جامعة محمد الصديق بن يحيى – جيجل-

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير

عنوان المذكرة:

سياسة توزيع الأرباح وتأثيرها على القيمة السوقية للمؤسسة

– دراسة حالة مجمع صيدال (SAIDAL)-

مذكرة مقدمة لاستكمال نيل شهادة الماستر في علوم التسيير

تخصص: إدارة مالية

إعداد الطالبتين:

- بن عياش نور الهدى
- طبال نفيسة

إشراف الأستاذ:

- قدام جمال

أعضاء لجنة المناقشة

محصول نعمان	أستاذ محاضر أ	جامعة جيجل	رئيسا
قدام جمال	أستاذ محاضر أ	جامعة جيجل	مشرفا ومقررا
سرحان سامية	أستاذة محاضرة ب	جامعة جيجل	مناقشا

السنة الجامعية: 2019-2020

بسم الله الرحمن الرحيم

شكر وتقدير

قال الله تعالى:

"أنه لا إله إلا هو والملائكة وأولوا العلم قائما بالقسط لا إله إلا هو العزيز الحكيم"

الحمد لله على ما منحنا إياه من صبر ومثابرة وتوفيق لإنجاز هذا العمل العلمي

نتوجه بالشكر الجزيل للأستاذ الفاضل

"قدام جمال"

على تفضله بقبول الإشراف

على دراستنا هذه، ولما أولاه لنا من جل عنايته واهتمامه الكبير وحرصه على توجيهه العلمي الصحيح

كما نتقدم بالشكر والامتنان للأستاذين

" بوميمز فيصل" و " موصو صراح"

على تقديمهما لنا يد المساعدة.

وفي الختام نتقدم بجزيل الشكر والعرفان إلى كل من ساعدنا من بعيد أو قريب ولو بكلمة طيبة .

نسأل الله أن يحفظهم وأن يجزيهم خيرا

فهرس المحتويات

المحتويات	الصفحة
شكر وتقدير	I
فهرس المحتويات	II
قائمة الجداول	III
قائمة الأشكال	VI
قائمة الملاحق	V
قائمة الرموز والمختصرات	VI
مقدمة	أ–هـ
الفصل الأول: الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح	
تمهيد	7
المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لسياسة توزيع الأرباح	8
المطلب الأول: مفهوم ودوافع سياسة توزيع الأرباح	8
المطلب الثاني: قرار وسياسة توزيع الأرباح	12
المطلب الثالث: أشكال وبدائل سياسة توزيع الأرباح	13
المبحث الثاني: أساسيات سياسة توزيع الأرباح	21
المطلب الأول: طبيعة سياسة توزيع الأرباح	21
المطلب الثاني: آليات سياسة دفع توزيعات الأرباح	23
المطلب الثالث: العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح	25
خلاصة	32
الفصل الثاني: الإطار النظري لقيمة المؤسسة	
تمهيد	34
المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لقيمة المؤسسة	35
المطلب الأول: مفهوم وأنواع قيمة المؤسسة	35
المطلب الثاني: مؤشرات خلق القيمة	40
المطلب الثالث: العوامل المؤثرة على قيمة المؤسسة	48
المبحث الثاني: الإطار المفاهيمي للتقييم	51
المطلب الأول: مفهوم ودوافع التقييم	51
المطلب الثاني: مبادئ ومراحل عملية التقييم	52
المبحث الثالث: طرق تحديد قيمة المؤسسة	54

المطلب الأول: مدخل الذمة المالية	54
المطلب الثاني: مدخل القيمة المردودية	56
المطلب الثالث: الطرق المختلفة	60
خلاصة	64
الفصل الثالث: النظريات المفسرة لتأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة	
تمهيد	66
المبحث الأول: تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة في ظل فروض السوق الكامل	67
المطلب الأول: المقاربات النظرية في ظل ظروف التأكد التام	67
المطلب الثاني: المقاربات النظرية في ظل ظروف عدم التأكد	71
المبحث الثاني: تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة في ظل إسقاط فروض السوق الكامل	75
المطلب الأول: سياسة التوزيعات ونظرية المعلومات	75
المطلب الثاني: سياسة التوزيعات ونظرية التمييز الضريبي	77
المطلب الثالث: سياسة التوزيعات ونظرية المنظمة وأثر الزبون	78
المبحث الثالث: النماذج الرياضية المستخدمة لاختبار مصداقية نظريات توزيع الأرباح	82
المطلب الأول: النموذج البياني	82
المطلب الثاني: نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (MEDAF)	84
خلاصة	85
الفصل الرابع: دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة مجمع صيدال (Groupe SAIDAL)	
تمهيد	87
المبحث الأول: تقديم مجمع صيدال (SAIDAL)	88
المطلب الأول: تعريف مجمع صيدال (SAIDAL)	88
المطلب الثاني: التنظيم العام لمجمع صيدال (SAIDAL)	92
المطلب الثالث: الآفاق المستقبلية لمجمع صيدال (SAIDAL)	98
المبحث الثاني: دراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة مجمع صيدال (SAIDAL)	99
المطلب الأول: الأسلوب الإحصائي المتبع في الدراسة	99
المطلب الثاني: منهجية الدراسة	101
المطلب الثالث: عرض وتحليل نموذج الدراسة	106
خلاصة	115

الخاتمة	**117**
قائمة المراجع	**121**
الملاحق	
الملخص	

قائمة الجداول

الرقم	العنوان	الصفحة
(2-1)	نقاط القوة والضعف لكل مؤشر من مؤشرات إنشاء القيمة	47
(4-1)	بطاقة فنية لمجمع صيدال	90
(4-2)	الدراسات الميدانية السابقة	101
(4-3)	متغيرات الدراسة لمجمع صيدال خلال الفترة الممتدة من 2010 إلى2019	105
(4-4)	مصفوفة معاملات الارتباط لمتغيرات الدراسة	106
(4-5)	نتائج الانحدار المتعدد لمتغيرات الدراسة قبل التعديل	108
(4-6)	نتائج اختبار معنوية معاملات الانحدار للنموذج قبل التعديل	109
(4-7)	مراحل استبعاد متغيرات الدراسة	109
(4-8)	نتائج الانحدار المتعدد للنموذج بعد التعديل	111
(4-9)	نتائج الانحدار المتعدد للنموذج بعد التعديل النهائي	112
(4-10)	نتائج اختبار معنوية معاملات الانحدار للنموذج بعد التعديل النهائي	113

قائمة الأشكال

الرقم	العنوان	الصفحة
(1-1)	الأرباح، التوزيعات، التمويل الذاتي	23
(2-1)	السلم الزمني لدفع التوزيعات	24
(1-2)	تطور مؤشرات إنشاء القيمة	41
(1-3)	العلاقة بين معدل الخصم ونسبة الأرباح المحتجزة	74
(2-3)	اختبار النظريات الثلاث بالأسلوب البياني	83
(1-4)	الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال(SAIDAL)	93

قائمة الملاحق

الرقم	العنــوان
01	جدول توزيع Student
02	جدول توزيع Fisher
03	ميزانية الأصول لمجمع صيدال (SAIDAL) لسنة 2010
04	ميزانية الخصوم لمجمع صيدال (SAIDAL) لسنة 2010
05	جدول حسابات النتائج لمجمع صيدال (SAIDAL) لسنة 2010
06	ميزانية الأصول لمجمع صيدال (SAIDAL) لسنة 2011
07	ميزانية الخصوم لمجمع صيدال (SAIDAL) لسنة 2011
08	جدول حسابات النتائج لمجمع صيدال (SAIDAL) لسنة 2011
09	ميزانية الأصول لمجمع صيدال (SAIDAL) لسنة 2012
10	ميزانية الخصوم لمجمع صيدال (SAIDAL) لسنة 2012
11	جدول حسابات النتائج لمجمع صيدال (SAIDAL) لسنة 2012
12	ميزانية الأصول لمجمع صيدال (SAIDAL) لسنة 2013
13	ميزانية الخصوم لمجمع صيدال (SAIDAL) لسنة 2013
14	جدول حسابات النتائج لمجمع صيدال (SAIDAL) لسنة 2013
15	ميزانية الأصول لمجمع صيدال (SAIDAL) لسنة 2014
16	ميزانية الخصوم لمجمع صيدال (SAIDAL) لسنة 2014
17	جدول حسابات النتائج لمجمع صيدال (SAIDAL) لسنة 2014
18	ميزانية الأصول لمجمع صيدال (SAIDAL) لسنة 2015
19	ميزانية الخصوم لمجمع صيدال (SAIDAL) لسنة 2015
20	جدول حسابات النتائج لمجمع صيدال (SAIDAL) لسنة 2015
21	ميزانية الأصول لمجمع صيدال (SAIDAL) لسنة 2016
22	ميزانية الخصوم لمجمع صيدال (SAIDAL) لسنة 2016
23	جدول حسابات النتائج لمجمع صيدال (SAIDAL) لسنة 2016
24	ميزانية الأصول لمجمع صيدال (SAIDAL) لسنة 2017
25	ميزانية الخصوم لمجمع صيدال (SAIDAL) لسنة 2017
26	جدول حسابات النتائج لمجمع صيدال (SAIDAL) لسنة 2017
27	ميزانية الأصول لمجمع صيدال (SAIDAL) لسنة 2018
28	ميزانية الخصوم لمجمع صيدال (SAIDAL) لسنة 2018

جدول حسابات النتائج لمجمع صيدال (SAIDAL) لسنة 2018	**29**
ميزانية الأصول لمجمع صيدال (SAIDAL) لسنة 2019	**30**
ميزانية الخصوم لمجمع صيدال (SAIDAL) لسنة 2019	**31**
جدول حسابات النتائج لمجمع صيدال (SAIDAL) لسنة 2019	**32**

قائمة الرموز والمختصرات

الرمز/ الاختصار	الدلالة
β	معامل يقيس المخاطر المنتظمة
λ	معامل ثابت يقيس درجة حساسية معدل المردودية المفروض للتوزيعات
A	
ANC	الأصل المحاسبي الصافي
ANCC	الأصل المحاسبي الصافي المصحح
B	
B	الأرباح الرأسمالية
BPA	ربحية السهم الواحد
C	
CB	القدرة الربحية
CFROI	معدل التدفق النقدي العائد على الاستثمار
COSOB	الموقع الإلكتروني للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها
CPNE	الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال
CPPA	الأموال الخاصة للسهم الواحد
$COV(Div,R_M)$	التباين المشترك بين عائد التوزيعات ومردودية السوق
D	
D	الديون
DCF	التدفق النقدي المتاح
Div	توزيعات الأرباح
Dis	حجم السيولة
DND	نصيب السهم من الأرباح المحتجزة
DPA	نصيب السهم من التوزيعات
E	
EBE	الفائض الإجمالي للاستغلال
EVA	القيمة الاقتصادية المضافة
EBIT	نتيجة الاستغلال قبل الفوائض والضرائب
F	
FF	الأعباء المالية
Fi	التدفقات للأصل المالي
G	

g	معدل نمو التوزيعات
g_m	معدل نمو السهم في السوق
Gw	فائض القيمة
I	
IC	رأس المال المستثمر
i	معدل الفائدة
IFRS	المعيار المحاسبي الدولي
K	
K	معدل المردودية المطلوب
K^*	معدل العائد المتوقع
L	
LNAE	حجم المؤسسة
log	اللوغاريتم العشري
M	
MEDAF	نموذج تسعير الأصول الرأسمالية
MVA	القيمة السوقية المضافة
M & M	موديكلياني وميلر
N	
N	عدد الأسهم الجديدة
P	
PER	مضاعف السعر/ العائد
PIB	الناتج المحلي الخام
PR	بدل المخاطرة
P_0	سعر السهم السوقي في بداية الفترة
P_1	سعر السهم السوقي في نهاية الفترة
R	
R^*	الأرباح المتوقعة
R^2	معامل التحديد
Rcp	مردودية الأموال الخاصة (المردودية المالية)
Re	المردودية الاقتصادية
R_M	مردودية السوق
R_{net}	النتيجة الصافية المالية

ROIC	معدل العائد على رأس المال المستثمر
RSR	معدل المردودية بدون خطر
Rt	معدل المردودية المطلوب من طرف الملاك
R_0	ربح السنة المالية
T	
t	معدل الاستحداث
t_B	الضريبة على الأرباح الرأسمالية
t_R	معدل المردودية
TSR	عائد المساهم الكلي
T_{NDiv}	نسبة احتجاز الأرباح
T_{DivM}	معدل توزيعات محفظة السوق
T_{Divt}	معدل التوزيعات في الفترة t
V	
VAN	القيمة الحالية الصافية
Ve	قيمة المؤسسة
VRn	القيمة النهائية
VS	القيمة الجوهرية
W	
Wacc	التكلفة الوسيطية المرجحة لرأس المال

مقدمــة

مقدمة

لقد أدى الانتشار الواسع لمظاهر العولمة وتكنولوجيا المعلومات إلى إعطاء الإدارة المالية دورا أساسيا في إدارة المشاريع وأضحى الهدف الأساسي لها وفق المنهج الحديث هو تعظيم قيمة المؤسسة، إلا أنه صعب المنال إذ أنه يرتبط بمتغيرات كمية أو نوعية، جزئية أو كلية، خارجية أو داخلية، وهنا برزت الحاجة إلى ضرورة اتخاذ قرارات مالية تساهم في صياغة الإستراتيجية المالية للمؤسسة، حيث تتوزع هذه القرارات بين قرارات الاستثمار وقرارات التمويل وقرارات توزيعات الأرباح.

إن الهدف المنشود في ظل بروز النظرية المالية هو تعظيم قيمة المؤسسة من خلال تطوير وتوزيع الموارد المتاحة على المدى الطويل، ويتم تحقيق هذا الهدف من خلال تعظيم أسعار أسهم المؤسسة في السوق المالي، حيث أن هذه الأسعار لا تعكس قيمة المؤسسة في أي لحظة لانعدام كفاءة الأسواق.

تعد سياسة توزيع الأرباح من أهم القرارات الإستراتيجية التي تتخذها المؤسسة، حيث أن توزيع الأرباح يسمح بإعطاء إشارات مالية، ترسل إلى السوق المالي تترجم على أن المؤسسة تتمتع بصحة مالية جيدة وبالتالي زيادة إقبال المستثمرين على شراء أسهم المؤسسة، وهذا يؤدي إلى زيادة القيمة السوقية لأسهمها، وبالتالي تعظيم قيمة المؤسسة.

بغية معرفة مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة ارتأينا القيام بهذه الدراسة للوصول إلى نتائج تبرز وتفسر طبيعة العلاقة بينهما.

I- إشكالية الدراسة

مما سبق يمكن طرح الإشكالية من خلال السؤال الرئيسي التالي:

إلى أي مدى تؤثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة؟

ولمعالجة هذه الإشكالية، عملنا على تحليلها إلى الأسئلة الفرعية التالية:

- ما المقصود بسياسة توزيع الأرباح؟
- كيف يتم تحديد قيمة المؤسسة؟
- هل ستؤثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة مجمع صيدال (SAIDAL)؟

II- الفرضيات

- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نصيب السهم والتوزيعات والقيمة السوقية لمجمع صيدال (SAIDAL).

- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نصيب السهم من الأرباح المحتجزة والقيمة السوقية لمجمع صيدال (SAIDAL).

III- أهمية الدراسة

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

- ارتباط موضوع الدراسة بالهدف الحديث للمؤسسة والذي جاءت به النظرية المالية الحديثة ألا وهو تعظيم قيمة المؤسسة؛
- أهمية سياسات التوزيعات في المؤسسة الاقتصادية، إذ تعتبر من أهم القرارات المالية التي تتخذها الإدارة المالية؛
- توجه العديد من الاهتمامات البحثية العلمية الحالية إلى تناول أبحاث البورصات والمؤسسات وتقييمها؛
- مساهمة في إثراء المكتبة الجامعية بالمراجع.

IV- أهداف الدراسة

تهدف هذه الدراسة إلى تحقيق الأهداف التالية:

- إعطاء نظرة عامة لسياسة توزيع الأرباح؛
- محاولة الإحاطة بالعوامل المؤثرة على قيمة المؤسسة؛
- معرفة أي المتغيرات تفسيرا لقيمة المؤسسة؛
- محاولة فهم تأثير كل من قرار توزيع الأرباح واحتجازها على قيمة المؤسسة؛
- تجسيد العلاقة التي تربط سياسة توزيع الأرباح بقيمة المؤسسة من خلال دراسة ميدانية لمجمع صيدال (SAIDAL).

V- المنهج والأدوات المستخدمة في الدراسة

للإجابة عن الإشكالية المطروحة والتساؤلات الفرعية المشتقة منها، ومن أجل الإحاطة بالجوانب المختلفة للموضوع، تم الاعتماد على المنهج الوصفي، من خلال تقديم الجانب النظري لسياسة توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة والاعتماد على المنهج التاريخي من خلال عرض تطورات خلق القيمة، بالإضافة إلى المنهج التحليلي من خلال تفسير وجود علاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع وذلك بتحليل العلاقات الرياضية، كذلك تم الاعتماد على المنهج الإحصائي التحليلي في الجانب التطبيقي من خلال جمع البيانات ومعالجتها وتحليل نتائجه.

أما بالنسبة للمراجع المستخدمة في الدراسة، تم الاعتماد على الكتب والمذكرات والمقالات المرتبطة بالموضوع والملتقيات المرتبطة بالموضوع، بالإضافة إلى القوائم المالية وتقارير لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة(COSOB)، والمنشورة على المواقع الإلكترونية التالية:

- الموقع الإلكتروني لبورصة الجزائر WWW.Sgbv.dz
- الموقع الإلكتروني للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB) WWW.Cosob.org
- الموقع الإلكتروني لمجمع صيدال WWW.Saidalgroup.dz

وقد تمت معالجة هذه المعطيات بالاعتماد على البرنامج الإحصائي **EVIEWS 10** لتقدير معلمات نموذج الانحدار الخطي المتعدد.

VI- أسباب اختيار الموضوع

تم اختيار الموضوع استنادا إلى جملة من الاعتبارات نذكر منها:

- **الأسباب الموضوعية**

– نقص الدراسات الأكاديمية التي تجمع بين المتغيرين المتمثلين في سياسة توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة؛

– أهمية الموضوع باعتبار أن سياسة توزيع الأرباح من أهم القرارات المالية في المؤسسة الاقتصادية؛

- **الأسباب الشخصية**

– الرغبة الشخصية في دراسة هذا الموضوع الذي يندرج ضمن التخصص.

VII- إطار الدراسة

لمعالجة إشكالية البحث قمنا بحصر الدراسة بالشكل التالي:

– **الإطار الموضوعي:** يقتصر البحث على دراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة.

– **الإطار المكاني:** شملت الدراسة الميدانية لمجمع صيدال (SAIDAL) المدرجة في بورصة الجزائر.

– **الإطار الزماني:** تغطي الدراسة الحالية فترة عشر سنوات الممتدة من 2010 إلى 2019.

VIII – الدراسات السابقة

- دراسة علي بن الضب (2009) بعنوان: "**دراسة تأثير الهيكل المالي و سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة**"، تهدف هذه الدراسة إلى معرفة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة، حيث أجريت هذه الدراسة على جميع قطاعات الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية ما عدا القطاع المالي، كما خلصت الدراسة إلى أن الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح لهما تأثير ذو معنوية إحصائية على قيمة المؤسسة، كما أن هناك متغيرات أخرى لها تأثير ذو معنوية إحصائية وهي حجم المؤسسة، المردوديات، حجم السيولة، والمخاطر المالية.

و توصل الباحث إلى أن تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة أكثر من تأثير الهيكل المالي.

- دراسة صباح أسامة علي شراب (2006) بعنوان: "**أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية خلال الفترة 1997-2005**"، تهدف هذه الدراسة إلى إيجاد العلاقة بين توزيعات الأرباح وأسعار أسهم الشركات، حيث توصل الباحث إلى أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من الربحية للسهم الواحد، تاريخ الإعلان عن التوزيعات، ربحية السهم المحتجزة وسعر السهم، وأن ربحية السهم الواحد تأثر على سعر السهم و حجم التداول، ولكن الأرباح الموزعة في شكل نقدي أكثر تأثيرا، وربحية السهم تفوق الأرباح الغير عادية للسهم الواحد.

- دراسة عبد الكريم بوحادرة (2012) بعنوان:" **دور سياسة توزيع الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم**"، تهدف هذه الدراسة إلى معرفة دور سياسة توزيع الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم، حيث توصلت الدراسة إلى أن العلاقة الرابطة بين سياسة التوزيعات والسعر السوقي للسهم قوية في مجملها، وهذا رغم اختلاف الميول إلى التوزيع والاحتجاز وأثر كل منها على قيمة السهم، وهذا ما لوحظ خلال مجموعة المؤسسات المدروسة. حيث كانت في الجزائر والمؤسسة الفرنسية تتبع التوزيعات إلى حد كبير من الأرباح المحققة في حين كانت تميل إلى الاستقرار في المؤسسات الأمريكية.
- دراسة عبد الوهاب دادن، حورية بديدة (2011) بعنوان: "**تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة الشركات المدرجة في المؤشر CAC40 خلال الفترة 2007-2009**"، خلصت الدراسة إلى أن هناك تأثير لسياسة التوزيعات النقدية على قيمة المؤسسة، بينما لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من إعادة شراء الأسهم وربحية السهم على قيمة المؤسسة إضافة إلى عدم وجود تأثير للمحتوى المعلوماتي لهذه السياسة على قيمة المؤسسات المكونة للمؤشر CAC40.

IX- صعوبات الدراسة

عند إعدادنا لهذا البحث واجهنا العديد من الصعوبات منها:

- صعوبة استخراج بعض المعلومات المالية من الموقع الالكتروني الخاص بالمؤسسة محل الدراسة؛
- صعوبة التنقل إلى بورصة الجزائر لإجراء الدراسة الميدانية؛
- صعوبة الحصول على بعض المراجع المتعلقة بالموضوع خاصة في الفترة الوبائية.

X- خطة الدراسة

لقد تمت معالجة الموضوع من خلال جانبين الجانب النظري والجانب التطبيقي، حيث قمنا بتقسيم الجانب النظري كما يلي:

الفصل الأول تحت عنوان الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح وقد تم تقسيمه إلى مبحثين، المبحث الأول الإطار المفاهيمي لسياسة توزيع الأرباح، المبحث الثاني أساسيات سياسة توزيع الأرباح.

الفصل الثاني تحت عنوان الإطار النظري لقيمة المؤسسة، وهو مقسم بدوره إلى ثلاث مباحث المبحث الأول الإطار المفاهيمي لقيمة المؤسسة المبحث الثاني الإطار المفاهيمي للتقييم، أما المبحث الثالث فخصص لطرق تحديد قيمة المؤسسة.

الفصل الثالث بعنوان النظريات المفسرة لتأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، قمنا بتقسيمه إلى ثلاث مباحث، المبحث الأول تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة في ظل فروض السوق الكامل، المبحث الثاني تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة في ظل إسقاط فروض السوق الكامل، أما المبحث الثالث فخصص للنماذج الرياضية المستخدمة لاختبار مصداقية نظريات سياسية توزيع الأرباح.

الفصل الرابع بعنوان دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة مجمع صيدال، وينقسم إلى مبحثين المبحث الأول تقديم مجمع صيدال (GROUPE SAIDAL)، والمبحث الثاني دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة مجمع صيدال من خلال تحليل وتفسير نموذج الدراسة.

الفصل الأول: الإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح.

المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لسياسة توزيع الأرباح.

المبحث الثاني: أساسيات سياسة توزيع الأرباح.

تمهيد

تسعى المؤسسة من خلال نشاطها إلى تحقيق أهدافها، ويتمثل أهم هدف للمؤسسة هو تحقيق الأرباح، بحيث يختلف قرار التصرف بشأن الأرباح المحققة من مؤسسة لأخرى أو حتى في المؤسسة ذاتها من سنة لأخرى بحيث يكون للمؤسسة خيارين إما توزيع الأرباح أو احتجازها.

باعتبار قرارات توزيع الأرباح قرارات إستراتيجية فعل المؤسسة قبل أن تتخذ أي قرار بشأنها أن تراعي عدة عوامل، كما نلاحظ أن المؤسسات لا تسير على منهج واحد بالنسبة لسياسة التوزيعات.

ومن هذا يهدف هذا الفصل إلى دراسة علاقة سياسة توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة، حيث يخصص المبحث الأول إلى دراسة مفهوم ودوافع سياسة توزيع الأرباح، أشكالها وبدائلها.

في المبحث الثاني سيتم التطرق إلى دراسة أساسيات سياسة توزيع الأرباح، آلياتها والعوامل المؤثرة فيها.

المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لسياسة توزيع الأرباح

تعد سياسة توزيع الأرباح من أهم السياسات التي تقوم على مبدأ تحديد مقدار الأرباح التي يتم احتجازها والأرباح المقرر توزيعها على المساهمين العاديين، ومن هنا يهدف هذا المبحث إلى دراسة مفهوم سياسة توزيع الأرباح، ودوافعها في المطلب الأول، قرار وسياسة توزيع الأرباح في المطلب الثاني، أما المطلب الثالث فيتناول أشكال وبدائل سياسة توزيع الأرباح.

المطلب الأول: مفهوم ودوافع سياسة توزيع الأرباح

سنتناول من خلال هذا المطلب تقديم مفهوم ودوافع سياسة توزيع الأرباح.

أولا: مفهوم سياسة توزيع الأرباح

تعد سياسة توزيع الأرباح من أهم السياسات التي تؤثر على السياسة التمويلية في المؤسسة، إضافة إلى انعكاس هذه السياسة على العلاقة مع المالكين والمساهمين وعلى قيمة السهم في السوق المالي. وتقوم سياسة توزيع الأرباح على مبدأ تحديد مقدار الأرباح التي يتم احتجازها والأرباح المقرر توزيعها على المساهمين العاديين، وتأتي أهمية سياسة توزيع الأرباح من كونها تؤثر على حجم الاستثمارات التي تقوم بتنفيذها المؤسسة والتكلفة الحدية للأموال، وكذلك تؤثر على حجم المؤسسة وارتباط المساهمين حملة الأسهم العادية بها من خلال التأثير على سعر السهم في السوق المالي وعائده أيضا.(1)

الفرع الأول: تعريف سياسة توزيع الأرباح

قبل التطرق لتعريف سياسة توزيع الأرباح نقوم أولا بتقديم تعاريف لتوزيعات الأرباح:

وتعرف على أنها: " النقد أو الأسهم أو أي نوع من ملكية المؤسسة يتم توزيعه على حملة أسهمها، ويمكن لمجلس الإدارة أن يصرح عن توزيع الأرباح في أي وقت، إلا أن التوزيعات لا تمثل التزاما قانونيا للمؤسسة أي أنها خيار للمجلس".(2)

كما تعرف بأنها: " تلك الدفعات التي يتم دفعها إلى حملة الأسهم من الأرباح التي تحققها المؤسسة من أنشطتها المختلفة، إما على شكل نقد أو أسهم"(3).

(1) دريد كامل آل شبيب، **إدارة مالية (الشركات المتقدمة)**، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص 205.

(2) عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، **الادارة المالية المتقدمة**، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص 457

(3) المرجع السابق، ص ص 457، 458.

ويقصد كذلك بتوزيع الأرباح على أنها " ذلك الجزء من الأرباح الذي يقوم المستثمر بتوزيعها على الملاك بعد موافقة الجمعية العامة على حملة الأسهم العادية في شكل نقدي أو عيني (أسهم)، هذه الأرباح ناتجة عن نشاط الدورة الحالية أو دورة/ دورات سابقة لتلبية احتياجات الملاك أو لإرسال إشارة للسوق عن وضعية معينة، وتكون هذه التوزيعات من الموارد الداخلية أو الأجنبية (الاستدانة).[(1)]

من خلال التعاريف السابقة نستنتج أن التوزيعات عبارة عن ذلك الجزء من أرباح المؤسسة الذي يوزع على مساهميها، ويعتبر كمكافأة لهم مقابل استثمار أموالهم في شراء أسهم المؤسسة.

أما بالنسبة لسياسة توزيع الأرباح تعرف على أنها: " السياسة التي ستتبعها الشركة فيما يتعلق بدفع الأموال لمساهميها، بغض النظر عن خيارات الاستثمار والتمويل".[(2)]

وتعرف كذلك بأنها: " مجموعة من الأدلة المرشدة التي تسترشد بها الإدارة المالية عند اتخاذ قرارات توزيع الأرباح، وتقوم المؤسسة عموما بوضع سياستها بما يتلاءم مع أهداف تلك المؤسسات".[(3)]

ويقصد كذلك بسياسة توزيع الأرباح: " معدل التدفق النقدي (وقد يكون غير نقدي) الذي يتلقاه المساهمون كمورد ملموس على استثماراتهم في أسهم المؤسسة التي يحملونها، تمثل هذه الأرباح بالنسبة للمستثمرين دخلا جاريا ينتظره ويتوقعه العديد من المساهمين لينفقوه على استهلاكاتهم الجارية من السلع والخدمات، كما تؤثر سياسة توزيع الأرباح على السعر السوقي للسهم".[(4)]

كما يمكن تعريف سياسة توزيع الأرباح بأنها: " القرار المتعلق بالخيار بين استبقاء الأرباح وبين توزيعها وإصدار أسهم جديدة لتغطية حاجات الشركة من الأموال".[(5)]

وتعرف أيضا على أنها: "مضمون لاتخاذ القرار بتوزيع الأرباح أو احتجازها لإعادة استثمارها في المؤسسة، وتتمثل السياسة المثلى للتوزيعات في تلك التي تعمل على الموازنة بين التوزيعات الحالية والأرباح المستقبلية والتي ينتج عنها تعظيم سعر السهم".[(6)]

---

(1) على بن الضب، **دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة**، رسالة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2008-2009، ص 122.

(2) Zri Bodie et Robert Merton, **Finance**, 2[ene]edition, Nouveaux Horizons, Paris, 1999, p 277 .

(3) أسعد حميد العلي، **الإدارة المالية (الأسس العلمية والتطبيقية)**، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص 373.

(4) محمد زرقون، **أثر الاكتتاب العام على سياسات توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة**، مجلة الباحث، العدد 08، جامعة ورقلة، 2010، ص 85.

(5) هاشم حسن حسين، **العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في الشركات المساهمة**، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد 17، جامعة الإسراء، 2008، ص 213.

(6) محمد زرقون، مرجع سبق ذكره، ص 86.

تعرف سياسة توزيع الأرباح على أنها: " كيفية التصرف في الأرباح التي تحققها المؤسسة، وذلك إما باحتجازها ومن ثم إعادة استثمارها في المؤسسة، أو توزيعها على المساهمين بإتباع شكل من أشكال التوزيعات المختلفة وذلك إما في شكل نقدي أو في شكل أسهم".(1)

من خلال هذه التعاريف نجد أن سياسة توزيع الأرباح هي تلك السياسة التي تضعها المؤسسة والمرتبطة بطبيعتها والمتوافقة مع قراراتها الحالية، بخصوص توزيع الأرباح على حملة الأسهم في شكل نقدي أو عيني (أسهم)، أو احتجاز جزء من الأرباح لضرورة قراراتها المستقبلية المرتبطة بالتوسع وفرص النمو الاستثمار.

وتلعب سياسة التوزيعات دورا بارزا في التأثير على إتجاهات المستثمرين والمساهمين، من خلال خلق فرص إستثمارية ذات عوائد مغرية وانتهاج سياسة التوزيعات الملائمة لرغباتهم، مما يؤثر على ميولهم ويزيد في رغبتهم في اقتناء أسهم المؤسسة، إضافة إلى توفير كل من عنصري السيولة والتدفقات النقدية، إضافة إلى معدل النمو الذي تساهم فيه السياسة المنتهجة من قبل المؤسسة والتي تنتج أساسا عن الأرباح المحتجزة، هذه الأخيرة التي تستغلها المؤسسة أساسا في أغراض النمو والتوسع، والتي ينتج عنها الزيادة في الأرباح الموزعة مستقبلا، تمكنها من التوسع مستقبلا وذلك لمحاولة تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة، وهذا دون إهمال أهمية التوزيعات الحالية والدور الذي تلعبه في التأثير على اختيارات المستثمرين.(2)

الفرع الثاني: فئات سياسة توزيع الأرباح

من خلال ما سبق، يمكن القول انه يوجد فئتين أساسيتين لسياسة توزيع الأرباح والتي تؤثر وتتأثر في عملية توزيع الأرباح، وتتمثل في:

- **الفئة الأولى:** الإدارة العليا التي تهدف من سياسة توزيع الأرباح إلى احتجاز أكبر كمية من صافي الأرباح المحققة بهدف اعتمادها كمصدر تمويل سهل وتحت اليد للاستثمارات مستقبلا.
- **الفئة الثانية:** المساهمين مالكي الأسهم ونستطيع تقسيمهم إلى قسمين:

– **صغار المساهمين** الراغبين في الحصول على أكبر كمية من الأرباح الموزعة لأنها تشكل عوائد (دخل جاري) يستخدم في معيشتهم.

– **كبار المساهمين** وهم فئة أصحاب الأموال الكبيرة وهؤلاء ينظرون إلى توزيع الأرباح بمنظارين:

– إذا كان معدل العائد على الاستثمار في المؤسسة أكبر من معدل العائد على الاستثمار بالسوق فإنهم بهذه الحالة يفضلون إحتجاز الأرباح.

(1) عاطف جابر طه عبد الرحيم، **دراسات الجدوى (التأصيل العلمي والتطبيق العلمي)**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص 294.

(2) عبد الكريم بوحادرة، **أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة: دور سياسة توزيعات الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم**، رسالة ماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، جامعة منتوري، قسنطينة، 2011-2012، ص 108.

– في حالة كون معدل العائد على الاستثمار بالمؤسسة أصغر من معدل العائد على الاستثمار بالسوق فإنها تفضل توزيع الأرباح.

وهذا يبين لنا مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على انتقال الأموال وجذب المستثمرين والمساهمين من خلال شراء وبيع الأسهم.(1)

ثانيا: دوافع سياسة توزيع الأرباح

يعتبر رصيد النتيجة المحققة من قبل المؤسسة خلال دورة مالية ما جزء من التمويل الذاتي للمؤسسة، حيث لا يمكن للمؤسسة الاحتفاظ به كلية لتمويل احتياجاتها، فتلجأ المؤسسة إلى توزيع جزء من هذه الأرباح، وذلك نظرا للأسباب التالية:

– يسمح هذا التوزيع بتحفيز المساهمين على الاحتفاظ بأسهمهم وعدم بيعها، وكذا تحفيزهم على الاكتتاب عند قرار المؤسسة (زيادة رأس المال)؛

– عند توزيع الأرباح، فإن هذا الإجراء يعكس صحة الحالة المالية للمؤسسة، وبخاصة إذا ما قامت بالتوفيق بين الأرباح وزيادة الاستثمار في نفس الوقت؛

– تلجأ المؤسسة لعملية توزيع الأرباح حتى تزيد من ثقة المستثمرين فيها، وبهذا فهي تعوضهم عن جزء من الأموال المستثمرة.

كما تجدر الإشارة إلى أنه لا يمكن توزيع الأرباح من طرف المؤسسة في الحالات التالية:

– حالة تحقيق المؤسسة لخسائر معتبرة خلال السنوات السابقة؛

– إذا ما كانت المؤسسة خلال السنة المالية في وضعية صعبة للغاية من حيث المردودية والاستغلال؛

– إذا ما قررت المؤسسة إحتجاز الأرباح بغرض القيام باستثمارات استثنائية معتبرة؛

– إذا ما حققت المؤسسة نمو معتبر بما يؤدي إلى الرفع من رقم أعمالها وزيادة إحتياجاتها من رأس المال العامل، هذا الاحتياج الذي يجب تمويله بموارد دائمة، في هذه الحالة فإن أي توزيع للأرباح سيؤدي إلى إختلال التوازن المالي للمؤسسة ومن ثم عدم تسيير التزاماتها. بينما يمكن للمؤسسة أن تقوم بتوزيع الأرباح على المساهمين في الحالات التالية:

– نفي إمكانية تعرض المؤسسة إلى اختلال توازنها المالي كنتيجة لإحدى الحالات السابقة؛

– إذا عزمت المؤسسة على زيادة رأس المال حسب استراتجياتها وهذا بغرض تشجيع المساهمين على زيادة الاكتتاب.(2)

---

(1) دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص ص 205،206.

(2) محمد زرقون، مرجع سبق ذكره، ص ص 86، 87.

المطلب الثاني: قرار وسياسة توزيع الأرباح

تعتمد المؤسسة خلال إجراء عملية توزيعات الأرباح على شكل معين من التوزيعات وذلك بما يتماشى مع أهدافها المستقبلية ورغبة مالكيها، إذ يعد قرار والدوافع التي تنتهج من أجل سياسة توزيع الأرباح من أهم الإجراءات التي يتم اتخاذها من قبل المؤسسة كونها تتداخل مع مجموعة من القرارات الأخرى كالاستثمارية منها والتمويلية.

أولا: قرار سياسة توزيع الأرباح

إن الحديث عن سياسة التوزيعات المثلى يقيد بمجموعة من المحددات الأساسية لها، لذا فإن هذا القرار يتخذ مع الأخذ بعين الاعتبار المستثمرين وتفضيلاتهم بين الحصول على التوزيعات أو الأرباح الرأسمالية، وهذا في ظل الفرص الإستثمارية المتاحة أمام المؤسسة، أما العامل الآخر فيتمثل في الهيكل المالي المستهدف الذي تعمل المؤسسة على تحقيقه، والذي غالبا تكون تكلفة التمويل الخارجي من بين أهم محدداته، فقرار التوزيعات يربط مجموعة من الأطراف كالمؤسسة، المساهمين والسوق وذلك لأهميتها الكبيرة بالنسبة لهم، ومع ذلك فإن قرار التوزيعات يتم ممارسته بطرق شكلية فقط، بحيث لا يمكن اعتبارها كقرارات تبنى على أسس رياضية دقيقة. وفي الواقع لا يكون قرار توزيعات الأرباح مستقل تماما، وإنما يشترك ويرتبط بشكل كبير مع قرارات الهيكل المالي وقرارات تمويل الاستثمارات، ويعود أساسا هذا الارتباط إلى حالة عدم تماثل المعلومات السائدة، والذي ينتج عنه تأثير سلبي على قيمة السهم في ظل اعتماد المؤسسة على إصدار أسهم جديدة في تمويل إستثماراتها أو التذبذب في توزيعات الأرباح.

وقرار التوزيع حتما سيتم أثناء عملية التخطيط، حيث يتم الوضع في الحسبان للفرص الإستثمارية المتاحة والتدفقات النقدية التشغيلية، وبالتالي فإن قرار الإدارة بشأن التوزيعات إنما يبعث إشارات إيجابية توحي بالتحكم في القرارات التمويلية في المؤسسة، فالقرارات المتخذة من المؤسسة بشأن التوزيعات تكون مرهونة بشكل كبير بالقرارات المتخذة في الماضي، والسياسات المنتهجة من قبل والآفاق والتطلعات المستقبلية لها.(1)

ثانيا: سياسة توزيعات الأرباح

تقوم سياسة توزيع الأرباح على أساس اتخاذ قرار بالمفاضلة بين بديلين أحدهما احتجاز الأرباح بغية إعادة استثمارها مرة ثانية، والآخر توزيع هذه الأرباح داخل المؤسسة،(2) كما قد تمزج بينهما في ظل نسب متفاوتة.

1- الاحتجاز (عدم التوزيع): فالأرباح المحتجزة تمثل مصدرا مهما للمؤسسة من أجل تمويل استثماراتها والتي تستعمل خاصة في عمليات النمو والتوسع، وتتحدد نسبة الأرباح المحتجزة وفقا لسياسة التوزيعات المنتهجة من قبل المؤسسة، وذلك حسب ما يقرره مجلس الإدارة، والذي يقضي باحتجاز كل الأرباح المحققة في الدورة، أو

(1) عبد الكريم بوحادرة، مرجع سبق ذكره، ص 113.

(2) أحمد محمد غنيم، **الإدارة المالية مدخل التحول من الفقر إلى الثراء**، المكتبة العصرية للنشر والتوزيع ، المنصورة، 2008، ص 207.

نسبة محددة فقط يتم احتجازها على أن يوزع الباقي، أو عدم احتجاز الأرباح مطلقا وهذا وفقا لما تقتضيه الظروف التي تمر بها المؤسسة، وبما يخدم كل من المؤسسة والمستثمرين.

2- التوزيع: إلى جانب قرار المؤسسة باحتجاز نسبة من الأرباح فإنها تقرر توزيع النسبة الباقية من الأرباح، فهي بذلك تحاول توفير التمويل الكافي، إضافة إلى محاولة تعظيم ثروة الملاك.[1] حيث يسعى قرار التوزيع الأمثل بصفة أساسية إلى إحداث التوازن بين كل من التوزيعات الحالية والنمو المستقبلي الذي يعظم سعر سهم المؤسسة.[2]

المطلب الثالث: أشكال وبدائل سياسة توزيع الأرباح

وينقسم هذا المطلب إلى:

أولا: أشكال سياسة توزيع الأرباح

عند تشكيل سياسة توزيع الأرباح فإنه يجب على المؤسسة أن تأخذ بعين الاعتبار هدفين رئيسيين الأول توفير الأموال كافية لدفع توزيع الأرباح والثاني تعظيم ثروة المساهمين في المؤسسة، وهناك نمطان أو شكلان من توزيعات الأرباح هي: التوزيعات النقدية والتوزيعات غير النقدية (عينية).

1- التوزيعات النقدية

وتنقسم هذه التوزيعات إلى ثلاثة أنواع:

أ- سياسة تعتمد نسبة توزيع ثابتة

يقصد بنسبة توزيع الأرباح هي النسبة المئوية (من كل وحدة نقدية ربح) سيتم توزيعها على المساهمين على شكل نقد، وتحسب بقسمة مقدار توزيع أرباح السهم الواحد (Dps) على ربحية السهم الواحد (Eps)

$$pay - out - ratio = \frac{DPS}{EPS}\text{............(1-1)}$$

علما أن:

(Eps) تحسب من خلال قسمة صافي الربح (القابل للتوزيع وليس المقرر توزيعه كمقسوم أرباح) على عدد الأسهم المصدرة.

إن سياسة توزيع الأرباح التي تعتمد على نسبة ثابتة (كنسبة توزيع أرباح) تقوم على تثبيت هذه النسبة في كل فترة يتم فيها اتخاذ قرار بتوزيع أرباح على المساهمين.

(1) عبد الكريم بوحادرة، مرجع سبق ذكره، ص 109.

(2) أحمد محمد غنيم، مرجع سبق ذكره، ص 208.

إن المشكلة التي تواجه المؤسسة التي تعتمد على هذه السياسة في توزيع الأرباح، هو عند تحقيق المؤسسة مستويات أرباح متدنية في فترة من الفترات، وعند إلتزامها بنسبة ثابتة لتوزيع الأرباح، فإن حصة السهم الواحد من الأرباح التي سيتم توزيعها ستكون صغيرة جدا، أو قد تحقق المؤسسة خسائر في إحدى الفترات، فإن المؤسسة ستتوقف عن توزيع الأرباح، وبما أن الأرباح الموزعة تعتبر (من وجهة نظر عدد من المستثمرين) مؤشرا للحالة المستقبلية للمؤسسة فإن سعر سهم المؤسسة سوف يتأثر سلبيا ويعرض للانخفاض في السوق المالي.[1]

ب- سياسة توزيع الأرباح المنتظمة

هذه السياسة مبنية على دفع توزيعات أرباح ثابتة بالدينار في كل فترة زمنية بشكل عام، يعتبر المساهمين هذه السياسة بأنها سياسة إيجابية تخفض من درجة عدم التأكد لديهم فيما يتعلق بتوزيعات الأرباح المستقبلية، وغالبا ما تقوم الشركات التي تتبع مثل هذه السياسة بزيادة توزيعات الأرباح كلما تأكدت من زيادة أرباحها. وتحت هذه السياسة فإن توزيعات الأرباح لا تنخفض أبدا.[2]

ج- سياسة توزيع أرباح منخفضة ومتزايدة

تقوم المؤسسة وفق سياسة توزيع الأرباح منخفضة ومتزايدة بدفع معدلات ثابتة من توزيعات الأرباح وبنسب منخفضة،حيث تقوم المؤسسة بزيادة نسبة هذه التوزيعات عندما تحقق المؤسسة أرباح أعلى من معدل أرباحها العادية التي حققتها خلال فترة زمنية معينة.[3]

2- سياسة التوزيعات غير النقدية (العينية)

على غرار سياسة التوزيعات النقدية توجد صور أخرى لسياسة توزيع الأرباح تتمثل هذه الصور فيما يلي:

أ- التوزيعات في شكل أسهم

تشير سياسة التوزيعات في صورة أسهم إلى أن المؤسسة تقوم بتوزيع عدد إضافي من الأسهم على المساهمين بدلا من إجراء توزيعات نقدية،[4] إن هذا الإجراء يتطلب أن تمتلك المؤسسة احتياطات وأرباح محتجزة بشكل كبير، وترغب في احتجاز المزيد من الأرباح على شكل احتياطات في المستقبل.[5]

---

(1) أسعد حميد العلي، مرجع سبق ذكره، ص 376.

(2) فايز سليم حداد، **الإدارة المالية**، الطبعة الثانية، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص 314.

(3) سعود جايد مشكور، **العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للسهم وأثرها في تحديد قيمة الشركة**، مجلة مركز دراسات الكوفة، العدد 50، جامعة المثنى، 2018، ص 225.

(4) محمد صالح الحناوي، إبراهيم إسماعيل سلطان، **الإدارة المالية والتمويل**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1999، ص 412.

(5) عدنان تايه النعيمي وآخرون، **الإدارة المالية (النظرية والتطبيق)**، الطبعة الأولى، دار الميسرة للنشر والتوزيع، عمان، 2007، ص 462.

ومن الآثار الجوهرية لهذه السياسة هو انخفاض القيمة السوقية للسهم لذا فإن المؤسسات تتبع هذه السياسة عندما يرتفع السعر السوقي للسهم بدرجة كبيرة، يخشى معها تناقص عدد المستثمرين الراغبين في شراء أسهمها ولكن كيف تسهم هذه السياسة في تحقيق هذا الغرض؟ من المتفق عليه أن إجراء التوزيعات في شكل أسهم بدلا من إجراءها في شكل نقدي لا يؤثر على القوة الإيرادية للمؤسسة، غير أن هذا الإجراء من شأنه أن يزيد من عدد الأسهم التي يتكون منها رأس المال، والنتيجة هي انخفاض ربحية السهم وانخفاض قيمته السوقية بالتبعية.[1]

ب- معكوس الاشتقاق

هو عملية تخفيض عدد الأسهم، فقد تتخذ المؤسسة قرار استبدال مجموعة من الأسهم لسهم واحد،[2] وهو كما يظهر من اسمه ينطلق من نفس مبدأ عملية اشتقاق الأسهم لكن بطريقة عكسية الأمر الذي يؤدي إلى رفع القيمة الاسمية للسهم، وبالتالي لا يحدث أي تغيير على مستوى الهيكل المالي للمؤسسة عدا عدد الأسهم الذي ينخفض، لذلك تعتبر طريقة الاشتقاق العكسي السياسة لمنع انخفاض سعر السهم إلى مستويات متدنية جدا.[3]

فمثلا إذا كان اشتقاق 5 إلى 1 فإن ذلك يعني أن المستثمر يحصل على سهم واحد مقابل كل خمسة يملكها، وإذا كان سعر السهم 5 دنانير فمن المتوقع أن تؤدي التجربة العكسية إلى ارتفاع السعر إلى 25 دينار .[4]

ج- إعادة شراء الأسهم

قد تلجأ المؤسسة في بعض الظروف إلى إعادة شراء أسهمها العادية التي تصدرها ومثل هذه الإجراءات تؤدي إلى خلق ما يسمى بالأسهم النقدية، وهي عبارة عن سهم سبق إصداره ثم أعيد شراءه[5] بأحد 3 طرق:[6]

طرق:[6]

(1) منير ابراهيم هندي، **الإدارة المالية (مدخل تحليلي معاصر)**، الطبعة الخامسة، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2003، ص 723.

(2) منير إبراهيم هندي، **الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات**، الطبعة الثانية، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2006، ص 377.

(3) رشيد حفصي، **دراسة وتحليل تأثير سياسة توزيع الأرباح على أداء أسهم المؤسسات المدرجة في السوق المالي**، المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية، العدد 02، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2016، ص 42.

(4) فايز تيم، **مبادئ الإدارة المالية**، الطبعة الثالثة، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، 2013، ص 272.

(5) عبد الغفار حنفي، **أساسيات التحليل المالي ودراسات الجدوى**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004، ص 231.

(6) فايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص 272.

- شراء أسهم المؤسسة في السوق المفتوحة وبسعر السهم المتداول في السوق، وتتم عملية الشراء عن طريق وسيط مما يستوجب في هذه الحالة دفع عمولة للوسيط، وتؤدي هذه العملية إلى رفع سعر السهم في السوق المالي حتى تتم عملية الشراء.
- شراء الأسهم عن طريق العطاء tender offer، وفي هذه الحالة يتم شراء عدد معين من الأسهم، بسعر محدد مسبقا، وفي العادة فإن هذا السعر يكون أكبر من السعر السوقي للسهم، وذلك من أجل تحفيز المستثمرين على بيع الأسهم التي يملكونها.
- شراء أسهم من مستثمر واحد أو مجموعة من المستثمرين الرئيسيين في الشركة وفي هذه الحالة فإنه يتم التفاوض على السعر، ويراعي أن يكون السعر في هذه الحالة عادلا حتى لا يؤدي انخفاض السعر إلى خسارة لبقية المستثمرين.

بالإضافة إلى أن عملية إعادة شراء الأسهم تساهم في تعزيز القيمة السوقية للأسهم المتداولة وذلك من خلال ما يلي:

- تقليل عدد الأسهم المتداولة في السوق وبالتالي ارتفاع حصة السهم الواحد من الربح.

