1 477 455 361,65</b>	
Produits financiers	T 25		55 982 345,78		50 185 815,49
Charges financières	T 26	14 378 382,76		18 407 709,13	
<b>VII - Resultat financier</b>			<b>41 603 963,02</b>		<b>31 778 106,36</b>
<b>VIII - Resultat ordinaire avant impôts (VI + VII)</b>			<b>500 514 627,73</b>	<b>1 445 677 255,29</b>	<b>0,00</b>
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	T 27	133 374 814,00	0,00	34 750 727,00	0,00
Impôts différés (Variations) sur résultat ordinaire	T 28		0,00	137 586 901,72	0,00
<b>TOTAL DES PRODUITS ORDINAIRES</b>			<b>5 286 503 438,64</b>		<b>4 632 188 913,78</b>
<b>TOTAL DES CHARGES ORDINAIRES</b>		<b>4 919 363 624,90</b>	<b>660 294 088,06</b>	<b>4 230 777 233,68</b>	<b>0,00</b>
<b>VIII - Resultat net des activités ordinaires</b>			<b>367 139 813,74</b>		<b>232 874 570,50</b>
Eléments extraordinaires (Produits) à préciser	T 29	0,00	231 284,40	0,00	237 078,64
Eléments extraordinaires (Charges) à préciser	T 30	45 297,32	0,00	176 712,47	0,00
<b>X - Resultat extraordinaire</b>			<b>185 987,08</b>		<b>60 366,17</b>
<b>XI - Resultat net de l'exercice</b>			<b>367 325 800,82</b>		<b>232 934 936,67</b>
Part dans les résultats nets des sociétés mises en équivalence (1)					
<b>XII - Resultat net de l'ensemble consolidé (1)</b>					
- Dont part des minoritaires (1)					
- Part du groupe (1)					

## قائمة الملاحق

### BILAN AU 31 DECEMBRE 2014

ACTIF						PASSIF			
DESIGNATION DES COMPTES	NOTES	MONTANTS BRUTS	AMORTISSEMENTS OU PROVISIONS	Montants net (n)	Montants net (n-1)	DESIGNATION DES COMPTES	NOTES	MONTANTS NET (n)	Montants net (n-1)
<b>ACTIF NON COURANT</b>						<b>CAPITAUX PROPRES</b>			
ecart d'acquisition goodwill positif ou négatif		0,00	0,00	0,00		- Capital émis	P 1	2 205 714 180,00	2 205 714 180,00
- Immobilisations incorporelles	A 1	168 952 725,01	34 123 087,46	134 829 642,55	16 878 707,76	- Capital non appelé		0,00	0,00
<b>Immobilisations corporelles</b>						- Primes et réserves (Réserves consolidées 1)	P 2	105 677 916,53	52 134 837,14
- Terrains	A 2	78 943 100,00		78 943 100,00	78 943 100,00	- Ecart de réévaluation		0,00	0,00
- Bâtiements	A 3	685 319 708,86	64 840 295,89	520 479 411,97	634 185 806,14	- Ecart d'équivalence 1		0,00	0,00
				0,00	0,00	- Union		0,00	0,00
- Autres immobilisations corporelles	A 4	492 294 125,43	270 083 607,47	222 210 517,96	216 322 440,48	- Résultat net (Résultat net part du groupe 1)	P 3	355 369 919,28	367 325 800,82
- Immobilisations en cours	A 5	5 100 416,13		5 100 416,13	104 025 826,52	- Autres capitaux propres - Report à nouveau	P 4	70 317 253,02	-56 464 212,99
<b>Immobilisations financières</b>						Part de la société consolidante 1			
- Titres mis en équivalence				0,00	0,00	Part des minoritaires 1			
- Autres participations et créances rattachées	A 6	106 074 488,48		106 074 488,48	104 624 188,48	<b>TOTAL I</b>		<b>2 737 079 268,83</b>	<b>2 568 710 604,37</b>
- Autres titres immobilisés	A 7	1 577 000 000,00		1 577 000 000,00	1 248 000 000,00	<b>PASSIF NON COURANT</b>			
- Prêts et autres actifs financiers non courants	A 8	11 021 981,42		11 021 981,42	11 988 538,55	- Emprunts et dettes financières	P 5	29 822 184,27	58 239 270,03
- Impôts différés actifs	A 9	0,00		0,00	0,00	- Impôts (différés et provisionnés)		0,00	0,00
- Autres charges et produits différés	A 10	0,00		0,00	33 813 357,31	- Autres dettes non courants	P 6	214 616 226,84	194 726 029,49
- Fonds ou valeurs déposés chez les cédants						- Provisions réglementées	P 7	422 106 133,99	475 892 942,21
						- Provisions et produits comptabilisés d'avance	P 8	0,00	0,00
						- Fonds ou valeurs reçus des assureurs		0,00	0,00
<b>TOTAL ACTIF NON COURANT</b>		<b>3 124 706 545,33</b>	<b>369 046 986,82</b>	<b>2 755 659 558,51</b>	<b>2 448 379 085,24</b>	<b>TOTAL II PASSIF COURANT</b>		<b>666 544 515,10</b>	<b>728 858 241,73</b>
<b>ACTIF COURANT</b>						<b>PASSIF COURANT</b>			
- Provisions techniques d'assurances		0,00	0,00	0,00		- Provisions techniques d'assurances		0,00	0,00
- Part de la coassurance cédée	A 11	488 088 117,51		488 088 117,51	529 934 468,35	- Opérations directes	P 9	2 599 879 017,78	2 497 019 768,55
- Part de la réassurance cédée						- Acceptations		0,00	0,00
<b>Créances et emplois assimilés</b>						- Dettes et ressources rattachées		0,00	0,00
- Cessionnaires et cédants débiteurs	A 12	39 490 870,84		39 490 870,84	50 678 010,49	- Cessionnaires, cédants et comptes rattachés	P 10	226 437 994,25	175 687 251,89
- Assurés/Intermédiaires d'assurance et comptes rattachés	A 13	2 250 362 476,70	148 351 785,17	2 102 010 691,53	2 143 350 801,50	- Assurés et intermédiaires d'assurance	P 11	258 887 753,88	374 512 264,55
- Autres débiteurs	A 14	212 690 532,75		212 690 532,75	219 856 250,22	- Impôts	P 12	633 834 938,15	611 941 030,24
- Impôts et assimilés	A 15	180 321 131,79		180 321 131,79	69 824 217,42	- Autres dettes	P 13	275 875 956,48	227 548 550,57
- Autres créances et emplois assimilés		0,00		0,00	0,00	- Trésorerie passif	P 14	0,00	-17 033 331,94
<b>Disponibilités et assimilés</b>									
- Placements et autres actifs financiers courants	A 16	1 064 000 000,00		1 064 000 000,00	1 279 052 237,28				
- Trésorerie	A 17	556 248 504,58		556 248 502,58	366 129 309,51				
<b>TOTAL ACTIF COURANT</b>		<b>4 751 231 630,18</b>	<b>148 351 785,17</b>	<b>4 602 879 845,01</b>	<b>4 658 865 295,56</b>	<b>TOTAL III PASSIF COURANT</b>		<b>3 954 915 619,59</b>	<b>3 809 675 534,10</b>
<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>		<b>7 875 938 175,52</b>	<b>517 398 771,99</b>	<b>7 358 539 403,52</b>	<b>7 107 244 380,80</b>	<b>TOTAL GENERAL PASSIF</b>		<b>7 358 539 403,52</b>	<b>7 107 244 380,80</b>
ETAT - I.R.I.S.-		7 875 938 175,52	517 398 771,99	7 358 539 403,52	7 107 244 380,80			7 358 539 403,52	7 107 244 380,80
<b>DIFFERENCE</b>		<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>			<b>0,00</b>	<b>0,00</b>



## قائمة الملاحق



### COMPTE DE RESULTATS AU 31 DECEMBRE 2014

RUBRIQUES	NOTES	TOUTES GARANTIES CONFONDUES - N-		TOUTES GARANTIES CONFONDUES - (N - 1)	
Primes émises sur opérations directes	T 1		4 427 170 545,21		4 149 957 579,43
Primes émises reportées	T 2	48 412 437,31		128 387 172,59	
Prestations sur opérations directes	T 3	2 127 265 835,82		1 938 794 637,83	
<b>Total</b>		<b>2 175 678 273,13</b>	<b>4 427 170 545,21</b>	<b>2 067 181 810,42</b>	<b>4 149 957 579,43</b>
<b>I - Marge sur opérations directes</b>			<b>2 251 492 272,08</b>		<b>2 082 775 769,01</b>
Primes acceptées	T 4	0,00	0,00	0,00	0,00
Primes acceptées reportées	T 5	0,00	0,00	0,00	0,00
Prestations sur acceptations	T 6	0,00	0,00	0,00	0,00
Commissions versées sur acceptations	T 7	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Total</b>		<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>II - Marge sur opérations directes</b>			<b>0,00</b>		<b>0,00</b>
Primes cédées	T 8	582 485 895,46		595 601 989,67	
Primes cédées reportées	T 9	11 351 505,24			68 936 164,70
Prestations sur cessions	T 10		47 348 633,46		248 597 387,32
Commissions reçues sur cessions	T 11	0,00	155 268 932,51		1 59 058 634,71
<b>Total</b>		<b>593 847 400,70</b>	<b>202 617 565,97</b>	<b>595 601 989,67</b>	<b>476 592 186,73</b>
<b>III - Marge sur cessions</b>		<b>391 229 834,74</b>		<b>119 009 802,94</b>	
Primes rétrocédées	T 12	0,00	0,00	0,00	0,00
Primes rétrocédées reportées	T 13	0,00	0,00	0,00	0,00
Prestations sur rétrocessions	T 14	0,00	0,00	0,00	0,00
Commissions reçues sur rétrocessions	T 15	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Total</b>		<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>IV - Marge sur rétrocessions</b>		<b>0,00</b>		<b>0,00</b>	
Subventions d'exploitation d'assurance	T 16	0,00		0,00	
<b>V - Marge d'assurance nette</b>			<b>1 860 362 437,24</b>		<b>1 963 765 966,07</b>
Services extérieurs & autres consommations	T 17	852 001 372,12		728 385 185,73	
Charges de personnel	T 18	652 243 530,49		571 747 502,79	
Impôts, taxes et versements assimilés	T 19	96 186 516,66		87 987 081,45	
Production immobilisée	T 20				
Autres produits opérationnels	T 21		15 807 364,09		12 613 403,34
Autres charges opérationnelles	T 22	17 175 357,67		169 594 081,30	
Reprise sur pertes de valeurs et provisions	T 23		485 413 082,50		591 357 923,36
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeur	T 24	363 312 869,90		551 112 776,78	

