

جامعة قاصدي مرباح، ورقلة - الجزائر
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير



مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي

الميدان : علوم إقتصادية، علوم التسيير وعلوم تجارية

الشعبة : علوم الحاسوبية ومالية

التخصص : مالية المؤسسة

من إعداد الطالبة: وداد بوطيب

بعنوان:

قياس الأداء المالي باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة مقارنة بالمؤشرات التقليدية "دراسة حالة المؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الجزائر للفترة (2000-2015)"

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ : 2016/05/25

أمام اللجنة المكونة من السادة:

رئيسا	(.....)، جامعة قاصدي مرباح ورقلة)	د/حفصي رشيد
مشرفا	(أستاذ محاضر أ، جامعة قاصدي مرباح ورقلة)	د/ زرقون محمد
مناقشة	(أستاذة مساعدة أ، جامعة قاصدي مرباح ورقلة)	أ/بن شنة فاطمة

السنة الجامعية: 2015/2016

الأهداء

إلى من أمرنا الله ببرهما، وجعل دخول الجنة برضاهما، وتحملوا شقوة الحياة
وظلماتها لأجل إضاءة سبيل النور الوالدين.
إلى الذين قاسمونا لقمة العيش، وحملوا معنا اسمنا، وشاركونا أحزاننا وأفراحنا
الأخوة والأخوات الأعزاء كل باسمه.
إلى كل أساتذة وعمال جامعة ورقلة والساهرين على راحة الطالب، وإلى الجيل
الصاعد السائر في طلب العلم.
إلى الأستاذ الفاضل محمد زرقون الذي لم يبخل علينا بأي جهد لأجل إنجاز
وإتمام هذا العمل.
إلى كل الأصدقاء والصدقات الذين رافقونا في مشوارنا الدراسي
ومسيرتنا الجامعية.
إلى كل من ساهم في كتابة وإنجاز هذا العمل وإخراجه في أبهى حلة
إلى كل طلبة الدفعة، 2016.
إلى كل من يطمح في اكتساب العلم والمعرفة وكل الغيورين
على هذا الكنز الاقتصادي الثمين.

وداد

شكر وعرفان

يا ربنا كيف نشكرك والشكر شيء، يستوجب الشكر، فلك الشكر والحمد كما ينبغي لجلال وجهك ومعظيم سلطانك. ولك المنة لما سخرت لنا لنواصل درج العلم، وتفتح علينا بهذا العمل ما يشعرون بأننا من سالكي طريق العلم.

قال رسول الله صلى الله عليه وسلم " من لا يشكر الناس لا يشكر الله " لله الحمد والمنة على توفيقنا في إتمام هذا العمل المتواضع، فما كان لشيء أن يجري في ملكه إلا بمشيئته جل شأنه في علاه.

أتقدم بأسمى معاني الشكر والتقدير، ومعظيم الامتنان إلى الوالدين الكريمين أدامها الله ذخرا وسندا لي امي الغالية و رحمة الله ابي و ادخله فسيح جينانه ، اللذان لم ينسياني في دعائهم و لما وفراه لي من راحة حتى أتممت هذا العمل على أكمل وجه.

كما لا يسعني في هذا المقام إلا أن أتقدم بأخلص كلمات الشكر والعرفان وبأصدق معان التقدير والاحترام إلى أستاذي المشرف

"محمد زرقون"

الذي لم يبخل علي بإرشاداته ونصائحه وتوجيهاته السديدة التي كان لها بالغ الأثر في انجاز هذا العمل، وكذا صبره و وسعة صدره وحرصه الدائم على إتمام هذا العمل في أحسن الظروف، كما أحيى فيه روح التواضع والمعاملة الجيدة، فجزاه الله عنى كل خير.

كما أتقدم بجزيل الشكر والامتنان إلى الأساتذة: ألياس بن ساسي، بكاري بلخير كما لا أنسى أن نشكر زملائي دجوم عبد الرحمان ، بن شروده لحادة، اوبيري معرفة جيهان ماستر مالية مؤسسة ، على كل المساعادات والتسهيلات التي قدموها لي من أجل إتمام هذا البحث.

ونتقدم كذلك بشكري الخالص وامتناني العميق إلى أساتذتي الأفاضل أعضاء اللجنة الموقرة على موافقتكم مناقشة هذا البحث.

دون أن أنسى أن نوجه كل شكري و تقديري إلى كل من ساهم من قريب أو من بعيد في إنجاز هذا العمل،

و لو بكلمة طيبة مشبعة أو إبتسامة صادقة.

الملخص :

تسعى هذه الدراسة إلى تحديد مدى قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على قياس الأداء المالي من خلال تحديد مدى قدرتها على تفسير عوائد الأسهم، وذلك من خلال المقارنة بالمؤشرات المحاسبية التقليدية للأداء المالي، ولتحقيق هدف الدراسة تم اختيار عينة تضم المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر خلال الفترة الممتدة بين سنة 2000 – 2015، وتم استخدام مصفوفة الارتباط لإبراز العلاقة بين المؤشرات، وذلك بالاعتماد على برنامج الاحصائي .Eviews.7.

توصلت الدراسة إلى تفوق المؤشرات الاداء المالي التقليدية على المؤشر الحديث المتمثل في القيمة الاقتصادية المضافة في تفسير عوائد الأسهم .

الكلمات المفتاحية : الأداء المالي، المؤشرات المحاسبية التقليدية للأداء، القيمة الاقتصادية المضافة ، قدرة التفسيرية، عوائد الأسهم .

Summary :

This study seeks to determine the extent of the capacity to the added economic value to measure the financial performance , through determining it's ability of explaining stocks returns, and that's by comparison it with the traditional accounting indicators of financial performance, and to attain the purpose of this study there Washington selected à sample of enterprises listed on the Algerian stock exchange during the period between the years 2000_ 2015 , and also there was used the correlation matrix to show the relationship between the indicators , based on the statistical Eviews.7 program.

The study found that the traditional financial performance indicators are surpassing than the modern one; witch is the Added Economic Value to justify stocks returns .

The key words : Financial performance ،The accounting indicators of financial performance ، The economic added value، Explaining ability ،Stocks returns.

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
11	..... مقارنة بين القيمة الاقتصادية المضافة والمؤشرات التقليدية.....	1-1
16	..... مقارنة بين الدراسات العربية السابقة.....	2-1
17	..... مقارنة بين دراسات الأجنبية السابقة.....	3-1
23	..... الشركات المدرجة في بورصة الجزائر لسنة 2015.....	1-2
26	..... نتائج الارتباط بين المؤشرات الاداء ..	2-2
26	..... تأثير معايير الاداء التقليدية كحزمة واحدة على الاداء المالي ..	3-2
27	..... نتائج التقدير نموذج للعائد على السهم.....	4-2
27	..... نتائج التقدير نموذج بعد حذف المتغيرات التي ليس لها معنوية.....	5-2

قائمة الأشكال البيانية

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
28	..... ROE بدلالة EPS	1-2
28	..... EVL بدلالة EPS	2-2

قائمة الاختصارات والرموز

المصطلح باللغة العربية	المصطلح باللغة الأجنبية	الاختصار
حصة السهم على الارباح	Earning Per Share	EPS
العائد على الحقوق الملكية	Return On Equity	ROE
العائد على الاستثمار	Return On Investment	ROI
العائد على مبيعات	Return On Assets	ROS
العائد على الأصول	Return On Assets	ROA
نسبة التداول السريعة	ratios de liquidité	lqi
الرفع المالي	Leverage	LEV
القيمة الاقتصادية المضافة	Economic Value Added	EVA
صافي الارباح التشغيلية بعد ضرائب	Net Operating Profit After Tax	NOPAT
لتكلفة المرجحة راس المال	Weighted Average Cost of Capital	WACC
راس مال المستثمر	Le capital investi	CI
القيمة السوقية المضافة	Market Value Added	MVA
لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة	Commission Dorganisation et de Surveillance des Opération de Bourse	COSOB
مجمع صيدال	SAIDAL	SAI
فندقة الاوراسي	AURASSI	AUR
التأمينات	ALLIANCE	ALL
روية	ROUIBA	ROUI
بيوفارم	BIOPHARM	BIO

قائمة الملحق

الصفحة	عنوان الملحق	رقم الملحق
46	يوضح حساب المؤشرات التقليدية للأداء المالي ومؤشر الحديث EVA	1
47	يوضح التمثيل البياني نتائج التقدير نموذج للعائد على السهم	1
47	يوضح نتائج مصفوفة الارتباط بين مؤشرات الأداء	1
48	يوضح التمثيل البياني تأثير معايير الأداء التقليدية كحزمة واحدة وعلى الاداء المالي	2
48	يوضح التمثيل البياني القيم المقدرة بعد حذف المتغيرات التي ليس لها دلالة معنوية	3
49	يوضح الميزانية (جانب الأصول) لمؤسسة أليانس لسنوات 2011-2015	4
50	يوضح الميزانية (جانب الخصوم) لمؤسسة أليانس لسنوات 2011-2015	4
51	يوضح الميزانية (جانب الأصول والخصوم) لشركة روية لسنوات الدراسة	5
52	جانب الأصول لمؤسسة صيدال بالنسبة للسنوات من 2000-2009	6
53	جانب الخصوم لمؤسسة صيدال بالنسبة للسنوات من 2000-2009	6
54	جانب الأصول والخصوم لمؤسسة صيدال بالنسبة للسنوات من 2010-2013	6
55	جانب الأصول والخصوم لمؤسسة صيدال بالنسبة للسنوات من 2010-2013	6
56	جانب الأصول والخصوم لمؤسسة صيدال بالنسبة للسنة 2014	6
57	ميزانية مؤسسة صيدال بالنسبة للسنة 2015	6
58	جانب الأصول لمؤسسة الاوراسي بالنسبة للسنوات من 2000-2009	7
58	جانب الخصوم لمؤسسة الاوراسي بالنسبة للسنوات من 2000-2009	7
59	جانب الأصول والخصوم لمؤسسة الاوراسي بالنسبة للسنوات من 2010-2013	7
60	جانب الأصول والخصوم لمؤسسة الاوراسي بالنسبة للسنة 2014	7
61	جدول حسابات النتائج مؤسسة الاوراسي بالنسبة للسنة 2015	7
62	جانب الأصول والخصوم لمؤسسة الاوراسي بالنسبة للسنة 2015	7
63	جدول حسابات النتائج مؤسسة الاوراسي بالنسبة للسنة 2015	7

قائمة المحتويات

I	الإهداء
II	الشكر
III	الملخص
IV	قائمة المحتويات
V	قائمة الجداول
VII	قائمة الأشكال البيانية
VIII	قائمة الاختصارات والرموز
IX	قائمة الملاحق
أ	المقدمة

الفصل الأول: القيمة الاقتصادية المضافة كمؤشر للأداء المالي

02	تمهيد
03	المبحث الأول : مؤشرات القيمة الاقتصادية المضافة ودورها كمقياس لتقييم الاداء المالي
03	المطلب الأول : مفاهيم أساسية حول الأداء المالي
03	الفرع الاول : تعريف الأداء المالي
04	الفرع الثاني : أهمية تقييم الأداء المالي
04	الفرع الثالث : المؤشرات التقليدية لقياس الأداء المالي
07	المطلب الثاني : القيمة الاقتصادية كمقياس لتقييم المؤسسة
07	الفرع الأول : مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة
07	الفرع الثاني : خطوات حساب القيمة الاقتصادية المضافة
09	الفرع الثالث : أهم التعديلات لمعادلة القيمة الاقتصادية المضافة
10	الفرع الرابع : تقييم مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة
11	المطلب الثالث : مقارنة بين القيمة الاقتصادية المضافة والمؤشرات التقليدية
12	المبحث الثاني : الدراسات السابقة
12	المطلب الاول : الدراسات العربية والأجنبية
15	المطلب الثاني : مناقشة الدراسات السابقة وما يميزها عن الدراسة الحالية
16	المطلب الثالث : مقارنة بين الدراسات

الفصل الثاني: الدراسة التطبيقية

21	تمهيد الفصل الثاني.....
22	المبحث الأول : عرض المنهجية و أدوات الدراسة.....
22	المطلب الأول :المنهج، مجتمع وعينة الدراسة.....
24	المطلب الثاني : تحديد متغيرات الدراسة، مصادر البيانات والأدوات الاحصائية المعتمدة.....
26	المبحث الثاني: عرض ومناقشة النتائج.....
26	المطلب الأول : عرض النتائج.....
29	المطلب الثاني : تحليل نتائج ومناقشتها.....
34	المطلب الثالث: مقارنة بين القطاع الاقتصادي العام والخاص من خلال نسب التطور.....
37	خلاصة الفصل.....
38	الخاتمة.....
41	قائمة المراجع.....
45	الملاحق.....

..

توطئة:

يعتبر تحسين الأداء من أهم الاهتمامات الحديثة التي تتبناها أي مؤسسة اقتصادية وذلك باعتمادها على مجموعة من الوسائل والأدوات منها ما يرتبط بالمحيط الداخلي من خلال ترجمته حقيقته، ومنها ما يحاول تقصي حقيقة متغيرات المحيط الخارجي، حيث يمكننا استخدام الأداء المالي كجانب أساسي في عملية التحليل الداخلي لها، باعتبارها إستراتيجية مهمة يمكن للمسيرين استخدامها في تحديد مستوى الأداء الكلي للمؤسسة، لهذا تحتاج المؤسسة دائما إلى تقييم أدائها من خلال تقييم مستوى نشاط أسهمها في سوق الأوراق المالية ومدى قدرتها على تحقيق أعلى عائد ممكن

لذلك يعد الأداء المالي محددًا لنجاح أو فشل المؤسسات في تحقيق أهدافها، والذي تستند إليها مختلف القرارات المالية في إطار الوظيفة المالية والتي منها قرارات التمويل باعتبارها قرارات إستراتيجية على درجة كبيرة من تحقق التي يتطلب اتخاذها لتقييم لأداء المالي، للتأكد من كفاءة استخدام الموارد المالية المتاحة وتحقيق من تنفيذ الأهداف المخططة بالمؤسسة؛ ويعتبر النجاح الحقيقي للمؤسسات مرتبط بمدى تحقيقها لأهدافها خاصة في ظل التغيرات السريعة والمتلاحقة التي تحدث في بيئة المحيطة بها، لذلك تولى إدارة المؤسسات اهتماما كبيرا نحوى تحقيق القيمة الاقتصادية المضافة لحملة الأسهم بدلا من تركيز فقط على الربحية.

لهذا ظهر مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة كنتيجة لدراسات التي قامت بها شركة ستوروات وشركائها بهدف إيجاد مقياس حقيقي لربح يعكس مدى قدرة المؤسسة الاقتصادية على خلق قيمة إضافية للمساهمين وبالتالي تكوين ثروة، وفق ما قدمه ستوروات وشركاؤه فأن مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة له القدرة على تفادي التشوهات المحاسبية التي قد تتعرض لها البيانات المحاسبية التي قد لا تسمح بتقدير مستوى أداء المؤسسة بشكل جيد ولقد جاءت العديد من الدراسات بعد ذلك كان الهدف منها ما قدمه ستوروات وشركاؤه بخصوص هذا المؤشر ولقد اختلف الباحثين حول ذلك معرض ومؤيد للقدرة مؤشر القيمة الاقتصادية على قياس الاداء المالي وتفوقه على باقي المؤشرات.

1. طرح الاشكالية:

من خلال ما سبق سنحاول تحليل هذا الموضوع من خلال طرح الإشكالية الرئيسية التالية :

ما مدى قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في قياس الاداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الجزائر؟

وللإجابة عن الاشكالية الرئيسية نطرح عدة تساؤلات، ابرزها:

- هل يوجد اختلاف بين المؤشرات التقليدية ومؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في قياس وتقييم الاداء المالي؟
- ما هي طبيعة العلاقة بين عائد السهم والمؤشرات التقليدية؟
- ما هي طبيعة العلاقة بين عائد السهم ومؤشر القيمة الاقتصادية المضافة؟
- ما هي قدرة القيمة الاقتصادية المضافة على تفسير عائد السهم بالمقارنة مع المؤشرات التقليدية؟

وللإجابة على هذه التساؤلات الفرعية قمنا بصياغة مجموعة من الفرضيات نرى أنها تمثل الإجابات أكثر احتمالا

2. فرضيات البحث :

- يتطلب تحليل هذه الإشكالية الرئيسية محل دراسة اختيار مجموعة من فرضيات هي:
- يوجد اختلاف بين المؤشرات التقليدية ومؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في قياس وتقييم الاداء المالي؛
 - لا توجد علاقة احصائية بين عائد السهم والمؤشرات التقليدية ؛
 - توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين عائد السهم و مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة؛
 - مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة قدرة تفسيرية أكبر لعوائد الأسهم مقارنة مع المؤشرات التقليدية للأداء .