- إرسال إشارة إيجابية إلى المستثمرين في السوق المالي تشير إلى اعتقاد إدارة المؤسسة بأن الأسهم يتم تقييمها بأقل من قيمتها الحقيقية.

- تأسيس أرضية صلبة ودائمة لسعر السهم في السوق المالي.[1]

د- تجزئة الأسهم

بالرغم من أن تجزئة الأسهم هي ليست سياسة من سياسات توزيع الأرباح، إلا أنها أحد أشكال توزيع الأرباح، وتأثيرها على سعر سهم المؤسسة في السوق مشابه لتأثير توزيع أرباح الأسهم المجانية.

إن تجزئة السهم هي إحدى الطرق التي تستخدمها المؤسسة لتخفيض سعر سهم الشركة في السوق وذلك عن طريق زيادة عدد الأسهم التي تعود لكل مساهم.[2]

وتسعى المؤسسة عادة لإتباع هذه الطريقة عندما تعتقد الإدارة المالية بالمؤسسة إلى أن لسعر سهمها السوقي مسعر بأعلى من قيمته الحقيقية وإن تخفيض سعر السهم سوف يشجع المساهمين على تنشيط التبادل بيعا وشراءا في السوق المالي، ولهذا السبب تقوم المؤسسات عادة بتجزئة أسهمها قبل أن تقوم بإصدار أسهم جديدة من أجل تنشيط عملية التسويق ولتحفيز التعامل السوقي على أسهم المؤسسة، وفي حالات أخرى، ليس

[1] عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص 494.

[2] فايز سليم حداد، مرجع سبق ذكره، ص 319.

مستبعدا أن يسبب قرار تجزئة الأسهم إلى زيادة طفيفة في القيمة السوقية للسهم بسبب المحتوى المعلوماتي الذي ينطوي عليه مثل هذا القرار.[1]

ثانيا: بدائل سياسة توزيع الأرباح

توجد عدة بدائل لسياسة توزيع الأرباح أهمها:

1- سياسة توزيع إجمالي الأرباح

اقترح **Rubner** (1966) توزيع إجمالي أرباح الأسهم، ويستند اقتراحه على فكرة تفضيل المساهمين للحصول على أكبر قدر ممكن من أرباح الأسهم، لكن في الواقع العملي المؤسسات لا تعتمد على هذه الإستراتيجية، كونها لم تلقى تشجيعا سواء من طرف المساهمين أو بسبب فرض ضرائب، والسبب وراء ذلك هو أن لتوزيع إجمالي الربح تأثير على التمويل الذاتي للشركة وعلى نمو ثروة المساهمين.[2]

2- سياسة التوزيعات الباقية

وفقا لهذه السياسة تعطي المؤسسة الأولوية للمشاريع الاستثمارية المربحة، والتي تحقق قيم حالية صافية موجبة (0<VAN) وما تبقى من أرباح يتم توزيعه.[3]

وتقتضي هذه السياسة بتوزيع ما تبقى بعد احتجاز ما يلزم لتمويل الموازنة الرأسمالية المثلى، إن هذه السياسة مبنية على حقيقة أن المستثمرين يفضلون الأرباح المحتجزة بشرط أن يعاد استثمارها بمعدل عائد يفوق ذلك المعدل الذي يستطيع المستثمر نفسه الحصول عليه من خلال استثمارات بديلة ذات مخاطر مماثلة. وهذا ممكن جدا لأن توزيع الأرباح يتضمن دفع ضرائب على الأرباح الموزعة كذلك عمولات وسطاء، مما يجعل العائد على الأرباح المحتجزة أعلى من العائد الذي يستطيع المستثمر تحقيقه على استثمارات بديلة.[4]

وتشير سياسة الفائض إلى أن قرار التوزيع لا يخرج عن كونه توزيع للأرباح التي حققتها المؤسسة بين حملة الأسهم و بين الاستثمارات المتاحة للمؤسسة، فإذا كان العائد المتوقع من تلك الاستثمارات أكبر من العائد الذي يطلبه حملة الأسهم فلن يعترض حملة الأسهم على قرار احتجاز الأرباح لتمويل تلك الاستثمارات. وبعد استفاء الاحتياجات التمويلية لتلك الاستثمارات يتم توزيع الفائض في صورة توزيعات نقدية على حملة الأسهم، أما إذا استوعبت الاستثمارات الأرباح المحققة بالكامل فلن تقوم المؤسسة بإجراء توزيعات.

[1] أسعد حميد العلي، **الإدارة المالية (الأسس العلمية والتطبيقية)**، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، 2012، ص 381.

[2] Bellalah Mondher, **Réflexions sur la politique optimale de dividende en présence de cÔuts d'information**, cahiers de recherche n°200009, université paris IX DAUPHINE , p 4.

[3] Ibid, p 5.

[4] عدنان تايه النعيمي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 460.

يتضح من سياسة الفائض أن حجم التوزيعات الذي تجريه المؤسسة يختلف من سنة مالية إلى أخرى، ويتوقف الأمر على حجم الأرباح المحققة والفرص الاستثمارية المتاحة للمؤسسة، أي أن المؤسسة تحتجز من الأرباح القدر الذي تحتاجه لتمويل استثماراتها وما يتبقى يتم توزيعه، إذن يمكن النظر إلى سياسة التوزيعات على أنها قرار تمويلي، ومن ثم تعد التوزيعات النقدية قرارا تابعا للاحتياجات التمويلية للمؤسسة.[1]

ووفقا لسياسة توزيع الأرباح المتبقية لابد:

– يتم تحديد هيكل رأس المال الأمثل (حيث تكون التكلفة المرجحة المتوسطة أقل ما يمكن)، ومن ثم تحديد نسبة التمويل عن طريق الملاك ونسبة التمويل عن طريق الاستدانة؛
– يتم استخدام الأرباح في تمويل المكون التمويلي لحقوق الملكية في الاستمارات الجديدة وما يتبقى يتم توزيعه على الملاك؛
– إذا لم تكف الأرباح لتغطية المكون التمويلي لحقوق الملكية، تلجأ الشركة لإصدار وبيع أسهم جديدة مما يؤدي إلى اتجاه التكلفة المرجحة المتوسطة إلى الارتفاع، وفي هذه الحالة تكون التوزيعات تساوي صفر؛
– أن تكلفة التمويل عن طريق الأرباح المحتجزة أقل من التكلفة في حالة التمويل عن طريق إصدار وبيع أسهم جديدة بسبب تكلفة الإصدار؛
– أن مستوى الربح (الحجم) ومتطلبات تمويل الموازنة الرأسمالية والتي تتغير من عام إلى آخر، مما يؤثر على حجم الأرباح المتبقية القابلة للتوزيع مما ينتج عنه تغيير في حجم التوزيعات.[2]

3– سياسة غياب التوزيعات

يرى كل من **clarkson et elliot** (1966) أن التوزيعات تعتبر شيء كمالي، ترف (luxe) بالنسبة للمؤسسات والمساهمين، فلا داعي لإجراء توزيعات، عمليا مهما كانت مزايا هذه السياسة، فإنه من النادر أن نجد مؤسسات تقوم بالاحتفاظ بجميع أرباحها في الاحتياطات دون أن تقوم بإجراء توزيعات.[3]

4– سياسة التوزيعات المستقرة

لا يقتصر إضفاء صفة الاستقرار على التوزيعات التي تتميز بثبات قيمتها من سنة لأخرى، فالتوزيعات التي تزداد من عام لآخر أو تنخفض من عام لآخر بانتظام يمكن أن توصف بأنها مستقرة، بعبارة أخرى يقصد باستقرار التوزيعات استقرار نمط تلك التوزيعات. ويفضل المستثمرون سياسة التوزيعات التي تتصف بالاستقرار لأنها تزيل عدم التأكد من الأذهان. وبالطبع يفضل أن يأخذ الاستقرار صورة النمو المنتظم في التوزيعات، إذ

---

[1] محمد صالح الحناوي، إبراهيم إسماعيل سلطان، مرجع سبق ذكره، ص 406.

[2] عبد الغفار حنفي، **أساسيات التمويل والإدارة المالية**، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2002، ص 238.

[3] Bellalah.M, op. cit, p 5.

يحتمل أن يترك هذا النمط أثار إيجابية على قدرة المؤسسة على جذب المزيد من المستثمرين الراغبين في شراء أسهمها، مما يؤدي إلى ارتفاع قيمة أسهمها[1].

يمكن اعتبار سياسة التوزيعات المستقرة أكثر قبولا من سياسة توزيع الباقي من الأرباح وذلك للأسباب التالية:[2]

– تمثل سياسة التوزيعات المستقرة مؤشر Single يعكس محتوى معلومات جيد عن أداء المؤسسة، حيث أن عدم استقرار التوزيعات عادة ما يرتبط به ارتفاع درجة عدم التأكد لدى المستثمر، وهو ما يترتب عليه في الواقع ارتفاع تكلفة حق الملكية ومن ثم انخفاض سعر السهم.

– معظم المساهمون عادة ما يستخدمون التوزيعات الحالية في أغراض الاستهلاك ولا شك أنهم سوف يواجهون العديد من المشاكل إذ ما قرروا التخلي عن جزء من أسهمهم للحصول على دخل نتيجة قطع التوزيعات. ويمكن أن تأخذ سياسة التوزيعات المستقرة ثلاث صور كالتالي:

أ– استقرار نسبة الأرباح الموزعة

يقصد بذلك أن تكون نسبة الأرباح الموزعة (التوزيعات÷ الأرباح المتولدة) ثابتة من سنة إلى أخرى، غير أن هذا يعني من ناحية أخرى أن يتذبذب نصيب السهم من التوزيعات نتيجة التذبذب الذي قد يطرأ على الأرباح المتولدة.[3]

حيث تقوم المؤسسة وفق هذه السياسة بتوزيع نسبة مئوية من الأرباح كعائد نقدي على المساهمين ويصبح من السهل على المؤسسات تنفيذ هذه السياسة طالما أنها حددت توزيع مبدئي لها.[4]

ب– استقرار نصيب السهم من التوزيعات

يقصد بذلك استقرار المبلغ الذي يحصل عليه حامل السهم من سنة إلى أخرى، وقد يعني ذلك ثبات في القيمة المطلقة لنصيب السهم من التوزيعات، كما قد يعني زيادة أو نقص مضطرد ومنتظم من سنة لأخرى.[5]

ويلاحظ من هذا الإجراء أن مقدار الربح الموزع سوف يختلف على وفق التغير في مقدار الأرباح المتحققة.[6]

---

(1) منير إبراهيم هندي، **الإدارة المالية (مدخل تحليلي معاصر)**، الطبعة السادسة، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2006، ص 689.

(2) محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، **الإدارة المالية (مدخل القيمة واتخاذ القرارات)**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006، ص 405 .

(3) منير إبراهيم هندي، **الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات**، مرجع سبق ذكره، ص 332.

(4) أحمد محمد غنيم، مرجع سبق ذكره، ص 218.

(5) منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 332.

(6) حمزة محمود الزبيدي، **الإدارة المالية المتقدمة**، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، ص 871.

وتوجد العديد من الأسباب التي تدفع المؤسسة نحو اتخاذ قرار بتنفيذ سياسة توزيع مبلغ نقدي ثابت، يمكن توضيحها فيما يلي:[1]

- يترتب على سياسة توزيع مبلغ نقدي ثابت عدم وجود المعلومات الخاطئة؛
- تزداد درجة التأكد في حالة إتباع هذه السياسة في ظل التوزيعات النقدية المتقلبة؛
- على الرغم من أنه لا توجد أدلة علمية على وجود علاقة بين كل من توزيعات الأرباح وأسعار الأسهم، إلا أن البعض يعتقد أنه يترتب على إتباع سياسة توزيع مبلغ نقدي ثابت ارتفاع أسعار الأسهم.

جـ- استقرار نصيب السهم من التوزيعات مع توزيعات إضافية

يقصد بذلك ثبات المبلغ الذي يحصل عليه حامل السهم من توزيعات، مع إجراء توزيعات إضافية في السنوات التي يتحقق فيها مستوى عال من الأرباح.[2]

وتعتبر هذه السياسة حالة وسط بين سياسة توزيعات ثابتة (أو معدل غير ثابت) وسياسة نسبة ثابتة،[3] وذلك عن طريق إجراء توزيعات منخفضة للسهم ولكن بصورة مستمرة ومنتظمة وإجراء توزيعات إضافية للأسهم وذلك في الفترات الجيدة التي تحقق فيها المؤسسة أرباح، مثل هذه السياسة تحقق للمؤسسة قدرا من المرونة، فالمستثمر بإمكانه الحصول على دخل مستقر يتمثل في الحد الأدنى من التوزيعات، فإذا كانت أرباح المؤسسة وتدفقاتها متغيرة، فهذه السياسة تمثل اختيار جيدا، حيث تستطيع الإدارة إجراء الحد الأدنى من التوزيعات فقط في السنوات التي تنخفض فيها الأرباح أو السنوات التي تظهر فيها حاجة المؤسسة إلى احتجاز الأرباح بغرض إعادة الاستثمار، ولا يمنع ذلك من إجراء توزيعات إضافية للمستثمرين في السنوات التي ترتفع فيها الأرباح ولا تكون المؤسسة بحاجة إلى احتجازها[4].

ورغم شيوع هذه السياسة في الواقع، إلا أن السؤال الذي يطرح لماذا ترغب وتتبع شركات الأعمال سياسة توزيع أرباح مستقرة؟ ولماذا يفضلها المساهمون (حملة الأسهم العادية)؟

إن ذلك ناشئ عن الاعتقاد من أن لهذه السياسة تأثير إيجابي عن القيمة السوقية للسهم أضف إلى ذلك مجموعة أسباب أخرى لعل أهمها:

- يعتبر المستثمرون أن تيار الأرباح الموزعة المستقرة أقل خطر من تيار الأرباح الموزعة المتقلب، ولذلك فهم مستعدون لأن يطلبوا معدل عائد على الاستثمار في سهم عادي يوزع أرباحا مستقرة أقل من معدل العائد

---

(1) أحمد محمد غنيم، مرجع سبق ذكره، ص 219.

(2) منير إبراهيم هندي، **الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات**، مرجع سبق ذكره، ص 332.

(3) عدنان تايه النعيمي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 461.

(4) محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص 406.

المطلوب على الاستثمار في سهم تتقلب الأرباح الموزعة عليه بحده، إن معدل العائد المنخفض يعني أن معدل الخصم **Discount Rate** المستخدم لتيار الأرباح سوف يكون منخفض أيضا، ولذلك فإن سعر السهم الذي يوزع أرباح مستقرة يكون أكبر من سعر السهم الذي يوزع أرباح متقلبة.

- إن الكثير من المستثمرين في الأسهم قد استثمروا بتلك الأصول أملا في الحصول على إيرادات منتظمة ومتنامية من الأرباح الموزعة تدعم دخلهم الجاري، للارتقاء أو للمحافظة على مستوى معيشي مرغوب به.
- من الأسباب الهامة جدا في رغبة المساهمين بالحصول على أرباح موزعة مستقرة هي أن الشركات التي تقرر سياسة توزيع الأرباح التي تتناسب مع أوضاعها من حيث معدلات نمو هذه الشركات وحاجتها التمويلية وتستمر بتطبيق هذه السياسة، وعلى ضوء ذلك ستكون هناك شركات تدفع أرباح موزعة عالية وشركات تدفع أرباح موزعة معتدلة وأخرى تدفع أرباح موزعة منخفضة وما على المستثمر إلا أن يختار الاستثمار في أسهم شركة ما تتناسب سياستها في توزيع الأرباح مع تفضيلاته.[1]

المبحث الثاني: أساسيات سياسة توزيع الأرباح

يحتوي هذا المبحث على ثلاث مطالب، الأول خصص لطبيعة سياسة توزيع الأرباح، أما الثاني فيتناول آليات سياسة دفع توزيعات الأرباح، أما المطلب الثالث والأخير تم عرض فيه العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح.

المطلب الأول: طبيعة سياسة توزيع الأرباح

كثيرا ما نتساءل هل سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة، تعد قرار استثماريا أو قرار تمويليا ولماذا؟ فمن الملاحظ أن سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة الاقتصادية كقرار ليس بالأمر الهين فهي تحمل في مضمونها مشكلة مزدوجة ومعقدة، وعليه فإن معالجة هذه السياسة يجب أن تتم في ضوء الهدف الذي تسعى المؤسسة إلى تحقيقه وهو ما يعرف بتعظيم قيمة المؤسسة كأموال مستثمرة.

أولا: سياسة توزيع الأرباح كقرار استثماري

تشير سياسة توزيع الأرباح إلى كونها قرارا استثماريا إذا ما اعتمدت القرارات الخاصة بها على المصدر الأول، وهو النقدية الناتجة عن عمليات التشغيل، وفي مثل هذا الموقف قد يمتد آثار هذه القرارات على فرص الاستثمارات المتاحة للمؤسسة ومن ثم فإن قرار التوزيع الخاص بالأرباح هنا قد يعكس مشكلة استثمارية يحتم الموقف الخاص بها اتخاذ قرار ضروري لمجابهتها.

---

[1] حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص 873، 874.

إن البحث عن حلول لسياسة توزيع الأرباح كمشكلة استثمارية قد يفرض على المؤسسة أن تنتظر حتى تقرر اختيار الفرص الاستثمارية المتاحة، واستخدام ذلك الجزء المتبقي من النقدية المتاحة عن التشغيل في عملية توزيع الأرباح وذلك بعد استيفاء كافة متطلبات الاستثمار في المؤسسة.

ثانيا: سياسة توزيع الأرباح كقرار تمويلي

قد تلجأ المؤسسة في بعض الحالات إلى الاعتماد على مصدر خارجي في توزيعات الأرباح، وذلك لتجنب المشكلة الاستثمارية الناجمة عن استخدام النقدية المترتبة عن عمليات التشغيل الداخلية، وفي مثل هذا الموقف قد يعكس قرار توزيع الأرباح باستخدام الأموال الخارجية (القروض أو الأسهم الجديدة) مشكلة تمويلية، خاصة إذا ما كان هذا سيؤثر على هيكل التمويل المناسب في المؤسسة، وهذا يعني بالدرجة الأولى أن الاتجاه نحو استخدام المصدر الخارجي لتمويل عملية توزيع الأرباح، لا بد وأن يتم تخطيطه في ضوء محددات الهيكل المناسب للتمويل، أي بما لا يخل بهدف تعظيم سعر السهم الواحد إلى أقصى حد ممكن (تعظيم ثروة الملاك).

إن الارتباط بين سياسة توزيع الأرباح وقرارات الاستثمار والتمويل تبدو واضحة من خلال العلاقة التالية:

توزيعات الأرباح= (النقدية الناتجة عن التشغيل+ مصادر التمويل الخارجية)- الأموال المطلوبة للاستثمار

وهذه العلاقة السابقة توضح لنا أن عملية توزيع الأرباح في المؤسسة، ما هي إلا محصلة للفرق بين ما هو متاح لهذه المؤسسة من نقدية (داخلية أم خارجية) وبين ما تحتاجه من أموال لعمليات الاستثمار، وذلك مع ملاحظة أنه إذا ما كانت النقدية الداخلية كافية لتغطية مطالب الاستثمار أو تزيد عنها، فلا حاجة أصلا للحصول على الأصول الخارجية كاتجاه لتمويل عملية التوزيع.[1]

يمكن للمؤسسة أن تتراوح أرباحها بنسب متفاوتة في اتجاهين:

- الاحتفاظ داخل المؤسسة لزيادة التمويل الذاتي؛
- توزيعات على المساهمين.

بطريقة أخرى:

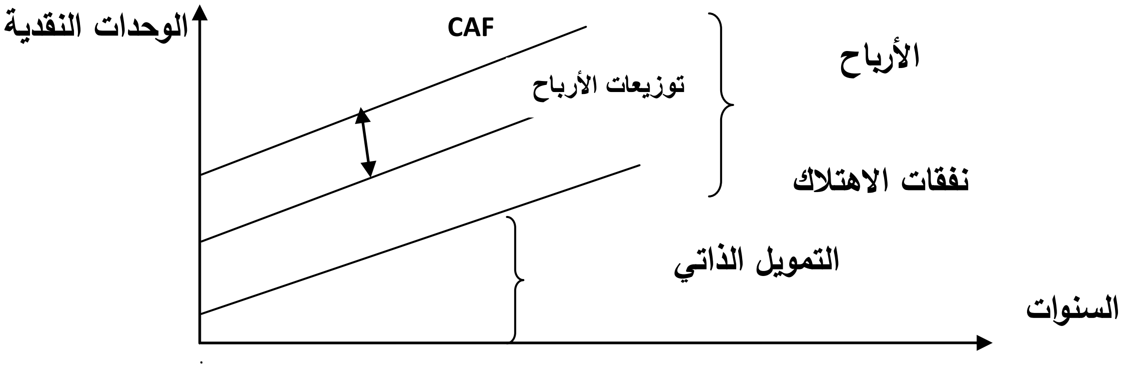
CAF= النتيجة الصافية + نفقات الإهتلاك.

التمويل الذاتي= CAF- الأرباح الموزعة = النتيجة- الأرباح الموزعة+ نفقات الإهتلاك.

والشكل التالي يوضح ذلك:

(1) محمد زوقون، مرجع سبق ذكره، ص 86.

الشكل رقم (1-1): الأرباح، التوزيعات، التمويل الذاتي



source : Hutin hervé, **toute la finance**, 3éme édition, édition organisation, paris, 2004, p 289.

المطلب الثاني: آليات سياسة دفع توزيعات الأرباح

وقسمنا هذا المطلب إلى مقدار توزيعات الأرباح وإجراءات سياسة توزيع الأرباح:

أولا: مقدار توزيعات الأرباح[1]

تعد الأرباح المحققة من قبل المؤسسة المحدد الرئيسي لمقدار التوزيعات، رغم أن الإدارة تسعى إلى تحقيق الاستقرار في هذه النسبة قدر المستطاع، ويكون مجلس الإدارة المسؤول الأول عن تحديد نسبتها، كما يمكن أن يقرر رفعها أو تخفيضها حسب ما تقتضيه الظروف.

ويتم عموما استخدام معدلين أساسين لتحديد مقدار التوزيعات المحولة من المؤسسة إلى حاملي الأسهم وتتمثل في:

1- مردودية السهم

تقاس مردودية السهم بالقيمة السنوية من التوزيعات المحولة للسهم مقسمة على سعر السهم السوقي، فمردودية السهم أو غلة التوزيعات (**dividend yield**) عند بعض المستثمرين يعد بمثابة مقياس لدرجة الخطر وشبكة توضيحية للمستثمر حول وضعية المؤسسة، وبالتالي فالمستثمر يتجه إلى المؤسسة التي تكون فيها مردودية السهم عالية.

2- نسبة التوزيعات

تحدد نسبة التوزيعات بتوزيعات الأرباح مقسمة على إجمالي الأرباح، وتعتبر من أهم النسب المستعملة من قبل المحللين، فهي أداة تستعمل في الغالب للتنبؤ بالتوزيعات في الفترات المستقبلية، إذ يحظى التنبؤ بالنمو في الأرباح المستقبلية بالأهمية البالغة من طرف المحللين مقارنة بالتوزيعات، وخير ما تحدد به هو نسبة الأرباح المحتجزة والتي تمثل الجزء المعاد استثماره من الأرباح المحققة، فارتفاع هذه النسبة ينبأ بارتفاع في معدل نمو الأرباح.

---

(1) عبد الكريم بوحادرة، مرجع سبق ذكره، ص 111.

ويعتبر هذين المعدلين من أهم المقاييس المستعملة في تحليل سياسة توزيعات الأرباح، حيث يعتبر تركيز المؤسسة على تحقيق مستوى معين من هذين المعدلين المؤثر على عملية تداول أسهمها وكذا على تركيبة مساهميها.

ثانيا: إجراءات سياسة توزيع الأرباح

يمكن تقسيم إجراءات توزيع الأرباح إلى أربعة مراحل رئيسية وهي:

1- تاريخ الإعلان عن توزيع الأرباح Déclaration Date: هو تاريخ اجتماع مجلس إدارة المؤسسة واتخاذ القرار بتوزيع الأرباح على المساهمين.

2- تاريخ ظهور أسماء المساهمين في السجلات Date of Record: وهو التاريخ الذي تظهر فيها قائمة بأسماء المساهمين الذين يحق لهم الحصول على توزيعات الأرباح، وبناء عليه فإن نقل ملكية السهم بعد هذا التاريخ لا يؤهل المالك الجديد للحصول على هذه التوزيعات.

3- تاريخ التوزيعات السابقة EX- Divident date: وهو تاريخ انتهاء حق المساهم الجديد في الحصول على توزيعات الأرباح، وعادة ما يحدد هذا التاريخ ب 4 أيام عمل سابقة على تاريخ ظهور الأسماء في السجلات، فإذا انتقلت ملكية السهم خلال هذه الأيام الأربعة فلا يحق للمساهم الجديد الحصول على التوزيعات.

4- تاريخ دفع التوزيعات payment Date: وهو التاريخ الذي يمكن للمساهم فيه الحصول على شيكات الأرباح الموزعة، أو يتم فيه إرسال الشيكات بالبريد للمساهمين.(1)

والشكل التالي يوضح التواريخ المهمة لإجراء سياسة توزيع الأرباح:

الشكل رقم (1-2): السلم الزمني لدفع التوزيعات

Source : DAMODARAN Aswat, **Finance d'Enterprise, théorie et pratique**, 1ére édition , traduction de la 2éme édition américaine sous la direction de HIRIGOYEN.G & autres, de boeck, bruxelle, 2010, p 896.

(1) فايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص ص 263، 264

ويتم تحديد مستوى التوزيعات بطريقة تتواءم وظروف الشركة ويجب تكون قادرة على إجراء التوزيعات حتى في السنوات التي تكون أرباحها متدنية، وهذا يعني أن الشركة تجري تقديرات وتعد تنبؤات عن الأرباح المتوقعة، ومعدل التوزيعات المناسب في الآجل الطويل أخذا في الحسبان الفرص الاستثمارية، وبهذا الشكل يتحدد معدل التوزيعات بطريقة يمكن للمؤسسة الحفاظ على هذا المستوى من التوزيعات.[(1)]

المطلب الثالث: العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح

وتتمثل العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح فيما يلي:

أولا: العوامل الخارجية

1- التضخم

تأثر معدلات التضخم على سياسة توزيع العائد بالمؤسسة، فإذا كان من المتوقع زيادة معدل التضخم خلال الفترة المقبلة، فإن ذلك ولا شك سوف يؤدي إلى انخفاض القوة الشرائية للنقود، مما يمثل عقبة أمام المؤسسة عند قيامها بإحلال أصولها التي انتهى عمرها الإنتاجي.

بينما إذا كان من المتوقع انخفاض معدل التضخم خلال الفترة المقبلة، فإن ذلك يجعل المنظمة تزيد من مقدار الأرباح الموزعة كعائد على المساهمين وتحتفظ بجزء أقل من الأرباح المحتجزة لديها.[(2)]

ويؤدي التضخم إلى ارتفاع تكلفة استبدال الأصول الثابتة وعدم كفاية اقتطاعات الإهلاك لاستبدال هذه الأصول، وبالتالي فإن هذه المؤسسة تلجأ إلى احتجاز الأرباح فهي في مثل هذه الحالات لتمويل استبدال هذه الأصول، مما يؤدي إلى زيادة نسبة الأرباح المحتجزة، وبالتالي انخفاض التوزيعات في فترات التضخم.[(3)]

2- الضرائب

تأخذ المؤسسة في اعتبارها معدل الضريبة عند إقرارها لسياسة توزيع الأرباح، ونميزها بين ثلاث أنواع للضرائب التي تؤثر على سياسة توزيع الأرباح كالآتي:

أ- الضرائب الشخصية على دخل المساهم

إن المساهم يخضع لضريبة شخصية على الدخل الذي يحصل عليه، سواء في شكل توزيعات للأرباح أو من الأرباح والمكاسب الرأسمالية التي تتحقق من بيع أصول يحتفظ بها لفترة أطول من الزمن، حيث نجد أن الضريبة على الأرباح أو المكاسب الرأسمالية أقل بصفة عامة عن تلك التي تفرض التوزيعات، ويعني هذا

---

(1) عبد الغفار حنفي، **الإدارة المالية المعاصرة (مدخل اتخاذ القرارات)**، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1993، ص 242.

(2) أحمد محمد غنيم، مرجع سبق ذكره، ص ص 215، 216.

(3) فايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص 267.

النظام الضريبي يشجع الحصول على إيرادات أو دخول إضافية في شكل مكاسب رأسمالية، وفقا للميزة الضريبية فإن الملاك يفضلون أن تقوم المؤسسة لتمويل الاستثمارات من التمويل الداخلي أي من الأرباح، وتدنية التوزيعات إلى أقل مستوى ممكن، حتى وان كانت الأرباح أو المكاسب الرأسمالية ليست لها أي ميزة ضريبية، ويرجع ذلك أن أي دينار تحققه المؤسسة في شكل أرباح وتحتجزه سواء في شكل سائل أو تعيد استثماره في أصول مولدة للدخل، فإن ذلك من شأنه أن يرفع القيمة السوقية للمؤسسة والقيمة السوقية المتداولة حاليا.[1]

ب- الضرائب على المبالغة في حجز الأرباح

هل يمكن للمؤسسة أن لا تجري أي توزيعات نقدية وتحتجز الأرباح التي تتحقق، وتتيح للمستثمر إمكانية الحصول على الدخل من خلال المكاسب الرأسمالية؟

يمكن تحقيق هذه الغاية بشرط إذا ما استخدمت هذه الأموال في شراء أصول إنتاجية وأن لا تقتصر على عملية الاحتجاز في شكل نقدي أو بدائل نقدية فقط (أسهم، سندات وأدونات خزينة)، فإذا تراكم لدى الشركة استثمارات شبه سائلة نتيجة حجز الأرباح، وتجاوز هذا الحجز المستوى المقبول، فقد تلجأ بعض الأنظمة لفرض ضريبة إضافية على ذلك الجزء من التراكمات في هذه الأصول والمتجاوز المستوى المقبول، ورغم أن هذا الجزء غير المستحب تطبيقه إلا أنه أداة فعالة للحيلولة دون لجوء الشركات لمثل هذه الأساليب لتجنب توزيع الأرباح.[2]

ج- الضريبة على أرباح الشركات

إن الضريبة على أرباح الشركات هي ضريبة نسبية مباشرة تقتطع سنويا على مجمل الأرباح والمداخيل التي تحققها الشركات من طرف ولصالح الدولة بصفة إجبارية ونهائية ومن دون أي مقابل، وهذا وفقا لقواعد قانونية محددة، وهذا الاقتطاع يفرض على الأرباح التي يحققها الأشخاص المعنويون الذين يخضعون إجباريا للنظام الحقيقي، دون الأخذ بعين الاعتبار لحجم رقم الأعمال المحقق وبعض الأشخاص الطبيعيين، وهذا حسب مقدرتهم التكلفية بغرض استخدامه لتحقيق المنفعة العامة.[3]

3- السياسات التي تتبعها المؤسسة المثيلة

تميل معظم المؤسسات إلى التعرف إلى نسبة التوزيعات التي تتبعها المؤسسات التي تنتمي لنفس الصناعة أو المؤسسات التي تتمتع بنفس معدل النمو، لماذا؟ لأن إتباع سياسة مماثلة لما هو سائد، يحمل في

---

(1) عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، **أساسيات الاستثمار الرأسمالي وتقييم الأداء**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2013، ص 449.

(2) أمجد إبراهيم البراجنة، **اختبار العلاقة بين توزيع الأرباح وكل من القيمة السوقية والدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية**، رسالة ماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية، غزة، 2009، ص ص 20، 21.

(3) يوسف مامش، ناصر دداي عدون، **أثر التشريع الجبائي على مردودية المؤسسة وهيكلها المالي**، الطبعة الأولى، دار المحمدية، الجزائر، 2008، ص 210.

طياته مبررا لتلك السياسة.[1]

4- فرص الاستثمار المتاحة

إذا لم ترغب المؤسسة في استخدام أرباحها في أصول إنتاجية (سواء في استثمارات رأسمالية أو زيادة أصولها المتداولة)، أو أنها لا ترغب في استهلاك ديونها، فإنه يمكن توزيع هذه الأرباح نقدا، ومن ناحية أخرى، إذا ما توافر لدى المؤسسة فرصة استثمارية مربحة، فإنه يمكن استخدام هذه الأرباح في تمويلها. ومن المؤلوف بالنسبة للمؤسسة الناشئة التي تنمو بسرعة والمتاح أمامها فرص استثمارية عالية العائد أن تتردد في استخدام الأرباح في تمويلها، ورغم ذلك فلا تستطيع ألا تجري توزيعات بصفة عامة وإنما تفضل تمويل الاستثمارات من الأرباح بدلا من توزيع الجانب الأكبر منها واللجوء إلى التمويل الخارجي عن طريق إصدار أسهم جديدة أو سندات، ويترتب الحصول على التمويل الخارجي تحمل تكلفة تسمى بتكلفة المعاملات المالية وهي المتعلقة بإصدار وبيع الأسهم والسندات، ويمكن تجنب هذه التكلفة إذا تم استخدام التمويل الذاتي، حتى ولو كانت الاستثمارات الحالية عائدها متواضع إلى أن تبدو استثمارات مستقبلية أفضل، لذلك قد ينصح باستثمار الأرباح الحالية في أصول أكثر وهذا يعني إمكانية الحصول على هذه الأموال وتوجيهها في الوقت المناسب إلى الاستثمارات أو الفرص الاستثمارية المربحة.[2]

ثانيا: العوامل الداخلية

وعلى عكس العوامل الخارجية، يكون تأثير العوامل الداخلية نتيجة لأداء المؤسسة المالي والاقتصادي، وطريقة تصرفها في الأرباح المحققة، وتتمثل هذه العوامل في:

1- هيكل الملكية

إن إصدار أسهم جديدة كأسلوب للتمويل في الشركات الكبيرة لا يؤثر على المساهمين، أما في الشركات الصغيرة أو متوسطة الحجم فإن المساهمين يعارضون هذا الأسلوب لأنه يؤدي إلى انحلال الملكية نتيجة إضافة مساهمين جدد في المؤسسة، ولذلك فإنهم يفضلون التمويل بالمديونية أو بالأرباح المحتجزة على التمويل بالأسهم، مما يؤدي إلى زيادة احتجاز الأرباح في مثل هذه المؤسسات وبالتالي انخفاض الأرباح الموزعة.[3]

2- توافر السيولة

إن قدرة المؤسسة على توزيع الأرباح يعتمد على حجم النقدية لديها، حيث أن التوزيعات تدفع نقدا، ولا يعتمد ذلك على حجم الأرباح لديها، لأن التوزيعات لا تدفع من الأرباح المحتجزة، وإنما من النقدية، إن زيادة الأرباح المحتجزة في المؤسسة تؤدي إلى زيادة إستثماراتها، وزيادة قدرتها على خلق تدفقات نقدية غير أن هذه

---

(1) منير إبراهيم هندي، **الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات**، مرجع سبق ذكره، ص 337.

(2) عبد الغفار حنفي، **الإدارة المالية (مدخل اتخاذ القرارات)**، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2007، ص 238.

(3) فايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص 267.

التدفقات يعاد استثمارها في الغالب أو تستخدم لتسديد المديونية القائمة بالمؤسسة.[1]وإن زيادة نسبة الأرباح الموزعة تعتمد على توفير المؤسسة للمزيد من النقدية أو الأصول سريعة التحويل إلى نقدية، فالمؤسسات التي تنمو بسرعة تحقق من وراء ذلك الأرباح عادة ما تعاني من نقص السيولة، فالموارد المتاحة عادة ما تستثمر في أصول ثابتة أو أصول متداولة دائمة وحتى النقدية الفائضة عادة ما تكون لغرض الحيطة في مواجهة عدم التأكد دون رغبة أو استعداد من جانبها لاستخدام هذا الفائض في إجراء التوزيعات[2].

3- المركز الائتماني والقدرة الافتراضية

سبق الإشارة إلى أن درجة توافر السيولة يعد عنصرا هاما في قرار إجراء التوزيعات النقدية، إلا أنه يمكن للمنشأة التغلب على عدم توافر السيولة عن طريق الحصول على قروض قصيرة الأجل لتمويل قرارات التوزيع، وتتوقف قدرة المؤسسة في حصولها على قروض لو أنها تتمتع بمركز مالي قوي، وكذلك مدى توافر طاقة اقتراضية غير مستغلة لدى المؤسسة.

بالإضافة إلى ذلك فإن اعتماد المؤسسة على الأرباح المحتجزة في تمويل الفرص الاستثمارية يعني أن الإدارة تسعى إلى زيادة نسبة حقوق الملكية في هيكل رأس المال، فإذا كانت نسبة الرفع المالي لدى المؤسسة منخفضة ويمكن الحصول على قروض بتكلفة أقل من تكلفة استخدام الأرباح المحتجزة، في هذه الحالة يمكن للمؤسسة أن تقوم بإجراء توزيعات نقدية على المساهمين، حتى لو كانت تعاني نقص في السيولة.[3]

4- تكلفة الإصدار وتكلفة المعاملات

إذا كان أمام الإدارة فرصة لتنفيذ استثمارات جديدة فقد يكون من الأفضل احتجاز الأرباح، بدلا من توزيعها والالتجاء إلى إصدار أسهم عادية لتمويل تلك الاستثمارات، يرجع هذا إلى ارتفاع تكلفة التمويل بالأسهم العادية مقارنة بتكلفة التمويل بالأرباح المحتجزة، ونظرا للعلاقة العكسية بين تكلفة التمويل وبين القيمة السوقية للمؤسسة فإن احتجاز الأرباح في ظل هذه الظروف يعد سياسة حكيمة اذ من شأنها أن تسهم في تعظيم ثروة الملاك.[4]

إن قيام المستثمر ببيع وشراء الأوراق المالية يكبده تكلفة يتمثل الجزء الأكبر منها في العمولة التي يتحصل عليها السمسار، فإن سياسة احتجاز الأرباح تعد وسيلة غير مكلفة بالنسبة للمستثمر لزيادة ملكيته في المؤسسة، فالبديل لتحقيق ذلك إذا قامت المؤسسة بإجراء توزيعات نقدية هو أنه يتوجه حامل السهم إلى البورصة لشراء أسهم المؤسسة وفي هذه الحالة لن يستطيع أن يتجنب تكاليف المعاملات أما إذا كان المستثمر يرغب في شراء أسهم مؤسسة أخرى أو زيادة إنفاقه الاستهلاكي ففي هذه الحالة سوف يفضل أن تقوم المؤسسة بإجراء توزيعات نقدية مرتفعة.[5]

---

[1] المرجع السابق، ص 266.

[2] منير إبراهيم هندي، **الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل**، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1998، ص 345.

[3] محمد صالح الحناوي، ابراهيم إسماعيل سلطان، مرجع سبق ذكره ، ص416.

[4] منير ابراهيم هندي، **الإدارة المالية (مدخل تحليلي معاصر)**، الطبعة الخامسة، مرجع سبق ذكره، ص ص 715، 716.

[5] محمد صالح الحناوي، ابراهيم إسماعيل سلطان، مرجع سبق ذكره، ص 417

5- الاحتياجات التمويلية وتمويل النمو

يعد تحديد الاحتياجات المالية بمثابة نقطة البداية لتحديد قرار التوزيع، ومن ثم تعد قائمة مصادر واستخدامات الأموال وكذلك الميزانية النقدية التقديرية والتنبؤ بالاحتياجات المالية أدوات هامة لتحديد الموقف المالي والنقدي للمؤسسة، كما يتوقف توزيع الأرباح أو حجزها على سياسة الإدارة بشأن التوسع والنمو.
وفي العموم فإن المؤسسات الجديدة تفضل الاعتماد على الأرباح المحتجزة لمقابلة النمو، وتستمر في تلك السياسة حتى تصل إلى مرحلة النضج في هذه الحالة تبدأ في توزيع الأرباح بدلا من الاحتفاظ بها.(1)

6- تذبذب الأرباح

كلما ازدادت درجة تذبذب أرباح المؤسسة كلما قلت نسبة توزيعات الأرباح والعكس صحيح، أي أن العلاقة بين درجة تذبذب الأرباح ونسبة التوزيعات علاقة عكسية، فإذا كانت الأرباح غير مستقرة فإن قدرة المؤسسة على استخدام الأرباح كمصدر تمويل تصبح محدودة، نظرا لارتفاع درجة عدم التأكد من تحقيق أرباح كافية، وعندما تتحقق هذه الأرباح فإن إدارة المؤسسة تحتجز قدرا أكبر من الأرباح لسد احتياجاتها، ولذلك فإن نسبة التوزيعات تقل في هذه الحالة. وبالعكس، فإن استقرار الأرباح في المؤسسة يزيد من ثقة الإدارة في توفر الأرباح وبالتالي يزيد من قدرتها على توزيع جزء أكبر نسبيا من هذه الأرباح على المساهمين.(2)

كما تهدف المؤسسات إلى تعظيم الأرباح المتوقعة لتتمكن من زيادة التوزيع النقدي للأرباح، ونجد أن أغلب المسيرين الماليين يميلون نحو الزيادة التدريجية وغير مباشرة للحفاظ على مستويات عالية من الأرباح أولا، والتحرك نحو التوزيع المستهدف في الأجل الطويل ثانيا(3).

7- الرغبة والسيطرة

تؤدي سياسة التوزيعات السخية- في الوقت التي توجد فيه الاحتياجات لتمويل المشاريع الاستثمارية- إلى إصدار المزيد من الأسهم العادية لتعويض مصادر التمويل عن طريق الأرباح المحتجزة، هذه الطريقة قد لا تكون ملائمة خاصة للمؤسسات الصغيرة إذ من شأنه أن يضعف سيطرة المساهمين الحاليين، يحدث هذا إذا لم يحصل المساهمون الحاليون على حصة مناسبة من الإصدار الجديد.(4)

---

(1) المرجع السابق، ص 415.

(2) فايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص 267.

(3) حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص 585.

(4) حورية بديدة، **تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المسعرة في السوق المالي**، رسالة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية أسواق، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2010-2011، ص 46.

ثالثا: القيود القانونية والتعاقدية

1- القيود القانونية

تهدف هذه المحددات إلى حماية المقرضين الذين أقرضوا المؤسسة ووفروا مصادر التمويل اللازم لها، حيث يتم وضع قيود تحد من قدرة الشركة على توزيع الأرباح، وتتمثل هذه القيود فيما يلي:

أ- قيد إضعاف رأس المال

ويتوقف هذا القيد على المقصود برأس المال، فإذا كان المقصود به القيمة الاسمية للأسهم المصدرة أو ما يطلق عليه برأس المال القانوني حينئذ يمكن أن تجرى التوزيعات من الزيادة المتمثلة في الفرق بين القيمة الدفترية والقيمة الاسمية للأسهم، وهو ما يطلق عليه برأس المال الإضافي، إلى جانب ما يمكن احتجازه من أرباح السنة التي تجرى عنها التوزيعات. أما إذا كان المقصود برأس المال القيمة المدفوعة في شراء السهم أي رأس المال القانوني، إضافة إلى رأس المال الإضافي حينئذ سوف يقتصر التوزيع على ما يمكن احتجازه من أرباح.

ب- قيد صافي الأرباح

يرتبط بالقيد السابق وقد يكون بديل له، حيث يقضي بأنه لا ينبغي أن تجرى توزيعات، ما لم تكن هناك أرباح محققة سابقا، الهدف منه هو منع الملاك من سحب استثماراتهم من رأس مال المؤسسة.[1]

ج- قيد عدم كفاية الأصول لتغطية الخصوم

ويعني هذا أن المؤسسة لا يمكن أن تدفع توزيعات نقدية إذا كانت حقوق الملكية (أصول- خصوم) لا تساوي القيمة الإجمالية لأسهم المؤسسة المتداولة، والهدف من هذا الشرط هو ضمان أن أصول المؤسسة تزيد عن خصومها بهامش معين كحد أدنى كضمان للدائنين فهذا الهامش (فائض القيمة) يكون متغير بالمقارنة بأصول وخصوم المؤسسة ولكنه مع ذلك يعتبر كحد أدنى نوع من الضمان للدائنين.[2]

د- قيد الإعسار المالي

إن المؤسسات لا تستطيع دفع توزيعات الأرباح عند الإفلاس، في الحالة التي تزيد فيها الالتزامات عن الأصول ودفع توزيعات أرباح في هذه الأحوال يعني إعطاء المساهمين أموالا تخص الدائنون [3].

---

(1) منير ابراهيم هندي، **الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل**، مرجع سبق ذكره، ص ص 349، 350.

(2) عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، مرجع سبق ذكره، ص 452.

(3) فرد ويستون، يوجين برجام، **التمويل الإداري**، الجزء الثاني، ترجمة عبد الرحمان دعالة بيلة وعبد الفتاح السيد النعماني، دار المريخ للنشر، الرياض، 1993، ص 378.

هـ- قيد العقوبة الضريبية

لو ثبت لمصلحة الضرائب أن نسبة التوزيعات منخفضة بشكل مريب، أي بطريقة تستهدف مجرد تحويل توزيعات إلى أرباح رأسمالية، بما يعطي للمستثمرين فرصة لتأجيل دفع الضرائب المستحقة عليهم، حينئذ يمكنها توقيع جزاء على المؤسسة وذلك بفرض ضريبة خاصة إضافية. مثل هذا الإجراء من شأنه أن يحد من محاولات حملة الأسهم الأغنياء من التأثير على سياسات التوزيعات وذلك بإعطاء أفضلية لاحتجاز الأرباح.[1]

و- القيود التعاقدية

قد تتضمن الاتفاقيات والعقود المبرمة بين المؤسسة والدائنين، أو بينها وبين أصحاب الأسهم الممتازة بعض الشروط تحد من حرية تصرف المؤسسة، حماية الدائنين أو أصحاب الأسهم الممتازة، حيث قد يشترط الدائنون ألا يتم إجراء أي توزيعات نقدية على أصحاب الأسهم العادية إلا بعد أن يتم الوفاء بشروط الاتفاقية حيث يشترط الحفاظ على مستوى ملائم من رأس المال العامل أو قيودا على الاستثمارات، وقد يشترط حملة الأسهم الممتازة المجمعة الأرباح ألا يتم دفع أو إجراء أي توزيعات لحملة الأسهم العادية إلا بعد دفع توزيعات لحملة الأسهم الممتازة المستحقة حاليا أو عن سنوات سابقة.[2]

[1] منير إبراهيم هندي، **الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل**، المرجع السابق، ص 350.

[2] عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، **أساسيات التمويل والإدارة المالية**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004، ص 405.

خلاصة

تضمن هذا الفصل سياسة توزيع الأرباح وفق النظرية المالية، تناولت من خلاله مفهوم ودوافع وطبيعة سياسة توزيع الأرباح، إذ يتمثل في النهج الذي تتبعه المؤسسة من حيث توزيع الأرباح أو احتجازها لإعادة استثمارها ويمكن أن يكون التوزيع على شكل نقدي أو عيني، وتأخذ سياسة توزيع الأرباح أنواع مختلفة فقد تكون ثابتة أو منتظمة أو منخفضة ومتزايدة، إضافة إلى أشكال أخرى كالتوزيعات على شكل أسهم، معكوس الاشتقاق التوزيعات إضافية.

ومن أهم العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح نجد الضريبة حيث لها تأثيرات سواء في حالة إجراء توزيعات للأرباح أو القيام باحتجازها أو في حالة إعادة استثمار هذه الأرباح والتي قد ينتج عنها إعفاءات وتخفيضات ضريبية.

الفصل الثاني: الإطار النظري لقيمة المؤسسة.

المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لقيمة المؤسسة.

المبحث الثاني: الإطار المفاهيمي للتقييم.

المبحث الثالث: طرق تحديد قيمة المؤسسة.

تمهيد

يحتل موضوع خلق القيمة مكانة هامة في مراكز القيادة والتسيير داخل المؤسسات الاقتصادية، فالتسيير بالقيمة أصبح ميزة مرتبطة بالمؤسسات الكبرى الهادفة إلى تعظيم قيمتها مما يحتم عليها ضرورة إجراء تقييم دوري سواء للمؤسسة ككل أو لأحد فروعها، مما يسمح لها بالوقوف على قيمتها، ومن تم اتخاذ التدابير والقرارات المناسبة.

ويتطلب الأمر قبل الخوض في أي موضوع تحديد طبيعته ومفاهيمه، لذا قمنا بتقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث، يتضمن المبحث الأول الإطار المفاهيمي لقيمة المؤسسة، ويتناول المبحث الثاني الإطار المفاهيمي للتقييم، أما المبحث الثالث فتطرقنا فيه إلى طرق تحديد قيمة المؤسسة.

المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لقيمة المؤسسة

تتخذ القيمة عدة مفاهيم وأنواع مختلفة ومجموعة من العوامل المؤثرة عليها، ولقياس هذه القيمة في المؤسسة توجد عدة مؤشرات تختلف حسب الطبيعة.

وهذا ما سنتطرق له من خلال هذا المبحث، بحيث سنتناول مفهوم وأنواع القيمة في المطلب الأول، مؤشرات خلق القيمة في المطلب الثاني، أما المطلب الثالث فخصص للعوامل المؤثرة على قيمة المؤسسة.

المطلب الأول: مفهوم وأنواع قيمة المؤسسة

يعتبر هدف تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة من بين أهم الأهداف التي تسعى المؤسسة لتحقيقها، وهذا من أجل المحافظة على استمراريتها، إلا أن مفهوم القيمة ليس واضح ومباشر وذلك كونه يتوقف على العديد من العوامل، والمفاهيم الداخلة في تحديده.