<b>Total</b>		<b>1 980 919 646,84</b>	<b>501 220 446,59</b>	<b>2 109 626 628,06</b>	<b>603 971 326,70</b>
<b>VI - Résultat technique opérationnel</b>			<b>380 563 237,09</b>		<b>458 910 664,71</b>
Produits financiers	T 25		65 720 646,45		55 982 345,78
Charges financières	T 26	14 225 138,15		14 378 382,76	
<b>VII - Résultat financier</b>			<b>51 495 508,30</b>		<b>41 603 963,02</b>
<b>VIII - Résultat ordinaire avant impôts (VI + VII)</b>			<b>432 058 745,39</b>	<b>-41 603 963,02</b>	<b>0,00</b>
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	T 27	77 247 859,00		133 374 814,00	
Impôts différés (Variations) sur résultat ordinaire	T 28				
<b>TOTAL DES PRODUITS ORDINAIRES</b>			<b>5 196 729 204,22</b>		<b>5 286 503 438,64</b>
<b>TOTAL DES CHARGES ORDINAIRES</b>		<b>4 716 258 021,52</b>	<b>0,00</b>	<b>4 919 363 624,91</b>	
<b>VIII - Résultat net des activités ordinaires</b>			<b>354 810 886,39</b>		<b>367 139 813,74</b>
Éléments extraordinaires (Produits) à préciser	T 29		718 450,73		231 284,40
Éléments extraordinaires (Charges) à préciser	T 30	159 417,84		45 297,32	
<b>X - Résultat extraordinaire</b>			<b>559 032,89</b>	<b>-185 987,08</b>	
<b>XI - Résultat net de l'exercice</b>			<b>355 369 919,28</b>		<b>367 325 800,82</b>
Part dans les résultats nets des sociétés mises en équivalence (1)					
<b>XII - Résultat net de l'ensemble consolidé (1)</b>					
- Dont part des minoritaires (1)					
- Part du groupe (1)					

# قائمة الملاحق



## BILAN AU 31 DECEMBRE 2015

ACTIF					PASSIF				
DESIGNATION DES COMPTES	NOTES	MONTANTS BRUTS	AMORTISSEMENTS OU PROVISIONS	Montants net (h)	Montants net (h-1)	DESIGNATION DES COMPTES	NOTES	Montants net (h)	Montants net (h-1)
<b>ACTIF NON COURANT</b>					<b>PASSIF</b>				
Écart d'acquisition Goodwill positif ou négatif		0,00	0,00	0,00		<b>CAPITAUX PROPRES</b>			
- Immobilisations incorporelles	A 1	171 351 525,01	66 629 389,24	104 722 135,77	134 839 642,15	- Capital émis	P 1	2 205 714 193,20	2 356 916 103,00
- Terrains	A 2	302 343 100,00		302 343 100,00	78 543 100,00	- Capital non appelé		0,00	0,00
- Bâti	A 3	626 218 708,84	70 546 621,30	555 672 087,54	600 479 441,37	- Primes et réserves (Réserves consolidées 1)	P 2	241 214 502,44	135 677 516,54
- Autres immobilisations corporelles	A 4	529 129 999,83	137 884 400,73	391 245 599,10	202 210 617,66	- Ecart de réévaluation		0,00	0,00
- Immobilisations en cours	A 5	9 191 186,50	0,00	9 191 186,50	5 100 415,15	- Ecart d'évaluation 1		0,00	0,00
- Immobilisations financières						- Résultat net (Résultat net part du groupe 1)	P 3	363 623 204,17	335 339 919,28
- Titres mis en équivalence		0,00		0,00		- Autres capitaux propres - Report à nouveau	P 4	171 066 464,03	70 917 233,62
- Autres participations et créances rattachées	A 6	157 642 155,08		157 642 155,08	210 019 488,48	Part de la société consolidée 1			
- Autres créances immobilisées	A 7	1 420 500 000,00		1 420 500 000,00	1 577 000 000,00	Part des rattachés 1			
- Prêts et autres actifs financiers non courants	A 8	10 681 811,08		10 681 811,08	11 021 988,47	<b>TOTAL I</b>		<b>2 851 705 627,02</b>	<b>2 137 079 268,83</b>
- Impôts différés actif	A 9	0,00		0,00	0,00	<b>PASSIF NON COURANT</b>			
- Autres charges et produits différés	A 10	0,00		0,00	0,00	- Emprunts et dettes financières	P 5	1 405 998,11	39 822 184,27
- Taxes ou valeurs ajoutées chez les clients		0,00		0,00	0,00	- Impôts (différés et provisions)		0,00	0,00
<b>TOTAL ACTIF NON COURANT</b>		<b>3 269 522 968,96</b>	<b>472 241 401,89</b>	<b>2 797 281 567,07</b>	<b>2 739 659 665,81</b>	- Autres dettes non courantes	P 6	283 982 819,58	21 4 514 226,84
<b>ACTIF COURANT</b>					<b>PASSIF COURANT</b>				
- Provisions techniques d'assurances						- Provisions réglementées	P 7	283 982 819,58	21 4 514 226,84
- Part de la coassurance sévère	A 11	272 583 817,85		272 583 817,85	482 058 137,61	- Fonds ou valeurs reçus des assurés	P 8	375 069 305,64	422 108 109,80
- Créances et emplois assimilés						<b>TOTAL II PASSIF COURANT</b>		<b>607 456 521,73</b>	<b>866 344 515,10</b>
- Créances, intermédiaires d'assurance et comptes rattachés	A 12	21 845 849,96	0,00	21 845 849,96	39 450 870,80	<b>PASSIF COURANT</b>			
- Autres débiteurs	A 14	168 368 234,70	0,00	168 368 234,70	212 690 131,74	- Provisions techniques d'assurances	P 9	2 131 916 921,39	2 559 879 047,18
- Autres créances et emplois assimilés	A 15	96 239 419,76	0,00	96 239 419,76	180 321 131,79	- Créances et comptes rattachés	P 10	317 308 906,29	226 437 324,34
- Disponibilités et assimilés						- Assurés et intermédiaires d'assurance	P 11	763 434 607,38	258 887 753,88
- Placements et autres actifs financiers courants	A 16	510 000 000,00		510 000 000,00	2 024 000 706,00	- Impôts	P 13	465 032 631,23	215 875 925,48
- Trésorerie	A 17	714 600 765,48		712 650 765,18	556 248 501,59	- Autres dettes	P 14	6,00	0,00
<b>TOTAL ACTIF COURANT</b>		<b>4 800 986 732,89</b>	<b>37 582 425,37</b>	<b>4 763 404 307,52</b>	<b>4 802 879 845,00</b>	<b>TOTAL III PASSIF COURANT</b>		<b>3 716 923 124,70</b>	<b>3 954 915 619,64</b>
<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>		<b>7 769 909 701,85</b>	<b>509 823 826,40</b>	<b>7 260 085 875,42</b>	<b>7 358 539 403,56</b>	<b>TOTAL GENERAL PASSIF</b>		<b>7 260 085 875,45</b>	<b>7 358 539 403,56</b>
ETAT - I.R.I.S.		7 769 909 701,85	509 823 826,40	7 260 085 875,42	7 358 539 403,56			7 260 085 875,45	7 358 539 403,56
DIFFERENCE		0,00	0,00	0,00	0,00			0,00	0,00



## قائمة الملاحق



### COMPTE DE RESULTATS AU 31 DECEMBRE 2015

RUBRIQUES	NOTES	TOUITES GARANTIES CONFONDUES - N-		TOUITES GARANTIES CONFONDUES - (N - 1)	
Primes émises sur opérations directes	T 1		4 431 359 330,94		4 427 170 545,21
Primes émises reportées	T 2	5 167 551,44		48 412 437,31	
Prestations sur opérations directes	T 3	1 661 332 293,49		2 127 265 835,82	
<b>Total</b>		<b>1 666 499 844,93</b>	<b>4 431 359 330,94</b>	<b>2 175 678 273,13</b>	<b>4 427 170 545,21</b>
<b>I - Marge sur opérations directes</b>			<b>2 764 859 486,01</b>		<b>2 251 492 272,08</b>
Primes acceptées	T 4	0,00	0,00	0,00	0,00
Primes acceptées reportées	T 5	0,00	0,00	0,00	0,00
Prestations sur acceptations	T 6	0,00	0,00	0,00	0,00
Commissions versées sur acceptations	T 7	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Total</b>		<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>II - Marge sur opérations directes</b>			<b>0,00</b>		<b>0,00</b>
Primes cédées	T 8	590 741 562,03		582 485 895,46	
Primes cédées reportées	T 9	11 890 760,22		11 361 505,24	
Prestations sur cessions	T 10	44 507 710,37			47 348 633,46
Commissions recues sur cessions	T 11		147 510 687,40	0,00	155 268 932,51
<b>Total</b>		<b>647 140 032,62</b>	<b>147 510 687,40</b>	<b>593 847 400,70</b>	<b>202 617 565,97</b>
<b>III - Marge sur cessions</b>		<b>499 629 345,21</b>		<b>391 229 834,74</b>	
Primes rétrocédées	T 12	0,00	0,00	0,00	0,00
Primes rétrocédées reportées	T 13	0,00	0,00	0,00	0,00
Prestations sur rétrocessions	T 14	0,00	0,00	0,00	0,00
Commissions recues sur rétrocessions	T 15	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Total</b>		<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>IV - Marge sur rétrocessions</b>		<b>0,00</b>		<b>0,00</b>	
Subventions d'exploitation d'assurance	T 16	0,00		0,00	
<b>V - Marge d'assurance nette</b>			<b>2 265 230 140,80</b>		<b>1 860 262 437,34</b>
Services extérieurs & autres consommations	T 17	984 606 146,79		852 001 372,12	
Charges de personnel	T 18	705 891 715,31		652 243 530,49	
Impôts, taxes et versements assimilés	T 19	108 794 750,85		96 186 516,66	
Production immobilisée	T 20	0,00			
Autres produits opérationnels	T 21	0,00	4 073 414,23		15 807 364,09
Autres charges opérationnelles	T 22	17 802 042,42		17 175 357,67	
Reprise sur pertes de valeurs et provisions	T 23		229 775 991,17		485 413 082,50
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeur	T 24	326 927 984,48		353 312 869,90	
<b>Total</b>		<b>2 144 022 639,85</b>	<b>233 849 405,40</b>	<b>1 930 919 646,84</b>	<b>501 220 446,59</b>
<b>VI - Résultat technique opérationnel</b>			<b>355 056 906,35</b>		<b>380 563 237,09</b>
Produits financiers	T 25		103 678 401,85		65 720 646,45
Charges financières	T 26	14 324 996,13		14 225 138,15	
<b>VII - Résultat financier</b>			<b>89 353 405,72</b>		<b>51 495 508,30</b>
<b>VIII - Résultat ordinaire avant Impôts (VI + VII)</b>			<b>444 410 312,07</b>		<b>432 058 745,39</b>
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	T 27	82 146 415,00		77 247 859,00	
Impôts différés (Variations) sur résultat ordinaire	T 28				
<b>TOTAL DES PRODUITS ORDINAIRES</b>			<b>4 916 397 825,59</b>		<b>5 196 729 204,22</b>
<b>TOTAL DES CHARGES ORDINAIRES</b>		<b>4 554 133 928,53</b>		<b>4 641 918 317,83</b>	<b>0,00</b>
<b>VIII - Résultat net des activités ordinaires</b>			<b>362 263 897,07</b>		<b>354 810 886,39</b>
Eléments extraordinaires (Produits) à préciser	T 29		890 445,88		718 450,74
Eléments extraordinaires (Charges) à préciser	T 30	133 058,37		159 417,85	
<b>X - Résultat extraordinaire</b>			<b>757 387,51</b>		<b>559 032,89</b>
<b>XI - Résultat net de l'exercice</b>			<b>363 021 284,57</b>		<b>355 369 919,28</b>
Part dans les résultats nets des sociétés mises en équivalence (1)					
<b>XII - Résultat net de l'ensemble consolidé (1)</b>					
- Dont part des minoritaires (1)					
- Part du groupe (1)					