3. مبررات اختيار الموضوع :

- التطرق لمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة اعتباره مؤشر حديث الذي يحاول خلق قيمة للمساهمين؛
- محاولة تسليط الضوء على الاسواق المالية ومعرفة مكتسبات الخاصة بها ؛
- الرغبة الشخصية في البحث في موضوع جديد يستحق الدراسة .

4. أهمية الدراسة :

تمكن أهمية دراسة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة التعرف على مدى مساهمته في خلق القيمة، وذلك من خلال إيجاد مؤشرات مناسبة لتقييم من حيث الارباح الاقتصادية بدلا من المؤشرات التقليدية.

5. أهداف الدراسة :

نسعى في هذا البحث إلى تحقيق وإبراز الأهداف التالية:

- الوقوف على أهم المفاهيم والمصطلحات المتعلقة بالقيمة الاقتصادية المضافة والأداء المالي.
- تحديد دور مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في قياس وتقييم أداء المؤسسات الاقتصادية.
- محاولة ابرز اي من المؤشرات اكثر تفسيريا لعوائد الاسهم .

6. حدود الدراسة:

- الحدود الزمنية كانت درستنا مقتصرة على الفترة الممتدة ما بين (2000-2015).
- الحدود المكانية كانت تغطي مجموعة من المؤسسات المدرجة في بورصة الجزائر.
- أما بما يخص طبيعة النشاط فيختلف بين صناعية وخدمية .

7. منهج البحث و الأدوات المستخدمة :

بالنسبة للجانب النظري تم اعتماد المنهج الوصفي، حيث يتم فيه استخلاص أهم الدراسات والأطروحات ذات الصلة بالموضوع ، أما ما يلائم الجانب التطبيقي فقد اعتمدنا المنهج الاستقرائي مستعينين بطريقة الانحدار الخطي المتعدد انطلاقا من عينة دراستنا، وكذلك الاعتماد على القوائم المالية للمؤسسات، وتحليل هذه القوائم تم الاستعانة ببرنامج Excel 2007 و برنامج Eviews 7 من اجل معرفة العلاقة بين عائد السهم بالمؤشرات الأداء التقليدية والقيمة الاقتصادية المضافة .

8. هيكل الدراسة:

وصولاً إلى هدف هذه الدراسة تم تقسيمها إلى فصلين رئيسيين بعد عرض مقدمة البحث، حيث تناول الفصل الأول الجانب النظري للأداء المالي والقيمة الاقتصادية من حيث المفهوم والأهمية بالإضافة إلى تركيز على المؤشرات قياس الأداء المالي، كما تم أيضاً التطرق في هذا الفصل إلى الدراسات السابقة والمتعلقة بالدراسة الحالية ومناقشتها وما يميزها عن هذه الدراسة.

أما الفصل الثاني فخصص للدراسة التطبيقية وذلك من خلال عرض منهجية وأدوات الدراسة إضافة إلى تقديم بطاقة فنية حول السوق المالي والمؤسسات المدرجة فيه محل الدراسة كمرحلة أولى، ثم النتائج المتحصل عليها ومناقشتها وتفصيل فيها، وفي الأخير نصل إلى الخاتمة التي تضمنت مجموعة من النتائج والتوصيات.

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 توفير 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 وتحقيق أعلى مستوى من المردودية بشكل يسمح لها بتعظيم قيمتها وخلق قيمة إضافية للمساهمين، ولتحقيق ذلك يجب على المؤسسة أن تكون على دراية بنقاط القوة لديها للمحافظة عليها وتنميتها إلى جانب تحديد نقاط ضعفها للقضاء عليها، وهي بالتالي تقوم بتحديد مستوى أدائها بالاعتماد على مجموعة من المقاييس والمؤشرات، ويقصد بعملية قياس الأداء استخدام المنطق وأساليب التقييم الموضوعية للحكم على ما تم تحقيقه ومدى انجاز الخطط بشكل مثالي وفعال ويمكن قياس الأداء المالي للمؤسسة من خلال استخدام مجموعة من المؤشرات التقليدية والحديثة وفي ضوء التطورات الحاصلة في بيئة الأعمال والتغيرات الجذرية الحاصلة في الإدارة المالية عموما ودور الإدارة في تعظيم ثروة حملة الأسهم خصوصا، ووجود ضعف في قدرة المؤشرات المحاسبية على التنبؤ بعوائد الأسهم، نتيجة عدد من الأسباب منها استغلال مرونة بعض السياسات المحاسبية في تعظيم الربح المحاسبي للشركة، الأمر الذي دعا إلى نشوء عدة مقاييس تعتمد على القيمة الاقتصادية والربح الاقتصادي للشركة بدلا من الاعتماد على الربح المحاسبي حيث أن التقييم الاقتصادي للمؤسسة أبعد أفقا من منظور النموذج المحاسبي في أخذ القرارات المستقبلية.

لهذا سنحاول من خلال هذا الفصل تحديد المفاهيم المتعلقة بالأداء المالي وأهم المؤشرات المستخدمة في قياسه والقيمة الاقتصادية المضافة كمؤشر حديث يعتمد على قياس مدى قدرة المؤسسة على خلق ثروة المساهمين.

المبحث الأول: مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة ودورها كمقياس لتقييم الأداء المالي

من خلال هذا المبحث سنتطرق إلى أهم المفاهيم النظرية المتعلقة بالأداء المالي واتجاهات قياسه وذلك في المطلب الأول، أما في مطلب الثاني فسننتقل إلى مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة.

المطلب الأول: مفاهيم أساسية حول الأداء المالي

قبل التطرق إلى مفهوم الأداء المالي لا بد أن نشير لمصطلح الأداء ، فإن أصل كلمة أداء ينحدر إلى اللغة اللاتينية أين توجد كلمة PERFORMARE التي تعني المنح وإعطاء، بعدها اشتقت اللغة الإنجليزية منها مصطلح PERFORMANCE والتي أعطتها معناها¹. الخاص بها والتي تعني به إنجاز، تأدية، أو إتمام الشيء ما :عمل ، نشاط...الخ². الأداء هو قدرة المؤسسة على تحقيق أهدافها من خلال استخدام الموارد المتاحة بطريقة كفاءة وفعالة³.

الفرع الأول : تعريف الأداء المالي

يعد الأداء المالي مفهومًا ضيقًا لأداء العمل، حيث أنه يركز على استخدام نسب بسيطة بالاستناد إلى مؤشرات ماليه، وقد أجمع معظم الباحثين على أنّ الأداء المالي يعتمد كمفهوم على عملية التحليل المالي، ومن التعريفات التي قدمت للأداء المالي ما يلي :

- يعتبر الأداء المالي أداة للحكم الشخصي من قيم وسلوك ومعايير معنوية وأخلاقية، وأداة للحكم الموضوعي على كفاءة المؤسسات على مستوى أنشطتها ومدى تحقيق أهدافها بفعالية⁴.
- كما عرفه Marcel Laflame الأداء المالي سنة 1981 على أنه "قدرة المؤسسة على تحقيق التوازن المالي وتوفير السيولة اللازمة لتسديد ما عليها وتحقيق معدل مردودية جيد وتكاليف منخفضة"⁵.
- أما بالنسبة لتقييم الأداء المالي يعرف على أنه " قياس النتائج المحققة أو المنتظرة على ضوء معايير محددة سلفا لتحديد ما يمكن قياسه ومن ثم مدى تحقيق الأهداف لمعرفة مستوى الفعالية"⁶.

¹ Abdellatif Khemakhem, **la dynamique du contrôle de gestion**, Dunod, 2 ed, Paris, 1976.P. 310.

² ECOSIP, **Dialogue autour de la performance en entreprise**, 2editions, Paris,1990, p18.

³ يوسف بومدين، "إدارة الجودة الشاملة والأداء المتميز" ، مجلة الباحث جامعة بومرداس، بدون سنة نشر، ص:33.

⁴ زهراء لغزيل، أثر تطبيق النظام المحاسبي المالي على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماستر غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، 2013، ص 3.

⁵ ذهبية بن عبد الرحمان، "دراسة تأثير التغيرات في مؤشرات الأداء على اختيار الهيكل المالي للمؤسسات المدرجة في السوق الأوراق المالية"، مذكرة ماجستير،

تخصص: مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2011/2012، ص - ص 103-104

⁶ دادن عبد الغني، "قراءة في الأداء المالي والقيمة في المؤسسات الاقتصادية" ،مجلة الباحث، عدد 2006/04، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، ص 41

الفرع الثاني : أهمية تقييم الأداء المالي.

يحتل تقييم الأداء مكانة متميزة في الوقت الحاضر لما له من أهمية كبيرة في تحديد كفاءة المنشأة ومدى تحقيق لأهدافها حيث يمكن إنجاز أهمية تقييم الأداء في النقاط التالية:¹

- ✓ اكتشاف الانحرافات ومعرفة أسبابها، لكي يتخذ الإجراءات التصحيحية منعا لتكرارها.
- ✓ يساعد على إيجاد نوع من المنافسة بين الأقسام والإدارات والمؤسسات المختلفة وهذا بدوره يدفع المؤسسة لتحسين مستوى أدائها.
- ✓ يؤدي إلى الكشف عن العناصر الكفاءة التي تحتاج من أجل النهوض بأدائها.
- ✓ يؤدي تقييم الأداء المالي إلى تقييم الأداء المحدد .

الفرع الثالث : المؤشرات التقليدية لقياس الأداء المالي

1. المؤشرات الربحية :

1.1 العائد على الحقوق الملكية (ROE):² يهتم هذا المؤشر بقياس العائد على كل دينار مستثمر من قبل حملة الأسهم العادية، ويقوم هذا المؤشر بقياس العائد الذي يحققه المساهمون على أموال موظفة في رأس مال المؤسسة فارتفاع نتيجة هذا المؤشر يدل على كفاءة القرارات الاستثمار والتشغيل في المؤسسة

ويحسب بالعلاقة التالية:³

$$\frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{الأموال الخاصة}} = \text{العائد على حقوق الملكية}$$

2.1 مؤشر العائد على الاستثمار (ROI):⁴ يعتبر "العائد على الاستثمار" من المؤشرات الأساسية المستعملة لقياس الأداء للمؤسسات الصناعية، خاصة مع بداية القرن العشرين. ويقدم هذا المؤشر في شكل نسبة محاسبية، باعتبار أنه يتم الحصول على مكوناته من الكشوف المحاسبية، ليتم تشكيل علاقة بين الأموال المستثمرة والنتيجة المصاحبة لها، بحيث يمكن من خلالها معرفة معدل العائد الناجم عن تلك الأموال المستثمرة، وتحسب وفق العلاقة التالية:⁵

$$\frac{\text{صافي الارباح بعد الضريبة}}{\text{مجموع الأموال المستثمرة}} = \text{العائد على الاستثمار}$$

¹ فلاح حسين الحسيني، مؤيد عبد الرحمان الدوري، إدارة البنوك (مدخل كمي وإستراتيجية معاصر)، ط1، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2000، ص232

² مريم شكري محمود ندم ، تقييم الأداء المالي باستخدام بطاقة الأداء المتوازن ، رسالة ماجستير غير منشورة ، جامعة الشرق الأوسط ، الأردن 2012- 2013

³ محمد جلال أحمد و طلال الكسار، استخدام مؤشرات النسب المالية في تقييم الأداء المالي والتنبؤ بالآزمات المالية للشركات (الفشل المالي)، ورقة بحثية لمؤتمر

العلمي الدولي السابع، لكلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الزرقاء الخاصة، سنة، 2009، ص8

⁴ هوراي السويسي، دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد، 07، سنة، 2010، ص 56

⁵ بريكة السعيد و مسعي سمير، تقييم المنشأة الاقتصادية مدخل القيمة الاقتصادية المضافة، ملخص بحث، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التنسيير، جامعة العربي لمهدي ام

البواقي و مركز خنشلة، ص15

الفصل الأول : القيمة الاقتصادية كمؤشر للأداء المالي الإطار النظري والدراسات

3.1 مؤشر العائد على المبيعات (ROS)¹: يقيس هذا المؤشر صافي الربح المحقق على كل وحدة من المبيعات أو رقم الأعمال، وهو يشير إلى نسبة ما تحققه المبيعات من أرباح بعد تغطية تكلفة المبيعات، وبعبارة أخرى يقيس فعالية الأنشطة العملياتية أو العمليات المتعلقة بدورة الاستغلال وتحسب بالعلاقة التالية:²

$$\text{العائد على المبيعات} = \frac{\text{الدخل قبل الضرائب و الفوائد}}{\text{المبيعات}}$$

2. مؤشرات السيولة : وهى النسب التي تقيس مدى قدرة المنشأة على مواجهة التزاماتها قصيرة الأجل عند استحقاقها باستخدام أصولها السائلة والشبه سائلة (الأصول المتداولة) دون تحقيق خسائر.

1.2 نسبة التداول :

$$\text{نسبة التداول} = \frac{\text{الاصول المتداولة}}{\text{الاجل قصية الاجل}}$$

كلما زادت هذه النسبة عن الواحد تكون المؤسسة قادرة على الالتزام بتسديد ديونها القريبة، وهي تشير إلى استخدام المؤسسة لرأس مال العامل موجب مما يوحي بوجود فائض في السيولة.³

2.2 نسبة التداول السريعة : تعتمد هذه النسبة على الأصول سريعة التحويل إلى نقدية لقياس درجة سيولة المنشأة

وتحسب هذه النسبة بالعلاقة التالية:⁴

$$\text{نسبة التداول السريعة} = \frac{\text{الاصول المتداولة} - \text{مخزونات}}{\text{الحصوم المتداولة}}$$

3.2 نسبة السيولة الفورية : تبين هذه النسبة قدرة المؤسسة على الدفع الفوري من موجوداتها لسداد ديونها. وتحسب

بالعلاقة التالية:⁵

$$\text{نسبة السيولة الفورية} = \frac{\text{نقديتات}}{\text{ديون قصيرة الاجل}}$$

¹ مها عيسى حمدان عبد اللات ، أثر مخاطر الإستثمار و السيولة و الحجم على العوائد الأسهام ، رسالة ماجستير غير منشورة ، الجامعة الأردنية ، الأردن ، 1995 ص26

² <http://www.investopedia.com/terms/r/ros.asp-date> 09/03/2016، يوم 14:13

³ Jacqueline، delahaye، Florence delahaye، **finance d enterprise manual et application**، 2edition، dunod، paris، 2009 p125.

⁴ محمد صالح الحناوي، نبال فريد مصطفى، الإدارة المالية (التحليل المالي لمشروعات الأعمال)، بدون طبعة، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2008، ص 69.

⁵ بن خروف جليلة، دور المعلومات المالية في تقييم الأداء المالي للمؤسسة واتخاذ القرارات، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة محمد بوقرة بومرداس، الجزائر، 2009، ص

3. مؤشرات أداء هيكل رأس المال :

1.3 نسبة الرافعة المالية : تقيس هذه النسبة المدى الذي ذهبت إليه المؤسسة في الاعتماد على أموال الغير في تمويل احتياجاتها، و انخفاضها يدل على انخفاض الأعباء الثابتة التي تتحملها المؤسسة، وتحسب بالعلاقة التالية:¹

$$\text{نسبة الرافعة المالية} = \frac{\text{إجمالي الديون}}{\text{إجمالي الموجودات}}$$

2.3 نسب قابلية التسديد : تقيس هذه النسبة مدى تمويل المؤسسة لأصولها من خلال الاقتراض، وتحسب بالعلاقة التالية:²

$$\text{نسبة قابلية التسديد} = \frac{\text{مجموع الأصول}}{\text{مجموع الديون}}$$

3.3 نسب الاستقلالية المالية : تقيس لنا هذه النسبة حصة المساهمين مقارنة بمجموع موارد المؤسسة،³ وتحسب بالعلاقة التالية :

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

¹ زهرة حسين العامري، السيد علي خلف الركابي، أهمية النسب المالية في تقييم الأداء، مجلة الإدارة والاقتصاد، العراق، العدد الثلث والستون، 2007، ص116

² بن خروف جليلة، دور المعلومات المالية في تقييم الأداء المالي للمؤسسة واتخاذ القرارات، مرجع سبق ذكره، ص85

³ زغيب مليكة، بوشنتير ميلود، التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2011، ص42.