أولا: مفهوم قيمة المؤسسة

تعرف القيمة على أنها:" ذلك المستوى من النوعية والذي يعطى لشيء ما بعد إجراء عملية خبرة وتقييم عليه".[1]

كما تعرف القيمة على أنها:" ذلك المبلغ النقدي العادل الذي خلص إليه خبير متخصص حيث أن ذلك المبلغ يحظى بقبول لدى مختلف الأطراف المعنية بها عند كل مرحلة من طلب قياسها، والذي يعكس القيمة المعادلة لكافة موارد وإمكانيات المؤسسة المستغلة في تنظيمها القائم وذلك في ظل مفهوم استمرارية النشاط".[2]

وتعرف كذلك بأنها:" إجمالي القيمة الإجمالية للملكية وممتلكات الحقوق التي تخص المؤسسة، وبالتالي القيمة هي المؤشرة الأكثر شمولا على كفاءة المؤسسة (الحالة المالية، المخاطر الحالية وتطورها...إلخ)، وتعرف كذلك على أنها التدفقات النقدية المخصوصة لها".[3]

وفي مفهوم آخر تتمثل قيمة المؤسسة على أنها:" عبارة عن مبلغ يدفع مقابل أصل، أو الحق في الحصول على عوائد مستقبلية من وراء استخدام ذلك الأصل، والقيمة تختلف عن السعر الذي يمثل المبلغ المدفوع للحصول على أصل ما، بمعنى أن القيمة موجودة في جوهر الشيء وبحدوث عملية التبادل يتم ترجمتها إلى سعر.

---

[1] محفوظ جبار، **أسواق رؤوس الأموال**، الجزء الأول، الطبعة الأولى، دار الهدى للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2011، ص 173.

[2] هواري سويسي، **تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر**، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة الجزائر3، الجزائر،2007-2008، ص37.

[3] صابر عباسي، **دور التسيير بالقيمة للضرائب في اتخاذ القرارات المالية للمؤسسة الاقتصادية**، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، تخصص محاسبة و جباية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015-2016، ص 3.

القيمة من الممكن أن تكون موجودة من دون تبادل فهي ترتكز عن التقدير النظري المعتمد على مفهوم المنفعة والذي قام المستثمر أو المقيم بالمقارنة مع مختلف السلع المتاحة وتحول القيمة إلى سعر يتحقق بوجود مطابقة بين العرض والطلب الحقيقيين. (1)

كما عرفتها لجنة المعايير الدولية **(IVSC)** في المعيار الثالث الخاص بتقييم الأصول لأغراض إعداد القوائم المالية والحسابات المرتبطة بها كما يلي:

" مبلغ تقديري يمكن في مقابله تبادل أصل في تاريخ التقييم بين مشتر وبائع راغبين في عقد صفقة، وفي ظل سوق محايد بحيث يتوافر لكل منهما المعلومات الكافية وله مطلق الحرية وبدون وجود إكراه على إتمام الصفقة".(2)

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

ثانيا: الأنواع المختلفة لقيمة المؤسسة

يمكن عرض مختلف أنواع القيمة فيما يلي:

1- القيمة السوقية

تعرف أيضا بالقيمة السوقية العادلة، وهي الأكثر شيوعا لتقدير القيمة، وهي عبارة عن المبلغ المعبر عنه نقدا أو بما يعادل النقد الذي يتم به انتقال ملكية أصل ما من بائع راغب إلى مشتري راغب ويتوفر لدى كل منهما معلومات معقولة عن كافة الحقائق ذات الصلة ولا يخضع أي منهما لأي نوع من الإكراه. (3)

وقد نصت معايير المحاسبة الدولية على أن السعر في السوق النشط يمثل أفضل دليل على القيمة العادلة للموجودات المراد قياسها وصفات السوق النشط هي:

- عادة يكون بائع ومشتري في أي لحظة؛
- الأسعار معلنة ومتوفرة للعامة؛
- البنود التي يتم تداولها في هذا السوق تكون متجانسة. (4)

2- القيمة الاستثمارية

هي عبارة عن قيمة المنافع المستقبلية النابعة من تملك أصل ما بالنسبة لمشتري معين، والقيمة الاستثمارية يمكن أن تختلف اختلافا كبيرا من مشتري محتمل لآخر بسبب عدة اسباب وبعض العوامل التي

(1) بلخير بكاري، **أثر التقييم المالي على مسار الشراكة بالنسبة لمؤسسات قطاع المحروقات في الجزائر**، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر،2009-2010، ص ص 13، 14.

(2) طارق عبد العال حماد، **التقييم وإعادة هيكلة الشركات: تحديد قيمة المنشأة**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008، ص 28.

(3) طارق عبد العال حماد، **التقييم: تقدير قيمة بنك لأغراض الاندماج أوالخصخصة**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص ص 6، 7.

(4) سحنون بونعجة، **محاسبة شركات التأمين من منظور معايير المحاسبة الدولية**، الملتقى الدولي السابع حول الصناعة التأمينية- الواقع العملي وآفاق التطوير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، يومي 3-4 ديسمبر 2012، ص 7.

يمكن أن تؤثر على تقدير مشتري معين للقيمة الاستثمارية للمؤسسة، وتشمل:[1]

- فرص خلق للقيمة المتصورة؛
- رغبة المشتري في دخول سوق جديدة؛
- مدى إدراك المخاطرة؛
- الوضع الضريبي للمشتري؛
- تفاؤل المشتري.

3- القيمة الدفترية

هي مفهوم محاسبي فقط وليس تقييم اقتصادي، وتعبر عن التكلفة المحاسبية التاريخية، للأصل المعني ناقص جميع الإهتلاكات (الإهتلاك التراكمي)، بالنسبة للمؤسسة الاقتصادية هي بمثابة تحديد التكلفة الأصلية للأصول مع طرح الاحتياطات مثل الإهتلاكات، الديون المعدومة.

أما بالنسبة لشركات المساهمة فإن القيمة الدفترية للسهم العادي تتمثل أساسا في قسمة صافي حقوق الملكية على عدد الأسهم العادية وذلك بعد خصم جميع الإلتزامات والقيم المقابلة للأسهم الممتازة.

وبعبارة أخرى فهي تتمثل في قسمة رأس المال المدفوع والاحتياطات والأرباح المحتجزة إن وجدت على عدد الأسهم العادية.[2]

4- القيمة الاستعمالية والقيمة التبادلية

تشير القيمة الاستعمالية إلى أهمية السلعة أو الخدمة بالنسبة للمستهلك وفقا للمنفعة المتوقعة منها، وبالتالي تقيس حجم الإشباع الذي يمكن تحقيقه من السلعة أو الخدمة، وتعبر عن الأهمية الاقتصادية للسلعة بالنسبة للمستهلك تبعا لظروفه، رغباته وتوقعاته، ويعبر هذا المفهوم عن الجانب الذاتي للقيمة، فالمنفعة تختلف من شخص لآخر لاختلاف درجة الإشباع المتوقعة. أما مفهوم القيمة التبادلية فيشير للسلعة أو الخدمة من القدرة على شراء سلع أو خدمات أخرى أو السعر الذي يربط بين سلعتين، ويعبر هذا المفهوم عن الجانب الموضوعي للقيمة لأنها تأخذ بوجهة نظر العديد من الأطراف.

وبالنسبة للأصل، تعبر القيمة الاستعمالية عن المنافع الاقتصادية المتوقعة من استخدامه في نشاطات المؤسسة، أما القيمة التبادلية فتعبر عن سعره في السوق، والذي يصطلح عليه بصافي القيمة البيعية، والقيمة الاستعمالية لأصل لا ترتبط بملكيته وإنما ترتبط بكيانه المادي، أما القيمة التبادلية فترتبط بالأصل المملوك.[3]

---

[1] طارق عبد العال حماد، **التقييم وإعادة هيكلة الشركات: تحديد قيمة المنشأة**، مرجع سبق ذكره، ص 14.

[2] سعيد بريكة، سمير مسعي، **تقييم المنشأة الاقتصادية: مدخل القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)**، مداخلة في اطار فعالية الملتقى الدولي حول صنع القرار في المؤسسة الاقتصادية، جامعة محمد بوضياف، الجزائر، أفريل 2009، ص 4،5.

[3] بلال كيموش، **التقييم الدوري للعناصر المادية ودوره في المحافظة على قيمة المؤسسة في ظل النظام المحاسبي المالي**، رسالة ماجستير في العلوم التجارية، تخصص دراسات مالية و محاسبة معمقة، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2010-2011، ص ص 41، 42.

5- القيمة المتبقية أو قيمة الخردة

هي المبلغ الصافي الذي يرتقب كيان ما الحصول عليه في مقابل أصول عند نهاية مدة منفعتها بعد خصم تكاليف الخروج المنتظرة.(1)

وتختلف هذه القيمة عن مفهوم قيمة الخردة التي تفترض أن الأصل أصبح عديم النفع لأي شخص وفي أي غرض. وأثناء عملية الاندماج أو تملك البنوك قد تنشأ قيمة الخردة إذا توفر للبنوك الموحدة معدات زائدة وقد يكون مفيدا بالنسبة للمشتري أن يعرف قيمة نفاية تلك المعدات.(2)

6- قيمة التصفية

وهي صافي المبالغ النقدية والتي يمكن الحصول عليها عند بيع الأصول ناقص الخصوم وهذه القيمة تكون عادة أقل من قيمتها الاقتصادية كمشروع قائم بالفعل ومستمر، وهي ذات أهمية في عمليات المساومة لأنها تمثل الحد الأدنى للقيمة، عند تصفية الأصل هناك مؤسسات أخرى يمكنها استخدامه، ومقابل حصولها على الأصل تدفع ثمن، وهذا ما يعبر عنه بالاستخدام البديل أو القيمة عند التصفية، وما تجب الإشارة إليه هو أنه هناك نوعان من التصفية هما:

التصفية المرتبة: وتكون لما تتخلى المؤسسة عن نشاطها فتباع الأصول على فترات مما يسمح بالاستفادة إلى أقصى درجة أخذا في الاعتبار الظروف الخاصة بكل تصفية.

التصفية الإجبارية: فتخص حالة الإفلاس وهنا عادة لا نحصل على أفضل الأسعار.(3)

7- شهرة المحل

تعتبر شهرة المحل نوعا خاصا من الأصول غير المادية، ويمكن تعريفها على أنها:" مجموعة الصفات غير القابلة للوزن أو القياس بدقة التي تجذب الزبائن إلى منشأة أعمال معينة، وهي في جوهرها تتوقع استمرار تفضيل العملاء وتشجيعهم لأي سبب من الأسباب".(4)

8- القيمة القابلة للتأمين

تعبر ببساطة عن قيمة الأجزاء القابلة للتلف من أصل ما، التي يتم التأمين عليها لتعويض المالك في حالة الخسارة.(5)

(1) **الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية**، العدد19، المؤرخة في 25 مارس 2009، ص 91.

(2) طارق عبد العال حماد، **التقييم وإعادة هيكلة الشركات: تحديد قيمة المنشأة**، مرجع سبق ذكره، ص 20.

(3) محمد رزقي، **أثر القرارات المالية على قيمة المؤسسة الاقتصادية**، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد و تسيير المؤسسة، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2007-2008، ص 41.

(4) عصمت محمد بن حمو، **طرق ومحددات تقييم المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية في ظل إستراتيجية الخوصصة**، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2015- 2016، ص 4.

(5) علي بن الضب، مرجع سبق ذكره، ص 4.

9- قيمة الإحلال

القيمة الإحلالية للأصل هي تكلفة تملك أصل جديد ذي منفعة مساوية، وتقدير التكلفة الإحلالية يأخذ في الاعتبار الكيفية التي سيتم بها استبدال الأصل بمواد أحدث وتكنولوجيا متطورة. والقيم الإحلالية ليست هي قيمة إعادة الإنتاج، فالأخيرة هي تكلفة الأصل المكرر بناء على الأسعار الجارية وتستخدم قيمة الإحلال وتكلفة إعادة الإنتاج غالبا في تقييم الأصول المادية التي لا تنتج دخلا مباشرة مثل الأثاث والمعدات والتجهيزات.[(1)]

10- القيمة الجارية

القيمة الجارية هي أساس للتقييم ينتج عن مراعاة التغير في أسعار الأصول (التغيرات الخاصة للأسعار)، وهناك مفهومين أساسيين للقيمة الجارية:

- **سعر الخروج الجاري:** ويسمى أيضا صافي القيمة البيعية، ويمثل مبلغ النقدية أو ما في حكمها الذي يمكن الحصول عليه حاليا إذ يتم بيع الأصل في السوق بعد طرح المصاريف اللازمة لإتمام عملية البيع، ويعتمد في هذه الطريقة على تقييم الأصول بقيمتها البيعية الصافية، وإذا لم يمكن تقديرها بشكل مباشر بالاعتماد على أسعار السوق يتم التعديل باستخدام الأرقام القياسية الخاصة، أو بالاعتماد على الخبرة المهنية في التقدير.
- **سعر الدخول الجاري:** يسمى أيضا تكلفة الاستبدال، وتمثل المبلغ النقدي أو ما يعادله الذي يتعين دفعه للحصول على أصل مماثل تماما، أو مكافئ لأصل موجود، وقد استخدمت عدة تفسيرات لها:

✓ **تكلفة استبدال الأصول المستخدمة:** وهي المبلغ اللازم للحصول على أصل مماثل له نفس العمر الإنتاجي من سوق الأصول المستعملة، غير أن هذا المفهوم غير عملي لنقص أسواق منظمة لهذا النوع من الأصول؛

✓ **تكلفة إعادة إنتاج الأصول المماثلة:** وهي المبلغ المطلوب من أجل إعادة إنتاج أصل مماثل للأصل الموجود؛

✓ **تكلفة الأصول الجديدة:** التي تعبر عن استبدال القدرة الإنتاجية للأصل لتعكس التغير التكنولوجي.[(2)]

11- القيمة الحقيقية

المبلغ الذي يمكن أن يتم من أجله تبادل الأصل أو خصوم منتهية بين أطراف على دراية كافية وموافقة وعاملة ضمن شروط المنافسة الاعتيادية.

12- قيمة المنفعة

تمثل القيمة المحيّنة لتدفقات أموال الخزينة المقبلة المنتظرة من الاستعمال المستمر للأصول وخروجها عند نهاية مدة منفعتها.[(3)]

---

(1) طارق عبد العال حماد، **التقييم وإعادة هيكلة الشركات: تحديد قيمة المنشأة**، مرجع سبق ذكره، ص 20.

(2) بلال كيموش، مرجع سبق ذكره، ص 43.

(3) بلخير بكاري، مرجع سبق ذكره، ص 15.

13- القيمة المصفاة

نظرا للصعوبات المالية التي قد تواجهها المؤسسة في النشاط الاستغلالي، فقد تتبنى خيار التنازل عن أصل معين، كقرار استراتيجي لمجابهة الصعاب، وفي هذه الحالة تتنازل المؤسسة عن الأصل بأقل خسارة ممكنة، في حين انه إذا حققت إيراد ايجابي، مقارنة مع قيمة الاهتلاكات المتبقية، فالصفقة تكون مربحة للمؤسسة ويدرج الفارق في إيرادات خارج الاستغلال. ويكمن الفرق بين قيمة التصفية والقيمة المصفاة في أن الأسلوب الأول، تكون المؤسسة في حالة التصفية أو الإفلاس أو ماشابه ذلك، كحلها بالمرة، غير أن الوضع في الثانية يختلف، نظرا لاستمرار النشاط بشكل عادي لكن يتخلله بعض الصعاب.[1]

14- قيمة الاقتناء وقيمة الإنتاج (أو الانشاء)

تمثل قيمة الاقتناء للأصل تكلفة الحصول عليه، والتي يدرج بها في دفاتر المؤسسة لأول مرة، وتشمل سعر الشراء وجميع المصاريف الملحقة به، بالإضافة إلى المصاريف الضرورية لجعل الأصل في الحالة والوضع المرغوب فيه وقابلا للإستعمال بالإضافة إلى مصاريف التجريب، أما قيمة إنتاج الأصل فتعبر عن جميع التكاليف المباشرة وغير المباشرة (كالمواد الأولية واللوازم...) الضرورية التي ينبغي على المؤسسة تحملها لإنتاجه داخليا دون اللجوء لاقتنائه من الغير.[2]

المطلب الثاني: مؤشرات خلق القيمة

من خلال هذا المطلب سنتناول لمحة عن تطور مؤشرات إنشاء القيمة وطرح أنواع هذه المؤشرات.

أولا: تطور مؤشرات خلق القيمة

عرفت المؤشرات تطورات من حيث الشكل والنوع إلى غاية سنة 1985، اتسمت نوعية المؤشرات بالطابع المحاسبي والمالي، فهي ذات صلة مباشرة بقياس العوائد والأرباح، واستمرت هذه النظرة إلى غاية سنة 1995 أين أصبح الاهتمام بمؤشرات المردودية، وذلك أن المؤشرات المحاسبية ذات صلة بالأرباح لا تعطي صورة واضحة حول إمكانات المؤسسة ومدى قدرتها في تحقيق نتائج عوائد بقدر يفوق قيمتها المحاسبية فضلا عن عدم نفعية المؤشرات المحاسبية (الأرباح، مدة الإهتلاك) في فترات التضخم والوهم النقدي. لكن سرعان ما تفطنت النظرية المالية في سنة 1995 للمؤشرات المحاسبية ذات صلة بالمردودية سواء تعلق الأمر بالأموال الخاصة أو بالأصول الاقتصادية أو بتدفقات عوائد الاستثمار، وهذا ما يفسر أن الفترة مزجت بين البعد المحاسبي دون إهمال للبعد المستقبلي كأسلوب لقياس الأداء وقياس القيمة.

في نفس السياق تداركت النظرية المالية أهمية ومدلول المؤشرات الاقتصادية جنبا بالموازات مع المؤشرات السوقية، لما تكتسي هذه المؤشرات من قوة وتفسير للبيئة الاقتصادية والضوابط السوقية التي تحكم المؤسسة، الأمر الذي يفسر أن المؤشرات الاقتصادية أخذت بعين الاعتبار الضوابط والوسائط الخارجية التي تواجهها

---

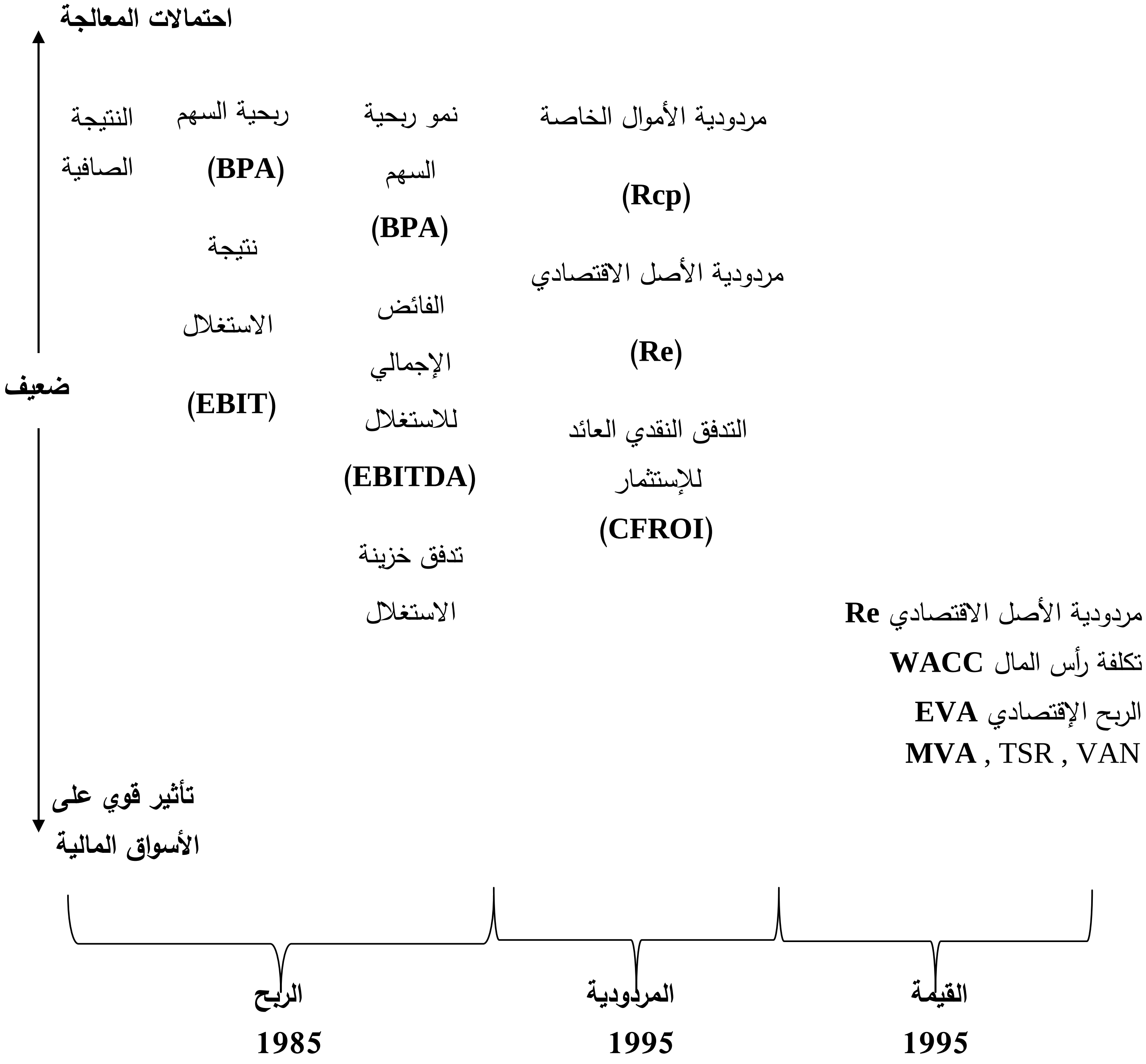
[1] عبد الغني دادن، **قياس وتقييم الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية نحو إرساء نموذج للإنذار المبكر باستعمال المحاكاة المالية**، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2006-2007، ص 132.

[2] بلال كيموش، مرجع سبق ذكره، ص 42.

المؤسسة في محيطها الخارجي، وذات تأثير فعال على مركزها الداخلي بالإضافة إلى الوسائط الداخلية ذات صلة مباشرة بسوق البورصة، ألا وهي قيمة المؤسسة الناتجة عن الثروة الداخلية المتراكمة.[1]

ويمكن تلخيص التطورات السابقة في الشكل التالي:

الشكل رقم (2−1): تطور مؤشرات إنشاء القيمة



Source : Pierre vernimen, **finance D’entreprise**, 5ème édition, Dalloz, paris, 2002, p 639.

---

[1] عبد الغني دادن، **قراءة في الأداء المالي والقيمة في المؤسسات الاقتصادية**، مجلة الباحث، العدد 04، جامعة ورقلة، 2006، ص ص 42،43.

ثانيا: أنواع مؤشرات إنشاء القيمة

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

1- مؤشرات ذات طبيعة محاسبية (les critères comptable)

استخدمت هذه المؤشرات من قبل منتصف الثمانينيات، حيث تتمثل هذه المؤشرات أساسا في النتيجة الصافية، ربحية السهم الواحد، الفائض الإجمالي للاستغلال، نتيجة الاستغلال، تدفقات خزينة الاستغلال، والأموال الخاصة للسهم الواحد (CPPA)، حيث أخذت كقيم مطلقة دون الأخذ بمبدأ النسبية الذي نادى به ريكاردو منذ زمن بعيد، مما أدى إلى ظهور جيل آخر تمثل أساسا في المردودية الاقتصادية، المردودية المالية، أثر الرافعة[(1)]، وتتمثل أهم هذه المؤشرات في:

أ- ربحية السهم الواحد (BPA/EPS)

ويمثل نصيب السهم العادي من الأرباح الصافية للمؤسسة، ويعتبر مؤشرا لمقدار الثروة النظرية التي سيحصل عليها المستثمر في المستقبل، فكلما زاد نصيب السهم من الربح كلما زاد سعر السهم في السوق.[(2)]

وله أهمية بالغة بالرغم من النقائص التي تشوبه ففي العادة يتم تقسيم النتيجة الصافية للدورة على عدد الأسهم، لكن هناك اختلاف في التطبيقات، ففيما يخص المحاسبة في ظل المعايير المحاسبية الدولية (IAS/IFRS) حدد المعيار المحاسبي الدولي (IFRS) مفهوم وكيفية حساب هذا المؤشر، حيث يشترط عند حسابه طرح توزيعات الأسهم الممتازة، والآثار المترتبة عن إصدارها من جهة، وحسابه لنشاط الاستغلال وللنشاط الإجمالي من جهة أخرى، كما يجبر هذا المعيار المؤسسات المطبقة للمعايير المسعرة، وغير المسعرة الإعلان عن ربحية السهم.[(3)]

ب- معدلات المردودية (Rcp, Re)

تعرف المردودية على أنها ذلك الارتباط بين النتائج والوسائل التي ساهمت في تحقيقها وتحدد مدى مساهمة رأس المال المستثمر في تحقيق النتائج المالية[(4)]، فهي تمثل الجيل الثاني من المؤشرات المحاسبية حيث أنها تعمل بمبدأ النسبية الذي يقيس الفعالية؛ وذلك بقسمة الناتج المحقق على الأصول المستخدمة أو الأموال المستثمرة.

---

(1) علي بن الضب، سيدي امحمد عياد، **تكلفة رأس المال ومؤشرات إنشاء القيمة**، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 02، الجزائر، 2012، ص 113.

(2) عبد الوهاب دادن، حورية بديدة، **تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المسعرة**، مجلة الباحث، العدد 10، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2012، ص 228.

(3) علي بن الضب، سيدي امحمد عياد، المرجع السابق، ص 113.

(4) إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، **التسيير المالي (الإدارة المالية)**، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2006، ص 267.

أما المردودية الاقتصادية فهي حاصل قسمة نتيجة الاستغلال بعد الضريبة النظرية على الأصل الاقتصادي[1]، وتحسب بالعلاقة التالية: [2]

$$\text{المردودية الإقتصادية} = \frac{\text{نتيجة الاستغلال}}{\text{الأصول الإقتصادية}}\text{............}(1-2)$$

والمردودية المالية عبارة عن حاصل قسمة النتيجة الصافية على الأموال الخاصة، تستخدم المردودية المالية أو مردودية الأموال الخاصة بكثرة في المؤسسات المالية كالبنوك وشركات التأمين... إلخ. [3]

وتحسب بالعلاقة التالية:[4]

$$Rcp = \frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{الأموال الخاصة}}\text{..........}(2-2)$$

ج- التدفق النقدي المتولد عن الاستثمار(CFROI)

يحسب هذا المؤشر عن طريق قسمة الفائض الإجمالي للاستغلال على الأصل الاقتصادي بقيمه الإجمالية بالعلاقة التالية:

$$\mathbf{CFROI} \equiv \frac{\mathbf{EBE}}{\mathbf{I}_{\mathbf{BRUTI}}+\mathbf{BFR}}\text{..............}(3\text{-}2)$$

CFROI: التدفق النقدي المتولد عن الاستثمار؛

EBE: الفائض الإجمالي للاستغلال؛

I_{BRUTI}: الأصول الثابتة الإجمالية؛

BFR: الاحتياج في رأس المال العامل.

د- الأموال الخاصة للسهم الواحد(CPPA)

يعطي هذا المؤشر صورة عن ذمة المساهم يسمى بالإنجليزية (Price to book RATIO) ، واستخدامه يشبه إلى حد كبير استخدام مضاعف السعر إلى العائد (PER) وله حالتين:

- مؤشر **CPPA** أكبر من الواحد يعني المردودية المتوقعة للأموال الخاصة أكبر من المردودية المفروضة هناك إنشاء قيمة؛
- مؤشر **CPPA** أقل من الواحد دليل على أن المردودية المتوقعة للأموال الخاصة أقل من المردودية المفروضة.[5]

---

[1] علي بن الضب، سيدي امحمد عياد، مرجع سبق ذكره، ص ص 113، 114.

[2] إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، **التسيير المالي (الإدارة المالية)**، الجزء الأول، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2011، ص 182.

[3] علي بن الضب، سيدي امحمد عياد، مرجع سبق ذكره، ص 114.

[4] Hubert de la Bruslerie, **Analyse financière**, 3ème édition, Dunod , paris, 2006, p 209.

[5] علي بن الضب، سيدي امحمد عياد، مرجع سبق ذكره، ص 114.

2- مؤشرات ذات طبيعة مالية

وتتمثل في القيمة الحالية الصافية (VAN) ويعتبر هذا المؤشر الوحيد ذو الطبيعة المالية يقيس المردودية المستقبلية أخذا بعين الإعتبار تأثير الزمن على القيمة باستخدام معدل التحيين.[1]

وتحسب القيمة الحالية الصافية بالعلاقة التالية:[2]

$$VAN \equiv \sum_{i\equiv 1}^{n} \frac{fi}{(1+t)i} - Vo.........(4-2)$$

حيث أن:

Fi: التدفقات للأصل المالي

T: معدل الخصم

N: الفترة

Vo: قيمة الاستثمار المبدئي.

3- مؤشرات ذات طبيعة مهجنة (محاسبية – مالية)

أ- مؤشرات القيمة الاقتصادية المضافة أو الربح الاقتصادي(EVA)

تعد القيمة الإقتصادية المضافة من أبرز المؤشرات الحديثة وأكثرها استخداما في جانب قياس القيمة وإعطاء تعبير واضح حول أدائها، إذ أن هذا المؤشر يقوم على مبدأ الاعتماد على الربح الاقتصادي وليس الربح المحاسبي وتتغير قيمة المؤسسة بتغيره.[3]

تعرف القيمة الاقتصادية المضافة عبارة عن صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب وبعد التعديل مخصوما منه تكلفة التمويل لفترة زمنية معينة. وفي ضوء هذا المؤشر فإن الاستثمارات التي تحقق EVA موجبة القيمة لها الأفضلية على البدائل التي لا تستطيع تحقيق قيمة اقتصادية مضافة موجبة. ويمكن التعبير عن نموذج القيمة الاقتصادية المضافة EVA بالمعادلة التالية:

$$EVA \equiv NOPAT - IC\ (Wacc)........(5-2)$$

حيث أن:

EVA: القيمة الاقتصادية المضافة.

NOPAT: صافي الربح من العمليات قبل الفوائد وبعد الضرائب.

Wacc: التكلفة المرجحة لرأس المال.

IC: رأس المال المستثمر.

كما يمكن التعبير عن EVA بالمعادلة التالية:

---

(1) إلياس بن ساسي، مداخلة بعنوان **النمو ومفهوم خلق القيمة كمؤشر للأداء المالي والاستراتيجي للمؤسسة**، المؤتمر الدولي حول الأداء المتميز للمنظمات والحكومات، جامعة ورقلة، 8-9 مارس 2005، ص 347.

(2) Pièrre vernimmen, **Finance D'entreprise**, 9 ème édition, Dalloz, Paris, 2011, p 396.

(3) سعاد معاليم، سميحة بوحفص، **إنشاء القيمة في المؤسسة وفق مؤشر القيمة الإقتصادية المضافة EVA**، مجلة العلوم الإنسانية والاجتماعية، العدد 30، جامعة بسكرة، 2017، ص 403.

$$\mathbf{EVA} \equiv (\boldsymbol{Roic} - \mathbf{Wacc}) \times \mathbf{IC}\text{.......}\textit{(6-2)}$$

حيث أن:

Roic: معدل العائد على رأس المال المستثمر.

Wacc: التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال المستثمر.

IC: رأس المال المستثمر.[1]

من خلال ما سبق نستنتج أنه عندما تكون القيمة الإقتصادية المضافة موجبة فإن العائد على رأس المال المستثمر يكون أعلى من تكلفة رأس المال وهنا المؤسسة تكون لها القدرة على خلق ثروة للمساهمين وهو ما يعني من وجهة نظر حملة الأسهم تحقيق أداء يفوق توقعات السوق، وفي حال كانت القيمة الإقتصادية المضافة سالبة فهذا يدل على أن المؤسسة قامت بتدمير ثروة المساهمين، فالعوائد المحققة لم تغطي تكلفة رأس المال المستثمر وبالتالي تحقيق أداء في أدنى التوقعات، وفي بعض الحالات الاستثنائية جدا تكون القيمة الاقتصادية المضافة معدومة تماما هنا الربحية تسمح بتلبية مطالب المدنيين فقط.[2]

2- معدل التدفق النقدي العائد من الاستثمار (CFROI)

يعتبر هذا المؤشر بمثابة معدل المردود الداخلي (TRI) للاستثمارات المتواجدة بالمؤسسة، حيث يساوي هذا المعدل بين قيمة الأصل الإجمالية (قبل الاهتلاكات والمؤونات وتصحيحات التضخم) وسلسلة من فائض خزينة الاستغلال بعد الضريبة النظرية على مدى حياة الأصل الاقتصادي، يتم في الأخير مقارنة هذا المؤشر مع تكلفة رأس المال أين نميز حالتين:

- مؤشر CFROI أكبر من تكلفة التمويل، دليل على أنه هناك خلق قيمة؛
- مؤشر CFROI أقل من تكلفة التمويل، دليل على أنه يوجد تدمير للقيمة.[3]

ويحسب بالعلاقة التالية:[4]

$$\boldsymbol{CFROI} \equiv \frac{\text{التدفقات النقدية للإستغلال بعد الضريبة}}{\text{مجموع الأموال الإقتصادية الخاصة}}\text{........}\mathbf{(7-2)}$$

يعتبر هذا المؤشر من بين المؤشرات التي تعتمد على القيمة الاقتصادية، ومن مزاياه أنه يمكن استخدامه لتتبع اتجاهات المؤسسة في الأجل الطويل، ذلك لأنه يمكننا من تحديد مرحلة النضج ومرحلة تباطئ النمو، وينعكس ذلك في قيمة المؤسسة في السوق من خلال شهرة المحل سلبا أو إيجابا.

---

[1] شعبان محمد لولو، **قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة مقابل مؤشرات الأداء التقليدية على تفسير التغير في القيمة السوقية للأسهم**، رسالة ماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية، غزة، 2015، ص 47.

[2] حسنية صيفي، نوال بن عمارة، **قياس الأداء المالي باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة**، مجلة الباحث، العدد15،جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2015، ص 182.

[3] علي بن الضب، مرجع سبق ذكره، ص 9.

[4] سعيد بريكة، سمير مسعي، مرجع سبق ذكره، ص17.

4- مؤشرات ذات طبيعة بورصية

أ- القيمة السوقية المضافة (MVA)

تمثل إحدى الأدوات المهمة في خلق القيمة لثروة المساهمين كونها مقياس جوهري يلخص الأداء الإداري والتشغيلي للمؤسسة وقدرتها على إدارة مواردها بهدف تعظيم ثروة المساهمين.[1]

ويتم تطبيق هذا المؤشر على مستوى المؤسسات المدرجة بالبورصة، حيث يمكن اعتبار المؤسسة منشأة للقيمة إذا كان الفرق بين القيمة السوقية للأصل الاقتصادي (الرسملة البورصية مضافا إليها قيمة الاستدانة الصافية) بين القيمة المحاسبية له موجب تماما. يتم في معظم الحالات افتراض وجود مساواة بين القيمة السوقية والمبلغ المحاسبي للاستدانة الصافية، أين تصبح القيمة المضافة السوقية عبارة عن الفرق بين الرسملة البورصية والمبلغ المحاسبي للأموال الخاصة.[2]

وتحسب كما يلي:[3]

القيمة السوقية المضافة= الرسملة البورصية+قيمة الاستدانة الصافية–المبلغ المحاسبي للأصل الاقتصادي

القيمة السوقية المضافة= الرسملة البورصية+المبلغ المحاسبي للديون– (المبلغ المحاسبي للأموال الخاصة+ المبلغ المحاسبي للديون)

القيمة السوقية المضافة= الرسملة البورصية–المبلغ المحاسبي للأموال الخاصة.............(2-8)

وتحسب كذلك بالعلاقة التالية[4]:

$$MVA = \sum_{i=1}^{n} \frac{EVAt}{(1+k)^t} \qquad ....(9-2)$$

2- عائد المساهم الكلي (TSR)

يهدف هذا المؤشر إلى إعطاء صورة عن الأداء التاريخي والحالي، بسبب أن القيمة السوقية ليست دائما ذات مدلول جيد خاصة في وقت الأزمات أي تكون الأسعار متذبذبة كثيرا حيث تكون تكلفة التمويل مرتفعة بسبب زيادة المخاطر.[5]

والعائد الإجمالي للسهم (TSR) يقيس ويوضح ما تستطيع المؤسسة المسعرة في البورصة تحقيقه لمساهميها في فترة معطاة، وبالتالي فإن خلق القيمة في السوق تتمثل في سعر شراء السهم زائد المتوقع من التوزيعات أو الأرباح (Dividendes) والقيمة المضافة خارج المبيعات ويسمح (TSR) كمعدل عائد داخلي بمعرفة

---

(1) عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، **التحليل والتخطيط المالي(اتجاهات معاصرة)**،الطبعة العربية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، 2008، ص 145.

(2) علي بن الضب، مرجع سبق ذكره، ص 10.

(3) أمين صالحي، **أثر تكلفة الأموال الخاصة على قيمة المؤسسة المدرجة في البورصة**، رسالة ماجستير في علوم التسيير، جامعة محمد الصديق بن يحيى، جيجل، 2018-2019، ص 109.

(4) هواري سويسي، **دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة**، مجلة الباحث، العدد 07، جامعة ورقلة،2010، ص 62.

(5) علي بن الضب، المرجع السابق، ص 10.

معدل المردودية السنوي للاستثمارات في فترة معينة.(1)

وتحسب TSR بالعلاقة التالية:(2)

$$TSR \equiv \frac{(Po+D-P1)}{Po} ....(10-2)$$

حيث:

Po: سعر السهم السوقي في بداية المدة؛

D: التوزيعات؛

P1: سعر السهم السوقي في نهاية المدة.

ويمكن تلخيص أهم نقاط القوة والضعف لكل مؤشر في الجدول التالي:

الجدول رقم (2-1): أهم نقاط القوة والضعف لكل مؤشر من مؤشرات إنشاء القيمة

المؤشر	نقاط القوة	نقاط الضعف
MVA	– يقيس إنشاء القيمة المتراكم وليس السنوي. – البساطة وسهولة الحساب.	– مشكل كفاءة السوق المالي – لا يمكن تطبيقه بالمؤسسات غير المسعرة
EVA/PE	– لا يتأثر بتذبذبات الأسعار – يمكن استعماله للمؤسسات غير المسعرة – التركيز على دورة الاستغلال واستبعاد الدورات الأخرى	– يصعب تحديد K عند استخدام الأوراق المالية المهجنة – لا يأخذ في الحسبان المصاريف المالية والاهتلاكات – ساكن كونه يخص دورة واحدة
TSR	– الاعتماد على المدى الطويل وقياس الأداء التاريخي – التعبير عن مردودية المساهمين	– يتأثر بالتغيرات السعرية – اعتماد على أسعار خلال فترة قصيرة
VAN	– الأخذ في الحسبان التوقعات المستقبلية وتكلفة الأموال – اعتماده على التحيين اعتبار القيمة الزمنية للنقود	– صعوبة الاستخدام من طرف المحلل الخارجي
BPA/EB	– بساطة وسهولة الحساب – يسمح بحساب المضاعفPER	– إهمال جانب المخاطرة – عدم مراعاة الأموال المستثمرة وتكلفتها – يشمل كل الدورات خاصة الاستثنائية
Re, Rcp	– سهولة الحساب – يسمح بحساب أثر الرفع المالي	– محاسبي، ولا يراعي البعد المالي ولا السوقي – ساكن

المصدر: علي بن الضب، مرجع سبق ذكره، ص11.

(1) مريم بولمية، **البعد المعنوي لإشكالية خلق القيمة**، رسالة ماجستير في العلوم التجارية، تخصص بنك و هندسة مالية، جامعة باجي مختار، عنابة، 2011-2012، ص 71.

(2) علي بن الضب، سيدي أمحمد عياد، مرجع سبق ذكره، ص 116.

المطلب الثالث: العوامل المؤثرة على قيمة المؤسسة

أولا: العوامل الخارجية: وتتمثل العوامل الخارجية في:

1- متغيرات اقتصادية: وتشمل:

أ- الناتج المحلي الخام (PIB)

وهو عبارة عن مجموع الناتج الاقتصادي الداخلي الجاري من السلع والخدمات النهائية مقيمة بسعر السوق خلال فترة زمنية معينة عادة هي السنة. ويعتبر الناتج المحلي الخام أحسن معيار للأداء الاقتصادي لبلد ما لأنه يعبر عن مقياس معدل النمو الاقتصادي.[(1)] فالإعلان عن زيادة غير متوقعة في النشاط الاقتصادي الحقيقي يؤدي إلى زيادة في حركة التعامل بالأسهم، ويؤدي بالتالي إلى زيادة أسعارها وعلى العكس من ذلك فإن المعلومات عن زيادة غير متوقعة في الناتج المحلي الخام يؤدي إلى الزيادة في عرض النقود بشكل قد يحدث التضخم والذي يؤدي إلى انخفاض في قيمة الأسهم.[(2)]

ب- معدل التضخم

يمكن القول أن التضخم هو ظاهرة نقدية متمثلة في الإرتفاع العام لمستوى الأسعار، معبرا عنه بالنقود نتيجة إصدار كمية من النقود تفوق الحاجة الحقيقية للاقتصاد أو زيادة الطلب الكلي أو انخفاض العرض الكلي وتكون النتيجة الأساسية لهذه الظاهرة انخفاض القدرة الشرائية للنقود وعجزها عن قيامها بوظائفها الأساسية.[(3)]

كما أن ارتفاع معدل التضخم يؤدي إلى انخفاض قيمة المؤسسة بافتراض ثبات العوامل الأخرى، حيث أن هناك تأثير متبادل بين المتغيرات الكلية ومعدل التضخم وبالأحرى المتغيرات النقدية.[(4)]

2- السياسة النقدية

لا يمكن للمؤسسة تمويل أصولها كليا من أموال المساهمين، لذلك فهي تعتمد على مصادر أخرى للتمويل، ومن ثم فإن التغيير في السياسة النقدية من شأنه أن يؤثر على تكلفة التمويل، فمثلا عند التشديد في منح الائتمان، فإن ذلك سوف يزيد من تكلفة التمويل الذي يحمل إلى سعر الوحدة المباعة وبالتالي انخفاض الطلب، وهو ما يؤدي إلى انخفاض المبيعات ومنه الأرباح، كما أن إتباع سياسة نقدية صارمة على الائتمان من خلال رفع معدل الفائدة يؤدي إلى طلب معدل مردودية مرتفع من طرف المستثمرين حيث أنه يمكن الحصول على مردودية أكبر من خلال أدوات الدين، وهذا ما قد ينعكس سلبا على القيمة السوقية للسهم.[(5)]

3- السياسة المالية

وتشمل السياسة المالية إدارة الضرائب، الإنفاق الحكومي، وسعر الصرف

---

(1) السعيد بريبش، **الاقتصاد الكلي**، دار العلوم للنشر والتوزيع، الجزائر، 2007، ص ص 61، 62.

(2) منير ابراهيم هندي، **الأوراق المالية وأسواق رأس المال**، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص 296.

(3) بلجية سمية، **أثر التضخم على عوائد الأسهم**، رسالة ماجستير في علوم التسيير، تخصص تسيير المؤسسات، جامعة منتوري، قسنطينة، 2009-2010، ص 134.

(4) علي بن الضب، مرجع سبق ذكره، ص 46.

(5) طارق عبد العال حماد، **التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية**، الدار الجامعية للطباعة و النشر و التوزيع، الإسكندرية، 2006، ص92.

أ- الضرائب

فضرائب الدخل المفروضة على المؤسسات تقلل من أرباح المؤسسات وقدرتها على إجراء توزيعات أرباح على المساهمين، كذلك قدرتها على احتجاز الأرباح لزيادة معدلات النمو، أما الضرائب على دخول الأشخاص الطبيعيين فإنها لا تخفض الدخل القابل للتصرف فيه، مما يخفض الطلب على السلع والخدمات، وكذلك المدخرات الممكن استثمارها في أصل ما، وتؤثر الضرائب أيضا على الطلب على أوراق مالية معينة، فهناك سندات معفاة من الضريبة، وكذلك شركات تتمتع بمعاملة ضريبية مميزة لكونها تنتمي إلى قطاع معين تهدف الدولة إلى تشجيعه أو تستخدم تكنولوجيا وغير ذلك. وعليه فإن السياسات الضريبية قد تؤثر ليس فقط على مستوى أسعار الأوراق المالية ولكن أيضا على الأسعار النسبية للأصول.[1]

كما أن لجوء الدولة إلى تخفيض معدل الضريبة على أرباح الشركات يترك أثر إيجابيا على أرباحها الصافية، وهو ما يترتب عليه ارتفاع أسعار الأسهم، غير أن لتخفيض معدل الضريبة آثارها السلبية التي تتمثل في تقليص موارد ميزانية الدولة مما يضطرها إلى اللجوء إلى التمويل بالعجز، وهو ما يتسبب في حدوث التضخم. وتأمل الدولة أن يكون التأثير الايجابي لتخفيض الضريبة والمتمثل في زيادة أرباح المؤسسات أكبر من التأثير السلبي المتمثل في انخفاض القيمة الحقيقية لتلك الأرباح، وإذا حدث العكس يتوقع أن تنخفض القيمة السوقية للأسهم.[2]

ب- الانفاق الحكومي

تستخدم الدولة في فترات الكساد عادة هذه الأداة لزيادة الطلب الإجمالي، أو لتوجيه الاستثمار لقطاع معين أو لمنطقة معينة عن طريق زيادة الإنفاق الحكومي، مما يؤثر على قيمة المؤسسة بطريقة مباشرة أو غير مباشرة على قيمة المؤسسة، فزيادة الإنفاق الحكومي لقطاع معين يعني توجيه الاستثمار لذلك القطاع ومنه زيادة الطلب على أسهم الشركات الناشطة في ذلك القطاع أي زيادة القيمة السوقية للمؤسسة.

يكتسي سعر الصرف في ظل العولمة وانفتاح الأسواق العالمية خاصة في ظل منظمة التجارة العالمية أهمية بالغة بسبب حرية الانتقال لرؤوس الأموال، حيث زادت المخاطر بسبب الارتباط بين الأسواق المالية الدولية، فسعر الصرف مخطر لجميع المؤسسات بصفة عامة والمؤسسات في مجال التصدير والاستيراد بصفة خاصة، والمسير لا بد أن يسير هذا المخطر بمختلف التقنيات المتاحة في المحيط، ففي البيئة المالية التي تتميز بأسواق مالية متطورة يمكن اللجوء إلى العقود المستقبلية والخيارات لمواجهة هذا الشبح الذي قد يهدد بقاء المؤسسة، فهذه التغطية للمخطر إن كانت فعالة تسمح برفع القيمة السوقية للمؤسسة عن طريق تجنب الخسائر من جهة، أو المضاربة على أسعار الصرف ومنه تحقيق أرباح مما يؤدي إلى زيادة قيمة المؤسسة من جهة أخرى[3]

---

(1) طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، ص99.

(2) منير إبراهيم هندي، **أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية**، توزيع منشأة المعارف الإسكندرية، 1999، ص161.

(3) علي بن الضب، مرجع سبق ذكره، ص 46.

ثانيا: العوامل الداخلية

تتأثر قيمة المؤسسة بمجموعة من العوامل الداخلية، وتتمثل في: الحوكمة، تكلفة التمويل، تكلفة الاستدانة.

1- ميكانيزمات الحوكمة

يمكن تعريف الحوكمة على أنها:" مجموعة من القواعد والحوافز التي تهتم بها إدارة المؤسسات لتعظيم ربحية المؤسسة وقيمتها على المدى البعيد لصالح المساهمين.(1)

فحوكمة الشركات تؤدي إلى زيادة قيمة المؤسسة وميل المستثمرين إلى دفع أسعار أعلى لأسهم المؤسسات التي تمتاز فيها الحوكمة بالفاعلية، كما أن انخفاض تكلفة رأس المال يترجم بانخفاض التكلفة الاقتصادية في البلد، بحيث تجعل منه بلدا أكثر جذبا للاستثمار.(2)

2- تكلفة التمويل

ترجع أهمية تقدير هذه التكلفة إلى أنها تعتبر بمثابة الحد الأدنى للعائد المقبول على الاستثمار، فالاستثمار الذي يتولد عنه عائد يعادل على الأقل تكلفة الأموال ينبغي رفضه إذا أن قبوله يترك أثرا سلبيا على ثروة الملاك، أي يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للأسهم العادية، وتتوقف تكلفة التمويل على نوعية المزيج الذي يتكون منه الهيكل المالي ونسبة كل عنصر فيه. فكلما انخفضت تكلفة التمويل كلما كان لذلك أثرا إيجابيا على قيمة المؤسسة أي القيمة السوقية لأسهمها العادية، وذلك مع بقاء العوامل الأخرى على حالها.(3)

3- تكلفة الاستدانة

أحيانا تعطي الاستدانة للمؤسسة أثر إيجابيا من حيث الرافعة المالية الموجبة، ومن حيث ارتفاع القيمة السوقية للمؤسسة بالقدر الذي تحققه من الوفرات الضريبية، ولكن بالمقابل زيادة الاستدانة تصل إلى حد معين، ثم يبدأ ظهور مخاطر الإفلاس مصطحبة معها تكاليف الإفلاس، حيث تتضمن تكلفة الإفلاس مجمل الخسائر وانخفاض الأرباح بسبب تدهور الكفاءة قبل إشهار إفلاسها، إضافة إلى ذلك انخفاض قيمة الأصول نتيجة تدهور قيمتها السوقية مقارنة بقيمتها الدفترية.

وحرصا من الدائنين والمقرضين لحماية أنفسهم من خطر الإفلاس، فإنهم يلجئون إلى نقل تكاليف الإفلاس نحو المساهمين وذلك برفع معدل عوائد الاستثمار في سندات المؤسسة أو رفع فوائد القروض من البداية، مما ينذر بارتفاع تكلفة الأموال، ولكن الإجراء الأول يجعل المساهمين يتحملون لوحدهم خطر الإفلاس مما يجعلهم يطالبون بمعدلات مرتفعة وبالتالي ارتفاع تكلفة الأموال. ويتجلى مما سبق وجود علاقة تأثيرية بين نسبة الاستدانة، حقوق الملكية ومعدل العائد الذي يطلبه المساهمون.(4)

(1) محمد مصطفى سليمان، **دور حوكمة الشركات في معالجة الفساد المالي والإداري**، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، مصر، 2006، ص 15.