# قائمة الملاحق



MATRICULE FISCAL : 000 816 092 727

## BILAN AU 31 DECEMBRE 2016 DEFINITIF



ACTIF					PASSIF				
DESIGNATION DES COMPTES	NOTES	MONTANTS BRUTS	AMORTISSEMENTS OU PROVISIONS	Montants net (en)	Montants net (en-31)	DESIGNATION DES COMPTES	NOTES	Montants net (en)	Montants net (en-31)
<b>ACTIF NON COURANT</b>					<b>CAPITAUX PROPRES</b>				
Ecart d'acquisition - Goodwill positif ou négatif		0,00	0,00	0,00	0,00	- Capital émis	P 1	2 205 714 180,00	2 205 714 180,00
- Immobilisations incorporelles	A 1	171 295 225,01	93 129 990,14	78 165 235,57	104 850 215,77	- Capital non appelé		0,00	0,00
<b>Immobilisations corporelles</b>						- Primes et réserves (Réserves consolidées 1)	P 2	177 517 036,99	141 714 908,44
- Terrains	A 2	497 943 100,00		497 943 100,00	302 943 100,00	- Ecart de réévaluation		0,00	0,00
- Bâiments	A 3	685 319 705,05	32 253 085,24	593 056 623,62	606 773 017,20	- Ecart d'équivalence 1		0,00	0,00
- Autres immobilisations corporelles	A 4	669 863 075,19	355 086 581,34	314 776 493,85	302 740 599,10	- Résultat net (Résultat net part du groupe 1)	P 3	421 021 678,07	303 021 264,38
- Immobilisations en concession			0,00	55 958 400,00	55 958 400,00				
- Immobilisations en cours	A 5	18 437 896,50	0,00	18 437 896,50	6 391 188,50	- Autres capitaux propres - Report à nouveau	P 4	280 316 725,12	171 735 454,01
<b>Immobilisations financières</b>						<b>Part de la société consolidante 1</b>			
- Titres mis en équivalence		0,00		0,00	0,00	<b>Part des minoritaires 1</b>			
- Autres participations et créances rattachées	A 6	278 457 582,68		278 457 582,68	157 842 165,68	<b>TOTAL I</b>		<b>3 085 479 620,09</b>	<b>2 881 705 827,03</b>
- Autres titres immobilisés	A 7	1 640 000 000,00		1 640 000 000,00	1 250 000 000,00	<b>PASSIF NON COURANT</b>			
- Prêts et autres actifs financiers non courants	A 8	9 615 694,31		9 615 694,31	10 882 881,08	- Emprunts et dettes financières	P 5	0,00	1 405 098,51
- Impôts différés actif	A 9	0,00		0,00	0,00	- Impôts différés et provisionnés)		0,00	0,00
- Autres charges et produits différés	A 10	0,00		0,00	0,00	- Autres dettes non courants		0,00	0,00
- Fonds ou valeurs déposés chez les cédants		0,00		0,00	0,00	- Provisions réglementées	P 6	238 220 731,01	230 982 818,58
<b>TOTAL ACTIF NON COURANT</b>		<b>4 026 890 782,55</b>	<b>540 469 666,02</b>	<b>3 486 421 116,53</b>	<b>2 797 281 557,93</b>	- Provisions et produits comptabilisés d'avance	P 7		0,00
<b>ACTIF COURANT</b>					<b>PASSIF COURANT</b>				
<b>Provisions techniques d'assurances</b>						- Fonds ou valeurs reçus des reassureurs	P 8	543 365 430,12	375 089 005,64
- Part de la réassurance cédée		0,00		0,00	0,00	<b>TOTAL II PASSIF COURANT</b>		<b>801 892 181,13</b>	<b>607 456 923,73</b>
- Part de la réassurance cédée	A 11	440 877 609,31		440 877 609,31	272 583 817,85	<b>PASSIF COURANT</b>			
<b>Créances et emplois assimilés</b>						- Provisions techniques d'assurances			
- Cessionnaires & cédants débiteurs	A 12	92 326 710,47	0,00	92 326 710,47	21 845 848,96	- Opérations directes	P 9	2 197 542 866,11	2 151 956 921,39
- Assurés, intermédiaires d'assurance et comptes rattachés	A 13	2 448 870 417,51	84 873 693,63	2 363 996 723,88	2 194 116 159,89	- Acceptations		0,00	0,00
- Autres débiteurs	A 14	178 740 879,70	0,00	178 740 879,70	195 368 254,79	<b>Dettes et ressources rattachées</b>			
- Impôts et assimilés	A 15	302 333 715,44	0,00	302 333 715,44	96 239 459,27	- Cessionnaires, cédants et comptes rattachés	P 10	140 154 268,29	257 244 908,37
- Autres créances et emplois assimilés		0,00		0,00	0,00	- Assurés et intermédiaires d'assurance	P 11	352 665 962,37	269 484 607,38
<b>Disponibilités et assimilés</b>						- Impôts	P 13	677 621 774,30	367 194 034,47
- Placements et autres actifs financiers courants	A 16	410 000 000,00		410 000 000,00	310 000 000,00	<b>Autres dettes</b>	P 14	429 241 551,59	465 032 633,79
- Trésorerie	A 17	505 899 629,51		509 899 629,51	712 650 765,78	<b>Trésorerie passif</b>		0,00	0,00
<b>TOTAL ACTIF COURANT</b>		<b>4 283 050 961,94</b>	<b>84 873 693,63</b>	<b>4 198 177 268,31</b>	<b>4 402 804 307,53</b>	<b>TOTAL III PASSIF COURANT</b>		<b>3 797 226 583,61</b>	<b>3 710 523 124,71</b>
<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>		<b>8 309 941 744,49</b>	<b>625 343 359,65</b>	<b>7 684 598 386,84</b>	<b>7 200 085 875,46</b>	<b>TOTAL GENERAL PASSIF</b>		<b>7 684 598 386,84</b>	<b>7 200 085 875,46</b>
ETAT - I.R.I.S.		8 309 941 744,49	625 343 359,65	7 684 598 386,84	7 200 085 875,46			7 684 598 386,84	7 200 085 875,46
DIFFERENCE		0,00	0,00	0,00	0,00			0,00	0,00

0,00

# قائمة الملاحق



Matricule Fiscal : 005 16241 / 144 217  
Article Imposition : 623/744



## COMPTE DE RESULTATS AU 31/12/2016 DEFINITIF

RUBRIQUES	NOTES	TOUTES GARANTIES CONFONDUES - N-	TOUTES GARANTIES CONFONDUES - (N - 1)
Primes émises sur opérations directes	T 1	0,00	4 564 683 710,39
Primes émises reportées	T 2	42 061 681,44	0,00
Prestations sur opérations directes	T 3	1 852 605 944,36	1 661 332 293,49
<b>Total</b>		<b>1 894 667 625,80</b>	<b>4 564 683 710,39</b>
<b>I - Marge sur opérations directes</b>		<b>2 670 016 084,59</b>	<b>1 666 499 844,93</b>
Primes acceptées	T 4	0,00	0,00
Primes acceptées reportées	T 5	0,00	0,00
Prestations sur acceptations	T 6	0,00	0,00
Commissions versées sur acceptations	T 7	0,00	0,00
<b>Total</b>		<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>II - Marge sur opérations directes</b>		<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
Primes cédées	T 8	911 553 392,52	590 741 562,03
Primes cédées reportées	T 9	0,00	64 206 198,52
Prestations sur cessions	T 10	0,00	228 068 793,48
Commissions reçues sur cessions	T 11	0,00	44 507 710,37
<b>Total</b>		<b>911 553 392,52</b>	<b>520 183 897,78</b>
<b>III - Marge sur cessions</b>		<b>391 369 494,74</b>	<b>647 140 032,62</b>
Primes rétrocédées	T 12	0,00	0,00
Primes rétrocédées reportées	T 13	0,00	0,00
Prestations sur rétrocessions	T 14	0,00	0,00
Commissions reçues sur rétrocessions	T 15	0,00	0,00
<b>Total</b>		<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>IV - Marge sur rétrocessions</b>		<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
Subventions d'exploitation d'assurance	T 16	0,00	0,00
<b>V - Marge d'assurance nette</b>		<b>2 278 646 589,85</b>	<b>2 265 230 140,79</b>
Services extérieurs & autres consommations	T 17	950 485 442,43	984 606 146,79
Charges de personnel	T 18	693 579 678,26	705 891 715,31

Impôts, taxes et versements assimilés	T 19	104 478 108,68	108 794 750,85
Production immobilisée	T 20	0,00	0,00
Autres produits opérationnels	T 21		14 007 692,76
Autres charges opérationnelles	T 22	49 654 252,71	17 802 042,42
Reprise sur pertes de valeurs et provisions	T 23		136 832 375,70
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeur	T 24	259 112 170,78	326 927 984,48
<b>Total</b>		<b>2 057 309 652,86</b>	<b>150 840 068,46</b>
<b>VI - Resultat technique opérationnel</b>			<b>372 177 005,45</b>
Produits financiers	T 25		143 789 784,16
Charges financières	T 26	1 775 257,85	14 324 996,13
<b>VII - Resultat financier</b>			<b>142 014 526,31</b>
<b>VIII - Resultat ordinaire avant impôts (VI + VII)</b>			<b>514 191 531,76</b>
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	T 27	93 099 013,00	82 146 415,00
Impôts différés (Variations) sur résultat ordinaire	T 28		0,00
<b>TOTAL DES PRODUITS ORDINAIRES</b>			<b>5 379 497 460,79</b>
<b>TOTAL DES CHARGES ORDINAIRES</b>		<b>4 958 404 942,03</b>	<b>4 554 133 928,53</b>
<b>VIII - Resultat net des activités ordinaires</b>			<b>421 092 518,77</b>
Éléments extraordinaires (Produits) à préciser	T 30	0,00	866 466,49
Éléments extraordinaires (Charges) à préciser	T 30	27 307,17	0,00
<b>X - Resultat extraordinaire</b>			<b>839 159,32</b>
<b>XI - Resultat net de l'exercice</b>			<b>421 931 678,07</b>
Part dans les résultats nets des sociétés mises en équivalence	(1)		
<b>XII - Resultat net de l'ensemble consolidé (1)</b>			
- Dont part des minoritaires (1)			