المطلب الثاني : القيمة الاقتصادية المضافة كمقياس حديث لتقييم المؤسسة

يعتبر نموذج القيمة الاقتصادية المضافة من بين المؤشرات الحديثة التي تستخدم في قياس الأداء وهي 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 (1961) Franco Modigliani et Merton Miller وتعتبر القيمة الاقتصادية المضافة مؤشراً لقياس الأداء وطريقة للتسيير، حيث تعد وسيلة لدفع وتحفيز المديرين على تقديم أداء أفضل.

الفرع الأول : مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة

تعتبر القيمة الاقتصادية المضافة من بين أهم المدخلات الحديثة التي ظهرت في أوائل التسعينات كمييار جديد مستمد من خلق القيمة والتي أثارت اهتمام المسيرين والمختصين ولقد أعطت القيمة الاقتصادية المضافة صيغة اشتمل مفهوم خلق القيمة من الجانب الفلسفي والعلمي كذلك. كما إنها تعبر عن ربح المؤسسة، وهناك من يرى بأنها مفهوم متطور للدخل المتبقي، وتعتمد القيمة الاقتصادية على مفهوم تكلفة رأس المال المستثمر.

- عرف Stewart et Stern مقياس القيمة الاقتصادية المضافة بأنها " مقياس للانجاز المالي لتقدير الربح الحقيقي الذي يرتبط بتعظيم ثروة المساهمين، وهي الفرق بين صافي الربح والتشغيلي المعدل بعد الضرائب وتكلفة رأس المال.¹
- قام كل من (Hamilton، 1777) و (Marshal، 1989) بتوضيح مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة والتي تقوم على فكرة تعظيم ثروة الملاك والتي يجب أن تعود عليهم بعائد أكبر من كلفة الدين والملكية.
- لقد ميز (Ehrbar، 1998) مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة عن المقاييس التقليدية الأخرى بأن القيمة الاقتصادية المضافة تشمل جميع الديون والملكية بالإضافة إلى الأرباح لكلفة رأس المال ككل.²
- القيمة الاقتصادية المضافة هي عبارة عن الربح التشغيلي بعد الضريبة مخصوماً منه تكلفة رأس المال المستثمر.³

الفرع الثاني : خطوات حساب القيمة الاقتصادية المضافة في المؤسسة

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 :

- 1- الإطلاع ومعاينة البيانات المالية للوحدات : ويتم الحصول على هذه البيانات بالاعتماد على القوائم المالية وفي أغلب الأحيان يتم أخذ البيانات المالية لسنتين لإجراء عملية القياس.

¹ مقبل علي أحمد علي، دراسة لنموذج القيمة الاقتصادية المضافة كأداة متكاملة لأدوات تقويم أداء الشركات الصناعية والتعديلات المقترحة لاحتسابها "دراسة تطبيقية"، مجلة دراسات محاسبية ومالية، المعهد العالي للدراسات المالية والمحاسبية، جامعة بغداد، العراق، المجلد 05، العدد 11، 2010، ص 4

² نائر عدنان قدومي و آخرون، أيهما أكثر قدرة على تفسير التغيير في القيم السوقية للأسهم هي القيمة الاقتصادية المضافة EVA أم معايير الأداء التقليدية، ملخص

بحث، جامعة العلوم التطبيقية الخاصة، عمان، الأردن، سنة، 2011، ص 7

³ عمار بن مالك، المنهج الحديث لتحليل المالي الأساسي في تقييم الأداء، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2010/2011، ص 100

2- تحديد رأس مال المؤسسة .

3- التكلفة الوسطية المرجحة لرأس مال (تكلفة رأس المال) : هي الوسط الحسابي المرجح للتكاليف مختلف المصادر التمويلية،¹ وتعتبر تكلفة رأس المال عنصر مهم في مجال المالي فهي المعيار الأمثل للمفاضلة بين البدائل الاستثمارية والمحدد الرئيسي للقيمة المؤسسة ، وتحسب وفق العلاقة التالية²:

$$WACC = (B/VL) \times RB (1-T) + (S/VL) \times RS$$

ويعمل

WACC : التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال .

B : إجمالي الديون .

S : إجمالي حقوق الملكية .

VL : S + B

(1-T) RB : تكلفة الدين بعد الضرائب.

RS : تكلفة الحقوق الملكية، ويتم حسابها كما يلي : $RS = Rit + \beta it (Rm - Rf)$

Rit : عائد السهم i لسنة t .

Bit : خطر النظامي.

Rm : عائد السوق .

Rf : العائد الخالي من المخاطرة.

4- حساب صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة NOPAT : ونقصد به نتيجة الاستغلال بعد الضريبة أو النتيجة المالية الخالية من أثر الاستثمار أو التمويل أو التعديلات المحاسبية أو النتيجة المتأنية عن طريق العمليات التشغيلية أي النشاط الرئيسي،³ ويحسب بالعلاقة التالية⁴:

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

أما الشق الثاني فيظلم فرض الضريبة على الربح قبل الضريبة لنتحصل على صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة كما يلي :

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

¹ دادن عبد الغني، قراءه في الأداء المالي والقيمة في المؤسسات الاقتصادية ، ورقة بحثية، معهد الإسلامي للبحوث والتدريب، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة ورقلة، سنة، 2003، ص44

² ألياس بن سامي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس وتطبيقات، ط 2 دار النشر والتوزيع، عمان، الأردن، جامعة الجزائر ورقلة، 2011، ص387

³ محمد صالح حناوي، جلال إبراهيم العيد، الإدارة المالية مدخل القيمة و إتخاذ القرارات، الدار الجامعية، كلية التجارة الاسكندرية، 2002، ص493

⁴ <http://www.12manage.com/methods-eva-ar-html>, date consulte: 04/03/2016

5- حساب القيمة الاقتصادية المضافة : هناك طريقتين لحسابها هما :

- طريقة الأول : وتحسب بالعلاقة التالية :¹

$$EVA = NOPAT - WACC * CT \dots (04)$$

EVA : Economic Value Added

NOPAT : Net Operation Profites After

WACC : Weighted Average Cost of Capital

CI : Capital Invested

EVA : القيمة الاقتصادية الصافة

NOPAT : صافي الأرباح التشغيلية بعد الضرائب

WACC : المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال

CI : رأس المال المستثمر

- الطريقة الثانية : وتحسب بالعلاقة التالية :²

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

ROI : معدل العائد على رأس المال المستثمر

CMPC : معدل تكلفة رأس المال

CI : رأس المال المستثمر

الفرع الثالث : أهم التعديلات لمعادلة القيمة الاقتصادية المضافة

يتطلب حساب القيمة الاقتصادية المضافة EVA إجراء بعض التسويات على الربح المحاسبي، كي يتم الوصول إلى صافي الربح المعدل بعد ضرائب، وقد اقترح stm & stewart بعمل تسويات على الربح المحاسبي وصلا إلى القيمة الاقتصادية لهذا الربح، وهي تستهدف الحد من اتجاه الإدارة نحو التلاعب في الأرباح وتتمثل في :

- معالجة الفروقات الضريبية: نعني بها الفرق بين ما تتحمله المؤسسة من مصروفات وما دفعته فعلا ، إذا يجب إضافة الفروق الضريبية لرأس المال وذلك لإزالة التشوه الناتج عن الضرائب التي لم يتم دفعها.

¹ إكرام عبد الرحمان فلاته، قياس العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والعائد على الاسهم في الشركات السعودية المساهمة، مذكرة ماجستير في المحاسبة، جامعة الملك

عبد العزيز، جدة (مملكة العربية السعودية)، سنة، 2010، ص، ص، 12، 13

² Jérôme caby et Gérard hirigoyen. Création de valeur et gouvernance de entreprise. 3edition. 49Rue

Héricart. Paris.2005.p 27.

- إهلاك شهرة الخلل .
 - الرسملة الموجوده الغير الملموسة مثل (نفقات البحث والتطوير والإعلان).
 - نفقات إعادة الهيكلة .
 - المنح الحكومية وكافآت نهاية الخدمة وتقييم الالتزامات الطارئة .
- وهناك تعديلات أخرى تخص التضخم والمشروعات المشتركة وترجمة العملة ونماذج السداد المؤجلة والتأجير التشغيلي ومخصص الديون المشكوك فيها ومخصصات الضمان ¹ .

الفرع الرابع : تقييم مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة

1-مزايا القيمة الاقتصادية المضافة :

- تقيس العوائد الاقتصادية الحقيقية لإجمالي رأس المال المستثمر .
- تعترف بصورة صريحة بتكلفة رأس المال سواء المملوك أو المقترض .
- ترتبط بشكل وثيق القيمة بالثروة حملة الأسهم، وتوجه إدارة المؤسسة إلى الأداء الذي يؤدي إلى زيادة العائد لحملة الأسهم.
- تعمل على تخفيض مشاكل الوكالة من خلال تحفيز المديرين وتشجيعهم على التصرف كأهم ملاك المؤسسة.
- تؤدي إلى تطابق أهداف المسيرين مع أهداف حملة أسهم ومؤسسة ككل، حيث أن أي اقتراح استثماري يحقق قيمة الاقتصادية المضافة موجبة يحقق مصلحة القسم والمؤسسة أيضا، بينما الاقتراحات الاستثمارية ذات قيمة الاقتصادية المضافة السالبة فهي غير مرغوبة سواء على مستوى القسم أو المؤسسة.²

2-عيوب القيمة الاقتصادية المضافة :

- مع أن هذا الأسلوب مقياسا جيدا إلا أنه لا يخلو من العيوب، ولعل أهم عيوب فيه تتمثل في ما يلي :
- صعوبة تحديد تكلفة الأموال الخاصة فتحديدها يتطلب الحصول على معلومات يصعب الحصول عليها أو حسابها.³
- أنها تركز على الأداء لسنة مالية واحدة أي الأداء قصير الأجل، مما ينجر عنه ما يعرف بمخطر الأجل القصير ذلك أن الإدارة تحتاج إلى مقاييس طويلة الأجل خاصة عند تقييم المشاريع الاستثمارية.⁴

¹ مقبل علي أحمد علي، دراسة لنموذج القيمة الاقتصادية المضافة كأداة مكملة لأدوات تقويم أداء الشركات الصناعية والتعديلات المقترحة لإحسابها: مرجع سبق ذكره، ص8

² غدير محمود المهدي، استخدام المؤشرات تقييم الاداء المالية التقليدية والقيمة الاقتصادية لقياس التغير في القيمة السوقية للأسهم، مذكرة ماجستير في المحاسبة والتمويل، جامعة الاسلامية، غزة، سنة، 2014، ص، ص 52، 53

³ عادل عشي الاداء المالي للمؤسسة الاقتصادية : قياس وتقييم، مذكرة ماجستير في علوم التسير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، سنة، 2001، ص94

⁴ هوراي السويسي، دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة، مرجع سبق ذكره، ص 64

الفصل الأول : القيمة الاقتصادية كمؤشر للأداء المالي الإطار النظري والدراسات

- تلقى القيمة الاقتصادية المضافة محدودة في كونها تحفز المسيرين على رعاية مصالح الملاك وذلك في مجال الحساب، فعلى سبيل المثال استعمال نموذج تقييم الأصول المالية MEDAF في حساب تكلفة رأس المال من شأنه أن يغير بشكل كبير في EVA.¹

المطلب الثالث : مقارنة بين القيمة الاقتصادية المضافة والمؤشرات التقليدية

من خلال الجدول سوف نقوم بالمقارنة بين المؤشرات التقليدية والمؤشر الحديث المتمثل في القيمة الاقتصادية المضافة EVA، حيث سنعمد من خلال هذه الدراسة على ثلاثة مؤشرات تقليدية والمتمثلة في العائد على الحقوق الملكية ROE والرافعة المالية LEV ونسبة التداول السريعة LIQ

الجدول رقم (1.1) المقارنة بين EVA و المؤشرات التقليدية

EVA	ROE	LEV	LIQ	المهدف
*مقياس لخلق القيمة و الربح الاقتصادي *بناء نظام إداري *إستراتيجي خلق القيمة *يقيس أداء الاستثمار البشري	يقيس ربحية الأموال الخاصة أي مقدار النتيجة الصافية في وحدة الواحدة من الأموال الخاصة	يقيس هذا المعدل مدى مساهمة الملاك بالمقارنة بالدائنين في توفير مصادر التمويل اللازمة للشركة	يقيس قدرة الشركة على تغطية التزاماتها قصيرة الأجل	
داخلي خارجي ويخدم المصلحين	داخلي خارجي أطراف داخلية والمساهمين	داخلي	الطرق المستخدمة بالنسبة للمؤسسة	
من الصعب حساب الربح الاقتصادي	السطحية وعدم حساب تكلفة رأس المال		السهيب	

المصدر : من إعداد الطالبة

¹ هشام بحري، مقياس الأداء المبنية على القيمة من وجهة نظر المساهم: بين النظرية والتطبيق، الملتقى الدولي الثاني حول الأداء المتميز للمنظمات والحكومات، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2011، ص 265

المبحث الثاني : الدراسات السابقة

سنعرض في هذا المبحث مجموعة من الدراسات السابقة التي تناولت موضوع القيمة الاقتصادية المضافة مقارنة بالمؤشرات التقليدية، حيث سنخصص المطلب الأول إلى الدراسات باللغة العربية وفي المطلب الثاني سنتناول الدراسات باللغة الأجنبية أما المطلب الثالث فسنخصصه للمقارنة بين هاته الدراسات وما يميز دراستنا عنها.

المطلب الأول : الدراسات السابقة باللغة العربية

الفرع الأول : دراسة سمير الرواشدة 2006

هذه الدراسة بعنوان : العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والمقاييس الأداء التقليدية بعوائد الأسهم وهي عبارة على رسالة ماجستير ، بجامعة عمان تحت عنوان " العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة ومقاييس الأداء التقليدية بعوائد الأسهم في بورصة عمان خلال الفترة (1998-2004) هدفته هاته الدراسة إلى اختبار العلاقة بين المقاييس (ROA-ROE-EBS-CFO) كمتغيرات مستقبلية، بعوائد الأسهم RS كمتغير تابع، بالإضافة إلى اختبار العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة EVA و عوائد الأسهم RS ولتحقيق هذا الهدف تم الاختبار هذي العلاقات على عينة شملت 47 شركة صناعة أردنية مساهمة عامة مدرجة في السوق عمان للأوراق المالية خلال فترة الدراسة.

وقد أعتمد الباحث على نماذج الارتباط والانحدار (برنامج SPSS) لاختبار فرضيات الدراسة ولخصت الدراسة إلى أن كل مقاييس الأداء التقليدية الحديثة لها علاقة بعوائد السهم ألا أن المقاييس التقليدية أكثر ارتباطا وتفسير من المقاييس الحديثة (EVA).

الفرع الثاني: دراسة إكرام عبد الرحمن فلانه 2009

هذه الدراسة بعنوان : " قياس العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والعائد على الأسهم في الشركات السعودية المساهمة" وهي عبارة عن رسالة ماجستير تحت عنوان "قياس العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والعائد على الأسهم في الشركات السعودية المساهمة" ، جامعة الملك عبد العزيز، المملكة العربية السعودية .

