



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي و البحث العلمي
جامعة غرداية



كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية
مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي
في ميدان: العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
فرع العلوم الاقتصادية ، تخصص اقتصاد وتسيير المؤسسات

بعنوان:

دراسة أثر القيمة الاقتصادية المضافة على تقييم الأداء المالي للمؤسسة
الاقتصادية المدرجة في البورصة
دراسة حالة - مجمع صيدال - للفترة : 2011-2020

تحت اشراف الأستاذة(ة): د/ عبد الله اعنيشل

من إعداد الطالبين:

- زكرياء عبد الحق زيتوني
- مسعود مصباح

أمام اللجنة المكونة من السادة:

الاسم واللقب	الجامعة	الصفة
د/ عبد القادر قطيب	غرداية	رئيسا
د/ عبد الله اعنيشل	غرداية	مشرفا ومقررا
د/ صلاح الدين نعاس	غرداية	مناقشا

السنة الجامعية: 2021 / 2022

إهداء

إلى...

من حملتني وهنا على وهن جنينا وسقتني لبنها رضيعا وعلمتني صغيرا ورافقتني بدعائها كبيرا التي جعلت الجنة

تحت أقدامها أُمِّي حفظها الله وأطال في عمرها إلى...

الذي رباني على الفضيلة والأخلاق من كان حبه واهتمامه قوام عزمي... إلى ضياء حياتي إلى سندي المتين

وأنيسي المعين أبي الغالي حفظه الله وأطال في عمره إلى...

دفيء البيت وسعادته إخوتي كل باسمه إلى من كانت لي نعم المؤنسة والداعمة دوما زوجتي الغالية

إلى بهجة الحياة ابنتي أشواق عائشة إلى...

أصدقائي و من شاركوني أوقاتي و جميع رفقاء الدرب الدراسي ومن هم على الدرب سائرون إلى...

كل من حفظهم قلبي و لم يكتبهم قلبي

وفي الأخير أشكر الله تعالى على نعمه التي وهبها لعباده وأنار لنا طريق الهداية والعلم والدرب الصحيح

مسعود

إهداء

إلى...

من حملتني وهنا على وهن جنينا وسقتني لبنها رضيعا وعلمتني صغيرا ورافقتني بدعائها كبيرا التي جعلت الجنة
تحت أقدامها أُمِّي حفظها الله وأطال في عمرها إلى...

الذي رباني على الفضيلة والأخلاق من كان حبه واهتمامه قوام عزيمتي... إلى ضياء حياتي إلى سندي المتين
وأنيسي المعين أي الغالي حفظه الله وأطال في عمره إلى...

دفيء البيت وسعادته إخوتي كل باسمه

إلى...

أصدقائي و من شاركوني أوقاتي و جميع رفقاء الدرب الدراسي ومن هم على الدرب سائرون إلى...

كل من حفظهم قلبي و لم يكتبهم قلمي

وفي الأخير أشكر الله تعالى على نعمه التي وهبها لعباده وأنار لنا طريق الهداية والعلم والدرب الصحيح

زكرياء

شكر و عرفان

أولا الشكر لله رب العالمين الذي نور دربنا ويسر أمرنا وأعاننا لإكمال هذا العمل فالحمد لله رب العالمين حتى يرضى، الحمد لله الذي بنعمته تتم الصالحات والصلاة والسلام على أشرف الخلق وخاتم المرسلين سيدنا محمد عليه أفضل الصلوات والتسليم.

أما بعد:

من لم يشكر الخلق لم يشكر الخالق، فلا يسعنا في هذا المقام إلا أن نتقدم بكل الاحترام والتقدير وجزيل الشكر إلى الأستاذ المشرف الدكتور عبد الله اعنيشيل على قبوله الإشراف على هذا العمل وعلى نصائحه وتوجيهاته القيمة وحرصه على إنجازه، حفظه الله ورعاه، كما نتقدم بجزيل الشكر والعرفان و بأسمى معاني الود والتقدير إلى الأساتذة الأفاضل الذين كان لنا شرف الدراسة تحت ايديهم

و الذين كانوا لنا عوناً في إتمام وانجاز هذا العمل، بالإضافة إلى عمال مكتبة الكلية.

إلى كل هؤلاء ندعوا الله أن يرزقهم السعادة في الدنيا والآخرة وأن يجزيهم عن الإسلام خير جزاء

والحمد لله رب العالمين.

نسعى من خلال هذه الدراسة إلى تحديد مدى تأثير مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) على قياس الأداء المالي من خلال تحديد قدرتها على التأثير على مؤشرات الأداء التقليدية المتمثلة أساساً في العائد على الأصول (ROA)، العائد على حقوق الملكية (ROE)، العائد على الاستثمار (ROI)، ولتحقيق هذا الهدف تم اختيار مؤسسة مدرجة في البورصة والتي تنشط بسوق الأوراق المالية الجزائرية خلال الفترة الممتدة بين سنتي 2011 و 2020، ولقد أظهرت الدراسة وجود أثر للقيمة الاقتصادية المضافة على العائد على الاستثمار بحيث ان زيادة القيمة المضافة بوحدة واحدة سوف يؤدي الى زيادة العائد في الاستثمار بـ (ROI) 0.045 بالمقابل لم يظهر أثر للقيمة الاقتصادية المضافة على باقي متغيرات الدراسة العائد على الأصول (ROA)، العائد على حقوق الملكية (ROE).

الكلمات المفتاحية: قيمة اقتصادية مضافة (EVA)، أداء مالي، مؤشرات أداء مالي، مؤشرات أداء تقليدية، عائد على أصول (ROA)، عائد على حقوق ملكية (ROE)، عائد على استثمار (ROI).

Résumé en Français

Dans le cadre de cette étude, nous cherchons à déterminer l'impact de l'indice de valeur ajoutée sur la mesure de la performance financière en déterminant sa capacité à influencer les indicateurs de performance traditionnels. Principalement le rendement des actifs, le rendement des capitaux propres, le retour sur investissement, et pour atteindre cet objectif, une institution cotée active sur le marché boursier a été testée de 2011 à 2020, L'étude a montré qu'il y a un impact de la valeur économique ajoutée sur le retour sur investissement, de sorte que l'augmentation de la valeur économique ajoutée d'une unité 1 augmentera le retour sur investissement de 0,045, En revanche, il n'y a pas eu d'impact sur la valeur économique ajoutée sur le reste des variables de l'étude : rendement des actifs, rendement des droits de propriété.

Mots-clés : valeur économique ajoutée, performance financière, indicateurs de performance financière, indicateurs de performance traditionnels, rendement des actifs, rendement des capitaux propres, retour sur investissement Enter.

Abstract

Through this study, he sought to determine the extent of the impact of the economic value indicator on the measurement of financial performance by determining its ability to influence traditional performance indicators. Mainly the return on assets, return on equity, return on investment, and to achieve this goal a listed institution that is active in the stock market was tested from 2011 to 2020. The study showed that there is an impact of the added economic value on the return on investment, so that increasing the added economic value by one unit 1 will increase the return on investment by 0.045. On the other hand, there was no impact on the added economic value on the rest of the study variables: return on assets, return on property rights.

Keywords: added economic value, financial performance, financial performance indicators, traditional performance indicators, return on assets, return on equity, return on investment.

قائمة المحتويات

الصفحة	العنوان
II- I	إهداء
III	شكر وعرهان
IV	الملخص
VIII	قائمة المحتويات
XI	قائمة الجداول والاشكال
XIII	قائمة الاختصارات والرموز
XIII	قائمة الملاحق
ب- هـ	مقدمة
الفصل الأول: الإطار النظري للقيمة الاقتصادية المضافة وتقييم الأداء المالي	
08	المبحث الأول: الأسس النظرية لإنشاء القيمة في المؤسسة
08	المطلب الأول: مفاهيم أساسية حول انشاء القيمة
11	المطلب الثاني: القيمة الاقتصادية المضافة وخطوات حسابها
15	المطلب الثالث: استخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في تعظيم قيمة المؤسسة
16	المبحث الثاني: تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية
16	المطلب الأول: أداء المؤسسة و العوامل المؤثرة فيه.
18	المطلب الثاني: تقييم الاداء المالي واهميته في المؤسسة.
20	المطلب الثالث: مؤشرات الأداء المالي
25	المبحث الثالث: الدراسات السابقة.
25	المطلب الأول: الدراسات المحلية.
28	المطلب الثاني: الدراسات الأجنبية.
28	المطلب الثالث: مقارنة بين الدراسة الحالية والدراسات السابقة.

الفصل الثاني: دراسة قياسية لتحديد مدى تأثير مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على تقييم الأداء المالي	
34	المبحث الأول: تقديم مجمع صيدال
34	المطلب الأول: لمحة تاريخية حول مجمع صيدال
36	المطلب الثاني: أهداف مجمع صيدال ومهامه
37	المطلب الثالث: الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال.
38	المبحث الثاني: تحديد وحساب متغيرات الدراسة
38	المطلب الأول: المتغيرات والادوات المستخدمة
39	المطلب الثاني: تقييم الاداء باستخدام مؤشرات الاداء التقليدية.
40	المطلب الثالث: تقييم الاداء باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة.
49	المبحث الثالث: الدراسة القياسية لمتغيرات الدراسة
49	المطلب الأول: دراسة وتحليل السلاسل الزمنية
52	المطلب الثاني: اختبار استقرارية السلاسل الزمنية
55	المطلب الثالث: تقدير نموذج الانحدار الخطي وتقييم النموذج
62	خاتمة
-	المراجع
-	الملاحق

قائمة الجداول و الاختصارات

و الملاحق

قائمة الجداول و الاشكال

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
1-1	يوضح المقارنة بين الدراسات العربية السابقة	28
2-1	يوضح مقارنة بين دراسات الأجنبية السابقة	29
1-2	بطاقة فنية لمجمع صيدال	35
2-2	تطور رقم الأعمال لمجمع صيدال خلال الفترة (2011-2020)	38
3-2	تطور المؤشرات (ROA) (ROE) (ROI) خلال الفترة (2011-2020)	39
4-2	تكلفة الأموال الخاصة (Kcp) خلال الفترة (2011-2020)	40
5-2	الاستدانة الصافية (DN) للمؤسسة خلال الفترة (2011-2020)	41
6-2	تكلفة الاستدانة (KD) خلال الفترة (2011-2020)	41
7-2	التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال (K_0) خلال الفترة (2011-2020)	43
8-2	تطور الاحتياج في رأس المال العامل (BFR) خلال الفترة (2011-2020)	45
9-2	يوضح راس المال المستثمر (CI) للمؤسسة خلال الفترة (2011-2020)	46
10-2	العائد على رأس المال المستثمر (ROCI) خلال الفترة (2011-2020)	46
11-2	تطور القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) للمؤسسة خلال الفترة (2011-2020)	47
12-2	متغيرات الدراسة خلال الفترة (2011-2020)	49
13-2	اختبار ديكي فولر الموسع لاستقرار السلاسل الزمنية للقيمة الاقتصادية المضافة	52
14-2	اختبار ديكي فولر الموسع لاستقرار السلاسل الزمنية للقيمة الاقتصادية المضافة الفرق الأول	53
15-2	اختبار ديكي فولر الموسع لاستقرار السلاسل الزمنية للعائد على الاصول	53
16-2	اختبار ديكي فولر الموسع لاستقرار السلاسل الزمنية للعائد على الاصول عند الفرق الأول	53
17-2	اختبار ديكي فولر الموسع لاستقرار السلاسل الزمنية للعائد على حقوق الملكية	54
18-2	اختبار ديكي فولر الموسع لاستقرار السلاسل الزمنية للعائد على حقوق الملكية الفرق الأول	54
19-2	اختبار ديكي فولر الموسع لاستقرار السلاسل الزمنية للعائد على الاستثمار	55
20-2	اختبار ديكي فولر الموسع لاستقرار السلاسل الزمنية للعائد على الاستثمار	55
21-2	نتائج تحليل نموذج الانحدار الخطي البسيط	56
22-2	نتائج تحليل نموذج الانحدار الخطي البسيط	57
23-2	نتائج تحليل نموذج الانحدار الخطي البسيط	58
24-2	يوضح اختبار white	59

قائمة الجداول و الاشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
17	العناصر الأساسية للأداء	1-1
37	الهيكل التنظيمي	1-2
38	تطور رقم الأعمال لمؤسسة صيدال للفترة (2011-2020)	2-2
40	تطور المؤشرات (ROI)(ROE)(ROA) للمؤسسة خلال الفترة (2011-2020)	3-2
41	يوضح تطور تكلفة الأموال الخاصة للمؤسسة خلال الفترة (2011-2020)	4-2
42	يوضح تطور تكلفة الاستدانة لمؤسسة صيدال خلال (2011-2020)	5-2
42	يوضح تطور التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال للفترة (2011-2020)	6-2
44	تطور (BFR) لمؤسسة صيدال خلال الفترة (2011-2020)	7-2
45	تطور (ROCI) لمؤسسة صيدال خلال الفترة (2011-2020)	8-2
46	يوضح تطور قيم (EVA) لمؤسسة صيدال خلال الفترة (2011-2020)	9-2
47	مدرج تكراري للقيمة الاقتصادية المضافة	10-2
48	مدرج تكراري للعائد على الأصول	11-2
49	مدرج تكراري للعائد على حقوق الملكية	12-2
50	مدرج تكراري للعائد على الاستثمار	13-2
50	المنحنيات البيانية للسلاسل الزمنية (ROA) (EVA) (ROI) (ROE)	14-2
51	توزيع البواقي	15-2

قائمة الاختصارات و الرموز

المختصر باللغة العربية	المختصر باللغة الأصلية	المختصر
العائد على حقوق الملكية	Return On Equity	ROE
العائد على الاستثمار	Return On Investment	ROI
العائد على الأصول	Return On Assets	ROA
القيمة الاقتصادية المضافة	Economic Value Added	EVA
صافي الأرباح التشغيلية بعد ضرائب	Net Operating Profit After Tax	NOPAT
التكلفة المرجحة لرأس المال	Weighted Average Cost of Capital	WACC
رأس المال المستثمر	Le capital investi	CI
القيمة السوقية المضافة	Market Value Added	MVA
هامش الربح	Profit margin	PM
منفعة الأصول	Asset turnover	AU
مضاعف حقوق الملكية	Equity Multiplier	EM

قائمة الملحق

رقم الملحق	عنوان الملحق باللغة العربية
01	جانب الأصول لمجمع صيدال بالنسبة للسنة 2011-2012
02	جانب الخصوم لمجمع صيدال بالنسبة للسنة 2011-2012
03	جدول حسابات النتائج لمجمع صيدال بالنسبة للسنة 2011-2012
04	جانب الأصول لمجمع صيدال بالنسبة للسنة 2013
05	جانب الخصوم لمجمع صيدال بالنسبة للسنة 2013
06	جدول حسابات النتائج لمجمع صيدال بالنسبة للسنة 2013
07	الميزانية المالية لمجمع صيدال بالنسبة للسنة 2014
08	جدول حسابات النتائج لمجمع صيدال بالنسبة للسنة 2014
09	جانب الأصول لمجمع صيدال بالنسبة للسنة 2015-2016
10	جانب الخصوم لمجمع صيدال بالنسبة للسنة 2015-2016
11	جدول حسابات النتائج لمجمع صيدال بالنسبة للسنة 2015-2016
12	جانب الأصول لمجمع صيدال بالنسبة للسنة 2017-2018
13	جانب الخصوم لمجمع صيدال بالنسبة للسنة 2017-2018
14	جدول حسابات النتائج لمجمع صيدال بالنسبة للسنة 2017-2018
15	جانب الأصول لمجمع صيدال بالنسبة للسنة 2019-2020
16	جانب الخصوم لمجمع صيدال بالنسبة للسنة 2019-2020
17	جدول حسابات النتائج لمجمع صيدال بالنسبة للسنة 2019-2020
18	اختبار ديكي فولر الموسع لاستقرار السلاسل الزمنية للقيمة الاقتصادية المضافة
19	اختبار ديكي فولر الموسع لاستقرار السلاسل الزمنية للقيمة الاقتصادية المضافة عند الفرق الأول
20	اختبار ديكي فولر الموسع لاستقرار السلاسل الزمنية للعائد على الاصول
21	اختبار ديكي فولر الموسع لاستقرار السلاسل الزمنية للعائد على الاصول عند الفرق الأول
22	اختبار ديكي فولر الموسع لاستقرار السلاسل الزمنية للعائد على حقوق الملكية
23	اختبار ديكي فولر الموسع لاستقرار السلاسل الزمنية للعائد على حقوق الملكية عند الفرق الأول
24	اختبار ديكي فولر الموسع لاستقرار السلاسل الزمنية للعائد على الاستثمار
25	اختبار ديكي فولر الموسع لاستقرار السلاسل الزمنية للعائد على الاستثمار عند الفرق الأول

مقدمة

أ- توطئة :

يعتبر تقييم الأداء من أهم الاهتمامات الحديثة التي تسعى كل مؤسسة اقتصادية لتحقيقه وذلك اعتماداً على مجموعة من الوسائل والأدوات التي ترتبط بالمحيط الداخلي، ومنها ما يحاول تفصي حقيقة متغيرات المحيط الخارجي، حيث يمكنها استخدام الأداء المالي كجانب أساسي في عملية التحليل الداخلي، باعتبارها استراتيجية مهمة تمكن للمسيرين استخدامها في تحديد مستوى الأداء الكلي للمؤسسة، لذلك يعد الأداء المالي محمداً لنجاح أو فشل المؤسسات في تحقيق أهدافها، والذي تستند إليها مختلف القرارات المالية في إطار الوظيفة المالية والتي منها قرارات التمويل باعتبارها قرارات استراتيجية.

للتأكد من كفاءة استخدام الموارد المالية المتاحة و التحقق من تنفيذ الأهداف المخططة بالمؤسسة، ويعتبر النجاح الحقيقي للمؤسسات مرتبط بمدى تحقيقها أهدافها خاصة في ظل التغيرات السريعة والمتلاحقة التي تحدث في البيئة المحيطة بها، لذلك تولي إدارة المؤسسات اهتماماً كبيراً لتحقيق القيمة الاقتصادية المضافة للمساهمين عوض التركيز فقط على الربحية.

لذلك ظهر مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة كنتيجة لدراسات التي قامت بها شركة ستوريات وشركائها بهدف إيجاد مقياس حقيقي للربح يعكس مدى قدرة المؤسسة الاقتصادية على خلق قيمة إضافية للمساهمين، تسمح بتقدير مستوى أداء المؤسسة بشكل جيد ولقد جاءت العديد من الدراسات بعد ذلك كان الهدف منها دراسة ما قدمه ستوريات وشركاؤه بخصوص هذا المؤشر ولقد اختلف الباحثون حول ذلك بين معارض ومؤيد لقدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على قياس الاداء المالي للمؤسسة الاقتصادية المدرجة في السوق المالي، وتظهر القيمة الاقتصادية المضافة في الوقت الحالي كمفهوم شامل في عموم الإدارة، كون عملية التمويل تنطلق أساساً من مبدأ تعظيم الثروة التي تنشأ من القيمة الاقتصادية والتي تتمكن إدارة المنشأة من توليدها للثروة لزبائنها بأقل تكلفة ممكنة.

ب- طرح الإشكالية:

يتركز اهتمام أصحاب رؤوس الأموال بالدرجة الأولى على تعظيم الثروة وزيادة الأرباح، لذلك هم بحاجة للمؤشرات التي تدعم قرارهم الاستثماري لتمويل التوسعات والبدء بمشروعات جديدة، و ان توفر الفرص البديلة للاستثمار تدفعهم للاهتمام بالتكلفة البديلة للتمويل، وهذا ما تضمنه المقاييس ذات البعد الاقتصادي التي ومن أهمها: مقياس القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)، ومن خلال ما سبق يمكننا أن نطلق في تحليل هذا الموضوع من خلال طرح الإشكالية التالية:

ما مدى تأثير مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على تقييم الاداء المالي لمؤسسة صيدال خلال الفترة 2011-2020؟

وتتفرع تحت هذه الإشكالية الأسئلة الفرعية التالية :

- يوجد اختلاف بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة و مؤشرات تقييم الأداء التقليدية في قياس وتقييم الأداء؟
- ماهي طبيعة العلاقة بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة و مؤشرات الأداء المالي ؟
- ماهي طبيعة العلاقة بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة و مؤشر العائد على الاستثمار؟

ت-فرضيات الدراسة:

بغية الإجابة عن التساؤلات السابقة قمنا بصياغة الفرضيات التالية :

- لا يوجد اختلاف بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة و مؤشرات تقييم الأداء التقليدية في قياس وتقييم الأداء
- توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة و مؤشر العائد على الاصول و العائد على حقوق الملكية.
- لا توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة و مؤشر العائد على الاستثمار.

ث-أهداف الدراسة: تهدف دراسة هذا الموضوع بالتحديد إلى:

- التعرف على مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة كمؤشر حديث لتقييم الاداء و الوقوف على اهم المصطلحات المتعلقة به و كيفية احتسابه.
- التعرف على عملية تقييم الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية.
- اختبار قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) على التأثير على العائد على حقوق الملكية (ROE)، العائد على الأصول (ROA)، العائد على رأس المال المستثمر (ROI)
- حساب وتحليل مؤشرات تقييم الأداء المالي و تفسير دلالتها الفنية ومحاولة اسقاطها على مجمع صيدال للفترة 2011-2020.

ج-أهمية الدراسة:

يعتبر موضوع البحث ذا أهمية بالغة للمستثمرين كونه يمدهم بمؤشر يمكنهم من الاطمئنان بأن التفويض الممنوح للإدارة سيستخدم لتحقيق مصالحهم في المقام الأول، إذ يهدف البحث إلى تحليل مكونات مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) وبيان كيفية احتسابه عمليا، ومن ثم دراسة أثره مع بعض المقاييس الأخرى، لإظهار وجود منافع إضافية يحصل عليها المستثمرون باعتمادهم على هذا المقياس.

ح-مبررات ودوافع اختيار موضوع الدراسة:

- الرغبة والاهتمام الشخصي بالموضوع نظرا لصلته بمجال التخصص ، و الرغبة في التحكم في التقنيات الاحصائية والقياسية.
- الرغبة في تقديم إضافة فيما يخص موضوع قيمة المؤسسة وهذا من خلال اسقاط الدراسة النظرية على الجانب التطبيقي.

- الرغبة في المساهمة و إثراء مكتبة الجامعة بهذا النوع من الدراسات.
- تم اختيار الموضوع بغية التطرق إلى مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة باعتباره مؤشرا حديثا لهذا السبب حاولنا إيجاد أثر هذا المؤشر على قياس الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية ، إضافة إلى أهمية تقييم الأداء.

خ- حدود الدراسة: وتمثلت حدود الدراسة في:

1. الحدود الموضوعية: تتمحور هذه الدراسة حول تحديد المفاهيم النظرية المتعلقة بمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة وشملت جميع الأبحاث والدراسات التي تناولت هذا المؤشر إلى جانب مؤشرات الأداء المالي وكذا إبراز دور القيمة الاقتصادية المضافة في تعظيم قيمة المؤسسة.
 2. الحدود الزمنية: كانت الفترة الزمنية التي شملتها الدراسة في شقها التطبيقي مدة قدرت بـ عشرة سنوات من 2011 إلى غاية 2020.
 3. الحدود المكانية: تناولت الدراسة حالة مؤسسة مدرجة في السوق المالي الجزائري ممثلة في مجمع صيدال.
- د- منهجية الدراسة والأدوات المستخدمة:

من أجل تحقيق أهداف الدراسة تم اتباع المنهج الوصفي في الدراسة النظرية حيث تم إجراء مسح نظري في الأدبيات المتعلقة بمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة وتقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية وعرض أهم الدراسات السابقة ومن أجل تحقيق نوع من الربط بين التراكم المعرفي (النظري) والعملي (التطبيقي)، وفي الدراسة التطبيقية تم اعتماد دراسة الحالة وكذلك تم استعمال أسلوب احصائي من خلال استخدام برنامج (EViews) من أجل القيام بالتحليل الاقتصادي للعلاقة بين متغيرات الدراسة.

ذ- تقسيمات البحث: من أجل معالجة هذا الموضوع تم تقسيم هذه الدراسة على النحو الآتي:

خصصنا الفصل الأول والمعنون ب: الإطار النظري والدراسات السابقة، بالتطرق إلى مبحثين رئيسيين، ففي المبحث الأول يتناول المفاهيم الأساسية للقيمة الاقتصادية المضافة أما المبحث الثاني تم التطرق لتقييم الاداء المالي للمؤسسة الاقتصادية أما المبحث الثالث فهو تحت عنوان الدراسات السابقة، والذي تطرقنا من خلاله إلى الدراسات المحلية والدراسات الأجنبية السابقة المرتبطة بموضوع الدراسة، واجراء المقارنة بينها ، أما الفصل الثاني المعنون ب: دراسة حالة مؤسسة صيدال باستخدام بعض المؤشرات وذلك لمعرفة أثر دخول هاته المؤسسة إلى بورصة الجزائر، حيث قمنا بفحص مختلف القوائم والبيانات المالية، ثم سنقوم بقياس القيمة الاقتصادية المضافة لهذه المؤسسة.

وفي الأخير نختتم موضوعنا هذا بتلخيص واختبار للفرضيات التي طرحت في مقدمة البحث، ثم عرض للنتائج المتوصل إليها، وأخيرا قمنا بتقديم اقتراحات بناء على النتائج المتوصل إليها، إضافة إلى آفاق البحث.

ر- نموذج الدراسة :

- المتغير المستقل: القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)
- المتغيرات التابعة: العائد على حقوق الملكية (ROE)، العائد على الأصول (ROA)، العائد على رأس المال المستثمر (ROI)

ز . صعوبات الدراسة:

خلال انجازنا لهذا البحث الاكاديمي اعترضتنا بعض الصعوبات من أهمها ما يلي:

- تعتمد مثل هذه الدراسات على جانبين الأول يتمحور حول على حساب متغيرات الدراسة من خلال تحليل القوائم المالية للمؤسسة و الجانب الثاني قياسي رياضي وهذا ما تطلب وقت لفهم الاساليب الطرق الإحصائية واستخراج المتغيرات.
- التذبذب الحاصل خلال فترة الدراسة جراء جائحة كورونا وأثرها السلبي على بعض النتائج المتوصل إليها.
- محاولة تطبيق الدراسة على عينة من المؤسسات الناشطة في السوق المالي الجزائري إلا أن حجم وعدد المؤسسات القليل وعدم اكتمال توفر البيانات المالية حال دون ذلك.
- عدم القدرة على جمع أكبر قدر ممكن من البيانات المتعلقة بالسنوات السابقة لذلك تم الاقتصار على 10 سنوات.

الفصل الأول:

الأسس النظرية للقيمة الاقتصادية المضافة

و تقييم الأداء المالي

تمهيد:

تسعى المؤسسة باعتبارها وحدة اقتصادية متجانسة إلى تحقيق مجموعة من الأهداف المتكاملة التي تسمح لها بتحقيق أداء مالي يعكس مدى استغلالها للموارد المتاحة لها بشكل مثالي ، ويعتبر الأداء المالي للمؤسسة عنصر أساسي فهو يوضح مدى قدرة المؤسسة على توفر الموارد المالية وكيفية الحفاظ عليها، ومن بين أهم الأهداف التي تسعى المؤسسة إلى تحقيقها هي المحافظة على السيولة المالية واليسر المالي، والحفاظ على التوازن المالي و تحقيق أعلى مستوى من المردودية بشكل يسمح لها بتعظيم قيمتها وخلق قيمة إضافية للمساهمين، و تقوم بتحديد مستوى أدائها بالاعتماد على مجموعة من المقاييس والمؤشرات، تعتبر عملية قياس الأداء وسيلة ناجعة باستخدام أهم طرق وأساليب التقييم الموضوعية للحكم على ما تم تحقيقه ويمكن قياس الأداء المالي للمؤسسة من خلال استخدام مجموعة من المؤشرات التقليدية والحديثة. وعليه سنحاول من خلال هذا الفصل التطرق إلى الجانب النظري بما فيه من المفاهيم المتعلقة بالأداء المالي وتقييمه وأهم مؤشرات التقليدية، والحديثة المتمثلة في القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)، حيث يتم التركيز على مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) باعتباره محور دراستنا.

المبحث الأول: الأسس النظرية لإنشاء القيمة في المؤسسة

يحتل موضوع انشاء القيمة مكانة هامة داخل المؤسسات الاقتصادية، فالتسيير بالقيمة أصبح ميزة مرتبطة بالمؤسسة الاقتصادية الكبرى كمحاولة منها للانتقال بالوظيفة لمالية من النشاط المحاسبي إلى النشاط الاقتصادي، والذي يؤدي إلى إنشاء القيمة، حيث أصبحت المؤسسات تأخذ به كمقياس للتقييم واتخاذ القرارات الاستراتيجية، لذلك سيتم من خلال هذا المبحث التعرف على أهم المفاهيم الأساسية حول القيمة وإنشاء القيمة في المؤسسة الاقتصادية.