# قائمة الملاحق



MATRICULE FISCAL : 000 516 057 144 217

## BILAN AU 31 DECEMBRE 2017 DEFINITIF

ACTIF						PASSIF					
DESIGNATION DES COMPTES	NOTES	MONTANTS BRUTS	AMORTISSEMENTS OU PROVISIONS	Montants net (n)	Montants net (n-1)	DESIGNATION DES COMPTES	NOTES	Montants net (n)	Montants net (n-1)		
<b>ACTIF NON COURANT</b>						<b>CAPITAUX PROPRES</b>					
Écart d'acquisition (goodwill positif) ou négatif		0,00	0,00	0,00		Capital émis	P 1	2 205 714 180,00	2 205 714 180,00		
Immobilisations incorporelles	A 1	178 556 264,00	120 433 652,21	58 522 611,80	78 165 875,17	Capital sous-évalué		0,00	0,00		
<b>Immobilisations corporelles</b>						- Actions et réserves (Bénévoles consolidées 1)	P 2	319 716 294,70	177 517 986,90		
- Terrains	A 2	497 943 100,00		497 943 100,00	497 943 100,00	Écart de réévaluation		0,00	0,00		
- Bâtiements	A 3	695 955 709,86	102 882 412,17	593 073 297,69	593 073 297,69	Écart d'équivalence 1		0,00	0,00		
- Autres immobilisations corporelles	A 4	814 833 131,48	422 239 071,46	392 594 060,02	352 299 493,95	Résultat net (Résultat net part du groupe 1)	P 3	432 140 912,95	421 911 476,07		
- Immobilisations en concession			0,00		55 958 400,00	Autres capitaux propres - Report à nouveau	P 4	389 851 240,39	380 316 725,17		
- Immobilisations en cours	A 5	90 479 820,99	0,00	90 479 820,99	18 417 896,50	Part de la société consolidée 1					
<b>Immobilisations financières</b>						Part des minoritaires 1					
- Titres mis en équivalence		0,00		0,00	0,00	<b>TOTAL I</b>		<b>3 341 417 617,04</b>	<b>3 085 479 620,09</b>		
- Autres participations et créances rattachées	A 6	384 097 582,98		384 097 582,98	278 467 182,88	<b>PASSIF NON COURANT</b>					
- Autres titres immobilisés	A 7	1 730 000 000,00		1 730 000 000,00	1 640 000 000,00	<b>PASSIF NON COURANT</b>					
- Prêts et autres actifs financiers non courants	A 8	10 827 541,89		10 827 541,89	5 615 594,31	Emprunts et dettes financières	P 5	0,00	0,00		
- Impôts différés actif	A 9	0,00		0,00	0,00	Provisions réglementées	P 6	339 800 719,16	258 526 731,01		
- Autres charges et produits différés	A 10	0,00		0,00	0,00	Provisions et produits compensables d'événement	P 7	0,00	0,00		
- Fonds ou valeurs déposés chez les cédants		0,00		0,00	0,00	Fonds ou valeurs reçus des assureurs	P 8	347 443 330,27	343 385 150,12		
<b>TOTAL ACTIF NON COURANT</b>		<b>3 969 751 548,90</b>	<b>645 849 746,84</b>	<b>3 323 201 802,06</b>	<b>2 486 421 116,57</b>	<b>TOTAL II PASSIF COURANT</b>		<b>667 304 269,43</b>	<b>801 892 181,13</b>		
<b>ACTIF COURANT</b>						<b>PASSIF COURANT</b>					
Provisions techniques d'assurance						Provisions techniques d'assurance	P 9	2 341 804 462,42	2 197 542 866,11		
- Part de la coassurance cédée	A 11	441 848 625,14		441 848 625,14	441 848 625,14	Copérations directes		0,00	0,00		
Créances et emplois assimilés						Accaparements	P 10	417 398 215,71	140 154 162,29		
- Cessionnaires et cédants débiteurs	A 12	16 819 391,41	0,00	16 819 391,41	32 838 116,47	Dettes et ressources rattachées	P 11	354 589 319,59	352 619 582,57		
- Assurés et intermédiaires d'assurance et courtiers rattachés	A 13	2 575 811 514,14	32 280 733,98	2 483 290 780,16	2 263 996 123,89	- Cessionnaires, cédants et courtiers rattachés	P 12	812 194 242,84	617 612 176,58		
- Autres débiteurs	A 14	389 513 318,37	0,00	389 513 318,37	178 710 879,77	Assurés et intermédiaires d'assurance	P 13	330 464 419,51	409 741 091,09		
- Impôts et assimilés	A 15	250 679 116,95	0,00	250 679 116,95	331 515 713,48	Autres dettes	P 14	0,00	0,00		
- Autres créances et emplois assimilés						Trésorerie passif		0,00	0,00		
Disponibilités et assimilés											
- Placements et autres actifs financiers courants	A 16	850 000 000,00		850 000 000,00	410 000 000,00						
- Trésorerie	A 17	647 622 933,57		647 622 933,57	509 899 629,51						
<b>TOTAL ACTIF COURANT</b>		<b>4 972 383 519,55</b>	<b>52 290 733,98</b>	<b>4 880 092 785,57</b>	<b>4 158 177 268,31</b>	<b>TOTAL III PASSIF COURANT</b>		<b>4 294 572 702,17</b>	<b>3 757 176 583,61</b>		
<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>		<b>8 942 435 068,47</b>	<b>738 140 480,82</b>	<b>8 203 294 588,65</b>	<b>7 684 598 384,88</b>	<b>TOTAL GENERAL PASSIF</b>		<b>8 203 294 588,65</b>	<b>7 684 598 384,88</b>		

Mr. Raouf LAMOUËL  
 Directeur des Finances  
 & de la Comptabilité



## BILAN (ACTIF) 2018 VS 2017

LIBELLE	2018			2017		
	BRUT 2018	AMO/PROV	NET 2018	BRUT 2017	AMO/PROV	NET 2017
<b>ACTIFS NON COURANTS</b>						
Écart d'acquisition-goodwill positif ou négatif	0	0	0	0	0	0
Immobilisations incorporelles	212 202 852	152 417 853	59 785 000	178 956 264	120 433 652	58 522 612
<b>Immobilisations corporelles</b>						
- Terrains	595 161 100	0	595 161 100	497 943 100	0	497 943 100
- Bâtiements	695 955 709	116 801 532	579 154 177	695 955 709	102 882 417	593 073 292
- Autres immobilisations corporelles	0	0	0	0	0	0
- Immobilisations en concession	877 295 764	506 511 511	370 784 253	814 833 131	422 533 677	392 299 454
- Immobilisations encours	153 993 600	0	153 993 600	55 958 400	0	55 958 400
- Immobilisations financières	215 167 741	0	215 167 741	90 479 821	0	90 479 821
- Titres mis en équivalence	0	0	0	0	0	0
- Autres participations et créances rattachées	420 172 423	0	420 172 423	394 097 583	0	394 097 583
- Autres titres immobilisés	1 730 000 000	0	1 730 000 000	1 230 000 000	0	1 230 000 000
- Prêts et autres actifs financiers non courants	9 660 283	0	9 660 283	10 827 542	0	10 827 542
- Impôts différés actif	0	0	0	0	0	0
- Fonds ou valeurs déposés auprès des cédants	0	0	0	0	0	0
<b>TOTAL ACTIF NON COURANT</b>	<b>4 909 609 472</b>	<b>775 730 895</b>	<b>4 133 878 576</b>	<b>3 969 051 550</b>	<b>645 849 747</b>	<b>3 323 201 803</b>
<b>ACTIF COURANT</b>						
Provisions techniques d'assurance:						
- Part de la coassurance cédée	0	0	0	0	0	0
- Part de réassurance cédée	383 921 182		383 921 182	441 848 626		441 848 626
Créances et emplois assimilés:						
- Cessionnaires et cédants débiteurs	11 598 860	0	11 598 860	16 859 992	0	16 859 992
- Assurés et intermédiaires d'assurance débiteurs	2 642 267 237	98 731 643	2 543 535 594	2 575 811 562	92 290 734	2 483 520 828
- Autres débiteurs	196 021 019	0	196 021 019	188 826 918	0	188 826 918
- Impôts et assimilés	9 116 328	0	9 116 328	250 679 117	0	250 679 117
- Autres créances et emplois assimilés	5 289 978		5 289 978	734 420		734 420
Disponibilités et assimilés:						
- Placements et autres actifs financiers courants	350 000 000	0	350 000 000	850 000 000	0	850 000 000
- Trésorerie	817 055 982	0	817 055 982	647 622 934	0	647 622 934
<b>TOTAL ACTIF COURANT</b>	<b>4 415 270 586</b>	<b>98 731 643</b>	<b>4 316 538 943</b>	<b>4 972 383 568</b>	<b>92 290 734</b>	<b>4 880 092 834</b>
<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>	<b>9 324 880 058</b>	<b>874 462 538</b>	<b>8 450 417 633</b>	<b>8 941 435 118</b>	<b>738 140 481</b>	<b>8 203 294 637</b>

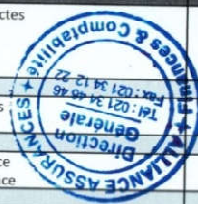
Mr. Raouf LAMOUËL  
 Directeur des Finances  
 & de la Comptabilité

## قائمة الملاحق

<b>ALLIANCE ASSURANCES</b>		
<b>BILAN (PASSIF) 2018 VS 2017</b>		
LIBELLE	2018	2017
<b>CAPITAUX PROPRES</b>		
Capital émis	2 205 714 180	2 205 714 180
Capital non appelé	0	0
Primes et réserves - Réserves consolidés (1)	262 924 304	219 710 205
Ecart de réévaluation	0	0
Ecart d'équivalence (1)	0	0
<b>Résultat net - Résultat net du groupe (1)</b>	<b>462 355 811</b>	<b>432 140 992</b>
<b>Autres capitaux propres:</b>	<b>496 576 138</b>	<b>383 852 240</b>
* Report à nouveau (résultat des exercices antérieurs)	496 576 138	383 852 240
* Régularisations sur exercices antérieurs	0	0
<b>Part de la société consolidante (1)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Part des minoritaires (1)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>TOTAL I</b>	<b>3 427 570 433</b>	<b>3 241 417 617</b>
<b>PASSIFS NON-COURANTS</b>		
Emprunts et dettes financières	0	0
<b>Impôts (différés et provisionnés)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Autres dettes non courantes	0	0
Provisions réglementées	385 075 836	319 860 719
Provisions et produits constatés d'avance	0	0
<b>TOTAL II</b>	<b>385 075 836</b>	<b>319 860 719</b>
<b>PASSIFS COURANTS:</b>		
Fonds ou valeurs reçus des réassureurs	332 017 388	347 443 550
<b>Provisions techniques d'assurance</b>		
- Opérations directes	2 281 985 167	2 341 004 462
- Acceptations	0	0
<b>Dettes et comptes rattachés</b>		
- Cessionnaires et Cédants créditeurs	375 662 276	417 398 226
- Assurés et intermédiaires d'assurance créditeurs	468 919 449	354 459 332
Impôts Crédit	621 032 552	811 244 300
Autres dettes	558 154 418	370 466 431
Trésorerie passif	0	0
<b>TOTAL III</b>	<b>637 771 252</b>	<b>4 642 016 301</b>