تهدف الدراسة إلى اختبار العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة و العائد على السهم لقياس قدرتها على التنبؤ بعوائد الأسهم المستقبلية ، وتتضمن الدراسة تحليل العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة ، كما تقارن الدراسة بين قدرة المؤشران الاقتصاديان EVA & MVA و المؤشران المحاسبيين ROI & ROE من التنبؤ بعوائد الأسهم المستقبلية في الفترة ما بين 2007 – 2009

وطبقت الدراسة على 96 شركة مساهمة مدرجة في سوق الأسهم السعودي تم اختيارها وفقا لتوفر البيانات التي تتطلبها الدراسة من مختلف القطاعات باستثناء قطاع التأمين ، وتم اختبار فرضيات البحث باستخدام (برنامج SPSS) للتحليل الإحصائي واستخدمت الباحثة أسلوب الارتباط (بيرسون) والانحدار بنوعيه الخطي وغير الخطي (اللوغاريتمي) بغرض مقارنة النتائج

و اختيار الطريقة التي تحقق درجات دلالة إحصائية عالية، وبعد تحليل النتائج استنتجت الباحثة أن نموذج الانحدار غير الخطي حقق علاقات ذات دلالة إحصائية أعلى من النموذج الخطي ، وترتبط EVA لعام 2008 بالعائد على السهم للعام نفسه ارتباط طردي متوسط بمقدار 0.502 بدرجة ثقة 99% و تتنبأ بـ 23.9% من عوائد الأسهم لنفس العام بدرجة ثقة 99% ، أما EVA للعامين 2007م و 2008 فتنبأ بـ 23% من عوائد الأسهم لعام 2008 بدرجة ثقة 99%، كما حقق معامل ارتباط بيرسون علاقة طردية ضعيفة بمقدار 0.434 بين MVA و EVA لعام 2008 واستطاعت EVA في ذلك العام من تفسير 18.8% من قيمة MVA للعام نفسه بدرجة ثقة 99%، واستطاعت قيم EVA للعامين 2007 و 2008 من تفسير 13.5% من MVA لعام 2008 بدرجة ثقة 99% ، وتفوق المؤشران الاقتصاديان EVA & MVA في التنبؤ بعوائد الأسهم المستقبلية في عام 2008 على المؤشران المحاسبيين ROI & ROE بنسبة 51.9% ، 44.5% على التوالي بدرجة ثقة 99% وحقق المؤشر MVA أعلى نسبة تنبؤ بعوائد الأسهم المستقبلية من بين المؤشرات المستخدمة في الدراسة تبلغ 50%.

الفرع الثالث : دراسة تائر عدنان قدومي، قيس أديب كيلاني وآخرون 2011

هذه الدراسة بعنوان : "أيهما أكثر قدرة على تفسير التغيير في القيم السوقية للأسهم أهي القيمة الاقتصادية المضافة EVA أم معايير الأداء التقليدية" جامعة العلوم التطبيقية الخاصة، عمان، الأردن، 2011 .
الهدف من هذا البحث يكمن في دراسة ومعرفة أيهما أكثر قدرة (استخدام القيمة الاقتصادية المضافة أو الطرق التقليدية لتقييم الأداء) في تفسير التغيير في القيم السوقية للأسهم. و من خلال تحليل القدرة التفسيرية لمعايير تقييم الأداء التقليدية والقيم الاقتصادية المضافة كمتغيرات مستقلة والتغير في القيم السوقية للأسهم كمتغير تابع لعينة مكونة من 40 شركة مساهمة عامة مدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية نتج أن طرق تقييم الأداء التقليدية لها قدرة تفسيرية أعلى من القيمة الاقتصادية المضافة للتغير في القيم السوقية للأسهم حيث بلغت (R^2) لها 0.826، بينما بلغت (R^2) للقيمة الاقتصادية المضافة 0.171

الفرع الرابع: دراسة عبد الرؤوف صديقي 2013

هذه الدراسة بعنوان : "إسهامات مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في قياس وتقييم الأداء المالي بالمؤسسة الاقتصادية" وهب عبارة على مذكرة استكمال متطلبات شهادة الماجستير، بجامعة ورقلة، تحت عنوان "إسهامات مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في قياس الأداء المالي بالمؤسسة (دراسة حالة مجمع مؤسسة الوطنية لخدمات الآبار ENSP خلال الفترة (2009-2012)".
تهدف هذه الدراسة على البحث عن أفضل مؤشر من بين المؤشرات الأداء المالي وهي المؤشرات التقليدية أو المحاسبية العائد على حقوق الملكية ROE والعائد على المبيعات ROS والعائد على الاستثمار ROA ومؤشر القيمة الاقتصادية المضافة EVA في مجمع المؤسسة الوطنية لخدمات الآبار خلال فترة الدراسة، بمعنى آخر هل يختلف مؤشر EVA عن مؤشرات التقليدية ($ROA-ROS-ROE$) في تقييمه لأداء المؤسسات الاقتصادية ؟
وعالج الباحث الدراسة وفق للمنهجية التالية :

- الفصل الأول تطرق فيه الباحث إلى دراسة المؤشرات التقليدية إضافة إلى مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة من حيث المفهوم والغاية.

- الفصل الثاني حيث تناول فيه بعض الدراسات السابقة باللغة العربية والأجنبية من حيث التحليل والمقارنة

- الفصل الثالث خصصه الباحث إلى الجانب التطبيقي، حيث قام بتقديم المؤسسة محل الدراسة، إضافة إلى تقييم أداء المؤسسة محل الدراسة وفق المؤشرات التقليدية ومؤشر القيمة الاقتصادية المضافة. واعتمد الباحث في هذا الجانب على المنهج الإحصائي من أجل قياس العلاقة بين مختلف المؤشرات في شكل متغيرات مستقلة والقيمة الاقتصادية المضافة كمتغير تابع.
- بحيث توصل إلى مجموعة من النتائج :
- المؤسسة لم تخلق قيمة لشركائها حسب مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة خلال ثلاث السنوات الأولى، ماعدا سنة 2012 حيث حققت المؤسسة قيمة اقتصادية موجبة.
- من خلال التحليل الإحصائي الوصفي توصل الباحث على وجود علاقة طردية بين كل من BFR و EVA بمقدار 46% والعلاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% ويفسر BFR نسبة 95% من تغيرات EVA
- كلما ارتفعت CMPC ب 1% تنخفض EVA ب 1.98 دج مع بقاء عامل RCI ثابت، بمعنى وجود علاقة عكسية بينهما.
- وجود علاقة طردية بين EVA و MVA أي كلما تخلق المؤسسة قيمة اقتصادية مضافة بمقدار 1 دج يؤدي ذلك إلى خلق قيمة سوقية مضافة بمقدار 0.81 دج.
- يوجد علاقة عكسية بين كل من (ROS-ROE-ROA) وبين (MVA) أي كلما ارتفعت المؤشرات التقليدية ب 1 دج انخفضت مؤشر القيمة السوقية المضافة على التوالي ب 19.87 دج و 20.85 دج و 17.13 دج

الفرع الخامس : علي بن الضب و سيدي امحمد عياد 2013

- هذه الدراسة بعنوان : "تكلفة رأس المال ومؤشرات إنشاء القيمة " دراسة تطبيقية ببورصة الدار البيضاء خلال 2007-2010 هي عبارة عن مقال منشور، في العدد الثاني من مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، بجامعة ورقلة، هدفت هذه الدراسة إلى تطبيق نموذج توازن الأصول الرأسمالية CAPM ببورصة الدار البيضاء المغربية، واختبار فرضية تجانس التباين لبواقى النموذج، في ظل الأزمة المالية الراهن كمحاولة لبناء نموذج قياسي يسمح بتقدير تكلفة رأس مال الشركات المدرجة. طبقت هذه الدراسة على عينة مكونة من 32 شركة مدرجة بالبورصة المغربية.
- اتبع الباحثان المنهج الوصفي التحليلي لدراسة تكلفة رأس مال الشركات المدرجة ببورصة الدار البيضاء المغربية، ثم قاما بمعالجة البيانات التي تم جمعها باستخدام البرنامجين الإحصائيين Eviews and RATS لتقدير النماذج.
- عالج الباحثان هذه الدراسة وفق المنهجية التالية:
- تطرق أولا إلى الإطار النظري للدراسة، أما ثانيا فقد تناول بعض المفاهيم الأساسية مؤشرات إنشاء القيمة وتكلفة رأس المال، وكيفية حسابها ، ونقاط القوة والضعف لكل مؤشر من هذه المؤشرات، وكانت الدراسة التطبيقية في الأخير.
- خلصت هذه الدراسة إلى أن افتراضات نموذج توازن الأصول المالية غير محققة ببورصة الدار البيضاء، لاسيما وان معظم متخذي القرار يستخدمونه بصفة كبيرة، مما يؤدي إلى اتخاذ قرارات مالية غير صائبة، مما يجعل المؤشر إنشاء EVA غير صحيح في تقييم الأداء المالي كونه يعتمد على تكلفة رأس المال .

المطلب الثاني: الدراسات باللغة الأجنبية

الفرع الأول: Jeffrey M. Bacid and other: (1997)

تهدف هذي الدراسة تقييم مقاييس الأداء من خلال منظور خلق قيمة المساهمين، ولقد حاول الباحثين من خلال دراسة البحث عن مدى قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة للعوائد غير الطبيعية إلى جانب إيجاد أفضل مقياس للأداء مقارنة بمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة، ومن أجل تحقيق هدف الدراسة تم استخدام قاعدة بيانات Stern Stewart التي تضمن 1000 مؤسسة خلال فترة ما بين سنتي 1982-1992 ولقد تم اختيار عينة تتكون من 600 مؤسسة تم اختيارها عشوائيا، ولقد تمثلت متغيرات الدراسة في مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة، القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة، العائد على الحقوق الملكية، والعائد المعدل.

ولقد أظهرت نتائج الدراسة تفوق مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة على باقي المؤشرات في التنبؤ بعوائد الأسهم، كما أنه يفوق إحصائيا على مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة ذلك .

الفرع الثاني: 2012 Fayez salim haddad

جاءت هذه الدراسة تحت عنوان The Relationship between Economic Value Added and Stock Returns: Evidence from Jordanian Banks وهي عبارة عن مقال منشور بالعدد 89 من مجلة International Research Journal of Finance and Economics

(العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة وعائدات الأوراق المالية: أدلة من البنوك الأردنية)

هدف الباحث من خلال الدراسة إلى اختبار العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة EVA والعائد على الأصول ROA والعائد على الحقوق المساهمين ROE ونسبة كفاية رأس المال، كمتغيرات مفسره لعوائد الأسهم، وأجريت هذه الدراسة على عينة مكونة من 15 بنكا مدرج في سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة (2000-2009) مستخدما نموذج الانحدار متعدد. وتوصل الباحث إلى وجود علاقة قوية بين القيمة الاقتصادية المضافة وعوائد الأسهم، إضافة إلى وجود علاقة ضعيفة بين العائد على الأصول والعائد على الحقوق المساهمين و نسبة كفاية رأس المال مع عوائد الأسهم .

الفرع الثالث: 2013 Habibollah 1 Nakhaei and 2Nik Intan Norhan Bnti Hamid

جاءت هذه الدراسة تحت عنوان Analyzing the Relationship Between Economic Value Added (EVA) and Accounting Variables with Share Market Value in Tehran Stock Exchange (TSE) وهي عبارة

عن مقال منشور من مجلة Middle-East Journal of Scientific Research

(تحليل العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) و المتغيرات المحاسبية مع حصة القيمة السوقية في بورصة طهران (بورصة))

الفصل الأول : القيمة الاقتصادية كمؤشر للأداء المالي الإطاري النظري والدراسات

هدف الباحث من خلال هذه الدراسة إلى دراسة قوة التفسيرية النسبية للقيمة الاقتصادية المضافة بالمقارنة مع متغيرات المحاسبية بالقيمة السوقية للأسهم، بالتركيز على دراسة الميدانية لـ 47 شركة غير مالية مدرجة في بورصة طهران خلال الفترة الممتدة ما بين (2004-2008) واختبار العلاقة استخدم الباحث طريقة انحدار الخطي البسيط، وخلصت الدراسة إلى أن القوة التفسيرية الكبير للمتغيرات المحاسبية المتمثلة في النتيجة الصافية NP ونتيجة الاستغلال OP للقيمة السوقية للأسهم والقيمة الاقتصادية المضافة (EVA) .

المطلب الثالث : مقارنة بين الدراسات

الفرع الأول: المقارنة بين الدراسات العربية

الجدول (01-02) يوضح المقارنة بين الدراسات العربية السابقة

الدراسة	الهدف	الحدود المكانية و الزمنية	متغيرات الدراسة	البرنامج الإحصائي	النتائج المتوصل لها
سمير حسين الرواشدة	مقارنة علاقة كل من EVA والمؤشرات التقليدية بعوائد الأسهم	بورصة عمان المالية خلال الفترة (1998- 2004)	المتغيرات التابع عائد على الأسهم والمتغيرات المستقلة كل من مؤشرات التقليدية والحديثة	SPSS	المتغيرات التقليدية أكثر ارتباطا وتفسير ل عوائد السهم
إكرام عبد الرحمن فلانه	قياس العلاقة بين EVA وعائد على الأسهم	بورصة السعودية (2007- 2009)	المتغير التابع MVA ثم RS اما متغير المستقل EVA, MVA, ROA, ROI	SPSS	تفوق مؤشرا EVA و MVA في التنبؤ بعوائد الأسهم على مؤشرا ROA, ROI
عبد الرؤوف صديقي	المقارنة بين مؤشرات التقليدية و EVA	مؤسسة ENSP خلال الفترة (2009- 2012)	متغير تابع MVA ثم EVA ومتغير المستقل -Roe- ros cmps roci	غير مشار إليه	وجود علاقة عكسية بين المؤشرات التقليدية وMVA
ثائر عدنان و آخرون	استخدم EVA وطرق التقييم التقليدية في تفسير MV	بورصة الأردن خلال الفترة (2000- 2009)	تابع المتغير MV والتابع المستقل BV,DPV, EPS,ROA,	SPSS	المؤشرات التقليدية لها قوة تفسير أعلى من EVA لتغيرات في

الفصل الأول : القيمة الاقتصادية كمؤشر للأداء المالي الإطار النظري والدراسات

MV		ROE, CFO,EVA			
مؤشر EVA لا يصلح لتقييم الأداء كونه يعتمد على تكلفة رأس المال	Eviews and RATS	متغير تابع CAPM ومتغير المستقل EVA	بورصة الدار البيضاء المغربية خلال الفترة (2007-2010)	محاولة بناء نموذج قياسي يسمح بتقدير تكلفة رأس المال	علي بن الضب وسيدي محمد عياد

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الدراسات السابقة العربية

الفرع الثاني : مقارنة بين الدراسات الأجنبية

الجدول رقم (01-03) يوضح مقارنة بين دراسات الأجنبية السابقة

الدراسة	الهدف	حدود المكانية والزمنية	متغيرات الدراسة	برنامج الإحصائي	النتيجة المتوصل لها
Jeffrey M. Bacid and other	تقييم مقاييس الأداء من خلال منظور خلق قيمة المساهمين	قاعدة البيانات Stern Stewart التي تضم 1000 مؤسسة خلال الفترة (1882-1992)	EVA المعدلة و ROE والعائد المعدل	غير مشار إليه	تفوق مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة المعدلة على باقي المؤشرات في التنبؤ بعوائد الأسهم
Habibollah Nakhaei	قوة التفسيرية النسبية ل EVA بالمقارنة مع متغيرات المحاسبية بالقيمة السوقية للأسهم	بورصة طهران خلال الفترة (2004-2008)	متغير التابع MV ومتغير المستقل NP, OP, EVA	EVIIEWS	القوة التفسيرية الكبيرة للمتغيرات المحاسبية NP, OP للقيمة السوقية للأسهم بالمقارنة مع EVA
Fayez salim haddad	اختبار العلاقة بين EVA وعوائد الأصول	سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة (2000-2009)	متغير التابع عوائد الأسهم والمتغير المستقل ROE EVA ROA	EVIIEWS	تفوق EVA

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الدراسات السابقة الأجنبية

الفرع الثالث: ما يميز هذه الدراسة عن باقي الدراسات السابقة

من خلال الجدول أعلاه يتبين أن معظم الدراسات تتشابه في مدى أفضلية وتفوق مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على مؤشرات التقليدية للأداء المالي في قياس أداء المؤسسات الاقتصادية، فتشابهت دراسة صفية و عبد الرؤوف صديقي و Nakhaei مع دراستنا من حيث البيئة مع اختلاف الحيز الزمني والمكاني لهاته الدراسات، كما تشترك دراستنا مع باقي الدراسات في الهدف الذي نسعى إلى تحقيقه من خلال تحديد مدى قدرة القيمة الاقتصادية المضافة على قياس أداء المؤسسات الاقتصادية، إلا أنها تختلف في اختيار متغيرات الدراسة التي اعتمدنا عليها لتحقيق هذا الهدف، بحيث تتشابه دراسة كل من سمير الرواشدة و ثائر عدنان و علي بن ضب من حيث تفوق المؤشرات التقليدية مقارنة مع مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة، أما في بما يخص النتائج فقد تشابهت دراسة كل من أكرام فلانه و Fayez salim و Jeffrey من حيث تفوق مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في تقييم الأداء المالي مقارنة مع المؤشرات التقليدية .