(2) نعيمة يحياوي، حكيمة بوسلمة، مداخلة بعنوان **دور الحاكمية المؤسسية في تحسين الأداء المالي للشركات**، الملتقى الوطني حول حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري، جامعة محمد خيضر، بسكرة، يومي 06-07 ماي 2012، ص 13.

(3) عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، **أساسيات الاستثمار والتمويل**، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2000، ص 427.

(4) عبد الغني دادن، **قرار التمويل تحت تأثير الضرائب وتأثير تكلفة التمويل**، مجلة الباحث، العدد 06، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2008، ص 18.

المبحث الثاني: الإطار المفاهيمي للتقييم

يلجأ العديد من المسيرون ومدراء الشركات إلى تقييم مؤسساتهم في ظل التغيرات في السياسات الإقتصادية وتطور في المعاملات المالية، حيث تطرقنا في هذا المبحث إلى مفهوم ودوافع التقييم، مبادئ ومراحل عملية التقييم.

المطلب الأول: مفهوم التقييم المؤسسة

أولا: تعريف تقييم المؤسسة

يتضمن تعريف تقييم المؤسسة في اقتراح قيمة أو حصرها في نطاق متكون من مجموعة قيم لمختلف أصول الثابتة والمالية للمؤسسة، وليس كاقتراح سعر في أي حال من الأحوال لأنها لا تقتصر على تحديد سعر معين ناتج كمعلومة موضوعية ناتجة عن قانون العرض والطلب، بل لتحديد قيمة ذاتية للمؤسسة بما يتماشى مع أهداف المتعاملين الاقتصاديين والمدراء والمسيرين. هذه القيمة أو القيم المتحصل عليها سوف تكون أساس في عملية التفاوض ونقل الملكية أو الشراكة بين مؤسستين أو أكثر.[1]

كما تعرف كذلك على أنها:" عبارة عن تحديد قيمة الأموال الخاصة، والتي تساوي إلى الفرق بين الأصل الاقتصادي وقيمة المديونية الصافية، وتحديد الثروة المستمرة من طرف المساهمين.[2]

ثانيا: دوافع تقييم المؤسسة

تعد عملية التقييم وسيلة ليست غاية في حد ذاتها، فهي تستعمل قصد الوقوف على قيمة المؤسسة، وذلك لأغراض مختلفة نذكر منها:[3]

أ- على المستوى الاستراتيجي

- الدخول إلى البورصة؛
- التنازل على شهرة المحل؛
- السيطرة على الشركة عن طريق امتلاك جزء من رأس مالها؛
- إعادة تقييم الميزانية؛
- اندماج بين الشركات أو تقييم جزئي للأموال؛
- الرفع من رأس المال من أجل تحديد سعر الإصدار للأسهم الجديدة؛
- إقامة الشراكة بين المؤسسات؛
- فتح رأس مالها أو جزء من الإكتتاب العام.

ب- على المستوى التشغيلي

- قياس خلق القيمة وتقييم الأداء المالي؛

---

[1] Jean Etienne Palard, Frank Imbert, **Guide Pratique d'évaluation d'entreprise**, groupe Eyrolles, paris, 2013, p 20.

[2] بلخير بكاري، مرجع سبق ذكره، ص 14.

[3] علي بن الضب، مرجع سبق ذكره، ص 20.

- شراء وبيع السندات وإطار تسيير المحفظة؛
- تطور الذمة المالية المتراكمة؛
- مردودية الأموال المستثمرة؛
- وضع نظام المكافأة للعمال.

المطلب الثاني: مبادئ ومراحل التّقييم

أولا: مبادئ التقييم

1- مبدأ وجود بدائل

يقضي مبدأ البدائل أنّه عند التّفكير في أيّ نقل للملكية بحيث يكون أمام كلّ من المشتري والبائع بدائل لإتمام المعاملة، ولا يعني هذا المبدأ أنّ كل المبادلات مرغوبة بدرجة متساوية، ولكن يعني ببساطة أنّ البائع ليس مجبرا على البيع لمشتري معيّن أو أنّ المشتري ليس مجبرا على الشّراء من بائع محدّد، فإذا لم يكن هذا هو الوضع فإنّ آلية السوق تتشوّه ولن يكون بالإمكان تحديد القيمة السّوقية العادلة.

2- مبدأ الاستبدال

إن المشتري العاقل لا يدفع في ملك أو أصل ما يزيد على تكلفة استبداله بآخر يقوم بنفس الوظيفة. فعلى سبيل المثال المشتري العاقل أو الراشد لا يدفع مقابل جهاز أو معدات مستعملة أكثر ممّا يمكن أن يدفعه مقابل جهاز أو معدات جديدة تؤدي نفس الوظائف، ولكن تطبيق هذا المبدأ على المنشأة ككل أصعب بكثير حيث أن تقدير التّكاليف المطلوبة لاستبدال منشأة أعمال بأخرى أمر بالغ التّعقيد(1).

3- مبدأ الإحلال

أي أن قيمة الأصل تتحدد من خلال التكلفة التي سوف تدفع مقابل أصل مرغوب بنفس الدرجة، والفرق بين هذا المبدأ وسابقه أن مبدأ الإحلال يتطلب أن تكون الأصول متماثلة وتؤدي نفس الوظيفة، أما مبدأ الإحلال فلا يتطلب ذلك بل للمشتري نفس الرغبة في الحصول على الأصليين.(2)

4- مبدأ المنافع المستقبلية

يقضي مبدأ المنافع المستقبلية الذي يكتسب أهمية خاصة في إطار عملية الاندماج أو التملك بأن قيمة الملك أو الأصل أو السيطرة عليه، ومن هذا المنظور فإن قيمة أي بنك أو مؤسسة أعمال تكون هي القيمة الحالية الصافية لكافة المنافع الاقتصادية المستقبلية المتحققة نتيجة لملكية ذلك البنك أو المؤسسة.(3)

ثانيا: مراحل عملية التقييم

لمساعدة المقيم في أداء مهمته على أكمل وجه والوصول إلى هدفه المنشود، والمتمثل في تحديد قيمة المؤسسة لا بد من وضع مخطط عمل يسمح له بتتبع مسار عملية التقييم.

---

(1) طارق عبد العال حماد، **التقييم وإعادة هيكلة الشركات: تحديد قيمة المنشأة**، مرجع سبق ذكره، ص 25.

(2) بلال كيموش، مرجع سبق ذكره، ص 47.

(3) طارق عبد العال حماد، المرجع السابق، ص ص 25، 26.

وتتمثل مراحل عملية التقييم في:[1]

أولا: مرحلة تحديد المهمة

من المعلوم أن سر نجاح أي عملية هو التحديد الجيد للمهمة والقصد من ورائها ذلك أن تحديد المهمة يوضح السبيل الذي يجب أن نتبعه كما يوفر لنا الجهد والوقت ومن ثم التكلفة، لذا يعد أول وأهم مرحلة من مراحل عملية التقييم.

عملية التقييم لا تمثل هدفا في حد ذاته وإنما هي وسيلة يتم من خلالها التعرف على قيمة المؤسسة وهذا تبعا للقصد من ورائها، فيتم استخدامها في عدة حالات.

ثانيا: مرحلة جمع المعلومات الخاصة بعملية التقييم

يعتبر جمع المعلومات مرحلة مهمة وأساسية من مراحل عملية التقييم، ذلك أن جمع المعلومات يساعد كل من المشخص ومن ثم المقيم على تنفيد عملية التقييم للمؤسسة المعنية، فهي تمثل القاعدة الأساسية التي تبنى عليها القرارات المختلفة التي تتخذها المؤسسة، فبتوفر المعلومة تساعد المستخدمين على اتخاذ القرار الصائب في الوقت المناسب، والحصول على المعلومة خاصة منها المحاسبية يتم من خلال نظام المعلومات المحاسبي الذي يقوم بحصر وتجميع البيانات المالية من مصادر خارج وداخل المؤسسة ثم يقوم بتشغيل هذه البيانات وتحويلها إلى معلومات مفيدة لمستخدميها.

ينبغي إذن قبل تنفيذ عملية التقييم جمع عدد كبير من الوثائق والمعطيات التي تستخدم كمعلومات تنفيذ هذه العملية وتؤدي بها إلى النجاح، وهذا بعد تكوين صورة إجمالية عن المؤسسة بمعرفة ماضيها وإمكانيتها المستقبلية، هذه الأخيرة التي تهم كل من مسيريها لمعرفة المردودية الحقيقية للأموال المستثمرة، الراغبين في امتلاكها أو الحصول على جزء من أسهمها، والراغبين في القيام بعمليات الاندماج مع المؤسسات، أما بالنسبة لماضي المؤسسة تكمن أهميته في أنه يمنحنا القدر الأكبر من المعلومات التي تساعدنا على تدقيق وتعميق الدراسة عن وضعية المؤسسة.[2]

ثالثا: تشخيص وضعية المؤسسة

فالتشخيص يمثل مرحلة منطقية ضرورية لتقييم المؤسسات، إذ يتوجب القيام بتحليل كلي لمناطق الضعف والقوة للمؤسسة التي تسبق دوما عملية التقييم لها لغرض إيجاد قيمة المؤسسة، وتكمن أهميته أيضا في أنه أساسي للقيام باتخاذ القرارات والاستراتيجيات المالية للمؤسسة في إطار خلق الثروة، فهذه المرحلة مهمة لأنها تعطي صورة شاملة لوضعية المؤسسة أين تؤدي بالمحلل إلى إعداد توصيات ضمن التقارير التي يقوم بإعدادها.[3]

---

[1] بلخير بكاري، مرجع سبق ذكره، ص ص 17، 18.
[2] المرجع نفسه، ص 18.
[3] بلخير بكاري، مرجع سبق ذكره، ص 24.

رابعا: اختيار عملية التقييم

يتضمن تقييم عناصر المؤسسة وفقا للظروف والمحددات التي تحيط بعملية التقييم الموافقة للافتراضات التي تقوم عليها طرق التقييم.(1)

خامسا: إجراء عملية التقييم

وذلك بتحديد قيمة المؤسسة بالاعتماد على الأهداف والمعلومات المتاحة سابقا.(2)

المبحث الثالث: طرق تحديد قيمة المؤسسة

اقترحت النظرية المالية في مجال مالية المؤسسة مختلف الطرق لتحديد قيمة المؤسسة التي ترتكز في مجملها إما على مكونات المؤسسة المادية والمعنوية وكذلك على التزاماتها، وعلى هذا الأساس قسمنا هذا المبحث إلى ثلاث مطالب يتناول المطلب الأول الطريقة الأولى وهي مدخل الذمة المالية، والمطلب الثاني مدخل القيمة المردودية، أما المطلب الثالث فيتناول الطرق المختلطة.

المطلب الأول: الذمة المالية

يهتم مدخل الذمة المالية بتقييم المؤسسة اعتمادا على صافي مركزها المالي الذي يحصل عليه بطرح قيمة الديون من إجمالي الأصول ويبدو أنه لا يوجد اتفاق حول كيفية تحديد قيمة المؤسسة.(3)

وتضم مقاربة الذمة المالية مجموع الطرق التي تمثل الصفة التاريخية وليس التقديرية. إذن هذه الطرق تعتمد أساسا على ذمة المؤسسة، أي ميزانيتها وعند الحاجة للملاحق، فهي مقاربة أكثر سكونا، على عكس المقاربات التقديرية، أو التوقيعية التي ترتكز على تقدير التدفقات المستقبلية للأرباح، توزيعات الأرباح، أو التدفق النقدي للمؤسسة.(4)

أولا: طريقة الأصل المحاسبي الصافي (ANC)

الميزانية المحاسبية تسمح بتقدير قيمة المؤسسة وذلك من خلال أصلها الصافي، حيث أن هذا الأخير هو التعبير الأكثر بساطة لقيمة الذمة المالية الذي يتمثل في الفرق بين مجموع الأصول ومجموع الديون للمؤسسة ويساوي إلى القيمة النظرية لها (5)، ونحدده وفق المعادلة التالية: (6)

الأصل المحاسبي الصافي = الأصل المادي – مجموع الديون..........(2-11)

ويحسب أيضا كما يلي:

---

(1) هواري سويسي، **تقييم المؤسسة و دوره في اتخاذ القرار في اطار التحولات الاقتصادية بالجزائر**، مرجع سبق ذكره، ص 50.

(2) علي بن الضب، مرجع سبق ذكره، ص21.

(3) نادية عيساوي ، **تقييم المؤسسة في إطار الخصوصصة**، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص الاقتصاد المالي، جامعة منتوري، قسنطينة، 2004-2005، ص 62.

(4) بلخير بكاري، مرجع سبق ذكره، ص 46.

(5) المرجع السابق، ص47.

(6)BELLALAH Mondher, **Finance Moderne d'entreprise**, 2ème édition, Economica, paris, 2003, p 28

الأصل المحاسبي الصافي = رأس المال+ الاحتياطات + النتائج بعد التوزيع.............(2-12)

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

ثانيا: طريقة الأصل المحاسبي الصافي المصحح (ANCC)

تقوم هذه الطريقة على إعادة تصحيح وإعادة تقييم مختلف عناصر الأصول والخصوم في المؤسسة، يتم بعد ذلك جمعها للحصول على قيمة المؤسسة، ولاعتبارات محاسبية، ضريبية، تاريخية، فإن القيم التي تظهرها الميزانية تكون بعيدة عن " القيم الحقيقية " مما يستدعي إعادة تقييم، فهي طريقة مماثلة لسابقتها، إلا أن الاختلاف يكمن في الأصول المادية المعاد تقييمها.

وهناك ضرورة لإعادة التقييم والتي تنشأ من الانخفاض النقدي، طرق الاهتلاك، تغير بعض الأسعار في السوق، الطرق المحاسبية التي من الممكن أن تنجر عنها فروقات كبيرة بين الميزانية الاقتصادية والميزانية المحاسبية.

ANCC =ANC +فائض القيمة- انخفاض القيمة- الضرائب المؤجلة على الخصوم+ الضرائب المؤجلة على الأصول...............(2-13)

والهدف من إعادة التقييم المطبقة هو الحصول على ميزانية قريبة من الحقيقة لكافة الأطراف المهتمة[2].

ثالثا: القيمة الجوهرية (VS)[3]

القيمة الجوهرية مفهوم جديد أدخل من طرف الخبراء الألمان سنة 1960 وتعرف على أنها القيمة المتعلقة بقيمة الاستمرار مقدرة بقيمة الاستبدال الحقيقية للأصول (الممتلكات والحقوق) المكونة للذمة المالية للمؤسسة.

ويمكن حساب القيمة الجوهرية بالعلاقة التالية:

القيمة الجوهرية= الأصول الإجمالية المعاد تقييمها من منظور الاستمرارية + مصاريف الاستثمار الضرورية للاستغلال غير المملوكة + مصاريف الاستثمار الضرورية لتكملة وتجديد والحفاظ على المعدات – العناصر المملوكة غير الضرورية للاستغلال...............(2-14)

ظهرت تقسيمات جديدة للقيمة الجوهرية من طرف بعض الخبراء، خاصة المنتمون للكلية الوطنية البلجيكية للخبراء المحاسبين بالإضافة إلى السابقة هناك صنفين آخرين حسب معيار مكونات تمويل الأصول على النحو الآتي:

---

(1) غنية الجوزي، **أهمية اعتماد البورصة كوسيلة تقييم مردودية المؤسسة وتمويل تطورها**، رسالة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية مؤسسات، جامعة الجزائر3، الجزائر، 2011-2012، ص 78.

(2) علال بن ثابت، **أساليب تقييم المؤسسات وتطبيقاتها في الجزائر**، مجلة دراسات العدد الإقتصادي، المجلد05، العدد01، جامعة عمار ثليجي، الأغواط، 2014، ص ص 31،30.

(3) علي بن الضب، مرجع سبق ذكره، ص ص 24، 25.

أ- القيمة الجوهرية المنخفضة: تأخذ في الحسبان الديون بدون فوائد (موردون) والتي تشترط استبعادها من القيمة الجوهرية.

ب- القيمة الجوهرية الصافية: تتمثل في القيمة الإجمالية مطروحا منها مجمل الديون والتي تقترب من مفهوم الأصل الصافي المصحح، والفرق يكمن في أن الأولى تأخذ بعين الاعتبار الأصل المستأجر والمستعار.

القيمة الجوهرية ليست طريقة مباشرة من طرق التقييم لكنها تعتبر وسيلة تأخذ في الحسبان الفائض good will

رابعا: الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال (CPNE)

تتمثل في الاستثمارات الضرورية للاستغلال مضافا إليها الاحتياج في رأس مال العامل للاستغلال (BFRE) والذي يتحدد بمستوى النشاط التقديري، أما الاستثمارات فيجب أن تتحدد بالقيمة الصافية، وهذا المفهوم يقترب جدا من مفهوم الأصل الاقتصادي. وتحسب بالطريقة التالية:

الأموال الضرورية الدائمة للاستغلال = القيم الثابتة + الاستثمارات للاستغلال + الاحتياج في رأس مال العامل للاستغلال (BFRE).............(2-15)

يعتبر منظور الذمة لتحليل قيمة المؤسسة تحليلا ساكنا، حيث ينظر للمؤسسة على أنها مجموعة من الأصول دون التعرض لكيفية تنظيمها ومدى عملها مجتمعة والتي لا يمكن الوقوف على ذلك من خلال قدرتها على توليد التدفقات النقدية المستقبلية.[1]

المطلب الثاني: القيمة المردودية

لاحظنا سابقا أن لمقاربة الذمة المالية مجموعة من النقائص والسلبيات المتمثلة في السكون أي عدم الأخذ بعين الاعتبار التدفقات النقدية المستقبلية، الأمر الذي أدى إلى استعمال مقاربة تصحيحية جديدة متمثلة في مقاربة التدفقات والتي يمكن تعريفها: " على أنها التصور المبني على فكرة أن قيمة المؤسسة لا تعبر عن تراكم العناصر الماضية، وإنما على توقع الأرباح المستقبلية، فالمشتري للمؤسسة يهتم أولا بالمداخل المستقبلية المتوقعة ومن ثم فهذا المدخل يرتكز على التدفقات في تحديد القيمة بدلا من الجرد الساكن لعناصر الأصول، في هذه الحالة تتمثل قيمة المؤسسة في القيمة الحالية للمداخيل المستقبلية ".[2]

يمكن تصنيف طرق التقييم المرتكزة على التدفقات إلى ثلاثة أصناف هي:

الطرق المعتمدة على الأرباح، الطرق المعتمدة على التوزيعات، الطرق المعتمدة على التدفقات النقدية.

أولا: الطريقة المعتمدة على التدفق النقدي المتاح (DCF)

فالتدفق النقدي المتاح يعبر عن تدفقات السيولة الصافية المحققة فعلا من النشاط العادي للمؤسسة (الاستغلال)، وبالتالي يضيف للإيرادات والتكاليف المستقاة من جدول حسابات النتائج الممثلة للتدفق النقدي الكلاسيكي (القدرة على التمويل الذاتي)، عناصر أخرى مستخرجة من الميزانية والمتمثلة في تغير الاحتياج في رأس المال العامل، بالإضافة إلى العمليات المتعلقة بالاستثمارات وذلك بهدف الوصول إلى تدفقات السيولة

---

[1] المرجع السابق، ص 25.

[2] عصمت محمد بن حمو، مرجع سبق ذكره، ص 111.

المتاحة للمؤسسة، يحسب التدفق النقدي المتاح مستقلا عن طرق التمويل لذا تستبعد المصاريف المالية من حسابه، كما لا تأخذ في حسابه التدفقات السيولة الناتجة عن دورة الاستغلال[1].

ويمكن حساب التدفق النقدي المتاح وفق العلاقة التالية:[2]

التدفق النقدي المتاح = نتيجة الاستغلال الصافية (خارج المصاريف المالية والضريبة على أرباح الشركات) + مخصصات الاهتلاكات – التغير في الاحتياج في رأس المال العامل + التنازل عن الأصول (صافي من الضريبة) – الاستثمارات.........(2–16)

تهدف طريقة التقييم المرتكزة على التدفقات النقدية المتاحة إلى تحديد قيمة المؤسسة انطلاقا من قدرتها على تحقيق التدفقات النقدية المتاحة والتي تقوم باستحداثها بمعدل آخذين بعين الاعتبار خطر الاستثمار.[3]

يمكن صياغة معادلة (DCF) المستعملة في تحديد قيمة المؤسسة على النحو التالي:[4]

$$\boldsymbol{Ve = \frac{fi}{(1+k)^t} + \frac{VRn}{(1+k)^t}} \text{..............}(17–2)$$

حيث:

Fi: التدفق النقدي المتاح خلال الفترة t؛

K: معدل الاستحداث؛

VRn: القيمة النهائية؛

n: عدد السنوات؛

ثانيا: الطرق المعتمدة على التوزيعات

تتمثل قيمة المؤسسة في مجموع قيم الأسهم فهي تهدف إلى تحديد قيمة السهم أخذ بعين الاعتبار توزيعات الأرباح المتوقعة وسعر إعادة التنازل عن هذا السهم في المستقبل. ويمكن حساب قيمة المؤسسة كمايلي:[5]

$$\boldsymbol{Ve = \sum_{i=1}^{n} \frac{Di}{(1+t)^i} + \frac{Vn}{(1+t)^n}} \text{............}(18–2)$$

حيث:

Ve: قيمة المؤسسة

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

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

---

(1) هواري سويسي، عبد القادر دبون، **مداخلة بعنوان أهمية قياس قيمة الأصول المعنوية في ظل اقتصاد المعرفة**، المؤتمر العلمي الدولي حول الأداء المتميز للمنظمات والحكومات، جامعة ورقلة، 08–09 مارس 2005، ص 405.

(2) Jean Barreau & Jacquelline Delahaye, **gestion Financière**, 15eme édition, Dunod, paris,2006, p136

(3) عصمت محمد بن حمو، مرجع سبق ذكره، ص 119.

(4) هواري سويسي، عبد القادر دبون، مرجع سبق ذكرة، ص 406.

(5) نادية عيساوي، مرجع سبق ذكره، ص 87.

ومن بين أهم هذه الطرق نجد:

أ- نموذج جوردن شابيرو (النموذج الصفري) (Gordon Shapiro)

يسمح هذا النموذج بتحديد قيمة المؤسسة من خلال التوزيعات المستقبلية المحينة إلى ما لا نهاية، ويمكن صياغة قيمة المؤسسة من خلال العلاقة التالية[1]:

$$\boldsymbol{Ve_{.}} = \frac{\boldsymbol{DIV_1}}{\boldsymbol{k}} \ldots\ldots\ldots\ldots(18-2)$$

حيث:

Ve: قيمة المؤسسة؛

Div1: التوزيعات الجارية؛

K: معدل الاستحداث (الخصم)؛

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

$$\boldsymbol{Ve} = \frac{\boldsymbol{DiV1}}{\boldsymbol{1-g}} \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots(19-2)$$

حيث:

g: معدل نمو التوزيعات.

ب- نموذج بات (Bates)

يعتمد هذا النموذج على استحداث التدفقات النقدية المتاحة المستقبلية، وهو امتداد لنموذج جوردن شابيرو، لكنه يقدم مفهوم جد واقعي كونه يأخذ في الحسبان الأرباح المستقبلية والتوزيعات ومعدل نموها، بالإضافة إلى تقسيم الفترة الكلية على فترات جزئية (الأخذ في الحسبان دوره الحياة في المؤسسة)، وليس على التوزيعات الثابتة فقط كما في نموذج جوردن شابيرو.

يستعمل هذا النموذج للتقييم من المنظور المقارن، حيث يرى صاحب النموذج Bates أن مضاعف Per للمؤسسة لا يختلف عن ذلك الخاص بالقطاع ($Per_{n.secteur}= Per_{n.société}$)، لكن المؤشر Per يرجح بمعدل التوزيعات الجارية ويحسب بالعلاقة التالية:

$$\boldsymbol{PER_{societe}} = \boldsymbol{Per_n} + [(\boldsymbol{DPA_{encour}}/\boldsymbol{0.1}) \times \boldsymbol{B}]\boldsymbol{A} \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots(20-2)$$

حيث:

DPA: توزيعات السهم الواحد.

B.A: هما معلمات النموذج ويتم تحديدهما بالرجوع على جدول Bates، حيث حسابهما هو دالة في معدل نمو الأرباح على الفترة ومعدل المردودية المفروض من طرف المستثمرين والمدة N.

[1] Patrick Della Faille, **fusions, Acquisitions et évaluations d’entreprises**, éditions larcier, bruxelles, 2001, p 74

بعد تحديد Per يتم حساب قيمة المؤسسة محل التقييم عن طريق رسملة الأرباح الجارية بمضاعف Per المحسوب وفقا لهذا النموذج بنفس الطريقة المتطرق لها سابقا، وهو نموذج مستخدم بكثرة الواقع العملي من طرف المحللين الماليين.[1]

جـ- نموذج هولت (Holt)[2]

يقوم هذا النموذج على نفس مبدأ نموذج Bates ويمكن حساب النسبة بين Per للمؤسسة وPer للسوق كما يلي:

$$\frac{PER_0}{PER_{0M}} = \left(\frac{(1+g)+\frac{Div}{co}}{1+gm+\frac{DivM}{coM}}\right)^n \text{..........(21-2)}$$

حيث

$\frac{Div}{co}$: عائد السهم؛

$\frac{DivM}{coM}$: عائد السهم في السوق؛

gm: معدل نمو السهم في السوق؛

g: معدل النمو؛

n: عدد السنوات.

ثالثا: الطرق المرتكزة على الأرباح

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

1- رسملة الأرباح[3]

يتم تحديد قيمة المؤسسة وفقا لهذه الطريقة بحساب القيمة الحالية للأرباح المتوقع الحصول عليها في المستقبل إلى ما لانهاية، كما يأخذ بعين الاعتبار في حسابه لقيمة المؤسسة نسبة السعر إلى العائد.

ويمكن حساب قيمة المؤسسة بالعلاقة التالية:

$$V_e = PER \times BPA \text{.......(22-2)}$$

حيث:

V_e: قيمة المؤسسة؛

PER: نسبة السعر على العائد؛

BPA: الربح المقدر للسهم الواحد.

---

[1] علي بن الضب، مرجع سبق ذكره، ص 27.

[2] Octave Jokung NGuéna, **Mathématique et gestion Financière**, 1er édition, édition de boeck, paris, 2004, p 251.

[3] هواري سويسي، **أهمية تقييم المؤسسات في اتخاذ قرارات الاستثمار المالي**، مجلة الباحث، العدد 05، جامعة ورقلة، 2007، ص 116.

2- القيمة الحالية للأرباح[1]

تتفق طريقة تحيين الأرباح مع طريقة الرسملة من حيث المبدأ، حيث نحصل على قيمة المؤسسة بحساب القيمة الحالية للأرباح المتوقع أن تفرزها المؤسسة في المستقبل مع الأخذ بعين الاعتبار عامل الزمن، وعليه يتم تحديد قيمة المؤسسة وفق العلاقة التالية:[2]

$$V_e = \sum_{i=1}^{n} \frac{R^*}{(1+K)^n} \ldots\ldots\ldots (23-2)$$

حيث:

R^* : الأرباح المتوقعة؛

K: معدل الخصم؛

n: عدد السنوات.

3- فترة الاسترداد

تتمثل فترة الاسترداد في عدد السنوات اللازمة للمستثمر لكي يتساوى سعر سهمه مع القيمة الحالية للأرباح المستقبلية، هذه الطريقة مشتقة من طريقة فترة الاسترداد المستحقة في تقييم المشاريع.[3]

وتحسب بالعلاقة التالية:[4]

$$DR = \frac{\log\left[Per\frac{(g-k)}{(1+k)}+1\right]}{\log\left(\frac{1+g}{1+k}\right)} \ldots\ldots\ldots\ldots (24-2)$$

حيث:

DR: فترة الاسترداد؛

Per: مضاعف السعر على العائد؛

g: معدل النمو ؛

K: معدل الخصم.

المطلب الثالث: الطرق المختلطة

يعتبر مدخل الطرق المختلطة من أهم مداخل تقييم المؤسسة كونها تعمل على التوفيق بين قيم الذمة المالية وقيم المردودية، فهي من جهة تجمع الطرق الساكنة لقيمة المؤسسة (الذمة المالية) ومن جهة أخرى مقاربات ديناميكية (قيم المردودية)، ونظرا للانتقادات الموجهة لكل من مقاربتي الذمة المالية والمردودية،

---

(1) نادية عيساوي، مرجع سبق ذكره، ص 84.

(2) Jean Bareau & Jacquelline Delahaye, op.cit , p 319

(3) جمال قدام، **تمويل المؤسسات الاقتصادية: دراسة تحليلية لأثر التمويل المباشر على قيمة المؤسسة**، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة محمد الصديق بن يحي، جيجل، 2006-2007، ص 65.

(4)Jean Michel Palou, **les Méthodes d'évaluation d'entreprise**, groupe Revenue Fiduciaire, paris, 2003, p 130.

والمتمثلة أساسا في تجاهل الأولى للمردودية المستقبلية للمؤسسة وكذا مختلف قيمها المعنوية أما انتقادات الثانية المتمثلة في إهمالها لتكوين أصول المؤسسة أي ماضيها، ولتقييمها توجد طريقتين الطرق غير المباشرة التي تفترض المرور بالقيمة الكلية للمؤسسة، والطرق المباشرة التي تعتمد على فائض الربح في حساب قيمة هذه العناصر.

أولا: الطريقة غير المباشرة

وتسمى هذه الطريقة أيضا بطريقة المطبقين وتقوم هذه الطريقة بحساب شهرة المحل انطلاقا من القيمة الإجمالية حيث تعتبر أن شهرة المحل تمثل الفرق بين القيمة الإجمالية للمؤسسة وقيمة أصولها الصافية المعدلة، ونميز طريقتين غير مباشرتين لتقدير شهرة المحل وهما الطريقة غير المباشرة الصافية والطريقة غير المباشرة الإجمالية.

1- الطريقة غير المباشرة الصافية[1]

قيمة المؤسسة تمثل المتوسط بين قيمة المردودية والأصل الصافي المصحح.

$$V = (ANCC + VR)/2 \text{.........} (25\text{-}2)$$

حيث:

V=B/r

والطريقة غير المباشرة تنص على أن **GW** هي الفرق بين قيمة المؤسسة الكلية والأصل الصافي المصحح، ومن ثم تصبح:

$$GW = 1/2r(B - r \times ANCC) \text{..........} (26\text{-}2)$$

2- الطريقة غير المباشرة الإجمالية

وذلك بتعويض الأصل الصافي المصحح بالقيمة الجوهرية الإجمالية:

$$GW = 1/2r(B - r \times VsB) \text{...............} (27\text{-}2)$$

ثانيا: الطريقة المباشرة

توجد عدة طرق مباشرة لحساب فائض القيمة والتي يمكن التطرق لأهمها:

1- الطريقة الأنجلوسكسونية[2]

ترتكز قيمة المؤسسة على مجموع أصلها الصافي المحاسبي المصحح، ويقدر (GW) بالفرق بين الربح الصافي للمؤسسة والمكافئة المحصلة نتيجة التوظيف بمعدل (i) بدون خطر للأصل الصافي المحاسبي المصحح، وفقها يتم حساب فائض القيمة ومن تم قيمة المؤسسة مباشرة دون الرجوع إلى الفرق بين القيمة الإجمالية وقيمة الأصل الصافي المصحح، حيث تكتب وفق العلاقة الآتية:

---

(1) علال بن ثابت، مرجع سبق ذكره، ص 36.

(2) بلخير بكاري، مرجع سبق ذكره، ص 123.

➢ **الطريقة الإجمالية**

$$V = ANCC + \frac{1}{t}(CB - i \times Vs)$$

$$GW = \frac{1}{t}(CB - i \times Vs)............(28-2)$$

➢ **الطريقة الصافية**[1]

$$V = ANCC + \frac{1}{t}(B - i \times ANCC)$$

$$GW = \frac{1}{t}(B - i \times ANCC)..............(29-2)$$

حيث:

V: تمثل قيمة المؤسسة؛

t: معدل الاستحداث بخطر (taux Risqué) مضاف إليه من 25 إلى 50% كعلاوة خطر؛

ANCC: الأصل الصافي المصحح؛

CB: القدرة الربحية؛

i: سعر الفائدة بدون خطر (Non Risqué)؛

Vs: القيمة الجوهرية؛

B: الربح المصحح.

- إن القيمة (i X ANCC) تمثل المردودية النظرية التي تساوي الربح الأدنى الضروري لأجل الحصول على مكافئة عادية، وعندما تقوم بإنقاص هذا الأخير من قيمة الربح الحقيقي (B) نحصل على ريع فائض القيمة المسمى بـ (Good will)، أما إذا كان الفرق سالبا فهو يمثل (Bad Will)، وريع فائض القيمة هو عبارة على سلسلة الأقساط تتم في مدة محددة وتعود بالفائدة لصاحبها.

2- طريقة الريع المختصرة لفائض القيمة[2]

تسمي كذلك بالطريقة المبسطة لاتحاد الخبراء المحاسبيين الأوربيين، حيث تنطلق هذه الطريقة في حساب فائض القيمة من استحداث فوائض الربح الناتجة عن الفرق بين الربح وعائد توظيف الأموال الضرورية للمؤسسة في السوق المالية لفترة معينة عكس الطريقة السابقة (الأنجلوسكسونية) التي تعتمد فترة غير منتهية، وتعطي معادلة هذه الطريقة على النحو التالي:

---

(1) علال بن ثابت، مرجع سبق ذكره، ص 35.

(2) Mauguiere Henri, **l'Evaluation des entreprises non cotées**, édition Dunod, paris,1990, P 36.

❖ **عندما يكون فائض القيمة ثابت:**

$$V = ANCC + an(B - i \times ANCC)$$

$$an = 1 - \frac{1-(1+t)^{-n}}{t} \text{.....................} (30-2)$$

❖ **في حالة عدم ثبات فائض القيمة:**

$$V = ANCC + \sum_{i=1}^{n} \frac{Bt - i \times ANCC}{(1+i')^{t}} \text{.....................} (31-2)$$

حيث:

V: قيمة المؤسسة؛

ANCC: الأصل الصافي المصحح؛

B: الربح المصحح؛

i: سعر الفائدة بدون خطر(Non Risqué)؛

an: القيمة الحالية لمبالغ مستقبلية متساوية؛

i': معدل الاستحداث.

خلاصة

بعد استعراض المفاهيم الأساسية المرتبطة بقيمة وتقييم المؤسسة نستنتج أن هذه الأخيرة تهدف إلى تعظيم قيمتها من خلال استخدام مؤشرات إنشاء القيمة والتي تختلف باختلاف طبيعتها.

تفترض عملية التقييم تشخيص المؤسسة أولا ثم تقدير قيمتها، وتهدف عملية التشخيص إلى الكشف عن الإمكانيات الحقيقية للمؤسسة البشرية والمادية، وضعيتها في السوق ونوع المخاطر التي يفرضها عليها المحيط التي تنشط فيه ومدى انعكاس هذه العناصر على آفاق نموها المستقبلية، إلا أن إيجاد قيمة حقيقية للمؤسسة أمر صعب، وذلك لتعدد واختلاف طرق التقييم التي تجعلنا لا نصل إلى قيمة واحدة، بل مجموعة من القيم، وهو ما يحتم على المقيم المالي إيجاد طريقة مثلى لتقييم المؤسسة والخروج بقيمة حقيقة لها.

الفصل الثالث: النظريات المفسرة لتأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة.

المبحث الأول: تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة في ظل فروض السوق الكامل.

المبحث الثاني: تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة في ظل إسقاط فروض السوق الكامل.

المبحث الثالث: النماذج الرياضية المستخدمة لاختبار مصداقية نظريات توزيع الأرباح.

تمهيد

بعد التطرق للإطار النظري لسياسة توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة سنحاول في هذا الفصل التطرق للنظريات المفسرة لتأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، وعرض مختلف وجهات النظر التي حاولت تحليل العلاقة التي تربط سياسة توزيع الأرباح بقيمة المؤسسة.

على ضوء ما سبق سيتم تقسيم هذا الفصل كالتالي:

المبحث الأول: تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة في ظل فروض السوق الكامل.

المبحث الثاني: تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة في ظل إسقاط فروض السوق الكامل.

المبحث الثالث: النماذج الرياضية المستخدمة لاختبار مصداقية نظريات توزيع الأرباح.

المبحث الأول: تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة في ظل فروض السوق الكامل

سنعالج في هذا المبحث النظريات المفسرة لتأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة في ظل فروض السوق الكامل، حيث قمنا بتقسيم هذا المبحث إلى مطلبين، الأول بعنوان المقاربات النظرية في ظل ظروف التأكد التام والثاني في ظل ظروف عدم التأكد.

المطلب الأول: المقاربات النظرية في ظل التأكد التام

سيتم التطرق في هذا المطلب إلى أهم نظريات ظروف التأكد التام، وأبرزها نظرية "ميلر ومدكلياني"(Miller et Medigliani)، نظرية "جوردن"(Gordon) وفان هورن (Van Horn)، ونعني بظروف التأكد التام أن الأرباح والاستثمارات المحققة معروفة مسبقا ودون وجود مخاطر، وهذا يندرج تحت فرضية السوق الكفء.

أولا: مقاربة ميلر ومدكلياني (1961)[1]

يعتقد "ميلر"و"مدكلياني" أن قرار الأرباح لا أثر له على قيمة المؤسسة، فقيمة المؤسسة تتحدد بكفاءة قرارات الاستثمار، أي تتحدد بقدرة الأصول على توليد الأرباح، أما كيفية التصرف في هذه الأرباح باحتجازها أو بتوزيعها فلا تأثير له على قيمة المؤسسة، وقبل أن نعرض للإثبات الرياضي لوجهة النظر هذه، ينبغي أن نشير إلى الفروض التي قامت عليها والتي تتلخص في:

- أن المستثمر رشيد؛
- أن المؤسسة تعمل في ظل السوق الكامل، حيث لا يوجد مستثمر وحيد يمكنه التأثير على أسعار الأسهم في السوق، وأنه يمكن شراء وبيع الأوراق المالية بكميات مهما صغر حجمها، كما لا توجد تكلفة للمعاملات أو ضرائب، أما المعلومات المؤثرة على الأوراق المالية المتداولة فمتاحة بالمجان؛
- أن المؤسسة تعمل في ظل التأكد التام، فالاستثمارات وكذا الأرباح المستقبلية معروفة مقدما؛
- لا توجد تكلفة للإصدار، أي لا تتكبد المؤسسة أي مصروفات عند إصدارها للأسهم أو السندات؛
- أن سياسة الاستثمار للمؤسسة ثابتة لا تتغير.

من الواضح أن هذه الافتراضات غير واقعية وغير دقيقة، وذلك لأنه لا يعفى الأفراد أو الضرائب على الدخل بصفة عامة. كما يتحمل المستثمر تكاليف التعامل في الأسهم بالإضافة إلى أن المدراء في مركز أفضل من المعلومات مقارنة بالمستثمرين خارج المؤسسة، كما أن لسياسة التوزيعات تأثيرها على الموازنة الرأسمالية من خلال التدفق النقدي المتاح لأغراض الاستثمار[2].

---

[1] منير إبراهيم هندي، **الإدارة المالية (مدخل تحليلي معاصر)**، الطبعة السادسة، مرجع سبق ذكره، ص 667.

[2] محمد زرقون، مرجع سبق ذكره، ص 86.

ولإثبات وجهة نظر (Miller et Midigliani) رياضيا، وتحت افتراض أن المؤسسة تمول بالأموال الخاصة فقط، وقد قررت المؤسسة دفع توزيعات لا بد من التمويل بالدفع في رأس المال، ومن ثم تصبح المعادلة كالتالي[1]:

$$N*DPA = \Delta N - P_1 .... (1-3)$$

حيث:

N: عدد الأسهم الجديدة التي تم إصدارها؛

DPA: توزيعات السهم الواحد؛

P_1: سعر السهم بعد دفع التوزيعات.

بما أننا في حالة التأكد التام والأرباح ثابتة، وبنفس درجة المخاطرة، تساوي قيمة الأموال الخاصة (المؤسسة) مايلي:

$$N*P_0 = (N + \Delta N) - P_1 ....(2-3)$$

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

$$N*P_0 = N*P_1 + \Delta N*P_1 \Rightarrow N*P_0 = N*P_1 + N*DP_A$$
$$\Rightarrow N*(P_0 - P_1) = N*DPA \Rightarrow P_0 - P_1 = DPA.........(3-3)$$

نلاحظ من المعادلة الأخيرة أن التوزيعات مساوية تماما للتغير في القيمة السوقية، فأي زيادة / تخفيض في التوزيعات سوف يصاحبه انخفاض أو زيادة في القيمة السوقية للمؤسسة (الأموال الخاصة) بنفس المقدار.

ثانيا: مقاربة (Gordon 1962)

يختلف فكر "مايرون جوردن" اختلافا جوهريا عن فكر "ميلر ومدكلياني"، حيث أكد على علاقة وأثر توزيع الأرباح بالقيمة السوقية للسهم الواحد، وقد سميت هذه النظرية بنظرية عصفور باليد[2].

وتتمثل فرضيات نموذج جوردن فيما يلي:

- ✓ اعتماد إدارة الشركة في تمويل استثماراتها على حقوق الملكية، أي لا يوجد تمويل اقتراض خارجي[3]؛
- ✓ عدم خضوع دخل المؤسسة أو المستثمر للضريبة؛
- ✓ ثبات معدل العائد المتوقع على استثمارات المؤسسة، وكذلك معدل العائد المطلوب من طرف المستثمرين؛
- ✓ ثبات معدل نمو المؤسسة؛
- ✓ معدل العائد المطلوب على الاستثمار يكون أكبر من معدل النمو؛

---

(1) علي بن الضب، مرجع سبق ذكره، ص 141.

(2) حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص 911.

(3) عبد الناصر إبراهيم نور، **العلاقة بين توزيعات الأرباح و العوائد السوقية غير العادية للأسهم ومدى تأثرها بربحية الشركة وحجمها ودرجة مخاطرتها اللانظامية**، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، المجلد17، العدد01، جامعة الاسراء، عمان، 2003، ص 45.

- ✓ ثبات نسبة الأرباح التي توزع على حملة الأسهم العادية[1].

ووفقا لنموذج (Gordon) فإنه إذا قيم سهم معين، فإن سعره يمثل القيمة العادلة للسهم من وجهة المستثمر للسهم الذي يملكه، فإذا كانت القيمة السوقية للسهم أكبر من القيمة العادلة (الحقيقية)، فهذا يعني أن السهم مقيم بأعلى من قيمته، الأمر الذي يجعله فرصة مغرية للبيع، أما إذا كانت القيمة السوقية للسهم أقل من قيمته الحقيقية، فهذا يعني أن السهم مقيم في السوق بأقل مما يجب، الأمر الذي يجعله فرصة مغرية للشراء[2].

ويمكن صياغة معادلة نموذج (Gordon) كمايلي[3]:

$$V_e = \frac{DIV}{K-g} \qquad ....(4\text{-}3)$$

وبما أن التوزيعات التي يحصل عليها المساهم تتمثل في قيمة الأرباح المتوقعة مضروبة في نسبة الأرباح المحتجزة ($1 - T_{NDIV}$)، وعليه فالقيمة تساوي:

$$V_e = \frac{R^*(1-T_{NDIV})}{K-g} \qquad ....(5\text{-}3)$$

حيت:

V_e: قيمة المؤسسة؛

R^*: قيمة الأرباح المتوقعة؛

T_{NDIV}: نسبة احتجاز الأرباح؛

K: معدل المردودية المطلوب؛

g: معدل نمو التوزيعات.

بالتعويض $g = T_{NDIV}.K^*$ في المعادلة السابقة نجد:

$$V_e = \frac{R^*(1-T_{NDIV})}{(K-K^*.T_{NDIV})} ....(6\text{-}3)$$

حيث:

K^* : معدل المردودية المتوقع؛

بما أن $k = k^*$ يمكن تبسيط المعادلة لتصبح:

$$V_e = \frac{R^*}{K} ....(7\text{-}3)$$

نلاحظ من المعادلة الأخيرة أن قيمة المؤسسة مستقلة تماما عن سياسة توزيع الأرباح، حيث لم يظهر أي متغير من متغيرات سياسة توزيع الأرباح في دالة القيمة، بل نلاحظ أنها دالة تابعة للأرباح ومعدل المردودية المتوقع الذي يعكس درجة المخاطرة التي تتعرض لها الأرباح.

---

[1] هواري سويسي، **تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر**، مرجع سبق ذكره، ص213.

[2] هشام طلعت عبد الحكيم، مصطفى أنوار حسن، **تقييم الأسهم العادية باستعمال نموذج الخصم (نموذج جوردن)**، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد81، جامعة المستنصرية، 2010، ص 60.

[3] منير إبراهيم هندي، **الفكر الحديث في مجال هيكل تمويل الشركات**، مرجع سبق ذكره، ص ص 315،316.

مما سبق نجد أن القيمة السوقية للسهم محصلة لقرارات الاستثمار وليس التمويل، وهذا لا يكون إلا تحت شرط تساوي معدل المردودية المطلوب مع المتوقع ($k = k^*$).

ثالثا: نموذج (Van Horne 1989)[1]

قام (Van Horne) بإثبات عدم تأثير سياسة التوزيعات على قيمة المؤسسة اعتمادا على التدفقات النقدية المستحدثة، حيث اعتبر قيمة السهم في بداية الفترة عبارة عن القيمة الحالية للتدفقات المستقبلية، هذه الأخيرة عبارة عن المجموع الجبري للتوزيعات، والسعر في نهاية الفترة مستحدثين، والمعبر عنها رياضيا بالعلاقة التالية:

$$P_0 = (DPA_1 + P_1)/(1+k) \ldots\ldots\ldots\ldots (8\text{-}3)$$

حيث:

K: معدل الاستحداث والذي يساوي معدل المردودية المطلوب والمتوقع.

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

$$N^*P_0 = (N.DPA_1 + N.P_1)/(1+K) \ldots\ldots (9\text{-}3)$$

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

$$N.P_0 = (N.DPA_1 + (N+N^*)P_1 - N^*.P_1)/(1+K) \ldots\ldots\ldots\ldots (10\text{-}3)$$

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

مما سبق يبقى الإشكال المطروح، ماهي قيمة الأسهم الجديدة (مقدار الرفع في الأموال الخاصة)؟ وماهي الاحتياجات واجبة التمويل؟

إذا اقتصرت الموارد على كل من الأرباح وقيمة الأسهم الجديدة، والاستخدامات في التوزيعات والاستثمارات، فإن مقدار الرفع في رأس المال كالتالي:

$$R_{net} + N^*.P_1 = I + N.DPA \ldots\ldots\ldots (11\text{-}3)$$

$$\Rightarrow N^*.P_1 = I + N.DPA - R_{net}$$

بتعويض هذه الأخيرة في المعادلة (9-3) نجد:

$$N.P_0 = (N.DPA_1 + (N+N^*)P_1 - I - N.DPA_1 + R_{net})/(1+K) \ldots\ldots (12\text{-}3)$$

$$\Rightarrow N.P_0 = ((N+N^*)P + R_{net} - I)/(1+K)$$

(1) علي بن الضب، مرجع سبق ذكره، ص 141، 142.

نلاحظ من المعادلة الأخيرة، أنه لا يوجد للتوزيعات في المعادلة، ومنه قيمة الأموال الخاصة (المؤسسة) مستقلة تماما عن التوزيعات، بل هي دالة تابعة أساسا للنتيجة المحققة والاستثمارات، وسعر السهم في نهاية المدة[1].

مما سبق نجد أن كل من مقاربة (Miller et Midigliani) و(Van Horne) نفت وجود أثر للتوزيعات على القيمة، في حين أثبتت مقاربة جوردن أن هناك تأثير لسياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم.

المطلب الثاني: المقاربات في ظل ظروف عدم التأكد

سنحاول من خلال هذا المطلب إبراز المقاربات التي تفسر سياسة التوزيع وذلك بإسقاط فرضية التأكد التام مع الإبقاء على فرضية الكفاءة التامة للسوق.

أولا: نظرية سياسة التوزيعات الشخصية

أصر ميلر **M & M** على وجهة نظريهما السابقة بشأن سياسات التوزيع، فحتى في ظل عدم التأكد لن يكون لتلك السياسات تأثير على القيمة السوقية للمؤسسة، وهو ما يطلق عليه بنظرية عدم ملائمة التوزيعات ففي غياب تكلفة المعاملات والضرائب يستطيع المستثمر أن يشكل من نفسه سياسة التوزيع التي تناسبه ومن ثم فلن يقبل سياسة التوزيع التي تقررها المؤسسة. فإذا كانت التوزيعات التي تقررها المؤسسة لا تكفي لتزويد المستثمر بالدخل الذي يحتاجه، فيمكنه أن يبيع جزء من الأسهم التي يمتلكها بما يضمن تغطية تلك الاحتياجات، ومن جهة أخرى إذا كانت التوزيعات تزيد من احتياجاته فيمكنه استخدام الفائض في شراء المزيد من أسهم المؤسسة[2].

ولإثبات هذه النظرية رياضيا نتبع الخطوات التالية[3]:

نفترض أن ربح (نتيجة) المؤسسة للسنة السابقة هي R_0، والربح الذي يحقق في نهاية السنة الحالية هو R_1، وأن مبلغ الاستثمارات المراد تحقيقها للسنة الحالية هي **I**، مع افتراض أن مصادر التمويل المتاحة للمؤسسة تتمثل إما في الأرباح المحتجزة أو في إصدار أسهم عادية أو سندات جديدة.