<b>COMPTES DE RESULTAT / NATURE (2018 VS 2017)</b>						
LIBELLE	2018			2017		
	Opérations Brutes 2018	Cessions et Retrocessions 2018	Opérations Nettes 2018	Opérations Brutes 2017	Cessions et Retrocessions 2017	Opérations Nettes 2017
Primes émises sur opérations directes	5 002 377 639	-983 449 301	4 018 923 338	4 802 292 227	-935 690 863	3 866 601 363
Primes Acceptées	0	0	0	0	0	0
Primes émises reportées	-20 580 180	37 236 893	16 656 713	-58 164 609	-39 143 618	-107 308 227
Primes acceptées reportées	0	0	0	0	0	0
<b>I-Primes acquises à l'exercice</b>	<b>4 981 792 459</b>	<b>-946 212 408</b>	<b>4 035 580 052</b>	<b>4 734 127 618</b>	<b>-974 834 481</b>	<b>3 759 293 136</b>
Prestations sur opérations directes	-2 205 331 132	280 663 010	-1 924 668 122	-2 135 239 352	199 955 419	-1 935 283 933
Prestations sur acceptations	0	0	0	0	0	0
<b>II-Prestations de l'exercice</b>	<b>-2 205 331 132</b>	<b>280 663 010</b>	<b>-1 924 668 122</b>	<b>-2 135 239 352</b>	<b>199 955 419</b>	<b>-1 935 283 933</b>
Commissions reçues en réassurance	0	240 678 884	240 678 884	0	214 716 221	214 716 221
Commissions versées en réassurance	0	0	0	0	0	0
<b>III-Commissions de réassurance</b>	<b>0</b>	<b>240 678 884</b>	<b>240 678 884</b>	<b>0</b>	<b>214 716 221</b>	<b>214 716 221</b>
<b>IV-Subventions d'exploitation d'assurance</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>V-MARGE D'ASSURANCE NETTE</b>	<b>2 776 461 328</b>	<b>-424 870 514</b>	<b>2 351 590 814</b>	<b>2 598 888 265</b>	<b>-560 162 841</b>	<b>2 038 725 424</b>
Services extérieurs et autres consommations	-1 098 053 370	0	-1 098 053 370	-803 074 475	0	-803 074 475
Charges de personnel	-677 864 260	0	-677 864 260	-659 591 922	0	-659 591 922
Impôts, taxes et versements assimilés	-118 554 658	0	-118 554 658	-105 298 637	0	-105 298 637
Production immobilisée	0	0	0	0	0	0
Autres produits opérationnels	8 682 716	0	8 682 716	33 643 410	0	33 643 410
Autres charges opérationnelles	-25 770 015	0	-25 770 015	-108 006 520	0	-108 006 520
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeurs	-229 863 052	0	-229 863 052	-210 271 911	0	-210 271 911
Prov d'assurance (Prov Réglementées) & CATNAT	-73 759 874	0	-73 759 874	-96 390 815	0	-96 390 815
Reprise sur pertes de valeur et provisions	186 544 928	0	186 544 928	212 557 260	0	212 557 260
<b>V- RESULTAT TECHNIQUE OPERATIONNEL</b>	<b>747 823 742</b>	<b>-424 870 514</b>	<b>322 953 228</b>	<b>862 454 655</b>	<b>-560 162 841</b>	<b>302 291 814</b>
Produits financiers	234 986 745	0	234 986 745	225 693 009	0	225 693 009
Charges financières	-4 185 158	0	-4 185 158	-5 915 079	0	-5 915 079
<b>VI-RESULTAT FINANCIER</b>	<b>230 801 587</b>	<b>0</b>	<b>230 801 587</b>	<b>219 777 929</b>	<b>0</b>	<b>219 777 929</b>
<b>VII-RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS (V+VI)</b>	<b>978 625 329</b>	<b>-424 870 514</b>	<b>553 754 815</b>	<b>1 082 232 585</b>	<b>-560 162 841</b>	<b>522 069 743</b>
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-91 516 760	0	-91 516 760	-90 072 813	0	-90 072 813
Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires	0	0	0	0	0	0
<b>TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>5 412 006 848</b>	<b>-705 533 524</b>	<b>4 706 473 325</b>	<b>5 206 021 297</b>	<b>-760 118 260</b>	<b>4 445 903 036</b>
<b>TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>-4 524 898 279</b>	<b>280 663 010</b>	<b>-4 244 235 270</b>	<b>-4 213 861 525</b>	<b>199 955 419</b>	<b>-4 013 906 106</b>
<b>VIII-RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>887 108 569</b>	<b>-424 870 514</b>	<b>462 238 055</b>	<b>992 159 772</b>	<b>-560 162 841</b>	<b>431 996 930</b>
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)	142 781	0	142 781	273 892	0	273 892
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)	-25 026	0	-25 026	-129 831	0	-129 831
<b>IX-RESULTAT EXTRAORDINAIRE</b>	<b>117 756</b>	<b>0</b>	<b>117 756</b>	<b>144 061</b>	<b>0</b>	<b>144 061</b>
<b>X-RESULTAT NET DE L'EXERCICE (comptable)</b>	<b>887 226 325</b>	<b>-424 870 514</b>	<b>462 355 811</b>	<b>992 303 833</b>	<b>-560 162 841</b>	<b>432 140 992</b>





# قائمة الملاحق

BILAN (ACTIF) 2019 VS 2018						
LIBELLE	2019			2018		
	BRUT 2019	AMO/PROV 2019	NET 2019	BRUT 2018	AMO/PROV 2018	NET 2018
<b>ACTES NON COURANTS</b>						
Écart d'acquisition goodwill positif ou négatif	0	0	0	0	0	0
Immobilisations incorporelles	226 348 923	183 770 099	42 578 824	212 202 852	152 417 853	59 785 000
<b>Immobilisations corporelles</b>						
Terrains	675 632 000	0	675 632 000	595 161 100	0	595 161 100
Bâtimens	1 532 834 352	147 458 219	1 385 376 133	695 955 709	116 801 532	579 154 177
Immeubles de Placement	0	0	0	0	0	0
Autres immobilisations corporelles	939 817 277	608 916 264	330 901 013	877 295 764	506 511 511	370 784 253
Immobilisations en concession	153 993 600	0	153 993 600	153 993 600	0	153 993 600
Immobilisations encours	185 959 554	0	185 959 554	215 167 741	0	215 167 741
<b>Immobilisations financières</b>						
Titres mis en équivalence	0	0	0	0	0	0
Autres participations et créances rattachées	685 137 423	0	685 137 423	420 172 423	0	420 172 423
Autres titres immobilisés	1 840 000 000	0	1 840 000 000	1 730 000 000	0	1 730 000 000
Prêts et autres actifs financiers non courants	10 243 436	0	10 243 436	9 660 283	0	9 660 283
Impôts différés actif	0	0	0	0	0	0
Fonds ou valeurs déposés auprès des cédants	1 322 710	0	1 322 710	0	0	0
<b>TOTAL ACTIF NON COURANT</b>	<b>6 251 289 273</b>	<b>940 144 581</b>	<b>5 311 144 692</b>	<b>4 909 609 472</b>	<b>775 730 895</b>	<b>4 133 878 576</b>
<b>ACTIF COURANT</b>						
Provisions techniques d'assurance:						
Part de la coassurance cédée	0	0	0	0	0	0
Part de réassurance cédée	321 768 326	0	321 768 326	383 921 182	0	383 921 182
<b>Créances et emplois assimilés:</b>						
Cessionnaires et cédants débiteurs	73 878 419	0	73 878 419	11 598 860	0	11 598 860
Assurés et intermédiaires d'assurance débiteurs	2 973 535 455	142 508 837	2 831 026 618	2 642 267 237	98 731 643	2 543 535 594
Autres débiteurs	229 035 646	0	229 035 646	196 021 019	0	196 021 019
Impôts et assimilés	131 435	0	131 435	9 116 328	0	9 116 328
Autres créances et emplois assimilés	1 439 956	0	1 439 956	5 289 978	0	5 289 978
<b>Disponibilités et assimilés:</b>						
Placements et autres actifs financiers courants	250 000 000	0	250 000 000	350 000 000	0	350 000 000
Trésorerie	896 935 269	0	896 935 269	817 055 982	0	817 055 982
<b>TOTAL ACTIF COURANT</b>	<b>4 746 724 507</b>	<b>142 508 837</b>	<b>4 604 215 670</b>	<b>4 115 270 586</b>	<b>98 731 643</b>	<b>4 316 538 943</b>
<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>	<b>10 998 013 780</b>	<b>1 082 653 418</b>	<b>9 915 360 362</b>	<b>9 324 880 058</b>	<b>874 462 538</b>	<b>8 450 417 520</b>

Page 1 de 5

BILAN (PASSIF) 2019 VS 2018		
LIBELLE	2 019	2 018
<b>CAPITAUX PROPRES</b>		
Capital émis	2 205 714 180	2 205 714 180
Capital non appelé	0	0
Primes et réserves - Réserves consolidés (1)	309 159 885	262 924 304
Écart de réévaluation	763 834 911	0
<b>Résultat net</b>	<b>482 089 560</b>	<b>462 355 810</b>
* Report à nouveau (résultat des exercices antérieurs)	636 493 373	496 576 138
* Régularisations sur exercices antérieurs	0	0
<b>TOTAL I</b>	<b>4 397 291 909</b>	<b>3 427 570 432</b>
<b>PASSIFS NON-COURANTS</b>		
Emprunts et dettes financières	0	0
<b>Impôts (différés et provisionnés)</b>		
Autres dettes non courantes	0	0
Provisions réglementées	482 086 264	385 075 836
Provisions et produits constatés d'avance	0	0
<b>TOTAL II</b>	<b>482 086 264</b>	<b>385 075 836</b>
<b>PASSIFS COURANTS:</b>		
Fonds ou valeurs reçus des réassureurs	441 997 246	332 017 388
<b>Provisions techniques d'assurance</b>		
- Opérations directes	2 395 262 953	2 281 985 167
- Acceptations	3 518 445	0
<b>Dettes et comptes rattachés</b>		
- Cessionnaires et Cédants créditeurs	350 120 185	375 662 276
- Assurés et intermédiaires d'assurance créditeurs	556 047 454	468 919 449
Impôts Crédit	685 167 927	621 032 552
Autres dettes	603 867 980	558 154 418
Trésorerie passif	0	0
<b>TOTAL III</b>	<b>5 035 982 189</b>	<b>4 637 771 252</b>
<b>TOTAL GENERAL PASSIF (I+II+III)</b>	<b>9 915 360 362</b>	<b>8 450 417 520</b>