خلاصة الفصل:

من خلال هذا الفصل تبين أن المؤشرات التقليدية أكثر أساليب شيوعا في تقييم الأداء المالي الذي يعتمد التقييم المحاسبي أساسا لمضمونه التحليلي، ومع تطور التاريخي للبيئة الاقتصادية والمالية للمؤسسات تم تجاوز التقييم المحاسبي للأداء وتحول نحو تقييم اقتصادي له، ومن أكثر الأساليب التقليدية والحديثة في تقييم الأداء نجد القيمة الاقتصادية المضافة ، القيمة الاقتصادية السوقية ومؤشر العائد والتدفق النقدي على الاستثمار، بحيث مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة يأخذ في الحسبان أي عامل من عوامل الإنتاج التي يجب أن تخصم كغيرها من تكاليف عوامل الإنتاج وهي تكلفة رأس المال وهو الشيء الإضافي في تقييم الأداء الذي جاء عن انطلاقا من عيوب المؤشرات التقليدية.

كما تبين من خلال الدراسات السابقة أنها اختلفت من خلال استخدامها لمتغيرات الدراسة إلا أن جميعها اعتمدت على مؤشرات الأداء في تحديد مدى أفضلية هذا مؤشر وقدرته على قياس الأداء المالي، بحيث قد حاول الباحثون بربط الأداء بمتغيرين أساسيين هما عوائد على الأسهم والقيمة السوقية .

ومن خلال الفصل الثاني سوف يتم دراسة مقارنة بين المؤشرات التقليدية والقيمة الاقتصادية المضافة لقياس مدى تفسيرها لتغيرات التي تحدث في الأداء المالي ومعتبر عنه بعوائد الأسهم وذلك بإسقاطه في بورصة الجزائر .

تمهيد :

إن المؤسسة مزيج من الوسائل المادية يديرها ويحركها العنصر البشري فإن تحقيق الفعالية التي تضمن لها البقاء والاستمرار مرتبطة بمستوى الأداء في استغلال كل مواردها وطاقاتها المتاحة بطريقة مثلى، ومن هذا المنطلق انصب اهتمامنا في الفصل السابق على التطرق إلى المفاهيم الأساسية المتعلقة بالقيمة الاقتصادية المضافة وأهميتها في قياس أداء المالي للمؤسسة الاقتصادية، بحيث سنقوم في هذا الفصل وهو الجزء المخصص لجانب التطبيقي من الدراسة بإسقاط الجانب النظري وما تناولته الدراسات السابقة بقياس أداء المؤسسة باستخدام المؤشرات التقليدية والحديثة ومعرفة مدى قدرتها على تفسير التغيرات التي تحدث في الأداء المالي وذلك بتحديد اختلاف عوائد الأسهم والتغيرات في القيمة الاقتصادية المضافة .

✓ **المبحث الأول :** عرض المنهجية و أدوات الدراسة.

✓ **المبحث الثاني :** عرض و مناقشة النتائج .

المبحث الأول : عرض المنهجية و أدوات الدراسة

في هذا المبحث سيتم التبيين بوضوح كيفية إنجاز الدراسة و ذلك بالتطرق إلى الطريقة و الأدوات المستخدمة من خلال تفصيل بيانات الدراسة، وكذا شرح الأسلوب الإحصائي المستخدم.

المطلب الأول : المنهج، مجتمع وعينة الدراسة

سيتم في هذا المطلب التركيز على اختيار مجتمع الدراسة و العينة، تحديد المتغيرات و كيفية قياسها و طريقة جمعها، و تلخيص المعطيات المجمعة.

الفرع الأول : المنهج المتبع في الدراسة

من أجل الوصول إلى النتائج المرجوة، وبغرض تحقيق الهدف بمخطوات منهجية صحيحة مع الإجابة على الأسئلة المطروحة، تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي ومنهج دراسة الحالة، كما تم استخدام المسح المكتبي من خلال الإطلاع على الكتب والدراسات والرسائل المرتبطة بالموضوع، أما أدوات الدراسة فقد تم الاستعانة بمصفوفة الارتباط لقياس قوة أو ضعف العلاقة بين المتغيرات، بالإضافة إلى نماذج الانحدار الخطي المتعدد كأداة إحصائية لاختبار مؤشرات الأداء المالي وقدرتها على تفسير المتغير التابع الذي يعبر عن الأداء المالي والمتمثل في عوائد الأسهم وهي الطرق المعتمدة لمثل وأغلب هذه الدراسات، وذلك باستخدام البرنامج الإحصائي **Excel & EVIEWS.7**.

الفرع الثاني : اختيار المجتمع وعينة الدراسة

I . مجتمع الدراسة :

بعد الاستقلال مباشرة اتبعت الجزائر نموذجا للتنمية الاقتصادية مرتكزا على التخطيط المركزي للاقتصاد وعلى نموذج الصناعات المصنعة، وقد قامت هذه الإستراتيجية على التمويل غير المباشر والإصدار النقدي المسيرين، ولم تكن هناك الحاجة لا إلى سوق مالي ولا إلى البورصة؛ وعندما اضطرت الجزائر إلى التخلي عن هذا المنهج إثر أزمة 1986 (انخفاض أسعار البترول) وزيادة حجم المديونية، واللجوء إلى برامج التصحيح الهيكلي المرسومة والمدعومة من قبل صندوق النقد الدولي، كان لا بد من إنشاء سوق مالي ليواكب التطورات الحاصلة على المستوى الاقتصادي. إذن ففكرة إنشاء سوق للأوراق المالية الجزائرية جاءت اثر الإصلاحات التي أعلن عنها سنة 1987، بإنشاء بورصة للقيم المنقولة في الجزائر، لتباشر نشاطها الفعلي في 13 سبتمبر 1999.¹

¹ - أحسن عثمان، سعاد شعابنية، النظام المالي المحاسبي كأحد أهم متطلبات حوكمة الشركات أثره على البورصة الجزائرية، الملتقى الوطني حول حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري يومي 03-07 ماي 2012 جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، ص12

الجدول رقم 1.2 : يوضح الشركات المدرجة في بورصة الجزائر لسنة 2015

اسم المؤسسة	الرمز	النوع	تاريخ الانضمام للسوق	تاريخ الطرح	سعر الطرح	نسبة الإكتتاب العام	نوعية النشاط
صيدال	SAI	سند رأس مال	انضمت في 17 جويلية 1999	20 سبتمبر 1999	800 دج	نسبة 20%	الصناعة الصيدلانية
الأوراسي	AUR	سند رأس مال	انضمت في 20 جانفي 2000	14 فيفري 2000	400 دج	نسبة 20%	خدمات الفنادق
أليانس	ALL	سند رأس مال	انضمت في 07 مارس 2001	7 مارس 2011	830 دج	نسبة 31%	خدمات التأمين
روبية	ROUI	سند رأس مال	انضمت في 03 جوان 2013	03 جوان 2013	400 دج	نسبة 25%	صناعات الغذائية
بيوفارم	BIO	سند رأس مال	انضمت في 06 أفريل 2016	06 أفريل 2016	1225 دج	نسبة 20%	الصناعة الصيدلانية

المصدر : من إعداد الطلبة بناء على لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة

II. : عينة الدراسة

يتمثل مجتمع الدراسة في جميع المؤسسات المدرجة في سوق خلال الفترة الممتدة من 2000 إلى 2015 والتي بلغت 5 شركات في البورصة، أما عينة الدراسة فقد تكونت من 4 شركات وهم كل من شركة صيدال متخصصة في صناعة الصيدلانية، وشركة فندق الاوراسي، وشركة أليانس لتأمين و شركة روبية لصناعة الغذائية، وتجميع البيانات المالية الخاصة بشركات المعينة من خلال الموقع الرسمي لبورصة الجزائر للأوراق المالية وتم استبعاد شركة بيوفارم وذلك لعدم توفير فيها الشروط التالية :

- أن تغطي فترة الدراسة لأكثر من ثلاثة سنوات من دخولها للبورصة.

- أن تكون سند رأس مال لكي تعبر على متغير التابع و هو عوائد الأسهم .

- أن لا تكون المؤسسة قامت بعمليات اتحاد أو اندماج خلال فترة الدراسة.

- أن تتوفر كافة البيانات المالية للمؤسسة خلال فترة الدراسة .

- أن تكون المؤسسة في حالة نشاط وتسعير بالبورصة .

III. : حدود الدراسة

قمنا بتقسيم الدراسة إلى فئتين قطاع عام و خاص بحيث القطاع العام متمثل في مؤسسة صيدال و مؤسسة الأوراسي والتي تتمثل حدود الدراسة الزمنية من 2000 إلى 2015 فتعتبر فترة مقبولة وكافية لدراسة أثر المتغيرات المستقلة على المتغير التابع للأداء المالي المعبر عليه بعوائد الأسهم؛ أما بما يخص القطاع الخاص المتمثل في مؤسسة أليانس و الروبية والتي تتمثل الفترة الزمنية من 2011 إلى 2015 ؛ أما حدود المكانية فتتمثل في بورصة الجزائر .

المطلب الثاني: تحديد متغيرات الدراسة والأدوات الإحصائية المعتمدة**الفرع الأول: تحديد المتغيرات وطرق جمعها**

I. **متغير التابع** : نضرا لغياب سعر السهم وعدم توفره في بورصة الجزائر لقد قمنا باختيار عوائد الاسهم كبديل لها ، أي أن هذا المتغير يعبر على الاداء الكلي للمؤسسات الاقتصادية ويعكس مدى كفاءة المؤسسة في استخدام الأصول والموارد المتاحة لذلك تسعى الشركات الى زيادة هذا المقياس للدور الذي يلعبه في تحديد سعر السهم، حيث أنه من أحد العوامل الذي يأخذه المستثمر بعين الاعتبار عندما يفكر في شراء السهم، ويرمز لنصيب السهم من الارباح المحققة بـ EPS، ويتم حسابها وفق العلاقة التالية :

$$\text{حصة السهم من الأرباح} = \frac{\text{الربح الصافي}}{\text{مجموع الأسهم العادية القائمة}}$$

II. : متغيرات المستقلة

تم اختيار مجموعة من المؤشرات التقليدية و مؤشر الحديث للأداء المالي كمتغيرات مستقلة لدراسة وهي تتمثل في:
* **مؤشر العائد على حقوق الملكية (ROE)** : من خلال هذا المؤشر يتم مقارنة الربح الصافي بإجمالي حقوق الملكية وهو يمثل المردودية المالية، حيث يعكس كفاءة المؤسسة في استخدامها للأموال خاصة، ويحسب وفق العلاقة التالية :

$$\text{العائد على حقوق الملكية} = \frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{الأموال الخاصة}} * 100$$

* **نسبة التداول السريعة** : تعتمد هذه النسبة على الأصول السريعة التحويل إلى نقدية لقياس درجة سيولة المؤسسة وتحسب وفق العلاقة التالية:

$$\text{نسبة التداول السريعة} = \frac{\text{الأصول المتداولة} - \text{المخزونات}}{\text{الخصوم المتداولة}} * 100$$

* **نسبة الرافعة المالية** : تقيس هذه النسبة مدى الذي ذهبت إليه المؤسسة في الاعتماد على أموال الغير في تمويل احتياجاتها وتحسب وفق العلاقة التالية:

$$\text{نسبة الرافعة المالية} = \frac{\text{اجمالي الديون}}{\text{اجمالي الموجودات}} * 100$$

*مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA): تعتبر من بين المؤشرات الأداء الحديثة وتقوم على قياس مدى قدرة المؤسسة على خلق قيمة للمساهمين، وتحسب وفق العلاقة التالية:

$$EVA = NOPAT - WACC * CT$$

ويتم حساب الربح التشغيلي بعد الضرائب كمايلي:

$$NOPAT = EBIT (1-T)$$

ويمثل EBIT الربح قبل الفوائد والضرائب ويقاس الأرباح التي حققتها المؤسسة من خلال العمليات التشغيلية قبل احتساب الفوائد الضرائب .

أما المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال :

$$K0 = KD . (D/D+CP) + Kcp . (CP/ D+CP)$$

ويمثل :

K0 : تكلفة الوسيطة المرجح رأس المال.

KD : تكلفة الديون.

D : الديون.

Kcp : تكلفة الأموال الخاصة.

CP : الأموال الخاصة .

III. مصادر البيانات :

أما عن طريقة جمعها اعتمدت الدراسة على الأدبيات المتوفرة محليا ودوليا من دراسات وأبحاث ونشرات وتقارير ذات صلة بموضوع الدراسة لتغطية الجانب النظري من الدراسة، هذا بالإضافة إلى الاعتماد على تقرير السنوية والمتمثل في القوائم المالية لهذه الشركات، إلى جانب التقارير والنشرات الصادرة من بورصة الجزائر¹، كما تم الاستعانة بشبكة الانترنت للحصول على بعض البيانات وهذا بتغطية الجانب التطبيقي من الدراسة.

الفرع الثاني: الأساليب و الأدوات الإحصائية المعتمدة :

تم الاعتماد في هذه الدراسة على نموذج الانحدار ومصفوفة الارتباط، لدراسة العلاقة بين المتغيرات المستقلة من جهة والمتغير التابع تابع من جهة أخرى أما بالنسبة لنموذج الانحدار الخطي المتعددة فاستخدم لإختبار المؤشرات التقليدية والمؤشر الحديث للأداء وقدرتها على التفسير المتغير التابع الذي يعبر عن الأداء المالي والمتمثل في عائد السهم وذلك باستعمال البرنامج Eviews7 و Excel لجمع البيانات وتلخيصها.

و بعد الحصول على الميزانيات و جدول حسابات النتائج نستخرج العناصر التي نحتاجها لحساب المؤشرات : معدل العائد على حقوق الملكية، نسبة التداول السريعة، نسبة الرافعة المالية و القيمة الاقتصادية المضافة لكل السنوات المطلوبة في Excel ثم إدخال تلك المؤشرات في برنامج Eviews، فنتحصل على نتائج التي سنعمد عليها في التحليل المالي و التحليل الإحصائي.

¹ <http://www.sgbv.dz>

المبحث الثاني : عرض و مناقشة النتائج

في هذا المبحث سنتطرق في المطلب الأول إلى عرض نتائج الدراسة دون الخوض في التحليل والمناقشة لأن المطلب الثاني سيتناول مناقشة النتائج حيث سيتم تقديم تحليل للنتائج المعروضة و مناقشتها بغرض الإجابة على الإشكالية المطروحة و تأكيد صحة الفرضيات أو نفيها.

المطلب الأول : عرض النتائج وتحليلها

1- نتائج الارتباط

الجدول (2-2) : نتائج الارتباط بين مؤشرات الأداء المالي

	EPS	EVA	ROE	LEV	LIQ
EPS	1.000000				
EVA	-0.043949	1.000000			
ROE	0.630299	0.045292	1.000000		
LEV	0.142420	-0.584924	-0.284397	1.000000	
LIQ	-0.045952	0.008009	-0.138973	0.044562	1.000000

المصدر : من إعداد الطالبة باعتماد على مخرجات برنامج EViews.7

نلاحظ من خلال نتائج الجدول أعلاه أظهرت مصفوفة الارتباط أن هناك ارتباط بإشارة سالبة أي عكسي بين المتغير التابع (العائد على السهم) و المتغير المستقل مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة بنسبة (-0.043) وكذلك بالنسبة لتداول السريعة بنسبة (-0.045) أما بالنسبة لباقي متغيرات المستقلة فنلاحظ وجود ارتباط بإشارة موجبة بينها وبين متغير التابع وكانت نسب الارتباط كما يلي : العائد على حقوق الملكية بنسبة 0.63 و الرافعة المالية بنسبة 0.14.