إذا قررت المؤسسة إجراء توزيعات من أرباح السنة الماضية، فسوف يترتب على ذلك حرمان المؤسسة من زيادة في الأرباح المحتجزة تقدر بقيمة التوزيعات التي تقرر إجراءها، وقد يترتب على ذلك قيام المؤسسة بالحصول على أموال من مصادر خارجية قدرها**D**، إذ قد لا يكفي ما تبقى من الأرباح المتولدة في السنة السابقة لتمويل الاستثمارات الجديدة، وعليه نحصل على المعادلة التالية:

$$R_0 + D = I + Div\text{.........(13-3)}$$

حيث:

R_0: ربح (نتيجة) السنة المالية؛

---

[1] علي بن الضب، مرجع سبق ذكره، ص 142.

[2] منير إبراهيم هندي، **الفكر الحديث في مجال هيكل تمويل الشركات**، مرجع سبق ذكره، ص 318.

[3] منير إبراهيم هندي، **الإدارة المالية (مدخل تحليلي معاصر)**، الطبعة الرابعة، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1999 ص ص 704،700.

D: الديون؛

I: مبلغ الاستثمار؛

Div: توزيعات الأرباح.

حيث يمثل الجانب الأيمن مصادر الأموال المتمثلة في الأرباح المتولدة إضافة إلى الأموال التي تم الحصول عليها من مصادر خارجية، أما الجانب الأيسر فيمثل استخدامات هذه الأموال وهي الاستثمارات الجديدة، إضافة إلى التوزيعات المقرر إجرائها، ويمكن صياغة المعادلة السابقة على النحو التالي:

$$Div = R_0 + D - I \text{...........(14-3)}$$

إن حصول المؤسسة على أموال إضافية من مصادر خارجية سوف يترتب عليها أعباء مالية دورية **FF** تتمثل في تكلفة هذه الأموال، هذه الأخيرة أعباء غير مؤكدة، ومنه تصبح المعادلة السابقة بالشكل التالي:

$$Div_1 = R_1 - FF \text{.........(15-3)}$$

على افتراض أن تمويل المؤسسة يكون بالأموال الخاصة فقط، بما فيه الأموال الإضافية التي تم الحصول عليها من مصادر خارجية، ومنه فإن القيمة السوقية للمؤسسة (الأسهم عبارة عن الأموال الخاصة مضافا إليها قيمة التوزيعات التي حصل عليها المساهمين)، ونكتب المعادلة كما يلي:

$$P_0 = P_1 + D_0 = \frac{D_1}{(1+K)} \text{..........(16-3)}$$

حيث:

P_1،P_0: سعر السهم في بداية ونهاية الفترة على التوالي؛

D_1، D_0: الديون (الاستدانة) في بداية ونهاية الفترة على التوالي؛

K: تكلفة التمويل.

إذا أعدنا صياغة المعادلة (3−16) بأسلوب المعادل المؤكد سنحصل على المعادلات التالية:

$$P_1 = \frac{Div - PR.COV(Div_1, R_M)}{(1 + R_{SR})} \text{............(17-3)}$$

حيث:

PR: بدل المخاطرة، والمتمثل في نسبة الفرق بين مردودية السوق ومردودية الأصل بدون خطر إلى تباين السوق؛

COV (Div, R_M): التباين المشترك بين عائد التوزيعات Div_1 ومردودية السوق R_M؛

R_{SR}: معدل المردودية بدون خطر.

بتعويض المعادلة رقم *(3−15)* في المعادلة رقم *(3−17)* نجد:

$$P_1 = \left(\frac{(R_1 - FF) - PR.\ COV\ (R_1 - FF), (R_M)}{(1+R_{SR})}\right) \text{........(18-3)}$$

بما أن:

$$COV\left((R_1 - FF), R_M\right) = COV(R_1, R_M) - COV\ (FF, R_M) \text{......(19-3)}$$

بتعويض العلاقة السابقة في المعادلة *(3-18)* نجد:

$$\mathbf{P_1} = \frac{(\mathbf{R_1} - PR.COV(R_1,R_M)) - (\mathbf{FF} - \mathbf{PR.COV(FF,R_M)})}{(1+\mathbf{R_{SR}})} .... \mathbf{(20\text{-}3)}$$

يمثل الجزء الثاني من الطرف الأيسر القيمة الحالية للأموال الإضافية التي حصلت عليها المؤسسة من مصادر خارجية، التي لا تخرج عن كونها قيمة الديونD وبتعويضها نجد:

$$\mathbf{P_1} = \frac{(\mathbf{R_1} - PR.COV(R_1,R_M))}{(1+\mathbf{R_{SR}})} - \mathbf{D} .... \mathbf{(21\text{-}3)}$$

وبتعويض المعادلة (3−21) في المعادلة (3−16) نجد:

$$\mathbf{P_0} = \frac{\mathbf{R_1} - \mathbf{PR.COV(R_1,R_M)}}{(1+\mathbf{R_{SR}})} - \mathbf{D} + \mathbf{D} .... \mathbf{(22\text{-}3)}$$

وبتعويض المعادلة (3−14) في المعادلة (3−22) نجد:

$$\mathbf{P_0} = \frac{(\mathbf{R_1} - \mathbf{PR.COV(R_1,R_M)})}{(1+\mathbf{R_{SR}})} - \mathbf{D} + \mathbf{R} - \mathbf{I} + \mathbf{D} .... \mathbf{(23\text{-}3)}$$

ومنه:

$$\mathbf{P_0} = \frac{(\mathbf{R_1} - \mathbf{PR.COV(R_1,R_M)})}{(1+\mathbf{R_{SR}})} + \mathbf{R} - \mathbf{I} .... \mathbf{(24\text{-}3)}$$

من خلال المعادلة الأخيرة نلاحظ أن ثروة الملاك تتأثر أساسا بقرارات الاستثمار I، وما يترتب عليه من عائد **(R_1, R_0)**، وما يتعرض له هذا العائد من مخاطر **[PR .COV(R_1 , R_M)]**، أما مقدار التوزيعات الحالية **Div** والمستقبلية **Div_1** فلم تظهر، وهذا يعني أن سياسات التوزيع لا تهم المستثمر، وعلى المؤسسة ألا تشغل بالها برد فعل المساهمين بشأن سياسة التوزيعات التي تتبعها.

ثانيا: مقاربة عصفور في اليد[1]

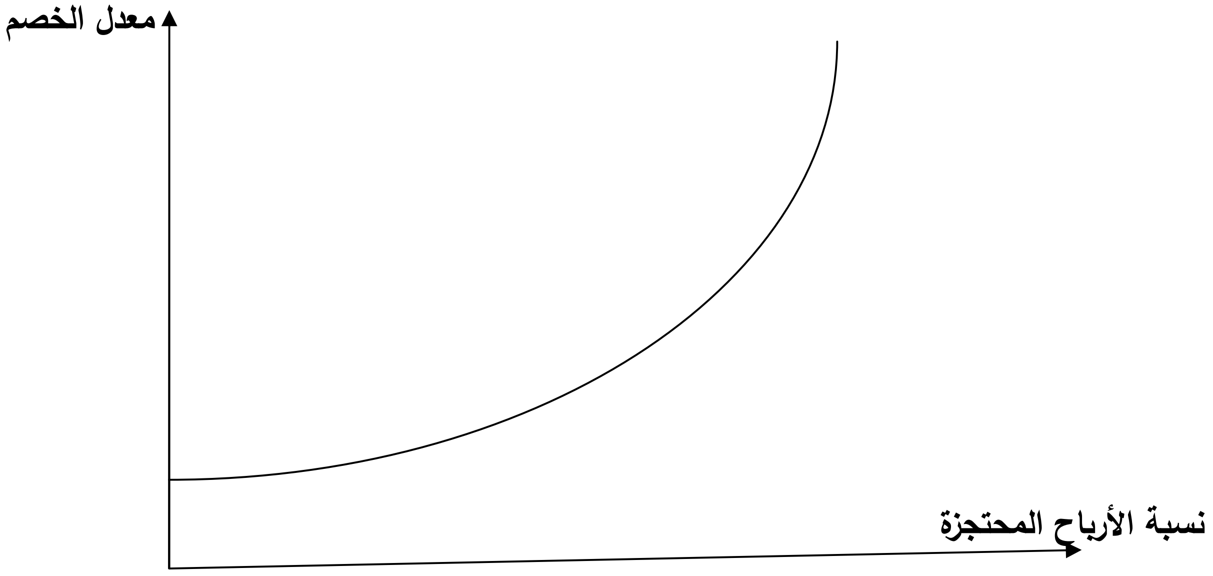
حسب (Gordon) وفي ظل الافتراضات مبسطة وفي حالة تعادل معدل العائد على الاستثمار مع تكلفة الأموال، فإن سياسة التوزيعات لا تؤثر على قيمة المؤسسة، لكن عاد (Gordon) وأثبت أن لسياسة التوزيعات تأثير على القيمة السوقية للمؤسسة عندما يتعادل معدل العائد على الاستثمار مع تكلفة الأموال، حيث يميل المستثمرون في ظل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

وقد أطلق (Gordon) على هذا النموذج اسم "عصفور في اليد" فوفقا لهذا النموذج يصبح من غير الملائم افتراض ثبات معدل الخصم (تكلفة التمويل)، فالواقع يشير إلى أنه بزيادة درجة عدم التأكد، ونتيجة لأن المستثمر يتجنب المخاطر سوف يطلب معدل أعلى كلما زادت درجة عدم التأكد، وبمعنى أخر أن معدل الخصم الملائم سوف يزداد كلما زادت نسبة الأرباح المحتجزة، وهذا كما يوضحه الشكل التالي:

---

[1] محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، **الإدارة المالية (مدخل القيمة واتخاذ القرارات)**، مرجع سبق ذكره، ص ص 376، 379.

الشكل رقم (3−1): العلاقة بين معدل الخصم ونسبة الأرباح المحتجزة



المصدر: محمد صالح الحناوي وآخرون، **الإدارة المالية (التحليل المالي للمشروعات الجديدة)**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص 402.

أما النتيجة التي توصل إليها (Gordon & Linter) هي أنه في ظل حالة عدم التأكد فإن سياسة التوزيعات سوف تؤثر على القيمة السوقية للسهم، ليس هذا فحسب بل إن المستثمرين يفضلون الحصول على التوزيعات الآن بدلا من تأجيلها للحصول على الأرباح الرأسمالية الناجمة عن نمو التوزيعات، ومن ثم ارتفاع سعر السهم في المستقبل الغير مؤكد أيضا، ويقول(Gordon) "أن التوزيعات التي في يد المستثمر الآن أفضل من الأرباح الرأسمالية التي سيحققها في المستقبل، إذ أن المستقبل غير مؤكد.

ويمكن توضيح التحليل السابق من خلال المعادلة التالية[1]:

$$P = \int_{i=0}^{\infty} \frac{D_n}{(1+K_n)^{\infty}} = \frac{D_1}{(1+K_1)^1} + \frac{D_2}{(1+K_2)^2} + \cdots + \frac{D_n}{(1+K_n)^{\infty}} \quad \text{............(25-3)}$$

حيث:

$$(K_1 < K_2)\text{.................}< K_{\infty}\text{........(26-3)}$$

وعند افتراض أن المؤسسة قررت احتجاز الأرباح التي كان مقررا توزيعها على الملاك في نهاية السنة الأولى (**D_1**) وقامت باستثمارها بمعدل استثمار متوقع قدره (**K**) على أن يضاف العائد على هذا الاستثمار(**g**) للتوزيعات عن السنوات التالية، في هذه الحالة تظهر المعادلة التالية:

$$P = \frac{D_0}{(1+K_1)^1} + \frac{D_2+(D_1 .g)}{(1+K_2)^2} + \frac{D_3+(D_1.g)}{(1+K_3)^3} + \cdots + \frac{D_{\infty}+(D_1.g)}{(1+K_{\infty})^{\infty}} \quad \text{..........(27-3)}$$

وبمقارنة المعادلة (3−25) مع المعادلة (3−27) يتضح أن قيمة المؤسسة في ظل المعادلة (3−25) تفوق قيمتها في ظل المعادلة (3−27)، حتى إذا كان متوسط معدل الخصم أي متوسط العائد المطلوب على

---

(1) منير إبراهيم هندي، **الإدارة المالية (مدخل تحليلي معاصر)**، الطبعة السادسة، مرجع سبق ذكره، ص 680.

الاستثمار يساوي معدل العائد للاستثمار(**g**)، يرجع ذلك إلى أن متوسط(**K**) في المعادلة (3−25) يقل عن مثيله في المعادلة ، وطالما توجد علاقة عكسية بين القيمة الحالية للتدفقات النقدية وبين معدل الخصم فإن القيمة السوقية للسهم في ظل المعادلة (3−25) تفوق قيمتها في ظل المعادلة (3−27)، وبالتالي فإن إجراء توزيعات من عدمه لا بد وأن يترك أثرا على القيمة السوقية للمؤسسة.

وتجدر الإشارة إلا أن نموذج (Gordon) يقوم على العلاقة الطردية بين الزمن وعدم التأكد، أي يقوم على فكرة أن درجة التأكد بشأن التوزيعات تتناقص كلما طال تاريخ استحقاق هذه التوزيعات.(1)

المبحث الثاني: تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة في ظل إسقاط فروض السوق الكامل

يهدف هذا المبحث إلى دراسة النظريات المفسرة لأثر توزيعات الأرباح على قيمة المؤسسة في ظل إسقاط فرضية السوق الكامل والمتمثلة في:

- نظرية المعلومات؛
- نظرية التمييز الضريبي؛
- نظرية المنظمة وأثر الزبون.

المطلب الأول: سياسة التوزيعات ونظرية المعلومة

تستند هذه النظرية على مفهوم انعدام التناظر في المعلومات التي تتميز بها الأسواق المالية إذ أن المعلومات التي تنشرها المؤسسات ليست هي بالضرورة المتغيرات الحقيقية(2).

تؤدي المعلومة دورا هاما في المؤسسة، حيث تقوم بتزويد الأفراد والجهات المختلفة سواء كانوا يعملون بها، أو من خارجها بمعلومات مالية تساعدهم في اتخاذ قراراتهم الاقتصادية، وعملية تقديم المعلومات لأغراض اتخاذ القرارات تعتبر أحد الأهداف الرئيسية للمعلومة المالية، ويتطلب هذا الهدف الإفصاح الملائم عن البيانات المالية والمعلومات المهمة الأخرى(3).

يعود الفضل في ظهور هذه النظرية إلى الكاتب **Ross** سنة 1977، وتقوم هذه النظرية على قاعدة أساسية وهي عدم التماثل/ التناظر المعلوماتي، الذي يتصف به السوق.

الواقع أن المعلومات التي تثبتها المؤسسات ليست بالضرورة حقيقية وصادقة، ومن ثم فإن هذه النظرية تنطلق من أنه بإمكان المديرين في المؤسسات الأحسن أداءا إصدار إشارات خاصة وفعالة تميزها عن مؤسسات أخرى ذات مستوى أقل من الأداء، وخاصية هذه الإشارات أنه سيكون من الصعب تقليدها من طرف مؤسسات ضعيفة، إذن تستند نظرية الإشارة إلى فكرتين هما:

---

(1) المرجع السابق، ص ص 680، 681.

(2) الياس بن ساسي، يوسف قريشي، **التسيير المالي (الإدارة المالية)**، الطبعة الأولى، مرجع سبق ذكره، ص 391.

(3) عبد القادر بريش، عيسى بدروني، **محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية**، المجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، العدد 10،جامعة المسيلة، 2013، ص 16.

✓ نفس المعلومة غير موزعة في جميع الاتجاهات، حيث أنه بإمكان المديرين في مؤسسة ما تهيئة معلومات لا تكون متوفرة لدى المستثمرين؛

✓ وحتى إذا كانت المعلومات منشورة ومتوفرة لدى الجميع فإنها سوف لا تدرك ولا تفهم بنفس الأسلوب والطريقة[1].

وتبعا لهذه النظرية يرى المستثمرون أن أي تغير في سياسة توزيع الأرباح من قبل المؤسسة هو بمثابة إشارة لتوقع الربح بواسطة إدارة المؤسسة، فالتوزيع الأعلى يعطي إشارة للمستثمرين بأن تنبأ المؤسسة للأرباح المستقبلية يكون إيجابيا، بمعنى آخر لو كان المستثمرون يتوقعون من المؤسسة أنها ستوزع نسبة منخفضة من التوزيعات بينما قامت بالفعل بدفع نسبة أعلى، فإن سعر السهم سوف يرتفع، والعكس صحيح، أي أنه لو توقع المستثمرون نسبة عالية من توزيعات الأرباح، بينما دفعت المؤسسة نسبة أقل بكثير فإن سعر السهم سوف ينخفض في سوق رأس المال.

ومع ذلك فإن "ميلر ومدكلياني" يؤكدان أن زيادة توزيعات الأرباح بشكل استثنائي هي إشارة من إدارة المؤسسة على أنها تتوقع نموا كبيرا في أرباحها، والعكس صحيح في حالة انخفاض توزيعات الأرباح بشكل استثنائي أيضا، أي أن هذه المعلومات (عن التوزيع أو الاحتجاز لتحقيق النمو) لا يؤثر في سعر السهم[2].

وقد توصل (Healy and Paleph 1988) في دراستيهما لهذه النظرية إلى أن الإعلان عن نتائج التوزيعات الأرباح سيؤدي إلى تقلب في أسعار الأسهم بنسبة (4%) في حين انخفضت أسعار الأسهم نسبة (0 .9%) في الشركات التي تمتنع أو تتوقف عن توزيع الأرباح، ونستنتج من ذلك أن الإعلان عن توزيع الأرباح يعد مؤشرا لزيادة الإيرادات المستقبلية التي تعكس الأخبار للمستثمرين عن القياس الحقيقي لنجاح الإدارة والتدفق النقدي والقيمة الحالية الموجبة لفرص الاستثمار الرأسمالية وبالتالي كفاءة السوق المالي.

ويشير (Mc Menamin1999) إلى أن التغير في دفع توزيعات الأرباح يمكن أن يفسر كإشارة إلى حملة الأسهم والمستثمرين حول دلائل الأرباح المستقبلية للشركة عموما وارتفاع في دفع توزيعات الأرباح، وهذا التغير ينظر إليه كإشارة موجبة (Positive Signal) ويكشف معلومات إيجابية حول الأرباح المستقبلية للشركة والتي تؤدي إلى زيادة في سعر السهم، وبالعكس فإن الانخفاض في دفع التوزيعات ينظر إليه كإشارة سالبة (Négative Signal) حول دلائل الأرباح المستقبلية، وتؤدي إلى انخفاض في سعر السهم[3].

---

(1) عبد الوهاب دادن، **الجدل القائم حول هياكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة**، مجلة الباحث، العدد 07، جامعة ورقلة، 2009–2010، ص 319.

(2) صباح أسامة علي شراب، **أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية** ، رسالة ماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية، غزة، 2006، ص 67.

(3) عبد الناصر إبراهيم نور، مرجع سبق ذكره، ص 47.

المطلب الثاني: سياسة التوزيعات ونظرية التميز الضريبي

ليس للضريبة على أرباح الشركات تأثير على سياسة التوزيعات وهذا منطقي، فصافي الربح المتولد يخضع لتلك الضريبة، سواء قررت المؤسسة توزيع الأرباح أو احتجازها.

إن أحد الافتراضات التي قامت عليها نظرية M &M هي أنه لا توجد ضريبة شخصية ولا ضريبة على دخل المؤسسة، ولكن هذا الافتراض هو الآخر افتراض غير سليم لأن المستثمرين يدفعون ضرائب، كما أن المؤسسات تدفع هي الأخرى ضرائب على الدخل التي تحصل عليه، وعلى هذا الأساس تقوم نظرية التفضيل الضريبي، حيث يوجد ثلاث أسباب ترتبط بالضريبة وتؤثر على تفضيل المستثمر لتوزيعات منخفضة عن توزيعات مرتفعة وهذه الأسباب هي:

- ✓ إذا كانت الضريبة على المكاسب الرأسمالية أقل من الضريبة على توزيعات الأرباح، فإن المستثمرين قد يفضلون عدم توزيع الأرباح وإعادة استثمارها في المؤسسة، حيث يعمل نمو المكاسب على ارتفاع أسعار الأسهم؛
- ✓ إذا احتفظ المستثمر بالأسهم حتى وفاته فلن تكون هناك ضرائب مستحقة، وبالتالي فإن المستفيدين (الورثة) الذين يأخذون تلك الأسهم يحصلون على الأسهم بقيمتها في تاريخ الوفاة دون أن يدفعوا ضرائب رأسمالية؛
- ✓ إن الضريبة على المكاسب الرأسمالية لا تدفع بعد أن يتم بيع السهم، ووفقا لمفهوم القيمة الزمنية فإن قيمة ما يدفع في شكل ضرائب في المستقبل له أثر أقل على التكلفة من ضرائب تدفع اليوم(1).

تحاول هذه النظرية توضيح أثر الضريبة على تفضيل المستثمر، وتأخذ مركزا مضادا مع نظرية عدم ملائمة التوزيعات، أي تدعو المؤسسات لاحتجاز أكبر قدر من الأرباح المتولدة، حيث تقوم على مبدأ أن المستثمر يفضل احتجاز الأرباح على التوزيعات بسبب التمييز الضريبي الذي يرجع الأرباح الرأسمالية لأنها تخضع لمعدل ضريبة أقل مقارنة مع الضريبة على التوزيعات، ووفقا لنظرية التميز الضريبي يجب على الشركات أن تدني التوزيعات النقدية إلى أدنى مستوى إذا كانت راغبة في تعظيم قيمة أسهمها(2).

كما يشير مضمون هذه النظرية أنه لو كان معدل الضريبة على توزيعات الأرباح يزيد على معدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية، فإن حملة الأسهم يطلبون معدل عائد أكبر قياسا بمؤسسة مماثلة تحتجز كل أرباحها أو الجزء الأكبر منها، هذا الارتفاع في معدل العائد المطلوب لابد وأن يزيد من كلفة الأموال للمؤسسة الأولى، وبسبب هذا الارتفاع تنخفض القيمة السوقية للسهم الواحد، في حين يؤدي الانخفاض في معدل العائد المطلوب في المؤسسة إلى انخفاض في كلفة الأموال المرجحة وبذلك ترتفع القيمة السوقية للمؤسسة والقيمة السوقية للسهم الواحد(3).

---

(1) عاطف جابر طه عبد الرحيم، مرجع سبق ذكره، ص ص 298، 299.

(2) محمد زرقون، مرجع سبق ذكره، ص87.

(3) حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص 930.

المطلب الثالث: سياسة التوزيعات ونظرية المنظمة وأثر الزبون

الفرع الأول: سياسة التوزيعات ونظرية المنظمة

سيتم في هذا الفرع دراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة من خلال نظرية المنظمة والتي تتمثل في نظرة الوكالة ونظرية الصفقات.

أولا: نظرية الوكالة (1976)

يعرف كل من (Jensen & Meckling 1976) علاقة الوكالة بأنها عقد يقوم فيه المالك بتفويض شخص أو عدة أشخاص (وكلاء) للقيام بتسيير المؤسسة نيابة عنه[1].

إن أهم شرط في عقد الوكالة هو ذلك الخاص بقيام الوكيل بأداء مسؤولياته بما يحقق ويعظم مصلحة المالك وذلك مقابل حصول الوكيل على الأجر المناسب مقابل تأدية مسؤولياته، فبطبيعة الحال فإن المسيرين يتمتعون بمعلومات أكثر من المساهمين عن وضعية المؤسسة، فممكن للمسيرين أن يهتموا بتحقيق أهدافهم الشخصية بدل تحقيق أهداف المساهمين، ففي هذه الحالة فالأمر يتطلب نوعا من التكاليف التي يتحملها المساهمين لضمان أهدافهم، ومن هنا يأتي أحد المصادر الأساسية لتكلفة الوكالة التي يتحملها المساهمين لضمان مراقبة على المسيرين تسمح بتحقيق أهدافهم[2].

تمثل تكلفة الوكالة وفقا لهذا المفهوم الفرق بين قيمة المؤسسة عند مستوى الإنفاق الأمثل للمنافع غير المالية، وبين قيمة المؤسسة عند مستوى الإنفاق الجديد، ومن الواضح أنه وفقا لمفهوم هذه النظرية يجب مراعاة عاملين أساسين هما:

- **الأول:** أن الملاك يفضلون أن تكون تكلفة الوكالة في أدنى حد لها؛
- **الثاني:** أن الملاك أيضا لا يرغبون في تحمل تكاليف إصدار إضافية عند طرح أسهم جديدة في السوق.

وعليه فإن الزيادة في توزيعات الأرباح قد تكون مؤشرا على أن إدارة المؤسسة لا تفرط في استخدام أموال المساهمين لإشباع والمنافع غير المالية، ومن ثم فإن تكلفة الوكالة تقل بزيادة توزيعات الأرباح، وفي المقابل فإن الزيادة في توزيعات الأرباح قد تعني في الوقت نفسه حاجة المؤسسة إلى أموال خارجية إضافية مثل إصدار الأسهم الجديدة، مما يزيد من تكاليف الإصدار والمعاملات المالية.

ومما سبق يتضح أن المنطق الصحيح لسياسة توزيع الأرباح المثلى وفق لمفهوم هذه النظرية يتلخص في أن هذه السياسة المثلى تتحقق عندما:" تتساوى المنفعة الحدية الناشئة من نقص تكلفة الوكالة كنتيجة لزيادة التوزيعات مع التكلفة الحدية الناشئة من زيادة التمويل الخارجي كنتيجة أيضا لزيادة التوزيعات".

---

(1) خالد جمال نصر، **أثر الإعلان عن توزيع الأرباح وربحية السهم في القيمة السوقية لأسهم الشركات الأردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية**، رسالة ماجستير في المحاسبة، جامعة العلوم التطبيقية الخاصة، عمان، 2015، ص 36.

(2) عبد القادر بريش، عيسى بدروني، مرجع سبق ذكره، ص 15.

وبذلك تتفرد هذه النظرية بخاصية هامة تتمثل في أنه حتى في ظل عدم وجود ضرائب فقد توجد سياسة مثلى لتوزيعات الأرباح[1].

ثانيا: نظرية تكاليف الصفقات

المؤسسة يمكنها أن تتحمل تكاليف عند توزيعها لأرباح الأسهم، كما أن المساهم كذلك يمكنه أن يتحمل تكاليف عند استثمار أمواله التي تحصل عليها في شكل توزيعات لأرباح السهم، ومع ذلك فالكثير من المؤسسات والمساهمون يبقون أوفياء لتوزيع أرباح السهم، ومع ذلك فالكثير من المؤسسات والمساهمون يبقون أوفياء لتوزيع أرباح السهم وتلجأ المؤسسات إلى زيادة التمويل الخارجي لتغطية احتياجات استثماراتها، وتكاليف الصفقات في حالة اللجوء إلى التمويل الخارجي هي تكاليف توزيع أرباح السهم، فالأرباح يمكن استعمالها لتغطية تكاليف الصفقات عند اللجوء إلى إصدارات جديدة، وفي الجانب الأخر إذا كان هناك زيادة في تكاليف الصفقات الناتج عن توزيع أو عدم توزيع الأرباح فهذا يؤثر على الأرباح المتوقعة ومن ثم سعر السهم ومنه القيمة السوقية للمؤسسة، سياسة توزيع الأرباح تستطيع أن تؤثر في قيمة المؤسسة خاصة إذا كانت هذه السياسة تؤثر على القرارات الاستثمارية للمؤسسة، فعلى سبيل المثال المسيرون يمكنهم أن يضيعوا فرصة الحصول على قيمة حالية صافية موجبة لاستثماراتها نتيجة توزيع أرباح السهم، واللجوء إلى التمويل الخارجي الذي بطبيعة الحال يترتب عليه تكاليف صفقات إضافية مقارنة لو أنهم مولوا هذه الاستثمارات عن طريق احتجاز الأرباح، وهذا حسب (Rock & Miller, 1985) اللذان أثبتا أن هذه التكلفة ترتفع من خلال القرارات الاستثمارية الساخرة التي تتخذها المؤسسة.

نظرية تكاليف الصفقات لتوزيع أرباح السهم، فتكاليف الصفقات تشمل كل التكاليف الناتجة عن اللجوء إلى التمويل الخارجي كتكاليف الاكتتاب، تكاليف الإدارة والنفقات القانونية كالضرائب وغيرها، وأبعد عن ذلك فلجوء المؤسسة إلى التمويل الخارجي يؤدي إلى تعرض المساهمين إلى صعوبات في مراقبة نشاطات المؤسسة أو حتى الاحتفاظ على ولائهم السابق، مثل دخول مساهمين جدد يؤدي إلى مشاركتهم في أرباح المؤسسة مما يجعل نصيب السهم منها ينخفض أو تظهر هذه النتائج في قيمة السهم والقيمة السوقية للمؤسسة.

فنظرية تكاليف الصفقات لسياسة توزيع الأرباح تقترح على المؤسسة الاعتماد على أرباحها في تمويل استثماراتها، وتلجأ لتوزيع الأرباح في حالة عدم وجود فرص استثمارية مواتية، فالمؤسسات الأكثر لجوءا إلى التمويل الخارجي تسعى إلى تعظيم القيمة السوقية للمساهمين من خلال تكلفته المنخفضة مقارنة بالتمويل بالأرباح المحتجزة، وحسب (RoZeff, 1982) فإن الرافعة المالية ودرجة النمو هما العاملين اللذان لجأت إليهما المؤسسة للتمويل الخارجي.

والعامل الآخر الذي يفسر لجوء المؤسسة إلى التمويل الخارجي هو الحجم، فالمؤسسات الأقل حجما يكون مساهميها غير راضين على لجوء المؤسسة إلى التمويل الخارجي عكس المؤسسات ذات الحجم الكبير

---

[1] محمد زرقون، مرجع سبق ذكره، ص 87.

وضياع إمكانية مراقبة المؤسسة هو أكبر مشكل يواجه مساهمي المؤسسات ذات الحجم الصغير نتيجة زيادة التمويل الخارجي، والذي يكون أكثر تكلفة بالنسبة لها مقارنة مع المؤسسات ذات الحجم الكبير، وبالتالي فتوزيع أرباح السهم في المؤسسات الصغيرة يكون أكثر تكلفة منه في ذات الحجم الكبير، وهذه النتيجة يمكن استخلاصها من العلاقة الموجبة بين نسبة توزيع أرباح السهم وحجم المؤسسة وهذا ما أكدته دراسة كل من (Redding, Fama & French Rad,1997).[1]

الفرع الثاني: سياسة التوزيعات وأثر الزبون

ويقصد به قيام المؤسسات بتبني سياسة توزيع أرباح معينة تجذب فئة من الزبائن تتكون من مجموعة مستثمرين تعجبهم تلك السياسة وتتماشى مع تفضيلاتهم فيما يتعلق بالاستثمار والاستهلاك[2]، حيث يساعد هذا الأثر في فهم سبب تغير سعر السهم بعد الإعلان عن التغير في سياسة التوزيع[3].

تستند هذه النظرية إلى ما قدمه "مودكلياني وميلر" في دراستهما عام 1921 بشأن تأثير التوزيعات على القيمة السوقية للمؤسسة، حيث يؤكدان على أن المؤسسة لا يجب أن تشغل نفسها بسياسة التوزيعات، وذلك لتباين رغبات المستثمرين بشأن تفضيلاتهم للتوزيعات أو الأرباح الرأسمالية وبالتالي يجب على المؤسسة أن تحدد سياسة توزيعاتها والتي بالضرورة سوف تعود إلى إعجاب مجموعة من المستثمرين الذين يفضلون تلك السياسة، ومن ثم يتجه هؤلاء المستثمرون إلى شراء أسهم تلك المؤسسة ويزداد الإقبال على أسهم المؤسسة كلما زاد عدد المستثمرين الذين يفضلون سياسة التوزيعات التي تتبعها المؤسسة وهو ما يؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية للمؤسسة.

فقد تختلف تفضيلات المستثمرين حسب طبيعة كل مستثمر، فهناك مستثمرون يفضلون الحصول على التوزيعات عن الحصول على أرباح في المستقبل، بينما يوجد مستثمرون على النقيض يفضلون إعادة استثمار الأموال للحصول على الأرباح في المستقبل عن إجراء توزيعات عليهم، فإذا ما تبنت المؤسسة سياسة توزيعات تقوم على احتجاز الأرباح وإعادة استثمارها فإن هذه السياسة لن تناسب هؤلاء الذين يرغبون في الحصول على التوزيعات، وقد يدفعهم ذلك إلى التخلص من كل أو ما بعض ما لديهم من أسهم وذلك لتدبير احتياجاتهم الحالية للأموال مع تحمل تكاليف السمسرة، التي عادة تكون مرتفعة على الصفقات الصغيرة أما إذا تبنت المؤسسة سياسة توزيعات تقضي بتوزيع الدخل على المساهمين فإن هذه السياسة تبدو غير ملائمة لأولئك الذين يرغبون في إعادة استثمار أموالهم والحصول على أرباح رأسمالية في المستقبل وهو ما يعرض هؤلاء المستثمرين إلا بعض المتاعب منها حصول هؤلاء على دخول متمثلة في صورة توزيعات ومن ثم دفع الضرائب المقرر عليها، بالإضافة إلى صعوبات أخرى تتعلق بإعادة استثمار هذه الأموال فيما بعد، وقد خلص M & M إلا أن المستثمرين الذين لا يرغبون في الحصول على توزيعات حالية يميلون إلى شراء أسهم المؤسسات التي تتبع

---

(1) عبد القادر بريش، عيسى بدروني، مرجع سبق ذكره، ص ص 15، 16.

(2) محمد زرقون، مرجع سبق ذكره، ص87.

(3) عدنان تايه النعيمي وآخرون، **الإدارة المالية (النظرية والتطبيق)**، مرجع سبق ذكره، ص 459.

سياسات توزيع تقضي بتوزيع نسبة مرتفعة من دخل المؤسسة، بينما يميل المستثمرون الذين لا يرغبون في الحصول على دخول نقدية في شراء أسهم المؤسسات التي تتبع سياسة توزيعات تقتضي باحتجاز دخل المؤسسة لإعادة استثماره[1].

وتختلف كذلك تفضيلات المستثمرين، ويرجع هذا إلى التباين في معدل الضريبة على كل من التوزيعات والأرباح الرأسمالية، فقد تخضع التوزيعات لمعدل ضريبة أعلى من المعدل الذي تخضع له الأرباح الرأسمالية التي تحققها الأسهم العادية عند بيعها، ومن ثم سيفضل المستثمر الذي يقع دخله في شريحة ضريبية مرتفعة احتجاز الأرباح على توزيعها، وبالتالي يترتب على احتجاز الأرباح ارتفاع القيمة السوقية للأسهم العادية وتحقيق أرباح رأسمالية تخضع للضريبة، إلا أن معدل الضريبة على تلك الأرباح يقل عند معدل الضريبة على التوزيعات، كما أنها أرباح لا تخضع للضريبة إذا لم يقرر المستثمر بيع الأسهم التي يمتلكها، أما المستثمر الذي يتمتع بإعفاء ضريبي فيتساوى عنده توزيع الأرباح أو احتجازها فهو لن يدفع ضرائب على أي حال.

ويؤدي التمييز بين معدل الضريبة على التوزيعات ومعدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية إلى وجود فريق من المستثمرين يميلون إلى تفضيل احتجاز الأرباح على توزيعها، ولتوضيح هذه الفكرة نقوم بصياغة المعادلة التالية:

$$TR = \frac{Div\,(1-T_{Div})+B\,(1-T_B)}{P} \quad ....(28\text{-}3)$$

حيث:

TR: معدل المردودية؛

Div: قيمة التوزيعات؛

T_{Div}: الضريبة على التوزيعات؛

B: الأرباح الرأسمالية؛

T_B: الضريبة على الأرباح الرأسمالية التي تتولد عن بيع الأسهم؛

P: قيمة السهم.

إذا كان:

$T_B < T_{Div}$: فإن معدل المردودية سوف يتوقف على سياسة المؤسسة بشأن توزيع الأرباح، فكلما انخفض نصيب السهم من التوزيعات، زاد معدل المردودية على الاستثمار الذي يحققه المستثمر؛

$T_B = 0$: معناه تخفيض قيمة الأرباح الموزعة وبالتالي زيادة القيمة السوقية للسهم، وعليه فالمستثمر لن يدفع ضرائب على تلك الزيادة.

وحتى إذا باع السهم فسوف يدفع ضرائب على تلك الأرباح تقل عما كان سيدفعه لو كانت تلك الأرباح في صورة توزيعات، وهذا يعد تأييدا لسياسة الاحتجاز[2].

---

[1] محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، **الإدارة المالية (التحليل المالي لمشروعات الأعمال)**، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2005، ص 391،392.

[2] منير ابراهيم هندي، **الفكر الحديث في مجال هيكل تمويل الشركات**، مرجع سبق ذكره، ص ص 350، 351.

وعلى ذلك يكون التأثير الوحيد للمؤسسة من جراء انتهاج سياسة معينة هو اجتذاب عميل خاص ومعين ينشد هذه السياسة المتبعة من طرف المؤسسة والمستوى المقرر من التوزيعات، في حين يترتب عن تغيير هذه السياسة اجتذاب نوع أخر من العملاء[1].

غير أن لجوء المستثمر إلى تغيير المؤسسة التي يستثمر فيها قد تخلو من الحكمة وتتصف بعدم الكفاءة والمرونة، ويرجع ذلك للأسباب التالية[2]:

- وجود تكلفة المعاملات ونفقات السمسرة؛
- احتمالية خضوع المستثمر الراغب في بيع أسهمه للضريبة على الأرباح الرأسمالية؛
- احتمالية وجود قصور في عدد المستثمرين الراغبين في الاستثمار في المؤسسة الجديدة التي تطبق سياسة التوزيعات، مما يعني أن الإدارة قد ترفض سياسة التوزيعات لان هذا التغيير قد يدفع حملة الأسهم الحالية إلى بيع تلك الأسهم مما يؤدي إلى انخفاض سعر السهم.

المبحث الثالث: النماذج الرياضية المستخدمة لاختبار مصداقية نظريات توزيع الأرباح

تعددت وجهات النظر المفسرة لأثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة في كل من حالة التأكد التام وعدم التأكد، فهناك من يرى أن لهذه السياسة تأثير وهناك من ينفي ذلك، وفي ظل هذا التعارض **وجدت** مجموعة من الطرق لاختبار مصداقية هذه النظريات، من بينها النموذج البياني، نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (MEDAF).

المطلب الأول: النموذج البياني

من أبرز الفروض التي يقوم عليها فكر (Modigliani & Miller, 1961) هي عدم ملائمة التوزيعات، أي أنه لا تأثير للتوزيعات على معدل العائد على حقوق الملكية، هذا يختلف كليا على ما أشار إليه (Gordon, 1962)، في مقاربة عصفور في اليد، إذ يتوقع أن يختلف معدل العائد الذي يطلبه الملاك باختلاف سياسة التوزيع، فبسبب التأكد بشأن التوزيعات وعدم التأكد بشأن الأرباح الرأسمالية، فإن قيمة الدولار من التوزيعات المتوقعة تفوق قيمة الدولار من الأرباح الرأسمالية، بالتالي فحصل المستثمر على التوزيعات يزيل عنه الهواجس أي عدم التأكد، في حين أن الأرباح الرأسمالية المتمثلة في الزيادة في القيمة السوقية للسهم بسبب احتجاز الأرباح قد تتحقق أولا، وحتى إذا ما تحققت في لحظة ما فقد تختفي إذا ما انخفضت القيمة السوقية للسهم مستقبلا لسبب أو لآخر قبل أن يتصرف فيه المستثمر بالبيع فور ارتفاع قيمته السوقية[3].

استخدم الأسلوب البياني في دراسة (Brighan,1968) وهي دراسة أجريت على عينة من مؤسسات تتبع سياسات توزيع تختلف فيما بينها من حيث عدة توزيعات ومعدل النمو، وفيما يلي شكل بياني يوضح هذا النموذج.

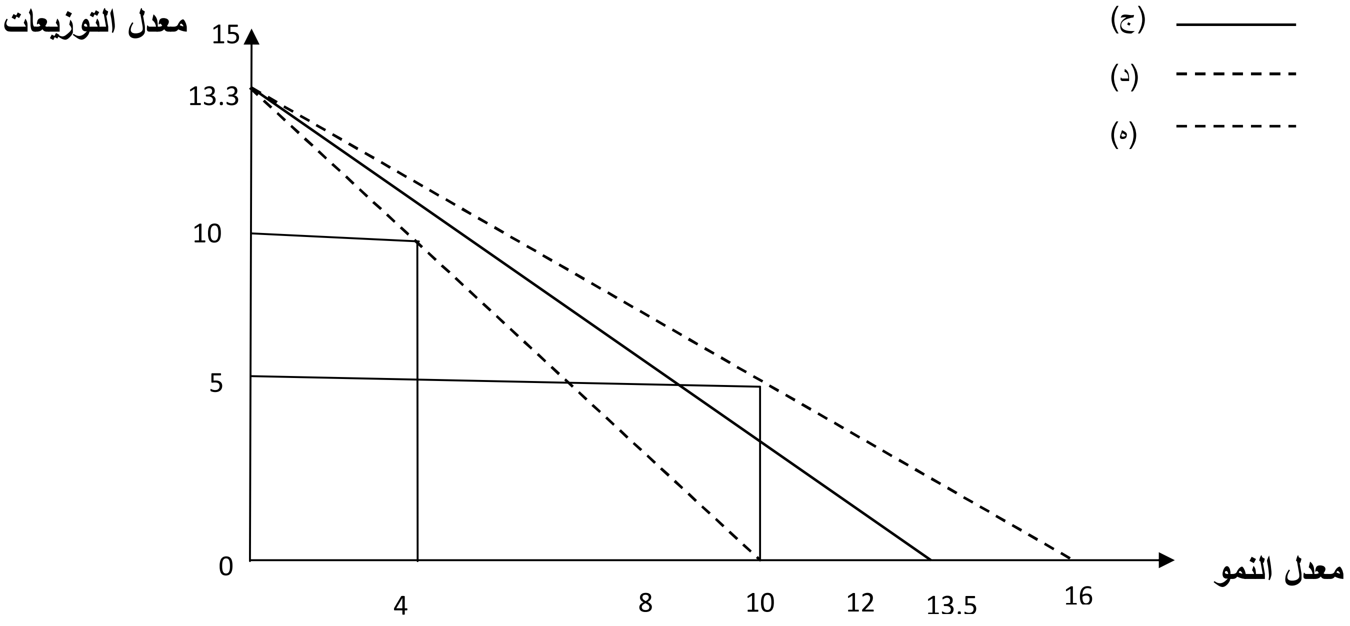
---

(1) عبد الكريم بوحادرة، مرجع سبق ذكره، ص 140.

(2) عبد الغفار حنفي، **أساسيات التمويل والإدارة المالية**، مرجع سبق ذكره، ص 230.

(3) منير إبراهيم هندي، **الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل**، مرجع سبق ذكره، ص 374.

الشكل رقم (3-2): اختبار النظريات الثلاث بالأسلوب البياني



المصدر: منير إبراهيم هندي، **الفكر الحديث في مجال هيكل تمويل الشركات**، مرجع سبق ذكره، ص 364.

خلصت هذه الدراسة إلى ثلاث حالات:

✓ إذا كانت نتائج الدراسة واقعة على المستقيم (ج)، فإن معدل المردودية في حالة إجراء توزيع لكافة الأرباح يساوي 13.3% ويساوي معدل المردودية في حالة احتجاز كافة الأرباح، لو كان معدل النمو كبير أو صغير أو انخفض أو زاد عن معدل المردودية بنفس المقدار، فهذا يعني تأييد لنظرية عدم وجود تأثير للتوزيعات على معدل مردودية الأموال الخاصة، أي عدم وجود تأثير على قيمة المؤسسة؛

✓ إذا كانت نتائج الدراسة واقعة على المستقيم (د)، وهو المستقيم الذي يعكس أعلى معدل مردودية للأموال الخاصة المقدرة بـ 16% في حالة احتجاز الأرباح، ومردودية أقل ب 3 .13% في حالة توزيع الأرباح، وهذا يعني تأييد الفكر (Gordon & Linter)، أي تأييد لنظرية عصفور في اليد، ويعني أن زيادة التوزيعات تؤدي إلى انخفاض مردودية الأموال الخاصة، ومنه زيادة قيمة المؤسسة؛

✓ إذا كانت نتائج الدراسة واقعة على المستقيم (هـ)، فهذا يعني أن مردودية الأموال الخاصة تكون أقل من 11% في حالة احتجاز الأرباح وأكبر من 13.3% في حالة توزيعها، بمعنى أن زيادة احتجاز الأرباح يؤدي إلى زيادة مردودية الأموال الخاصة، وبالتالي انخفاض قيمة المؤسسة، ومنه فالنظرية الرائدة هي نظرية التمييز الضريبي[1].

رغم أن النتائج التي أجريت باستخدام هذا المنهج يميل معظمها إلى تأييد وجهة نظر (1961) M&M إلا أن انتقادات جوهرية قد وجهت إلى المنهج المستخدم، ومن أبرزها أنه لم يتم تثبيت العوامل الأخرى المؤثرة على

---

[1] منير إبراهيم هندي، **الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل**، مرجع سبق ذكره، ص ص 364، 365.

معدل العائد المطلوب على الاستثمار، كما أن القياس الدقيق لمعدل النمو المتوقع في قيمة السهم هي مسألة تكتنفها الصعوبة[1].

المطلب الثاني: نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (MEDAF)

حاول الباحثون والأكاديميون دراسة مشكلة التوزيعات من خلال نموذج تسعير الأصول الرأسمالية حيث تفترض هذه الدراسات أن معدل المردودية المطلوب يتوقف على مخاطر السوق والتي تقاس بدلالة **(β)** ومن ناحية أخرى يتوقف على مردودية التوزيعات، وبناءا على ذلك تم صياغة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية بالعلاقة التالية:[2]

$$\boldsymbol{Rt = RSR + \beta\ (R_M - R_{SR}) + \lambda(T_{Divt} - T_{DivM})}......(29\text{-}3)$$

حيث:

Rt: معدل المردودية المطلوب من طرف الملاك؛

RSR: معدل المردودية بدون خطر؛

β: معامل يقيس المخاطر المنتظمة لعائد السهم **(Rt)**؛

λ: معامل ثابت يقيس درجة حساسية معدل المردودية المفروض للتوزيعات؛

T_{Divt}: معدل التوزيعات في الفترة **t**؛

T_{DivM}: معدل توزيعات محفظة السوق.

وقد اختبرت المعادلة السابقة باستخدام تحليل الانحدار، على أساس بيانات تاريخية للمتغيرات **(Rt, RSR , T_{Divt} , T_{DivM}, R_M)**، حيث أنه إذا كان λ موجبا دل على وجود علاقة طردية بين معدل المردودية ومعدل التوزيعات، أما إذا كان سالبا فهو يدل على علاقة عكسية بين معدل المردودية والتوزيعات.

فإذا كان:

0<λ: زيادة التوزيعات تؤدي إلى زيادة قيمة المؤسسة، ومنه نظرية عصفور في اليد هي الرائدة؛

0>λ : زيادة التوزيعات تؤدي إلى انخفاض قيمة المؤسسة، ومنه النظرية الرائدة هي نظرية التمييز الضريبي؛

λ=0: ليس للتوزيعات تأثير على قيمة المؤسسة، ومنه نظرية (Miller & Modigliani) هي الرائدة.

وقد كشفت الدراسات التي استخدمت هذا الأسلوب عن نتائج متضاربة، فبعضها يؤيد نظرية التمييز الضريبي، وبعضها يؤيد نظرية عصفور في اليد والبعض الآخر يؤيد نظرية عدم وجود تأثير لسياسة التوزيعات على قيمة المؤسسة.

ومن بين الانتقادات الموجه لهذا النموذج أنه يعتمد على بيانات تاريخية، في حين أن البيانات التاريخية لا تعكس ما ستكون عليه تلك البيانات في المستقبل.

---

[1] منير إبراهيم هندي، **الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل**، مرجع سبق ذكره، ص 376، 377.

[2] منير إبراهيم هندي، **الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات**، مرجع سبق ذكره، ص 365.

خلاصة

من خلال ما تم التطرق إليه في هذا الفصل يتبين لنا أنه يوجد اختلاف في تأثير لسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة في ظل فروض السوق الكامل وفي ظل اختلالها.

ولتفسير هذا الاختلال جاءت مجموعة من النظريات حيث بنيت كل نظرية على نقائض للنظرية السابقة لها، فمنها من يؤيد تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة ومنها من يعارض ذلك، فنجد أن كل من (Midigliani & Miller) و(Van Horne) تنفي وجود تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، أما كل من (Gordon)، نظرية التمييز الضريبي، نظرية المنظمة، ونظرية أثر الزبون تقضي بوجود تأثير سياسة التوزيعات على قيمة المؤسسة.

وفي ظل هذا الاختلال وجدت مجموعة من النماذج لاختبار هذه النظريات من أهمها: النموذج البياني ونموذج تسعير الأصول الرأسمالية، حيث أنها لم تتوصل إلى نتائج محددة ودقيقة بخصوص تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة.

الفصل الرابع: دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة مجمع صيدال (Groupe SAIDAL)

المبحث الأول: تقديم مجمع صيدال (Groupe SAIDAL)

المبحث الثاني: دراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة مجمع صيدال (Groupe SAIDAL)

الفصل الرابع: دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة مجمع صيدال (Group SAIDAL)

تمهيد

بعد تطرقنا إلى الجانب النظري لسياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية، وكذلك إلى النظريات المفسرة لتأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية، ونظرا لأهمية الموضوع كان من المهم ربط الجانب النظري بالجانب التطبيقي، حيث حاولنا في هذا الفصل معرفة مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة مجمع صيدال خلال الفترة الممتدة من 2010 إلى 2019، وقمنا بتقسيم هذا الفصل إلى مبحثين هما:

المبحث الأول بعنوان تقييم مجمع صيدال، و ينقسم بدوره إلى ثلاث مطالب:

المطلب الأول: تعريف مجمع صيدال (SAIDAL).

المطلب الثاني: التنظيم العام لمجمع صيدال (SAIDAL).