Page 2 de 5

COMPTES DE RESULTAT (NATURE) (2019 VS 2018)						
LIBELLE	2 019			2 018		
	Opérations Brutes 2019	Cessions et Retractions 2019	Opérations Nettes 2019	Opérations Brutes 2018	Cessions et Retractions 2018	Opérations Nettes 2018
Primes émises sur opérations directes	5 202 063 703	-1 001 701 591	4 200 362 112	5 002 372 639	-983 449 301	4 018 923 338
Primes Acceptées	0	32 211 035	32 211 035	0	0	0
Primes émises reportées	50 293 344	-36 985 120	13 308 224	-20 580 180	37 236 899	16 656 713
Primes acceptées reportées	0	-585 793	-585 793	0	0	0
<b>I-Primes acquises à l'exercice</b>	<b>5 252 357 047</b>	<b>-1 007 061 469</b>	<b>4 245 295 578</b>	<b>4 981 792 459</b>	<b>-946 212 408</b>	<b>4 035 580 051</b>
Prestations sur opérations directes	-2 535 485 496	456 836 904	-2 078 648 592	-2 205 331 132	280 663 010	-1 924 668 122
Prestations sur acceptations	0	-3 573 828	-3 573 828	0	0	0
<b>II-Prestations de l'exercice (Simistres)</b>	<b>-2 535 485 496</b>	<b>453 263 076</b>	<b>-2 082 222 420</b>	<b>-2 205 331 132</b>	<b>280 663 010</b>	<b>-1 924 668 122</b>
Commissions reçues en réassurance	0	215 057 006	215 057 006	0	0	0
Commissions versées en réassurance	0	-8 669 824	-8 669 824	0	0	0
<b>III-Commissions de réassurance</b>	<b>0</b>	<b>206 387 182</b>	<b>206 387 182</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>IV-Subventions d'exploitation d'assurance</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>V-MARGE D'ASSURANCE NETTE</b>	<b>2 716 871 551</b>	<b>-147 411 211</b>	<b>2 369 460 340</b>	<b>2 776 461 328</b>	<b>-424 870 514</b>	<b>2 351 590 814</b>
Services extérieurs et autres consommations	-953 917 891	0	-953 917 891	-1 098 053 370	0	-1 098 053 370
Charges de personnel	-718 878 257	0	-718 878 257	-677 864 360	0	-677 864 360
Impôts, taxes et versements assimilés	-112 281 662	0	-112 281 662	-118 554 658	0	-118 554 658
Production immobilisée	0	0	0	0	0	0
Autres produits opérationnels	15 989 767	0	15 989 767	8 682 716	0	8 682 716
Autres charges opérationnelles	-101 812 298	0	-101 812 298	-25 770 015	0	-25 770 015
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeurs	-306 922 523	0	-306 922 523	-229 863 052	0	-229 863 052
Prov d'assurance (Prov Réglementées) & CATNAT	-97 010 428	0	-97 010 428	-73 759 874	0	-73 759 874
Reprise sur pertes de valeur et provisions	246 627 910	0	246 627 910	186 544 928	0	186 544 928
<b>V-RESULTAT TECHNIQUE OPERATIONNEL</b>	<b>688 665 168</b>	<b>-147 411 211</b>	<b>341 253 957</b>	<b>747 823 742</b>	<b>-424 870 514</b>	<b>322 953 228</b>
Produits financiers	250 295 552	0	250 295 552	234 986 745	0	234 986 745
Charges financières	-12 672 359	0	-12 672 359	-4 185 158	0	-4 185 158
<b>VI-RESULTAT FINANCIER</b>	<b>237 623 193</b>	<b>0</b>	<b>237 623 193</b>	<b>230 801 587</b>	<b>0</b>	<b>230 801 587</b>
<b>VI-RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS (V+VI)</b>	<b>926 288 361</b>	<b>-147 411 211</b>	<b>578 877 150</b>	<b>978 625 329</b>	<b>-424 870 514</b>	<b>553 754 815</b>
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-96 933 553	0	-96 933 553	-91 516 760	0	-91 516 760
Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires	0	0	0	0	0	0
<b>TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>5 765 270 276</b>	<b>-800 674 287</b>	<b>4 964 595 989</b>	<b>5 412 006 848</b>	<b>-705 533 524</b>	<b>4 706 473 325</b>
<b>TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>-4 935 915 468</b>	<b>453 263 076</b>	<b>-4 482 652 392</b>	<b>-4 524 898 279</b>	<b>280 663 010</b>	<b>-4 244 235 270</b>
<b>VII-RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>829 354 808</b>	<b>-347 411 211</b>	<b>481 943 597</b>	<b>887 108 569</b>	<b>-424 870 514</b>	<b>462 238 055</b>
Éléments extraordinaires (produits) (à préciser)	166 677	0	166 677	142 781	0	142 781
Éléments extraordinaires (charges) (à préciser)	-20 713	0	-20 713	-25 026	0	-25 026
<b>IX-RESULTAT EXTRAORDINAIRE</b>	<b>145 963</b>	<b>0</b>	<b>145 963</b>	<b>117 755</b>	<b>0</b>	<b>117 755</b>
<b>X-RESULTAT NET DE L'EXERCICE (comptable)</b>	<b>829 500 771</b>	<b>-347 411 211</b>	<b>482 089 560</b>	<b>887 226 324</b>	<b>-424 870 514</b>	<b>462 355 810</b>

Page 3 de 5



# قائمة الملاحق



LIBELLE	2020			2019		
	BIEN 2020	AMO/PROV 2020	NET 2020	BIEN 2019	AMO/PROV 2019	NET 2019
<b>ACTIFS NON COURANTS</b>						
Ecart d'acquisition-goodwill positif ou négatif	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Immobilisations incorporelles	233 714 572,92	189 948 964,17	43 765 608,75	226 348 922,53	183 770 098,69	42 578 823,84
<b>Immobilisations corporelles</b>						
Terrains	1 192 032 000,00	0,00	1 192 032 000,00	675 632 000,00	0,00	675 632 000,00
Bâtimens	1 765 469 403,84	0,00	1 765 415 870,70	1 532 634 351,64	147 458 218,66	1 680 092 570,30
Immeubles de Placement	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres immobilisations corporelles	955 695 465,36	702 279 306,39	253 416 159,97	939 817 276,30	608 916 263,55	330 901 012,75
Immobilisations en concession	153 993 600,00	0,00	153 993 600,00	153 993 600,00	0,00	153 993 600,00
Immobilisations encours	353 541 970,87	0,00	353 541 970,87	180 959 558,07	0,00	180 959 558,07
<b>Immobilisations financières</b>						
Titres mis en équivalence	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres participations et créances rattachées	851 443 127,68	0,00	851 443 127,68	685 137 432,68	0,00	685 137 432,68
Autres titres immobilisés	2 070 000 000,00	0,00	2 070 000 000,00	1 840 000 000,00	0,00	1 840 000 000,00
Prêts et autres actifs financiers non courants	10 511 389,33	0,00	10 511 389,33	10 243 435,50	0,00	10 243 435,50
Impôts différés actif	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Fonds ou valeurs déposés auprès des cédants	3 721 405,92	3 721 405,92	3 721 405,92	1 322 709,53	1 322 709,53	1 322 709,53
<b>TOTAL ACTIF NON COURANT</b>	<b>7 590 122 933,92</b>	<b>1 072 281 800,70</b>	<b>6 517 841 133,22</b>	<b>6 251 289 273,05</b>	<b>940 144 580,93</b>	<b>5 311 144 692,12</b>
<b>ACTIF COURANT</b>						
Provisions techniques d'assurance:						
Part de la coassurance cédée	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Part de réassurance cédée	458 634 040,17	458 634 040,17	458 634 040,17	521 768 326,37	521 768 326,37	521 768 326,37
Créances et annués assimilés:						
Cessionnaires et cédants débiteurs	68 249 444,34	0,00	68 249 444,34	73 878 418,64	0,00	73 878 418,64
Assurés et intermédiaires d'assurance débiteurs	3 197 332 346,08	2 998 224 066,14	2 973 535 454,99	2 973 535 454,99	142 508 836,67	2 831 026 618,32
Autres débiteurs	449 066 531,19	0,00	449 066 531,19	229 035 646,21	0,00	229 035 646,21
Impôts et assimilés	20 326 168,10	0,00	20 326 168,10	131 435,22	0,00	131 435,22
Autres créances et emplois assimilés	1 712 420,25	1 712 420,25	1 712 420,25	1 439 955,95	1 439 955,95	1 439 955,95
<b>Disponibilités et assimilés:</b>						
Placements et autres actifs financiers courants	80 000 000,00	0,00	80 000 000,00	250 000 000,00	0,00	250 000 000,00
Trésorerie	1 019 431 917,03	1 019 431 917,03	1 019 431 917,03	896 235 250,31	0,00	896 235 250,31
<b>TOTAL ACTIF COURANT</b>	<b>5 294 252 862,16</b>	<b>1 99 108 279,94</b>	<b>5 095 644 582,22</b>	<b>4 746 274 906,69</b>	<b>142 508 836,67</b>	<b>4 604 215 670,02</b>
<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>	<b>12 884 375 800,08</b>	<b>1 271 390 080,64</b>	<b>11 612 196 551,44</b>	<b>10 997 564 179,74</b>	<b>1 082 653 417,60</b>	<b>9 915 360 362,14</b>

Mr. Raouf AL-KHAYAT  
 Directeur des Finances  
 et de la Comptabilité



LIBELLE	2020	2019
	<b>CAPITAUX PROPRES</b>	
Capital émis	3 529 142 460,00	2 205 714 180,00
Capital non appelé	0,00	0,00
Primes et réserves - Réserves consolidés (1)	211 340 286,94	309 159 884,94
Ecart de réévaluation	523 035 050,00	763 834 910,98
Ecart d'équivalence (1)	0,00	0,00
<b>RÉSULTAT NET</b>	<b>481 034 383,34</b>	<b>482 080 553,93</b>
* Report à nouveau (résultat des exercices antérieurs)	351 583 611,84	636 493 372,01
* Régularisations sur exercices antérieurs	0,00	0,00
<b>TOTAL I</b>	<b>5 096 135 992,32</b>	<b>4 397 291 908,76</b>
<b>PASSIFS NON-COURANTS</b>		
Emprunts et dettes financières	0,00	0,00
Impôts (différés et provisionnés)	0,00	0,00
Autres dettes non courantes	0,00	0,00
Provisions réglementées	530 472 098,39	482 086 264,01
Provisions et produits constatés d'avance	0,00	0,00
<b>TOTAL II</b>	<b>530 472 098,39</b>	<b>482 086 264,01</b>
<b>PASSIFS COURANTS:</b>		
Fonds ou valeurs reçus des réassureurs	431 938 993,23	441 997 245,60
<b>Provisions techniques d'assurance</b>		
- Opérations directes	2 650 934 577,98	2 395 262 953,37
- Acceptations	3 867 153,16	3 518 444,81
<b>Dettes et comptes rattachés</b>		
- Cessionnaires et Cédants créditeurs	639 268 069,37	350 120 185,14
- Assurés et Intermédiaires d'assurance créditeurs	606 620 868,84	550 047 453,51
Impôts Crdit	716 900 377,42	685 167 926,99
Autres dettes	937 345 004,24	603 807 979,98
Trésorerie passif	2 585,52	0,00
<b>TOTAL III</b>	<b>5 096 877 620,76</b>	<b>5 035 982 189,40</b>
<b>TOTAL GENERAL PASSIF (I+II+III)</b>	<b>11 612 196 551,44</b>	<b>9 915 360 362,14</b>