أما بالنسبة للارتباط بين متغيرات المستقلة فلقد أظهرت النتائج وجود ارتباط ضعيف بين نسبة التداول السريعة و مؤشر العائد على حقوق الملكية من جهة و مؤشر القيمة الاقتصادية من جهة أخرى وكانت نسب الارتباط على التوالي 0.008 و 0.04 في الاتجاه الموجب، كما نلاحظ أيضا أن الارتباط بين الرفع المالي والقيمة الاقتصادية المضافة ضعيف لكن في الاتجاه سالب وبلغت نسبة الارتباط (- 0.58)، إلى جانب وجود ارتباط ضعيف بين نسبة التداول و نسبة الرفع المالي من جهة والعائد على حقوق الملكية من جهة أخرى وكانت نسب الارتباط على التوالي 0.28، 0.13 في الاتجاه السالب، كما نلاحظ وجود ارتباط ضعيف كذلك بين نسبة التداول و نسبة الرفع لمالي بنسبة 0.04 في الاتجاه موجب.

جدول رقم (2-3) : نتائج التقدير نموذج للعائد على السهم

متغير التابع EPS		
الدلالة	المعاملات	متغيرات المستقلة
0.1770	3.12E-09	EVA
0.0000	579.2104	ROE
0.0032	4.303169	LEV
0.7512	1.089252	LIQ
0.9353	-1.322222	القيمة الثابتة C
0.536617		معامل التحديد R^2
10.13288		قيمة الاحصائية فيشر F
0.000015		الاحتمال Prob

المصدر : من إعداد الطالبة باعتماد على الملحق رقم 01 باستخدام برنامج EViews.7

نلاحظ من خلال نتائج الجدول أعلاه أن نتائج تقدير النموذج تشير إلى أن المتغيرات المستقلة مجتمعة لها قدرة على تفسير المتغير التابع (عائد على السهم) بنسبة 53% وهو ما يظهر من خلال معامل الارتباط r وهي نسبة مقبولة جداً، ونلاحظ بناءً على النتائج التقدير أن قيمة الاحتمال المرفقة بإحصائية فيشر F هو 0.000015 أقل تماماً من مستوى المعنوي (0.05) وهذا ما يدل على وجود دلالة إحصائية للنموذج المقدر وبالتالي فإن مؤشرات الأداء التي تم اختبارها والتي تتمثل في المتغيرات المستقلة لها قدرة على تفسير والتنبؤ بعوائد الأسهم .

وباختبار المعنوية الجزئية للمعالم المقدرة نلاحظ كذلك من خلال الجدول أن كل من مؤشر العائد على حقوق الملكية و الرفع المالي لهم دلالة إحصائية حيث أن القيمة الاحتمالية لهما أقل تماماً من مستوى معنوية (0.05) وبالتالي هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بينهم وبين المتغير التابع وهي تتوافق مع نتائج الارتباط التي أظهرت وجود ارتباط بنسبة 0.63 و 0.14 على التوالي بين مؤشر العائد على الحقوق الملكية و الرفع المالي من جهة و عوائد السهم من جهة أخرى ، وعلى العكس من ذلك يتبين من خلال النموذج المقدر أن معامل القيمة الاقتصادية المضافة ليس له دلالة إحصائية فالقيمة الاحتمالية Prob 0.177 وهو أكبر تماماً من مستوى معنوية (0.05) وهذا يدل على أنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة وعائد السهم، كما بينت النتائج تقدير النموذج عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة التداول السريعة وعائد السهم حيث بلغت القيمة الاحتمالية Prob لهذا المتغير 0.75؛ وبناءً على نتائج المبينة في الجدول رقم (2-3) نستنتج أن المعالم المقدرة للنموذج ليس لها معنوية إحصائية جزئية والمتغيرات المستقلة ليس لها علاقة ذات دلالة إحصائية مع المتغير التابع ممثلاً في عائد السهم ما عدا مؤشر العائد على حقوق الملكية والرفع المالي .

جدول رقم (2-4) : يوضح تأثير معايير الأداء التقليدية كحزمة واحدة على الأداء المالي

متغير التابع EPS		
الدلالة	المعاملات	متغيرات المستقلة
0.0000	559.7357	ROE
0.7316	1.192468	LEV
0.0067	3.182156	LIQ
0.8316	3.427761	القيمة الثابتة C
0.511479		معامل التحديد R^2
12.56394		قيمة الإحصائية فيشر F
0.000009		الاحتمال F

المصدر : من إعداد الطالبة باعتماد على الملحق رقم 02 باستخدام برنامج EViews.7

من خلال نتائج الجدول أعلاه نلاحظ أن قيمة معامل الارتباط R بين المتغيرات المستقلة (معايير تقييم الأداء التقليدية) كحزمة واحدة وبين المتغير التابع (عائد السهم) قد بلغ 0.51، وهذا ما يؤكد وجود علاقة بين هذه المتغيرات، أما بالنسبة للقدرة التفسيرية وتأثير معايير الأداء التقليدية على عائد السهم، فهي تفسر ما نسبته 51% من التغير في عائد السهم، وهي تعبر عن نسبة تفسير مقبولة، كما أن للمعالم المقدرة للنموذج دلالة إحصائية من خلال ما تشير إليه القيمة الاحتمالية Prob وهي أقل من مستوى المعنوية المعتمد 5% ما عدا مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة ونسبة التداول السريعة ليس لهم دالة إحصائية، أما بالنسبة ما تشير إليه القيمة الاحتمالية لاختبار فيشر لقياس صلاحية النموذج لتمثيل العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، تبين أن هذا النموذج يصلح لتمثيل العلاقة عند مستوى معنوية 5% وهو أكبر من القيمة الاحتمالية الإحصائية فيشر (Prob (F-statistic).

جدول رقم (2-5) : نتائج التقدير نموذج بعد حذف المتغيرات التي ليس لها معنوية

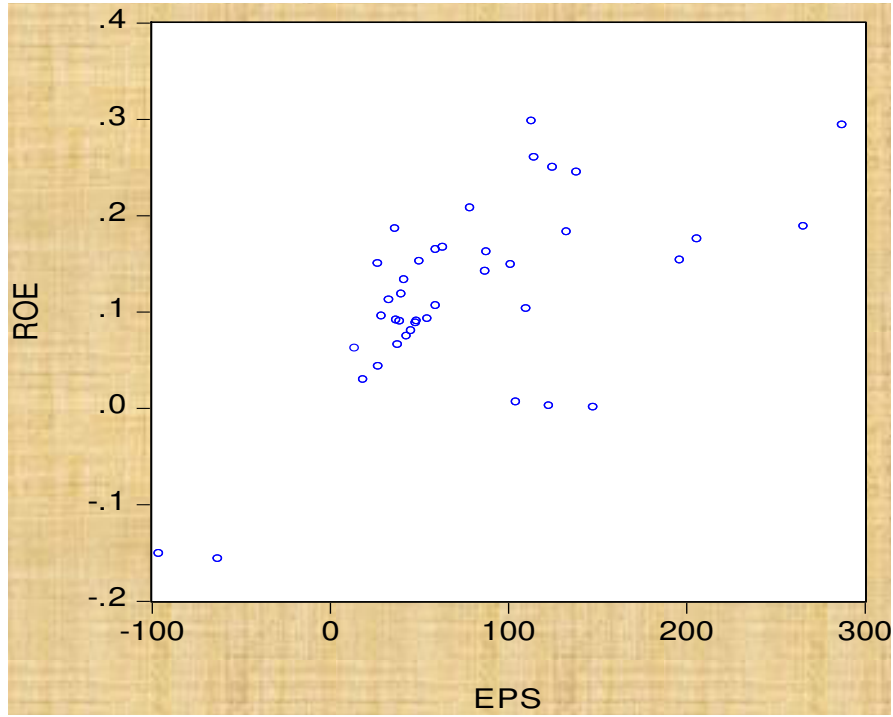
متغير التابع EPS		
الدلالة	المعاملات	متغيرات المستقلة
0.0000	584.6035	ROE
0.0019	3.348131	LEV
0.507732		معامل التحديد R^2
19.24411		قيمة الاحصائية فيشر F
0.00000		الاحتمال Prob

المصدر : من إعداد الطالبة باعتماد على الملحق رقم 03 باستخدام برنامج EViews.7

من خلال نتائج الجدول أعلاه نلاحظ أن كل من مؤشر العائد على حقوق الملكية ونسبة الرافعة المالية لهما القدرة على تفسير عائد السهم بنسبة 0.50، ولقد كان للنموذج معنوية إحصائية حيث بلغ احتمال إحصائية فيشر 0.0000 وهو أقل تماماً من مستوى معنوية المعتمدة 5%، وتشير النتائج إلى كل من مؤشر العائد على حقوق الملكية ونسبة الرافعة المالية وجود لهما

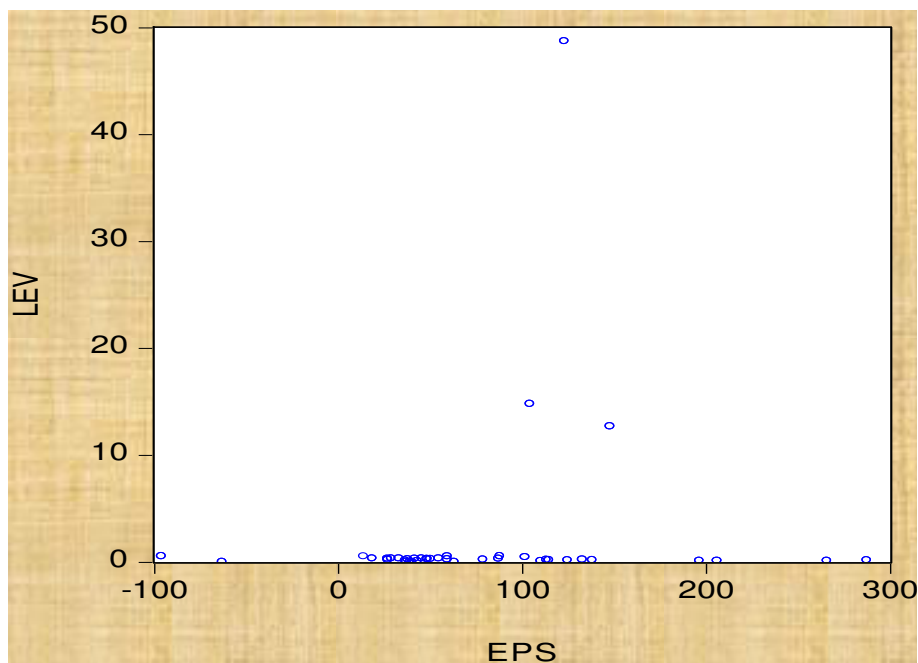
علاقة ذات دلالة إحصائية مع العائد على السهم، لأن القيمة الاحتمالية بالنسبة للمعالم المقدرة المرتبطة بهذه المتغيرات أقل تماما من مستوى معنوية.

الشكل (1.2) يوضح التمثيل الانتشاري للمتغير التابع EPS بدلالة ROE



المصدر : من إعداد الطالبة باعتماد على مخرجات برنامج EViews.7

الشكل (2.2) يوضح التمثيل الانتشاري للمتغير التابع EPS بدلالة LEV



المصدر : من إعداد الطالبة باعتماد على مخرجات برنامج EViews.7

من خلال الاشكال البياني السابقة لا يمكن التمييز العلاقة بين المتغيرين لذلك سيتم تقدير أكبر عدد من نماذج، ثم نختار النموذج الأحسن بناء على عدة معايير إحصائية هي:

- ✓ معنوية المعامل المقدرة (وجود دلالة إحصائية).
- ✓ المعنوية الكلية للنموذج (وجود أحسن دلالة إحصائية للنموذج الكلي).
- ✓ معامل التحديد R^2 (أحسن جودة توفيق).

المطلب الثاني : مناقشة وتفسير النتائج

ثانيا: مناقشة النتائج

1.1. تشخيص القوة الإحصائية

انطلاقا من معطيات المؤسسات محل الدراسة، سوف نعلم على صياغة العلاقة بين عائد السهم كمتغير تابع والمؤشرات التقليدية ومؤشر الحديث (EVA, ROE, liq, LEV) كمتغيرات مستقلة بناء على مخرجات الملحق رقم 03 بحيث نهدف من خلال ذلك إلى إيجاد معادلة رياضية الأفضل التي تعطي لنا أكبر قدرة تفسيرية بين عوائد السهم و المؤشرات، وقد تم صياغة النموذج الأساسي لدراسة كما يلي:

$$EPS = \beta_0 + \beta_1 EVA + \beta_2 ROE + \beta_3 LEV + \beta_4 liq$$

حيث أن: $\beta_0, \beta_1, \beta_2, \dots, \beta_5$: تمثل معالم النموذج

$$Y = -1.322222 + 3.12E-09 EVA + 579.2104 ROE + 4.303169 LEV + 1.089252 liq$$

1.1.1. دراسة المعنوية الإحصائية :

من خلال النتائج المتحصل عليها من مخرجات برنامج (Eviews 7) للمعلومات المقدرة B_0, B_1 ، نقوم باختبار معنوية الإحصائية لهذه المعلومات حيث نضع في كل مرة فرضية H_0 ، H_1 . بحيث توجد طريقتين :

- طريقة الأولى : نقارن القيمة المحسوبة للمعالم مع القيمة المستخرجة من جدول ستودنت.
- طريقة الثانية : مقارنة احتمال (prob) لكل معلم مقدر بمستوى المعنوية 5%

وفي دراستنا سنعمد على الطريقة الثانية للدراسة معنوية المعامل المقدرة لهذا النموذج :

2.1. اختبار معنوية الإحصائية :

✓ معنوية β_1

نضع فرضيتين :

$$H_0 : \beta_1 = 0$$

$$H_1 : \beta_1 \neq 0$$

$$0.05 < \text{Prob}_{\beta_1} = 0.1770$$

نرفض فرضية H_1 ونقبل فرضية H_0 ومنه β_1 لا تختلف معنويًا عن الصفر، أي ليس لها دلالة معنوية عند مستوى معنوي 5%
✓ معنوية لـ β_2 :

$$0.05 > \text{Prob}_{\beta_2} = 0.0000$$

نقبل H_1 ونرفض H_0 ومنه β_2 تختلف معنويًا على الصفر، أي له دلالة إحصائية عند مستوى معنوي 5%
✓ معنوية لـ β_3 :

$$0.05 > \text{Prob}_{\beta_3} = 0.0032$$

نقبل H_1 ونرفض H_0 ومنه β_3 تختلف معنويًا على الصفر، أي له دلالة إحصائية عند مستوى معنوي 5%
✓ معنوية لـ β_4 :

$$0.05 < \text{Prob}_{\beta_4} = 0.7512$$

نرفض فرضية H_1 ونقبل فرضية H_0 ومنه β_4 لا تختلف معنويًا عن الصفر، أي ليس لها دلالة معنوية عند مستوى معنوي 5%
3.1. اختبار المعنوية الكلية :

و منه نلاحظ أن القيمة $\text{Prob}(F\text{-statistic})$ هي $0.05 > 0.000015$ ، أي أن المعامل لي نموذج لها معنوية إحصائية كلية

ومنه نقبل H_1 ونرفض H_0 ، أي يوجد معامل على الأقل يختلف معنويًا عن الصفر ومنه توجد دلالة إحصائية للمعادلة المقدر.

4.1. دراسة قوة الارتباط : بالنظر إلى معامل التحديد نجد أن $R^2 = 0.536617$ أي أن المتغيرات السابقة المستقلة تفسر لنا نموذج بنسبة 53% وهذه النتيجة جيدة.