المطلب الأول: مفاهيم أساسية حول قيمة المؤسسة

ظهر مفهوم انشاء القيمة لأول مرة في المؤسسات الأمريكية قبل الوصول إلى أوروبا، حيث تم استخدامه بشكل واسع كمعيار لأداء الإدارة، ويقصد به خلق القيمة للمساهمين أو أصحاب الملكية، مع الأخذ بعين الاعتبار منهجية تكلفة رأس المال في القرارات الإدارية وأليات تحفيز المدراء، التي تتأثر أكثر أو أقل حسب المؤسسة.

1. تعريف قيمة المؤسسة

لقد تعددت التعاريف والمفاهيم التي أطلقت على القيمة، حيث عرفت:

- أنها: "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 وبحوث عملية التبادل يتم رجعتها إلى السعر.
- وكتب آدم سميث عن القيمة ما يلي: "يجب ملاحظة أن كلمة القيمة لها معنيين مختلفين، فهي تعني أحيانا منفعة شيء محدد، وأحيانا تعني الاختيار الذي تمنحه حياة هذا الشيء بشراء أشياء أخرى، ويمكننا تسمية الأول بقيمة الاستعمال، والأخرى قيمة الاستبدال. (Hoarau, 2001, p. 145)
- أما قيمة المؤسسة فتتمثل في: "المبلغ النقدي العادل الذي توصل إليه خبير متخصص، حيث أن ذلك المبلغ يحظى بالقبول العام لدى مختلف الأطراف المعنية بما عند كل مرحلة من طلب قياسها، الذي يعكس القيمة العادلة لكافة موارد المؤسسة المستغلة في تنظيمها القائم وذلك في ظل مفهوم استمرارية النشاط. (سويس هـ، 2008، صفحة

(37)

من التعاريف السابقة نستنتج أن القيمة هي تلك الثروة الحقيقية التي أضافتها المؤسسة، وهي تبين مدى نجاح المؤسسة في عملية المزج بين عناصر الإنتاج، حيث أنه إذا كانت القيمة المضافة كبيرة، فذلك يعني أن المؤسسة قد تحصلت على قيمة إنتاج كبيرة من استخدامات وسيطيه محدودة، أو قيمة إنتاج محدودة استلزمت استخدامات وسيطيه قليلة وهو دليل جودة أداء المؤسسة، وحسن استغلالها لعناصرها.

2. أليات تحديد قيمة المؤسسة

يتم تحديد قيمة المؤسسة من خلال استخدام مجموعة من الاساليب التي تركز على قواعد علمية وعملية مقبولة، ومن بين هذه الأليات نذكر:

- الاعتماد على ميزانية المؤسسة، وهذا من خلال القيام بمعادلة قيم الأصول والخصوم مع الأخذ بعين الاعتبار الاختلاف بين القيمة الدفترية لها والقيمة السوقية، مما يستدعي القيام ببعض التعديلات من أجل التقييم بأكثر دقة.
- يتم المقارنة بين المؤسسة محل التقييم مع مثيلاتها من المؤسسات والتي تكون قيمتها معروفة سلفاً، وهذا باستعمال إحدى طرق تحديد القيمة، ومن ثم يتم استخدام مضاعف بالنسبة لأرباحها المحققة، أو نسبة من رقم أعمالها خارج الضريبة كأن نقول أن المؤسسة تمثل قيمتها ثلاث مرات ربحها الصافي السنوي.
- وقد تستعمل التدفقات النقدية المستقبلية للمؤسسة بعد خصمها، وهي ما تعرف بالتدفقات النقدية المخصومة وهذا للوصول إلى القيمة الحالية، والغرض الأساسي التي تقوم عليه الألية هو أنه لا يهتم المنتج الذي تنتجه المؤسسة، لأن المستثمر طالما يحمل الأوراق المالية للمؤسسة فإن اعتقاده الراسخ يتمثل في أنه سيحصل على عائد من استثماره في المستقبل، وتعتمد هذه الطريقة على اتباع المراحل التالية:

- التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية، إلا أن المؤسسة تلجأ إلى تحديد مدة لعملية التنبؤ بالتدفقات وتحديد قيمة المؤسسة وهذا لعدم قدرتها على التنبؤ بها طيلة حياة المؤسسة.
 - تحديد واختيار المدة وكيفية تقدير القيمة المستمرة للمؤسسة.
 - اختيار معدل الخصم المناسب وهو ما يسمى تكلفة رأس المال.
- وتتم هذه الطريقة من خلال جمع مختلف القيم السوقية للأوراق المالية للمؤسسة التي يتم تداولها على مستوى بورصة الأوراق المالية، إذ تقوم هذه الطريقة على مبدأ كفاءة السوق، ما يعني أن قيم الأوراق المالية تعكس بدقة القيمة الحقيقية للمؤسسة في حال الكفاءة العالية للسوق المالي. (بوحادرة، 2011-2012، صفحة 69)

3. أنواع قيمة المؤسسة

- توجد مفاهيم مختلفة للقيمة حسب مجالات استخدام كل نوع ويمكن حصرها في ما يلي:
- **قيمة التبادل:** وهي القيمة التي يستعد المستهلك لدفعها من أجل حصوله على منتج أو خدمة ما مقدمة، وهو ما يستدعي نقطة التعادل من طرف البائع أو المشتري.
 - **قيمة الاستعمال:** وهي قيمة المنفعة التي يحققها المستهلك من المنتج، ولو كان المنتج قديماً وعدم قيمة التبادل، وهو النموذج الأكثر شيوعاً، وتحتوي على:
 - **قيمة السوق:** تتمثل في سعر البيع لسلعة (أصل) أو مؤسسة في السوق طبقاً لقانون العرض والطلب.
 - **القيمة الجديدة:** وتعتمد على معرفة جميع التكاليف الضرورية الواجب انفاقها لحيازة أو تكوين أصل جديد مماثل للأصل محل التقييم. (دادان، 2006-2007، صفحة 132)
 - **قيمة الحيازة:** وتسمى أيضاً بالقيمة الدفترية، وهي تعبر عن مفهوم محاسبي وضريبي فقط، وليس تقويمي أو اقتصادي.

- **قيمة الاستغلال:** يتم من خلال تحديد تكاليف اقتناء استثمار يضاوي الاستثمار محل التقييم من حيث الخصائص التقنية.
 - **القيمة المقدرة:** وتخص نظرة البائع للقيمة التي يجنيها من بيع منتج ما أو تقديم خدمة ما، بعد توقعه للمنفعة التي يبحث عنها المستهلك.
 - **قيمة التصفية:** هي نتائج التقييم المتدني لأصول المؤسسة، وترتكز على معيارين: أحدهما توافلي والذي يعني الانخفاض التدريجي لأصول المؤسسة مع استمرار عملية التصفية، أما المعيار الثاني فهو تشاؤمي، ويتميز بتوقف النشاط، ويقوم الأصل في هذه الحالة بثمن منخفض.
 - **القيمة المصفاة:** نظرا لل صعوبات المالية التي قد تواجهها المؤسسة في النشاط الاستغلالي، فقد تبني خيار التنازل عن أصل معين، كقرار استراتيجي لمواجهة الصعاب، وفي هذه الحالة تتنازل المؤسسة عن الأصل بأقل خسارة ممكنة في حين إذا حققت إيراد ايجابي، مقارنة مع قيمة الاهتلاك المتبقية، فالصفقة تكون مربحة للمؤسسة ويدرج الفارق في إيرادات خارج الاستغلال.
- و يمكن الفرق بين قيمة التصفية والقيمة المصفاة في: أن الأسلوب الأول تكون المؤسسة في حالة تصفية أو إفلاس أو ما شابه ذلك، غير أن الوضع في الثانية يختلف نظرا لاستمرار النشاط بشكل عادي لكن يتخلله بعض الصعاب. وبالإضافة لما سبق حسب (رمضاني، 2018، صفحة 86) توجد قيم أخرى تتخذها المؤسسة وهي:
- **قيمة التأمين:** ويتم تحديد هذه القيمة عن طريق تقرير خبير التأمين في إطار التعاقد بين مؤسسة التأمين والزبون لتغطية مخطر أو مخاطر مرتبطة بأصل معين.
 - **القيمة الاستثمارية:** تعبر عن قيمة المنافع المستقبلية الناتجة عن امتلاك أصل ما بالنسبة لمشتري معين.
 - **القيمة السوقية:** تعرف أيضا بالقيمة العادلة، وهي الأكثر شيوعا كتقدير للقيمة، وهي عبارة عن المبلغ النقدي الذي يتم به انتقال ملكية الأصل من بائع إلى مشتري يتوفر لكل منهما معلومات معقولة عن كافة الحقائق ذات الصلة، وتعتبر من أهم طرق التقييم لأنها تعبر عن قيمة المؤسسة في السوق.
 - **القيمة المتبقية:** وهي المبلغ الممكن تحقيقه عند بيع أصل أو التصرف فيه بأي صورة أخرى بعد أن يصبح عديم الفائدة للمالك الحالي ويتقرر إخراجه من الخدمة، وهي تختلف عن مفهوم قيمة الخردة التي تفترض أن الأصل أصبح عديم الفائدة لأي شخص وفي أي غرض.
4. **أهداف خلق القيمة** (بوشاهد، 2020، صفحة 9)
- تظهر أهداف خلق القيمة من خلال تعظيم قيمة المؤسسة كهدف اقتصادي تسعى المؤسسات الاقتصادية إلى تحقيقه، وماله من قرارات استراتيجية مؤثرة عليه كقرار توزيع أرباح المؤسسة كهدف اقتصادي، والذي يعتبر حقل لعديد من الدراسات والأبحاث في مجال الإدارة المالية لما لهذا القرار من علاقة مباشرة بالمساهمين وانعكاسات على ثروة الملاك.

ويرتكز مفهوم خلق القيمة على مدخل تعاقدي، فقد تم توكيل المسيرين من طرف المساهمين بتسيير أموالهم بالاستثمار والاحتفاظ بجزء منها في المنشأة الاقتصادية، ووفقا لما نصت عليه نظرية الوكالة من انفصال بين المسيرين والمالكين، فيصبح الهدف الأساسي الذي يسعى المسيرين لتحقيقه هو خلق قيمة للمساهم، أي "تعظيم ثروة للمالك في الأجل الطويل.

الهدف من سياسة خلق القيمة هو تعظيم قيمة الأسهم المشكلة لرأس المال المؤسسة المسعرة، أي "تعظيم قيمة الصكوك" التي يملكها المساهمين طالما أن إعادة بيعها بسعر أعلى من سعر الشراء، كذلك سياسة توزيع الأرباح المحققة تشكل عنصر ايجابي للمساهمين.

وبإتباع أساليب التنبؤ تمكنت المؤسسات اليوم من ربط مستوى الأرباح المستقرة في الأجل المتوسط لتنظر إلى المدى البعيد، هذا ما ساعد في رسم استراتيجيات البقاء لمواجهة ما يصادفها من مشكلات.

توليد تدفقات نقدية كافية لضمان حد أدنى من التوزيعات على المساهمين يمثل في الواقع المستوى الأدنى للعائد المطلوب في السوق على الأموال الخاصة، ويسمح بتحقيق هدف المؤسسة الاقتصادية التي تتبنى مسار خلق القيمة، لم تحقق تدفقات نقدية كافية فعليها إعادة تشكيل محفظة للتوظيفات في نشاطها والنظر بأفق أكبر كما لو قامت بالاستثمار في مشروع مربح.

فتطور مفهوم خلق القيمة جعل مفهوم تكلفة الأموال من المواضيع الهامة، حيث أن تخفيض تكلفة رأس المال لم تعد حبيسة الديون لوحدها بل حتى الأموال الخاصة، إذ أن فوائد الديون تخصم قبل فرض الضريبة، فهي تحقق وفر ضريبي وعليه تكون تكلفتها أقل، فإذا علمنا أن معرفة المعدل المطلوب على الأموال الخاصة مرتبط بعوامل عدة متعلقة بنمو السوق إذن فهي تحتاج إلى استراتيجية واضحة للمؤسسة الاقتصادية. (بوشاهد، 2020، صفحة 09)

المطلب الثاني: القيمة الاقتصادية المضافة وخطوات حسابها.

من بين أهم مؤشرات تقييم الأداء المالي الحديثة، نجد مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة والذي لقي رواجاً واسعاً في مجال علوم التسيير، يعتبر نموذج القيمة الاقتصادية المضافة من بين المؤشرات الحديثة التي تستخدم في قياس الأداء و في شكل مطور لمفهوم الدخل المتبقي وكانت نتيجة للقصور في مؤشر الربح المتبقي، ولقد ظهر هذا المفهوم على يد (Joel Stern et G.bennett Stewart) الذي استند في تأسيس هذا المؤشر على النموذج الاقتصادي لقيمة المؤسسة الذي قدمه (Franco Modigliani et Merton Miller) وتعتبر القيمة الاقتصادية المضافة مؤشر لقياس الأداء وطريقة للتسيير، حيث تعد وسيلة لدفع وتحفيز المديرين على تقديم أداء أفضل. (بوطيب، 2016، صفحة 07)

1. مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة

القيمة الاقتصادية المضافة من بين أهم المداخل التي ظهرت في أوائل التسعينات ككمياري جديد مستمد من خلق القيمة والتي أثارت اهتمام المسيرين والمختصين ولقد أعطت القيمة الاقتصادية المضافة صيغة لمفهوم خلق القيمة من

الجانب الفلسفي والعلمي كذلك. كما أنها تعرف عن ربح المؤسسة، وهناك من يرى بأنها مفهوم متطور للدخل المتبقي، وتعتمد القيمة الاقتصادية على مفهوم تكلفة رأس امال المستثمر.

• عرف (stewart et stern) مقياس القيمة الاقتصادية المضافة بأنها " مقياس لازماً لتقدير الربح الحقيقي الذي يرتبط بتعظيم ثروة المساهمين، و في الفرق بن صافي الربح والتشغيلي المعدل بعد الضرائب وتكلفة رأس امال. (مقبل ، صفحة 4)

• وضح كل من،(Hamilton) و(Marshal) مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة والتي تقوم على فكرة تعظيم ثروة الملاك والتي يجب أن تعود عليهم بعائد أكبر من كلفة الدين والملكية.

• لقد فرق (Ehrabar) مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة عن المقاييس التقليدية الأخرى بأن القيمة الاقتصادية المضافة تشمل جميع الديون والملكية بالإضافة إلى الأرباح لكلفة رأس المال ككل. (ثائر عدنان ، 2011، صفحة 06)

• القيمة الاقتصادية المضافة هي عبارة عن الربح التشغيلي بعد الضريبة محصوماً منه تكلفة رأس المال المستثمر. (بن مالك، 2011، صفحة 101)

2. أهمية القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)

تعتبر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) من ضمن أفضل المعايير المالية لإظهار الربح الاقتصادي الحقيقي للشركة، حيث أنها تشجع المدراء على التركيز على مقدار ما ستولده الشركة من عوائد تفوق تكلفة رأس المال لأي استثمار مطروح، لذلك فهناك مجموعة من الأسباب التي قد توضح أهمية استخدام القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) منها:

• الطريقة الصحيحة لحساب أرباح حملة الأسهم:

إن إدخال تكلفة رأس المال في حسابات القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) هو من أهم الأسباب التي تميزها، فمن خلال مؤشرات الأداء التقليدية قد تبدو أن بعض الشركات رابحة ولكن تكون بنفس الوقت وفي الحقيقة لم تحقق أي أرباح، وأن المبدأ الأساسي للقيمة الاقتصادية المضافة (EVA) لا يقوم بحساب إذا كان المشروع أو الصفقة مربحة أو لا؟ ولكن تقيس كون الربح الناتج كاف لتعويض رأس المال المستعمل في المشروع أو أنه كان يمكن استغلالها في فرصة بديلة أخرى؟ وهكذا نستطيع أن نجد مشروعاً رابحاً من وجهة نظر التقارير المحاسبية المعدلة، بينما هو خاسر من وجهة نظر التقارير الاقتصادية المعدلة. (الخوراني، 2018، الصفحات 31-32)

• معيار مالي يفهمه المديرون التنفيذيون:

تتميز القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) بأن مبادئها بسيطة، حيث من السهل شرحها للمدراء العامة والمدراء الماليين خاصة، وغالباً يجد المدراء غير الماليين الصعوبة في فهم بعض الأدوات المالية، مثل مفهوم الدخل المتبقي أو درجة النمو المستقبلية وغيرها من المصطلحات والمفاهيم المحاسبية المالية، ومن هنا نستطيع الحديث أن القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) تسهل عملية الاتصال معهم من خلال سهولة فهمها، وأيضاً من خلال رفع درجة التعاون داخل الشركات بين مختلف المدراء.

• تحقق الاتساق بين التقارير الإدارية وثروة الملاك:

لقد ابتكر (Stern & Stewart) "القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)" لتساعد المدراء على استخدام قاعدتين ماليتين أساسيتين في اتخاذ التقارير وهما:

- **القاعدة الأولى:** الهدف المالي الأولي لأية شركة يجب أن يكون زيادة ثروة الملاك، حيث أنه يواكب النظرية المالية الإدارية الحديثة التي تعمل بشكل أساسي على فرضية أساسية، وهي أن الهدف الرئيسي لأية شركة هو تعظيم ثروة الملاك.

- **القاعدة الثانية:** قيمة أي شركة تعتمد بشكل أساسي على درجة توقع المستثمرين لمدى تجاوز الأرباح المستقبلية لتكلفة رأس المال، حيث أن الهدف الأساسي للمستثمرين في سوق الأوراق المالية هو الأرباح المحاسبية المنشورة في القوائم المالية للشركات عند اتخاذ أي تقارير استثمارية، وعند بناء توقعاتهم وتقييمها لاستثمارات سوف تتأثر بشكل عام بإظهار معلومات عن الأرباح المستقبلية، ومن ثم تأثيرها على سعر سهم الشركة في البورصة بشكل خاص.

• **إزالة التشويش وتعدد الأهداف:**

تقوم معظم الشركات على استخدام بعض المعايير المختلفة لتعبر عن الأهداف المالية، فمثلاً الخطط الاستراتيجية تقوم على التعبير عنها بواسطة النمو في الأرباح وحصصة السوق، بينما أن المنتجات وخطوط الإنتاج داخل المصانع يتم التعبير عن أدائها المالي من خلال هوامش الأرباح أو التدفقات النقدية، وفي حين نجد أن وحدات الأعمال يتم تقييمها بواسطة العائد على رأس المال، أو من خلال المقارنة بمستوى الربح المتوقع في الموازنة، فينتج عنها النتيجة الحتمية لعدم الاتساق في القياسات والأهداف والمفاهيم، وغالباً ما يكون لها انعكاسات سلبية على عمليات التخطيط والاستراتيجيات والقرارات، في حين أن استخدام القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) لتجنب التشويش من خلال استخدام معيار مالي واحد يقوم بالربط بين جميع أنواع القرارات ويجعلها مركزة على شيء واحد: هو كيف يمكن زيادة ثروة حملة الأسهم.

3. **التعديلات المقترحة لاحتساب القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)**

اقترح (Stewart et Stern) أكثر من 160 تعديلاً يتم إجراؤه على الأرباح المحاسبية ورأس المال المستثمر وذلك تحقيقاً لمجموعة من الأهداف لتقريب القيم المحاسبية من القيم الاقتصادية الحقيقية، من هذه الأهداف:

- التأكد من أن رأس المال المسجل في الدفاتر يعكس التكلفة الكلية للاستثمار في أصول التشغيل.
- الحد من اتباع الاتجاه المتحفظ في المحاسبة وما يطلق عليها بسياسة الحيلة والحذر، ومن بين التعديلات والإجراءات التي اقترحها (Stewart et Stern) نذكر منها:
- معالجة الفروق الضريبية.
- الفائض الناجم عن استخدام مبدأ الوارد أخيراً الصادر أولاً.
- معالجة اهتلاك شهرة المحل.

- رسملة الموجودات الغير ملموسة مثل (نفقات البحث والتطوير).
- وهناك تعديلات أخرى تخص التضخم والمشروعات المشتركة وترجمة العملة ونماذج السداد المؤجلة والتأجير التشغيلي ومخصص الديون المشكوك فيها ومخصصات الضمان.

4. خطوات حساب القيمة الاقتصادية المضافة. (بن ساسي و قريشي، 2011، صفحة 387)

- يستخدم مقياس القيمة الاقتصادية المضافة لتحديد الربحية الصحيحة التي تحققها الوحدة من أجل تحقيق أفضل قيمة لحملة الأسهم، وحساب القيمة الاقتصادية المضافة هناك خمس خطوات رئيسية:
- الاطلاع ومعاينة البيانات المالية للوحدات: ويتم الحصول على هذه البيانات بالاعتماد على القوائم المالية وفي أغلب الأحيان يتم أخذ البيانات المالية ليتسنى إجراء عملية القياس.
- تحديد رأس مال المؤسسة.
- التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال (تكلفة رأس المال):

وهي متوسط المرجح لتكلفة رأس المال، حيث تعرف على أنها المردودية الأدنى الواجب تحقيقها من مشروع استثمار والذي يسمح بتغطية معدل المردودية المفروض من قبل ممولي المؤسسة المساهمين (الأموال الخاصة) والدائنين (تكلفة الاستدانة)، وتعتبر تكلفة رأس المال عنصر مهم في مجال المالي فهي المعيار الأمثل للمفاضلة بين الاستثمارية والمحدد الرئيسي لقيمة المؤسسة؛ ويتم حسابها وفق العلاقة التالية:

$$K_0 = K_D \cdot (D/D+CP) + K_{cp} \cdot (CP/D+CP)$$

K_0 : التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال؛

D : تكلفة الديون؛

K_{cp} : تكلفة الأموال الخاصة؛

CP : الأموال الخاصة.

- حساب صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة (NOPAT):

ونقصد به نتيجة الاستغلال بعد الضريبة أو النتيجة المالية من أثر الاستثمار أو التمويل أو التعديلات المحاسبية أو النتيجة المتأتبة عن طريق العمليات التشغيلية أي النشاط الرئيسي، وتحسب بالعلاقة التالية: (حناوي و جلال، 2002، صفحة 138)

$$\text{الربح قبل الضريبة} = \text{صافي المبيعات} - \text{تكاليف المبيعات}$$

أما الشق الثاني فيظم فرض الضريبة على الربح قبل الضريبة لتحصل على صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة كما يلي:

$$\text{(NOPAT) صافي الأرباح التشغيلية بعد الضريبة} = \text{الربح قبل الضريبة} - \text{الضرائب}$$

- حساب القيمة الاقتصادية المضافة: هناك طريقتان:

- طريقة الأولى: وتحسب بالعلاقة التالية: (عبد الرحمان، 2009، الصفحات 11-13)

$$EVA = NOPAT - WACC * CI$$

(EVA) : القيمة الاقتصادية المضافة

(NOPAT) : صافي الأرباح التشغيلية بعد الضرائب

(WACC) : المتوسط المرجح لتكلفة رأس امال

(CI) : رأس المال المستثمر

– الطريقة الثانية : و تحسب بالعلاقة التالية : (Jérôme & Gérard, 2005, p. 27)

$$EVA = (ROI - CMPC) * CI$$

(ROI) : معدل العائد على رأس المال المستثمر

(CMPC) : معدل (= كز تكلفة رأس امال

(CI) : رأس امال المستثمر

المطلب الثالث: استخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في تعظيم قيمة المؤسسة

1. أهمية مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) في قياس الأداء.

نجحت شركة ستيفارت و ستيرن في الولايات المتحدة الأمريكية في انتاج مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) لقياس أداء المؤسسات، ولاقى هذا المؤشر قبولا وانتشارا واسعا في كثير من المؤسسات، وأصبح من أبرز مؤشرات الأداء القادرة على ابراز قدرة المؤسسة في خلق القيمة لحملة الأسهم، حيث ظهرت أهمية القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) كمؤشر لقياس الأداء عندما قامت هذه الشركة باستخدامه لأول مرة بالاعتماد على الربح الاقتصادي بدل من الربح المحاسبي، وذلك بسبب عدم جودة الحسابات الختامية التي تقوم وفق المعايير المحاسبية التقليدية وعدم ملائمتها لاقتصاديات التشغيل في شركات الأعمال.

أما القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) تأخذ في الاعتبار التعديل الذي يحصل على صافي الدخل بعد الأنشطة التشغيلية ورأس المال العامل، مما يجعلها أكثر توافقا مع الأهداف الأساسية للشركات المساهمة العامة فهي تقوم على قياس نسبة الإنجاز في المؤسسة ومقارنتها بالسوق ككل، كما أنها أيضا تعتمد على القيمة الحالية التي تكون أكثر ارتباطا بالواقع من غيرها عند القيام بالتخطيط لمشاريعها المستقبلية، وبالتالي فإن (EVA) هي الأرباح المتولدة من رأس المال العامل، وتزداد قيمتها بزيادة الأرباح التشغيلية دون الزيادة في رأس المال العامل، وفي حالة قامت الشركة على زيادة الاستثمار فإنه في نفس الوقت يجب أن تكون الأرباح أكبر من تكلفة رأس المال بعد الاستثمار الحديث، وعند التخطيط لزيادة رأس المال باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) يتم قبول جميع القيم الحالية الموجبة ورفض القيم الحالية السالبة للاستثمار، وذلك لحين الوصول إلى أرباح المشروع بعد الضرائب بقيمة أكثر من الفائدة والالتزام التي تتحملها الشركة للحصول على رأس المال.

يعتمد احتساب القيمة الاقتصادية المضافة على ثلاث متغيرات أساسية هي:

- صافي الربح التشغيلي قبل الفوائد وبعد الضرائب.

- مقدار الاستثمار المستخدم.
- التكلفة المرجحة للتمويل.

وعلى أساس ذلك يمكن القول أن المؤسسات الناجحة هي التي تقوم على تحقيق أرباح تساوي على الأقل تكلفة الاستثمار فيها، وعلى ضوء ذلك يصبح الاعتماد بشكل أساسي على الربح الاقتصادي معبرا عن قيمة الأرباح الاقتصادية أكثر من الربح المحاسبي، فهي في الأساس فكرة ليست حديثة في حقل الادارة المالية، حيث قام الاقتصادي الفريد مارشال باقتراح الفكرة منذ وقت طويل، وعلى ضوء هذا يجب على المؤسسات تحقيق الأرباح التي تغطي كلفة الاستثمار على الأقل، وبذلك جاءت فكرة الربح الاقتصادي لغرض تطبيق التكلفة الحقيقية لرأس المال. (الحوارني، 2018، الصفحات 33-31)

2. دور مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في تعظيم قيمة المؤسسة

إن الهدف الأساسي لأي مؤسسة اقتصادية هو خلق وتعظيم قيمتها، حيث أثبتت الكثير من الدراسات أهمية تحديد قيمة المؤسسة وخاصة قياس قدرتها على البقاء والاستمرار، والتي تمثل أحد أهم الأهداف الاستراتيجية، حيث أكدت هذه الدراسات من أهم دوافع المساهمين في اتخاذ قرار الاستثمارية لحيازة الاسهم، هي المعلومات الخاصة بقيمة المؤسسة، حيث أنها تعبر عن مدى قدرتها على خلق تدفقات نقدية مستقبلية، ويعد مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة أحد أهم أدوات قياس قيمة المؤسسة، حيث عرفت هذه الأخيرة أنها عملية تحديد القيمة الجارية لأصول وخصوم المؤسسة في تاريخ معين من أجل تحديد القيمة العادلة، كما تم تحديدها بأنها عملية تحديد القيمة الاقتصادية لها طبقا للهدف الذي تسعى لتحقيقه وهو تعظيم القيمة المحققة لحملة الأسهم. (بن مراد، 2014، صفحة 99)

المبحث الثاني: تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية:

يُحظى الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية بأهمية كبيرة لدى الأطراف المختلفة ذات العلاقة المباشرة أو غير المباشرة بالمؤسسة نظرا لكونه يعكس الوضعية المالية لها ومدى قدرة المسيرين على استغلال الموارد المتاحة للمؤسسة بشكل مثالي لتحقيق نتائج جيدة، وأمام وجود العديد من الخيارات الاستثمارية يجد هؤلاء صعوبة في اختيار البديل المناسب ويعكس الأداء المالي لكل مؤسسة قدرتها على تحقيق أقصى ربح ممكن وتحقيق نتائج تسمح بتعظيم قيمتها مما يضمن تعظيم ثروة المساهمين.

المطلب الأول: أداء المؤسسة و العوامل المؤثرة فيه:

اختلف الباحثون حول مفهوم الأداء نظرا لكونه يحمل أبعاداً مختلفة مثل البعد الكمي، التنظيمي، الاجتماعي والاقتصادي، وفي مجال الإدارة كان للأداء مفهوم غامض ويعرف باستخدامه في الرقابة الإدارية، واستخدم مصطلح الأداء منذ أوائل القرن 19 بهدف قياس إمكانية الآلات بالاعتماد على مؤشرات معينة تعبر عن أداء الجهاز وقدرته على تحقيق الأهداف المرجوة من استخدامه، وهذا يمثل الأداء من الناحية الميكانيكية، وفي الجانب الرياضي تم استخدامه في منتصف القرن 19 من خلال قياس النتائج المحققة في سباقات الخيل، حيث يعبر عن زيادة الأهداف من خلال تحقيق نتائج أفضل عن طريق المنافسة.