Mr. Raouf AL-KHAYAT  
 Directeur des Finances



LIBELLE	2020		2020		2019	
	Opérations Brutes 2020	Cessions et Retrocessions 2020	Opérations Nettes 2020	Opérations Brutes 2019	Cessions et Retrocessions 2019	Opérations Nettes 2019
Primes émises sur opérations directes	4 728 171 501,01	-1 007 854 818,27	3 720 316 682,74	5 202 061 703,39	-1 001 701 591,21	4 200 360 112,18
Primes Accédées	8 888 015,37	8 888 015,37	8 888 015,37	32 211 036,42	32 211 036,42	32 211 036,42
Primes émises reportées	10 805 108,95	-4 033 091,32	6 832 017,63	50 293 344,72	36 980 119,07	13 308 225,65
Primes acceptées reportées	0,00	0,00	0,00	585 119,06	585 119,06	585 119,06
<b>Primes reçues à l'exercice</b>	<b>4 739 036 609,98</b>	<b>-1 007 854 818,27</b>	<b>3 731 181 791,71</b>	<b>5 252 357 047,13</b>	<b>-1 007 061 466,72</b>	<b>4 245 295 579,39</b>
Prestations sur opérations directes	-2 252 512 324,52	414 217 662,81	-1 838 294 661,71	-2 575 488 495,79	456 988 902,00	-2 118 500 593,79
Prestations sur acceptations	-348 708,35	-348 708,35	-697 416,70	-3 573 676,47	3 573 676,47	-724 000,00
<b>II-Prestations de l'exercice (Sinistres)</b>	<b>-2 252 861 032,87</b>	<b>413 868 954,46</b>	<b>-1 838 992 078,41</b>	<b>-2 579 062 172,26</b>	<b>460 568 878,47</b>	<b>-2 118 493 293,79</b>
Commissions reçues en réassurance	0,00	223 256 215,87	223 256 215,87	0,00	211 093 605,86	211 093 605,86
Commissions versées en réassurance	-2 198 582,55	-2 198 582,55	-4 397 165,10	0,00	38 669 624,11	38 669 624,11
III-Commissions de réassurance	0,00	220 857 633,32	220 857 633,32	0,00	206 387 181,71	206 387 181,71
IV-Subventions d'application d'assurance	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>V-MARGE D'ASSURANCE NETTE</b>	<b>2 486 524 285,64</b>	<b>-368 273 307,04</b>	<b>2 118 250 978,60</b>	<b>2 716 873 551,43</b>	<b>-347 433 211,35</b>	<b>2 369 440 340,08</b>
Services extérieurs (Prov Réglementaires) & CATNAT	-814 213 005,79	0,00	-814 213 005,79	-853 917 391,36	0,00	-853 917 391,36
Services de personnel	-731 781 960,26	0,00	-731 781 960,26	-738 879 256,64	0,00	-738 879 256,64
Impôts, taxes et versements assimilés	-123 107 671,70	0,00	-123 107 671,70	-132 281 962,13	0,00	-132 281 962,13
Production immobilisée	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres produits opérationnels	94 043 582,75	0,00	94 043 582,75	15 989 766,58	0,00	15 989 766,58
Autres charges opérationnelles	-96 240 614,56	0,00	-96 240 614,56	-101 812 298,12	0,00	-101 812 298,12
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeurs	-332 893 416,38	0,00	-332 893 416,38	-306 922 523,07	0,00	-306 922 523,07
Services extérieurs (Prov Réglementaires) & CATNAT	-73 862 408,38	0,00	-73 862 408,38	-87 016 476,41	0,00	-87 016 476,41
Reprises sur pertes de valeur et provisions	382 587 213,39	0,00	382 587 213,39	286 827 395,90	0,00	286 827 395,90
<b>VI-RÉSULTAT TECHNIQUE OPERATIONNEL</b>	<b>781 056 004,95</b>	<b>-368 273 307,04</b>	<b>412 782 697,91</b>	<b>588 645 168,00</b>	<b>-387 413 111,38</b>	<b>201 232 056,62</b>
Profits financiers	206 119 503,37	0,00	206 119 503,37	350 295 152,71	0,00	350 295 152,71
Charges financières	-11 194 243,02	0,00	-11 194 243,02	-12 672 359,46	0,00	-12 672 359,46
<b>VI-RÉSULTAT FINANCIER</b>	<b>194 925 260,35</b>	<b>0,00</b>	<b>194 925 260,35</b>	<b>337 622 793,25</b>	<b>0,00</b>	<b>337 622 793,25</b>
<b>VII-RÉSULTAT ORDINAIRE AVANT IMPÔTS (VVI)</b>	<b>975 981 265,30</b>	<b>-368 273 307,04</b>	<b>607 707 958,26</b>	<b>926 267 961,25</b>	<b>-387 413 111,38</b>	<b>260 354 865,39</b>
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-97 133 046,00	0,00	-97 133 046,00	-96 033 551,00	0,00	-96 033 551,00
Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVES ORDINAIRES</b>	<b>878 848 219,30</b>	<b>-368 273 307,04</b>	<b>510 574 912,26</b>	<b>830 234 410,25</b>	<b>-387 413 111,38</b>	<b>444 321 314,39</b>
<b>TOTAL DES CHARGES DES ACTIVES ORDINAIRES</b>	<b>-4 572 528 606,47</b>	<b>-213 168 954,46</b>	<b>-4 785 697 560,93</b>	<b>-4 935 915 467,96</b>	<b>483 263 079,63</b>	<b>-4 452 652 388,33</b>
<b>VIII-RÉSULTAT NET DES ACTIVÉS ORDINAIRES</b>	<b>-3 693 680 387,17</b>	<b>-581 442 263,76</b>	<b>-4 265 122 648,67</b>	<b>-4 105 681 057,71</b>	<b>94 850 298,25</b>	<b>-3 570 330 810,14</b>
Eléments extraordinaires (produits) (à prélever)	20 757,51	0,00	20 757,51	106 076,63	0,00	106 076,63
Eléments extraordinaires (charges) (à prélever)	-2 085,93	0,00	-2 085,93	-20 713,26	0,00	-20 713,26
<b>IX-RÉSULTAT EXTRAORDINAIRE</b>	<b>18 671,58</b>	<b>0,00</b>	<b>18 671,58</b>	<b>85 363,37</b>	<b>0,00</b>	<b>85 363,37</b>
<b>X-RÉSULTAT NET (TOTAL DES ACTIVÉS ORDINAIRES + EXTRAORDINAIRE)</b>	<b>-3 675 008,89</b>	<b>-581 442 263,76</b>	<b>-4 256 454,09</b>	<b>-4 020 317,34</b>	<b>94 850 298,25</b>	<b>-3 484 967,47</b>

Mr. Raouf AL-KHAYAT  
 Directeur des Finances

# قائمة الملاحق

LIBELLE	2021			2020		
	BRUT 2021	AMO/PROV 2021	NET 2021	BRUT 2020	AMO/PROV 2020	NET 2020
<b>ACTIFS NON COURANTS</b>						
Ecart d'acquisition-goodwill positif ou négatif	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Immobilisations incorporelles	243 432 459,10	194 030 725,51	49 401 733,59	233 714 572,92	189 948 964,17	43 765 608,75
Immobilisations corporelles						
Terrains	1 208 772 000,00	0,00	1 208 772 000,00	1 192 032 000,00	0,00	1 192 032 000,00
Bâtiments	1 792 561 903,84	215 633 844,18	1 576 928 059,66	1 765 469 401,84	180 053 531,14	1 585 415 870,70
Immeubles de Placement	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres immobilisations corporelles	1 410 536 854,64	823 256 746,32	587 280 108,32	955 695 465,36	702 279 305,39	253 416 159,97
Immobilisations en concession	153 993 600,00	0,00	153 993 600,00	153 993 600,00	0,00	153 993 600,00
Immobilisations encours	99 331 498,47	0,00	99 331 498,47	353 541 970,87	0,00	353 541 970,87
Immobilisations financières						
Titres mis en équivalence	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres participations et créances rattachées	850 483 039,68	34 070 000,00	816 413 039,68	851 443 127,68	0,00	2 070 000 000,00
Autres titres immobilisés	2 180 000 000,00	0,00	2 180 000 000,00	2 070 000 000,00	0,00	851 443 127,68
Prêts et autres actifs financiers non courants	7 991 078,73	0,00	7 991 078,73	10 511 389,33	0,00	10 511 389,33
Impôts différés actif	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Fonds ou valeurs déposés auprès des cédants	5 295 232,62	0,00	5 295 232,62	3 721 405,92	0,00	3 721 405,92
<b>TOTAL ACTIF NON COURANT</b>	<b>7 952 397 695,08</b>	<b>1 266 991 316,01</b>	<b>6 685 406 379,07</b>	<b>7 590 122 933,92</b>	<b>1 072 281 800,70</b>	<b>6 517 841 133,22</b>
<b>ACTIF COURANT</b>						
Provisions techniques d'assurance						
Part de la coassurance cédée	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Part de réassurance cédée	528 204 237,43	0,00	528 204 237,43	458 634 040,17	0,00	458 634 040,17
Créances et emplois assimilés						
Cessionnaires et cédants débiteurs	186 964 040,83	0,00	186 964 040,83	68 249 444,34	0,00	68 249 444,34
Assurés et intermédiaires d'assurance débiteurs	3 263 928 977,75	166 267 513,49	3 097 661 464,26	3 197 332 346,08	199 108 279,94	2 998 224 066,14
Autres débiteurs	432 348 578,94	0,00	432 348 578,94	449 066 531,19	0,00	449 066 531,19
Impôts et assimilés	20 666 050,92	0,00	20 666 050,92	20 326 168,10	0,00	20 326 168,10
Autres créances et emplois assimilés	31 906 035,25	0,00	31 906 035,25	1 712 420,25	0,00	1 712 420,25
Disponibilités et assimilés						
Placements et autres actifs financiers courants	20 000 000,00	0,00	20 000 000,00	80 000 000,00	0,00	80 000 000,00
Trésorerie	1 122 391 833,98	0,00	1 122 391 833,98	1 019 431 917,03	0,00	1 019 431 917,03
<b>TOTAL ACTIF COURANT</b>	<b>5 606 409 765,10</b>	<b>166 267 513,49</b>	<b>5 440 142 251,61</b>	<b>5 294 752 867,16</b>	<b>199 108 279,94</b>	<b>5 095 644 587,22</b>
<b>TOTAL GENERAL ACTIF</b>	<b>13 558 807 460,18</b>	<b>1 433 258 829,50</b>	<b>12 125 548 630,68</b>	<b>12 884 875 801,08</b>	<b>1 271 390 080,64</b>	<b>11 613 485 720,44</b>