المطلب الثالث: الآفاق المستقبلية لمجمع صيدال (SAIDAL).

المبحث الثاني بعنوان دراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة مجمع صيدال (SAIDAL)، وينقسم إلى ثلاث مطالب:

المطلب الأول: الأسلوب الإحصائي المتبع في الدراسة.

المطلب الثاني: منهجية الدراسة.

المطلب الثالث: عرض و تحليل نموذج الدراسة.

المبحث الأول: تقديم مجمع صيدال (Groupe SAIDAL)

يعتبر مجمع صيدال (Groupe SAIDAL) من المؤسسات الرائدة في مجال صناعة الأدوية في الجزائر المنبثقة عن إعادة الهيكلة للصيدلية المركزية، ونظرا للنتائج الهامة المحققة تمكن من الدخول إلى البورصة واحتلال نسبة هامة من السوق الجزائرية.

المطلب الأول: تعريف مجمع صيدال (Groupe SAIDAL)

صيدال شركة ذات أسهم برأس مال قدره 2500.000000 دينار جزائري 80% من رأس مال صيدال ملك للدولة وال 20% المتبقية قد تم التنازل عنها في سنة 1999 عن طريق البورصة إلى المستثمرين من المؤسسات والأشخاص.

تكمن مهنة صيدال في تطوير، إنتاج وتسويق المواد الصيدلانية الموجهة للاستهلاك البشري[(1)].

أولا: نشأة وتطور مجمع صيدال

يعتبر مجمع صيدال من المؤسسات الاقتصادية والإنتاجية التي أنشئت عن طريق إعادة هيكلة المؤسسة العمومية الاقتصادية، وبالتالي يكون مجمع صيدال (SAIDAL) تاريخيا تأسس على مراحل مختلفة مرت بها المؤسسة الصيدلانية الجزائرية[(2)]:

- في سنة 1963 تأسست الصيدلانية المركزية الجزائرية PCAبناءا على بعض الهياكل التي ورثتها الجزائر من الحقبة الاستعمارية في مجال الخدمات الصحية، وتتمثل هذه الهياكل في مجموعة من المخازن العمومية القديمة لتخزين الأدوية، حيث لم يترك الاستعمار بعد خروجه أي صناعة صيدلانية في الجزائر؛
- في سنة 1969 عهدت الدولة للصيدلية المركزية مهمة احتكار، استيراد، تصنيع وتسويق المنتجات الصيدلانية الخاصة بالطب، وهذا بناءا على أمر رئاسي أوكلها هذه المهام، وفي إطار مهمتها الإنتاجية أسست سنة 1971 وحدة للإنتاج بالحراش؛
- في سنة 1982 تحولت الصيدلية المركزية الجزائرية إلى المؤسسة الوطنية للإنتاج الصيدلاني ENPPبناءا على المرسوم 1982/161، والمؤرخ في أفريل 1982، لتصبح بعد ذلك تحت وصاية وزارة الطاقة والصناعات الكيميائية والبتروكميائية، تحت اسم مؤسسة صيدال؛
- في سنة 1989 صارت صيدال مؤسسة عمومية اقتصادية ذات استقلالية في التسيير، وهذا وفقا لقانون استقلالية المؤسسات، كما عهد لها احتكار، إنتاج وتوزيع الأدوية والمنتجات الصيدلانية، وأصبحت ذات قانون أساسي جديد (شركة ذات أسهم)، ولكنها بقيت خاضعة لمراقبة صندوق المساهمة البتروكيمياء وصيدلة؛
- في سنة 1993 سمحت التغيرات التي أجريت على قانون المؤسسة، بمشاركة صيدال في العمليات الصناعية والتجارية التي من شأنها خدمة هدفها الاجتماعي سواء بإنشاء شركات جديدة أو فروع تابعة لها، وقد

---

(1) www.saidalgroup.dz /ar/ notre. Groupe/qui- somme- nous, consulté le 5/9/2020, à 13:05H.
(2) Pharmacie centrale algérien.

تم أيضا في هذا العام الإصلاح المالي لصيدال حيث تحملت الدولة ديونها وخسائرها في إطار الإصلاح المالي لمؤسسات القطاع العام؛

- في سنة 1997 تم تحويل كل رأس مال المؤسسة إلى ملكية الشركة القابضة للصيدلية والكيمياء، كما تم إعادة هيكلة المؤسسة مما أدى لتحويلها إلى مجمع صناعي، وقد اتجه المجمع في هذه السنة إلى إنتاج المضادات الحيوية بالمدية، كما عرف تطور فعاليته في عدة مجالات، حيث سجل الإنتاج زيادة نسبة 16%كما ارتفعت المبيعات بنسبة 24% وذلك مقارنة بنسبة سنة 1996؛
- في سنة 1998 قام مجمع صيدال بتطوير هدفه الاجتماعي، بالتوجه إلى عمليات البحث الأساسي في مجال الطب الإنساني والبيطري؛
- في مارس 1999 عرضت أسهم مجمع صيدال للبيع في بورصة الجزائر، حيث قدرت قيمة السهم الواحد 800 دينار جزائري، وكانت أول تسعيرة لأسهم المجمع؛
- في سنة 2002 تم افتتاح وحدة إنتاج في باتنة تابعة لفروع **(BOITIC)** ، متخصصة في تصنيع التحاميل (Supposition)[1]؛
- في سنة 2003 تحصلت صيدال على شهادة الإيزو والتي أكدت مجهودها في تحقيق الجودة الكاملة ودليل ذلك فوزها بالجائزة الأولى للجودة على المستوى الوطني في اليوم الوطني الثاني للتقييس المنظم من طرف وزارة الصناعة؛
- في عام 2005 تم إنشاء مصنع الأنسولين في قسنطينة تابع لفروع فارما، وفي 16 أفريل 2006 تم افتتاحه من طرف رئيس الجمهورية؛
- وفي 2006/03/12 تم اختيار المجمع الصناعي صيدال مع 54 مؤسسة أخرى من بين 145 مؤسسة كبرى من أجل خوصصتها واستكمال فتح رأس مالها؛
- سنة 2009 رفعت صيدال من حصتها في رأس مال شركة سوميدال إلى حدود 59%[2]؛
- سنة 2010 قامت بشراء 20% من رأس مال شركة ايبيرال، كما رفعت من حصتها في رأس مال شركة تافكو من 38.75% إلى 44.51%؛
- سنة 2011 رفعت **(SAIDAL)** حصتها في رأسمال إيبيرال إلى حدود 60%؛
- جانفي 2014 شرع مجمع (SAIDAL) في إدماج فروعه الأتي ذكرها عن طريق الامتصاص: انتيبوتيكال، فارمال وبيوتيك.

---

(1) مريم قلال، **كيفية ترويج الأدوية في الجزائر**، رسالة ماجستير في العلوم التجارية، تخصص تسويق، جامعة أمحمد بوقرة ، بومرداس، 2013-2014، ص 115.

(2)https:// www.saidalgroup.dz / ar/ notre group/ historique, consulté le 5/09/2020 à 18 :30H.

الجدول رقم (4-1): بطاقة فنية لمجمع صيدال

إسم المؤسسة	مجمع صيدال
رأس المال الاجتماعي	شركة ذات أسهم برأسمال اجتماعي 2500.000.000دينار جزائري
طبيعة العملية	العرض العمومي للبيع بأسعار ثابتة بنسبة 20% من رأسمالها الاجتماعي أي ما يعادل مليوني سهم
طبيعة الأسهم	أسهم اسمية
عدد المساهمين الجدد	19288 مساهم جديد
المساهم الرئيسي	الشركة العمومية القابضة كيمياء- صيدلة بنسبة 80%
العملية المنجزة	عرض عمومي لبيع 2000.000 سهم اسمي بقيمة 250دج للسهم وبسعر إصدار 800دج للسهم
تاريخ العرض	من 15 فيفري إلى 15 مارس 1999
تأشيرة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة	التأشيرة رقم 98-04 بتاريخ 24 ديسمبر1998
تاريخ الدخول إلى البورصة	17جويلية 1999
تاريخ أول تسعير في البورصة	20 سبتمبر 1999

المصدر: غنية الجوزي، **أهمية اعتماد البورصة كوسيلة تقييم مردودية المؤسسة وتمويل تطورها**، مرجع سبق ذكره، ص147.

ثانيا: مهام وأهداف مجمع صيدال(SAIDAL)

1- المهام

أ- المهام الأساسية: تتمثل في[1] :

- إنتاج مواد مخصصة لصناعة الدواء؛
- إنتاج الأساس الفعال للمضادات الحيوية؛
- الاهتمام أكثر بالمهام التجارية كتوزيع وتسويق منتجات المجمع عبر كامل التراب الوطني لتغطية السوق الوطنية والسعي لاختراق الأسواق الدولية؛
- إجراء البحوث التطبيقية وتطوير الأدوية الجنسية.

---

(1) ياسمينة جيلالي، **المحاسبة عن تكاليف البحث والتطوير وفق النظام المحاسبي في الجزائر والمعايير المحاسبيةالدولية**، رسالة ماجستير في العلوم التجارية، تخصص دراسات مالية و محاسبة معمقة، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2009-2010، ص ص191،192.

ب- المهام الثانوية: تتمثل المهام الثانوية للمجمع فيما يلي[1]:

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

ج- الأهداف:

حيث تتمثل أهداف مجمع صيدال في[2]:

- تحقي الأمن الدوائي؛
- تقليص فاتورة الاستيراد للأدوية التي تقارب ما قيمته 600 مليون دولار سنويا؛
- الإرضاء الكلي والدائم للزبون وهذا بوضع سياسة تسيير للنوعية والجودة تدريجيا؛
- تنويع قائمة المنتجات؛
- تطوير الشراكة من خلال مشاريع مع مخابرات ذات سمعة عالمية سواء عن طريق عقود شراكة أو اتفاقية التصنيع؛

بالإضافة إلى[3]:

- المساهمة في الحد من الواردات؛
- الانفتاح على الأسواق الخارجية؛

ومن أجل تحقيق الأهداف المسطرة، سطر برنامج عمل لثلاثة آفاق هي[4]:

- برنامج على المدى القصير 2003 - 2004؛
- برنامج على المدى المتوسط 2004 - 2006؛
- برنامج على المدى الطويل 2006 - 2011.

ثالثا: نشاطات مجمع صيدال

تتجلى نشاطات مجمع صيدال فيمايلي[5]:

---

(1) يحيى فريك، **استراتيجيات التكامل العمودي في قطاع الصناعة**، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص الاقتصاد الصناعي، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2011-2012، ص 110.

(2) سامية لحول، **التسويق والمزايا التنافسية**، أطروحة دكتوراه في علوم تسيير المؤسسات، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2007- 2008، ص 349.

(3) http:// www.saidalgroup.dz/ar/ notre group/ qui – somme- nous, consulté le 05/09/2020 à16 :01H.

(4) سامية لحول، مرجع سبق ذكره، ص 349.

(5) مريم قلال، مرجع سبق ذكره، ص 116،117.

- صناعة المواد والمنتجات الصيدلانية، حيث تتمثل المهمة الرئيسية له في تطوير إنتاج وتسويق المواد الصيدلانية الموجهة للاستقطاب البشري والبيطري؛
- إنتاج واستيراد وتصدير وتسويق كل المنتجات الصيدلانية والمواد الكيميائية على شكل مواد أولية ومنتجات نصف مصنعة ومنتجات تامة الصنع الموجهة للاستقطاب؛
- تقديم كل الخدمات المتعلقة بنشاط المؤسسة؛
- النشاطات الترويجية التسويقية المتعلقة بالمؤسسة؛
- المشاركة في كل العمليات الصناعية أو التجارية التي لها علاقة بنشاط المؤسسة عن طريق إنشاء فروع جديدة؛
- عموما كل العمليات التي لها علاقة مباشرة أو غير مباشرة بأهدافها الاجتماعية وكل المواضيع المشابهة ذات الطابع المساعد لتطوير المؤسسة.

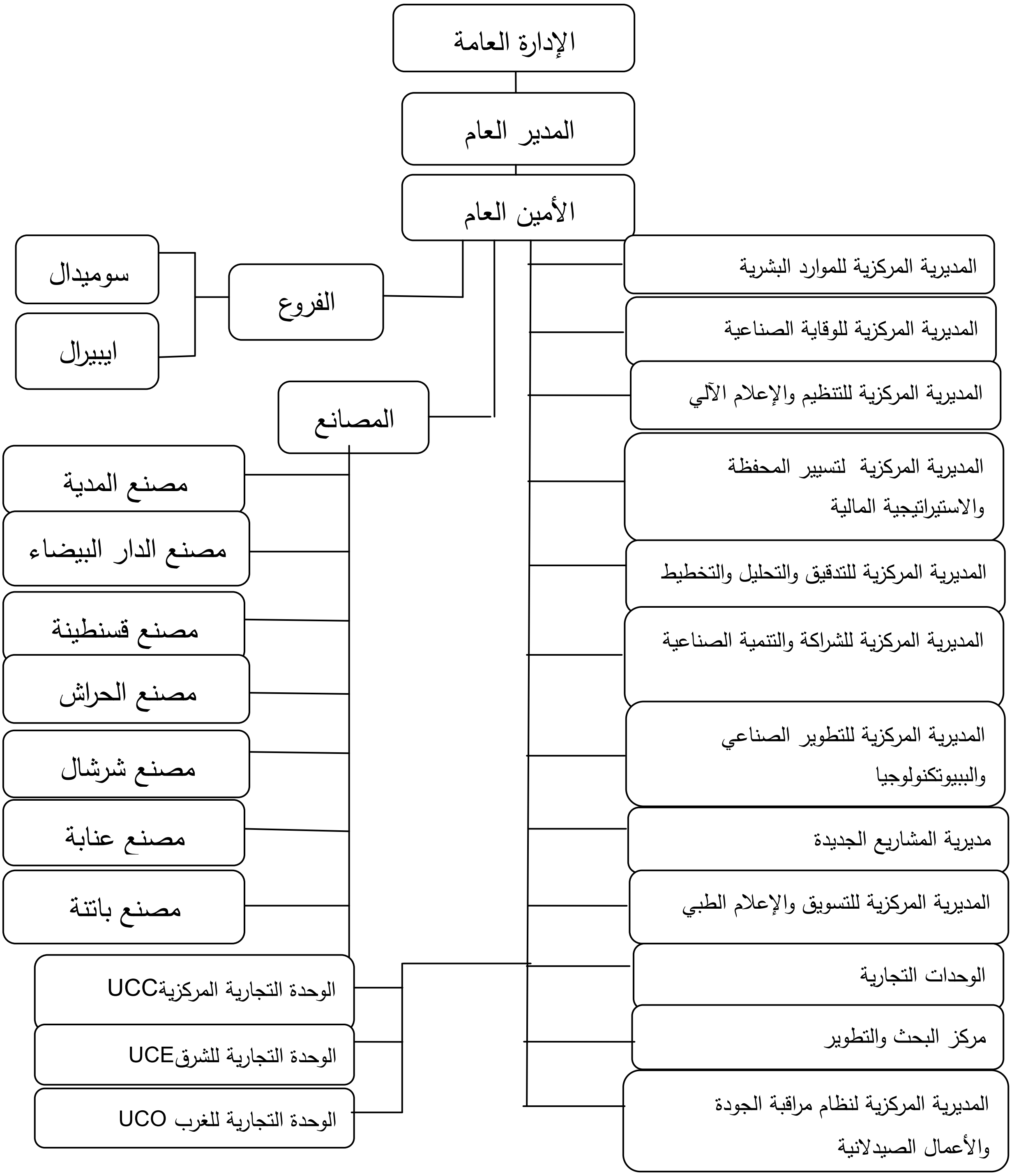
المطلب الثاني: التنظيم العام لمجمع صيدال (Group SAIDAL)

سيتم في هذا المطلب عرض الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال (Group SAIDAL) وتقديم شرح لهذا الهيكل.

الفرع الأول: الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال (Group SAIDAL)

يرتكز الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال على مجموعة من الوظائف تتفاعل فيما بينها لأجل تحقيق أهدافه، والشكل التالي يوضح لنا الهيكل التنظيمي للمجمع:

الشكل رقم (4-1): الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال(SAIDAL)



source :http//www.saidalgroup.dz/ar/notre-group/ organisation, consulté le 03/09/2020 à 16 :15H.

الفرع الثاني: شرح الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال(SAIDAL)

يظهر من خلال الهيكل التنظيمي أن مجمع (SAIDAL) يضم المستويات التنظيمية التالية[1]:

أولا: الإدارة العامة

تتألف من:

1- الرئيس المدير العام

وهو المسؤول الأول عن تسيير المجمع وتوجيه القرارات إلى المديرين المركزيين ومن مهامه تمثيل المجمع من الداخل والخارج وإبرام عقود الشراكة مع المخابر والشركات المحلية والأجنبية؛

2- الأمين العام

وهو المسؤول الثاني عن تسيير المجمع من خلال توليه مهمة التنسيق.

ثانيا: المصالح الوظيفية

1- **المديرية المركزية للمواد البشرية**

تتولى مهمة تسيير الموارد البشرية الخاصة بالمجمع؛

2- **المديرية المركزية للوقاية الصناعية**

تقوم بإعداد سياسة الأمن الصناعي والبيئي للمجمع؛

3- **المديرية المركزية للتنظيم والإعلام الآلي**

تقوم بإعداد السياسة التنظيمية للمجمع، إضافة إلى تحديد حاجات الوحدات والفروع من حيث أنظمة الإعلام الآلي؛

4- **المديرية المركزية لتسيير المحفظة والإستراتيجية المالية**

تقوم بتسيير النشاط المالي، متابعة المحفظة المالية ووضع الاستراتيجيات المالية للمجمع؛

5- **المديرية المركزية للتدقيق والتحليل والتلخيص**

تقوم بمراجعة جميع حسابات المجمع كما تقوم بعمليات التحليل المالي؛

6- **المديرية المركزية للشراكة والتنمية الصناعية**

تتولى مهمة تطوير أساليب الإنتاج وترقية الشراكة مع المخابر الوطنية والأجنبية لتحسين نوعية المنتجات، وإدماج المجمع في الأسواق الإقليمية والعالمية؛

7- **المديرية المركزية للتطوير الصناعي والبيوتكنولوجيا**

تأسست في 27 أوت 2006 من أجل تطوير سوق الدواء الموجه أكثر نحو الأدوية الناتجة عن البيوتكنولوجيا؛

8- **مديرية المشاريع الجديدة**

---

[1] ياسمينة جلالي، مرجع سبق ذكره، ص ص 194،195.

تقوم بإعداد دفاتر شروط المشاريع الجديدة وكذا متابعة عملية إيجار هذه المشاريع وتقييمها؛

9- المديرية المركزية لنظام مراقبة الجودة والأعمال الصيدلانية

تهتم بجودة المنتجات الصيدلانية، حيث تبنت نظام الجودة الشاملة في كل فروع المجمع؛

10- المديرية المركزية للتسويق والإعلام الطبي

تهتم بالتسويق بالدرجة الأولى عن طريق إجراء دراسات السوق وتوجيه السياسة الإنتاجية والبيعية للمجمع، حيث تمتلك المديرية شبكة من المندوبين الطبيين عبر كامل التراب الوطني، أما فيما يخص المهمة الإعلامية فتقوم مديرية التسويق والإعلام الطبي بإصدار مجموعة من المجلات مثل: (Info Saidal)، مجلة صيدال للصحة (Saidal Santé) ومجلة صدى صيدال (Saidal Echo)؛

11- مركز البحث والتطوير

مهمته تطوير الأدوية الجنيسة، حيث يقوم بتطوير منتجات جديدة بمتوسط 10 منتجات سنويا، كما يقدم المساعدة التقنية للوحدات ويتولى مهمة تكوين الباحثين في المجمع، ويعد مركز البحث والتطوير بمثابة قناة اتصال بين المجمع وعالم الأبحاث الصيدلانية.

ثالثا: الوحدات التجارية

يضم المجمع الصناعي (SAIDAL) ثلاث وحدات تجارية تتكفل بتسويق وتوزيع الأدوية والمواد الصيدلانية، وهي:

1- الوحدة التجارية المركزيةUCC

يعد أول وحدة تجارية للمجمع، أنشئت في 12 أوت 1995، بهدف تخزين وتوزيع كل منتجات (SAIDAL)، يقع مقرها بالمحمدية (الحراش)، ويشتغل بها أكثر من 160 عاملا؛

2- الوحدة التجارية للشرق UCE

تأسست عام 1999، مقرها باتنة ويشتغل بها 50 عاملا؛

3- الوحدة التجارية للغرب UCO

تأسست عام 2000، مقرها وهران ويشتغل بها 40 عاملا، كما يمتلك المجمع وحدة تجارية في الجنوب لكنها مازلت في طور الإنجاز، ويقع مقرها في ولاية ورقلة.

رابعا: المؤسسات الفرعية[1]

في جانفي 2014، شرع مجمع صيدال (SAIDAL) في إدماج فروعه الآتي ذكرها عن طريق الامتصاص: انتيبيوتيكال، فارمال وبيوتيك.

---

[1] غنية الجوزي، مرجع سبق ذكره، ص 149.

1- فرع أنتيبيوتيكال

يتمثل في هذا الفرع في مركب المضادات الحيوية الواقع بمدينة المدية ويبلغ رأسماله في سنة 2005، 1.187.500.000دج ويشغل 1374 عاملا، إذ يعتبر أكبر فرع لدى المجمع من حيث معايير الحجم (عدد العمال، رأس المال). لذلك نجده يتوفر على هياكل واستثمارات ضخمة من بينها مبنى لتصنيع الأدوية بالتجزئة عن طريق تقنية التخمير بالإضافة إلى مبنى إنتاج مواد أولية بالتجزئة عن طريق التركيب الكيميائي للمنتجات المخمرة، كما يتوفر على مبنيين آخرين للإنتاج أحدهما مخصص لمنتجات صيدلانية من عائلة البنسلين والآخر لمنتجات غير البنسلين، وتعود بداية الإنتاج بهذا المركز إلى سنة 1988.

2- فرع فارمال

تأسس هذا الفرع في 1998/2/2 ويبلغ رأسماله في سنة 2005، 200 مليون دج ويشغل 918 عاملا منهم أكثر من 130 صيدلاني ومهندس. ولهذا الفرع أكثر من ثلاثين سنة خبرة في مجال الإنتاج الصيدلاني، الأمر الذي يكسبه تحكما لا بأس به في المجال، وللقيام بأنشطته تتوفر هذه المؤسسة على ثلاث وحدات إنتاج هي: وحدة الدار البيضاء، وحدة قسنطينة ووحدة عنابة، ويقوم هذا الفرع بإنتاج أصناف الأدوية التالية : جعب، مراهم، مساحيق ... إلخ.

3- فرع بيوتيك

يتواجد المقر الاجتماعي لهذا الفرع بالحراش بالجزائر العاصمة، وهو يتوفر على ثلاث وحدات إنتاج ممثلة في وحدة جسر قسنطينة بالجزائر العاصمة، وحدة الحراش ووحدة شرشال.

وقد تم تأسيس هذا الفرع بتاريخ 1998/2/2، حيث يبلغ رأسماله حتى سنة 2005، 590 مليون دج ويشغل 1127 عاملا منهم أكثر من 20 صيدليا وأكثر من 80 مهندسا، ينتج هذا الفرع في مختلف وحداته المنتجات التالية: المراهم، المحاليل، الأقراص ... إلخ.

وظهرت فروع جديدة تمثل في[1]:

1- فرع سوميدال (SOMIDAL)

يقع في المنطقة الصناعية واد السمار، (SOMIDAL) هو نتاج شراكة بن مجمع (SAIDAL) بنسبة 59%، والمجمع الصيدلاني الأوروبي بنسبة 36.45% و(PHINALIPE) بنسبة 4.55%، تتضمن وحدة الإنتاج (SOMIDAL) ثلاث أقسام:

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

[1]http://www.saidalgroup.dz /ar/ notre- group/ organisation, consulté le 05/09/2020 à 18 :00H.

2- فرع (IBIRAL)

(IBIRAL) هي شركة ذات أسهم تابعة عن شراكة بين القطاعين العام والخاص بين مجموعة (SAIDAL) بنسبة 40%، (JALVAR) (الإمارات العربية المتحدة) بنسبة 40%، و(FLACH) الجزائر المتخصصة في المواد الغذائية بنسبة 20%، يهدف المشرع الصناعي (IBIRAL) إلى تحقيق مايلي:

- صناعة الأدوية الجنيسة (حقن وأشكال جافة)؛
- تغليف الأدوية (الأشكال الصلبة)؛
- توفير خدمة تغليف ومراقبة الجودة بناءعلى طلب المنتجين المحليين.

خامسا: مصانع الإنتاج[1]

تمتلك (SAIDAL) تسعة مصانع للإنتاج بسعة إجمالية قدرها 200 مليون وحدة بيع.

1- مصنع المدية

متخصص في إنتاج المضادات الحيوية البينيسيلية، ويتوفر على وحدتين خاصتين بالتركيب الجزئي لإنتاج الأدوية التي يتم تناولها عن طريق الفم وعن طريق الحقن، ووحدة لإنتاج الاختصاصات الصيدلانية؛

2- مصنع الدار البيضاء

يقع في المنطقة الصناعية بالجزائر العاصمة، وينتج هذا المصنع تشكيلية واسعة من الأدوية في مختلف الأشكال (شراب، محلول، مراهم وأقراص)؛

3- مصنع جسر قسنطينة

يضم قسمين منفصلين، واحد لصناعة الأدوية على مختلف الأشكال (التحاميل، أمبولات وأقراض)، والآخر مزود بتكنولوجيا حديثة متخصصة في إنتاج المحاليل المكثفة (أكياس وزجاجات)، يحتوي هذا المصنع على مخبر مراقبة الجودة؛

4- مصنع الحراش

يتكون من ثلاث ورشات إنتاج: شراب ومحاليل، مراهم وأقراص؛

5- مصنع شرشال

يتكون من ثلاث ورشات لإنتاج الشراب والأشكال الجافة (أقراص، كيس مسحوق، كبسولات)؛

6- مصنع قسنطينة

متخصص في إنتاج الأشكال السائلة من الأشربة والمحاليل بقدرة إنتاجية تصل إلى 5 ملايين وحدة بيع سنويا؛

---

[1]http://www.saidalgroup.dz /ar/ notre- group/ organisation, consulté le 05/09/2020 à18 :45H

7- مصنع قسنطينة خاص بالأنسولين

متخصص في صنع الأنسولين للاستعمال البشري، وهو مجهز بعتاد صناعي متطور يشغله عدد من العمال المؤهلين، يتيح المصنع ثلاث أنواع من الأنسولين هي الأنسولين السريع، المركب والأنسولين القاعدي في شكل قارورات حقن، تصل قدرة الإنتاجية لهذا المصنع إلى 35 مليون وحدة بيع سنويا؛

8- مصنع عنابة

متخصص في إنتاج الأشكال الجافة من أقراص وكبسولات بقدرة إنتاجية تتجاوز 7 ملايين وحدة بيع سنويا؛

9- مصنع باتنة

متخصص في إنتاج التحاميل.

المطلب الثالث: الآفاق المستقبلية لمجمع صيدال (SAIDAL)

تقارب طاقة الإنتاج للمجمع حوالي 200 مليون وحدة بيع، غير أن معدل الإنتاج الحالي يقدر بـ 130 مليون وحدة بيع سنويا، كما حقق المجمع سنة 2013 حجم مبيعات بلغ 119 مليون وحدة بيع لمختلف الأدوية، ورقم أعمال بلغ حوالي 114 مليون دولار أي ما يعادل 11.4 مليار دينار، كما تقدر حصته في السوق بـ 7% من حيث القيمة و35% من حيث الكمية، ويقوم المجمع حاليا بتشغيل حوالي 4070 عامل[(1)].

ومن أهم الآفاق المستقبلية لهذا المجمع نجد[(2)]:

- إنجاز وحدة لإنتاج أدوية خاصة بعلاج داء السرطان بالشراكة مع مؤسسة كويتية قصد تلبية الطلب الكبير على هذا النوع من الدواء لتقليص من حجم الواردات؛
- إنشاء مصنع الأنسولين بالشراكة مع المجمع الدانيماركي بغية توسيع مجمع(SAIDAL) للأنسولين من أجل ضمان تلبية الطلب المحلي المتنامي والمقدر حاليا بحوالي 5 ملايين قارورة؛
- رفع رقم أعمالها من 12 مليار دينار جزائري إلى أكثر من 40 مليار دينار جزائري على المدى المتوسط؛
- تحسين تغطية السوق الوطنية للأدوية، من خلال استيراتيجية ترمي إلى تقليص الواردات وذلك بتطوير صناعة صيدلانية ناجحة وتوسيع تشكيلتها من المنتجات إلى أشكال أخرى، حيث أنه حاليا يتم إنتاج قائمة محدودة تتشكل من حوالي 180 دواء لتغطية الحاجيات بشكل أفضل والانفتاح على مجال طب السرطان والبيوتكنولوجيا.

(1) عمر بوسلامي، دور الإبداع التتكنولوجي في تحقيق المسؤولية الاجتماعية في المؤسسة الاقتصادية، رسالة ماجستير في علوم التسيير، تخصص ادارة الأعمال الاستراتيجية للتنمية المستدامة، جامعة سطيف1، 2012-2013. ص ص 124، 125.

(2)http://www.elmoudjahid.com, consulté le 07/09/2020 à 23 :10 H.

المبحث الثاني: دراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة مجمع صيدال(SAIDAL)

سنقوم في هذا المبحث بمحاولة إيجاد نموذج قياسي يحدد طبيعة العلاقة التي تربط سياسة توزيع الأرباح بقيمة المؤسسة.

ولتحقيق ذلك اعتمدنا على مجموعة من المعطيات المالية لمجمع (SAIDAL) خلال الفترة الممتدة من 2010– 2019، مأخوذة من الموقع الإلكتروني لمجمع (SAIDAL)، الموقع الإلكتروني لبورصة الجزائر والموقع الإلكتروني للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB)، مستخدمين لقياس هذه العلاقة نموذج الانحدار المتعدد.

سنتطرق في المطلب الأول إلى الأسلوب الإحصائي المتبع في الدراسة وفي المطلب الثاني سنتناول منهجية الدراسة، أما المطلب الثالث فخصص لتحليل نموذج الدراسة.

المطلب الأول: الأسلوب الإحصائي المتبع في الدراسة

يستخدم الاقتصاديون في تقديم النماذج القياسية أداة تعرف بتحليل الانحدار، حيث تستخدم الانحدارات للتحديد الكمي للعلاقة الممكنة بين أحد المتغيرات والمتغيرات الأخرى التي يعتقد أنها تفسره، كما تحدد الانحدارات مدى درجة التحديد والارتباط في العلاقات داخل النموذج، ويغلب على الاقتصاديين استخدام الانحدارات الخطية في تفسير العلاقات بين المتغيرات الاقتصادية الكلية، كالنمو الاقتصادي وحجم البطالة والدخل .... إلخ، كونها تعكس علاقات سلوكية نمطية تمثل الاتجاه العام لسلوك المتغير التابع بدلالة المتغير المستقل[1].

سيتم استخدام نموذج الانحدار الخطي المتعدد باستعمال طريقة المربعات الصغرى لاختبار صحة فرضيات هذه الدراسة، والهدف من دراسة الانحدار هو إيجاد العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، والتي تساعد في تفسير التغير الذي يطرأ على المتغير التابع تبعا للتغير في قيم المتغيرات المستقلة.

والصيغة العامة لنموذج الانحدار الخطي المتعدد كمايلي[2]:

$$\boldsymbol{y_i = \beta_0 + \beta_1 X_{1i} + \beta_2 X_{2i} + \ldots\ldots\ldots + \beta_k X_{ki} + \varepsilon_i}$$

i=1………n

حيث:

y_i: المتغير التابع؛

X_i: المتغير المستقل؛

ε_i: الخطأ العشوائي وعبر عن تأثير المتغيرات الأخرى غير الموجودة في النموذج؛

---

(1) وليد زيرام، أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، رسالة ماجستير في العلوم التجارية، تخصص دراسات مالية و محاسبة معمقة، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2012–2013، ص125.

(2) Isabelle cardoret & autres, **Economitrie appliquée (Méthodes, Application, Corrigées),** 2eme édition, de Boeck, bruxelles,2009,p48.

β_k: معاملات الانحدار الجزئي التي تقدم مقياس لتأثير كل متغير مستقل على المتغير التابع مع ثبات العوامل الأخرى؛

K: عدد المتغيرات المستقلة.

ويتم اختبار قبول النموذج الخطي المتعدد أو رفضه باستعمال مجموعة من الاختبارات[1]:

- **اختبار معنوية المعالم (T)**

يستخدم اختبار (T) لتقييم معنوية تأثير المتغيرات المستقلة $x_1 , x_2 , ... x_k$ في المتغير التابع y_i في نموذج الانحدار الخطي المتعدد، واختبار معنوية (T) تعتمد على فرضيتين أساسيتين:

- **فرضية العدم** H_0: $\beta_1 = \beta_2 = \beta_3 ......\beta_k = 0$
- **الفرضية البديلة** H_1: $\beta_1 \neq \beta_2 \neq \beta_3 .....\beta_k \neq 0$

بعد حساب قيمة (T) تقارن مع قيمتها الجدولية المعطاة في الجداول الخاصة بها عند درجات الحرية (n−2) ومستوى المعنوية المطلوب [1% − 5%] لتحديد قبول أو رفض فرضية العدم، فإذا كانت (T) المحتسبة أكبر من قيمة (T) الجدولية ترفض فرضية العدم وتقبل الفرضية البديلة، بمعنى أن المعلمة ذات معنوية إحصائية.

- **معامل التحديد (R^2)**

يعد المؤشر R^2 الأساس في تقييم معنوية العلاقة بين المتغير التابع (y) والمتغيرات المستقلة(x_k) مع (k= 1,2,3........k)، وبعبارة أخرى هو مقياس يوضح نسبة مساهمة المتغيرات المستقلة في تفسير التغير الحاصل في المتغير التابع. حيث أن (R^2) محصورة بين 0 و1 ($0 < R^2 < 1$)، فإذا كان[2]:

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

$R^2=0$ ⇐: لا توجد علاقة بين المتغير التابع والمستقل؛

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

- **اختبار إحصائية فيشر (F-Statisic)**

يستهدف هذا الاختبار معرفة مدى معنوية العلاقة الخطية بين المتغيرات المستقلة ($x_1, x_2 .....x_k$) على المتغير التابع(y)، ويقوم هذا الاختبار على فرضيتين:

- **فرضية العدم H_0**: وتنص على انعدام العلاقة الخطية بين كل المتغيرات المستقلة والمتغير التابع أي:

$$H_0 : \beta_1 = \beta_2 = \cdots \beta_k = 0$$

- **فرضية البديلة H_1**: وتنص على وجود علاقة معنوية بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع أي:

$$H_1 : \beta_1 \neq \beta_2 \neq \beta_3 .....\beta_k \neq 0$$

[1] حسين علي بخيث، سحر فتح الله، **الاقتصاد القياسي**، دار اليازوري للنشر والتوزيع،الأردن، 2009، ص ص 167، 169.

[2] جيلالي جلاطو، **الإحصاء التطبيقي**، الطبعة الأولى، دار الخلدونية للنشر والتوزيع، الجزائر، 2007، ص82.

يتم اختبار المعنوية الكلية للانحدار بحساب قيمة الانحدار وبحساب القيمة الإحصائية (**F**)، وتسمى (**F_{obs}**)، ثم تقارن القيمة المحسوبة (**F_{obs}**) مع القيمة الجدولية (**F_c**) عند مستوى ثقة معين، فإذا كانت (**F_{obs}**) أكبر من (**F_c**) فإننا نقبل الفرضية البديلة (**H_1**)، أما إذا كانت أقل نقبل فرضية العدم (**H_0**) .

المطلب الثاني: منهجية الدراسة

سنقوم في هذا المطلب بعرض أهم الدراسات السابقة، ثم تحديد متغيرات الدراسة الحالية وعرضها.

أولا: الدراسات السابقة

سنقوم بعرض متغيرات الدراسة السابقة والنماذج الإحصائية المعتمدة عليها لتفسير تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة.

الجدول رقم (4-2): الدراسات الميدانية السابقة

الدراسة	العينة	المتغيرات	الأسلوب المتبع
علي بن الضب (2009)	60 شركة مدرجة في سوق الكويت في الأوراق المالية(2006-2008)	- القيمة السوقية - القيمة الدفترية - المخاطر الكلية - المخاطر النظامية - الديون قصيرة الأجل، الديون طويلة الأجل، وإجمالي الديون - توزيعات في شكل أسهم مجانية - توزيعات نقية - إعادة شراء الأسهم - نسبة الأرباح غير الموزعة - المردودية الاقتصادية والمالية - حجم المؤسسة - حجم السيولة	نموذج الانحدار الخطي المتعدد والبسيط

عبدالوهاب دادن، حورية بديدة (2012)	33 شركة فرنسية مدرجة في مؤشر CAC40 (2007-2009)	- سعر السهم - ربحية السهم - إعادة شراء الأسهم - توزيعات السهم الواحد	- نموذج الانحدار الخطي المتعدد والبسيط
عبد الكريم بوحادرة (2012)	-المؤسسات الجزائريةفي (1999-2009) -المؤسسات الأجنبية (1999-2010)	- سعر السهم السوقي - نصيب السهم من الأرباح المحتجزة - نصيب السهم من الأرباح الموزعة - نصيب السهم من الأرباح المحققة	نموذج الانحدار الخطي البسيط
Houmanifarahani.M&GHara JHAFARI.M(2013)	33 مؤسسة مدرجة في بورصة طهران للفترة (2003-2010)	- معدل الاستدانة - الربح الموزع للسهم - مردودية السهم - التغير في النتيجة الصافية	نموذج الانحدار المتعدد
صباح أسامة علي شراب (2006)	28 شركة مدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية (1997-2005)	- سعر السهم السوقي - نصيب السهم من الأرباح النقدية الموزعة - نصيب السهم من الأرباح المحتجزة - نصيب السهم من صافي الربح - حجم التداول	نموذج الانحدار الخطي المتعدد

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على مراجعة الدراسات الميدانية.

ثانيا: مجتمع الدراسة

يمثل مجتمع الدراسة في موضوعنا هذا في مجمع صيدال، والذي سبق أن قدمنا تعريف لها في المبحث الأول.

ثالثا: حدود الدراسة

- **الحدود الزمنية:** تتمثل في الفترة مابين2010 إلى 2019، وتعتبر فترة كافية لمعرفة أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة؛
- **الحدود المكانية:** تتمثل في مجمع صيدال، والتي تعتبر أكبر وأهم شركة في الجزائر لصناعة الأدوية؛
- **حدود متعلقة بمعطيات ومتغيرات الدراسة:** تتمثل في مصداقية البيانات المحاسبة للمؤسسة موضوع الدراسة (مجمع صيدال)، كما أنّ النموذج الذي اعتمدناه في هذه الدراسة يتضمن المتغيرات التي من المفترض أن تفسر تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة مجمع صيدال، غير أننا صادفنا متغيرات يصعب قياسها وذلك لصعوبة الحصول على بيانات ومعلومات حولها، لذلك فإن دراستنا هذه تتضمن جميع المتغيرات التي يتوقع أن تفسر أثر قرار سياسة توزيع الأرباح على قيمة المجمع؛
- **مصادر البيانات:** إن البيانات والمعطيات المعتمدة في هذه الدراسة متحصل عليها من الموقع الإلكتروني لمجمع صيدال (SAIDAL)، الموقع الإلكتروني للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB)، وذلك كونها تتمتع بمصداقية مقبولة يمكن الاعتماد عليها.

كما تم الاعتماد على برنامج Eviews 10 في معالجة واستغلال هذه البيانات.

رابعا: تحديد وعرض متغيرات الدراسة

لإجراء الدراسة الميدانية توجب علينا تحديد متغيرات الدراسة الرئيسية والثانوية، وتحديد كيفية قياسها.

1-تحديد متغيرات الدراسة: تشمل متغيرات الدراسة التطبيقية كل من المتغير التابع والمتغيرات المستقلة المؤثرة في قيمة المؤسسة، وتتمثل فيما يلي:

- **المتغيرات الرئيسية**

وهما: المتغير التابع والمتغير المستقل

➢ **المتغير التابع:** يتمثل المتغير التابع في قيمة المؤسسة (VM)، من أجل الحصول على أفضل تمثيل لهذا المتغير سيتم الاعتماد على اللوغاريتم النيبيري (LN) للمتوسط الحسابي للقيمة السوقية للسهم لكل سنة.

➢ **المتغير المستقل:**تعتبر سياسة توزيع الأرباح هي المتغير المستقل، ويمكن حسابها من خلال:

- **نصيب السهم من التوزيعات (DPA)**

يعتبر مؤشر هام لسياسة توزيع الأرباح، ويتم حسابه كمايلي:

$$DPA = \frac{\text{التوزيعات النقدية للأرباح}}{\text{عدد الأسهم العادية}} \ldots\ldots\ldots\ldots(1-4)$$

وقد تم اعتماد هذا القياس في دراسة Houmani & Ghara، وعبد الكريم بوحادرة (2012)

- **نصيب السهم من الأرباح المحتجزة (DND)**

عبارة عن الفرق بين نصيب السهم من الأرباح المحققة ونصيب السهم من الأرباح الموزعة.

وقد تم اعتماد هذا القياس في دراسة صباح أسامة علي شراب (2006).

- **المتغيرات الثانوية**

وتتمثل فيما يلي:

- **المردودية الاقتصادية (Re)**

وتحسب بالعلاقة التالية:

$$\mathbf{Re} = \frac{\text{النتيجة العملياتية}}{\text{الأصل الإقتصادي}} \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots(2-4)$$

وقد تم اعتماد هذا القياس في دراسة علي بن الضب (2009)

- **المردودية المالية (Rcp)**

وتحسب بالعلاقة التالية:

$$Rcp = \frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{الأموال الخاصة}} \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots(3-4)$$

وقد تم اعتماد هذا القياس في دراسة علي بن الضب (2009)

- **حجم السيولة (Dis)**

وتقاس من نسبة السيولة، وتحسب بالعلاقة التالية:[1]

$$Dis = \frac{\text{الأصول الجارية}}{\text{الخصوم الجارية}} \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots(4-4)$$

- **حجم المؤسسة (LNAE)**

نستخدم اللوغاريتم النيبيري للمبيعات كمؤشر لقياس حجم المؤسسة، ويحسب كما يلي:

LNAE=Ln CA.................(5-4)

وقد تم اعتماد هذا القياس في دراسة FaKHFAKH& BEN ATITALLAH (2002).

[1] Béatrice & Francis Grandguillet, Analyse financiere , 7éme édition Gualiol exteso éditions, 2001, p137.

- **المخاطر التشغيلية(R_O)**

ولقياس حجم المخاطر التشغيلية نستخدم الانحراف المعياري للنتيجة الاقتصادية (النتيجة قبل الفوائد والضرائب) إلى إجمالي الأصول، وتحسب بالعلاقة التالية:

$$R_0 = \sqrt{(1/N(Re - \overline{Re})^{2}} ....(6-4)$$

تم اعتماد هذا القياس في دراسة (FaKHFAKH & BEN ATITALLAH(2002.

2-عرض متغيرات الدراسة

ولعرض متغيرات الدراسة قمنا بإعداد الجدول التالي الذي يتضمن كل من المتغير التابع والمتغيرات المستقلة والثانوية لمجمع صيدال (SAIDAL) خلال الفترة الممتدة من 2010 إلى 2019.

جدول رقم (4-3): متغيرات الدراسة لمجمع صيدال خلال الفترة الممتدة من 2010 إلى 2019

المتغيرات / السنوات	V_M	DPA	DND	Re	Rcp	Dis	LNAE	R_0
2010	6,09	35	75,22	0,058	0,093	1,92	23,25	0,158
2011	6,52	35	171,05	0,096	0,149	2,08	23,33	0,146
2012	6,50	40	156,52	0,084	0,133	2,08	23,35	0,149
2013	6,35	40	225,81	0,098	0,158	2,25	23,16	0,145
2014	6,28	40	107,78	0,051	0,084	3,37	23	0,507
2015	6,38	40	74,38	0,041	0,055	2,86	23,02	0,571
2016	6,44	40	110,92	0,045	0,055	2,12	23,05	0,162
2017	6,48	45	92,62	0,031	0,049	2,031	23,05	0,166
2018	6,42	40,5	76,92	0,033	0,059	2,17	23,06	0,526
2019	6,40	25	54,35	0,025	0,036	2,205	22,96	0,534

المصدر:من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الملاحق من 01 إلى 10.

المطلب الثالث: عرض وتحليل نتائج الدراسة

نهدف من خلال هذا المطلب إلى تحليل نتائج الانحدار الخطي المتعدد المتحصل عليها بالاعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews10، وذلك من خلال تحليل الارتباط والانحدار، ثم تقديم تفسير اقتصادي للنموذج.

أولا: تحليل مصفوفة الارتباط

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

يوضح الجدول التالي نتائج الارتباط بين متغيرات الدراسة المستقلة منها (R_0, Dis, Rcp, RE, LNAE, DND,DPA)، والتابعة (V_M)، والجدول التالي يوضح ذلك.

الجدول رقم (4-4): مصفوفة معاملات الارتباط لمتغيرات الدراسة

	V_M	DPA	DND	Re	Rcp	DIS	LNAE	R_0
V_M	1.000000	0.176746	0.270214	0.093982	0.054361	-0.190277	0.081695	-0.104490
DPA	0.176746	1.000000	0.263435	0.092777	0.102841	0.145204	0.055276	-0.278778
DND	0.270214	0.263435	1.000000	0.911091	0.900958	-0.113731	0.576508	-0.609448
RE	0.093982	0.092777	0.911091	1.000000	0.988695	-0.153678	0.805028	-0.627113
Rcp	0.054361	0.102841	0.900958	0.988695	1.000000	-0.144923	0.804032	-0.586688
Dis	-0.190277	0.145204	-0.113731	-0.153678	-0.144923	1.000000	-0.486449	0.624827
LNAE	0.081695	0.055276	0.576508	0.805028	0.804032	-0.486449	1.000000	-0.707950
R_0	-0.104490	-0.278778	-0.609448	-0.627113	-0.586688	0.624827	-0.707950	1.000000

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

1- تحليل الارتباط بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة

أخذ معامل الارتباط بين المتغير التابع (V_M) والمتغيرات المستقلة (DND, DPA)، قيمتين موجبتين يمكن تفسيرها كما يلي:

- بلغ معامل الارتباط بين القيمة السوقية (V_M) وسياسة توزيع الأرباح (DND, DPA) بنسبة 17.67%، 27.02% على التوالي، وهذا يعني وجود علاقة إيجابية بين المتغيرين، بالرغم من أن قوة العلاقة ضعيفة نوعا ما.

2- تحليل الارتباط بين المتغير التابع (V_M) والمتغيرات الثانوية

نلاحظ من خلال المصفوفة أعلاه، أن معامل الارتباط أخذ عدة قيم، من موجب وسالب، قوي وضعيف، حيث:

- يشير معامل الارتباط بين القيمة السوقية (V_M) والمردودية الاقتصادية (Re)، وبين القيمة السوقية (V_M) والأموال الخاصة (Rcp) إلى وجود علاقة طردية ضعيفة بينها، حيث بلغ معامل الارتباط 9.39%، 5.43% على التوالي؛

- في حين بلغ معامل الارتباط قيمة سالبة مقدرة بـ 19.02-% بين القيمة السوقية (V_M) وحجم السيولة (Dis)، وهذا يعني وجود علاقة ضعيفة بين كلا المتغيرين؛

- تشير كذلك نتائج تحليل الارتباط إلى وجود علاقة موجبة ضعيفة بين القيمة السوقية وحجم المؤسسة (LNAE)؛

- وجود علاقة ارتباط عكسية بين القيمة السوقية (V_M) والمخاطر التشغيلية (R_0) والمقدرة بـ 10.44-%، أما نوع العلاقة بينهما فهي ضعيفة.

3- تحليل الارتباط بين المتغيرات المستقلة فيما بينها

يهدف هنا التحليل إلى إيجاد الارتباط بين المتغيرات المستقلة للدراسة بكل استقلالية عن المتغير التابع، وذلك لمعرفة المتغيرات التي يكون معامل الارتباط بينها كبيرا بما يؤثر على معنوية النموذج.

وتشير نتائج تحليل مصفوفة الارتباط للمتغيرات المستقلة إلى العديد من القيم يمكن تفسيرها كما يلي:

- وجود علاقة ارتباط قوية جدا للأموال الخاصة (Rcp) مع الأرباح المحتجزة (DND) من جهة والمردودية الاقتصادية (Re) من جهة أخرى، وكذلك بالنسبة للأموال الخاصة (Rcp) وحجم المؤسسة (LNAE)، حيث أظهرت النتائج وجود علاقة طردية بين هذه المتغيرات بمعامل ارتباط قدر بـ 90.09%، 98.86%، 80.40% على التوالي.

بالإضافة إلى وجود علاقة ضعيفة بين الأموال الخاصة (Rcp) والأرباح الموزعة (DPA) بمعامل ارتباط قدر ب 10.28%؛

- تشير نتائج التحليل كذلك إلى أن معامل الارتباط بين كل من المخاطر التشغيلية (R_0) والأرباح المحتجزة (DND) والمردودية الاقتصادية (Re) بلغ 60.94-%، 62.71% على التوالي، وهذا يعني وجود علاقة قوية عكسية بين كلا المتغيرين، في حين وجود علاقة قوية موجبة بين المخاطر التشغيلية (R_0) وحجم السيولة (Dis)، حيث بلغ معامل الارتباط 62.48%؛

- في حين قدر معامل الارتباط بين حجم المؤسسة (LNAE) وحجم السيولة (Dis) بـ 48.64-%، مما يعني وجود علاقة عكسية لا بأس بها بين كلا المتغيرين، أما عن العلاقة بين حجم المؤسسة(LNAE)

والمردودية الاقتصادية (Re) فهي قوية موجبة بمعامل ارتباط قدره 80.50%، وهذا يعني أنه كلما كان حجم المؤسسة كبير زاد حجم السيولة؛

- كما أظهرت المصفوفة عن وجود علاقة ارتباط موجبة ضعيفة بين الأرباح الموزعة (DPA) والأرباح المحتجزة (DND)، حيث بلغت نسبته 26.34%.
- في حين بلغ أقصى معامل ارتباط سالب بين الأرباح المحتجزة (DND) وحجم السيولة (Dis) نسبة −11.37%، وبلغت أقل قيمة موجبة بين كل من الأرباح الموزعة (DPA) وحجم المؤسسة بمقدار 5.52%.