بعدها تم التوسع في استخدام مصطلح الأداء ليشمل مجالات أخرى عديدة من بينها المجال الاقتصادي، ففي ظل البيئة الاقتصادية يحاول كل كيان اقتصادي الوصول إلى أهدافه أمام شدة المنافسة، لذلك تقوم فكرة الأداء على المقارنة بين الكيانات الاقتصادية لتحديد أي كيان حقق أهدافاً أكثر ونتائج أفضل.

وفي المجال الاقتصادي تعددت مفاهيم الأداء بتعدد آرائهم وهذا راجع إلى المعلومات المستخدمة في تحديد وقياس الأداء، ولقد قدم كل باحث مفهوماً له حسب وجهة نظره وتعددت الآراء ووجهات النظر حوله، لذلك لا يوجد مفهوم دقيق وشامل.

إلا أن الأداء في أي مؤسسة يركز على ثلاث نقاط أساسية هي أن:

- يعكس هدف المؤسسة؛

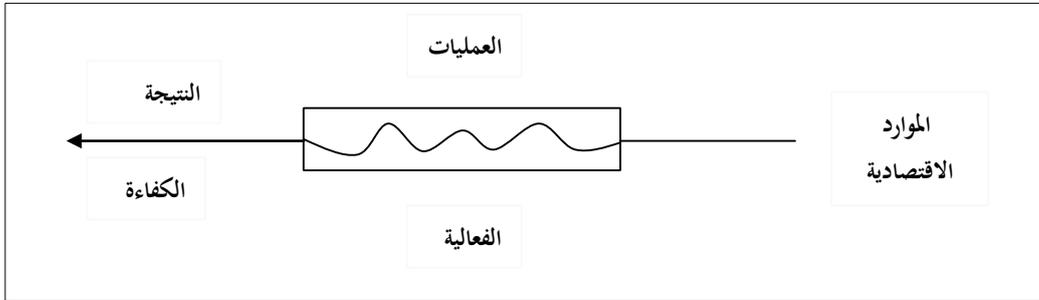
- يعكس الإنجازات المحققة من قبل الموارد التي استخدمتها المؤسسة؛

- يأخذ بعين الاعتبار البيئة المحيطة بالمؤسسة.

ويشير مصطلح الأداء (Performance) إلى مدى نجاح خطة العمل، وقد اختلفت الآراء حول مفهومه، إذ أشارت (A.Bourguignon) إلى أن الأداء يستخدم على نطاق واسع ولا يمكن إعطاء تعريف محدد له لكونه يحمل معاني متعددة يتضمن ثلاثة مفاهيم أساسية، ويمكن تعريفه على أنه تحقيق الأهداف بغض النظر عن طبيعتها ونوعها، ويمكن قياس الإنجازات من خلال النتيجة المحققة¹.

وأشار (H.Bouquin) إلى أن الأداء يضم مجموعة من العناصر الأساسية والتي يمكن توضيحها وفق الشكل التالي:

الشكل رقم (1-1): العناصر الأساسية للأداء



المصدر: (Angèle & Nicolas, 2010, p. 04)

من خلال الشكل رقم (1-1) نلاحظ أن الأداء هو القدرة على توفير الموارد بأقل تكلفة واستخدامها بكفاءة لتحقيق أعلى عائد وتحقيق ربحية إلى جانب رفع مستوى الإنتاجية وهما يمثلان الكفاءة، في حين تظهر الفعالية من خلال تقدير الأهداف المحققة. (صيفي و بن عمارة، 2015، الصفحات 33-31)

وفي هذا السياق يرى (Steers) أن مفهوم الأداء يرتبط بالأبحاث والدراسات المتعلقة بالمؤسسة لذلك حاول العديد من الباحثين شرح مفهوم الأداء التنظيمي، إلا أنه لا يوجد إجماع على تعريف الأداء أو كيفية قياسه، وارتبطت العديد من مفاهيم الأداء بالكفاءة والإنتاجية إلى جانب مراكز الأفراد ومهامهم في المؤسسة.

وبالمقابل أشار (voyer) إلى أن الأداء مفهوم شامل وهناك صعوبة في تحديده بدقة نظرا لكونه متعدد الأبعاد، ولتحديده يجب الإشارة إلى مجموعة العوامل المتحركة فيه، وهو يعتبر أن قياس الأداء أمر أساسي لأي منظمة من أجل تحديد مدى تقدمها نحو تحقيق الأهداف المسطرة، ومن خلال كل ذلك يظهر أن الأداء قد يأخذ مفاهيم مختلفة إلا أنه يمكن وضع تعريف له مع الأخذ بعين الاعتبار سلسلة أو مجموعة من العوامل المرتبطة به، ويمكن اعتباره القيمة المضافة إلى الحالة الأولية بمعنى تحسين الخدمة أو رفع جودة الخدمة مثلا، إلى جانب تحقيق الحد الأدنى من الأهداف المرغوب فيها، أو بلوغ الحد الأقصى من الأهداف غير المرغوب فيه مثل تقليل الوقت الضائع في الإنتاج أو الأخطاء أو خفض التكاليف كما أنه قد يشير إلى الفعالية والكفاءة.

ومن الناحية النظرية يرى كل من (Gosselin et Murphy) أنه يمكن تقديم مفهوم واضح للأداء على أساس سير العمل وطريقة تنفيذه وبالتالي فهو قياس لمستوى الإنجاز، أما (Lorino) فأشار إلى أن الأداء يحدد مدى قدرة المؤسسة على خلق ثروة، حيث تقوم المؤسسة باستهلاك مجموعة من الموارد من أجل خلق منافع، وبالتالي فالأداء يتمثل في النسبة بين قيمة الموارد المستهلكة (مختلف التكاليف المرتبطة بنشاط المؤسسة) وقيمة الفوائد الناجمة عن استخدام هذه الموارد.

في حين يرى (Saucier) أن مستوى الأداء يتحدد باستخدام مجموعة من التدابير وهو عملية قياس العلاقة بين النتائج المحققة والوسائل المستخدمة، ويتم الاعتماد على مجموعة من المعايير من أجل تحديد مدى قدرة المؤسسة على تخصيص الموارد وينطوي الأداء على كيفية تنفيذ الأنشطة بفعالية وكفاءة.

المطلب الثاني: تقييم الأداء المالي وأهميته في المؤسسة:

1. مفهوم الأداء المالي:

- تعتبر عملية تقييم الأداء كعملية استخدام المنطق وأساليب التقييم الموضوعية للحكم على الإنجازات المحققة بعد تنفيذ النشاطات والمشاريع المختلفة، وهذا بهدف التأكد من أن ما تم إنجازه من أعمال ونتائج يفوق التكلفة المستغرقة للوصول إلى هذه النتائج والأعمال.
- تقييم الأداء هو فحص تحليلي انتقادي شامل لخطط وأهداف وطرق التشغيل واستخدام الموارد بهدف التحقق من كفاءة واقتصادية الموارد واستخدامها بشكل أفضل وكفاء، بحيث تؤدي إلى تحقيق الأهداف والخطط المسطرة، وتعرف أدوات تقييم الأداء بأنها الوسائل التقنية والعمليات التي يمكن من خلالها تقييم الأداء بالاعتماد على طرق ومؤشرات معينة. (جاء الله، 2009، صفحة 106)
- ويمكن تعريف تقييم الأداء على أنه عملية قياس نتائج المؤسسة في ضوء معايير محددة مسبقا، كما ينظر إليها على أنها تقييم نشاط المؤسسة في ضوء ما توصلت إليه من نتائج في فترة مالية معينة، فهي تهتم أولا بالتأكد من مدى تحقق الأهداف المحققة مسبقا، وثانيا بكفاءة المؤسسة في استخدام إمكانياتها ومواردها المتاحة. وهو عملية مقارنة الأداء الفعلي باستخدام مؤشرات محددة من أجل الوقوف على النقص أو القصور في الأداء لاتخاذ القرارات اللازمة لتصحيح الانحرافات وغالبا ما يتم ذلك عن طريق مقارنة الأداء الفعلي بما هو مطلوب. (عشي، 2002)

- ويعتبر تقييم الأداء عملية إدارية تشمل مجموعة من الإجراءات التي تتخذها المؤسسة بهدف التأكد من استخدام الموارد والإمكانات المتاحة يتم بشكل كفء وفعال طبقاً للمعايير المحددة.

2. أهداف تقييم أداء المؤسسة:

تعتبر أهداف المؤسسة هي العنصر الأساسي الذي يتم على أساسه تقييم أداء المؤسسة بالنظر إلى ما تم تحقيقه وإنجازته من هذه الأهداف، ومن بين أهم ما تسعى المؤسسة إلى تحقيقه من أهداف مالية ما يلي:

1.2 السيولة واليسر المالي: تعتمد المؤسسة في تحديد قدرتها على مواجهة التزاماتها قصيرة المدى على السيولة المالية، وهي تمثل قدرتها على تحويل الأصول المتداولة إلى أموال في أقصر وقت ممكن، فنقص السيولة وعدم كفايتها لا يسمح للمؤسسة بالوفاء بالتزاماتها ومواجهتها، ويؤدي إلى الإضرار بثلاثة مصالح هي:

- **المؤسسة:** حيث تحد السيولة من تطور المؤسسة، فنقص السيولة يمنع المؤسسة من استغلال الفرص المتاحة.
- **الدائنون:** ويؤدي نقص السيولة إلى تأخر المؤسسة عن تسديد ديونها مع الموردين والمقرضين؛
- **العملاء:** قد يؤدي نقص السيولة إلى انتقال المؤسسة من حالة اليسر المالي إلى العسر المالي، وهو ما يعقد علاقة المؤسسة مع عملائها وهو ما يؤدي إلى تغير شروط تسديد العملاء.

أما الملاءة المالية فتمثل قدرة المؤسسة على مواجهة تواريخ استحقاق ديونها الطويلة والمتوسطة الأجل، حيث يعتبر العسر المالي من أكثر المخاطر التي قد تؤثر على نشاط المؤسسة، لذا هي غالباً ما تسعى إلى تحقيق حد أدنى من السيولة كهامش أمان لمواجهة التزاماتها. (بن ساسي و قريشي، 2011، صفحة 14)

2.2 التوازن المالي: من بين أهم الأهداف التي تسعى المؤسسة إلى تحقيقها والحفاظ عليها هي التوازن المالي، وهو ما يظهر من خلال قدرة المؤسسة على الموازنة بين هدفين هما هدف الملاءة والربحية، ويمثل التوازن المالي في لحظة معينة التوازن بين رأس المال الثابت والأموال الدائمة التي تسمح بالاحتفاظ به، وهو ما يتطلب المعادلة بين المدفوعات والتحصيلات، ومن خلاله يتضح أنه يجب تمويل رأس المال الثابت عن طريق الأموال الدائمة، فالتوازن المالي يساهم في توفير السيولة واليسر المالي.

3.2 المردودية: وهي هدف أساسي للمؤسسة، وتعرف المردودية على أنها الارتباط بين النتائج والوسائل التي تستعمل في تحقيق هذه النتائج، وهي تحدد مدى مساهمة رأس المال المستثمر في تحقيق النتائج المالية.

والمردودية كمفهوم عام دليل على قدرة المؤسسة على تحقيق نتائج، باعتمادها على مجموعة من الوسائل تتمثل في: (بن ساسي و قريشي، 2011، صفحة 267)

- **رأس المال الاقتصادي:** وهو ما يعكس المردودية الاقتصادية والتي تقيس مدى مساهمة الأصول الاقتصادية في تكوين نتيجة الاستغلال، أي مساهمة كل وحدة نقدية مستثمرة كأصول في تكوين نتيجة الاستغلال حيث:

$$\text{معدل المردودية الاقتصادية} = \text{نتيجة الاستغلال} / \text{الأصول الاقتصادية}$$

- **رأس المال المالي:** والذي يعكس المردودية المالية التي تحدد مستوى مشاركة الأموال الخاصة في تحقيق نتائج صافية تسمح للمؤسسة باستعادة ورفع حجم الأموال الخاصة حيث أن:

مردودية الأموال الخاصة = النتيجة الصافية/الأموال الخاصة.

4.2 تعظيم قيمة المؤسسة: ونلاحظ أنه كلما استطاعت المؤسسة تحقيق نتائج بشكل مستمر كلما تراكمت لديها النتائج وتكونت فوائض مالية موجبة فتشكل ما يسمى بثروة المؤسسة، ولكي تصل المؤسسة إلى تعظيم قيمتها يجب أن تكون لديها قدرة على تحقيق مردودية مستقبلية كافية.

وتختلف عملية تقييم الأداء باختلاف توقعات المستفيد من هذا التقييم فالمقترضون يحرصون على معرفة مستويات السيولة للتأكد من قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها، بالمقابل يهتم المساهمون بمؤشرات الربحية، إلا أن المحللين الماليين هدفهم معرفة كل ما يتعلق بنشاط المؤسسة من أجل الحصول على صورة واضحة حول المؤسسة لتحقيق أكبر قدر من العوائد، وعلى الرغم من اختلاف الأهداف بين هؤلاء الأطراف يعتبر تقييم الأداء عملية يتم من خلالها التأكد من استخدام الموارد المتاحة لدى المؤسسة بشكل كفء. (علاء عبد الحسين و عدي صفاء الدين، 2012، صفحة 144) إذا من خلال ما سبق يمكن القول بأن تقييم الأداء هو الحكم على كفاءة المؤسسة من خلال مقارنة فعاليات التنفيذ في نهاية فترة معينة بما كان ينبغي تحقيقه من أهداف، ثم استخراج الانحرافات لاتخاذ الإجراءات التصحيحية.

المطلب الثالث: مؤشرات الأداء المالي.

تعتبر عملية قياس الأداء المالي أمر مهم بالنسبة للمؤسسة الاقتصادية ولقد أشارت العديد من الدراسات إلى أن المقاييس المحاسبية التقليدية للأداء تعتمد على بيانات تاريخية ولا توفر مؤشراً كافياً للأداء المستقبلي كما أنها لا تأخذ بعين الاعتبار العناصر غير الملموسة في تحديد قيمة المؤسسة وهو ما أدى إلى ظهور مؤشرات أخرى حديثة.

1. نموذج ديون Dupont 1920 .:

نموذج ديون من بين أهم النماذج التي تستخدم في قياس الأداء المالي، وتم استخدام هذا النموذج من قبل المستثمرين من أجل تحديد أداء المؤسسة، إذ يعتمد في الأساس على المقارنة بين أداء المؤسسات التي تنتمي إلى قطاع معين أو صناعات مماثلة من خلال قياس العائد على حقوق الملكية ROE والعائد على الأصول ROA من خلال معادلة (Dupont) التي أسسها (Donald Brown) في بداية القرن العشرين سنة 1915 ويمثل هذا النموذج تحليل يعتمد على قياس العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية. (صيفي و بن عمارة، 2015، صفحة 10)

1.1 العائد على حقوق الملكية (ROE):

هو مفهوم مشتق من مؤشر التحليل المالي ديون (Dupont) وهو يهدف أسلوب التحليل المالي يحدد العوامل التي تؤثر في ربحية المؤسسة وفق أبحاث (Ball and Brown).

واقصر هذا النموذج في بداية الأمر على نسبتين أساسيتين الأولى تعبر عن كفاءة الإدارة بتحقيق الأرباح وهي نسبة النتيجة الصافية لإجمالي الإيرادات، والثانية عن كفاءة الإدارة في استخدام أصولها وهي نسبة الإيرادات للأصول، وفي سنة 1970 تم إضافة نسبة ثالثة هي نسبة إجمالي الأصول لحقوق الملكية وهي أحد النسب الهيكلية.

ووفقاً لما قدمه (Penman) في دراسته حول إجراءات التقييم المحاسبي لمعدل العائد يرى أن معدل العائد على حقوق الملكية يعتبر مؤشراً أساسياً في تحليل النسب التقليدية، ويستخدم في تقدير الربحية، وعلاوة على ذلك، عندما يتم

تقسيم العائد على حقوق الملكية إلى مكوناته فإن تحليل التغيرات في كل عنصر يسمح بتقدير التغيرات المستقبلية في العائد على حقوق الملكية.

ويمثل مؤشر العائد على حقوق الملكية نظام تقييم شامل يحدد التغيرات في عناصر الإدارة الأساسية مثل الإنفاق والاستثمار والأصول ورأس المال، ويتعلق تحليل العائد على حقوق الملكية بنسبة النتيجة الصافية إلى الإيرادات ويمكن من خلاله قياس معدل دوران الأصول أي منفعة الأصول ومضاعف حقوق الملكية وكفاءة التكاليف من خلال نسبة النتيجة الصافية إلى تحليل الإيرادات ومدى كفاءة الاستثمار في الأصول من خلال مجموع معدل دوران الأصول.

(صيفي و بن عمارة، 2015، صفحة 10)

العائد على حقوق الملكية (ROE) = هامش الربح (PM) x معدل منفعة الأصول (AU) x مضاعف حقوق الملكية (EM)، وفي دراسته حول إعادة هيكلة صناعة الطاقة الكهربائية والعائد على حق وق الملكية قام (Won) بدراسة حالة شركة الطاقة الكهربائية الكورية من خلال تحديد العناصر أو التركيبات الأساسية لمعدل العائد على حقوق الملكية كما يلي حيث:

هامش الربح (PM) = النتيجة الصافية \ إجمالي الإيرادات؛

منفعة الأصول (AU) = إجمالي الإيرادات \ إجمالي الأصول؛

مضاعف حقوق الملكية (EM) = إجمالي الأصول \ حقوق الملكية.

فالعائد على حقوق الملكية هو مؤشر يقيس ربحية الاستثمار ويستخدم لقياس مدى نجاح الإدارة في المؤسسة، ويتم حسابه بنسبة العائد إلى صافي الدخل وحقوق الملكية ورأس المال المستثمر والتي تحسب الزيادة في القيم المكتسبة لسنة معينة ويتم حساب هذا المؤشر وفق العلاقة التالية: (صيفي و بن عمارة، 2015، صفحة 12)

العائد على حقوق الملكية (ROE) = النتيجة الصافية \ حقوق الملكية

2.1 العائد على الأصول (ROA):

هو مؤشر يقيس فعالية استخدام المؤسسة لأصولها في توليد الأرباح، ويتم احتسابه من خلال قسمة صافي الربح بعد الضرائب على إجمالي الأصول أو الموجودات وتعبّر هذه النسبة عن كفاءة المؤسسة في تشغيل أصولها على أساس الأرباح المتولدة من إجمالي الأصول، ويتحدد مؤشر العائد على الأصول بمؤشرين هما: (قريشي، 2005، صفحة 91)

- هامش الربح الذي يعكس مدى كفاءة المؤسسة في إدارة ومراقبة التكاليف؛

- منفعة الأصول ويعرف باستعمال الأصول وهو يدل على الاستغلال الأفضل للأصول (إنتاجية الأصول).

و بناءا عليه، يكون: العائد على الأصول = (النتيجة الصافية \ إجمالي الإيرادات) x (إجمالي الإيرادات \ إجمالي الأصول)، وبالتالي:

العائد على الأصول (ROA) = النتيجة الصافية \ إجمالي الأصول

وتعتبر المؤسسة ذات كفاءة في حال كانت لها فعالية في استخدامها لأصولها من خلال تحقيق أرباح متناسب مع الأصول الإجمالية لديها، وبالتالي تساهم في إنشاء قيمة وثروة للمساهمين.

2. العائد على الاستثمار (ROI)

ظهر هذا النموذج على يد (Jack Phillips) الذي قام بإجراء تعديلات على النموذج الأساسي الذي قدمه (Donald Kirkpatrick) سنة والذي عرف باسمه (Model Kirkpatrick) وهو الإطار الأساسي الذي اعتمد عليه (Phillips)، وأضاف إليه مستوى آخر من التحليل ليتكون بذلك من خمسة مستويات للتحليل كلها مترابطة ومتتابعة. ويرى (Harris) أنه لا توجد صيغة يتم الاعتماد عليها في حساب (ROI) ومن الصعب جمع وتتبع البيانات التي تسمح بتقديم نتائج ذاتية جيدة وعلمية، والحصول على هذه البيانات قد يستغرق وقتاً طويلاً وهذا وفق ما قدمه (Parry)، إلا أن هذا لا يمنع من أن إيجابيات تقييم التكلفة مقابل الفوائد تفوق سلبياتها.

كما يشير إلى أن قياس الجودة أمر أساسي لتوقع الربحية، وحساب (ROI) يعزز تبريرات الميزانية الحالية والمستقبلية ويساعد على أفضل اختيار لبرامج التدريب والتخطيط وتتبع التكاليف، والتنبؤ بالإيرادات على أساس تحسين الخدمة واختيار المنتجات.

ويرى (Lusch) وآخرون أنه في ظل استخدام المؤسسة للأصول الملموسة وغير الملموسة تحتاج إلى استخدام مؤشر العائد على الاستثمار، والذي يتألف من ثلاثة عناصر أساسية هي العائد على الأفكار، العائد على المعلومات، العائد على رأس المال المستثمر. (Robert, Michael, & Cheri, 1998, p. 715)

ويمكن من خلال هذا المؤشر معرفة معدل العائد الناجم من الأموال المستثمرة بربطها بالنتيجة الصافية، وهو يهدف إلى تحليل ثلاثة تأثيرات أساسية هي تسيير الهوامش، تسيير الأصول، والمبيعات.

ويحظى هذا المؤشر بأهمية كبيرة لكونه يأخذ في الحسبان الأداء الكلي للمؤسسة، كما أنه يقدم معلومات تتعلق بمرودية الأصول الموجودة لدى المؤسسة والاستثمارات الجديدة، كما أنه يسمح بالمقارنة بين مراكز المسؤولية وبين المؤسسات التي تنتمي لنفس القطاع، إلا أنه بالمقابل لقي عدة انتقادات حيث لا يمكن اعتبار أن المردودية هي الهدف الوحيد الذي تسعى المؤسسة إلى تحقيقه (هوارى، 2009، صفحة 57).

ويمكن حساب العائد على الاستثمار كما يلي:

$$\text{العائد على الاستثمار ROI} = \frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{رأس المال}}$$

3. القيمة السوقية المضافة (MVA) :

تعتبر القيمة الاقتصادية المضافة مقياساً للأداء الداخلي حيث يرى (Stewart) بأنها تمثل الفرق بين الإيرادات التشغيلية الصافية للمؤسسة بعد خصم الضرائب وتكلفة رأس المال المتكونة من الأموال الخاصة والديون، في حين تمثل القيمة السوقية المضافة مقياساً خارجياً للأداء يمكن تعظيمه بالاعتماد على المقياس الداخلي للأداء المتمثل في القيمة الاقتصادية المضافة التي تعتبر إلى جانب ذلك أسلوباً يرتبط بشكل مباشر مع عملية خلق القيمة للمساهمين مع مرور الوقت، وهي ثاني مؤشر قدمته شركة (Stewart) لتقييم الأداء، وهي تمثل القيمة السوقية التي تكون أعلى من القيمة الدفترية. (هوارى، 2009، صفحة 57)

وتعتبر القيمة السوقية المضافة أفضل مقياس لأداء المؤسسة، وهي تمثل مقياساً تراكمياً لأداء المؤسسات وتمثل تقييم لسوق الأوراق المالية، من خلال احتساب القيمة الحالية الصافية لجميع المشاريع السابقة والمتوقعة للمؤسسة، فالمؤسسة تخلق قيمة في حال كانت $MVA > 0$ وذلك إذا كانت القيمة السوقية لرأس المال تفوق رأس المال المستثمر، وفي حال كانت $MVA < 0$ سلبية أي $MVA < 0$ فإن هذا يثبت أن التوقعات غير صائبة بشأن قدرة الإدارة على الاستخدام الفعال لرأس المال. (Andreea Paula, p. 54)

كما تعرف على أنها المقياس التراكمي لعوائد رأس المال ويتم قياسها بالاعتماد على طريقتين:

- طريقة الفرق بين القيمة السوقية والقيمة الدفترية: (بحري، 2012، صفحة 17)

القيمة السوقية المضافة = القيمة السوقية لممتلكات المؤسسة - القيمة الدفترية لممتلكات مؤسسة وتمثل قيمة المؤسسة في مجموع قيمة الديون وقيمة حقوق الملكية، وفي حال افتراض تكافؤ القيمة السوقية والدفترية للديون تصبح: القيمة السوقية المضافة = القيمة السوقية لحقوق الملكية - القيمة الدفترية لحقوق الملكية

ويتم حساب القيمة السوقية لحقوق الملكية بضرب السعر السوقي في عدد الأسهم، في حين أن القيمة الدفترية لحقوق الملكية تحتاج إلى تعديلات حتى تعكس القيمة الاقتصادية الحقيقية للأصول.

- طريقة خصم القيمة الاقتصادية المضافة المستقبلية: (هواري، 2009، صفحة 62)

$$MVA = \sum_{t=1}^n * \frac{EVA_t}{(1+k)^t}$$

حيث:

EVA: تمثل القيمة الاقتصادية المضافة للسنة t ؛

K: تمثل المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال في السنة t.

وتمثل القيمة السوقية المضافة هنا مجموع القيم الحالية للقيمة الاقتصادية المضافة المتوقعة وهنا بإمكان المؤسسة أن تستفيد من العلاقة المباشرة ما بين القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة الحالية في تحديد رأس المال .

4. القيمة النقدية المضافة (CVA):

في مجال التمويل، أصبحت المؤسسات تهتم بقياس أدائها وتحليل مختلف العوامل التي تؤثر في نشاطها، ويرى العديد من الباحثين أن أداء المؤسسة يتوقف على خلق القيمة لذلك يجب اختيار المؤشر المناسب الذي يحدد قيمة المؤسسة بدقة، وترتبط قيمة المؤسسة بمجموعة من العوامل من بينها حجم الاستثمارات، والتدفق النقدي وتكلفة رأس المال.

وتتحكم هذه العوامل في تحديد التدفقات النقدية المخصصة والهدف من ذلك هو تحديد قدرة المؤسسة على وضع وتنفيذ استراتيجيات واستثمارات تساهم في رفع قيمة حقوق المساهمين، وتعتبر المقاييس التقليدية المحاسبية غير كافية لقياس أداء المؤسسات في ظل كفاءة رأس المال والتي تتطلب تخصيص رأس مال المؤسسات بدقة أكبر، وبالتالي يجب إيجاد نموذج يسد الفجوة بين قياس الأداء التاريخي وتقييم الاستثمارات من أجل اتخاذ قرارات استراتيجية أفضل ويعتبر

مؤشر القيمة النقدية المضافة من بين المؤشرات التي تعتمد على منظور القيمة، ونلاحظ أن إدارة خلق القيمة نهج أساسي لتوجيه صنع القرار داخل المؤسسة في ظل سعيها لتحقيق عوائد تفوق تكلفة الاستثمار.

(Hejaz & Maleki Oskoue, 2007, p. 32)

إن القيمة النقدية المضافة (CVA) تصميم بسيط جدا يشمل فقط العناصر النقدية أي الأرباح قبل الفوائد والضرائب (EBIT) وحركة رأس المال العامل والاستثمارات غير الاستراتيجية، ومجموع العناصر الـ 03 هو التدفق النقدي من العمليات التشغيلية (OCF) ويتم مقارنته مع متطلبات التدفق النقدي أو "الطلب على التدفق النقدي من العمليات التشغيلية (OCFD) والذي يمثل التدفقات النقدية اللازمة لتلبية المتطلبات المالية للمستثمر على الاستثمارات الاستراتيجية للمؤسسة أي تكلفة رأس المال.

وبدلاً من قياس تكلفة الفرصة البديلة لرأس المال المستثمر من حيث النسبة المئوية تقيس القيمة النقدية المضافة تكلفة الفرصة البديلة لرأس المال المستثمر من حيث النقدية، ويمثل الفرق بين التدفق النقدي التشغيلي (OCF) والطلب على التدفق النقدي من العمليات التشغيلية (OCFD) وهي تقدير جيد للتدفقات النقدية الناتجة أو المحققة من نشاط المؤسسة.

وتعتبر القيمة النقدية المضافة من بين المقاييس التي تعرف ضمن نظام الإدارة المبنية على القيمة، وهي نموذج يقوم بتصنيف الاستثمارات إلى نوعين استثمارات استراتيجية تهدف إلى خلق قيمة مضافة للمساهمين، واستثمارات غير استراتيجية وهي التي جعلت من أجل الحفاظ على قيمة الاستثمارات الاستراتيجية، وهذه الأخيرة تشكل قاعدة رأس المال في نموذج القيمة النقدية الصافية بسبب المتطلبات المالية للمساهمين التي يجب أن تستمد من مشاريع المؤسسة، ويتم حساب قاعدة رأس المال في نموذج من (CVA) من خلال تحديد (OCFD) من كل استثمار استراتيجي.