LIBELLE	2021	2020
	<b>CAPITAUX PROPRES</b>	
Capital émis	3 529 142 460,00	3 529 142 460,00
Capital non appelé	0,00	0,00
Primes et réserves - Réserves consolidés (1)	307 547 203,64	211 340 286,94
Ecart de réévaluation	543 367 550,00	523 035 050,00
Ecart d'équivalence (1)	0,00	0,00
Résultat net	502 603 803,36	481 034 589,34
* Report à nouveau (résultat des exercices antérieurs)	424 220 334,67	351 583 611,84
* Régularisations sur exercices antérieurs	0,00	0,00
<b>TOTAL I</b>	<b>5 306 881 351,67</b>	<b>5 096 135 992,32</b>
<b>PASSIFS NON-COURANTS</b>		
Emprunts et dettes financières	33 780 862,38	0,00
Impôts (différés et provisionnés)	0,00	0,00
Autres dettes non courantes	0,00	0,00
Provisions réglementées	615 987 182,57	530 472 098,39
Provisions et produits constatés d'avance	0,00	0,00
<b>TOTAL II</b>	<b>649 768 044,95</b>	<b>530 472 098,39</b>
<b>PASSIFS COURANTS</b>		
Fonds ou valeurs reçus des réassureurs	450 808 343,22	431 938 993,23
Provisions techniques d'assurance		
- Opérations directes	3 168 230 047,84	2 650 934 577,98
- Acceptations	4 210 651,04	3 867 153,16
Dettes et comptes rattachés		
- Cessionnaires et Cédants créditeurs	347 432 686,13	639 268 069,37
- Assurés et Intermédiaires d'assurance créditeurs	717 842 500,07	606 620 868,84
- Impôts et assimilés	721 904 514,88	716 900 377,42
- Autres dettes	758 470 490,88	937 345 004,24
- Trésorerie passif	0,00	2 585,52
<b>TOTAL III</b>	<b>6 168 899 234,06</b>	<b>5 986 877 629,76</b>
<b>TOTAL GENERAL PASSIF (I+II+III)</b>	<b>12 125 548 630,68</b>	<b>11 613 485 720,44</b>

LIBELLE	2021			2020		
	Opérations Brutes 2021	Cessions et Retrocessions 2021	Opérations Nettes 2021	Opérations Brutes 2020	Cessions et Retrocessions 2020	Opérations Nettes 2020
Primes émises sur opérations directes	4 823 443 036,06	1 055 255 349,46	3 768 187 686,60	4 728 171 501,01	-1 007 854 818,27	3 720 316 682,74
Primes Acceptées		29 941 857,58	29 941 857,58		8 888 015,37	8 888 015,37
Primes émises reportées		-18 751 773,84	-11 919 616,07		-4 033 091,92	6 832 017,03
Primes acceptées reportées	-93 167 842,23	-11 576,14	-104 743 918,37	10 865 108,95	0,00	10 865 108,95
I-Primes acquises à l'exercice	<b>4 730 275 193,83</b>	<b>-1 044 182 841,86</b>	<b>3 686 092 351,97</b>	<b>4 739 036 609,96</b>	<b>-1 002 999 894,82</b>	<b>3 736 036 715,14</b>
Prestations sur opérations directes	-2 723 354 658,10	1 021 752 988,76	-1 701 601 669,34	-2 252 512 324,32	414 217 662,81	-1 838 294 661,51
Prestations sur acceptations		91 871,99	-91 871,99		-348 708,35	-348 708,35
II-Prestations de l'exercice (Sinistres)	<b>-2 723 354 658,10</b>	<b>1 021 661 116,77</b>	<b>-1 701 693 541,33</b>	<b>-2 252 512 324,32</b>	<b>413 868 954,46</b>	<b>-1 838 643 869,86</b>
Commissions reçues en réassurance	0,00	247 994 212,22	247 994 212,22	0,00	223 256 215,87	223 256 215,87
Commissions versées en réassurance		-8 517 181,52	-8 517 181,52		-2 398 582,55	-2 398 582,55
III-Commissions de réassurance	0,00	239 477 030,70	239 477 030,70	0,00	220 857 633,32	220 857 633,32
IV-Subventions d'exploitation d'assurance	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
V-MARGE D'ASSURANCE NETTE	<b>2 006 920 535,73</b>	<b>216 955 305,61</b>	<b>2 223 875 841,34</b>	<b>2 486 524 285,64</b>	<b>-368 273 307,04</b>	<b>2 118 250 978,60</b>
Services extérieurs et autres consommations	-826 286 653,90	0,00	-826 286 653,90	-826 286 653,90	0,00	-826 286 653,90
Charges de personnel	-772 903 917,45	0,00	-772 903 917,45	-814 213 005,79	0,00	-814 213 005,79
Impôts, taxes et versements assimilés	-80 466 810,72	0,00	-80 466 810,72	-123 107 671,76	0,00	-123 107 671,76
Production immobilisée	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres produits opérationnels	71 910 202,38	0,00	71 910 202,38	94 043 582,75	0,00	94 043 582,75
Autres charges opérationnelles	-105 504 649,01	0,00	-105 504 649,01	-96 240 614,56	0,00	-96 240 614,56
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeurs	-326 907 028,81	0,00	-326 907 028,81	-332 893 416,38	0,00	-332 893 416,38
Prov d'assurance (Prov Réglementées) & CATNAT	-85 515 084,18	0,00	-85 515 084,18	-73 862 408,38	0,00	-73 862 408,38
Reprise sur pertes de valeur et provisions	316 525 552,12	0,00	316 525 552,12	382 587 213,39	0,00	382 587 213,39
V-RÉSULTAT TECHNIQUE OPERATIONNEL	<b>197 772 146,16</b>	<b>216 955 305,61</b>	<b>414 727 451,77</b>	<b>751 056 004,65</b>	<b>-368 273 307,04</b>	<b>382 782 697,61</b>
Produits financiers	217 917 413,92	0,00	217 917 413,92	206 119 503,17	0,00	206 119 503,17
Charges financières	-20 217 702,03	0,00	-20 217 702,03	-11 184 243,02	0,00	-11 184 243,02
VI-RÉSULTAT FINANCIER	<b>197 699 711,89</b>	<b>0,00</b>	<b>197 699 711,89</b>	<b>194 935 260,15</b>	<b>0,00</b>	<b>194 935 260,15</b>
VII-RÉSULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS (V+VI)	<b>395 471 858,05</b>	<b>216 955 305,61</b>	<b>612 427 163,66</b>	<b>945 991 264,80</b>	<b>-368 273 307,04</b>	<b>577 717 957,86</b>
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-109 851 568,00	0,00	-109 851 568,00	-97 133 046,00	0,00	-97 133 046,00
Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>5 336 628 362,25</b>	<b>-804 705 811,16</b>	<b>4 531 922 551,09</b>	<b>5 421 786 909,47</b>	<b>-782 142 263,50</b>	<b>4 639 644 647,97</b>
<b>TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>-5 051 008 073,30</b>	<b>1 021 661 116,77</b>	<b>-4 029 346 956,53</b>	<b>-4 572 928 690,47</b>	<b>413 868 954,46</b>	<b>-4 159 059 736,01</b>
<b>VIII-RÉSULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>285 620 288,95</b>	<b>216 955 305,61</b>	<b>502 575 594,56</b>	<b>848 858 219,00</b>	<b>-368 273 307,04</b>	<b>480 584 911,96</b>
Éléments extraordinaires (produits) / (charges)	29 387,25	0,00	29 387,25	450 757,51	0,00	450 757,51
Éléments extraordinaires (charges) / (produits)	-3 129,35	0,00	-3 129,35	-1 085,93	0,00	-1 085,93
IX-RÉSULTAT EXTRAORDINAIRE	<b>26 257,90</b>	<b>0,00</b>	<b>26 257,90</b>	<b>449 671,58</b>	<b>0,00</b>	<b>448 671,58</b>
X-RÉSULTAT NET DE L'EXERCICE (comptable)	<b>285 648 497,75</b>	<b>216 955 305,61</b>	<b>502 603 803,36</b>	<b>849 307 890,58</b>	<b>-368 273 307,04</b>	<b>481 034 583,54</b>

# ملخص الدراسة

### الملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى اختبار أثر سياسة توزيع الأرباح على الأداء المالي لمؤسسة "أليانس" للتأمينات خلال الفترة الممتدة (من 2011 إلى 2021)، وذلك بالاعتماد على الانحدار الخطي المتعدد من أجل اختبار فرضيات الدراسة بالاعتماد على عدة متغيرات مستقلة ومتغير تابع، إذ تم تقسيم المتغيرات المستقلة إلى متغيرات أساسية متمثلة في متغيرات سياسة توزيع الأرباح، وهي الربح الموزع للسهم و ربحية السهم ، ومتغيرات ضابطة هي المردودية المالية، السيولة، حجم المؤسسة و الرفع المالي، أما المتغير التابع و الذي يمثل الأداء المالي في هذه الدراسة فقد تم قياسه اعتمادا على العائد على الأصول .

توصلت الدراسة إلى أن المتغير الأساسي (DPA) إضافة إلى المتغيرات الضابطة سألقة الذكر تفسر ما قيمته (95.91%) من الأداء المالي لمؤسسة "أليانس" للتأمينات، بينما المتغير الأساسي (BPA) إضافة للمتغيرات الضابطة تفسر ما قيمته (96.68%) من الأداء المالي لمؤسسة "أليانس" للتأمينات، كما أشارت النتائج إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من (DPA) و (BPA) و (ROA) الذي يمثل الأداء المالي، وعلاقة إيجابية بين كل من المردودية المالية والسيولة مع العائد على إجمالي الأصول، وكذلك من خلال النتائج توصلنا إلى وجود علاقة سلبية بين الرفع المالي و (ROA) في حين لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم المؤسسة والعائد على إجمالي الأصول عند مستوى المعنوية 5% .

**الكلمات المفتاحية :** توزيع الأرباح، الأداء المالي، ربحية السهم الواحد، الربح الموزع للسهم ، العائد على الأصول .



**Summary:**

This study aims to test the impact of the dividend policy on the financial performance of Alliance Insurance during the extended period (2011 to 2021), relying on multiple linear regression to test the study's hypotheses based on several separate variables and a subordinate variable, Independent variables have been divided into fundamental variables of dividend policy variables dividends, which are dividends per share and earnings per share, and controlling variables are financial returns financial performance in this study was measured based on return on assets.

The study found that the underlying variable (DPA) in addition to the above-mentioned control variables explain its value. (95.91%) of the financial performance of Alliance Insurance, while the underlying variable (BPA) An addition to the control variables explains the value (96.68%) of the financial performance of the "Alliance" Insurance Corporation, and the results indicate that there is no statistically significant relationship between each of the two (DPA), (BPA) and (ROA) which represent financial performance, a positive relationship between both financial viability and liquidity with return on total assets, as well as through our findings a negative relationship between leverage and (ROA) while there is no statistically significant correlation between the size of the enterprise and the return on total assets at a 5% morale level.

**Keywords:** dividend, financial performance, earnings per share, distributed profit per share, return on assets.