ثانيا: تحليل الانحدار المتعدد قبل التعديل

سنقوم من خلال هذا النموذج بعرض نتائج تحليل الانحدار المتعدد وتقدير معلمات الدراسة من خلال مخرجات برنامج Eviews10، والجدول التالي يبين نتائج الانحدار المتعدد لمتغيرات الدراسة كما يلي:

الجدول رقم (4−5): نتائج الانحدار المتعدد لمتغيرات الدراسة قبل التعديل

Dependent Variable: VM
Method: Least Squares
Date: 10/10/20 Time: 16:32
Sample: 2010 2019
Included observations: 10

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-57.69215	29.28644	-1.969927	0.1877
DPA	-0.008989	0.012044	-0.746318	0.5333
DND	0.010599	0.004127	2.568067	0.1240
RE	-7.366716	14.37801	-0.512360	0.6594
RCP	-12.07106	6.226388	-1.938694	0.1921
DIS	0.114987	0.202154	0.568810	0.6268
LNAE	2.776841	1.273328	2.180774	0.1610
R0	0.654619	0.448563	1.459370	0.2819

R-squared	0.842246	Mean dependent var	6.386000
Adjusted R-squared	0.290105	S.D. dependent var	0.126596
S.E. of regression	0.106664	Akaike info criterion	-1.647700
Sum squared resid	0.022755	Schwarz criterion	-1.405632
Log likelihood	16.23850	Hannan-Quinn criter.	-1.913248
F-statistic	1.525419	Durbin-Watson stat	3.042245
Prob(F-statistic)	0.451678		

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على برنامج Eviews10.

1− اختبار جودة النموذج

نلاحظ من خلال الجدول السابق أن المتغيرات المستقلة للدراسة تفسر 84.22% أما النسبة المتبقية 15.78% فتعود إلى متغيرات أخرى لم يتضمنها النموذج.

2- اختبار معنوية معاملات الانحدار

وقد كانت نتائج معاملات الانحدار للنموذج على النحو التالي:

الجدول رقم (4-6) نتائج اختبار معنوية معاملات الانحدار للنموذج قبل التعديل

المتغيرات	قيمة الاحتمال (Prob)	قيمة إحصائية (T) Student
DPA	Prob = 0.5333	T_{obs}= -0.746318
DND	Prob = 0.1240	T_{obs}= 2.568067
Re	Prob = 0.6594	T_{obs}= -0.512360
Rcp	Prob = 0.1921	T_{obs}= -1.938694
Dis	Prob = 0.6268	T_{obs} = -0.568810
LNAE	Prob = 0.1610	T_{obs}= 2.180774
R_0	Prob = 0.2819	T_{obs}= 1.459370

المصدر: من إعداد الطالبيتين اعتمادا على برنامج Eviews 10.

من نتائج الجدول أعلاه نلاحظ:

- قيمة الاحتمال Prob للمتغيرات (DPA, DND, Re, Dis, Rcp, LNAE, Ro) أكبر من مستوى المعنوية 5%؛

- القيمة الإحصائية student المحسوبة (T_{obs}) بالقيمة المطلقة للمتغيرات المستقلة **(DPA, DND ,Re, Rcp, Dis, LNAE, R_0)** هي أقل من (T_c) الجدولية والتي تساوي T_c = 4.30 عند مستوى المعنوية 5%، وبالتالي نقبل فرضية العدم (H_0) ونرفض الفرضية البديلة (H_1)، وهذا يدل على عدم معنوية القيم المحسوبة.

من أجل الحصول على نموذج أفضل، قمنا باستبعاد المتغيرات التي احتمالها أكبر من 5%، توصلنا إلى النموذج التالي:

الجدول رقم (4-7): مراحل استبعاد متغيرات الدراسة

النموذج	المتغير المستبعد	قيمة الاحتمال Prob	قيمة إحصائية Student
الأول	Re	0.6594	−0.512360
الثاني	Dis	0.7516	0.346856
الثالث	DPA	0.5877	−0.588722

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على جدول Eviews10.

من الجدول السابق نلاحظ أن:

– قيمة الاحتمال (Prob) الخاصة بالمردودية الاقتصادية في النموذج الأول بلغت 0.6594 وهي أكبر من مستوى المعنوية 5%، بينما القيمة الإحصائية student المحسوبة (T_{obs}) بالقيمة المطلقة أقل من القيمة الجدولية (T_c) 3.18 > 0.512360، وهذا يعني عدم معنوية العلاقة بين المردودية الاقتصادية وقيمة المؤسسة في مجمع صيدال (SAIDAL) ولهذا قمنا باستبعاد المتغير الذي له أكبر قيمة احتمالية في النموذج الأول؛

– أما في النموذج الثاني توصلنا إلى قيمة الاحتمال (Prob) للمتغير (Dis) والذي يمثل حجم السيولة قد بلغت 0.7516، وهي أكبر من 5%، كما قدرت القيمة الإحصائية student المحسوبة (T_{obs}) بالقيمة المطلقة 0.346856 وهي أقل من القيمة الجدولية التي تساوي2.77 = T_c، وعليه فإن المتغير ليس لديه معنوية وبالتالي فحجم السيولة (Dis) لا يفسر التغيرات التي تحصل في القيمة السوقية للمجمع، وبالتالي قمنا باستبعاده من النموذج الثاني مما مكننا من الحصول على النموذج الثالث؛

– من خلال النموذج الثالث وجدنا أن قيمة الاحتمال (Prob) للمتغير (DPA) الذي يمثل الأرباح الموزعة، قد بلغت 0.5877، وهي أكبر من درجة الثقة 5%، كما قدرت قيمة إحصائية student المحسوبة (T_{obs}) بالقيمة المطلقة 0.588722، وهي أقل من القيمة الجدولية والتي تساوي 2.57 = T_c، ومنه (DPA) ليس له معنوية إحصائية، مما يعني أن المتغير المستقل (DPA) لا يفسر التغيرات التي تحصل في القيمة السوقية لمجمع صيدال، وبالتالي قمنا باستبعاده من النموذج الثالث مما مكننا من الحصول على النموذج الرابع.

ثالثا: تقدير النموذج بعد التعديل

سيتم في هذه المرحلة إعادة النموذج بعد استبعاد بعض المتغيرات الضابطة والمتمثلة أساسا في (Re، Dis, DPA) والجدول التالي يوضح ذلك:

الجدول رقم (4-8):نتائج الانحدار المتعدد للنموذج بعد التعديل

Dependent Variable: VM
Method: Least Squares
Date: 10/13/20 Time: 07:58
Sample: 2010 2019
Included observations: 10

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-43.60610	13.71114	-3.180341	0.0245
DND	0.008408	0.001904	4.416306	0.0069
RCP	-12.47122	2.960013	-4.213232	0.0084
LNAE	2.156938	0.592524	3.640255	0.0149
R0	0.798130	0.272349	2.930538	0.0326

R-squared	0.798299	Meandependent var	6.386000
Adjusted R-squared	0.636938	S.D. dependent var	0.126596
S.E. of regression	0.076280	Akaike info criterion	-2.001954
Sumsquaredresid	0.029093	Schwarz criterion	-1.850661
Log likelihood	15.00977	Hannan-Quinn criter.	-2.167921
F-statistic	4.947292	Durbin-Watson stat	2.936401
Prob(F-statistic)	0.054736		

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على برنامج Eviews 10.

من خلال الجدول رقم(4-8) نلاحظ :

- قيمة الاحتمال(prob) لكل من ($DND,Rcp,LNAE,R_0$) أقل من مستوى المعنوية 5%؛
- القيمة الإحصائية (t-statistic) لكل من ($DND, Rcp, LANE, R_0$) تساوي (4.416306,-4.213232, 3.640255, 2.930538) بالقيمة المطلقة على التوالي، وهي أكبر من القيمة الجدولية T_c=2,57 عند مستوى المعنوية5%، ومنه نقبل الفرضية البديلة (H_1) ونرفض فرضية العدم (H_0)؛
- أن القيمة الإحصائية لفيشر(F-stqtistic) تساوي F_{obs}=4,9472، وهي أقل من القيمة الجدولية F_c=5,05، وبلغت القيمة الاحتمالية المرفقة لإحصائية (F-stqtistic)prob قيمة 0,054736 وهي أكبر من مستوى المعنوية 5%، مما يدل على عدم معنوية النموذج، ومنه نقبل فرضية العدم (H_0) ونرفض الفرضية البديلة (H_1).

ومن أجل الحصول على نموذج أفضل أو ملائم يفسر هذه الدراسة قمنا بإدخال AR(1) على هذا النموذج مع استبدال طريقة التقدير من طريقة المربعات الصغرى إلى طريقة المربعات الكبرى(GLS)

الجدول رقم (4-9): نتائج الانحدار المتعدد للنموذج بعد التعديل النهائي

Dépendent Variable: VM
Méthode: ARMA Generalized Least Squares (Gauss-Newton)
Date: 10/07/20 Time: 16:12
Sample: 2010 2019
Included observations: 10
Convergence achieved after 79 iterations
Coefficient covariance computed using outer product of gradients
d.f. adjustment for standard errors & covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-44.61895	8.985081	-4.965893	0.0077
DND	0.007386	0.001372	5.382471	0.0058
RCP	-11.72637	1.942151	-6.037825	0.0038
LNAE	2.204058	0.386917	5.696468	0.0047
R0	0.728658	0.198591	3.669146	0.0214
AR(1)	-1.000000	15.11910	-0.066141	0.9504

R-squared	0.931466	Mean dependent var	6.386000
Adjusted R-squared	0.845799	S.D. dependent var	0.126596
S.E. of regression	0.049712	Akaike info criterion	-0.812134
Sum squared resid	0.009885	Schwarz criterion	-0.630583
Log likelihood	10.06067	Hannan-Quinn criter.	-1.011295
F-statistic	10.87307	Durbin-Watson stat	3.140005
Prob(F-statistic)	0.019159		

Inverted AR Roots	-1.00

المصدر: مناإعداد الطالبتين بالاعتماد على برنامج Eviews10.

من خلال الجدول (4-9) يمكننا كتابة معادلة الانحدار المتعدد كما يلي:

$$V_M = -44.61895 + 0.007386\ DND - 11.72637\ Rcp + 2.204058\ LNAE + 0.728658\ R_0$$

1- اختبار جودة النموذج

يتم اختبار جودة النموذج من خلال معامل التحديد (R- Squared)، والذي يعبر عن القدرة التفسيرية للنموذج أي قدرة تفسير المتغيرات المستقلة للمتغير التابع.

ومن خلال الجدول رقم (4-9) نلاحظ أن معامل التحديد للنموذج قدر بـ $R^2 = 93.14\%$ وهو ما يدل على جودة النموذج وبالتالي فإن المتغيرات المستقلة في هذا النموذج ($DND, Rcp, LNAE, R_0$) تفسر 93.14% من التغير الحاصل في القيمة السوقية لمجمع صيدال، أما النسبة المتبقية 6.86% فتعود إلى متغيرات أخرى لم يتضمنها النموذج.

2- اختبار معنوية معاملات الانحدار

وقد قدرت نتائج معاملات الانحدار للنموذج بعد التعديل (النهائي) على النحو التالي:

الجدول رقم (4-10): نتائج اختبار معنوية معاملات الانحدار للنموذج بعد التعديل النهائي

المتغيرات	قيمة الاحتمال Prob	قيمة إحصائية student
DND	Prob = 0.0058	T_{obs} = 5.382471
Rcp	Prob = 0.0038	T_{obs} = -6.037825
LNAE	Prob = 0.0047	T_{obs} = 5.696468
R_0	Prob = 0.021	T_{obs} = 3.669146

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على برنامج Eviews10.

من خلال الجدول نلاحظ:

- قيمة الاحتمال (Prob) بالنسبة لجميع المتغيرات الموجودة في هذا النموذج (DND, Rcp, LNAE, R_0) أقل من مستوى المعنوية 5%؛
- القيمة الإحصائية student المحسوبة بالقيمة المطلقة T_{obs} لكل المغيرات في النموذج الرابع (DND, Rcp, LNAE, R_0) هي أكبر من القيمة الجدولية T_c = 2.57 عند مستوى المعنوية 5%؛

ومنه نستنتج أن هناك علاقة ذات دلالة معنوية إحصائية بين كل المتغيرات المدرجة في هذا النموذج (DND, Rcp, LNAE, R_0) والمتغير التابع (V_M)، ومنه نقبل الفرضية البديلة (H_1) ونرفض الفرضية الصفرية (H_0).

3- اختبار المعنوية الكلية للنموذج

لاختبار المعنوية الكلية للنموذج نقوم بمقارنة قيمة إحصائية (Fisher) الجدولية F (K, n – K)، أي F (5,5) بقيمة فيشر المحتسبة F_{obs}.

من خلال نتائج الجدول رقم (4-10) نلاحظ أن قيمة Fisher المحتسبة بلغتF_{obs}= 10.87307 وهي أكبر من القيمة الجدولية التي قدرت بـ 5.05 =F_c عند مستوى المعنوية 5%؛

ومن خلال القيمة الاحتمالية المرفقة الإحصائية Prob(F- Statistic) قدرت بـ 0.01915 وهي أقل من مستوى المعنوية 5%؛

وعليه فإن النموذج لديه معنوية كلية، والمعالم المقدرة له تختلف تماما عن الصفر، وبناءا عليه يتم قبول الفرضية البديلة (H_1) ورفض الفرضية الصفرية (H_0).

رابعا: مناقشة نتائج الدراسة

من خلال تحليل الارتباط و الانحدار المتعدد نستنتج ما يلي:

- أثرت الأرباح المحتجزة بشكل إيجابي على القيمة السوقية لمجمع صيدال، حيث كلما زادت الأرباح المحتجزة بوحدة واحدة تزيد قيمة المؤسسة بـ 0,73 وحدة،وهذا يدل على وجود علاقة طردية بين الأرباح المحتجزة وقيمة مجمع صيدال، ويفسر ذلك بوجود فرص استثمارية متاحة، وهذا ما تؤكده نظرية التمييز الضريبي التي تنص

على أن زيادة الأرباح المحتجزة ستؤدي إلى ارتفاع قيمة السهم في ظل تفاوت معدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية والتوزيعات؛

– كما أن مردودية الأموال الخاصة تؤثر سلبا على القيمة السوقية للمجمع، حيث إذا زادت مردودية الأموال الخاصة بوحدة واحدة انخفضت القيمة السوقية للمجمع بـ 11,72 وحدة، غير أن هذه النتيجة غير منطقية فمردودية الأموال الخاصة تؤثر بالإيجاب على القيمة السوقية، حيث يسعى المساهمين للحصول على أسهم هذه المؤسسة مما يؤدي إلى إرتفاع قيمة السهم، وبالتالي ارتفاع القيمة السوقية وهذا لا يتوافق مع دراستنا؛

–كما أن حجم المؤسسة يؤثر إيجابا على القيمة السوقية للمجمع، حيث أن زيادة حجم المجمع بوحدة واحدة يؤدي إلى زيادة القيمة السوقية للمجمع بـ 2,20 وحدة، وهذا ما جاءت به النظرية المالية، حيث كلما زاد رقم أعمال المؤسسة كلما كانت لها القدرة على تحقيق أرباح أكبر، مما يؤدي إلى زيادة الطلب على أسهم هذه الأخيرة وبالتالي الزيادة في القيمة السوقية، بالإضافة إلى أن كبر حجم المؤسسة يؤدي إلى إنخفاض مخاطر الإفلاس وهذا راجع إلى كبر حجم الضمانات الممنوحة لهذه المؤسسة؛

– كما أن المخاطر التشغيلية تأثر إيجابا على قيمة المؤسسة، حيث أن الزيادة في المخاطر التشغيلية بوحدة واحدة يؤدي إلى زيادة القيمة السوقية بـ 7,28 وحدة، غير أن هذه النتيجة غير منطقية ومخالفة للفكر المالي، فزيادة المخاطر التشغيلية يجعل المؤسسة تقترب من الإفلاس ويلجأ المستثمرين إلى بيع أسهمهم مما يؤدي إلى زيادة عرض أسهم المجمع، وهذا يؤثر سلبا على القيمة السوقية للمجمع، وهذا ما لم تتوصل له دراستنا،حيث هذه الدراسة تتوافق مع دراسة علي بن الضب (2009)؛

– واعتمادا على نتائج النموذج الأخير فإن كل من المردودية الإقتصادية (Re) وحجم السيولة (Dis)

ونصيب السهم من الأرباح الموزعة (DPA) لا يفسروا التغير في القيمة السوقية لمجمع صيدال خلال فترة الدراسة لذا تم حذفهما من النموذج النهائي.

خلاصة

من خلال هذا الفصل قمنا بتقديم مجمع صيدال من خلال عرض نشأته، الهيكل التنظيمي له، مهامه وأهدافه، حيث كان هذا الأخير في وقت ماض من أكبر المؤسسات العربية الرائدة في صناعة الأدوية.

وقد قمنا في هذا الفصل بإجراء ودراسة إحصائية تحليلية لأثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لمجمع صيدال(SAIDAL)، حيث توصلنا إلى أن الأرباح المحتجزة تؤثر نسبيا على قيمة المجمع على غرار الأرباح الموزعة التي لا تأثير لها، بالإضافة إلى أن التقلب في القيمة السوقية لمجمع صيدال(SAIDAL) من سنة إلى أخرى عائد إلى التغير في حجم المؤسسة و المخاطر التشغيلية، ومردودية الأموال الخاصة التي أثرت سلبا على قيمة المجمع، وهي نتيجة مناقضة لما جاءت به النظرية المالية.

الخاتمــة

من أهم أهداف الإدارة المالية تعظيم قيمة المؤسسة، وهذه الأخيرة تتأثر بمجموعة من العوامل من بينها نجد سياسة توزيع الأرباح والتي تعتبر من بين أهم مصادر التمويل، لكونه يعمل على توفير التمويل الداخلي للمؤسسة من خلال احتجاز الأرباح دون الحاجة إلى الأطراف الخارجية، كما تحقق المؤسسة استقلالية من القيود التي تفرضها الأطراف المانحة للتمويل.

تعتبر سياسة توزيع الأرباح بمثابة عنصر التحكم في توزيع الثروة على المساهمين أو احتجازها بغرض إعادة استثمارها، وهذا ما أثار جدل مفكري الإدارة المالية المعاصرة حول اختلاف وجهات النظر بين النظريات التي تفسر علاقة سياسة توزيع الأرباح بقيمة المؤسسة، فهناك من يرى أن سياسة توزيع الأرباح ليس لها أي أثر على قيمة المؤسسة، في حين يرى البعض أن توزيع الأرباح غير مرغوب فيه وذلك نظرا لوجود معدل الضريبة أكبر على دخول المساهمين، أما الطرف الأخير فيرى أن احتجاز الأرباح يعتبر قرارا مهما في إدارة المؤسسة.

أولا: اختبار الفرضيات

من خلال دراستنا توصلنا إلى مجموعة من النتائج تم من خلال اختبار مدى صدق الفرضيات أو نفيها كما يلي:

الفرضية الأولى: " توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نصيب السهم من التوزيعات والقيمة السوقية لمجمع صيدال"، بناءا على النموذج النهائي الذي أظهر أن القيمة المعنوية لنصيب السهم من التوزيعات (DPA) أكبر من مستوى المعنوية 5%، وأن القيمة الإحصائية T_{obs} تساوي (5,88) بالقيمة المطلقة وهي أكبر من القيمة الجدولية T_C= 2,57، وهذا يدل على عدم وجود أثر معنوي بين نصيب السهم من التوزيعات وقيمة مجمع صيدال، لذلك قمنا بحذفها من النموذج، وهذا يدل على نصيب السهم من التوزيعات لا يفسر التغيرات في القيمة السوقية ومنه ننفي هذه الفرضية.

الفرضية الثانية: "توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نصيب السهم من الأرباح المحتجزة والقيمة السوقية لمجمع صيدال"، بناءا على النموذج النهائي الذي أظهر أن القيمة المعنوية لنصيب السهم من الأرباح المحتجزة أقل من مستوى المعنوية 5%، كما أن القيمة الإحصائية T_{obs} والتي قيمتها (5,38) بالقيمة المطلقة أكبر من القيمة الجدولية T_C=2,57، كما أن قيمة المعامل تساوي (0,73) وهذا يدل على وجود أثر معنوي إيجابي لنصيب السهم من الأرباح المحتجزة على قيمة مجمع صيدال، معنى ذلك أن نصيب السهم من الأرباح المحتجزة تفسر التغيرات في قيمة المؤسسة ومنه نثبت صحة هذه الفرضية.

ثانيا: نتائج الدراسة

- **نتائج الدراسة النظرية**

يمكن تلخيصها فيما يلي:

– تتمثل سياسة توزيع الأرباح في المفاضلة بين توزيع الأرباح على المساهمين وبين احتجاز تلك الأرباح من أجل إعادة استثمارها؛

– تأخذ سياسة توزيع الأرباح شكلان: التوزيعات في شكل أسهم والتوزيعات النقدية؛

– صعوبة تحديد قيمة المؤسسة، وذلك لارتباطها بعوامل خارجية، وكذلك ارتباط عملية التقييم بعوامل خاصة بالمنفعة التي يراها كل شخص والتي على أساسها يقوم بتقدير قيمة المؤسسة؛

– تعتبر نظرية القيمة وليدة الانتقادات التي وجهت إلى الربح كهدف اقتصادي تسعى المؤسسات الاقتصادية لتحقيقه؛

– هناك اختلاف قائم بين وجهات نظر الباحثين حول تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، حيث يوجد تأثير إيجابي لتوزيعات الأرباح على قيمة المؤسسة وهذا ما أيده (Gordon)، أما نظرية التمييز الضريبي فتأكد أن احتجاز الأرباح تأثير إيجابي على قيمة المؤسسة؛

– عدم وجود وسيلة مثلى لاختبار مصداقية النظريات المفسرة لتأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة.

- **نتائج الدراسة التطبيقية**

من خلال قيامنا بالدراسة التطبيقية لأثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية لمجمع (SAIDAL)، تحصلنا على النتائج التالية:

– أن الأرباح المحتجزة تؤثر إيجابا على القيمة السوقية لمجمع (SAIDAL)، أي أن الزيادة في الأرباح المحتجزة تؤدي إلى الزيادة في القيمة السوقية لمجمع (SAIDAL) خلال فترة الدراسة؛

– أثبتت نتائج الدراسة التطبيقية كذلك أن حجم المؤسسة أثر بالإيجاب على القيمة السوقية لمجمع (SAIDAL)، حيث أن الزيادة في حجم المؤسسة يؤدي إلى الزيادة في القيمة السوقية لمجمع صيدال خلال فترة الدراسة؛

– لا يوجد تأثير للأرباح الموزعة على القيمة السوقية لمجمع (SAIDAL)، ويرجع السبب إلى أن المساهمين يرغبون في احتجاز أموالهم من أجل إعادة استثمارها؛

– يوجد تأثير سلبي لكل من الأموال الخاصة والمخاطر التشغيلية على القيمة السوقية لمجمع (SAIDAL)، وهذا يدل على وجود علاقة عكسية بين الأموال الخاصة والقيمة السوقية من جهة، و المخاطر التشغيلية والقيمة السوقية من جهة أخرى، في حين لا يوجد تأثير لكل من المردودية الاقتصادية و حجم السيولة على القيمة السوقية لمجمع صيدال (SAIDAL).

من خلال دراستنا هذه يمكن القول أن نصيب السهم من الأرباح المحتجزة تأثير على القيمة السوقية لمجمع (SAIDAL)، على غرار نصيب السهم من الأرباح الموزعة الذي ليس له تأثير على القيمة السوقية لمجمع صيدال(SAIDAL).

ثالثا: الاقتراحات

- استغلال سياسة توزيع الأرباح في خدمة مصالح المساهمين خاصة والمؤسسات عامة؛
- وضع خطط واستراتيجيات من أجل المفاضلة بين توزيع الأرباح أو احتجازها؛
- القيام بدراسة الفرص الاستثمارية المتاحة أمام المؤسسة قبل القيام بإجراءات الاحتجاز؛
- ضرورة الإفصاح عن مختلف السياسات والمعلومات المالية للمؤسسة المسعرة في البورصة.

رابعا: آفاق الدراسة

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

- دراسة سياسة توزيع الأرباح من المنظور الإسلامي؛
- أثر المديونية على قيمة المؤسسة؛
- دراسة أثر القرارات المالية على قيمة المؤسسة؛
- دراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على السلوك التمويلي للمؤسسة الاقتصادية.

قائمة المراجع

أولا: باللغة العربية

أ- الكتب

1- أحمد محمد غنيم، **الإدارة المالية (مدخل التحول من الفقر إلى الثراء)**، المكتبة العصرية للنشر والتوزيع، المنصورة، 2008.

2- أسعد حميد العلي، **الإدارة المالية (الأسس العلمية والتطبيقية)**، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2010.

3- أسعد حميد العلي، **الإدارة المالية (الأسس العلمية والتطبيقية)**، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2012.

4- إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، **التسيير المالي (الإدارة المالية)**، الجزء الأول، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2011.

5- إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، **التسيير المالي (الإدارة المالية)**، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2006.

6- جيلالي جلاطو، **الإحصاء التطبيقي**، الطبعة الأولى، دار الخلدونية للنشر والتوزيع، الجزائر، 2007.

7- حسين علي بخيت، سحر فتح الله، **الاقتصاد القياسي**، الطبعة العربية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2009.

8- حمزة محمود الزبيدي، **الإدارة المالية المتقدمة**، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2004.

9- دريد كامل آل شبيب، **إدارة مالية (الشركات المتقدمة)**، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2010.

10- السعيد بريبش، **الاقتصاد الكلي**، دار العلوم للنشر والتوزيع، الجزائر، 2007.

11- طارق عبد العال حماد، **التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006.

12- طارق عبد العال حماد، **التقييم وإعادة هيكلة الشركات: تحديد قيمة المنشأة**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008.

13- طارق عبد العال حماد، التقييم: **تقدير قيمة بنك لأغراض الاندماج أو الخصخصة**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.

14- عاطف جابر طه عبد الرحيم، **دراسة الجدوى (التأصيل العلمي والتطبيق العملي)**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003.

15- عبد الغفار حنفي، **أساسيات التحليل المالي ودراسات الجدوى**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004.

16- عبد الغفار حنفي، **أساسيات التمويل والإدارة المالية**،دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2002.

17- عبد الغفار حنفي، **الإدارة المالية (مدخل اتخاذ القرارات)**، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2007.

18- عبد الغفار حنفي، **الإدارة المالية المعاصرة (مدخل اتخاذ القرارات)**، الجزء الأول، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1993.

19- عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، **أساسيات الاستثمار الرأسمالي وتقييم الأداء**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2013.

20- عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، **أساسيات الاستثمار والتمويل**، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2000.

21- عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، **أساسيات التمويل والإدارة المالية**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004.

22- عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، **التحليل والتخطيط المالي (اتجاهات معاصرة)**، الطبعة العربية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، 2008.

23- عدنان تايه النعيمي وآخرون، **الإدارة المالية (النظرية والتطبيق)**، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2007.

24- عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، **الإدارة المالية المتقدمة**، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2009.

25- فايز تيم، **مبادئ الإدارة المالية**، الطبعة الثالثة، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، 2013.

26- فايز سليم حداد، **الإدارة المالية**، الطبعة الثانية، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، 2009.

27- فرد ويستون، يوجين برجام، **التمويل الإداري**، الجزء الثاني، ترجمة عبد الرحمن دعالة بيلة وعبد الفتاح السيد النعماني، دار المريخ للنشر، الرياض، 1993.

28- محفوظ جبار، **أسواق رؤوس الأموال**، الجزء الأول، الطبعة الأولى، دار الهدى للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2011.

29- محمد صالح الحناوي وآخرون، **الإدارة المالية (التحليل المالي للمشروعات الجديدة)**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003.

30- محمد صالح الحناوي، إبراهيم إسماعيل سلطان، **الإدارة المالية والتمويل**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1999.

31- محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، **الإدارة المالية (مدخل القيمة واتخاذ القرارات)**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006.

32- محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، **الإدارة المالية (التحليل المالي لمشروعات الأعمال)**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.

33- محمد مصطفى سليمان، **دور حوكمة الشركات في معالجة الفساد المالي والإداري**، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، مصر، 2006.

34- منير إبراهيم هندي، **أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، توزيع منشأة المعارف**، الإسكندرية، 1999.

35- منير إبراهيم هندي، **الإدارة المالية (مدخل تحليلي معاصر)**، الطبعة الرابعة، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1999.

36- منير إبراهيم هندي، **الإدارة المالية (مدخل تحليلي معاصر)**، الطبعة الخامسة، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2003.

37- منير إبراهيم هندي، **الإدارة المالية (مدخل تحليلي معاصر)**، الطبعة السادسة، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2006.

38- منير إبراهيم هندي، **الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف**، الإسكندرية، 1998.

39- منير إبراهيم هندي، **الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات**، الطبعة الثانية، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2006.

40- يوسف مامش، ناصر دادي عدون، **أثر التشريع الجبائي على مردودية المؤسسة وهيكلها المالي**، الطبعة الأولى، دار المحمدية للنشر، الجزائر، 2008.

ب-المقالات

41- حسنية صيفي، نوال بن عمارة، **قياس الأداء المالي باستخدام مؤشر القيمة المضافة**، مجلة الباحث، العدد 15، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2015.

42- رشيد حفصي، **دراسة وتحليل تأثير سياسة توزيع الأرباح على أداء أسهم المؤسسات المدرجة في** السوق المالي، المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية، العدد02، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2016.

43- سعاد معاليم، سميحة بوحفص، **إنشاء القيمة في المؤسسة وفق مؤشر القيمة الاقتصادية المضافةEVA**، مجلة العلوم الإنسانية والاجتماعية، العدد 30، جامعة بسكرة، 2017.

44- سعود جايد مشكور، **العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والقيمة السوقية للسهم وأثرها في تحديد قيمة الشركة**، مجلة مركز دراسات الكوفة، العدد50، جامعة المثنى، 2018.

45- عبد الغني دادن، **قراءة في الأداء المالي والقيمة في المؤسسات الاقتصادية**، مجلة الباحث، العدد04، جامعة ورقلة، 2006.

46- عبد الغني دادن، **قرار التمويل تحت تأثير الضرائب وتأثير تكلفة التمويل**، مجلة الباحث، العدد06، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2008.

47- عبد القادر بريش، عيسى بدروني، **محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية**، المجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، العدد10، جامعة المسيلة، 2013.

48- عبد الناصر إبراهيم نور، **العلاقة بين توزيعات الأرباح والعوائد السوقية غير العادية للأسهم ومدى تأثرها بربحية الشركة وحجمها ودرجة مخاطرتها اللانظامية**، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، المجلد17، العدد01، جامعة الإسراء، عمان، 2003.

49- عبد الوهاب دادن، **الجدل القائم حول هياكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة**، مجلة الباحث العدد07، جامعة ورقلة، 2009-2010.

50- عبد الوهاب دادن، حورية بديدة، **تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المسعرة**، مجلة الباحث، العدد10، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2012.

51- علال بن ثابت، **أساليب تقييم المؤسسات وتطبيقاتها في الجزائر**، مجلة دراسات العدد الاقتصادي، المجلد5، العدد01، جامعة عمار تليجي، الأغواط، 2014.

52- علي بن الضب، سيدي امحمد عياد، **تكلفة رأس المال ومؤشرات إنشاء القيمة**، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد02، الجزائر، 2012.

53- محمد زرقون، **أثر الاكتتاب العام على سياسات توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة**، مجلة الباحث، العدد08، جامعة ورقلة، 2010.

54- هاشم حسن حسين، **العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في الشركات المساهمة**، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد17، جامعة الإسراء، 2008.

55- هشام طلعت عبد الحكيم، مصطفى أنوار حسن، **تقييم الأسهم العادية باستعمال نموذج الخصم (نموذج جوردن)**، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد 81، جامعة المستنصرية، 2010.

56- هواري سويسي، **أهمية تقييم المؤسسات في اتخاذ قرارات الاستثمار المالي**، مجلة الباحث، العدد05، جامعة ورقلة، 2007.

57- هواري سويسي، **دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة**، مجلة الباحث، العدد07، جامعة ورقلة، 2010.

ج-الرسائل الجامعية

58- أمجد إبراهيم البراجنة، **اختبار العلاقة بين توزيع الأرباح وكل من القيمة السوقية والدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية**، رسالة ماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية، غزة، 2009.

59- أمين صالحي، **أثر تكلفة الأموال الخاصة على قيمة المؤسسة المدرجة في البورصة**، رسالة ماجستير في علوم التسيير، جامعة محمد الصديق بن يحيى، جيجل، 2018-2019.

60- بلال كيموش، **التقييم الدوري للعناصر المادية ودوره في المحافظة على قيمة المؤسسة في ظل النظام المحاسبي المالي**، رسالة ماجستير في العلوم التجارية، تخصص دراسات مالية ومحاسبية معمقة، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2010-2011.

61- بلجية سمية، **أثر التضخم على عوائد الأسهم**، رسالة ماجستير في علوم التسيير، تخصص تسيير المؤسسات، جامعة منتوري، قسنطينة، 2009-2010.

62- بلخير بكاري، **أثر التقييم المالي على مسار الشراكة بالنسبة لمؤسسات قطاع المحروقات في الجزائر**، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة الجزائر3، الجزائر، 2009-2010.

63- جمال قدام، **تمويل المؤسسات الاقتصادية: دراسة تحليلية لأثر التمويل المباشر على قيمة المؤسسة**، رسالة ماجستير في علوم التسيير، جامعة محمد الصديق بن يحيى، جيجل، 2006-2007.

64- حورية بديدة، **تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المسعرة في السوق المالي**، رسالة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية أسواق، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2010-2011.

65- خالد جمال نصر، **أثر الإعلان عن توزيع الأرباح وربحية السهم في القيمة السوقية لأسهم الشركات الأردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية**، رسالة ماجستير في المحاسبة، جامعة العلوم التطبيقية الخاصة، عمان، 2015.

66- سامية لحول، **التسويق والمزايا التنافسية**، أطروحة دكتوراه في علوم تسيير المؤسسات، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2007-2008.

67- شعبان محمد لولو، قدرة **مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة مقابل مؤشرات الأداء التقليدية على تفسير التغير في القيمة السوقية للأسهم**، رسالة ماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية، غزة، 2015.

68- صابر عباسي، **دور التسيير بالقيمة للضرائب في اتخاذ القرارات المالية للمؤسسة الاقتصادية**، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، تخصص محاسبة وجباية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015-2016.

69- صباح أسامة علي شراب، **أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة فيسوق فلسطين للأوراق المالية**، رسالة ماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية، غزة، 2006.

70- عبد الغني دادن، **قياس وتقييم الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية نحو إرساء نموذج للإنذار المبكر باستعمال المحاكاة المالية**، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2006-2007.

71- عبد الكريم بوحاردة، **أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة: دور سياسة توزيعات الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم**، رسالة ماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، جامعة منتوري، قسنطينة، 2011-2012.

72- عصمت محمد بن حمو، **طرق ومحددات تقييم المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية في ظل إستراتيجية الخوصصة**، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2015-2016.

73- علي بن الضب، **دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة**، رسالة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2008-2009.

74- عمر بوسلامي، **دور الإبداع التكنولوجي في تحقيق المسؤولية الاجتماعية في المؤسسة الاقتصادية**، رسالة ماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة الأعمال الإستراتيجية للتنمية المستدامة، جامعة سطيف01، 2012-2013.

75- غنية الجوزي، **أهمية اعتماد البورصة كوسيلة تقييم مردودية المؤسسة وتمويل تطورها**، رسالة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية مؤسسات، جامعة الجزائر3، الجزائر، 2011-2012.

76- محمد رزقي،**أثر القرارات المالية على قيمة المؤسسة الاقتصادية**، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد وتسيير المؤسسة، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2007-2008.

77- مريم بولمية، **البعد المعنوي لإشكالية خلق القيمة**، رسالة ماجستير في العلوم التجارية، تخصص بنك وهندسة مالية، جامعة باجي مختار، عنابة، 2011-2012.

78- مريم قلال، **كيفية ترويج الأدوية في الجزائر**، رسالة ماجستير في العلوم التجارية، تخصص تسويق، جامعة أمحمد بوقرة، بومرداس، 2013-2014.

79- نادية عيساوي، تقييم المؤسسة في إطار الخوصصة، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص الاقتصاد المالي، جامعة منتوري، قسنطينة، 2004-2005.

80- هواري سويسي، **تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر**، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة الجزائر3، الجزائر، 2007-2008.

81- وليد زيرام، **أثر سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة**، رسالة ماجستير في العلوم التجارية، تخصص دراسات مالية وحاسبة معمقة، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2012-2013.

82- ياسمينة جيلالي، **المحاسبة عن تكاليف البحث والتطوير وفق النظام المحاسبي في الجزائر والمعايير المحاسبية الدولية**، رسالة ماجستير في العلوم التجارية، تخصص دراسات مالية ومحاسبة معمقة، جامعة فرحات عباس، سطيف، 2009-2010.

83- يحيى فريك، **إستراتيجيات التكامل العمودي في قطاع الصناعة**، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص الاقتصاد الصناعي، جامعة محمد خيضر، بسكرة ، 2011-2012.

د-الملتقيات والمؤتمرات

84- إلياس بن ساسي، **مداخلة بعنوان النمو ومفهوم خلق القيمة كمؤشر للأداء المالي والإستراتيجي للمؤسسة**، المؤتمر الدولي حول الأداء المتميز للمنظمات والحكومات، جامعة ورقلة، يومي 8-9 مارس 2005.

85- الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، العدد 19، المؤرخة في 25 مارس 2009.

86- سحنون بونعجة، **محاسبة شركات التأمين من منظور معايير المحاسبة الدولية**، الملتقى الدولي السابع حول: الصناعة التأمينية، الواقع العلمي وآفاق التطوير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، يومي 3-4 ديسمبر 2012.

87- سعيد بريكة، سمير مسعي، **تقييم المنشأة الاقتصادية: مدخل القيمة الاقتصادية المضافة EVA**، مداخلة في إطار فعالية المتلقى الدولي حول صنع القرار في المؤسسة الاقتصادية، جامعة محمد بوضياف، الجزائر، أفريل 2009.

88- نعيمة يحياوي، حكيمة بوسلمة، **مداخلة بعنوان دور الحاكمية المؤسسية في تحسين الأداء المالي للشركات**، الملتقى الوطني حول حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري، جامعة محمد خيضر، بسكرة، يومي 06-07-ماي 2012.

89- هواري سويسي، عبد القادر دبون، **مداخلة بعنوان أهمية قياس قيمة الأصول المعنوية في ظل إقتصاد المعرفة**، المؤتمر العلمي الدولي حول الأداء المتميز للمنظمات والحكومات، جامعة ورقلة، يومي 8-9-مارس 2005.

ثانيا: باللغة الأجنبية

A -Les livres

90- Béatrice & français Grand Guillet, **Analyse Financière**, 7éme édition, Gualiol exteso Edition, 2001.

91- Bellalah Mondher**, Finance moderne d'entreprise**, 2éme édition Economica, Paris, 2003.

92- Damodaran Aswat, **Finance d'entreprise ; Théorie et pratique** , 1ére édition, traduction de la 2éme édition américaine sous la direction de HIRIGOYEN. G & autres , de Boeck, Bruxelles, 2010.

93- Hubert de la bruslerie, **Analyse financière**, 3émeédition Dunod, Paris, 2006.

94- Hutin Hervé, **toute la finance**, 3éme édition, édition organisation, paris, 2004

95- Isabelle cardoret & autres, **Econométrie appliquée (méthodes, Application, corrigées),** 2éme édition, de Boeck, Bruxelles, 2009.

96- Jean Barreau of Jacqueline Delahaye**, gestion financière**, 15éme édition, Dunod, Paris, 2006.

97- Jean Etienne palard, FRANK Inbert, **Guide pratique d'évaluation d'entreprise**, groupe eyrolles, Paris, Paris, 2013.
98- Jean Michel Palou, **les Méthodes d'évaluation d'entreprise**, Groupe revenu fiduciaire, Paris, 2003.
99- Mauguiere Henri, **l'évaluation des entreprises non cotées**, édition dunod, Paris, 2003.
100- Octave Jpkung, Neguéna, **Mathématique et gestion financière,** 1ere édition, édition de Boek, Paris, 2004.
101- Patrick Della Faille, Jusion, **Acquisition et évaluation d'entreprise,** édition larcier, Bruxelles, 2001.
102- Pierre Vernimmen, **Finance d'entreprise**, 5éme édition, Dalloz, Paris, 2002.
103- Pierre Vernimmen**, Finance d'entreprise**, 9éme édition, Dalloz, Paris, 2002.

B- les articles

104- Bellalah Mondher, **Réflexion sur la politique optimale de dividendes en présence n° 200009**, Université paris IX dauphine.

C- Les sites électroniques

105- www.saidalgroup.dz/ar/notre.groupe/qui-somme-nous.
106- Pharmacie Centrale Algérienne.
107- http://www.saidalgroup./historique.
108- www.saidalgroup.dz/ar/notre.groupe/organisation. .

الملاحــق

الملحق رقم 01

Table de la Loi de Student – Test *t*

	Seuil de risque *alpha* (bilatéral)													
DDL	0,9	0,8	0,7	0,6	0,5	0,4	0,3	0,2	0,1	0,05	0,02	0,01	0,005	0,001
1	0,1584	0,3249	0,5095	0,7265	1	1,3764	1,9626	3,0777	6,3137	12,706	31,821	63,656	127,32	636,58
2	0,1421	0,2887	0,4447	0,6172	0,8165	1,0607	1,3862	1,8856	2,92	4,3027	6,9645	9,925	14,089	31,6
3	0,1366	0,2767	0,4242	0,5844	0,7649	0,9785	1,2498	1,6377	2,3534	3,1824	4,5407	5,8408	7,4532	12,924
4	0,1338	0,2707	0,4142	0,5686	0,7407	0,941	1,1896	1,5332	2,1318	2,7765	3,7469	4,6041	5,5975	8,6101
5	0,1322	0,2672	0,4082	0,5594	0,7267	0,9195	1,1558	1,4759	2,015	2,5706	3,3649	4,0321	4,7733	6,8685
6	0,1311	0,2648	0,4043	0,5534	0,7176	0,9057	1,1342	1,4398	1,9432	2,4469	3,1427	3,7074	4,3168	5,9587
7	0,1303	0,2632	0,4015	0,5491	0,7111	0,896	1,1192	1,4149	1,8946	2,3646	2,9979	3,4995	4,0294	5,4081
8	0,1297	0,2619	0,3995	0,5459	0,7064	0,8889	1,1081	1,3968	1,8595	2,306	2,8965	3,3554	3,8325	5,0414
9	0,1293	0,261	0,3979	0,5435	0,7027	0,8834	1,0997	1,383	1,8331	2,2622	2,8214	3,2498	3,6896	4,7809
10	0,1289	0,2602	0,3966	0,5415	0,6998	0,8791	1,0931	1,3722	1,8125	2,2281	2,7638	3,1693	3,5814	4,5868
11	0,1286	0,2596	0,3956	0,5399	0,6974	0,8755	1,0877	1,3634	1,7959	2,201	2,7181	3,1058	3,4966	4,4369
12	0,1283	0,259	0,3947	0,5386	0,6955	0,8726	1,0832	1,3562	1,7823	2,1788	2,681	3,0545	3,4284	4,3178
13	0,1281	0,2586	0,394	0,5375	0,6938	0,8702	1,0795	1,3502	1,7709	2,1604	2,6503	3,0123	3,3725	4,2209
14	0,128	0,2582	0,3933	0,5366	0,6924	0,8681	1,0763	1,345	1,7613	2,1448	2,6245	2,9768	3,3257	4,1403
15	0,1278	0,2579	0,3928	0,5357	0,6912	0,8662	1,0735	1,3406	1,7531	2,1315	2,6025	2,9467	3,286	4,0728
16	0,1277	0,2576	0,3923	0,535	0,6901	0,8647	1,0711	1,3368	1,7459	2,1199	2,5835	2,9208	3,252	4,0149
17	0,1276	0,2573	0,3919	0,5344	0,6892	0,8633	1,069	1,3334	1,7396	2,1098	2,5669	2,8982	3,2224	3,9651
18	0,1274	0,2571	0,3915	0,5338	0,6884	0,862	1,0672	1,3304	1,7341	2,1009	2,5524	2,8784	3,1966	3,9217
19	0,1274	0,2569	0,3912	0,5333	0,6876	0,861	1,0655	1,3277	1,7291	2,093	2,5395	2,8609	3,1737	3,8833
20	0,1273	0,2567	0,3909	0,5329	0,687	0,86	1,064	1,3253	1,7247	2,086	2,528	2,8453	3,1534	3,8496
21	0,1272	0,2566	0,3906	0,5325	0,6864	0,8591	1,0627	1,3232	1,7207	2,0796	2,5176	2,8314	3,1352	3,8193
22	0,1271	0,2564	0,3904	0,5321	0,6858	0,8583	1,0614	1,3212	1,7171	2,0739	2,5083	2,8188	3,1188	3,7922
23	0,1271	0,2563	0,3902	0,5317	0,6853	0,8575	1,0603	1,3195	1,7139	2,0687	2,4999	2,8073	3,104	3,7676
24	0,127	0,2562	0,39	0,5314	0,6848	0,8569	1,0593	1,3178	1,7109	2,0639	2,4922	2,797	3,0905	3,7454
25	0,1269	0,2561	0,3898	0,5312	0,6844	0,8562	1,0584	1,3163	1,7081	2,0595	2,4851	2,7874	3,0782	3,7251
26	0,1269	0,256	0,3896	0,5309	0,684	0,8557	1,0575	1,315	1,7056	2,0555	2,4786	2,7787	3,0669	3,7067
27	0,1268	0,2559	0,3894	0,5306	0,6837	0,8551	1,0567	1,3137	1,7033	2,0518	2,4727	2,7707	3,0565	3,6895
28	0,1268	0,2558	0,3893	0,5304	0,6834	0,8546	1,056	1,3125	1,7011	2,0484	2,4671	2,7633	3,047	3,6739
29	0,1268	0,2557	0,3892	0,5302	0,683	0,8542	1,0553	1,3114	1,6991	2,0452	2,462	2,7564	3,038	3,6595
30	0,1267	0,2556	0,389	0,53	0,6828	0,8538	1,0547	1,3104	1,6973	2,0423	2,4573	2,75	3,0298	3,646
31	0,1267	0,2555	0,3889	0,5298	0,6825	0,8534	1,0541	1,3095	1,6955	2,0395	2,4528	2,744	3,0221	3,6335
32	0,1267	0,2555	0,3888	0,5297	0,6822	0,853	1,0535	1,3086	1,6939	2,0369	2,4487	2,7385	3,0149	3,6218
33	0,1266	0,2554	0,3887	0,5295	0,682	0,8526	1,053	1,3077	1,6924	2,0345	2,4448	2,7333	3,0082	3,6109
34	0,1266	0,2553	0,3886	0,5294	0,6818	0,8523	1,0525	1,307	1,6909	2,0322	2,4411	2,7284	3,002	3,6007
35	0,1266	0,2553	0,3885	0,5292	0,6816	0,852	1,052	1,3062	1,6896	2,0301	2,4377	2,7238	2,9961	3,5911
36	0,1266	0,2552	0,3884	0,5291	0,6814	0,8517	1,0516	1,3055	1,6883	2,0281	2,4345	2,7195	2,9905	3,5821
37	0,1265	0,2552	0,3883	0,5289	0,6812	0,8514	1,0512	1,3049	1,6871	2,0262	2,4314	2,7154	2,9853	3,5737
38	0,1265	0,2551	0,3882	0,5288	0,681	0,8512	1,0508	1,3042	1,686	2,0244	2,4286	2,7116	2,9803	3,5657
39	0,1265	0,2551	0,3882	0,5287	0,6808	0,8509	1,0504	1,3036	1,6849	2,0227	2,4258	2,7079	2,9756	3,5581
40	0,1265	0,255	0,3881	0,5286	0,6807	0,8507	1,05	1,3031	1,6839	2,0211	2,4233	2,7045	2,9712	3,551
41	0,1264	0,255	0,388	0,5285	0,6805	0,8505	1,0497	1,3025	1,6829	2,0195	2,4208	2,7012	2,967	3,5443
42	0,1264	0,255	0,388	0,5284	0,6804	0,8503	1,0494	1,302	1,682	2,0181	2,4185	2,6981	2,963	3,5377
43	0,1264	0,2549	0,3879	0,5283	0,6802	0,8501	1,0491	1,3016	1,6811	2,0167	2,4163	2,6951	2,9592	3,5316
44	0,1264	0,2549	0,3878	0,5282	0,6801	0,8499	1,0488	1,3011	1,6802	2,0154	2,4141	2,6923	2,9555	3,5258
45	0,1264	0,2549	0,3878	0,5281	0,68	0,8497	1,0485	1,3007	1,6794	2,0141	2,4121	2,6896	2,9521	3,5203
46	0,1264	0,2548	0,3877	0,5281	0,6799	0,8495	1,0482	1,3002	1,6787	2,0129	2,4102	2,687	2,9488	3,5149
47	0,1263	0,2548	0,3877	0,528	0,6797	0,8493	1,048	1,2998	1,6779	2,0117	2,4083	2,6846	2,9456	3,5099
48	0,1263	0,2548	0,3876	0,5279	0,6796	0,8492	1,0478	1,2994	1,6772	2,0106	2,4066	2,6822	2,9428	3,505
49	0,1263	0,2547	0,3876	0,5278	0,6795	0,849	1,0475	1,2991	1,6766	2,0096	2,4049	2,68	2,9397	3,5005
50	0,1263	0,2547	0,3875	0,5278	0,6794	0,8489	1,0473	1,2987	1,6759	2,0086	2,4033	2,6778	2,937	3,496
60	0,1262	0,2545	0,3872	0,5272	0,6786	0,8477	1,0455	1,2958	1,6706	2,0003	2,3901	2,6603	2,9146	3,4602
70	0,1261	0,2543	0,3869	0,5268	0,678	0,8468	1,0442	1,2938	1,6669	1,9944	2,3808	2,6479	2,8987	3,435
80	0,1261	0,2542	0,3867	0,5265	0,6776	0,8461	1,0432	1,2922	1,6641	1,9901	2,3739	2,6387	2,887	3,4164
90	0,126	0,2541	0,3866	0,5263	0,6772	0,8456	1,0424	1,291	1,662	1,9867	2,3685	2,6316	2,8779	3,4019
100	0,126	0,254	0,3864	0,5261	0,677	0,8452	1,0418	1,2901	1,6602	1,984	2,3642	2,6259	2,8707	3,3905
110	0,126	0,254	0,3863	0,5259	0,6767	0,8449	1,0413	1,2893	1,6588	1,9818	2,3607	2,6213	2,8648	3,3811
120	0,1259	0,2539	0,3862	0,5258	0,6765	0,8446	1,0409	1,2886	1,6576	1,9799	2,3578	2,6174	2,8599	3,3734
130	0,1259	0,2539	0,3862	0,5257	0,6764	0,8444	1,0406	1,2881	1,6567	1,9784	2,3554	2,6142	2,8557	3,367
140	0,1259	0,2538	0,3861	0,5256	0,6762	0,8442	1,0403	1,2876	1,6558	1,9771	2,3533	2,6114	2,8522	3,3613
infini	0,1257	0,2533	0,3853	0,5244	0,6744	0,8416	1,0364	1,2816	1,6449	1,96	2,3264	2,5759	2,8072	3,2908