(Weissenrieder, 1997, p. 05)

ويعرف هذا المؤشر أيضاً بالتدفق النقدي المتبقي، حيث يمثل التدفق النقدي الصافي بعد طرح تكلفة رأس المال ويتم حساب التدفقات النقدية المعدلة لتحديد التدفق النقدي بدقة أكثر لذلك يتم إجراء مجموعة من التعديلات، مثل التعديلات التي تتعلق بنفقات البحث والتطوير، ويتم خلق قيمة مضافة في حال كانت قيمة التدفق النقدي المتبقي موجبا. (مسعي، 2009، صفحة 17)

5. القيمة المضافة للمساهم (SVA)

ترتبط المعايير والمقاييس الجديدة للأداء ارتباطاً وثيقاً بقيمة حقوق المساهمين ولقد ظهرت المقاييس المبنية على القيمة لتحسين معايير الأداء الشاملة والتقييم في حساب تكلفة رأس المال، ومن بين هذه المقاييس الحديثة نجد نموذج القيمة المضافة للمساهم (SVA) والتي وصفها (Rappaport) على أنها إجراء لقياس قيمة حقوق المساهمين، وتعتبر أداة لتقييم أداء الإدارة على أساس القيمة وهي مرتبطة باستخدام نموذج التدفقات النقدية المخصومة. وفي ظل البيئة التنافسية أصبحت المؤسسات تسعى إلى تعظيم تدفقاتها النقدية وخلق قيمة من خلال الاستخدام الكفء للموارد والحفاظ على مصادرها المختلفة، وذلك من خلال وضع استراتيجية تسمح لها بتحقيق ذلك.

إلى جانب ذلك، فإن تعظيم المؤسسة لقيمتها يؤدي إلى خلق قيمة للمساهمين وهذا يظهر من خلال قدرتها على تنفيذ استراتيجيتها مع التحكم في المخاطر المرتبطة بها، وهناك طريقتان يمكن للمؤسسة من خلالها خلق قيمة للمساهمين:

- الاستخدام الكفء للأصول؛

- النمو من خلال الاستثمار في المشاريع التي تتوقع أن تحقق عائد يزيد عن تكلفة رأس المال.

وتقوم الفكرة الأساسية لـ (Mahmoud Samadi) وآخرون على أنه يجب تحقيق عائد أعلى يمكن من خلال الاستثمار في الأصول التي لها نفس مستوى المخاطر، وتحقيق عائد على رأس المال يفوق تكلفته، ورجحية المؤسسة قد لا تؤدي بالضرورة إلى خلق قيمة وفي كثير من الحالات هناك مشاريع مربحة لكنها تدمر قيمة المؤسسة مع مرور الوقت. (صيفي و بن عمارة، 2015، صفحة 20)

المبحث الثالث: الدراسات السابقة.

سنعرض في هذا المبحث مجموعة من الدراسات السابقة التي تناولت موضوع القيمة الاقتصادية المضافة وتقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية، حيث سنخصص المطلب الأول للدراسات باللغة العربية والمطلب الثاني سنتناول الدراسات باللغة الأجنبية أما المطلب الثالث فنخصصه للمقارنة بن هاته الدراسات وما ميز دراستنا عنها.

المطلب الأول: الدراسات السابقة باللغة العربية

1. دراسة سيمير الرواشدة 2006

هذه الدراسة بعنوان : العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والمقاييس الأداء التقليدية و عوائد الأسهم و هي عبارة على رسالة ماجستير، جامعة عمان تحت عنوان " العلاقة بن القيمة الاقتصادية المضافة ومقاييس الأداء التقليدية بعوائد كانت تهدف الدراسة إلى اختبار العلاقة بين المقاييس (ROA)(EBS)(ROE)(CFO) كمتغيرات مستقلة، وعوائد الأسهم (RS) كمتغير تابع، بالإضافة إلى اختبار العلاقة بن القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) و عوائد الأسهم (RS) لتحديد هذه العلاقة تمحورت الدراسة على مجموعة من الشركات الأردنية الصناعية مدرجة ببورصة عمان للأوراق المالية خلال فترة الدراسة (1998-2004)، وقد أعتمد الباحث على نماذج الارتباط والانحدار لاختبار فرضيات الدراسة من خلال برنامج (SPSS). وخلصت الدراسة إلى أن مقاييس الأداء التقليدية هي الأكثر ارتباطا وتفسيرا للاختلاف في عوائد الأسهم، باستثناء مؤشر التدفقات النقدية من العمليات التشغيلية حيث لا يوفر أي معلومات إضافية لتفسير الاختلاف في العوائد بالإضافة إلى أن علاقة مقاييس الأداء التقليدية باستثناء التدفقات النقدية من العمليات التشغيلية بعوائد الأسهم أكبر من علاقة القيمة الاقتصادية المضافة بعوائد الأسهم، والقيمة الاقتصادية المضافة لا تتفوق على مقاييس الأداء التقليدية في تفسير الاختلافات في عوائد الأسهم.

2. دراسة عبد الرؤوف صديقي 2013

هذه الدراسة بعنوان: "إسهامات مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في قياس وتقييم الأداء المالي بالمؤسسة الاقتصادية" هي عبارة على مذكرة استكمال متطلبات شهادة الماستر، جامعة ورقلة، دراسة حالة المؤسسة الوطنية لخدمات الآبار (ENSP) خلال الفترة (2009-2012).

تهدف هذه الدراسة البحث عن أفضل مؤشر من بين مؤشرات الأداء المالي أي المؤشرات التقليدية العائد على حقوق الملكية (ROE) والعائد على المبيعات (ROS) والعائد على الاستثمار (ROI) ومؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)، مع اختلاف مؤشر (EVA) عن المؤشرات التقليدية حيث قام الباحث بإظهار (EVA) (MVA) كمتغيرات تابعة و (ROA) (ROE) (ROI) كمتغيرات مستقلة و خلصت هذه الدراسة لوجود علاقة طردية بين (BFR) (MVA) و (EVA) بدرجة تفسيرية عالية مع وجود علاقة عكسية مع (CMPC)، كما أن هناك علاقة عكسية بين (ROE) (ROA) و (MVA).

3. دراسة حسنية صيفي

هذه الدراسة بعنوان " قياس الأداء المالي باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة، هدفت هذه الدراسة إلى معرفة مدى مساهمة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في قياس الأداء المالي، وذلك من خلال تحليل القدرة التفسيرية لمؤشرات تقييم الأداء التقليدية (EPS-CFO-ROA-ROE)، والمؤشران الحديثان (EVA & MVA) كمتغيرات مستقلة، وعائد السهم (TSR) متغير تابع، تمت الدراسة على عينة مكونة من 40 شركة مدرجة في سوق باريس للأوراق المالية، للفترة (2008-2013)، وذلك باستعمال مصفوفة الارتباط ونموذج الآثار الجمعية، الثابتة ونموذج الآثار العشوائية، وذلك بالاعتماد على أسلوب التحليل المقطعي للبيانات، عن طريق استخدام برنامج التحليل الإحصائي EViews، خلصت الدراسة إلى أن مؤشر القيمة السوقية المضافة له أكبر قدرة على تفسير عوائد الأسهم، كما أظهرت النتائج عدم وجود دلالة إحصائية لمؤشرات الاداء التقليدية في تفسير عوائد الأسهم باستثناء مؤشر العائد على حقوق الملكية.

4. دراسة هوارى سويسي 2010 .

هذه الدراسة بعنوان: دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، الجزائر، (2009-2010) تهدف هذه الدراسة في مجملها إلى رفع و تقييم الأداء للمؤسسة والكشف عن مستواها، من خلال قياس مؤشرات الأداء المبنية على القيمة، في الجانب حيث تناول هذه المؤشرات بالدراسة والتحليل من خلال تتبع السياق التاريخي لتطورها في الفكر الاقتصادي، واعتمد في ذلك على المنهج الوصفي ممزوج بالمنهج المقارن، أما الجانب الثاني تطرق إلى مؤشرات الأداء الحديثة و التي تركز على مفهوم خلق القيمة وهي مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) وأستنتج إنما هيا تطور لمفهوم الربح المتبقي من خلال إدراج التكلفة الوسطية المرجحة، كذلك مؤشر القيمة السوقية المضافة هي كذلك انعكاس لمفهوم القيمة الحالية الصافية في النظرية المالية ويرى الباحث في الأخير أن ما تم إضافته لنموذجين هو قيامهما بإجراء تعديلات و اقتراحات تترجم المفاهيم النظرية لواقع القيمة ومؤشرات التقليدية وتم إستخدام برنامج (EViews) وتم الوصول إلى أن مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة له القدرة على تفسير القيمة السوقية وهو يتفوق على مؤشرات الأداء التقليدية، لكن مقارنة بمؤشر القيمة السوقية المضافة كانت قدرته أكبر على تفسير العوائد للأسهم.

5. إكرام عبد الرحمن فلاته 2010

هذه الدراسة بعنوان: قياس العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والعائد على الأسهم في شركات المساهمة السعودية، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد والإدارة، جامعة الملك عبد العزيز، المملكة العربية السعودية، هدفت هذه الدراسة على اختبار العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والعائد على السهم لقياس التنبؤ بعوائد للأسهم مستقبلاً، وركزت هذه الدراسة على مفهومي القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة والعلاقة بينهما، كذلك المقارنة بين المؤشرات الاقتصادية والمؤشرات المحاسبية من حيث القدرة على التنبؤ بالعوائد للأسهم المستقبلية، ومن أجل توصل لهذه النتائج تمت على عينة مكونة 96 شركة مساهمة مدرجة في سوق السعودية لفترة (2007-2009) وأختار مؤشر (ROE) (ROI) لمقارنتها مع المؤشرات الاقتصادية والتي كانت (MVA) (EVA)

حيث تم اختبار الفرضيات باستخدام نموذج الانحدار الخطي وغير خطي، وتوصلت إلى أن المعادلة غير خطية لها قدرة أكبر على تحديد العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة و عوائد الأسهم أظهرت النتائج بأنه يوجد على ارتباط ذات دلالة إحصائية بين القيمة السوقية المضافة والقيمة الاقتصادية المضافة أثبت جميع المؤشرات قدرتها على تنبؤ بعوائد الأسهم إلا أن مؤشرات الاقتصادية كانت أكثر تنبؤاً أثبتت الدراسة على أن مؤشر القيمة السوقية المضافة تفوق على جميع المؤشرات على تنبؤ بعوائد الأسهم المستقبلية

6. دراسة أشرف الشرفاوي 2004

هذه الدراسة بعنوان: العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والعائد على الأسهم في الشركات السعودية المساهمة، كلية التجارة، جامعة القاهرة، مصر، 2004، يهدف هذا البحث لدراسة العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة وعوائد الأسهم، كما يتناول تحليل مدى قدرة السياسات الاستثمارية المعتمدة على مقياس القيمة الاقتصادية المضافة في تحقيق عوائد غير عادية، بالمقارنة بالسياسات الاستثمارية المعتمدة على المؤشرات المحاسبية، وقد تم إجراء الدراسة العملية باستخدام بيانات أسهم 48 منشأة تمثل المنشآت الأكثر نشاطاً المسجلة في سوق الأوراق المالية بمصر، وذلك عن فترة 3 سنوات ونصف بداية من 2000 وحتى منتصف 2003 وقد أظهرت نتائج الدراسة على صحة المزاعم النظرية بوجود علاقة بين أسعار الأسهم والقيمة الاقتصادية المضافة، كما أظهرت النتائج أن تصميم سياسات استثمارية بالاستناد على مقياس القيمة الاقتصادية المضافة لا يؤدي إلى تحقيق عوائد غير عادية بالمقارنة بمتوسط العوائد المحققة بالسوق.

المطلب الثاني: الدراسات باللغة الأجنبية

1. دراسة Jeffrey M. Bacid and other 1997

هدف هذه الدراسة تقييم مقاييس الأداء من خلال منظور خلق قيمة المساهمين، ولقد حاول الباحثان من خلال دراستهما عن مدى قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة للعوائد غير الطبيعية إلى جانب إعداد أفضل مقياس لأداء مقارنة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة، ومن أجل تحقيق هدف الدراسة من استخدام قاعدة بيانات

Stern Stewart ولقد تم اختيار عينة تتكون من 600 مؤسسة عشوائيا، ولقد تمثلت متغيرات الدراسة في مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة، القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة، العائد على حقوق الملكية. ولقد أظهرت نتائج الدراسة تفوق مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة على باقي المؤشرات في التنبؤ بعوائد الأسهم، كما أنه يتفوق إحصائيا على مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة.

2. دراسة Habibollah Nakhaei 2013

هدف الباحث من خلال هذه الدراسة لتحليل العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) والمتغيرات المحاسبية مع الحصة القيمة السوقية للأسهم، بالتركيز على دراسة ميدانية لـ 47 شركة مدرجة في بورصة طهران خلال الفترة الممتدة ما بين (2004-2008) ولاختبار العلاقة قام الباحث باستخدام طريقة الانحدار الخطي البسيط، وخلصت الدراسة إلى أن القوة التفسيرية الكبيرة للمتغيرات المحاسبية المتمثلة النتيجة الصافية (NP) و نتيجة الاستغلال (OP) للقيمة السوقية للأسهم والقيمة الاقتصادية المضافة (EVA).

المطلب الثالث : مقارنة بين الدراسات

1. المقارنة بين الدراسات العربية

الجدول (1-1) يوضح المقارنة بين الدراسات العربية السابقة

الدراسة	الهدف	الحدود المكانية والزمانية	متغيرات الدراسة	البرنامج الاحصائي	النتائج
سمير الرواشدة	العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة ومقاييس الأداء التقليدية و عوائد الأسهم	بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة (1998-2004)	اختبار العلاقة بين المقاييس (-ROA-ROE-EBS-CFO) كمتغيرات مستقلة، وعوائد الأسهم (RS) كمتغير تابع، بالإضافة إلى اختبار العلاقة بين (EVA) (RS)	SPSS	علاقة مقاييس الأداء التقليدية باستثناء التدفقات النقدية من العمليات التشغيلية بعوائد الأسهم أكبر من علاقة القيمة الاقتصادية المضافة بعوائد الأسهم
عبد الرؤوف صديقي	البحث عن أفضل مؤشر من بين (ROE) (ROI) (ROS) (EVA)، مع اختلاف (EVA) عنها	مؤسسة (ENSP) خلال الفترة (2009-2012)	المتغيرات التابعة (MVA) مع (EVA)، المتغيرات المستقلة (ROE) (ROA) (ROS) (ROCI)	لم يشر إليه	وجود علاقة عكسية بين المؤشرات التقليدية و (MVA)
حسنية صيفي	مدى مساهمة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في قياس الأداء المالي	36 شركة مدرجة في بورصة باريس للفترة (2008-2013)	المتغيرات المستقلة: (MVA) (EVA) (ROA) (ROE) (CFO)(EPS) المتغيرات التابعة (TSR)	EViews	مؤشر القيمة السوقية المضافة يفسر عوائد السهم مع عدم وجود دلالة احصائية لمؤشرات الاداء التقليدية عدى العائد على حقوق الملكية

تقييم الأداء للمؤسسة، من خلال قياس مؤشرات الأداء	تقويم الأداء للمؤسسة، من خلال قياس مؤشرات الأداء	نموذج (EVA) الذي قدمه (Stewart) خلال الفترة (2010-2009)	المتغير المستقل خلق القيمة أما المتغيرات التابعة هي مؤشرات الاداء المالي	EViews	(EVA) يعتبر بمثابة تطور للربح المتبقي من خلال (wacc) ومؤشر (MVA) يعكس القيمة الحالية الصافية
إكرام عبد الرحمان فلاته	إكرام عبد الرحمان فلاته	سوق الأوراق المالية السعودية للفترة (2009-2007)	المتغيرات التابعة (MVA) مع (RES) أما المتغيرات المستقلة (MVA) (EVA) (ROI) (ROA)	SPSS	تفوق المؤشران (EVA) و (MVA) في التنبؤ بعوائد الأسهم على المؤشران (ROI) , (ROA)
أشرف الشرفاوي	أشرف الشرفاوي	48 شركة مدرجة في بورصة مصر للفترة الممتدة (2013-2000)	المتغيرات المستقلة (EVA) أما المتغيرات التابعة (FES)	لم يشير اليه	عائد السوق يحقق عوائد غير عادية عكس مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على الدراسات السابقة العربية

2. مقارنة بين الدراسات الأجنبية.

الجدول رقم (1-2): يوضح مقارنة بين دراسات الأجنبية السابقة

الدراسة	الهدف	الحدود المكانية والزمانية	متغيرات الدراسة	البرنامج الاحصائي	النتائج
Jeffrey M. Bacid and other	تقييم مقاييس الأداء من خلال منظور خلق قيمة	(Stewart Stern) بيانات الفترة (1992-1982) عينة من 600 مؤسسة	(EVA) المعدلة و (ROE) والعائد المعدل	لم يشير اليه	تفوق مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة على باقي المؤشرات في التنبؤ بعوائد الأسهم
Habibollah Nakhaei	القوة التفسيرية للقيمة الاقتصادية المضافة بالمقارنة مع بالقيمة السوقية لأسهم	بورصة طهران خلال الفترة (2008-2004)	المتغير التابع (MV) و المتغير المستقل (OP)(EVA) (NP)	EViews	القوة التفسيرية الكبيرة للمتغيرات المحاسبية (OP)(NP) للقيمة السوقية للأسهم بالمقارنة مع (EVA)

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على الدراسات السابقة الأجنبية

3. ما يميز هذه الدراسة عن باقي الدراسات السابقة

إن ما سنحاول التوصل إليه من خلال هذا البحث هو تحديد أثر مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على مؤشرات تقييم الاداء المالي للمؤسسات الاقتصادية وهذا من خلال التطرق إلى مجموعة من الدراسات السابقة التي تناولت هذا المؤشر حيث ما لوحظ اختلاف الطرق وتنوع المتغيرات التي اعتمد عليها كل باحث في دراسته. وعليه فدراستنا تشبه إلى حد بعيد كل الدراسات التي سبقتها في الهدف المراد الوصول إليه وهو مدى قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية، إلا أنها تختلف في اختيار متغيرات الدراسة التي اعتمدنا عليها لتحقيق هذا الهدف وهو دراسة أثر القيمة الاقتصادية على أداء المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة من خلال مجموعة من المؤشرات.

خلاصة:

من خلال هذا الفصل تتبين أهمية قياس الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية لأنه يعكس الوضعية المالية للمؤسسة و مدى قدرتها على تحقيق الأرباح و استغلال الأموال المتاحة لضمان تحقيق المستوى الأمثل من العوائد التي يرغب بها المساهمون، ظهرت القيمة الاقتصادية المضافة التي تأخذ بعين الاعتبار تكلفة رأس المال والتي تحتسب بعد إجراء جملة من التعديلات والتغيرات على الربح المحاسبي.

وبالتالي يعتبر مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة مؤشر قوي في قياس الاداء المالي وتحديد مدى قدرتها على انشاء القيمة للمساهمين ومدى كفاءة المدراء على تعظيم ثروة المساهمين، كما أنه يعكس الربح الحقيقي بسبب ادخال العديد من التعديلات في عملية الحساب للتخلص من النقائص والأخطاء التي قد تشوب البيانات المحاسبية.

الفصل الثاني

دراسة قياسية

لتحديد مدى تأثير مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة

على تقييم الأداء المالي

تمهيد :

بعد التعرف على الجانب النظري للدراسة، سنقوم في هذا الفصل وهو الجزء المخصص للجانب التطبيقي من الدراسة بتقييم أداء مؤسسة صيدال باستخدام بعض المؤشرات وذلك لمعرفة أثر دخول هاته المؤسسة إلى بورصة الجزائر، حيث قمنا بفحص مختلف القوائم والبيانات المالية، ثم سنقوم بقياس القيمة الاقتصادية المضافة لهذه المؤسسة و القيام بدراسة قياسية من خلال تقديم وصف متغيرات الدراسة و اختبار استقرارية السلاسل الزمنية لمخرجات برنامج Eviews، في الأخير سنقوم بتقديم تحليل اقتصادي مفصل بعد تقدير وتقييم نتائج استخدام الانحدار الخطي البسيط وسنتطرق لكل ما سبق بالتفصيل من خلال المباحث التالية:

المبحث الأول : تقديم شركة صيدال

المبحث الثاني : تحديد وحساب متغيرات الدراسة.

المبحث الثالث : الدراسة القياسية لمتغيرات الدراسة

المبحث الأول: تقديم مجمع صيدال

إن الشكل الاستراتيجي الذي تحتله الأدوية أدى إلى تأسيس صناعة صيدلانية، تأخذ بعين الاعتبار محاولة تلبية طلبات المجتمع من الأدوية، حيث يعتبر المجمع الصناعي صيدال من المؤسسات الوطنية الجزائرية الناشطة بالبورصة ويحتل مركزا هاما في مجال إنتاج الأدوية والمواد الصيدلانية بمختلف أنواعها، ومن خلال هذا المبحث سنتطرق إلى نشأة وتطور المجمع في المطلب الأول، الهيكل التنظيمي للمجمع في المطلب الثاني.

المطلب الأول: لمحة تاريخية عن المؤسسة

يعتبر المجمع الصناعي "صيدال" أول المؤسسات الوطنية الجزائرية الناشطة في البورصة، ويتمثل النشاط الأساسي لشركة صيدال في تطوير، إنتاج وتسويق المنتجات الصيدلانية، كما أنه يعتبر من أهم أقطاب الصناعة في الجزائر.

1. نشأة صيدال (بكوش، 2016-2017، الصفحات 219-220)

تأسست الصيدلية المركزية (PCA) سنة 1969 بناء على أمر رئاسي أسند لها مهمة استيراد وتصنيع وتسويق المنتجات الصيدلانية، وفي إطار مهامها الانتاجية أنشأت الصيدلة سنة 1971 وحدة الحراش واشترت على مرحلتين سنة 1971 ثم سنة 1975 وحدتي بيوتيك وفارمال.

وفي أعقاب إعادة هيكلة الصيدلة الجزائرية أصبح فرعها للإنتاج يسمى الشركة الوطنية للإنتاج الصيدلاني بموجب مرسوم 82/161 الصادر في أبريل 1982، وفي سنة 1989 وفي إطار قانون استقلالية المؤسسات تم تغيير تسمية المؤسسة الوطنية للصناعة الصيدلانية لتصبح تحت اسم "صيدال"، وفي أعقاب تنفيذ الإصلاحات الاقتصادية أصبحت صيدال مؤسسة عمومية اقتصادية ذات أسهم وذات قانون أساسي جديد تتميز باستقلالية التسيير وهذا وفقا لقانون استقلالية المؤسسات، لكنها بقيت خاضعة لمراقبة صندوق مساهمات الدولة وهي الفترة التي كان فيها لصناديق المساهمة دور في مراقبة المؤسسات العمومية باعتبارها الجهة التي تمثل ملكية الدولة على المؤسسات الاقتصادية الجزائرية.

وفي سنة 1993 تم إضفاء تعديلات على القانون الأساسي للشركة، حيث سمح لها بالمشاركة في كل عملية صناعية وتجارية يمكن أن تكون ذات صلة مع موضوعها الاجتماعي من خلال إنشاء شركة جديدة أو فروع تابعة، وفي هذا العام تحملت الدولة جميع ديونها وخسائرها في إطار الصالح المالي لمؤسسات القطاع العمومي، واستنادا لمخطط إعادة الهيكلة الصناعية الذي تم بموجبه تقييم المؤسسات بتشخيصها داخليا وخارجيا تحولت المؤسسة في 1998/02/02 إلى "المجمع الصناعي صيدال" بالسجل التجاري لولاية المدية تحت رقم 085/97، وبرأس مال اجتماعي 2.5 مليار دينار جزائري موزع على 10 مليون سهم ذو قيمة 250 دج للسهم الواحد، وكان الهدف من هذه الهيكلة تمكين المجمع من البحث في مجال الطب البشري والبيطري بالإضافة إلى مركزية القرارات، حيث طرأت أولى التحويلات على الصعيد التنظيمي الذي كان مركزيا في السابق، وتم إعادة تنظيم المؤسسة إلى ثالث فروع فارمال، انتيبيوتيكال، وبيوتيك وهذا ما يسمى بالتنظيم الأفقي، بينما تم إحداث تنظيم عمودي بالشركة مع الجزائر مثل Pfizer وغيرها من المؤسسات العالمية.

في 1999، بعد أن قرر المجلس الإداري فتح رأسماله عن طريق العرض العلني دخل مجمع صيدال بورصة الجزائر بفتح 20 % من رأس ماله أي 2 مليون سهم بقيمة 800 دج للسهم الواحد، وفي سبتمبر تم إدراج سند رأس المال للمجمع في جدول التسعيرة الرسمية.

في سنة 2003، تحصلت صيدال على شهادة ايزو، 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 فأرما، وفي 16 أبريل 2006 تم افتتاحه من طرف السيد رئيس الجمهورية، وفي سنة 2009 رفعت صيدال من حصتها في رأس المال سوميدال إلى حدود 59%، وفي سنة 2010 قامت بشراء 20 % من رأس مال شركة ايبيرال كما رفعت من رأس مال شركة تافكو من 38.95 % إلى 44.51%، ثم في سنة 2011 رفعت صيدال حصتها في رأسمال ايبيرال إلى حدود 60%.

في 22 ديسمبر 2013، اتخذت الجمعية العامة الغير العادية لمجمع صيدال بإدماج فروعها عن طريق امتصاص انتيبيوتيكال، فارمال، وبيوتيك، وفي جانفي 2014 شرع المجمع بتنفيذ قرار الإدماج وإظهار فرعين سوميدال و ايبيرال.

2. التعريف بمجمع صيدال

يعتبر مجمع صيدال مؤسسة ذات أسهم يقدر رأسمالها ب 2.500.000.000 دج، ويتكون من عدة مديريات مركزية وأربعة فروع، إضافة إلى مركز البحث والتطوير وثلاث وحدات التوزيع ومديرية التسويق والإعلام الطبي. ويحترف المجمع الصناعي صيدال في ميدان صناعة المواد الصناعية والمنتجات الصيدلانية، حيث تتمثل المهمة الرئيسية له في تطوير، انتاج وتسويق المواد الصيدلانية الموجهة للاستطباب البشري والبيطري. (لزعر، 2011-2012، صفحة 130)

الجدول رقم(2-1): بطاقة فنية لمجمع صيدال

اسم المؤسسة	مجمع صيدال
رأس المال الاجتماعي	شركة ذات أسهم برأسمال اجتماعي 25.00.000.000 دج
طبيعة الأسهم	أسهم اسمية
عدد المساهمين الجدد	19.288 مساهم جديد
المساهم الرئيسي	الشركة العمومية القابضة كيمياء- صيدلة بنسبة 80%.
العملية المنجزة	عرض عمومي لبيع 2 مليون سهم اسمي بسعر اصدار 800 دج
تاريخ العرض	15 فيفري إلى 15 مارس
تاريخ الدخول إلى البورصة	17 جويلية 1999.
تاريخ أول تسعيرة في البورصة	20 سبتمبر 1999م.

المصدر: هواري السويسي، مرجع سابق، ص: 316.