و بما أن توجد دلالة إحصائية للمعادلة وعدم وجود دلالة إحصائية لـ β_4 و β_1 نعيد صياغة نفس المعادلة بحذف المتغيرين لأنه لا يوجد أي تأثير على ربحية السهم، لتظهر لنا معادلة جديدة يتم صياغتها كالتالي :

$$EPS = \beta_0 + \beta_1 ROE + \beta_2 LEV$$

$$Y = 584.6035 ROI + 3.348131 LEV$$

ومن خلال دراستنا ووفقًا للعينة المتوفرة والمتغيرات المستخدمة استخلصت متغيرين لهما قدرة على تفسير عائد السهم

وهي العائد على الحقوق الملكية ROE، ونسبة الرافعة المالية والتي بلغت القدرة التفسيرية للنموذج $R^2 = 0.51$ وهو يعني أن المتغيرات المستقلة السابقة تفسر ما نسبته 51% من التغير في عائد السهم، وهي نسبة مقبولة، وتشير إلى مدى علاقة هذين المتغيرين بعوائد السهم

2. تفسير النتائج

لقد حاولنا من خلال الدراسة تحديد مدى قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على قياس الأداء المالي لعوائد الأسهم للمؤسسة الاقتصادية، وذلك من خلال تحديد القدرة التفسيرية لهذا النموذج لعوائد الأسهم مقارنة بمجموعة من المؤشرات المحاسبية التقليدية.

بعد استخدام نموذج الانحدار على المتغيرات الدراسة متمثلة في المؤشرات التقليدية ومؤشر الحديث المتمثل في القيمة الاقتصادية المضافة، للوصول إلى نموذج الرياضي الأفضل والذي يمكن أن يعطي أكبر قدرة تفسيرية للمتغيرات التي تحدث في العائد على السهم، بينت الدراسة التطبيقية أن المؤشرات التقليدية المتمثل في العائد على حقوق الملكية و نسبة الرافعة المالية لها دلالة إحصائية والقدرة على التفسير عوائد الأسهم، ما عدا مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة ونسبة التداول السريعة التي لم تعطي معنوية إحصائية حيث كان هناك تباين في الدرجات التفسيرية بين المؤشرات، وبالتالي لكل من مؤشرات التقليدية قدرة تفسيرية للأداء المالي.

ومن المؤشرات السابقة التي تعتبر من أهم المتغيرات تأثيرا ومفسرة للأداء المالي نجد المؤشرات التقليدية، وبالتحديد نسب الربحية والتي تم أخذ مؤشر العائد على الحقوق الملكية كمعبر لها ثم تليها مؤشرات أداء هيكل رأس المال والتي تكأخذ كذلك نسبة الرافعة المالية كمعبر لها، التي تجاوزت القدرة التفسيرية لهما بنسبة 53%، بقوة التفسيرية بلغت على التوالي 63%، 14.2%، وهذا ما أظهرته نتائج تقدير النموذج بعد تحسينه من خلال استبعاد المعالم التي ليس لها دلالة معنوية، على العكس ما توصلت له نتائج دراسة كل من إكرام عبد الرحمان فلان سنة 2010 و Jeffrey M. Bacid and other سنة 1997 .

كما كشفت الدراسة عن عدم وجود قوة تفسيرية للمؤشر الحديث المتمثل في القيمة الاقتصادية المضافة حيث بلغت نسبة التفسير على الأداء المالي 4.3% في الاتجاه السالب، ويرجع ضعف التفسير للمؤشر الحديث في بورصة الجزائر، أن أغلب مؤسسات تستهلك رأس مال المستثمر بأكبر من ربح العمليات التشغيلية مما يؤثر سلبا على ثروة الملاك، وأنها تركز على الأداء القصير الأجل مما يؤدي لمخطر الأجل القصير حيث أن الإدارة تحتاج لمقاييس طويلة الأجل بالخصوص عند التقييم المشاريع الاستثمارية هذا من جهة ومن جهة أخرى فإن أغلب المستثمرين يستثمرون في الأجل الطويل مما يدفعهم للبحث عن معلومات تمكن من معرفة قيمة السهم على المدى المتوسط والمدى الطويل، وعليه فالقيمة الاقتصادية المضافة لا توافق جميع دورات النشاط، برغم أن العديد من الدراسات توصلت إلى أنها لها قدرة كبير على تفسير إلا أن نتائج التقدير كشفت عكس ذلك حيث لا تتفوق على المؤشرات التقليدية في ذلك.

نلاحظ من خلال الدراسات في الدول العربية أن المؤشرات الحديثة ليس لها قدرة تفسيرية كبيرة مقارنة مع المؤشرات المحاسبية التقليدية وهذا راجع بسبب ضعف مستوى كفاءة الأسواق المالية في الدول العربية خاص الجزائر، وهذا يعتبر السبب الرئيسي إلى عدم وجود تأثير وقدرة تفسيرية للقيمة السوقية المضافة على الأداء المالي في بورصة الجزائر، لأن مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة يتأثر بدرجة كبيرة بكفاءة الأسواق المالية، بالإضافة إلى ذلك وجود الأزمات التي أوجدتها المؤشرات التقليدية وهو ما أدى إلى الاتجاه إلى المؤشرات الحديثة والابتعاد عن المؤشرات التقليدية بسبب التلاعب المحاسبي وانعدام الأخلاق وتواطؤ المحاسبين مع المساهمين .

خلاصة الفصل :

يعتبر هذا الفصل محاولة لتبسيط أهم ما تم تطرق إليه في الفصل النظري على أرض الواقع وهو معرفة قدرة المؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على قياس الأداء المالي من خلال تحديد مدى قدرته على تفسير عوائد الأسهم، وذلك من خلال مقارنته بالمؤشرات المحاسبية التقليدية للأداء المالي ولقد أظهرت نتائج الدراسة من خلال استنتاج نماذج الانحدار للكشف عن العلاقة بينهم توصلت إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين مؤشر الربحية والرافعة المالية مع عوائد الأسهم للمؤسسات المدرجة في البورصة، على عكس المؤشر الحديث الذي لم يعطي دلالة معنوية إحصائية، كما أظهرت النتائج تقدير النماذج أن المؤشر القيمة الاقتصادية المضافة لا يتفوق على المؤشرات التقليدية المحاسبية للأداء المالي في تفسير عائد السهم.

قمنا في هذه الدراسة بمعالجة إشكالية قياس الأداء المالي باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة وذلك من خلال مقارنته مع المؤشرات المحاسبية التقليدية و اختبار قدرتها على تفسير الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المسعرة في بورصة الجزائر للفترة الممتدة بين 2000 - 2015 ، وبناء على فرضيات الدراسة تمت معالجة الموضوع من خلال فصلين رئيسيين ، أولهما يتعلق بالأدبيات النظرية للأداء المالي والقيمة الاقتصادية المضافة والدراسات السابقة، والثاني تم التطرق فيه إلى الدراسة التطبيقية، وفقا للمنهج المذكور سابقا.

وسنلخص في الأخير مختلف النتائج التي تم التوصل إليها وذلك لمعرفة إذا تم تأكيد الفرضيات أو نفيها، إضافة إلى بعض التوصيات والاقتراحات لتجسيد آفاق المستقبل .

✓ نتائج البحث واختبار الفرضيات :

أ- بالنسب للفرضية الأولى والمتمثلة في : " يوجد اختلاف بين المؤشرات التقليدية ومؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في قياس وتقييم الأداء المالي " ، فقد تم إثباتها وذلك من خلال النتائج التالية :

✓ حيث ظهر مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة بناء على النقص التي تحتوي عليها المؤشرات التقليدية التي لا تأخذ تكلفة رأس المال في الحسبان؛

✓ القيمة الاقتصادية المضافة تعطي الصورة الحقيقية لأرباح المؤسسة وهو الأمر الذي يصعب على المؤشرات المحاسبية من تحقيقه، ولكن نجد صعوبة عند حسابها لأنها تعتمد على الكثير من التعديلات قد تكون عائق أمام مختلف المؤسسات لتطبيقها على أرض الواقع .

ب - بالنسبة للفرضية الثانية والمتمثلة في : " لا توجد علاقة إحصائية بين عائد السهم والمؤشرات التقليدية " فقد تم نفيها وذلك من خلال النتائج التالية :

✓ أظهرت النتائج على وجود دلالة إحصائية بين عائد السهم والمؤشرات المحاسبية لكن ليس بشكل المطلق و المتمثل في العائد على الحقوق الملكية والتي تجاوزت القدرة التفسيرية لها 50 في المئة، حيث كانت القوة التفسيرية بقوة 63 في المئة، وهو ما أظهرته نتائج تقدير النموذج بعد تحسينه من خلال استبعاد المعالم التي ليس لها دلالة معنوية، وهذا على العكس مع توصلت له نتائج دراسة كل من إكرام عبد الرحمان فلانه سنة 2010 و Jeffrey M. Bacid and other سنة 1997 ثم يليه نسبة الرافعة المالية والتي كانت ضعيفة

ج - بالنسبة للفرضية الثالثة والمتمثلة في : " توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين عائد السهم و مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة " ، فقد تم نفيها وذلك خلال النتائج التالية :

✓ أظهرت النتائج الدراسة على عدم وجود دلالة إحصائية بين مؤشر العائد على السهم والقيمة الاقتصادية المضافة وهذا ما يتنافى مع ما توصلت إليه العديد من الدراسات التي أثبتت قدرة مؤشر القيمة الاقتصادية على تفسير عوائد الأسهم

والتنبؤ بها إلا أن نتائج التقدير أثبتت عدم قدرة المؤشر على التفسير عوائد الأسهم، وهي لا تتفوق على المقاييس المحاسبية التقليدية في ذلك .

د - بالنسبة للفرضية الرابعة والمتمثلة في : " لمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة قدرة تفسيرية أكبر لعوائد الأسهم مقارنة مع المؤشرات التقليدية للأداء "، فقد تم نفيها وذلك من خلال النتائج التالية :

✓ وفق ما أظهرته النتائج تقدير النموذج أن مؤشر القيمة الاقتصادية لا يتفوق على المؤشرات المحاسبية للأداء في تفسير عوائد الأسهم وذلك أن :

- المؤشرات الأداء التقليدية مستخدمة بشكل كبير في تقييم الوحدات وتوقع أدائها.

- اعتماد المؤشرات الأداء التقليدية على تكلفة الاقتراض وتجاهل تكلفة رأس المال.

حين أن مؤشر العائد على حقوق الملكية له القدرة أكبر على تفسير عوائد الأسهم وهذا ما يتوافق مع دراسة سمير محمد حسين الرواشدة سنة 2006.

2. توصيات

في ظل النتائج المتحصل عليها، يمكن إعطاء بعض التوصيات التي نرى ضرورة العمل بها مستقبلا وذلك على النحو التالي:

✓ ضرورة الاعتماد على مقياس القيمة الاقتصادية المضافة كمؤشر في تقييم قرار الاستثمار في سوق الأوراق المالية بجانب مقاييس تقييم الأداء المالية.

✓ إجراء المزيد من الدراسات والأبحاث لاختبار إمكانية تطبيق ونجاح القيمة الاقتصادية المضافة، كمؤشر لأداء الوحدات.

✓ إجراء المزيد من الدراسات التطبيقية التي تكشف عن مدى فاعلية استخدام المؤشرات الاقتصادية والمحاسبية في سوق الأسهم المالي وذلك لحد من عشوائية المضاربة في الأسهم وتوعية المستثمر باستخدام هذه المؤشرات كأحد أهم الوسائل العلمية الصحيحة في الاستثمار.

✓ ضرورة إجراء مزيد من الدراسات حول كيفية تطبيق مدخل القيمة الاقتصادية المضافة و أثره في بناء الخطط التحفيزية للعلاوة داخل بيئة الأعمال الجزائرية وفي مختلف القطاعات.

3. آفاق البحث :

يبقى مجال هذا الموضوع واسعا و لكن الدراسات المنجزة حوله قليلة لذلك نأمل مستقبلا أن تتم معالجة جميع جوانب هذا الموضوع و من المواضيع التي يمكن تناولها في هذا الميدان :

إعادة نفس موضوع البحث و لكن بدراسة حالة تكون بين شركات تستخدم القيمة الاقتصادية المضافة مع شركات أخرى تعتمد على المؤشرات التقليدية في ظل ظروف متكافئة لتلك الشركات.

المراجع باللغة العربية

الكتب :

1. ألياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس وتطبيقات، ط 2 دار النشر والتوزيع، عمان، الأردن، جامعة الجزائر ورقلة، 2011
2. زغيب مليكة، بوشنقىر ميلود، التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2011
3. فلاح حسين الحسني، مؤيد عبد الرحمان الدوري، "إدارة البنوك (مدخل كمي وإستراتيجية معاصر)"، ط 1، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2000
4. محمد صالح الحناوي، نihal فريد مصطفى، الإدارة المالية (التحليل المالي لمشروعات الأعمال)، بدون طبعة، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2008.
5. محمد صالح حناوي، جلال إبراهيم العيد، الادارة المالية مدخل القيمة و إتخاذ القرارات، الدار الجامعية، كلية التجارة الاسكندرية، 2002

مذكرات

1. إكرام عبد الرحمان فلاته، قياس العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والعائد على الاسهم في الشركات السعودية المساهمة، مذكرة ماجستير في المحاسبة، جامعة الملك عبد العزيز، جدة (مملكة العربية السعودية)، سنة، 2010
2. بن خروف جلية، دور المعلومات المالية في تقييم الأداء المالي للمؤسسة وإتخاذ القرارات، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة أحمد بوقرة بومرداس، الجزائر،
3. ذهبية بن عبد الرحمان، "دراسة تأثير التغيرات في مؤشرات الأداء على اختيار الهيكل المالي للمؤسسات المدرجة في السوق الأوراق المالية"، مذكرة ماجستير، تخصص: مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2012/2011،
4. زهراء لغزيل، أثر تطبيق النظام المحاسبي المالي على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماستر غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، 2013،
5. عادل عشي الاداء المالي للمؤسسة الاقتصادية : قياس وتقييم، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، سنة، 2001
6. عمار بن مالك، المنهج الحديث للتحليل المالي الأساسي في تقييم الاداء، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة 2011/2010،
7. عبد الرؤوف صديقي، إسهامات مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في قياس وتقييم الاداء المالي بالمؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماستر في علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، سنة، 2013
8. غدير محمود المهدي، استخدام المؤشرات تقييم الاداء المالية التقليدية والقيمة الاقتصادية لقياس التغير في القيمة السوقية للأسهم، مذكرة ماجستير في المحاسبة والتمويل، جامعة الاسلامية، غزة، سنة، 2014

9. مريم شكري محمود نديم ، تقييم الأداء المالي باستخدام بطاقة الأداء المتوازن ، رسالة ماجستير غير منشورة
جامعة الشرق الأوسط ، الأردن 2012-2013
10. مها عيسى حمدان عبد اللات ، أثر مخاطر الاستثمار و السيولة و الحجم على العوائد الأسهم، رسالة
ماجستير غير منشورة ، الجامعة الأردنية ، الأردن، 1995

مجالات و ملتقيات

1. أحسين عثمان، سعاد شعابنية، النظام المالي المحاسبي كأحد أهم متطلبات حوكمة الشركات أثره على
البورصة الجزائر، الملتقى الوطني حول حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي والإداري يومي 03-07
ماي 2012 جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر
2. دادن عبد الغني، "قراءة في الأداء المالي والقيمة في المؤسسات الاقتصادية"، مجلة الباحث، عدد
2006/04، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة،
3. زهرة حسين العامري، السيد علي خلف الركابي، أهمية النسب المالية في تقييم الأداء، مجلة الإدارة
والاقتصاد، العراق، العدد الثلث والستون، 2007،
4. مقبل علي أحمد علي، دراسة لنموذج القيمة الاقتصادية المضافة كأداة مكمل لأدوات تقويم أداء الشركات
الصناعية والتعديلات المقترحة لاحتسابها "دراسة تطبيقية"، مجلة دراسات محاسبية ومالية، المعهد العالي للدراسات
المالية والمحاسبية، جامعة بغداد، العراق، المجلد 05، العدد 11، 2010،
5. هوارى السويسي، دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة، مجلة الباحث،
جامعة ورقلة، العدد، 07، سنة، 2010،
6. هشام بحري، مقياس الأداء المبنية على القيمة من وجهة نظر المساهم: بين النظرية والتطبيق، الملتقى الدولي
الثاني حول الأداء المتميز للمنظمات والحكومات، جلمعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2011، ص 265