الملحق رقم 02

Quantiles d'ordre 0.95 de la loi de Fisher

Degrés de liberté du numérateur sur la première ligne

Degrés de liberté du dénominateur sur la colonne de gauche

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1	161.4	199.5	215.7	224.6	230.2	234.0	236.8	238.9	240.5	241.9
2	18.51	19.00	19.16	19.25	19.30	19.33	19.35	19.37	19.38	19.40
3	10.13	9.552	9.277	9.117	9.013	8.941	8.887	8.845	8.812	8.786
4	7.709	6.944	6.591	6.388	6.256	6.163	6.094	6.041	5.999	5.964
5	6.608	5.786	5.409	5.192	5.050	4.950	4.876	4.818	4.772	4.735
6	5.987	5.143	4.757	4.534	4.387	4.284	4.207	4.147	4.099	4.060
7	5.591	4.737	4.347	4.120	3.972	3.866	3.787	3.726	3.677	3.637
8	5.318	4.459	4.066	3.838	3.687	3.581	3.500	3.438	3.388	3.347
9	5.117	4.256	3.863	3.633	3.482	3.374	3.293	3.230	3.179	3.137
10	4.965	4.103	3.708	3.478	3.326	3.217	3.135	3.072	3.020	2.978
11	4.844	3.982	3.587	3.357	3.204	3.095	3.012	2.948	2.896	2.854
12	4.747	3.885	3.490	3.259	3.106	2.996	2.913	2.849	2.796	2.753
13	4.667	3.806	3.411	3.179	3.025	2.915	2.832	2.767	2.714	2.671
14	4.600	3.739	3.344	3.112	2.958	2.848	2.764	2.699	2.646	2.602
15	4.543	3.682	3.287	3.056	2.901	2.790	2.707	2.641	2.588	2.544
16	4.494	3.634	3.239	3.007	2.852	2.741	2.657	2.591	2.538	2.494
17	4.451	3.592	3.197	2.965	2.810	2.699	2.614	2.548	2.494	2.450
18	4.414	3.555	3.160	2.928	2.773	2.661	2.577	2.510	2.456	2.412
19	4.381	3.522	3.127	2.895	2.740	2.628	2.544	2.477	2.423	2.378
20	4.351	3.493	3.098	2.866	2.711	2.599	2.514	2.447	2.393	2.348
21	4.325	3.467	3.072	2.840	2.685	2.573	2.488	2.420	2.366	2.321
22	4.301	3.443	3.049	2.817	2.661	2.549	2.464	2.397	2.342	2.297
23	4.279	3.422	3.028	2.796	2.640	2.528	2.442	2.375	2.320	2.275
24	4.260	3.403	3.009	2.776	2.621	2.508	2.423	2.355	2.300	2.255
25	4.242	3.385	2.991	2.759	2.603	2.490	2.405	2.337	2.282	2.236
26	4.225	3.369	2.975	2.743	2.587	2.474	2.388	2.321	2.265	2.220
27	4.210	3.354	2.960	2.728	2.572	2.459	2.373	2.305	2.250	2.204
28	4.196	3.340	2.947	2.714	2.558	2.445	2.359	2.291	2.236	2.190
29	4.183	3.328	2.934	2.701	2.545	2.432	2.346	2.278	2.223	2.177
30	4.171	3.316	2.922	2.690	2.534	2.421	2.334	2.266	2.211	2.165
40	4.085	3.232	2.839	2.606	2.449	2.336	2.249	2.180	2.124	2.077
50	4.034	3.183	2.790	2.557	2.400	2.286	2.199	2.130	2.073	2.026
60	4.001	3.150	2.758	2.525	2.368	2.254	2.167	2.097	2.040	1.993
70	3.978	3.128	2.736	2.503	2.346	2.231	2.143	2.074	2.017	1.969
80	3.960	3.111	2.719	2.486	2.329	2.214	2.126	2.056	1.999	1.951
90	3.947	3.098	2.706	2.473	2.316	2.201	2.113	2.043	1.986	1.938
100	3.936	3.087	2.696	2.463	2.305	2.191	2.103	2.032	1.975	1.927
150	3.904	3.056	2.665	2.432	2.274	2.160	2.071	2.001	1.943	1.894
200	3.888	3.041	2.650	2.417	2.259	2.144	2.056	1.985	1.927	1.878
400	3.865	3.018	2.627	2.394	2.237	2.121	2.032	1.962	1.903	1.854

الملحق رقم 03

3.Bilan Consolidé des Filiales du groupe & Participations minoritaires

3.1: Actif du Bilan :

U:DA

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

الملحق رقم 04

3.Bilan Consolidé des Filiales du groupe & Participations minoritaires

3.2: Passif du Bilan :

DESIGNATIONS	31/12/2010	31/12/2009
CAPITAUX PROPRES		
Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00
Capital non appelé		
Primes et réserves -(réserves consolidées)	7 245 587 393,87	4 991 039 758,17
Ecarts de réévaluation	375 839 601,41	457 264 505,16
Écart d'équivalence		
Résultat Net	1 102 191 923,00	2 871 813 551,05
Autres capitaux propres -report à nouveau	-163 180 692,73	-280 371 061,06
Intérêts minoritaires	725 087 222,50	721 558 023,18
TOTAL I	**11 785 525 448,05**	**11 261 304 776,50**
PASSIFS NON COURANTS		
Emprunts et dettes financières	1 622 608 040,67	1 678 218 688,27
Impôts (différés et provisionnés)	219 000 183,14	219 000 183,14
Autres dettes non courantes		
Provisions et produits comptabilisés d'avance	6 778 896 457,66	1 221 630 032,47
TOTAL PASSIFS NON COURANTS II	**8 620 504 681,47**	**3 118 848 903,88**
PASSIFS COURANTS		
Fournisseurs et comptes rattachés	3 456 110 747,86	5 015 796 912,70
Impôts	298 511 166,93	686 363 758,09
Autres dettes	3 005 203 307,15	2 059 056 189,45
Trésorerie passif	1 085 332 611,22	1 035 313 563,52
TOTAL PASSIF COURANT III	**7 845 157 833,16**	**8 796 530 423,76**
TOTAL GENERAL PASSIF	**28 251 187 962,68**	**23 176 684 104,14**

الملحق رقم 05

3. Bilan Consolidé des Filiales du groupe & Participations minoritaires

a. : Tableau des Comptes de Résultats

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

الملحق رقم 06

GROUPE INDUSTRIEL SAIDAL SPA
Direction des Finances et du Portefeuille

DATE DE CLOTURE : 31/12/2011

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	31/12/2011 MONTANTS BRUTS	31/12/2011 AMORTS OU PROVISIONS	31/12/2011 MONTANTS NETS	31/12/2010
	ACTIFS NON COURANTS				
	Écart d'acquisition (ou godwill)	0,00	0,00	0,00	0,00
	Immobilisations incorporelles	193 873 834,27	165 324 654,99	28 549 179,28	31 977 115,65
	Immobilisations corporelles	0,00	0,00	0,00	0,00
	Terrains	4 574 051 920,08	0,00	4 574 051 920,08	7 208 296 149,96
	Bâtiments	7 054 832 984,10	4 847 277 789,44	2 207 555 194,66	2 673 469 320,28
	Autres immobilisations corporelles	15 073 575 275,03	11 918 818 641,05	3 154 756 633,07	2 566 484 627,73
	Immobilisations en concession	0,00	0,00	0,00	0,00
	Immobilisations en cours	629 850 609,89	0,00	629 850 609,89	413 652 828,13
	Immobilisations financières	0,00	0,00	0,00	0,00
	Titres mis en équivalences - entreprises associées	0,00	0,00	0,00	0,00
	Autres participations et créances rattachées	394 212 125,00	38 777 726,78	355 434 398,22	76 120 418,26
	Autres titres immobilisés	0,00	0,00	0,00	104 583,33
	Prêts et autres actifs financiers non courants	22 578 706,87	0,00	22 578 706,87	35 036 204,18
	Impôts différés actif	188 252 038,52	0,00	188 252 038,52	187 722 185,64
	TOTAL ACTIFS NON COURANTS	28 131 227 493,85	16 970 196 813,16	11 161 030 680,69	13 212 823 631,77
	ACTIFS COURANTS				
	Stocks et encours	6 896 256 090,37	645 997 748,49	6 250 258 341,88	6 660 444 545,36
	Créances et emplois assimilés	0,00	0,00	0,00	0,00
	Clients	5 554 570 051,04	1 696 442 204,33	3 858 127 846,70	4 412 510 489,62
	Autres débiteurs	83 640 971,31	28 720 954,64	54 920 016,67	290 044 345,23
	Impôts	461 641 047,23	346 251 517,11	115 389 530,12	234 772 686,01
	Autres actif courant	0,00	0,00	0,00	170 718 068,32
	Disponibilités et assimilés	0,00	0,00	0,00	0,00
	Placements et autres actifs financiers courants	18 636 212,26	0,00	18 636 212,26	18 559 989,19
	Trésorerie	5 943 752 064,18	124 143 824,78	5 819 608 239,40	3 251 114 187,22
	TOTAL ACTIFS COURANTS	18 958 496 436,38	2 841 556 249,35	16 116 940 187,04	[illegible]
	TOTAL GENERAL ACTIF	47 089 723 930,23	19 811 753 062,50	27 277 970 867,73	[illegible]

الملحق رقم 07

GROUPE INDUSTRIEL SAIDAL SPA
Direction des Finances et du Portefeuille

DATE DE CLOTURE : 31/12/2011

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	31/12/2011	31/12/2010
	CAPITAUX PROPRES		
	Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00
	Capital non appelé	0,00	0,00
	Primes et réserves -(réserves consolidées)	7 452 913 713,45	7 245 587 393,91
	Ecarts de réévaluation	900 905 364,74	375 839 601,41
	Ecart d'équivalence	0,00	0,00
	Résultat Net	2 060 480 315,80	1 102 191 923,00
	Autres capitaux propres -report à nouveau	116 850 810,38	-163 180 092,73
	intérêts minoritaires	764 331 738,25	725 087 222,50
	TOTAL I	13 795 482 542,61	11 785 525 448,06
	PASSIFS NON COURANTS		
	Emprunts et dettes financières	1 595 341 088,53	1 622 583 790,66
	Impôts (différés et provisionnés)	264 216 542,42	219 000 183,14
	Autres dettes non courantes	0,00	0,00
	Provisions et produits comptabilisés d'avance	3 882 241 343,10	6 778 920 707,67
	TOTAL PASSIFS NON COURANTS II	5 741 800 974,06	8 620 504 681,46
	PASSIFS COURANTS		
	Fournisseurs et comptes rattachés	3 166 135 431,44	3 456 110 747,67
	Impôts	473 910 601,06	298 511 166,93
	Autres dettes	2 943 656 219,19	3 005 203 307,17
	Trésorerie passif	1 154 985 099,37	1 085 332 611,22
	TOTAL PASSIF COURANT III	7 740 687 351,06	7 845 157 833,19
	TOTAL GENERAL PASSIF	27 277 970 867,73	28 251 187 962,68

الملحق رقم 08

GROUPE INDUSTRIEL SAIDAL SPA
Direction des Finances et du Portefeuille

DATE DE CLOTURE : 31/12/2011

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	31/12/2011	31/12/2010
	Chiffre d'affaires	13 504 270 700,95	12 510 199 865,75
	Variation stocks produits finis et en cours	-814 751 265,22	-938 730 875,65
	Production immobilisée	0,00	0,00
	Subvention d'exploitation	0,00	0,00
	I - PRODUCTION DE L'EXERCICE	12 689 519 435,74	11 571 468 990,05
	Achats consommés	-4 699 658 292,69	-4 972 752 469,23
	Services extérieurs et autres consommations	-905 122 461,07	-914 339 948,94
	II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE	-5 604 780 753,76	-5 887 092 418,17
	III - VALEUR AJOUTTEE D'EXPLOITATION (I - II)	7 084 738 681,98	5 684 376 571,88
	Charges de personnel	-3 342 926 582,67	-3 439 808 440,86
	Impôts, taxes et versements assimilés	-282 932 101,17	-308 873 342,92
	IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	3 458 879 998,13	1 935 696 788,10
	Autres produits opérationnels	250 864 776,47	586 748 890,00
	Autres charges opérationnelles	-327 946 833,72	-327 275 482,25
	Dotations aux amortissements,provisions et pertes de valeur	-1 488 030 462,36	-1 962 904 998,88
	Reprises sur pertes de valeurs et provisions	730 292 504,92	1 417 710 036,21
	V - RESULTAT OPERATIONNEL	2 624 059 985,42	1 649 967 193,17
	Produits financiers	102 440 136,94	131 745 824,39
	Charges financières	-201 298 040,78	-261 601 048,77
	VI - RESULTAT FINANCIER	-98 857 903,84	-130 355 224,38
	VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)	2 525 202 081,58	1 519 611 968,80
	Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-431 623 267,00	-410 899 297,47
	Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires	3 128 893,10	0,00
	TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	13 776 767 418,26	13 707 165 700,65
	TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-11 679 016 474,41	-12 596 453 029,33
	VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	2 097 750 941,85	1 108 712 671,32
	Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)	0,00	0,00
	Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)	-90,06	0,00
	IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE	-90,06	
	X - RESULTAT DE L'EXERCICE	2 097 750 851,79	1 108 712 671,32
	Résultat minoritaires	37 270 535,99	6 520 748,33
	XI - RESULTAT NET DE L'EXERCICE	2 060 480 315,80	1 102 191 923,00

الملحق رقم 09

GROUPE INDUSTRIEL SAIDAL SPA
Direction des Finances et du Portefeuille

DATE DE CLOTURE : 31/12/2012

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	31/12/2012			31/12/2011
		MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVISIONS	MONTANTS NETS	
	ACTIFS NON COURANTS				
	Écart d'acquisition (ou godwill)				
	Immobilisations incorporelles	197 288 659,28	176 738 016,15	20 550 643,13	28 549 179,29
	Immobilisations corporelles				
	Terrains	4 583 697 150,84		4 583 697 150,84	4 574 051 920,08
	Bâtiments	7 397 747 023,53	5 179 180 249,38	2 218 566 774,15	2 207 555 194,66
	Autres immobilisations corporelles	15 623 113 611,00	12 782 105 785,39	2 841 007 825,61	3 154 758 633,07
	Immobilisations en concession	11 014 278,00	333 766,00	10 680 512,00	
	Immobilisations en cours	1 203 233 977,48		1 203 233 977,48	629 850 609,89
	Immobilisations financières				
	Titres mis en équivalences - entreprises associées				
	Autres participations et créances rattachées	184 936 125,00	25 798 499,82	159 137 625,18	355 434 398,22
	Autres titres immobilisés				
	Prêts et autres actifs financiers non courants	30 169 720,32		30 169 720,32	22 578 706,97
	Impôts différés actif	387 701 216,20		387 701 216,20	188 252 038,52
	TOTAL ACTIFS NON COURANTS	29 618 901 761,66	18 164 156 316,74	11 454 745 444,93	11 161 030 680,69
	ACTIFS COURANTS				
	Stocks et encours	7 584 873 527,50	1 409 488 300,45	6 175 385 227,05	6 250 258 341,88
	Créances et emplois assimilés				
	Clients	6 348 332 441,30	1 653 374 493,16	4 694 957 948,14	3 858 127 846,70
	Autres débiteurs	353 452 406,86	16 366,61	353 436 040,24	54 920 016,67
	Impôts	516 413 807,36	345 955 271,32	170 458 536,04	115 389 530,12
	Autres actif courant				
	Disponibilités et assimilés				
	Placements et autres actifs financiers courants	18 642 816,89		18 642 816,89	18 636 212,26
	Trésorerie	7 275 589 341,58	122 069 860,32	7 153 519 481,26	5 819 608 239,40
	TOTAL ACTIFS COURANTS	22 097 304 341,48	3 530 904 291,86	18 566 400 049,63	16 116 940 187,04
	TOTAL GENERAL ACTIF	51 716 206 103,15	21 695 060 608,59	30 021 145 494,54	27 277 970 867,73

الملحق رقم 10

GROUPE INDUSTRIEL SAIDAL SPA
Direction des Finances et du Portefeuille

DATE DE CLOTURE : 31/12/2012

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	31/12/2012	31/12/2011
	CAPITAUX PROPRES		
	Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00
	Capital non appelé		
	Primes et réserves -(réserves consolidées)	8 767 303 972,03	7 452 913 713,45
	Ecarts de réévaluation	645 898 091,73	900 905 964,74
	Écart d'équivalence	0,00	
	Résultat Net	1 965 160 951,44	2 060 480 315,80
	Autres capitaux propres -report à nouveau	28 874 721,33	116 850 810,38
	Intérêts minoritaires	839 268 275,80	764 331 738,25
	TOTAL I	14 746 506 012,32	13 795 482 542,61
	PASSIFS NON COURANTS		
	Emprunts et dettes financieres	1 851 741 010,35	1 595 341 088,53
	Impots (différés et provisionnés)	359 962 619,95	264 218 542,42
	Autres dettes non courantes	0,00	
	Provisions et produits comptabilisés d'avance	4 129 700 666,41	3 882 241 343,18
	TOTAL PASSIFS NON COURANTS II	6 341 404 296,71	5 741 800 974,06
	PASSIFS COURANTS		
	Fournisseurs et comptes rattachés	3 250 392 942,41	3 168 135 431,44
	Impôts	551 586 033,66	473 910 601,06
	Autres dettes	3 662 731 669,91	2 943 656 219,19
	Trésorerie passif	1 468 524 539,53	1 154 985 099,37
	TOTAL PASSIF COURANT III	8 933 235 185,51	7 740 687 351,05
	TOTAL GENERAL PASSIF	30 021 145 494,54	27 277 970 867,73

الملحق رقم 11

GROUPE INDUSTRIEL SAIDAL SPA
Direction des Finances et du Portefeuille

DATE DE CLOTURE : 31/12/2012

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	31/12/2012	31/12/2011
	Chiffre d'affaires	13 895 054 472,57	13 504 270 700,95
	Variation stocks produits finis et en cours	229 626 444,54	-814 751 265,22
	Production immobilisée		
	Subvention d'exploitation		
	I - PRODUCTION DE L'EXERCICE	**14 124 680 917,11**	**12 689 519 435,74**
	Achats consommés	-5 246 886 845,95	-4 699 658 292,69
	Services extérieurs et autres consommations	-914 334 046,84	-905 122 461,07
	II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE	**-6 161 220 892,79**	**-5 604 780 753,76**
	III - VALEUR AJOUTTEE D'EXPLOITATION (I - II)	**7 963 460 024,32**	**7 084 738 681,98**
	Charges de personnel	-3 809 104 894,13	-3 342 926 582,67
	Impôts, taxes et versements assimilés	-228 139 765,88	-282 932 161,17
	IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	**3 926 215 364,31**	**3 458 879 938,13**
	Autres produits opérationnels	372 976 278,55	250 864 778,47
	Autres charges opérationnelles	-207 496 681,94	-327 946 833,72
	Dotations aux amortissements,provisions et pertes de valeur	-2 144 929 104,62	-1 488 030 462,38
	Reprises sur pertes de valeurs et provisions	575 024 462,41	730 292 564,92
	V - RESULTAT OPERATIONNEL	**2 521 790 318,71**	**2 624 059 985,42**
	Produits financiers	100 796 850,14	102 440 136,94
	Charges financières	-225 135 653,69	-201 298 040,78
	VI - RESULTAT FINANCIER	**-124 338 803,55**	**-98 857 903,84**
	VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)	**2 397 451 515,15**	**2 525 202 081,58**
	Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-489 506 617,86	-431 623 267,03
	Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires	105 369 639,88	3 128 993,10
	TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	15 264 646 326,18	13 776 767 416,26
	TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-13 267 975 918,89	-11 679 016 474,41
	VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	**1 996 670 407,30**	**2 097 750 941,85**
	Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)	0,00	
	Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)	-3 985 277,20	-90,06
	IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE	**-3 985 277,20**	**-90,06**
	X - RESULTAT DE L'EXERCICE	**1 992 685 130,10**	**2 097 750 851,79**
	Résultat minoritaires	27 524 178,66	37 270 535,99
	XI - RESULTAT NET DE L'EXERCICE	**1 965 160 951,44**	**2 060 480 315,80**

الملحق رقم 12

BILAN 2013

DESIGNATIONS	31/12/2013 MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVISIONS	MONTANTS NETS	31/12/2012
ACTIFS NON COURANTS				
Écart d'acquisition (ou goodwill)	58 268 550,00		58 268 550,00	
immobilisations incorporelles	198 535 044,63	185 023 704,17	13 511 340,46	20 550 643,13
immobilisations corporelles				
Terrains	4 525 499 753,87		4 525 499 753,87	4 583 697 150,84
Bâtiments	7 053 924 525,64	5 144 639 355,17	1 909 285 170,47	2 218 566 774,15
Autres immobilisations corporelles	15 034 995 143,67	13 031 820 034,20	2 003 175 109,47	2 841 007 825,61
immobilisations en concession	11 014 278,00	667 498,62	10 346 779,38	10 680 512,00
Immobilisations en cours	470 133 457,73		470 133 457,73	1 203 233 977,48
Immobilisations financières				
Titres mis en équivalences - entreprises associées	1 776 264 616,78		1 776 264 616,78	0,00
Autres participations et créances rattachées	129 167 575,00	53 886 445,21	75 281 129,79	159 137 625,18
Autres titres immobilisés				
prêts et autres actifs financiers non courants	109 092 099,30		109 092 099,30	30 169 720,32
Impôts différés actif	357 881 232,62		357 881 232,62	387 701 216,20
TOTAL ACTIFS NON COURANTS	**29 724 776 277,24**	**18 416 037 037,37**	**11 308 739 239,87**	**11 454 745 444,91**
ACTIFS COURANTS				
Stocks et encours	6 969 082 810,68	1 434 727 755,37	5 534 355 055,31	6 175 385 227,05
Créances et emplois assimilés				
Clients	5 529 998 546,61	1 699 037 690,24	3 830 960 856,37	4 694 957 948,14
Autres débiteurs	1 865 186 534,90		1 865 186 534,90	353 436 040,24
Impôts	460 376 148,07	344 477 438,32	115 898 709,75	170 458 536,03
Autres actif courant	12 500 000,00		12 500 000,00	
Disponibilités et assimilés				
Placements et autres actifs financiers courants	2 018 559 989,19		2 018 559 989,19	18 642 816,89
Trésorerie	5 495 438 158,83	82 065 171,53	5 413 372 987,30	7 153 519 481,26
TOTAL ACTIFS COURANTS	**22 351 142 188,28**	**3 560 308 055,46**	**18 790 834 132,82**	**18 566 400 049,61**
TOTAL GENERAL ACTIF	**52 075 918 465,52**	**21 976 345 092,83**	**30 099 573 372,69**	**30 021 145 494,52**

الملحق رقم 13

3.2. Passif

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

الملحق رقم 14

3.3.Tableau de comptes de résultat

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

الملحق رقم 15-16

صيدال
SAIDAL

Communiqué aux actionnaires du résultat de l'exercice 2014 - Bilan Consolidé

ACTIF

DESIGNATIONS	31/12/2014			31/12/2013	%
	MONTANTS BRUTS	AMORTS PROVISIONS	MONTANTS NETS		
ACTIFS NON COURANTS					
Écart d'acquisition (ou goodwill)	58 268 550,00	0,00	58 268 550,00	58 268 550,00	0%
Immobilisations incorporelles	201 799 344,60	189 768 823,00	12 030 521,60	13 511 340,46	-11%
Immobilisations corporelles	0,00	0,00	0,00		
Terrains	4 514 492 953,87	0,00	4 514 492 953,87	4 525 409 753,87	0%
Bâtiments	7 032 781 737,47	5 269 783 914,71	1 762 997 822,76	1 909 285 170,47	-8%
Autres immobilisations corporelles	15 300 746 959,15	13 696 697 490,28	1 604 049 468,87	2 003 175 109,47	-20%
Immobilisations en concession	87 528 246,00	1 266 904,74	86 261 341,26	10 346 779,38	734%
Immobilisations en cours	2 502 907 388,68	0,00	2 502 907 388,68	470 133 457,73	432%
Immobilisations financières	0,00	0,00	0,00		
Titres mis en équivalences - entreprises associées	1 846 291 841,31	0,00	1 846 291 841,31	1 776 264 616,78	
Autres participations et créances rattachées	102 167 575,00	53 136 586,28	49 030 988,72	75 281 129,79	-35%
Autres titres immobilisés	0,00	0,00	0,00		
Prêts et autres actifs financiers non courants	103 321 318,61	0,00	103 321 318,61	108 002 099,30	-5%
Impôts différés actif	483 577 177,79	0,00	465 577 177,79	357 881 232,82	0%
TOTAL ACTIF NON COURANTS	**32 213 883 092,48**	**19 210 653 719,01**	**13 003 229 373,47**	**11 308 739 239,87**	**15%**
ACTIFS COURANTS					
Stocks et encours	7 103 810 877,97	1 496 894 537,00	5 606 916 340,97	5 534 355 055,31	1%
Créances et emplois assimilés	0,00	0,00			
Clients	5 136 249 341,15	1 687 454 939,36	3 448 794 401,79	3 830 060 856,37	-10%
Autres débiteurs	1 036 790 150,80	0,00	1 036 790 150,80	1 865 186 534,90	-44%
Impôts	601 389 838,47	345 347 828,24	2256 042 010,23	115 898 709,75	121%
Autres actif courant	18 795 412,47	0,00	18 795 412,47	12 500 000,00	0%
Disponibilités et assimilés	0,00	0,00	0,00		
Placements et autres actifs financiers courants	3 018 559 989,19	0,00	3 018 559 989,19	2 018 559 989,19	50%
Trésorerie	5 281 852 295,08	83 275 568,07	5 198 576 727,01	5 413 372 987,30	-4%
TOTAL ACTIFS COURANTS	**22 197 447 905,13**	**3 612 972 872,67**	**18 584 475 032,46**	**18 790 834 132,82**	**-1%**
TOTAL GENERAL ACTIF	**54 411 330 997,61**	**22 823 626 591,68**	**31 587 704 405,93**	**30 099 573 372,69**	**5%**

PASSIF

DESIGNATIONS	31/12/2014	31/12/2013	%
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00	0%
Capital non appelé	0,00		
Primes et réserves (réserves consolidées)	11 282 665 927,33	9 421 690 281,30	20%
Ecarts de réévaluation	218 627 945,68	435 055 761,63	-50%
Écart d'équivalence	778 627 191,02	556 004 893,04	
Résultat Net	1 477 751 553,22	2 658 147 326,76	-44%
Autres capitaux propres - report à nouveau	371 301 688,91	319 161 089,57	16%
Intérêts minoritaires	961 690 080,29	858 376 750,19	12%
TOTAL CAPITAUX PROPRES I	**17 590 664 386,45**	**16 748 436 102,49**	**5%**
PASSIFS NON COURANTS			
Emprunts et dettes financières	3 383 163 695,36	2 911 046 961,36	16%
Impôts (différés et provisionnés)	267 823 005,95	252 388 287,15	0%
Autres dettes non courantes	3 456 705 764,33	493 645 268,24	600%
Provisions et produits comptabilisés d'avance	1 381 034 485,26	1 351 120 085,82	2%
TOTAL PASSIFS NON COURANTS II	**8 488 726 950,90**	**5 008 200 602,57**	**69%**
PASSIFS COURANTS			
Fournisseurs et comptes rattachés	1 460 434 895,94	1 227 878 706,58	19%
Impôts	363 939 782,75	564 464 142,35	-36%
Autres dettes	3 055 762 788,63	5 818 577 282,18	-47%
Trésorerie passif	628 175 601,26	732 016 536,52	-14%
TOTAL PASSIF COURANT III	**5 508 313 068,58**	**8 342 936 667,63**	**-34%**
TOTAL GENERAL PASSIF	**31 587 704 405,93**	**30 099 573 372,69**	**5%**

Production

RUBRIQUES	31/12/2014	31/12/2013
Quantités (1 000 UV)	111 020	130 676
Valeurs (1 000 DA)	8 483 261	10 719 779

الملحق رقم 17

DESIGNATIONS	30/06/2014	30/06/2013	%
Chiffre d'affaires	9 789 025 905,91	11 461 847 581,90	-15%
Variation stocks produits finis et en cours	47 596 284,29	782 030 567,10	-94%
Production immobilisée	0,00		
Subvention d'exploitation	0,00		
I - PRODUCTION DE L'EXERCICE	**9 836 622 190,20**	**12 243 878 149,00**	**-20%**
Achats consommés	-3 017 970 352,54	-3 556 475 260,95	-15%
Services extérieurs et autres consommations	-815 279 475,31	-740 255 739,42	10%
II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE	**-3 833 249 827,85**	**-4 296 731 000,37**	**-11%**
III - VALEUR AJOUTTEE D'EXPLOITATION (I - II)	**6 003 372 362,35**	**7 947 147 148,63**	**-24%**
Charges de personnel	-3 222 199 202,24	-3 848 442 866,21	-16%
Impôts, taxes et versements assimilés	-205 064 473,74	-211 018 083,50	-3%
IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	**2 576 108 686,37**	**3 887 686 198,92**	**-34%**
Autres produits opérationnels	85 434 154,80	123 256 724,16	-31%
Autres charges opérationnelles	-204 467 878,10	-135 200 827,62	51%
Dotations aux amorts provisions et pertes de valeur	-1 130 374 262,15	-1 431 299 335,58	-21%
Reprises sur pertes de valeurs et provisions	292 035 551,31	501 957 026,14	-42%
V - RESULTAT OPERATIONNEL	**1 618 736 152,23**	**2 946 399 282,02**	**-45%**
Produits financiers	106 709 251,37	73 629 153,44	45%
Charges financières	-157 011 457,30	-221 326 017,88	-29%
VI - RESULTAT FINANCIER	**-50 302 205,93**	**-147 696 864,44**	**-66%**
VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)	**1 568 433 946,30**	**2 798 702 417,58**	**-44%**
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-309 812 391,08	-500 440 495,49	
Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires	-90 261 226,37	-4 662 574,50	
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	10 320 801 147,68	12 942 720 552,74	-20%
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-8 971 918 366,01	-10 649 121 205,15	-16%
VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	**1 348 882 781,67**	**2 293 599 347,59**	**-41%**
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)			
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)		-21 476,75	
IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE		**-21 476,75**	**0%**
X - RESULTAT NET DE LEXERCICE	**1 348 882 781,67**	**2 293 577 870,84**	**-41%**
Résultat minoritaires	14 686 721,26	70 792 332,18	-79%
part dans le Résulat dans Stes mises en équivalence	114 182 050,29	285 777 123,74	-61%
RESULTAT NET DE LEXERCICE	**1 477 751 553,22**	**2 658 147 326,76**	**-44%**

الملحق رقم 18

DATE DE CLOTURE : 31/12/2015

BILAN GROUPE

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

الملحق رقم 19

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

BILAN GROUPE

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

الملحق رقم 20

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

BILAN GROUPE

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

الملحق رقم 21

Groupe Saidal Bilan et TCR –Exercice 2016-

1. Actif Bilan consolidé

ACTIF	31/12/2016			31/12/2015
	MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVISIONS	MONTANTS NETS	
ACTIF NON COURANT				
Écart d'acquisition (ou goodwill)	115 414 200,00	0,00	115 414 200,00	87 341 040,00
Immobilisations incorporelles	212 104 001,73	195 224 374,97	16 879 626,76	21 588 150,02
Immobilisations corporelles	0,00	0,00	0,00	0,00
Terrains	10 383 338 837,77	0,00	10 383 338 837,77	4 514 492 953,87
Bâtiments	7 329 947 475,94	5 637 047 200,46	1 692 900 275,48	1 649 608 532,26
Autres immobilisations corporelles	15 098 007 460,68	13 798 654 169,79	1 299 353 290,89	1 189 497 235,41
Immobilisations en concession	280 023 210,00	2 252 958,94	277 770 251,06	278 103 983,68
Immobilisations en cours	11 189 299 772,01	0,00	11 189 299 772,01	5 363 985 192,51
Immobilisations financières	0,00	0,00	0,00	0,00
Titres mis en équivalences - entreprises associées	1 388 910 621,59	0,00	1 388 910 621,59	1 465 132 799,40
Autres participations et créances rattachées	691 518 175,00	58 940 054,97	632 578 120,03	584 859 076,01
Autres titres immobilisés	3 000 000 000,00	0,00	3 000 000 000,00	0,00
Prêts et autres actifs financiers non courants	154 332 649,23	0,00	154 332 649,23	140 479 615,20
Impôts différés actif	291 018 838,11	0,00	291 018 838,11	472 097 555,36
TOTAL ACTIF NON COURANT	50 133 915 242,06	19 692 118 759,13	30 441 796 482,93	15 767 186 133,72
ACTIF COURANT				
Stocks et encours	6 358 574 088,97	629 232 318,65	5 729 341 770,32	4 965 900 019,13
Créances et emplois assimilés				
Clients	5 547 718 023,80	1 906 769 106,35	3 640 948 917,45	3 822 680 037,51
Autres débiteurs	1 255 466 985,99	377 579,41	1 255 089 406,58	1 139 842 768,95
Impôts	185 798 351,63	11 998 649,03	173 799 702,60	179 420 574,16
Autres actif courant	0,00	0,00	0,00	40 666 666,67
Disponibilités et assimilés				
Placements et autres actifs financiers courants	18 559 989,19	0,00	18 559 989,19	3 018 559 989,19
Trésorerie	5 214 275 956,41	83 275 568,07	5 131 000 388,34	5 987 644 631,35
TOTAL ACTIF COURANT	18 580 393 395,99	2 631 653 221,51	15 948 740 174,48	19 154 714 686,96
TOTAL GENERAL ACTIF	68 714 308 638,05	22 323 771 980,64	46 390 536 657,41	34 921 900 820,68

الملحق رقم 22

2. Passif du Bilan consolidé

UM : DA

PASSIF	31/12/2016	31/12/2015
CAPITAUX PROPRES		
Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00
Dotations de l'état	0,00	2 586 812 201,59
Autres fonds propres	8 721 856 492,20	
Primes et réserves -(réserves consolidées)	12 861 813 853,88	12 251 816 341,17
Ecarts de réévaluation	1 585 712 860,28	145 245 635,13
Écart d'équivalence	1 037 081 287,61	1 025 006 852,16
Résultat Net	1 509 161 605,06	1 143 817 990,89
Autres capitaux propres -report à nouveau	-1 766 796 831,10	-166 052 299,51
Intérêts minoritaires	1 015 179 929,35	979 287 855,72
TOTAL I	27 464 009 197,27	20 465 934 577,15
PASSIF NON COURANT		
Emprunts et dettes financières	8 973 229 626,56	4 821 513 005,59
Impôts (différés et provisionnés)	17 509 995,00	285 333 000,95
Autres dettes non courantes	1 061 401 552,48	1 061 401 552,48
Provisions et produits comptabilisés d'avance	1 345 087 321,65	1 605 571 934,62
TOTAL PASSIF NON COURANT II	11 397 228 495,69	7 773 819 493,64
PASSIF COURANT		
Fournisseurs et comptes rattachés	2 430 054 019,90	1 931 770 182,61
Impôts	776 153 641,37	402 507 323,51
Autres dettes	3 512 927 858,77	3 619 036 497,36
Trésorerie passif	810 163 444,41	728 832 746,41
TOTAL PASSIF COURANT III	7 529 298 964,45	6 682 146 749,89
TOTAL GENERAL PASSIF	46 390 536 657,41	34 921 900 820,68

الملحق رقم 23

3. Tableau de Compte de Résultats consolidé

UM : DA

TABLEAU DES COMPTES DE RESULTAT	31/12/2016	31/12/2015	R/O	Evolution 2016/2015
Chiffre d'affaires	10 223 411 484,28	9 984 043 757,71	86,31%	2,40%
Variation stocks produits finis et en cours	265 663 623,51	-11 893 123,70	458,59%	-2333,76%
Production immobilisée	0,00	0,00		
Subvention d'exploitation	0,00	0,00		
I - PRODUCTION DE L'EXERCICE	**10 489 075 107,79**	**9 972 150 634,01**	**88,13%**	**5,18%**
Achats consommés	-3 663 777 474,24	-3 470 479 457,80	94,99%	5,57%
Services extérieurs et autres consommations	-928 780 089,72	-996 298 147,20	105,49%	-6,78%
II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE	**-4 592 557 563,96**	**-4 466 777 605,00**	**96,94%**	**2,82%**
III - VALEUR AJOUTTEE D'EXPLOITATION (I - II)	**5 896 517 543,83**	**5 505 373 029,01**	**82,30%**	**7,10%**
Charges de personnel	-3 023 474 168,42	-3 056 024 245,03	95,38%	-1,07%
Impôts, taxes et versements assimilés	-173 817 524,53	-166 639 675,94	124,52%	4,31%
IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	**2 699 225 850,88**	**2 282 709 108,04**	**70,01%**	**18,25%**
Autres produits opérationnels	72 651 701,08	202 735 842,16	59,17%	-64,16%
Autres charges opérationnelles	-99 258 043,60	-143 865 838,16	54,72%	-31,01%
Dotations aux amortissements provisions et pertes de valeur	-1 299 102 638,36	-1 328 939 749,35	125,64%	-2,25%
Reprises sur pertes de valeurs et provisions	719 627 105,07	421 168 878,85	1195,39%	70,86%
V - RESULTAT OPERATIONNEL	**2 093 143 975,07**	**1 433 808 241,54**	**74,14%**	**45,98%**
Produits financiers	183 271 195,24	142 454 921,27	225,48%	28,65%
Charges financières	-177 710 456,40	-132 453 560,20	118,08%	34,17%
VI - RESULTAT FINANCIER	**5 560 738,84**	**10 001 361,07**	**-8,03%**	**-44,40%**
VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)	**2 098 704 713,91**	**1 443 809 602,61**	**76,21%**	**45,36%**
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-628 653 272,00	-328 709 218,00	117,17%	91,25%
Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires	-96 986 328,41	15 393 711,92		-730,04%
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	11 464 625 109,18	10 738 510 276,29	94,23%	6,76%
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-9 897 587 338,86	-9 638 803 603,60	99,48%	2,68%
VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	**1 567 037 770,32**	**1 099 706 672,69**	**70,67%**	**42,50%**
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)				
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)				
IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE	**0,00**	**0,00**		
X - RESULTAT NET DE LEXERCICE	**1 567 037 770,32**	**1 099 706 672,69**	**70,67%**	**42,50%**
Résultats minoritaires	4 426 500,76	18 117 370,96	78,32%	-75,57%
Part dans le Résultat des Sociétés mises en équivalence	-62 302 666,02	25 993 947,24		-339,68%
RESULTAT NET DE LEXERCICE	**1 509 161 605,06**	**1 143 817 990,89**	**67,88%**	**31,94%**

الملحق 24

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

Actif	Note	31/12/2017 Montants bruts	31/12/2017 Amortissement ou provisions	31/12/2017 Montants nets	31/12/2016
ACTIFS NON COURANTS					
Écart d'acquisition (ou goodwill)		115 414 200.00	0.00	115 414 200.00	115 414 200.00
Immobilisations incorporelles		211 701 398.37	198 057 547.42	13 643 850.95	16 879 626.76
Immobilisations corporelles		0.00	0.00	0.00	0.00
Terrains		10 383 338 837.77	0.00	10 383 338 837.77	10 383 338 837.77
Bâtiments		7 525 649 404.61	5 759 342 500.47	1 766 306 904.14	1 692 900 275.48
Autres immobilisations corporelles		15 441 341 953.87	14 089 777 801.58	1 351 564 152.29	1 299 353 290.89
Immobilisations en concession		280 023 210.00	3 661 722.62	276 361 487.38	277 770 251.06
Immobilisations en cours		13 501 512 857.53	0.00	13 501 512 857.53	11 189 299 772.01
Immobilisations financières		0.00	0.00	0.00	0.00
Titres mis en équivalences - entreprises associées		1 466 608 492.92	0.00	1 466 608 492.92	1 388 910 621.59
Autres participations et créances rattachées		691 518 175.00	60 980 880.06	630 537 294.94	632 578 120.03
Autres titres immobilisés		4 000 000 000.00	0.00	4 000 000 000.00	3 000 000 000.00
Prêts et autres actifs financiers non courants		157 814 646.73	0.00	157 814 646.73	154 332 649.23
Impôts différés actif		296 251 741.16	0.00	296 251 741.16	291 018 838.11
TOTAL ACTIFS NON COURANTS		**54 071 174 917.96**	**20 111 820 452.15**	**33 959 354 465.81**	**30 441 796 482.93**
ACTIFS COURANTS		0.00	0.00		
Stocks et encours		5 512 385 257.34	629 240 246.56	4 883 145 010.78	5 729 341 770.32
Créances et emplois assimilés		0.00	0.00	0.00	0.00
Clients		5 077 251 577.03	1 885 169 800.46	3 192 081 776.57	3 640 948 917.45
Autres débiteurs		1 357 995 866.76	377 579.41	1 357 618 287.35	1 255 089 406.58
Impôts		181 290 731.18	11 998 467.60	169 292 263.58	173 799 702.60
Autres actif courant		0.00	0.00	0.00	0.00
Disponibilités et assimilés		0.00	0.00	0.00	0.00
Placements et autres actifs financiers courants		18 559 989.19	0.00	18 559 989.19	18 559 989.19
Trésorerie		4 825 205 639.02	86 312 842.07	4 738 892 796.95	5 131 000 388.34
TOTAL ACTIFS COURANTS		**16 972 689 060.52**	**2 613 098 936.10**	**14 359 590 124.42**	**15 948 740 174.48**
TOTAL GENERAL ACTIF		**71 043 863 978.48**	**22 724 919 388.25**	**48 318 944 590.23**	**46 390 536 657.41**

الملحق رقم 25

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

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

الملحق رقم 26

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

TABLEAU DES COMPTES DE RESULTAT	Note	31/12/2017	31/12/2016
Chiffre d'affaires		10 265 897 771.06	10 223 411 484.28
Variation stocks produits finis et en cours		-558 329 961.16	265 663 623.51
Production immobilisée		0.00	0.00
Subvention d'exploitation		0.00	0.00
I - PRODUCTION DE L'EXERCICE		9 707 567 809.90	10 489 075 107.79
Achats consommés		-3 755 793 245.73	-3 663 777 474.24
Services extérieurs et autres consommations		-1 002 621 754.72	-928 780 089.72
II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE		-4 758 415 000.45	-4 592 557 563.96
III - VALEUR AJOUTTEE D'EXPLOITATION (I - II)		4 949 152 809.45	5 896 517 543.83
Charges de personnel		-2 866 108 087.05	-3 023 474 168.42
Impôts, taxes et versements assimilés		-167 524 872.66	-173 817 524.53
IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION		1 915 519 849.74	2 699 225 850.88
Autres produits opérationnels		120 876 666.93	72 651 701.08
Autres charges opérationnelles		-58 405 988.66	-99 258 043.60
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeur		-868 249 692.56	-1 299 102 638.36
Reprises sur pertes de valeurs et provisions		370 500 844.60	719 627 105.07
V - RESULTAT OPERATIONNEL		1 480 241 680.05	2 093 143 975.07
Produits financiers		163 571 611.87	183 271 195.24
Charges financières		-164 840 374.12	-177 710 456.40
VI - RESULTAT FINANCIER		-1 268 762.25	5 560 738.84
VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)		1 478 972 917.80	2 098 704 713.91
Impôts exigibles sur résultats ordinaires		-277 583 318.00	-628 653 272.00
Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires		7 032 819.01	-96 986 328.41
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES		10 362 516 933.30	11 464 625 109.18
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES		-9 168 160 152.51	-9 897 587 338.86
VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES		1 194 356 780.79	1 567 037 770.32
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)			
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)			
IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE		0.00	0.00
X - RESULTAT NET DE LEXERCICE		1 194 356 780.79	1 567 037 770.32
Résultat minoritaires		85 189 898.58	4 426 500.76
part dans le Résultat dans Stes mises en équivalence		96 748 968.51	-62 302 686.02
RESULTAT NET DE LEXERCICE		1 376 295 647.88	1 509 161 605.06

الملحق رقم 27

2.1. Actif du Bilan (Consolidé Groupe)

UM : DA

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

الملحق رقم 28

2.2. Passif du Bilan (Consolidé Groupe)

Unité : DA

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

الملحق رقم 29

2.3. Tableau de Compte de Résultats (Consolidé Groupe)

UM : DA

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

الملحق رقم 30

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

الملحق رقم 31

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

الملحق رقم 32

TABLEAU DES COMPTES DE RESULTAT	31/12/2019	31/12/2018
Chiffre d'affaires	9 392 750 935.10	10 317 577 775.54
Variation stocks produits finis et en cours	1 085 935 007.08	272 122 098.95
Production immobilisée		
Subvention d'exploitation		
I - PRODUCTION DE L'EXERCICE	**10 478 685 942.18**	**10 589 699 874.49**
Achats consommés	-4 577 729 592.68	-4 624 142 242.57
Services extérieurs et autres consommations	-1 113 922 480.89	-1 067 499 186.54
II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE	**-5 691 652 073.57**	**-5 691 641 429.11**
III - VALEUR AJOUTTEE D'EXPLOITATION (I - II)	**4 787 033 868.61**	**4 898 058 445.38**
Charges de personnel	-3 514 951 683.35	-3 329 762 210.93
Impôts, taxes et versements assimilés	-154 310 399.06	-169 982 582.04
IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	**1 117 771 786.20**	**1 398 313 652.41**
Autres produits opérationnels	687 941 345.57	1 159 167 515.64
Autres charges opérationnelles	-75 628 723.04	-188 852 963.84
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeur	-1 399 508 839.03	-1 454 793 798.08
Reprises sur pertes de valeurs et provisions	664 533 494.03	380 039 983.32
V - RESULTAT OPERATIONNEL	**995 270 118.85**	**1 293 874 389.45**
Produits financiers	152 968 301.58	200 013 164.65
Charges financières	-343 123 098.91	-254 951 764.57
VI - RESULTAT FINANCIER	**-190 154 797.33**	**-54 938 599.92**
VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)	**805 954 266.41**	**1 238 935 789.53**
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-77 823 533.00	-127 206 062.00
Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires	5 579 922.73	-21 232 781.46
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	11 984 129 083.37	12 328 920 538.10
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-11 262 578 272.69	-11 195 958 029.11
VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	**721 550 810.68**	**1 132 962 508.99**
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)		
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)		
IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE		
X - RESULTAT NET DE LEXERCICE	**721 550 810.68**	**1 132 962 508.99**
Résultat minoritaires	19 736 411.44	44 778 352.30
part dans les Résultats nets des sociétés mises en équivalence	52 226 781.96	-3 526 470.31
RESULTAT NET DE LEXERCICE	**793 514 004.08**	**1 174 214 390.98**

الملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى معرفة مدى تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، حيث تناولت الدراسة مجمع صيدال خلال الفترة الممتدة من 2010 إلى 2019، وذلك بالإعتماد على نموذج الإنحدار الخطي المتعدد من أجل اختبار فرضيات الدراسة.

وتوصلت الدراسة إلى وجود تأثير نسبي لسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة، من خلال التأثير الإيجابي لنصيب السهم من الأرباح المحتجزة، في حين نصيب السهم من الأرباح الموزعة لا تأثير له على قيمة المؤسسة، مما يعني وجود فرص إستثمارية جيدة.

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

Résumé

Le but de cette étude de connaitre l'ampleur de l'impact de la politique de dividende sur la valeur de l'entreprise où l'étude a porté sur le groupe SAIDAL pondant la période prolongée de 2010 jusqu'à 2019, en s'appuyant sur la régression linéaire multiple pour testé les hypothèses de l'étude.

L'étude a révélé qu'il ya un effet relatif de la politique de dividende sur la valeur de l'entreprise par l'effet positif de le dividende non distribue par action, tandis que la politique de dividende n'a aucun effet sur la valeur de l'entreprise ce qui signifie qu'il existe une bonne opportunité d'investissement.

Les Mots clés: politique de dividende - la valeur de l'entreprise – le dividende par action – le dividende non distribue par action.