المطلب الثاني: أهداف مجمع صيدال ومهامه

1. أهداف مجمع صيدال

لقد انعكس التقدم الاقتصادي الذي عرفته الجزائر في السنوات الأخيرة خاصة مع ارتفاع أسعار المحروقات في تدعيم المجمع بهدف تعزيز مكانته كرائد في إنتاج الأدوية الجنسية والمساهمة بشكل فعلي في تجسيد السياسة الوطنية للدواء التي وضعت من قبل السلطات العمومية، وذلك من خلال تحويله للمجمع مهمتين أساسيتين:

- ضمان استقلاله المالي والاستدامة في الحفاظ على توازنه المالي وضمان تحسين القدرة التنافسية لمنتجاته، من أجل تحقيق أهداف نموه وتطوير موارده البشرية.
 - تحقيق الأهداف المنوطة به من قبل الدولة، بصفتها المساهم الرئيسي.
- وفي إطار هذه المهمتين الأساسيتين، حدد المجمع خطوط العمل التي تمكنه من ضمان نموه وتعزيز مكانته كرائد وذلك من خلال ما يلي:

- تعزيز القواعد الأخلاقية من خلال النزاهة والمصادقية بهدف تسوية وتطهير سوق الأدوية.
 - المساهمة في الحد من استيراد الأدوية من خلال تصنيعها محليا.
 - الانفتاح على الأسواق الخارجية وتطوير الشراكة من خلال الاشتراك في مشاريع المخابر العالمية.
 - المحافظة على مستوى رضا المستهلكين بهدف ضمان استمرارية المجمع والرفع من حصته السوقية.
- الاهتمام بالعنصر البشري من خلال الرفع من المستوى التعليمي والقيام بدورات تكوينية بهدف تطوير المواد البشرية للمجمع. (علاوي، 2014-2015، صفحة 186)

2. مهام المجمع

تتمثل مهام مجمع صيدال فيما يلي: (فريك ، 2011-2012، صفحة 108)

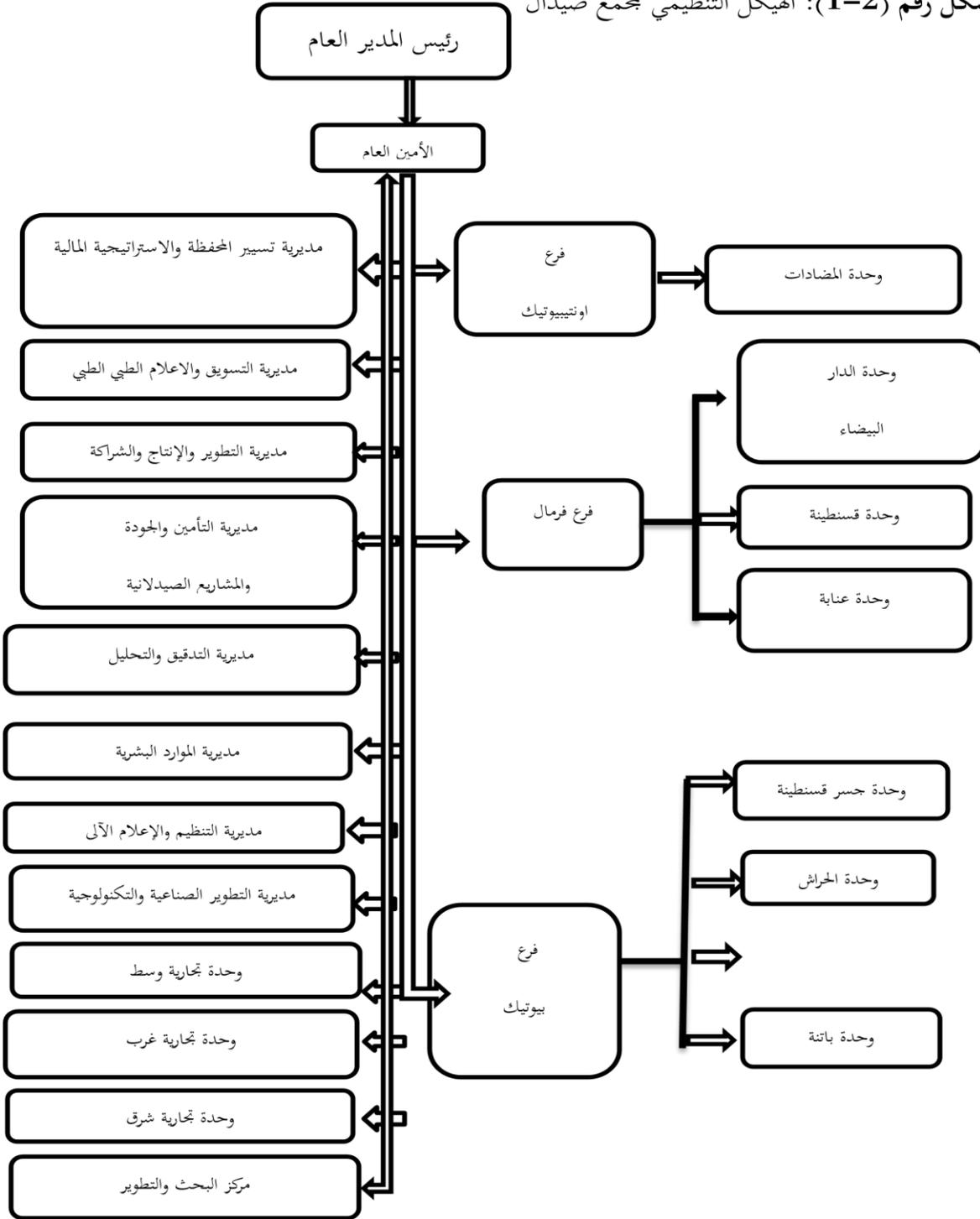
- إنتاج الأدوية ذات الإستعمال البشري إضافة إلى المواد الأولية المختلفة المستخدمة في الإنتاج الصيدلاني.
- التسويق للمنتجات الصيدلانية خاصة التي ينتجها المجمع عن طريق مختلف الوحدات التجارية التي يمتلكها.
- البحث والتطوير في المجال الطبي و صناعة المستحضرات الدوائية.
- إنتاج مواد مخصصة لصناعة الدواء والأساس الفعال للمضادات الحيوية.
- الاستيراد والتصدير لكل ما يتعلق بالمواد الصيدلانية والكيميائية سواء على شكل مواد أولية أو منتجات نصف مصنعة أو تامة الصنع.
- تأمين الجودة ومراقبة تحليل وتركيب الدواء.
- إنتاج منتجات التعبئة والتغليف ونقل السلع.
- صيانة ذاتية لتجهيزات الإنتاج والعمل على تطوير التقنيات المستعملة في الإنتاج من أجل ضمان النوعية ورفع الطاقة الانتاجية.

المطلب الثالث: الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال

من أجل التكيف مع المحيط الذي ينشط فيه مجمع صيدال والتجاوب مع التطورات الراهنة والمستمرة في سوق الدواء، قام المجمع بوضع مخطط تنظيمي يتناسب مع هذه المتطلبات حيث يتصف بالاتزان والتناسق بين مختلف فروعها.

ويمكن توضيح الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال في الشكل التالي:

الشكل رقم (1-2): الهيكل التنظيمي لمجمع صيدال



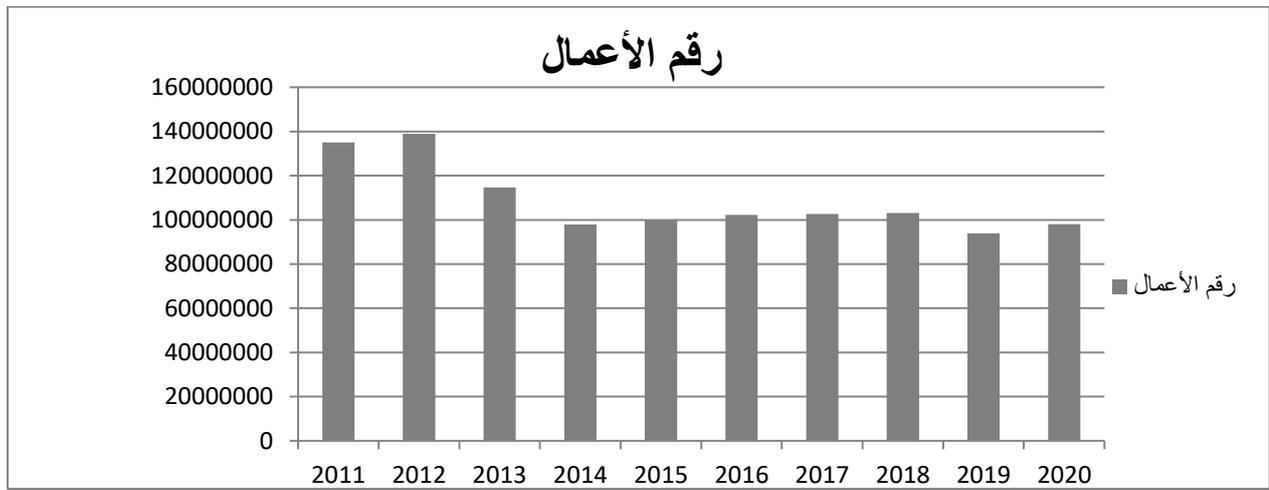
المصدر: (معروف، 2000، صفحة 11)

الجدول رقم (2-2) يوضح تطور رقم الأعمال للمؤسسة خلال الفترة (2011-2020)

السنوات	2011	2012	2013	2014	2015
رقم الأعمال	13504270700.95	13895054472.571	11461847581.9	9789025905.91	9984043757.71
السنوات	2016	2017	2018	2019	2020
رقم الأعمال	10 223 411 484,28	10 265 897 771,06	10 317 577 775,54	9 392 750 935,10	9 809 929 760,98

المصدر: من إعداد الطالبين بناء على تقارير شركة صيدال. الوحدة دج

الشكل رقم (2-2): تطور رقم الأعمال لمؤسسة صيدال للفترة (2011-2020)



المصدر: من إعداد الطالبين بناء على الجدول أعلاه

المبحث الثاني: تحديد و حساب متغيرات الدراسة.

المطلب الأول: المتغيرات والأدوات المستخدمة في الدراسة:

1. تحديد المتغيرات وطريقة جمعها:

- المتغيرات المستقلة: وهي القيمة الاقتصادية المضافة؛
- المتغيرات التابعة: وتشمل كل من:

مؤشرات الأداء التقليدية وهي كل من معدل العائد على الأصول (ROA)، معدل العائد على حقوق الملكية (ROE)، والعائد على الاستثمار (ROI).

أما عن طريقة جمعها فقد تم الحصول على هذه البيانات من التقارير المالية لمؤسسة صيدال لكامل الفترة التي تخص الدراسة وذلك بالاعتماد على الموقع الإلكتروني للشركة.

2. الأدوات المستخدمة في الجمع:

استخدمنا برنامج (Excel) كأساس لجمع البيانات وتلخيصها، وحل المعادلات التي سيتم ذكرها لاحقاً للحصول على متغيرات الدراسة، والتي ستستخدم في برنامج (EViews) للكشف عن علاقتها ببعضها البعض.

المطلب الثاني: تقييم الأداء باستخدام مؤشرات الأداء التقليدية (ROA) ، (ROE) ،(ROI)

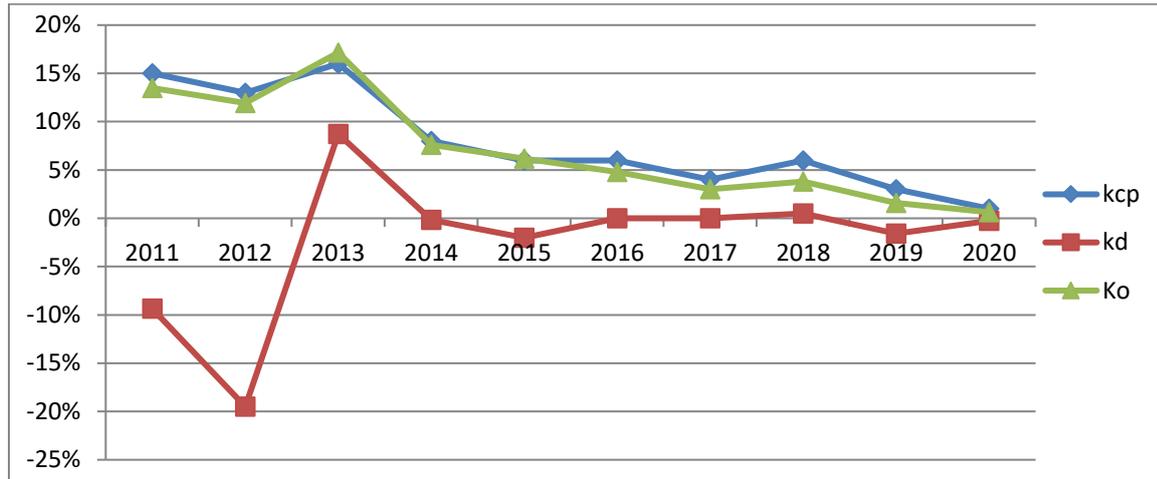
الجدول رقم(2-3): تطور المؤشرات التقليدية (ROA ROE ROI) خلال الفترة (2011-2020)

2015	2014	2013	2012	2011	البيان
1433808241.54	1618736152.23	2964399282.02	2522169350.7	2624059985.42	RO
344102929.92	400073617.37	505103069.99	594876639.74	434752260.13	IMPOT
1777911171,46	2018809769,60	3469502352,01	3117045990,44	3058812245,55	ROAI
34921900820.68	31587704405.93	30099573372.69	30021145494.52	27277970867.73	TA
05%	06%	12%	10%	11%	ROA
1143817990.89	1477751553.22	2658147326.76	196160951.44	2060480315.80	RN
20456934577.15	17590664386.45	16748436102.49	14746506012.32	13795482542.61	CP
6%	8%	16%	13%	15%	ROE
1143817990.89	1477751553.22	2658147326.76	196160951.44	2060480315.80	RN
13387793264,53	15697716127,15	12750814754,56	18704984772,93	11338025245,62	CI
8,54%	9,41%	20,85%	10,51%	18,17%	ROI
2020	2019	2018	2017	2016	البيان
329 421 601,86	995 109 063,74	1 293 874 389,45	1 480 241 680,05	2 093 143 975,07	RO
307 443 793,98	83 403 455,73	148 438 843,46	284 616 137,01	725 639 600,41	IMPOT
636 865 395,84	1 078 512 519,47	1 442 313 232,91	1 764 857 817,06	2 818 783 575,48	ROAI
40 687 550 476,43	40 434 178 877,27	39 574 343 961,92	48 318 944 490,23	46 390 536 576,41	TA
2%	3%	4%	4%	6%	ROA
189936341.33	793514004.08	1174214390.98	1376295647.88	1509161605.06	RN
22 234 554 786,95	21 776 278 416,42	19 796 410 396,58	27 931 531 057,74	27 464 009 197,27	CP
1%	4%	6%	5%	5%	ROE
189936341.33	793514004.08	1174214390.98	1376295647.88	1509161605.06	RN
22 010 908 150,84	21 668 939 094,02	12 861 292 583,22	15 531 845 541,83	16 131 640 032,48	CI
0,86%	3,66%	9,13%	8,86%	9,36%	ROI

الوحدة دج

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على الميزانية المالية وجدول حسابات النتائج

الشكل رقم(2-3): تطور المؤشرات التقليدية (ROA)(ROE)(ROI) للمؤسسة خلال الفترة (2011-2020)



المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على الجدول رقم (2-3)

من خلال الجدول اعلاه يتضح لنا أن مؤشر العائد على الأصول (ROA) يتأثر بشكل كبير بالنتيجة التشغيلية بعد الضريبة (ROAI)، حيث نجد ان العلاقة بينهما طردية، أما بالنسبة لمؤشر العائد على حقوق الملكية (ROE) والعائد على الاستثمار (ROI) فهما يتأثران بشكل كبير بالنتيجة الصافية (RN) حيث أنه بانخفاض النتيجة الصافية انخفض العائد على حقوق الملكية (ROE) والعائد على الاستثمار (ROI).

المطلب الثالث: تقييم الأداء باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA):

1. حساب تكلفة الأموال الخاصة: تحسب تكلفة الأموال الخاصة وفق علاقة مردودية الأموال الخاصة بالعلاقة

التالية: تكلفة الأموال الخاصة = النتيجة الصافية (RN) / الأموال الخاصة (CP) والجدول الموالي يوضح ذلك

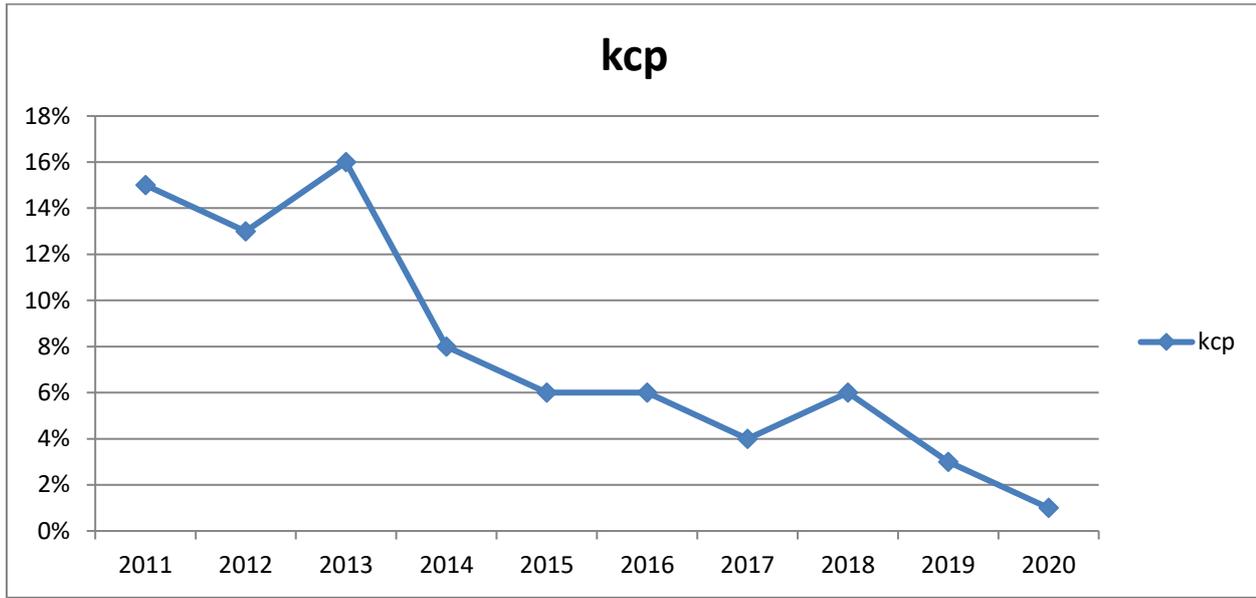
الجدول رقم(2-4): تكلفة الأموال الخاصة خلال الفترة (2011-2020)

البيان	2011	2012	2013	2014	2015
النتيجة الصافية	2060480315.80	1965160951.44	2658147326.76	1477751553.22	1143817990.89
أموال خاصة	13795482542.61	14746506012.32	16748436102.49	17590664386.45	20456934577.15
Kcp	15%	13%	16%	08%	06%
البيان	2016	2017	2018	2019	2020
النتيجة الصافية	1509161605.06	1376295647.88	1174214390.98	793514004.08	189936341.33
أموال خاصة	27 464 009 197,27	27 931 531 057,74	19 796 410 396,58	21 776 278 416,42	22 234 554 786,95
Kcp	05%	05%	06%	04%	01%

الوحدة دج

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على الميزانية المالية وجدول حسابات النتائج

الشكل رقم(2-4): يوضح تطور تكلفة الأموال الخاصة للمؤسسة خلال الفترة (2011-2020)



المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على الجدول أعلاه

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن تكلفة الأموال الخاصة شهدت أعلى قيمة لها خلال سنتي 2011 و2013، لتتخفف خلال السنوات الأخرى بقيم متفاوتة، ويرجع هذا الانخفاض لارتفاع الأموال الخاصة للمؤسسة صيدال خلال هذه السنوات.

2. حساب تكلفة الاستدانة تحسب تكلفة الاستدانة عن طريق العلاقة التالية:

تكلفة الاستدانة (KD) = النتيجة المالية / الاستدانة الصافية؛

الاستدانة الصافية (DN) = الخصوم غير الجارية + خزينة الخصوم - (التوظيفات المالية + خزينة الأصول)

الجدول رقم(2-5): يوضح قيم الاستدانة الصافية للمؤسسة خلال الفترة (2011-2020)

2015	2014	2013	2012	2011	البيان
7773819493.64	8488726950.9	5008200602.57	6341404296.71	5741800974.06	الخصوم غ ج
728832746.41	628175601.26	732016536.52	1468524539.53	1154985099.37	خزينة خصوم
5987644631.35	5198576727.01	5413372987.3	7153519481.26	5819608239.4	خزينة أصول
3018559989.19	3018559989.19	2018559989.19	18642816.89	18636212.26	التوظيفات م
-503552380,49	899765835,96	-1691715837,40	637766538,09	1058541621,77	الاستدانة الصافية DN
2020	2019	2018	2017	2016	البيان
12 054 977 890,45	12 464 710 757,10	12 971 323 611,56	13 318 697 612,35	11 397 228 495,69	الخصوم غ ج
922 010 265,30	810 706 531,25	620 906 953,83	797 707 247,08	810 163 444,41	خزينة خصوم

الفصل الثاني دراسة قياسية لتحديد مدى تأثير مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على تقييم الأداء المالي

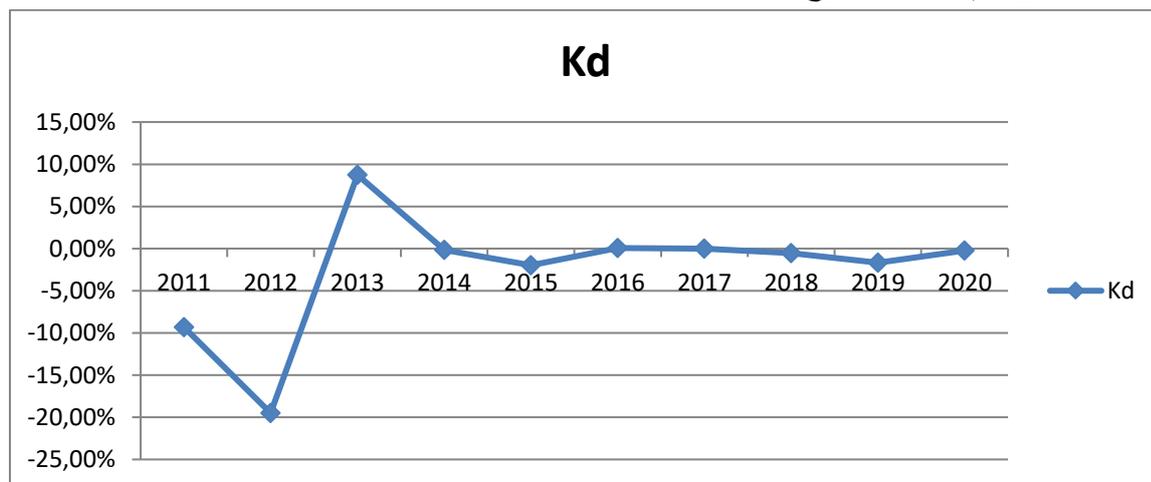
2 785 566 352,32	1 918 151 410,71	3 135 689 758,29	4 738 892 796,95	5 131 000 388,34	خزينة أصول
18 559 989,19	18 559 989,19	18 559 989,19	18 559 989,19	18 559 989,19	التوظيفات م
10 172 861 814,24	11 338 705 888,45	10 437 980 817,91	9 358 952 073,29	7 057 831 562,57	الاستدانة الصفائية DN

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على الميزانية المالية وجدول حسابات النتائج
الوحدة دج
يلاحظ من خلال الجدول أن قيم الاستدانة الصفائية في تزايد مستمر خلال السنوات من 2016 إلى غاية 2020، ويعود هذا التزايد لتناقص قيم خزينة الأصول من سنة إلى أخرى، حيث يلاحظ أن نسبة تطور الاستدانة الصفائية عكس السنوات من 2011 إلى غاية 2015 لوحظ انخفاض محسوس في قيم الاستدانة الصفائية وهذا راجع إلى تزايد مستمر في خزينة الأصول والتوظيفات المالية.

الجدول رقم (2-6): تكلفة الاستدانة خلال الفترة (2020-2011)

2015	2014	2013	2012	2011	البيان
10001361.07	-1512498.12	-147696864.44	-124338803.55	-98857903.84	النتيجة المالية
-503552380,49	899765835,96	-1691715837,40	637766538,09	1058541621,77	الاستدانة الصفائية
-1,99%	-0,17%	8,73%	-19,50%	-9,34%	KD
2020	2019	2018	2017	2016	البيان
-25 745 816,96	-190 154 797,33	-54 938 599,92	-1 268 762,25	5 560 738,84	النتيجة المالية
10 172 861 814,24	11 338 705 888,45	10 437 980 817,91	9 358 952 073,29	7 057 831 562,57	الاستدانة الصفائية
-0,25%	-1,68%	-0,53%	-0,01%	0,08%	KD

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على الميزانية وجدول حسابات النتائج
الوحدة دج
الشكل رقم (2-5): يوضح تطور تكلفة الاستدانة لمؤسسة صيدال خلال (2020-2011)



المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على الجدول رقم (2-6)

من خلال الشكل نلاحظ أن تكلفة الاستدانة لمؤسسة صيدال خلال أغلب سنوات فترة الدراسة كانت سالبة، ويعود هذا الانخفاض في تكلفة الاستدانة إلى الارتفاع الكبير لقيم الاستدانة الصفائية خلال سنوات الدراسة.

3. حساب التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال:

تُحسب وفق العلاقة التالية: $K_0 = K_{cp} \times CP / (DN + CP + KD \times (1 - IS)) \times DN / (DN + CP)$ حيث:

K_0 : التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال؛

KD : تكلفة الاستدانة؛

K_{cp} : تكلفة الأموال الخاصة؛

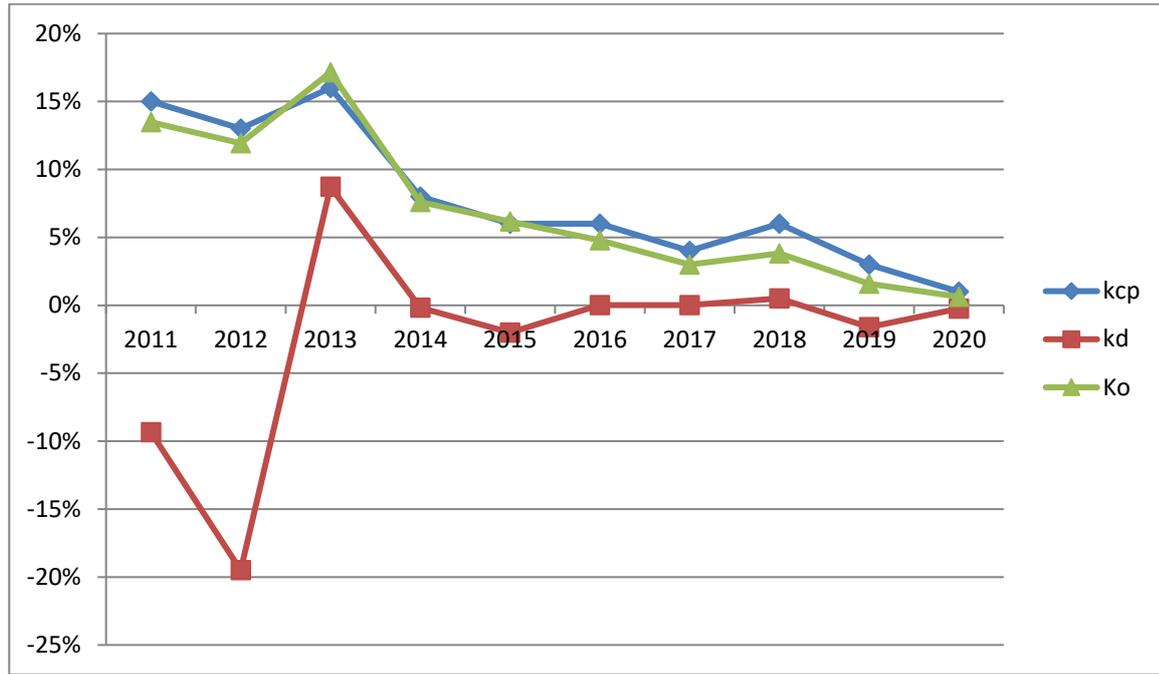
الجدول رقم (2-7): التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال خلال الفترة (2011-2020)

البيان	2011	2012	2013	2014	2015
Kcp	15%	13%	16%	08%	06%
CP	13795482542.61	14746506012.32	16748436102.49	17590664386.45	20456934577.15
DN	1058541621,77	637766538,09	-1691715837,40	899765835,96	-503552380,49
DN+CP	14854024164,38	15384272550,41	15056720265,09	18490430222,41	19953382196,66
CP/DN+CP	0,928737047	0,958544251	1,112356198	0,951338837	1,025236442
Kd	-9,34%	-19,50%	8,73%	-0,17%	-1,99%
(1-IS)	0,66	0,66	0,66	0,66	0,66
DN/DN+CP	0,071262953	0,041455749	-0,112356198	0,048661163	-0,025236442
K₀	13,49%	11,93%	17,15%	7,61%	6,18%
البيان	2016	2017	2018	2019	2020
Kcp	05%	05%	06%	04%	%01
CP	27 464 009 197	27 931 531 057	19 796 410 396	21 776 278 416	22 234 554 786
DN	7 057 831 562	9 358 952 073,29	10 437 980 817	11 338 705 888,45	10 172 861 814
DN+CP	34 521 840 759	37 290 483 131	30 234 391 214	33 114 984 304	32 407 416 601
CP/DN+CP	0,795554599	0,749025722	0,654764644	0,657595915	0,686094639
Kd	0,08%	-0,01%	-0,53%	-1,68%	-0,25%
(1-IS)	0,66	0,66	0,66	0,66	0,66
DN/DN+CP	0,204445401	0,250974278	0,345235356	0,342404085	0,313905361
K₀	3,99%	3,74%	3,81%	2,25%	0,63%

الوحدة : دج

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد الوثائق المالية

الشكل رقم (2-6): يوضح تطور التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال للفترة (2011-2020)



المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على الجدول اعلاه

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ أن منحني تكلفة الأموال الخاصة (K cp) لمؤسسة صيدال أعلى من منحني تكلفة الاستدانة (KD) وهذا ما يعني أن تكلفة الأموال الخاصة أكبر من تكلفة الاستدانة، ويرجع ذلك لنسبة الأموال الخاصة الكبيرة التي تعتمد عليها المؤسسة في هيكلها المالي مقارنة بالاستدانة الصافية.

4. حساب العائد على رأس المال المستثمر (ROCI):

1.4 حساب رأس المال المستثمر (CI): يحسب وفق العلاقة التالية:

رأس المال المستثمر (CI) = الاستثمارات العينية (INVE) + الاحتياج في رأس المال العامل (BFR).

يتمثل احتياج رأس المال العامل (BFR) في الجزء من احتياج التمويل الناجم عن الأصول المتداولة، ويتولد الاحتياج المالي للاستغلال عندما لا تستطيع المؤسسة مواجهة ديونها المترتبة عن النشاط بواسطة حقوقها لدى المتعاملين ومخزوناتا، وبالتالي يتوجب البحث عن مصادر أخرى لتمويل العجز. يحسب بالعلاقة التالية:

(BFR) = (الأصول الجارية - خزينة الأصول) - (الخصوم الجارية - المساهمات البنكية الجارية)

الجدول رقم (2-8): يوضح تطور الاحتياج في رأس المال العامل خلال الفترة (2011-2020)

2015	2014	2013	2012	2011	البيان
19154714686.96	18584475032.46	18790834132.82	18566400049.63	16116940187.63	الأصول الجارية
5987644631.35	5198576727.01	5413372987.3	7153519481.26	5819608239.4	خزينة الأصول
6682146749.89	5508313068.58	8342936667.63	8933235185.51	7740687351.05	الخصوم الجارية
728832746.41	628175601.26	732016536.52	1468524539.53	1154985099.37	مساهمات بنكية

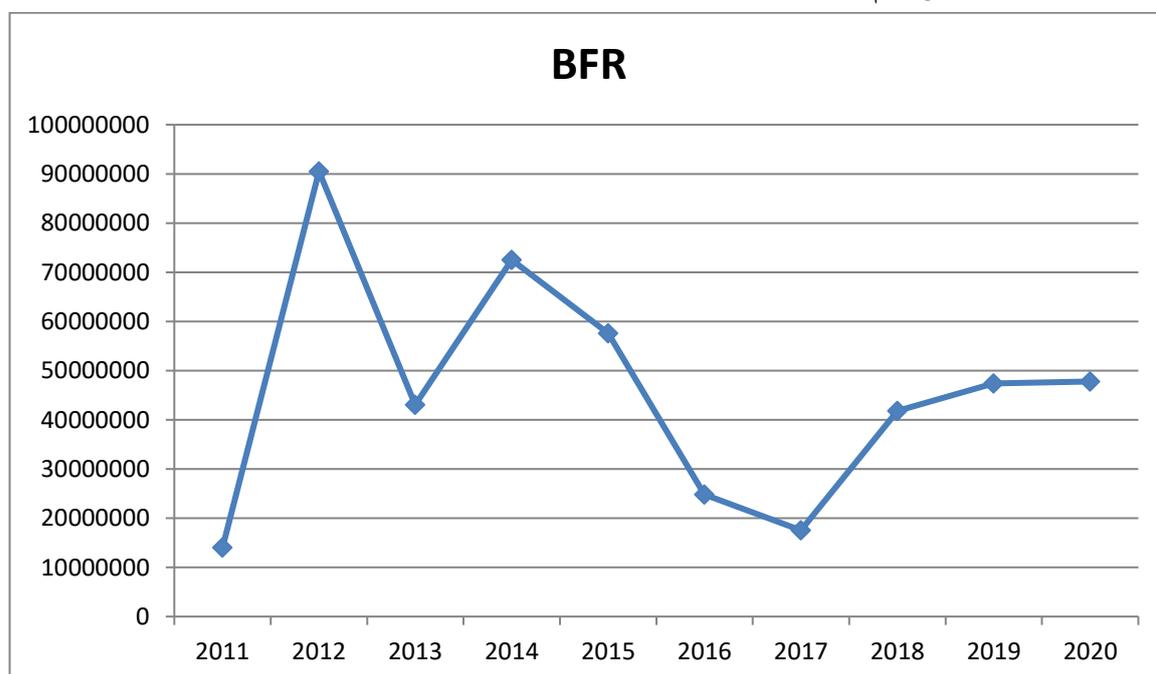
الفصل الثاني دراسة قياسية لتحديد مدى تأثير مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على تقييم الأداء المالي

5756090559,31	7249409635,61	4302507941,37	9051032510,33	1401659497,81	BFR
2020	2019	2018	2017	2016	البيان
14 884 573 534	13 660 971 197,91	14 743 731 388,84	14 359 590 124,42	15 948 740 174,48	الأصول الجارية
2 785 566 352	1 918 151 410,71	3 135 689 758,29	4 738 892 796,95	5 131 000 388,34	خزينة الأصول
6 398 017 799	6 193 189 703,75	6 806 609 953,78	7 068 715 920,14	7 529 298 964,45	الخصوم الجارية
922 010 265,3	810 706 531,3	620 906 312,8	797 707 247,1	810 163 444,4	مساهمات بنكية
4 778 979 117,18	4 738 923 552,20	4 180 525 363,94	1 754 274 160,25	2 478 277 377,28	BFR

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على الميزانية المالية

الوحدة دج

الشكل رقم (2-7): تطور (BFR) للمؤسسة صيدال خلال الفترة (2011-2020)



من خلال الجدول نلاحظ أن قيمة الاحتياج في رأس المال العامل كانت موجبة وفي انخفاض خلال 2012-2013، وهذا راجع لانخفاض استخدامات الاستغلال، أما في سنة 2017 فقد كان في ارتفاع لغاية 2020 وهو ما يعني ان المؤسسة استطاعت أن تغطي استخدامات الاستغلال بموارد الاستغلال.

الجدول رقم (2-9): يوضح راس المال المستثمر CI للمؤسسة خلال الفترة (2011-2020)

2015	2014	2013	2012	2011	البيان
5756090559,31	7249409635,61	4302507941,37	9051032510,33	1401659497,81	BFR
7631702705,22	8448306491,54	8448306813,19	9653952262,6	9936365747,81	INVS
13387793264,53	15697716127,15	12750814754,56	18704984772,93	11338025245,62	CI

الفصل الثاني دراسة قياسية لتحديد مدى تأثير مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على تقييم الأداء المالي

2020	2019	2018	2017	2016	البيان
4 778 979 117,18	4 738 923 552,20	4 180 525 363,94	1 754 274 160,25	2 478 277 377,28	BFR
17 231 929 033,66	16 930 015 541,82	8 680 767 219,28	13 777 571 381,58	13 653 362 655,20	INVS
22 010 908 150,84	21 668 939 094,02	12 861 292 583,22	15 531 845 541,83	16 131 640 032,48	CI

الوحدة: دج

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على الميزانية المالية

2.4 حساب العائد على رأس المال المستثمر (ROCI):

يحسب وفق العلاقة التالية:

العائد على رأس المال المستثمر (ROCI) = النتيجة التشغيلية (RO) / رأس المال المستثمر (CI)

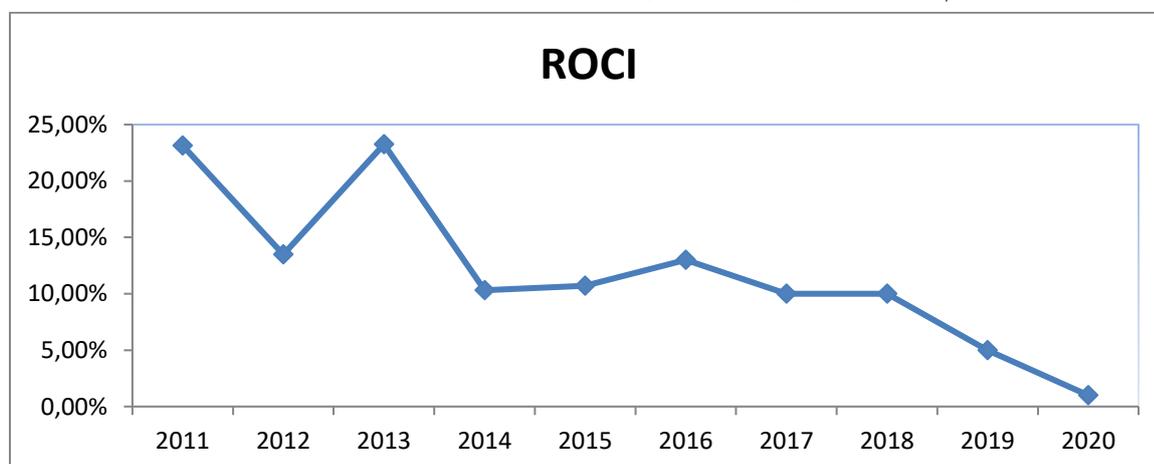
الجدول رقم (2-10): العائد على رأس المال المستثمر ROCI لمؤسسة صيدال خلال الفترة (2011-2020)

2015	2014	2013	2012	2011	البيان
1433808241.54	1618736152.23	2964399282.02	2522169350.7	2624059985.42	RO
13387793264,53	15697716127,15	12750814754,56	18704984772,93	11338025245,62	CI
10,71%	10,31%	23,25%	13,48%	23,14%	ROCI
2020	2019	2018	2017	2016	البيان
329 421 601,86	995 109 063,74	1 293 874 389,45	1 480 241 680,05	2 093 143 975,07	RO
22 010 908 150,84	21 668 939 094,02	12 861 292 583,22	15 531 845 541,83	16 131 640 032,48	CI
%01	%05	%10	%10	%13	ROCI

الوحدة: دج

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على الوثائق المالية للمؤسسة

الشكل رقم (2-8): تطور ROCI لمؤسسة صيدال خلال الفترة (2011-2020)



المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على الجدول أعلاه

الفصل الثاني دراسة قياسية لتحديد مدى تأثير مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على تقييم الأداء المالي

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ أن العائد على رأس المال المستثمر (ROCI) حقق انخفاضا خلال الفترة 2013-2020، ويعود سبب ذلك إلى الانخفاض الحاصل في النتيجة التشغيلية من سنة إلى أخرى مقارنة مع النمو الطفيف لرأس المال المستثمر.

5. حساب القيمة الاقتصادية المضافة (EVA):

يتم حساب القيمة الاقتصادية المضافة وفق العلاقة التالية: $EVA = (ROCI - CMPC) \times CI$

حيث:

(EVA): القيمة الاقتصادية المضافة؛

(ROCI): العائد على رأس المال المستثمر؛

(CMPC): التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال؛

(CI): رأس المال المستثمر؛

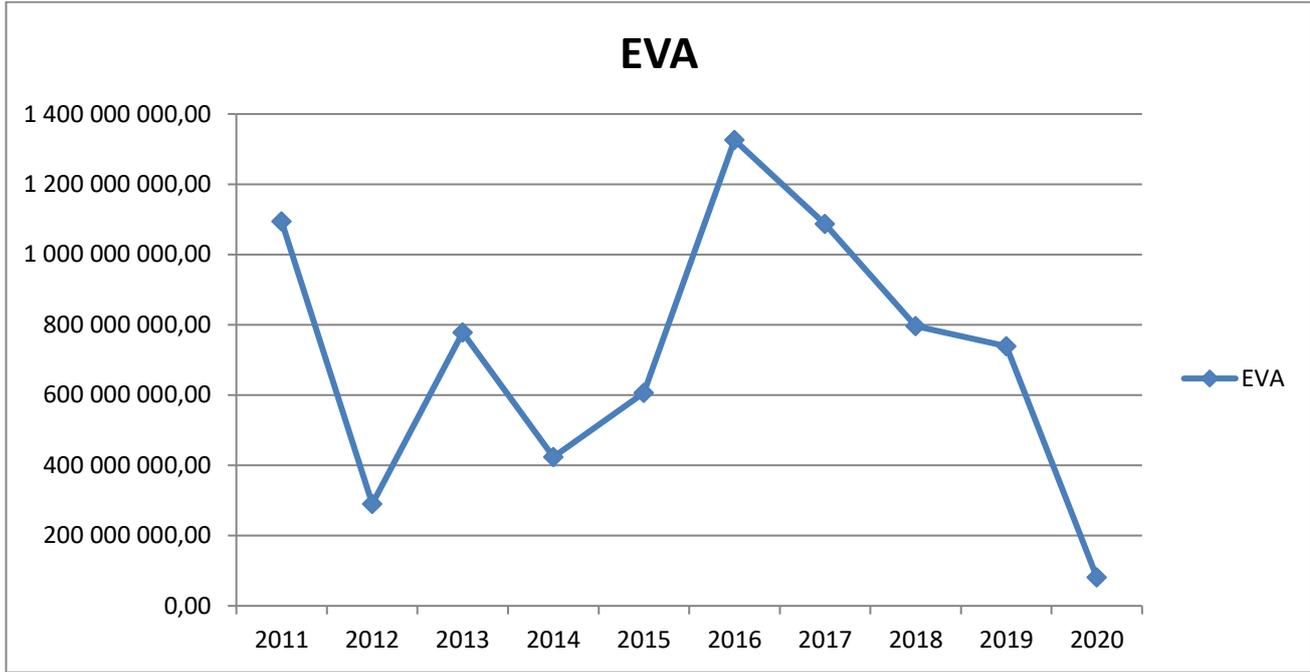
الجدول رقم (2-11): تطور القيمة الاقتصادية المضافة EVA للمؤسسة خلال الفترة (2011-2020)

البيان	2011	2012	2013	2014	2015
ROCI	23,14%	13,48%	23,25%	10,31%	10,71%
CMPC	13,49%	11,93%	17,15%	7,61%	6,18%
CI	11338025245,62	18704984772,93	12750814754,56	15697716127,15	13387793264,53
EVA	1094119436,20	289927263,98	777799700,03	423838335,43	606467034,88
البيان	2016	2017	2018	2019	2020
ROCI	13%	10%	10%	5%	1%
CMPC	3,99%	3,74%	3,81%	2,25%	0,63%
CI	16 131 640 032,48	15 531 845 541,83	12 861 292 583,22	21 668 939 094,02	22 010 908 150,84
EVA	1453460766,93	972293530,92	796114010,90	595895825,09	81440360,16

الوحدة دج

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على الجداول رقم 13.12.11

الشكل رقم(2-09): يوضح تطور قيم EVA لمؤسسة صيدال خلال الفترة (2011-2020)



المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على الجدول اعلاه

من خلال الشكل أعلاه يظهر لنا أن مؤسسة صيدال استطاعت انشاء قيمة خلال فترة الدراسة، حيث كانت قيم EVA موجبة طيلة سنوات الدراسة حيث حققت ارتفاعا خلال سنة 2013-2012 و2016-2014، ويرجع ذلك لانخفاض تكلفة رأس المال ثم انخفضت خلال سنة 2020-2016، فالمؤسسة في هذه الحالة حققت قيم اقتصادية مضافة موجبة خلال فترة الدراسة، مما يدل على انها تتمتع بأداء اقتصادي مقبول.

الجدول رقم(2-12): متغيرات الدراسة خلال الفترة (2011-2020)

السنوات	EVA	ROA	ROE	ROI
2011	1094119436	11%	15%	18.17%
2012	289927264	10%	13%	10.51%
2013	777799700	12%	16%	20.85%
2014	42388335.4	06%	08%	09.41%
2015	606467034.9	05%	06%	08.54%
2016	1453460767	06%	05%	09.36%
2017	972293530.9	04%	05%	08.86%
2018	796114010.9	04%	06%	09.13%
2019	585895825.1	03%	04%	03.66%
2020	81440360.16	02%	01%	0.86%

الوحدة: دج.

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على نتائج تحليل القوائم المالية للمؤسسة

المبحث الثالث: الدراسة القياسية لمتغيرات الدراسة.

من خلال هذا المبحث يتم تقدير أثر مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على مؤشرات الاداء المالي لمجمع صيدال، وقياس مدى تفسير أثر المتغير المستقل على المتغير التابع، بالاستعانة ببرمجية (Eviews).

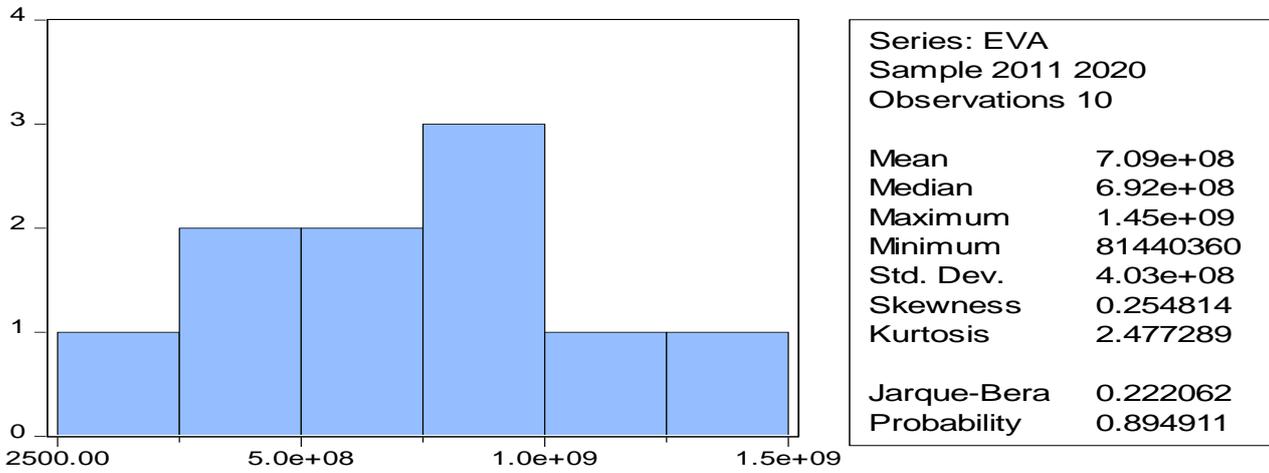
المطلب الأول: دراسة وتحليل السلاسل الزمنية لـ (ROE) (ROI) (EVA) (ROA)

1. التحليل الوصفي والتمثيل البياني لمتغيرات الدراسة

سنقوم بالتعرف على الخصائص الإحصائية للسلاسل محل الدراسة والمتمثلة في القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) والعائد على حقوق الملكية (ROE)، العائد على الاصول (ROA) والعائد على الاستثمار (ROI).

1.1 سلسلة القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)

الشكل رقم (2-10): مدرج تكراري للقيمة الاقتصادية المضافة

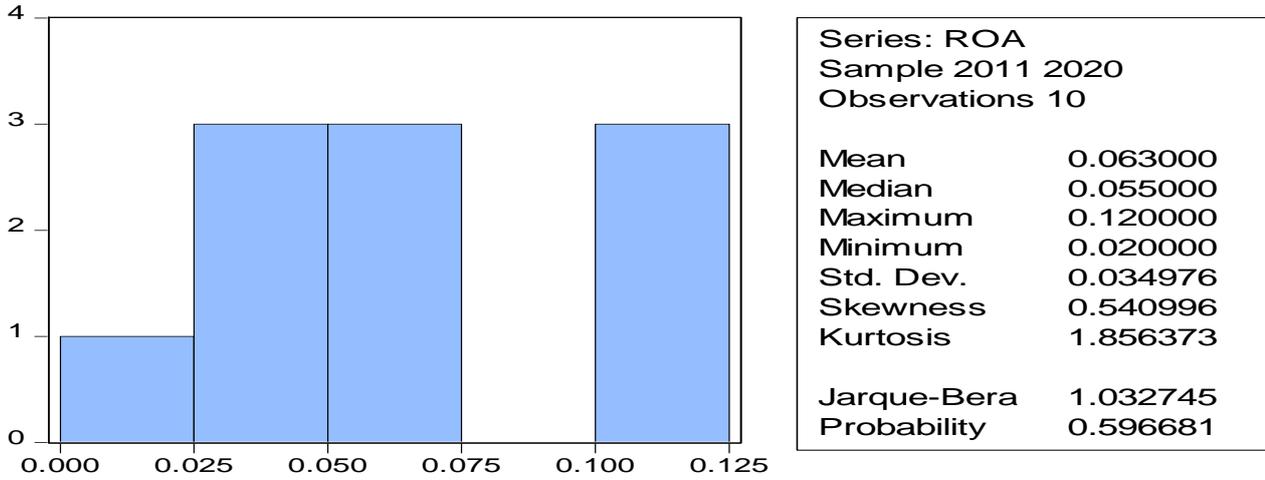


المصدر : من إعداد الطالبين بالاعتماد على Eviews.

من خلال المدرج التكراري نلاحظ أنّ متوسط القيمة الاقتصادية المضافة يساوي 7.09×10^8 ، ووسيط قدره 6.92×10^8 ، أمّا أعلى قيمة له هي 1.45×10^9 وأدنى مستوى له 81440360 ، بمعامل التواء 0.254814 ، ومعامل تفرطح 2.477289

2.1 سلسلة العائد على الأصول (ROA)

الشكل رقم (2-11): مدرج تكراري للعائد على الأصول

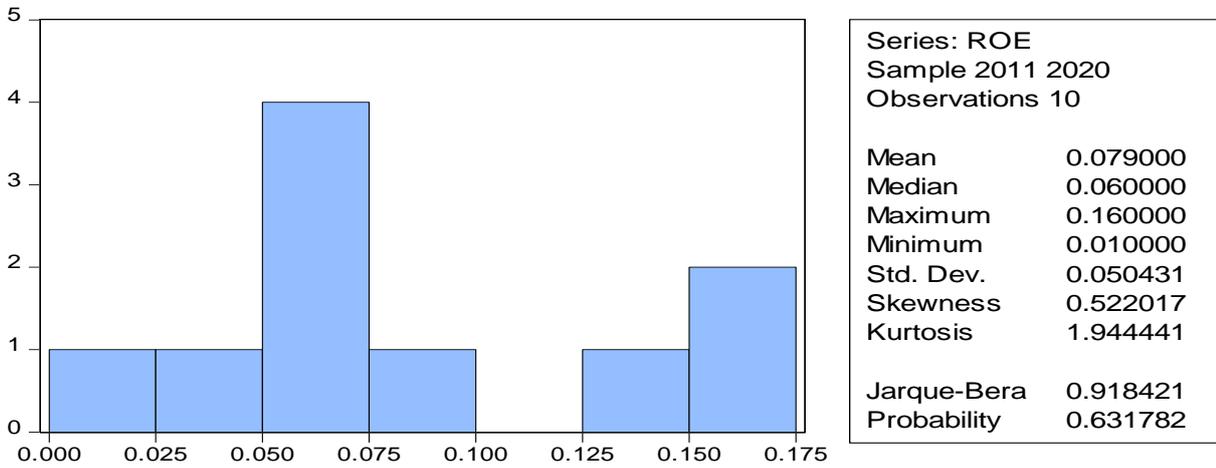


المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على Eviews

من خلال المدرج التكراري نلاحظ أنّ متوسط العائد على الأصول يساوي 0.063، ووسيط قدره 0.055، أمّا أعلى قيمة له هي 0.12 وأدنى مستوى له 0.02، بمعامل التواء 0.540996 ومعامل تفرطح 1.856373.

3.1 سلسلة العائد على حقوق الملكية (ROE)

الشكل رقم (2-12): مدرج تكراري للعائد على حقوق الملكية

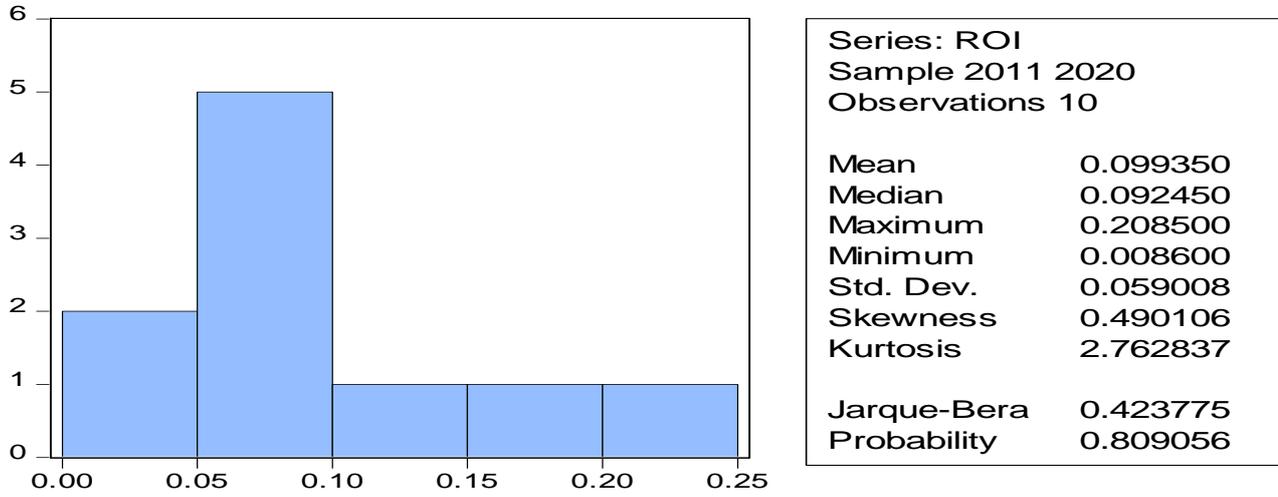


المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على Eviews

من خلال المدرج التكراري نلاحظ أنّ متوسط العائد على حقوق الملكية يساوي 0.079، ووسيط قدره 0.06، أمّا أعلى قيمة له هي 0.16 وأدنى مستوى له 0.01، بمعامل التواء 0.522017 ومعامل تفرطح 1.944441.

4.1 سلسلة العائد على الاستثمار (ROI)

الشكل رقم (2-13): مدرج تكراري للعائد على الاستثمار



المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على Eviews

من خلال المدرج التكراري نلاحظ أنّ متوسط العائد على الأصول يساوي 0.09935، ووسيط قدره 0.09245، أمّا أعلى قيمة له هي 0.2085 وأدنى مستوى له 0.0086، بمعامل التواء 0.490106 ومعامل تفرطح 2.762837.

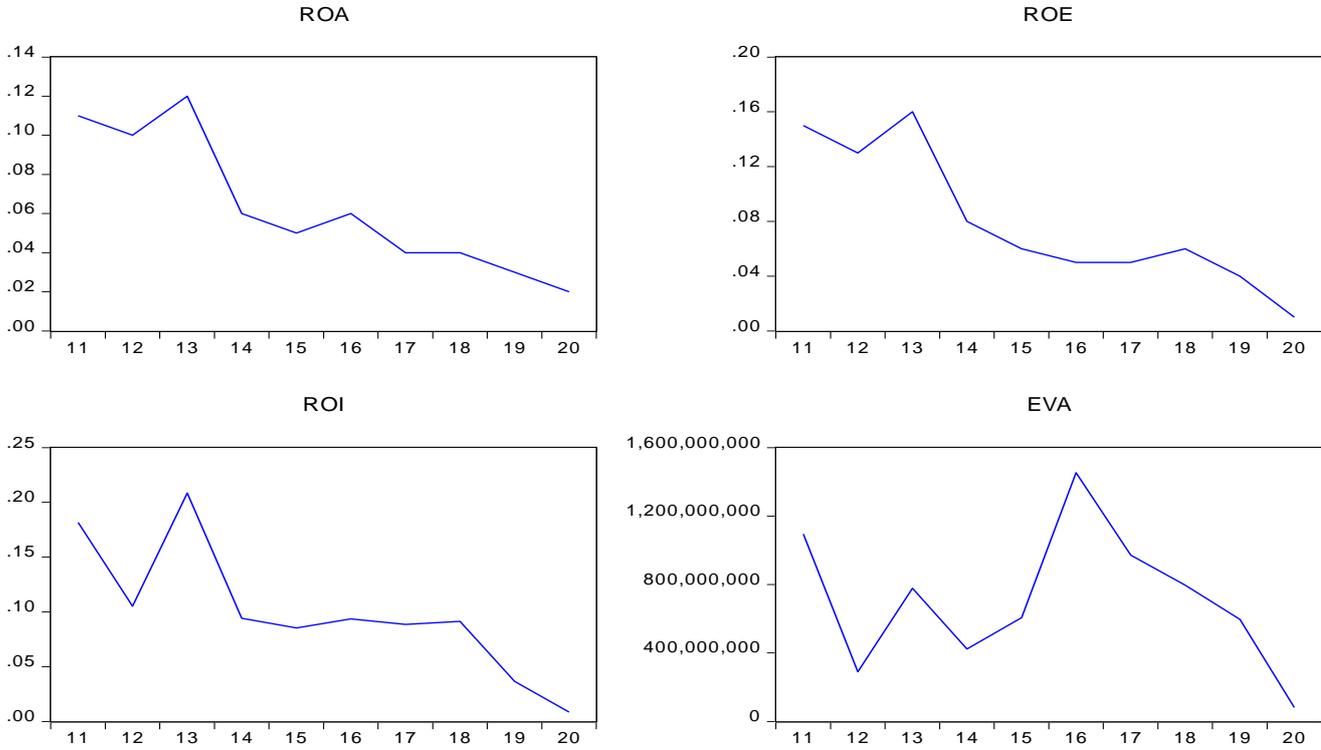
2. التحقق من مدى اقتراب البيانات من توزيعها الطبيعي (Distribution Normal)

تم استخدام اختبار (Jarque-Bera) من خلال حزمة البرنامج الاحصائي الاقتصادي (Eviews) وتكون قاعدة القرار لقبول الفرضية العدمية بأن البيانات تتبع التوزيع الطبيعي إذا كانت القيمة الاحتمالية للاختبار أكبر من 0.05 وبذلك لا يكون هناك مشكلة في التوزيع الطبيعي.

من خلال الجداول (2-13)، (2-14)، (2-15)، (2-16) يتبين أن جميع المتغيرات محل الدراسة تتبع التوزيع الطبيعي حيث جاءت القيم الاحتمالية 0.89، 0.59، 0.63، 0.8 أكبر من 0.05 و بذلك لا توجد مشاكل في التوزيع الطبيعي.

3. التمثيل البياني للسلاسل الزمنية (ROA) (EVA) (ROI) (ROE):

الشكل رقم (2-14): المنحنيات البيانية للسلاسل الزمنية (ROA) (EVA) (ROI) (ROE)



المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على Eviews

المطلب الثاني: اختبار استقرارية السلاسل الزمنية

غالبا ما تتسم السلاسل الزمنية التي تصف المتغيرات الاقتصادية بعدم الاستقرار وذلك لكون معظمها يتغير وينمو مع الزمن مما يجعل من متوسطها وتباينها غير مستقرين، ولذلك كان من الضروري إجراء اختبار استقرار السلاسل الزمنية، ولإجراء اختبار السلاسل الزمنية يجب الاعتماد على اختبارات ديكي- فولر الموسعة (ADF).

1. اختبار استقرارية سلسلة القيمة الاقتصادية المضافة

لاختبار استقرارية سلسلة القيمة الاقتصادية المضافة نقوم بتطبيق اختبار جذر الوحدة المتمثل في اختبار ديكي- فولر المطور (ADF) مقابل الفرضية التالية:

H_0 : السلسلة لها جذر وحدوي أي أنها غير مستقرة.

H_1 : السلسلة ليس لها جذر وحدوي أي أنها مستقرة

الجدول رقم (2-13): اختبار ديكي فولر الموسع لاستقرار السلاسل الزمنية للقيمة الاقتصادية المضافة

القرار	القيمة المحروجة عند مستوى 5%	قيمة ADF المحسوبة	المتغيرات
غير مستقرة	-3.259808	-2.237011	EVA

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على الملحق رقم 18

الفصل الثاني دراسة قياسية لتحديد مدى تأثير مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على تقييم الأداء المالي

من خلال الجدول نلاحظ قيمة الاحصائية المحسوبة لاختبار (ADF) هي $\tau_c = -2.237011$ وهي أكبر من القيمة الحرجة $\tau_{tab} = -3.259808$ عند مستوى معنوية $\alpha = 0.05$ وعليه نقبل الفرضية الصفرية H_0 حول عدم استقرار هذه السلسلة.

من أجل جعل هذه السلسلة مستقرة نقوم باستخدام الفروقات من الدرجة الأولى لهذه السلسلة ثم نقوم بإجراء اختبار (ADF) مرة أخرى فنحصل على النتائج التالية:

الجدول رقم (2-14): اختبار ديكي فولر الموسع لاستقرار السلاسل الزمنية للقيمة الاقتصادية المضافة الفرق الأول

المتغيرات	قيمة ADF المحسوبة	القيمة الحرجة عند مستوى 5%	القرار
EVA	-3.854957	-3.320969	مستقرة

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على الملحق رقم 19

من خلال الجدول نلاحظ قيمة الإحصائية المحسوبة لاختبار (ADF) هي $\tau_c = -3.854957$ وهي أقل من القيمة الحرجة $\tau_{tab} = -3.320969$ عند مستوى معنوية $\alpha = 0.05$ وعليه نرفض الفرضية الصفرية H_0 نقبل الفرضية البديلة حول عدم وجود جذر الوحدة لسلسلة القيمة الاقتصادية المضافة أي أنّ هذه السلسلة مستقرة أي متكاملة من الدرجة الأولى أي $I(1)$.

2. اختبار استقرار سلسلة العائد على الأصول.

لاختبار استقرار سلسلة القيمة الاقتصادية المضافة نقوم بتطبيق اختبار جذر الوحدة المتمثل في اختبار ديكي- فولر المطور (ADF) مقابل الفرضية التالية:

H_0 : السلسلة لها جذر وحدوي أي أنّها غير مستقرة.

H_1 : السلسلة ليس لها جذر وحدوي أي أنّها مستقرة

الجدول رقم (2-15): اختبار ديكي فولر الموسع لاستقرار السلاسل الزمنية للعائد على الاصول

المتغيرات	قيمة ADF المحسوبة	القيمة الحرجة عند مستوى 5%	القرار
ROA	-1.045720	-3.259808	غير مستقرة

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على الملحق رقم 20

من خلال الجدول نلاحظ قيمة الاحصائية المحسوبة لاختبار (ADF) هي $\tau_c = -1.045720$ وهي أكبر من القيمة الحرجة $\tau_{tab} = -3.259808$ عند مستوى معنوية $\alpha = 0.05$ وعليه نقبل الفرضية الصفرية H_0 حول عدم استقرار هذه السلسلة.

من أجل جعل هذه السلسلة مستقرة نقوم باستخدام الفروقات من الدرجة الأولى لهذه السلسلة ثم نقوم بإجراء اختبار (ADF) مرة أخرى فنحصل على النتائج التالية:

الفصل الثاني دراسة قياسية لتحديد مدى تأثير مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على تقييم الأداء المالي

الجدول رقم(2-16): اختبار ديكي فولر الموسع لاستقرار السلاسل الزمنية للعائد على الاصول عند الفرق الأول

المتغيرات	قيمة ADF المحسوبة	القيمة الحرجة عند مستوى 5%	القرار
ROA	-3.940595	-3.403313	مستقرة

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على الملحق رقم 21

من خلال الجدول نلاحظ قيمة الإحصائية المحسوبة لاختبار (ADF) هي $\tau_c = -3.940595$ وهي أقل من القيمة الحرجة $\tau_{tab} = -3.403313$ عند مستوى معنوية $\alpha = 0.05$ وعليه نرفض الفرضية الصفرية H_0 نقبل الفرضية البديلة H_1 حول عدم وجود جذر الوحدة لسلسلة القيمة الاقتصادية المضافة أي أنّ هذه السلسلة مستقرة أي متكاملة من الدرجة الأولى أي $I(1)$.

3. اختبار استقرارية سلسلة العائد على حقوق الملكية

لاختبار استقرارية سلسلة القيمة الاقتصادية المضافة نقوم بتطبيق اختبار جذر الوحدة المتمثل في اختبار ديكي - فولر المطور (ADF) مقابل الفرضية التالية:

H_0 : السلسلة لها جذر وحدوي أي أنّها غير مستقرة.

H_1 : السلسلة ليس لها جذر وحدوي أي أنّها مستقرة

الجدول رقم(2-17): اختبار ديكي فولر الموسع لاستقرار السلاسل الزمنية للعائد على حقوق الملكية

المتغيرات	قيمة ADF المحسوبة	القيمة الحرجة عند مستوى 5%	القرار
ROE	-0.951167	-3.259808	غير مستقرة

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على الملحق رقم 22

من خلال الجدول نلاحظ قيمة الاحصائية المحسوبة لاختبار (ADF) هي $\tau_c = -0.951167$ وهي أكبر من القيمة الحرجة $\tau_{tab} = -3.259808$ عند مستوى معنوية $\alpha = 0.05$ وعليه نقبل الفرضية الصفرية H_0 حول عدم استقرارية هذه السلسلة.

من أجل جعل هذه السلسلة مستقرة نقوم باستخدام الفروقات من الدرجة الأولى لهذه السلسلة ثمّ نقوم بإجراء اختبار (ADF) مرة أخرى فنحصل على النتائج التالية:

الجدول رقم(2-18): اختبار ديكي فولر الموسع لاستقرار السلاسل الزمنية للعائد على حقوق الملكية الفرق الأول

المتغيرات	قيمة ADF المحسوبة	القيمة الحرجة عند مستوى 5%	القرار
ROE	-3.436672	-3.320969	مستقرة

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على الملحق رقم 23

من خلال الجدول نلاحظ قيمة الإحصائية المحسوبة لاختبار (ADF) هي $\tau_c = -3.436672$ وهي أقل من القيمة الحرجة $\tau_{tab} = -3.320969$ عند مستوى معنوية $\alpha = 0.05$ وعليه نرفض الفرضية الصفرية H_0 نقبل الفرضية

الفصل الثاني دراسة قياسية لتحديد مدى تأثير مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على تقييم الأداء المالي

البديلة حول عدم وجود جذر الوحدة لسلسلة القيمة الاقتصادية المضافة أي أنّ هذه السلسلة مستقرة أي متكاملة من الدرجة الأولى أي $I(1)$.

4. سلسلة العائد على الاستثمار.

لاختبار استقرارية سلسلة القيمة الاقتصادية المضافة نقوم بتطبيق اختبار جذر الوحدة المتمثل في اختبار ديكي- فولر المطور (ADF) مقابل الفرضية التالية:

H_0 : السلسلة لها جذر وحدوي أي أنّها غير مستقرة.

H_1 : السلسلة ليس لها جذر وحدوي أي أنّها مستقرة

الجدول رقم (2-19): اختبار ديكي فولر الموسع لاستقرار السلاسل الزمنية للعائد على الاستثمار

المتغيرات	قيمة ADF المحسوبة	القيمة الحرجة عند مستوى 5%	القرار
ROI	-0.001981	-3.320969	غير مستقرة

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على الملحق رقم 24

من خلال الجدول نلاحظ قيمة الاحصائية المحسوبة لاختبار (ADF) هي $\tau_c = -0.001981$ وهي أكبر من القيمة الحرجة $\tau_{tab} = -3.320969$ عند مستوى معنوية $\alpha = 0.05$ وعليه نقبل الفرضية الصفرية H_0 حول عدم استقرارية هذه السلسلة.

من أجل جعل هذه السلسلة مستقرة نقوم باستخدام الفروقات من الدرجة الأولى لهذه السلسلة ثمّ نقوم بإجراء اختبار (ADF) مرة أخرى فنحصل على النتائج التالية:

الجدول رقم (2-20): اختبار ديكي فولر الموسع لاستقرار السلاسل للعائد على الاستثمار

المتغيرات	قيمة ADF المحسوبة	القيمة الحرجة عند مستوى 5%	القرار
ROI	-4.267889	-4.107833	مستقرة

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على الملحق رقم 25

من خلال الجدول نلاحظ قيمة الإحصائية المحسوبة لاختبار (ADF) هي $\tau_c = -4.267889$ وهي أقل من القيمة الحرجة $\tau_{tab} = -4.107833$ عند مستوى معنوية $\alpha = 0.05$ وعليه نرفض الفرضية الصفرية H_0 نقبل الفرضية البديلة حول عدم وجود جذر الوحدة لسلسلة القيمة الاقتصادية المضافة أي أنّ هذه السلسلة مستقرة أي متكاملة من الدرجة الأولى أي $I(1)$.

المطلب الثالث: تقدير نموذج الانحدار وتقييم نتائج التقدير

1. العلاقة بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة و مؤشر العائد على الاصول.

1.1 بناء النموذج :

سيتم بناء نموذج قياسي لقياس أثر القيمة الاقتصادية المضافة كمتغير مستقل على المتغير التابع المتمثل في العائد على الأصول تم الاعتماد على طريقة معادلة الانحدار الخطي البسيط (Simple linear Regression Model) لتقدير

الفصل الثاني دراسة قياسية لتحديد مدى تأثير مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على تقييم الأداء المالي

النموذج القياسي لقياس أثر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) على العائد على الأصول (ROA) وهذا وفق مايلي:
سنقوم في هذا الجزء بإختبار النموذج التالي انطلاقاً من معادلة الانحدار الخطي البسيط:

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + e_i$$

$$ROA = \beta_0 + \beta_1 EVA + e_i$$

الجدول رقم(2-21): نتائج تحليل نموذج الانحدار الخطي البسيط

Dependent Variable : ROA				
Method : Least Squares				
Date : 05/09/22 Time : 18 :26				
Sample : 2011 2020				
Included observations : 10				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.060381	0.010111	5.971776	0.0003
EVA	0.021119	0.012164	1.736221	0.1207
R-squared	0.273682	Mean dependent var		0.063000
Adjusted R-squared	0.182893	S.D. dependent var		0.034976
S.E. of regression	0.031616	Akaike info criterion		-3.893427
Sum squared resid	0.007997	Schwarz criterion		-3.832910
Log likelihood	21.46714	Hannan-Quinn criter.		-3.959814
F-statistic	3.014463	Durbin-Watson stat		0.343031
Prob(F-statistic)	0.120736			

المصدر: بالاعتماد على مخرجات برنامج EVIEWS

2.1 تقييم النموذج وفقاً للمعيار الاقتصادي.

- إشارة الثابت موجبة بقيمة 0.060381 وهي تمثل قيمة العائد على الأصول عندما تكون قيمة المتغير المستقل القيمة الاقتصادية المضافة تساوي الصفر.
- إشارة معامل المتغير القيمة الاقتصادية المضافة موجبة 0.021119 تدل على وجود علاقة طردية بينها وبين العائد على الأصول و قيمة احتمالية فيشر 0.120736 وهي أكبر من 0.05 وبالتالي النموذج غير معنوي إحصائياً.
- يدل معامل التحديد R-squared بقيمة 0.273682 على أن 27 % من التغيرات في العائد على الأصول سببها المتغير المستقل القيمة الاقتصادية المضافة و هو تأثير ضعيف بينما تفسر عوامل أخرى النسبة المتبقية أي 73% وهي نسبة كبيرة جداً.
- جاءت قيمة F-statistic = 3.014463 بقيمة احتمالية 0.120736 أكبر من 0.05 تدل على عدم معنوية الانحدار و أثر المتغير المستقل على المتغير التابع.

2. العلاقة بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة و مؤشر العائد على حقوق الملكية.

1.2 بناء النموذج :

سيتم بناء نموذج قياسي لقياس أثر القيمة الاقتصادية المضافة كمتغير مستقل على المتغير التابع المتمثل في العائد على حقوق الملكية ، تم الاعتماد على طريقة معادلة الانحدار الخطي البسيط (Simple linear Regression Model)

الفصل الثاني دراسة قياسية لتحديد مدى تأثير مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على تقييم الأداء المالي

لتقدير النموذج القياسي لقياس أثر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) على العائد على الأصول (ROE) سنقوم في هذا الجزء بإختبار النموذج التالي انطلاقاً من معادلة الانحدار الخطي البسيط:

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + e_i$$

$$ROE = \beta_0 + \beta_1 EVA + e_i$$

الجدول رقم(2-22): نتائج تحليل نموذج الانحدار الخطي البسيط

Dependent Variable: ROE				
Method: Least Squares				
Date: 05/09/22 Time: 18:29				
Sample: 2011 2020				
Included observations: 10				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.075874	0.015419	4.920943	0.0012
EVA	0.025213	0.018549	1.359299	0.2111
R-squared	0.187627	Mean dependent var	0.079000	
Adjusted R-squared	0.086080	S.D. dependent var	0.050431	
S.E. of regression	0.048212	Akaike info criterion	-3.049559	
Sum squared resid	0.018595	Schwarz criterion	-2.989042	
Log likelihood	17.24779	Hannan-Quinn criter.	-3.115946	
F-statistic	1.847693	Durbin-Watson stat	0.387071	
Prob(F-statistic)	0.211127			

المصدر: بالاعتماد على مخرجات برنامج EVIEWS

2.2 تقييم النموذج وفقاً للمعيار الاقتصادي.

- إشارة الثابت موجبة بقيمة 0.075874 وهي تمثل قيمة العائد على حقوق الملكية عندما تكون قيمة المتغير المستقل القيمة الاقتصادية المضافة تساوي الصفر.
- إشارة معامل المتغير القيمة الاقتصادية المضافة موجبة 0.025213 تدل على وجود علاقة طردية بينها وبين العائد على حقوق الملكية و قيمة احتمالية فيشر 0.211127 وهي أكبر من 0.05 وبالتالي النموذج غير معنوي إحصائياً.
- يدل معامل التحديد R-squared بقيمة 0.187627 على أن 18.6 % من التغيرات في العائد على حقوق الملكية سببها المتغير المستقل القيمة الاقتصادية المضافة و هو تأثير ضعيف جداً بينما تفسر عوامل أخرى النسبة المتبقية أي 82.4% وهي نسبة كبيرة جداً.
- جاءت قيمة F-statistic = 1.847693 بقيمة احتمالية 0.211127 أكبر من 0.05 تدل على عدم معنوية الانحدار و أثر المتغير المستقل على المتغير التابع.

3. العلاقة بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة و مؤشر العائد على الاستثمار.

1.3 بناء النموذج :

سيتم بناء نموذج قياسي لقياس أثر القيمة الاقتصادية المضافة كمتغير مستقل على المتغير التابع المتمثل في العائد على الاستثمار ، تم الاعتماد على طريقة معادلة الانحدار الخطي البسيط (Simple linear Regression Model)

الفصل الثاني دراسة قياسية لتحديد مدى تأثير مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على تقييم الأداء المالي

لتقدير النموذج القياسي لقياس أثر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) على العائد على الأصول (ROA) سنقوم في هذا

الجزء بإختبار النموذج التالي انطلاقاً من معادلة الانحدار الخطي البسيط: $Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + e_i$

$$ROI = \beta_0 + \beta_1 EVA + e_i$$

الجدول رقم (2-23): نتائج تحليل نموذج الانحدار الخطي البسيط

Dependent Variable: ROI				
Method: Least Squares				
Date: 05/09/22 Time: 18:27				
Sample: 2011 2020				
Included observations: 10				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.094411	0.014775	6.389834	0.0002
EVA	0.045071	0.017775	2.535676	0.0349
R-squared	0.445586	Mean dependent var	0.100000	
Adjusted R-squared	0.376284	S.D. dependent var	0.058500	
S.E. of regression	0.046201	Akaike info criterion	-3.134792	
Sum squared resid	0.017076	Schwarz criterion	-3.074275	
Log likelihood	17.67396	Hannan-Quinn criter.	-3.201179	
F-statistic	6.429653	Durbin-Watson stat	0.732866	
Prob(F-statistic)	0.034945			

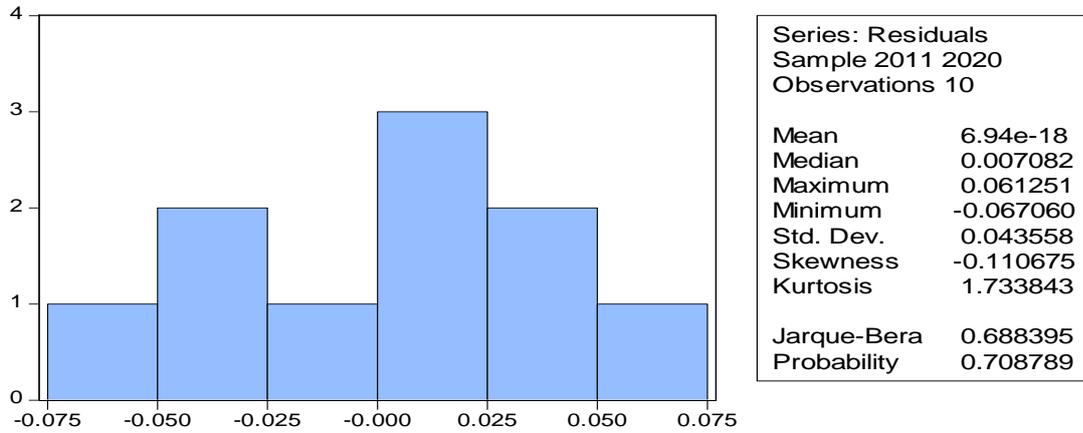
المصدر: بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews

2.3 تقييم النموذج وفقاً للمعيار الاقتصادي.

- إشارة الثابت موجبة بقيمة 0.094411 وهي تمثل قيمة العائد على الاستثمار عندما تكون قيمة المتغير المستقل القيمة الاقتصادية المضافة تساوي الصفر.
- إشارة معامل المتغير القيمة الاقتصادية المضافة موجبة 0.045071 تدل على وجود علاقة طردية بينها وبين العائد على الاستثمار و قيمة احتمالية فيشر 0.034945 وهي أقل من 0.05 وبالتالي النموذج معنوي إحصائياً.
- يدل معامل التحديد R-squared بقيمة 0.445586 على أن 44.5 % من التغيرات في العائد على الاستثمار سببها المتغير المستقل القيمة الاقتصادية المضافة .
- جاءت قيمة F-statistic = 6.429653 بقيمة احتمالية 0.034945 أقل من 0.05 تدل على معنوية الانحدار و أثر المتغير المستقل على المتغير التابع.
- بناء على النتائج السابقة تم تقدير العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والعائد على الأصول وفق المعادلة التالية:

$$ROI = 0.0944112231426 + 0.0450707811085 EVA$$
- هناك تأثير للقيمة المضافة على العائد في الاستثمار بحيث أن زيادة القيمة المضافة بوحدة واحدة سوف يؤدي الى زيادة العائد في الاستثمار (ROI) بـ 0.045
- نلاحظ حسب الشكل الموالي ان $prob = 0.70$ وهي أكبر من 0.05 وعليه فان البواقي تتبع توزيع طبيعي.

الشكل رقم (2-15): يبين توزيع البواقي



المصدر: بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews

4. دراسة المشاكل القياسية

الجدول رقم (2-24): يوضح اختبار white

Heteroskedasticity Test: White				
F-statistic	0.867182	Prob. F(2,7)	0.4608	
Obs*R-squared	1.985679	Prob. Chi-Square(2)	0.3705	
Scaled explained SS	0.466297	Prob. Chi-Square(2)	0.7920	
Test Equation:				
Dependent Variable: RESID^2				
Method: Least Squares				
Date: 05/09/22 Time: 18:48				
Sample: 2011 2020				
Included observations: 10				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.001358	0.000716	1.898111	0.0995
EVA	0.000365	0.000943	0.387432	0.7099
EVA^2	0.000440	0.000870	0.505570	0.6287
R-squared	0.198568	Mean dependent var		0.001708
Adjusted R-squared	-0.030413	S.D. dependent var		0.001542
S.E. of regression	0.001565	Akaike info criterion		-9.838277
Sum squared resid	1.71E-05	Schwarz criterion		-9.747501
Log likelihood	52.19138	Hannan-Quinn criter.		-9.937857
F-statistic	0.867182	Durbin-Watson stat		1.667827
Prob(F-statistic)	0.460822			

المصدر: بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews

من خلال الجدول أعلاه يتضح أن نتائج اختبار (Whit) لدراسة المشاكل القياسية كانت على النحو التالي:

- $0.4608 = \text{Prob. F}(2,7)$ وهي أكبر من 0.05
- $0.3705 = \text{Prob. Chi-Square}(2)$ وهي أكبر من 0.05
- $0.7920 = \text{Prob. Chi-Square}(2)$ وهي أكبر من 0.05

وبالتالي هناك استقلالية في الأخطاء

خلاصة

من أجل معرفة مدى تأثير مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على مؤشرات الاداء التقليدية لمجمع صيدال خلال الفترة 2011 إلى 2020، تم تطبيق الخطوات المنهجية سابقة الذكر، باعتماد نموذج الانحدار الخطي البسيط وبناء نموذج رياضي، حيث تين ان القيمة الاقتصادية المضافة تلعب دور كبير في قياس أداء المؤسسات وتحديد مدى قدرتها على التأثير على مؤشرات الأداء المالي التقليدية، وبينت معظم النتائج التي تم التوصل إليها أن مجمع صيدال قادر على خلق ثروة وقيمة لمساهميته ولكل الأطراف ذات المصلحة خلال كل فترة الدراسة، إلا أنها كانت متقلبة وتتفاوت من سنة إلى أخرى وهذا راجع إلى أثر أزمة كوفيد 2019 على تقلب الأسواق المالية بسبب عدم اليقين بشأن التأثير الاقتصادي للجائحة .

خاتمة

في هذه الدراسة قمنا بمعالجة اشكالية دراسة أثر القيمة الاقتصادية المضافة على مؤشرات تقييم الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية المدرجة في البورصة واختبار هذه العلاقة بناء على تحليل البيانات المالية لمجمع صيدال خلال الفترة الممتدة من 2011 إلى غاية 2020 بحيث بناء على فرضيات الدراسة تمت معالجة الموضوع بشكل مفصل ، تبين من خلال كل ما سبق أن القيمة الاقتصادية المضافة تلعب دور مهم في قياس و تقييم الأداء المالي وتحديد مدى تأثيرها على مؤشرات الأداء التقليدية.

في الأخير نستخلص مختلف النتائج التي تم التوصل إليها وذلك لمعرفة مدى صحة الفرضيات من عدمها إضافة إلى التوصيات والاقتراحات لتجسيد آفاق مستقبلية.

• نتائج البحث و اختبار الفرضيات:

1. الفرضية الأولى: لا يوجد اختلاف بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة و مؤشرات تقييم الأداء التقليدية في قياس

وتقييم الأداء، تم نفي هذه الفرضية اعتمادا على نتائج الدراسة النظرية من خلال النتائج التالية:

- ظهور مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة للحد من النقائص والسلبيات التي تحتوي عليها المؤشرات التقليدية التي لا تأخذ تكلفة راس المال بعين الاعتبار.

- تعكس القيمة الاقتصادية المضافة الصورة الحقيقية لأرباح المؤسسة بالرغم من الصعوبات التي تعترضنا عند احتسابها لاعتمادها عند على الكثير من التعديلات التي تجعلها صعبة التحقيق.

2. الفرضية الثانية: توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة و مؤشري العائد على الاصول و العائد على حقوق الملكية، تم نفي هذه الفرضية وذلك من خلال النتائج التالية:

أظهرت نتائج الدراسة عدم وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين مؤشري العائد على حقوق الملكية والعائد على الأصول و القيمة الاقتصادية المضافة ، بحيث جاءت قيمة $F\text{-statistic} = 1.847693$ بقيمة احتمالية 0.211127 أكبر من 0.05 تدل على عدم معنوية الانحدار و أثر المتغير المستقل على المتغير التابع و معامل التحديد $R\text{-squared}$ بقيمة 0.187627 دل على أن 18.6 % من التغيرات في العائد على حقوق الملكية سببها المتغير المستقل القيمة الاقتصادية المضافة و هو تأثير ضعيف ، و قيمة $F\text{-statistic} = 3.014463$ بقيمة احتمالية 0.120736 أكبر من 0.05 تدل على عدم معنوية الانحدار و أثر المتغير المستقل على المتغير التابع و معامل التحديد $R\text{-squared}$ بقيمة 0.273682 دل على أن 27 % من التغيرات في العائد على الأصول سببها المتغير المستقل القيمة الاقتصادية المضافة و هو تأثير ضعيف بينما تفسر عوامل أخرى النسبة المتبقية أي 73%.

3. الفرضية الثالثة: لا توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة و مؤشر العائد على الاستثمار. تم نفي هذه الفرضية وهذا من خلال النتائج التالية :

أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة و العائد على الاستثمار ، حيث جاءت قيمة $F\text{-statistic} = 6.429653$ بقيمة احتمالية 0.034945 أقل من 0.05 تدل على معنوية الانحدار و أثر المتغير المستقل على المتغير التابع ، معامل التحديد $R\text{-squared}$ بقيمة 0.445586

خاتمة

دل على أن 44.5% من التغيرات في العائد على الاستثمار سببها المتغير المستقل القيمة الاقتصادية المضافة ، كما أن إشارة معامل المتغير القيمة الاقتصادية المضافة موجبة 0.045071 تدل على وجود علاقة طردية بينها وبين العائد على الاستثمار و إشارة الثابت موجبة بقيمة 0.094411 وهي تمثل قيمة العائد على الاستثمار عندما تكون قيمة المتغير المستقل القيمة الاقتصادية المضافة تساوي الصفر، بناء على النتائج السابقة وبعد تقدير العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والعائد على الأصول وفق المعادلة التالية:

$$\text{ROI} = 0.0944112231426 + 0.0450707811085 \text{ EVA}$$

إذن تبين أن هناك تأثير للقيمة المضافة على العائد في الاستثمار بحيث أن زيادة القيمة المضافة بوحدة واحدة سوف يؤدي الى زيادة العائد في الاستثمار (ROI) بـ 0.045 .

من خلال ما سبق و في ظل النتائج التي تم التوصل اليها نقترح التوصيات التالية:

- ضرورة الاعتماد على مؤشر القيمة الاقتصادية كمدخل مهم في تقييم الأداء المالي ولتقييم القرارات الاستثمارية
- تمكين اجراء مزيد من الدراسات التي تسمح بقياس فعالية مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في تقييم الأداء لإعطاء صورة حقيقية للوضع المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في البورصة.
- ضرورة الاهتمام أكثر بمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة لأنه يعتبر مقياس مهم و فعال في إظهار قدرة المؤسسة على إنشاء القيمة وتعظيمها.

قائمة المراجع

1. إكرام فانة عبد الرحمان. (2009). قياس العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والعائد على الاسهم في الشركة السعودية المساهمة (رسالة ماجستير). المملكة العربية السعودية: جامعة جدة.
2. السعيد بريكة ، سمير مسعي. (أفريل, 2009). تقييم المنشأة الاقتصادية مدخل القيمة الاقتصادية المضافة. الجزائر: جامعة محمد بوضياف.
3. الشريف جاب الله. (2009). دور التكاليف المعيارية في تحسين أداء المؤسسة الاقتصادية-دراسة حالة المؤسسة الوطنية للدهن سوق اهراس- (رسالة ماجستير). كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، باتنة: جامعة الحاج لخضر.
4. الهواري سويسي، و حميدة رمضاني. (2017). قياس أداء المؤسسة الاقتصادية الجزائرية من منظور خلق القيمة باستخدام مؤشرات الأداء الحديثة دراسة حالة مجمع صيدال للفترة 2010-2015. جامعة غرداية.
5. إلياس بن ساسي، و يوسف قريشي. (2011). التسيير المالي الادارة المالية (الإصدار الطبعة الاولى). عمان، الاردن: دار وائل للنشر والتوزيع.
6. أمال معروف. (2000). الانتقال من الأداء المالي إلى الاداء الاستراتيجي (رسالة ماجستير). كلية العلوم الاقتصادية والتجارة وعلوم التسيير، تخصص إدارة أعمال، جامعة الجزائر1، الجزائر.
7. حسنية صيفي، و نوال بن عمارة. (2015). قياس الاداء المالي باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة دراسة حالة المؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40 خلال الفترة الممتدة (2008-2013). مجلة الباحث(15)، الصفحات.
8. حميدة رمضاني. (17, 12, 2018). دراسة تقييمية لاستراتيجية النمو الخارجي للمؤسسة الاقتصادية من منظور خلق القيمة، دراسة حالة مجمع صيدال خلال الفترة الممتدة من 2010-2015 (اطروحة دكتورا). كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم تسيير، ورقلة: جامعة قاصدي مرباح.
9. زينب بن مراد. (2014). مساهمة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA في تقييم الأداء المالي لمؤسسات القطاع الخاص بالجزائر دراسة حالة مؤسسة NCA ROUBA خلال الفترة 2010-2013(رسالة ماجستير). الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، ورقلة: جامعة قاصدي مرباح.
10. سارة بوشاهد . (2019-2020). قياس أداء المؤسسة الاقتصادية الجزائرية من منظور خلق القيمة باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة دراسة قياسية لمجمع صيدال خلال الفترة (2002-2018) (مذكرة ماستر). قالمة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير. قسم علوم تسيير: جامعة 8ماي 1945.
11. سويسي هواري. (01, 06, 2009). دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة. مجلة الباحث، 07.
12. صالح علاء عبد الحسين، و فاضل عدي صفاء الدين. (2012). علاء عبد الحسين صالح وعدي صفاء الدين فاضل، تقييم أداء الشركات العراقية باستخدام نموذج العائد على حقوق الملكية "دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للفترة 2008-2010. مجلة الغزي للعلوم الاقتصادية(25)،.

13. عادل عشي. (2001-2002). الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية قياس وتقييم-دراسة حالة مؤسسة صناعات الكوابل بسكرة- 2000-2002 (رسالة ماجستير). كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية, قسم علوم التسيير، بسكرة: جامعة محمد خيضر.
14. عبد الغاني دادن . (2006-2007). قياس وتقييم الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية نحو إرساء نموذج للإنذار المبكر باستعمال المحاكاة المالية-حالة بورصتي الجزائر وباريس- كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير: جامعة الجزائر.
15. عبد الكريم بوحادرة. (2011-2012). أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة دور سياسة توزيع الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم(رسالة ماجستير). العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسنطينة: جامعة منتوري.
16. علي أحمد علي مقبل . (بلا تاريخ). دراسة لنموذج القيمة الاقتصادية المضافة كأداة مكتملة أدوات تقوم أداء الشركات الصناعية والتعديات المقترحة احتسابها "دراسة تطبيقية". ، .
17. عمار بن مالك. (2010-2011). المنهج الحديث للتحليل المالي الأساسي في تقييم الأداء- دراسة حالة شركة إسمنت السعودية-للفترة الممتدة من2010-2006 (رسالة ماجستير). كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير, تخصص ادارة مالية، قسنطينة: جامعة منتوري .
18. قدومي و آخرون ثائر عدنان . (2011). أيهما أكثر قدرة على تفسير التغيير في القيم السوقية لأسهم أي القيمة الاقتصادية المضافة EVA أم معايير الأداء التقليدية. جامعة العلوم التطبيقية، الأردن، عمان.
19. لطيفة بكوش. (2016-2017). مساهمة التسيير على أساس الأنشطة في تحسين أداء المؤسسات الاقتصادية الجزائرية(أطروحة دكتوراه). الجزائر، كلية علوم التجارة والاقتصاد وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، بسكرة: جامعة محمد خيضر.
20. محمد احمد الحوراني. (2018). القيمة الاقتصادية المضافة والمؤشرات المالية كمعيار لتقييم الأداء المالي دراسة مقارنة(رسالة ماجستير). الاردن، عمادة البحث العلمي والدراسات العليا, المالية وإدارة المخاطر: جامعة العلوم التطبيقية الخاصة.
21. محمد جموعي قريشي. (01 06, 2005). تقييم أداء المؤسسات المصرفية دراسة حالة لمجموعة من البنوك الجزائرية - خلال الفترة 1994 . 2000. مجلة الباحث،.
22. محمد سامي لزعر. (2011-2012). التحليل المالي للقوائم المالية وفق النظام المحاسبي المالي-دراسة حالة- (رسالة ماجستير). كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير, قسم التسيير، قسنطينة: جامعة منتوري.
23. محمد صالح حناوي، و ابراهيم العيد جلال. (2002). الإدارة المالية مدخل القيمة و اتخاذ القرارات. القاهرة: الدار الجامعية.

24. نصيرة علاوي. (2014-2015). دور اليقظة الاستراتيجية في تحسين تنافسية المؤسسة دراسة حالة مجمع صيدال (أطروحة دكتوراه). الجزائر، كلية العلوم الإقتصادية و التجارية و علوم التسيير، تلمسان: جامعة ابي بكر بلقايد.
25. هشام بحري. (17, 03, 2012). هشام بحري، مقاييس الأداء المبنية على القيمة من وجهة نظر المساهم: بين النظرية والتطبيق. مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، 01(01)،.
26. هوارى سويسي. (2008). تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الإقتصادية بالجزائر (اطروحة دكتوراه). الجزائر: جامعة يوسف بن خدة.
27. وداد بوطيب. (2015-2016). قياس الأداء المالي باستخدام مؤشر القيمة الإقتصادية المضافة مقارنة بالمؤشرات التقليدية دراسة حالة المؤسسات الإقتصادية المدرجة في بورصة الجزائر للفترة (2000-2015) (مذكرة ماستر). ورقلة، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، الجزائر: جامعة قاصدي مرباح.
28. يحي فريك. (2011-2012). استراتيجيات التكامل العمودي في قطاع الصناعة دراسة حالة مجمع صيدال (رسالة ماجستير). كلية العلوم الإقتصادية و التجارية و علوم التسيير، قسم العلوم الإقتصادية، بسكرة: جامعة محمد خيضر.

المراجع الاجنبية

29. Hoarau, C. (2001). maitriser ladiagnostic financier. france;Paris.
30. Andreea Paula, C. E. (s.d.). EVA Versus Traditional Accounting Measures of Performance As Drivers of Shareholder value: A Comparative, Analysis, Romanian-American. Bucharest: University, Bucharest.
31. Angèle, R., & Nicolas, B. (2010, 12 9). MESURE DE LA PERFORMANCE GLOBALE DES ENTREPRISES. HAL,
32. Hejaz, R., & Maleki Oskoue, M. (2007). The information content of Cash Value Added (CVA) and P/E ratio: Evidence on association with Stock Returns for industrial companies in the Tehran Stock Exchange. Iranian Accounting & Auditing Review,
33. Jérôme, C., & Gérard, H. (2005). CREATION DE VALEUR ETGOUVERNANCE DE L'ENTREPRISE. paris.
34. Robert, F., Michael, H., & Cheri, S. (1998, 12). the building blocks for successful global organizations in the 21st century. European Management Journal,
35. Weissenrieder, F. (1997, 12 1). VALUE BASED MANAGEMENT Economic Value Added or Cash Value Added? FWC AB(03),

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 goodwill)				
	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	188 252 036,52
	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	18 566 400 046,63	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

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
	Ecart de réévaluation	645 898 091,73	900 905 964,74
	Écart d'équivalence	0,00	
	Résultat Net	1 965 160 961,44	2 060 480 315,80
	Autres capitaux propres -report à nouveau	28 874 721,33	116 850 810,38
	Intérêts minoritaires	839 268 275,60	764 331 738,25
	TOTAL I	14 746 506 012,32	13 795 482 542,61
	PASSIFS NON COURANTS		
	Emprunts et dettes financières	1 851 741 010,35	1 595 341 088,53
	Impôts (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	3 882 241 343,10
	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

GRUPE INDUSTRIEL SAIDAL SPA
 Direction des Finances et du Portefeuille

DATE DE CLOTURE : 31/12/2012

N° DE COMPTES	DESIGNATIONS	31/12/2012	31/12/2011
	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 AJOUTEE 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	-282 932 101,17
	IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	3 926 215 364,31	3 458 879 998,13
	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	730 292 504,92
	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

BILAN 2013

DESIGNATIONS	31/12/2013			31/12/2012
	MONTANTS BRUTS	AMORTS OU PROVISIONS	MONTANTS NETS	
<u>ACTIFS NON COURANTS</u>				
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
<u>ACTIFS COURANTS</u>				
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

DESIGNATIONS	31/12/2013	31/12/2012
<u>CAPITAUX PROPRES</u>		
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
Écarts 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
<u>PASSIFS NON COURANTS</u>		
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
<u>PASSIFS COURANTS</u>		
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

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 AJOUTEE 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 amortis, 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

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	201 799 344,00	189 768 823,00	12 030 521,00	13 511 340,46	-11%
Immobilisations corporelles	0,00	0,00	0,00		
Terminés	4 514 492 953,87	0,00	4 514 492 953,87	4 525 499 753,87	0%
Bâtimens	7 092 781 737,47	5 269 783 914,71	1 762 997 822,76	1 909 285 170,47	-8%
Autres immobilisations corporelles	15 300 746 958,15	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	794%
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 équivalence - 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	109 092 099,30	-5%
Impôts différés actif	463 577 177,79	0,00	463 577 177,79	357 881 232,62	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	0,00		
Clients	5 136 249 341,15	1 687 454 939,36	3 448 794 401,79	3 830 960 856,37	-10%
Autres débiteurs	1 036 790 150,80	0,00	1 036 790 150,80	1 865 186 534,90	-44%
Impôts	601 889 838,47	945 347 828,24	225 642 010,23	115 898 709,75	121%
Autres actifs 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	-6%
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	9 421 650 281,30	20%
Écart de réévaluation	218 627 945,88	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 provisions)	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	1 581 034 485,26	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	963 939 782,75	564 464 142,85	-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

COMPTE DE RESULTAT

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	-815 279 473,31	-740 255 739,42	10%
II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE	-3 833 249 827,85	-4 296 731 000,37	-11%
III - VALEUR AJOUTÉE 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	123 256 224,16	-31%
Autres charges opérationnelles	-204 467 978,10	-135 200 827,62	51%
Dotations aux amortissements et pertes de valeur	-1 130 374 262,15	-1 431 299 338,58	-21%
Réprises 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	-28%
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	-309 812 391,00	-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 L'EXERCICE	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 Résultat dans Sites mises en équivalence	114 182 050,29	293 777 123,74	-61%
RESULTAT NET DE L'EXERCICE	1 477 751 553,22	2 658 147 326,76	-44%

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

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

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 AJOUTEE 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 L'EXERCICE	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 L'EXERCICE	1 509 161 605,06	1 143 817 990,89	67,88%	31,94%

ملحق رقم: 12

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

ملحق رقم: 13

PASSIF	31/12/2018	31/12/2017
CAPITAUX PROPRES		
Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00
Dotations de l'état	0,00	0,00
Autres fonds propres	411 677 000,00	8 721 856 492,20
Primes et réserves -(réserves consolidées)	13 461 406 696,77	12 991 033 164,36
Écarts 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

M/17 - M/18

TABEAU DES COMPTES DE RESULTAT	31/12/2018	31/12/2017	R/O	Evol. 2018/2017
Chiffre d'affaires	10 317 577 775,54	10 265 897 771,06	88,10%	0,50%
Variation stocks produits finis et en cours	272 122 098,95	-558 329 961,16	52,76%	148,74%
Production immobilisée	0,00	0,00	/	/
Subvention d'exploitation	0,00	0,00	/	/
I - PRODUCTION DE L'EXERCICE	10 589 699 874,49	9 707 567 809,90	86,61%	9,09%
Achats consommés	-4 624 142 242,57	-3 755 793 245,73	109,60%	23,12%
Services extérieurs et autres consommations	-1 067 499 186,54	-1 002 621 754,72	100,13%	6,47%
II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE	-5 691 641 429,11	-4 758 415 000,45	107,69%	19,61%
III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I - II)	4 898 058 445,38	4 949 152 809,45	70,56%	-1,03%
Charges de personnel	-3 329 762 210,93	-2 866 108 087,05	104,82%	16,18%
Impôts, taxes et versements assimilés	-169 982 582,04	-167 524 872,66	94,54%	1,47%
IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	1 398 313 652,41	1 915 519 849,74	39,00%	-27,00%
Autres produits opérationnels	1 159 167 515,64	120 876 666,93	7418,71%	858,97%
Autres charges opérationnelles	-188 852 963,84	-58 405 988,66	319,38%	223,35%
Dotations aux amortissements provisions et pertes de valeur	-1 454 793 798,08	-868 249 692,56	89,39%	67,55%
Rapports sur pertes de valeurs et provisions	380 030 983,32	370 500 844,60	56,39%	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%

ACTIF	31/12/2020			31/12/2019
	MONTANTS	AMORTS OU PROVISIONS	MONTANTS NETS	
ACTIF NON COURANT :				
Écart d'acquisition (ou goodwill)	141 648 564,00	0,00	141 648 564,00	141 648 564,00
Immobilisations incorporelles	468 576 191,02	343 249 100,36	125 327 090,76	174 057 244,76
Immobilisations corporelles				
Terreins	4 398 481 823,42	0,00	4 398 481 823,42	3 805 721 423,42
Bâtimens	13 261 407 322,31	5 844 143 212,84	7 417 264 109,47	7 492 164 949,94
Autres immobilisations corporelles	20 778 518 111,59	15 362 335 010,82	5 416 183 100,77	5 632 128 168,46
Immobilisations en concession	0,00	0,00	0,00	0,00
Immobilisations en cours	3 523 900 855,21	0,00	3 523 900 855,21	3 580 260 802,98
Immobilisations financières				
Titres mis en équivalence - entreprises associées	2 134 015 175,22	0,00	2 134 015 175,22	2 960 993 718,84
Autres participations et créances rattachées	335 939 575,00	59 416 028,43	276 523 546,57	48 760 055,87
Autres titres immobilisés	2 002 300 000,00	0,00	2 002 300 000,00	2 500 000 000,00
Prêts et autres actifs financiers non courants	14 614 749,45	0,00	14 614 749,45	107 512 187,56
Impôts différés actifs	352 717 927,73	0,00	352 717 927,73	329 960 563,53
TOTAL ACTIF NON COURANT	47 412 120 294,95	21 609 143 322,35	25 202 976 942,60	26 773 207 679,36
ACTIF COURANT :				
Stocks et encours	7 191 992 769,17	641 539 237,02	6 550 453 532,15	6 887 530 621,19
Créances et emplois similaires				
Clients	5 911 959 706,26	1 887 229 726,08	4 024 729 980,18	3 177 533 740,40
Autres débiteurs	1 316 384 098,39	7 500,00	1 316 376 598,39	1 436 859 091,79
Impôts	188 887 081,60	0,00	188 887 081,60	222 336 344,63
Autres actifs courants	0,00	0,00	0,00	0,00
Disponibilités et assimilés				
Placements et autres actifs financiers courants	18 559 989,19	0,00	18 559 989,19	18 559 989,19
Troisorerie	2 868 002 018,68	82 435 666,36	2 785 566 352,32	1 918 151 410,71
TOTAL ACTIF COURANT	17 495 785 663,29	2 611 212 129,46	14 884 373 833,23	13 660 971 197,91
TOTAL GÉNÉRAL ACTIF	64 907 905 958,24	24 220 355 451,81	40 687 350 476,43	40 434 178 877,27

PASSIF	51/12/2020	51/12/2019
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	411 677 000,00
Primes et réserves - (réserves consolidées)	14 634 151 624,90	14 047 153 641,65
Écarts de réévaluation	3 063 429 710,86	2 686 752 011,24
Écart d'équivalence	1 408 146 175,93	1 905 284 336,88
Résultat net	189 936 341,33	793 514 004,08
Autres capitaux propres - report à nouveau	- 797 268 702,03	- 1 178 074 235,34
Intérêts minoritaires	824 482 635,96	609 971 657,90
TOTAL I	22 234 554 786,95	21 776 278 416,42
PASSIF NON COURANT :		
Emprunts et dettes financières	10 404 842 508,14	10 403 266 267,81
Impôts (différés et provisionnés)	24 094 670,27	21 011 203,32
Autres dettes non courantes	0,00	593 645 268,24
Provisions et produits comptabilisés d'avance	1 626 040 712,04	1 446 788 017,73
TOTAL PASSIF NON COURANT II	12 054 977 890,45	12 464 710 757,10
PASSIF COURANT		
Fournisseurs et comptes rattachés	1 247 407 073,70	1 556 885 668,31
Impôts	175 915 917,23	116 625 268,50
Autres dettes	4 052 684 542,80	3 708 972 235,69
Trésorerie passive	922 010 265,30	810 706 531,25
TOTAL PASSIF COURANT III	6 398 017 799,03	6 193 189 703,75
TOTAL GÉNÉRAL PASSIF	40 687 550 476,43	40 434 178 877,27

Désignation	31/12/2020	31/12/2019	Évolution 2020/2019	R/O
Chiffre d'affaires	9 809 929 760,98	9 392 750 935,10	4,44 %	86,15 %
Variation stocks produits finis et en cours	264 531 468,40	1 085 935 007,08	- 75,64 %	30,22 %
Production immobilisée	0,00	0,00	/	/
Subvention d'exploitation	0,00	0,00	/	/
I - PRODUCTION DE L'EXERCICE	10 074 461 229,38	10 478 685 942,18	- 3,86 %	82,16 %
Achats consommés	- 4 245 356 684,94	- 4 577 729 592,68	- 7,26 %	88,02 %
Services extérieurs et autres consommations	- 910 765 524,13	- 1 113 922 480,89	- 18,24 %	84,02 %
II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE	- 5 156 122 209,07	- 5 691 652 073,57	- 9,41 %	87,29 %
III - VALEUR AJOUTÉE D'EXPLOITATION (I - II)	4 918 339 020,31	4 787 033 868,61	2,74 %	77,39 %
Charges du personnel	- 3 609 396 024,60	- 3 514 951 683,35	2,69 %	103,47 %
Impôts, taxes et versements assimilés	- 201 768 850,04	- 154 310 399,06	30,76 %	120,65 %
IV - EXCÉDENT BRUT D'EXPLOITATION	1 107 174 145,67	1 117 771 786,20	- 0,95 %	41,02 %
Autres produits opérationnels	205 038 628,28	687 941 245,58	- 70,20 %	1 949,59 %
Autres charges opérationnelles	- 109 057 603,07	- 75 628 723,04	44,20 %	604,70 %
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeur	- 1 088 338 701,82	- 1 399 508 839,03	- 22,23 %	69,29 %
Reprises sur pertes de valeurs et provisions	214 605 132,80	664 533 494,03	- 67,71 %	/
V - RÉSULTAT OPÉRATIONNEL	329 421 601,86	995 109 063,74	- 66,90 %	29,39 %
Produits financiers	129 016 705,12	152 968 301,58	- 15,66 %	155,30 %
Charges financières	- 154 762 522,08	- 343 123 098,91	- 54,90 %	73,19 %
VI - RÉSULTAT FINANCIER	- 25 745 816,96	- 190 154 797,33	- 86,46 %	20,06 %
VII - RÉSULTAT ORDINAIRE AVANT IMPÔT (V + VI)	303 675 784,90	804 954 266,41	- 62,27 %	30,60 %
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	- 88 374 651,00	- 77 823 533,00	13,56 %	/
Impôts différés (variation) sur résultats ordinaires	- 19 069 142,98	5 579 922,73	- 441,75 %	/
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITÉS ORDINAIRES	10 623 121 695,58	11 984 129 083,37	- 11,36 %	85,98 %
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITÉS ORDINAIRES	- 10 388 751 418,70	- 11 262 578 272,69	- 7,76 %	91,43 %
VIII - RÉSULTAT NET DES ACTIVITÉS ORDINAIRES	234 370 276,88	721 550 810,68	- 67,52 %	23,61 %
Éléments extraordinaires (produits) (à préciser)	0,00	0,00	/	/
Éléments extraordinaires (charges) (à préciser)	0,00	0,00	/	/
IX - RÉSULTAT EXTRAORDINAIRE	0,00	0,00	/	/
X - RÉSULTAT NET DE L'EXERCICE	234 370 276,88	721 550 810,68	- 67,52 %	23,61 %
Résultats minoritaires	- 592 334,84	19 736 411,44	- 103,00 %	/
Part dans le résultat des sociétés mises en équivalence	- 43 841 600,71	52 226 781,96	- 183,94 %	/
RÉSULTAT NET DE L'EXERCICE	189 936 341,33	793 514 004,08	- 76,06 %	19,14 %

Null Hypothesis: EVA has a unit root
Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.237011	0.2074
Test critical values:	1% level	-4.420595
	5% level	-3.259808
	10% level	-2.771129

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 9

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(EVA)
Method: Least Squares
Date: 05/14/22 Time: 07:25
Sample (adjusted): 2 10
Included observations: 9 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EVA(-1)	-0.951048	0.425142	-2.237011	0.0603
C	6.28E+08	3.61E+08	1.741436	0.1251

R-squared	0.416872	Mean dependent var	-1.13E+08
Adjusted R-squared	0.333568	S.D. dependent var	5.26E+08
S.E. of regression	4.29E+08	Akaike info criterion	42.78715
Sum squared resid	1.29E+18	Schwarz criterion	42.83098
Log likelihood	-190.5422	Hannan-Quinn criter.	42.69257
F-statistic	5.004220	Durbin-Watson stat	1.356082
Prob(F-statistic)	0.060343		

Null Hypothesis: D(EVA) has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.854957	0.0249
Test critical values:		
1% level	-4.582648	
5% level	-3.320969	
10% level	-2.801384	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
 Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations
 and may not be accurate for a sample size of 8

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(EVA,2)
 Method: Least Squares
 Date: 05/14/22 Time: 07:37
 Sample (adjusted): 3 10
 Included observations: 8 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(EVA(-1))	-1.330874	0.345237	-3.854957	0.0084
C	-46667007	1.75E+08	-0.266160	0.7990

R-squared	0.712378	Mean dependent var	36217088
Adjusted R-squared	0.664441	S.D. dependent var	8.50E+08
S.E. of regression	4.92E+08	Akaike info criterion	43.07890
Sum squared resid	1.45E+18	Schwarz criterion	43.09876
Log likelihood	-170.3156	Hannan-Quinn criter.	42.94495
F-statistic	14.86070	Durbin-Watson stat	1.584712
Prob(F-statistic)	0.008411		

Null Hypothesis: ROA has a unit root				
Exogenous: Constant				
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)				
			t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic			-1.045720	0.6856
Test critical values:	1% level		-4.420595	
	5% level		-3.259808	
	10% level		-2.771129	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.				
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 9				
Augmented Dickey-Fuller Test Equation				
Dependent Variable: D(ROA)				
Method: Least Squares				
Date: 05/14/22 Time: 08:31				
Sample (adjusted): 2 10				
Included observations: 9 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
ROA(-1)	-0.245658	0.234917	-1.045720	0.3305
C	0.006650	0.017562	0.378662	0.7162
R-squared	0.135112	Mean dependent var	-0.010000	
Adjusted R-squared	0.011556	S.D. dependent var	0.022361	
S.E. of regression	0.022231	Akaike info criterion	-4.581519	
Sum squared resid	0.003460	Schwarz criterion	-4.537691	
Log likelihood	22.61683	Hannan-Quinn criter.	-4.676099	
F-statistic	1.093530	Durbin-Watson stat	2.613066	
Prob(F-statistic)	0.330451			

Null Hypothesis: D(ROA) has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-3.940595	0.0264
Test critical values:	1% level	-4.803492	
	5% level	-3.403313	
	10% level	-2.841819	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
 Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 7
 Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(ROA,2)
 Method: Least Squares
 Date: 05/14/22 Time: 08:17
 Sample (adjusted): 4 10
 Included observations: 7 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(ROA(-1))	-2.181818	0.553677	-3.940595	0.0170
D(ROA(-1),2)	0.504702	0.325131	1.552306	0.1955
C	-0.026104	0.008879	-2.940095	0.0424

R-squared	0.872405	Mean dependent var	-0.004286
Adjusted R-squared	0.808608	S.D. dependent var	0.041975
S.E. of regression	0.018363	Akaike info criterion	-4.859387
Sum squared resid	0.001349	Schwarz criterion	-4.882569
Log likelihood	20.00786	Hannan-Quinn criter.	-5.145904
F-statistic	13.67463	Durbin-Watson stat	0.459912
Prob(F-statistic)	0.016280		

Null Hypothesis: ROE has a unit root
 Exogenous: Constant
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-0.951167	0.7204
Test critical values:	1% level	-4.420595
	5% level	-3.259808
	10% level	-2.771129

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
 Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 9
 Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(ROE)
 Method: Least Squares
 Date: 05/14/22 Time: 08:39
 Sample (adjusted): 2 10
 Included observations: 9 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
ROE(-1)	-0.219697	0.230976	-0.951167	0.3732
C	0.003485	0.022473	0.155066	0.8811

R-squared	0.114453	Mean dependent var	-0.015556
Adjusted R-squared	-0.012054	S.D. dependent var	0.030459
S.E. of regression	0.030642	Akaike info criterion	-3.939729
Sum squared resid	0.006573	Schwarz criterion	-3.895902
Log likelihood	19.72878	Hannan-Quinn criter.	-4.034309
F-statistic	0.904718	Durbin-Watson stat	2.395608
Prob(F-statistic)	0.373198		

Null Hypothesis: D(ROE) has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)				
		t-Statistic	Prob.*	
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-3.436672	0.0429	
Test critical values:	1% level	-4.582648		
	5% level	-3.320969		
	10% level	-2.801384		
<p>*MacKinnon (1996) one-sided p-values. Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 8 Augmented Dickey-Fuller Test Equation Dependent Variable: D(ROE,2) Method: Least Squares Date: 05/14/22 Time: 08:41 Sample (adjusted): 3 10 Included observations: 8 after adjustments</p>				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(ROE(-1))	-1.340870	0.390165	-3.436672	0.0139
C	-0.019687	0.012867	-1.530085	0.1769
R-squared	0.663124	Mean dependent var	-0.001250	
Adjusted R-squared	0.606978	S.D. dependent var	0.052763	
S.E. of regression	0.033078	Akaike info criterion	-3.767587	
Sum squared resid	0.006565	Schwarz criterion	-3.747727	
Log likelihood	17.07035	Hannan-Quinn criter.	-3.901537	
F-statistic	11.81071	Durbin-Watson stat	1.759437	
Prob(F-statistic)	0.013857			

Null Hypothesis: ROI has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-0.001981	0.9302
Test critical values:	1% level	-4.582648	
	5% level	-3.320969	
	10% level	-2.801384	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations and may not be accurate for a sample size of 8
Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(ROI)
Method: Least Squares
Date: 05/14/22 Time: 08:45
Sample (adjusted): 3 10
Included observations: 8 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
ROI(-1)	-0.001134	0.572586	-0.001981	0.9985
D(ROI(-1))	-0.637106	0.420928	-1.513573	0.1906
C	-0.023504	0.065721	-0.357633	0.7352

R-squared	0.461974	Mean dependent var	-0.012063
Adjusted R-squared	0.246764	S.D. dependent var	0.061605
S.E. of regression	0.053466	Akaike info criterion	-2.739529
Sum squared resid	0.014293	Schwarz criterion	-2.709738
Log likelihood	13.95812	Hannan-Quinn criter.	-2.940454
F-statistic	2.146618	Durbin-Watson stat	1.515875

Null Hypothesis: ROI has a unit root
 Exogenous: Constant, Linear Trend
 Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=1)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-4.267889	0.0416
Test critical values:		
	1% level	-5.521860
	5% level	-4.107833
	10% level	-3.515047

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.
 Warning: Probabilities and critical values calculated for 20 observations
 and may not be accurate for a sample size of 9
 Augmented Dickey-Fuller Test Equation
 Dependent Variable: D(ROI)
 Method: Least Squares
 Date: 05/14/22 Time: 08:52
 Sample (adjusted): 2 10
 Included observations: 9 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
ROI(-1)	-1.523545	0.356979	-4.267889	0.0053
C	0.260447	0.069618	3.741105	0.0096
@TREND("1")	-0.022591	0.006865	-3.290953	0.0166

R-squared	0.752459	Mean dependent var	-0.019233
Adjusted R-squared	0.669945	S.D. dependent var	0.061511
S.E. of regression	0.035338	Akaike info criterion	-3.586508
Sum squared resid	0.007493	Schwarz criterion	-3.520766
Log likelihood	19.13929	Hannan-Quinn criter.	-3.728378
F-statistic	9.119209	Durbin-Watson stat	1.961241
Prob(F-statistic)	0.015168		