محاضرات

1. بريكة السعيد و مسعي سمير، تقييم المنشأة الاقتصادية مدخل القيمة الاقتصادية المضافة، ملخص بحث، كلية
العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، جامعة العربي لمهدي ام البواقي و مركز خنشلة
2. نائر عدنان قدومي و آخرون، أيهما أكثر قدرة على تفسير التغيير في القيم السوقية للأسهم أهي القيمة
الاقتصادية المضافة EVA أم معايير الأداء التقليدية، ملخص بحث، جامعة العلوم التطبيقية الخاصة، عمان،
الأردن، سنة، 2011
3. دادن عبد الغني، قراءة في الأداء المالي والقيمة في المؤسسات الاقتصادية ، ورقة بحثية، معهد الاسلامي
للبحوث والتدريب، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة ورقلة، سنة، 2003

4. محمد جلال أحمد و طلال الكسار، استخدام مؤشرات النسب المالية في تقويم الأداء المالي والتنبؤات بالأزمات المالية للشركات (الفشل المالي)، ورقة بحثية لمؤتمر العلمي الدولي السابع، لكلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الزرقاء الخاصة، سنة،

مراجع باللغة الاجنبية :

1. Abdellatif Khemakhem, **la dynamique du contrôle de gestion**, Dunod, 2 ed, Paris, 1976
2. ECOSIP, **Dialogue autour de la performance en entreprise**, 2editions, Paris, 1990,
3. Jacqueline delahaye, Florence delahaye, **finance d entreprise manual et application**, 2edition, dunod, paris, 2009
4. Jérôme caby et Gérard hirigoyen. **Création de valeur et gouvernance de entreprise**. 3edition. 49Rue Héricart. Paris.2005

مواقع إلكترونية :

1. <http://www.12manage.com/methods-eva-ar-html>
2. <http://www.investopedia.com/terms/r/ros.asp>
3. <http://www.sgbv.dz>

المحلق رقم 06 جانب الأصول والخصوم لمؤسسة صيدال بالنسبة للسنوات من 2009-2000

2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	الأصول/ سنوات
352158583	288523011.9	202688728	152019538	22143894.06	12907982	24280860	34029697	27835003	28945309	مصاريف إعدادية
2470893	2651011.51	2808451	3612843	3620272.13	6138381	10979073	15260175	21227108	26792072	القيم المعنوية
1864446778	817594733	377111615	360832211	360832211.5	359829780	342937619	215667419	212108919	212108919	أراضي
3896648635	4037041836	3981947144	4161047018	3342297092	3398877012	3501207700	3489243712	3815161840	4236001683	تجهيزات الإنتاج
13701765	14434704.68	10976038	10955400	11714769.42	11777923	10626871	10787934	9229443	10184738	تجهيزات اجتماعية
1406926021	505707226.6	20392055	78055936	1234755419	541679693	61693917	39675907	245384582	254978775	إستثمارات جارية
7536352675	5665952524	4595924031	4766522945	4975363658	4331210771	3951726039	3804664844	4330946895	4769011496	المجموع 1
30344614	16818272.72			0	36396349	17092100	2215710	377528	4536963	البضائع
2284864886	2065249640	1601607486	1630891624	1598687827	1757055524	1664932483	1694011259	1352986547	1330787863	مواد ولوازم
142982565	120848076.5	103710804	68774277	51095131.33	57003967	71122224	49938001	56605587	67638522	منتجات غير تامة الصنع
55715482	67393457.39	2661952958		1849813932	1971500972	1300428211	2770286	3315581	980948	منتجات جارية
5286458728	3348094670		2328816544	0			1068289615	1228128863	1101784371	منتجات تامة الصنع
523278453	582938293.7	169451906	278720941	258653980.3	140751685	33047547	94333929	114820198	38797487	مخزونات خارج المؤسسة
8323644728	6201342411	4536723154	4307203386	3758250871	3962108498	3086622566	2911558800	2756234304	2544526154	المجموع 2
141758457	145837790.5	1211454927	1147884449	1182943014	1171876174	926718137	43934600	7282563	3005068	حسابات الخصوم المدينة
376436914	66688551.45	12003728	63365270	48491648.05	41133025	114766846	929443369	938512947	955210128	ديون إستثمارات مدينة
49249431	90168085.42	81687984	84687984	102653622.9	80711623	80711623	94704225	32900262	53750893	ديون مخزونات مدينة
169658476	216982142.4	263813319	326400060	354419781.7	348221622	272533466	147169692	156346428	107783147	ديون على شركاء وشركات حليفة
155891395	128928220.4	98571474	83880419	155231263.8	132300832	177800377	223693536	174111056	147739258	تسبيقات على الحساب
4347487045	4788461349	3392149005	2773783801	2688433435	2393912888	2478912521	156735803	159126236	242049152	تسبيقات الإستغلال
2160401841	1338261417	798086762	742134273	1020628884	534946692	1036765721	2366030227	1489705308	1159210871	ديون على الزبائن
5546418	31579259.78	24182420	47138486	19035613.05	6758949	36980963	769005004	708530778	884851326	المتاحات
7406429977	6806906816	5881949619	5269274740	5571837262	4709861805	5125189654	4730716456	3666515578	3553599843	المجموع 3
										نتيجة السنة المالية
							0	0	0	المجموع 4
23266427380	18674201750	15014596804	14343001071	14305451791	13003181075	12163538259	11446940100	10753696777	10867137493	المجموع العام 4+3+2+1

جانب الخصوم لمؤسسة صيدال بالنسبة للسنوات من 2009-2000

البيان	السنوات	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
10	أموال جماعية	2500000000	2500000000	2500000000	2500000000	2500000000	2500000000	2500000000	2500000000	2500000000	2500000000
12		-357445	-384494.76								
13	إحتياطيات	4823196125	3942774959	2965513404	2639810634	2399105275	2092267230	1809090987	1643867382	1363965241	1230545701
14	إعانات للإستثمار	15666223	21647667.55	27699329	33620085	44792164.06	60801232	83498925	104089178	122189118	86814023
15	فارق إعادة التقدير	457264505	538689408.9	620193156	701696904	783200651.2	874877162	966557107	1060796239	1604425859	2187477824
16		778838221	-59569651.82								
17											
18	نتائج رهن التخصيص	47170605	79470723.87	5887289	3019848				3139746	-2309468	4365152
19	مؤنات الخسائر و التكاليف	1168093495	234478774.7	24041846	28591383	44893326.36	137117075	96358146	85006392	187834200	238982791
	المجموع 1	9789871729	7257107388	6143335024	5906738853	5771991417	5665062699	5455505165	5396898937	5776104950	6248185491
50	حسابات الأصول الدائنة	25573927	20378902.13	6442276	35806112	3086963140	19753054	9975586	35792179	23494608	34616288
52	ديون إستثمارات	2509161829	2550734409	2612086364	2712313428	1036746496	2595149396	2170232409	1847590318	2143375182	1549221492
53	ديون مخزونات	3157062139	2167475318	871763341	951633609	68207066.66	674038941	817175964	745298434	459958267	474185837
54	محجوزات للغير	74078658	87098815.24	69780545	50662563	1138563537	60286935	36605330	30684143	34010771	69332564
55	ديون تجارة شركاء و شركات حليفة	1946288091	1595143234	1456404135	1265637780	866451596.6	1093545050	973213421	919358470	732238498	700095350
56	ديون إستغلال	1436680604	1569411163	932243711	861194256	81093903.79	822413051	775222935	630222434	618872284	731443520
57	تسبيقات تجارية	202492832	268489693.3	211345164	155517078	1785923773	66499202	75529155	13059124	22034736	19410588
58	ديون مالية	1250217206	1829761718	1839046474	1856013559	38955660.7	1550801291	1367787397	1340696823	563796580	769537140
	المجموع 2	10601555286	10088493253	7999112010	7888778386	8102905174	6882486919	6225742196	5562701925	4597780926	4347842779
	نتيجة السنة المالية	2875000365	1328601110	872149771	547483833	430555200.7	456231457	482290897	487339238	379810901	271109220
	المجموع 3	2875000365	1328601110	872149771	547483833	430555200.7	456231457	482290897	487339238	379810901	271109223
	المجموع 1+2+3	23266427380	18674201750	15014596805	14343001071	14305451791	13003781075	12163538259	11446940100	10753696777	10867137493

الجانب الأصول والخصوم لمؤسسة صيدال 2013-2010

2013	2012	2011	2010	الخصوم
				رؤوس الاموال الخاصة
2500000000	2500000000	2500000000	2500000000	راس المال الصادر
				راس المال الغير مطلوب
9421690281	8767303972	7452913713	7245587394	العلاوات والاحتياطيات
435055761.6	645898091.7	900905964.7	375839601.4	فارق اعادة التقييم
556004893				فارق المعادلة
2658147327	1965160951	2060480316	1102191923	النتيجة الصافية
319161089.6	28874721.33	116850810.4	-163180692.7	رؤوس الاموال الخاصة الاخرى
858376750.2	839268275.8	764331738.3	725087222.5	حصة ذو الاقلية
16748436102	14746506012	13795482543	11785525448	مجموع رؤوس الاموال الخاصة 1
				الخصوم الغير جارية
2911046961	1851741010	1595341089	1622583791	القروض والديون المالية
252388287.2	359962620	264218542.4	219000183.1	الضرائب المؤجلة و المرصود لها
493645268.2				الديون الاخرى غير الجارية
1351120086	4129700666	3882241343	6778920708	المؤنات والمنتجات المقيدة سلفا
5008200603	6341404297	5741800974	8620504681	مجموع الخصوم الغير جارية 2
				الخصوم الجارية
1227878707	3250392942	3168135431	3456110748	الموردون والحسابات الملحقة
564464142.4	551586033.7	473910601.1	298511166.9	الضرائب
5818577282	3662731670	2943656219	3005203307	الديون الاخرى الجارية
732016536.5	1468524540	1154985099	1085332611	خزينة الخصوم
8342936668	8933235186	7740687351	7845157833	مجموع الخصوم الجارية 3
30099573373	30021145495	27277970868	28251187963	مجموع اجمالي الخصوم

2013	2012	2011	2010	الأصول
				اصول غير جارية
58268550				فارق الشراء
13511340.46	20550643.13	28549179.29	31977115.65	تثبيات معنوية
8437960034	9643271751	9936365748	12468210298	تثبيات عينية
4525499754	4583697151	4574051920	7208256150	الأراضي
1909285170	2218566774	2207555195	2673469320	المبانيات
2003175109	2841007826	3154758633	2586484828	التثبيات العينية الاخرى
10346779.38	10680512			التثبيات في شكل امتياز
470133457.7	1203233977	629850609.9	413652826.7	التثبيات الجارية انجازها
1960637846	189307345.5	378013105.2	111261205.8	التثبيات المالية
1776264617				المؤسست المشاركة
75281129.79	159137625.2	355434398.2	76120418.26	المساهمات الأخرى و الحسابات الدائنة الملحقة
			104583.33	السندات الاخرة المثبتة
109092099.3	30169720.32	22578706.97	35036204.18	القروض و الاصول المالية الاخرى الغير الجارية
357881232.6	387701216.2	188252038.5	187722185.6	الضرائب المؤجلة علي الاصول
11308739240	11454745445	11161030681	13212823632	مجموع الاصول الغير جارية
				الأصول الجارية
5534355055	6175385227	6250258342	6660644545	المخزونات و المنتجات قيد التصنيع
5824546101	5218852524	4028437393	5108045599	الحسابات الدائنة- الاستخدامات المماثلة
3830960856	4694957948	3858127847	4412510500	الزبائن
1865186535	353436040.2	54920016.67	290044345.2	المدينون الاخرون
115898709.8	170458536	115389530.1	234772686	الضرائب
12500000			170718068.3	الأصول الاخرى الجارية
7431932976	7172162298	5838244452	3269674186	الموجودات وما يماثلها
2018559989	18642816.84	18636212.26	18559989.19	توظيفات و اصول مالية جارية
5413372987	7153519481	5819608239	3251114197	اموال الخزينة
18790834133	18566400050	16116940187	15038364331	مجموع الأصول جارية
30099573373	30021145494	27277970868	28251187963	مجموع اجمالي الاصول

BILAN GROUPE AU 31/12/2014 « MISE EN EQUIVALENCE »

DESIGNATIONS	MONTANTS	AMORTS OU	MONTANTS	31/12/2013
	BRUTS	PROVISIONS	NETS	
ACTIFS NON COURANTS				
Écart d'acquisition (ou goodwill)	58 268 550,00	0,00	58 268 550,00	58 268 550,00
Immobilisations incorporelles	201 799 344,60	189 768 823,00	12 030 521,60	13 511 340,46
Immobilisations corporelles	0,00	0,00		
Terrains	4 514 492 953,87	0,00	4 514 492 953,87	4 525 499 753,87
Bâiments	7 032 781 737,47	5 269 783 914,71	1 762 997 822,76	1 909 285 170,47
Autres immobilisations corporelles	15 300 746 959,15	13 696 697 490,28	1 604 049 468,87	2 003 175 109,47
Immobilisations en concession	87 528 246,00	1 266 904,74	86 261 341,26	10 346 779,39
Immobilisations en cours	2 502 907 388,68	0,00	2 502 907 388,68	470 133 457,73
Immobilisations financières	0,00	0,00	0,00	
Titres mis en équivalences – entrepris/ 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
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
Impôts différés actif	463 577 177,79	0,00	463 577 177,79	357 881 232,62
TOTAL ACTIFS NON COURANTS	32 213 883 092,48	19 210 663 719,01	13 003 229 373,47	11 308 739 239,87
ACTIFS COURANTS				
Stocks et encours	7 103 810 877,97	1 496 684 537,00	5 606 916 340,97	5 534 355 055,31
Créances et emplois assimilés	0,00	0,00		
Clients	5 136 249 341,15	1 687 454 939,36	3 448 794 401,79	3 830 960 856,37
Autres débiteurs	1 036 790 150,80	0,00	1 036 790 150,80	1 865 186 534,90
Impôts	601 389 836,47	345 347 828,24	256 042 010,23	115 698 709,75
Autres actifs courant	18 795 412,47	0,00	18 795 412,47	12 500 000,00
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
Trésorerie	5 281 852 295,08	83 275 568,07	5 198 576 727,01	5 413 372 967,30
TOTAL ACTIFS COURANTS	22 197 447 905,13	3 612 972 872,67	18 584 475 032,46	18 790 834 132,82
TOTAL GENERAL ACTIF				30 099 573 372,69
	54 411 330 997,61	22 823 626 591,68	31 587 704 405,93	

BILAN GROUPE AU 31/12/2014 « MISE EN EQUIVALENCE »

DESIGNATIONS	31/12/2014	31/12/2013
CAPITAUX PROPRES		
Capital émis	2 500 000 000,00	2 500 000 000,00
Capital non appelé	0,00	
Primes et réserves –(réserves consolidées)	11 282 865 927,33	9 421 690 281,31
Ecart de réévaluation	218 627 945,68	435 055 761,63
Écart d'équivalence	778 627 191,02	556 004 893,04
Résultat Net	1 477 751 553,22	2 658 147 326,76
Autres capitaux propres -report à nouveau	371 301 688,91	319 161 089,57
Intérêts minoritaires	961 690 080,29	858 376 750,19
TOTAL I	17 690 664 386,45	16 748 436 102,49
PASSIFS NON COURANTS		
Emprunts et dettes financières	3 383 183 695,36	2 911 046 961,36
Impôts (différés et provisionnés)	267 823 005,95	252 388 287,15
Autres dettes non courantes	3 456 705 764,33	493 645 268,24
Provisions et produits comptabilisés d'avance	1 381 034 465,26	1 351 120 085,82
TOTAL PASSIFS NON COURANTS II	8 488 726 950,90	5 008 200 602,57
PASSIFS COURANTS	0,00	
Fournisseurs et comptes rattachés	1 460 434 895,94	1 227 878 706,58
Impôts	363 939 782,75	564 464 142,35
Autres dettes	3 055 782 788,63	5 818 577 282,18
Trésorerie passif	628 175 601,26	732 016 536,52
TOTAL PASSIF COURANT III	5 608 313 068,58	8 342 936 667,63
TOTAL GENERAL PASSIF	31 687 704 405,93	30 099 573 372,69

BILAN GROUPE AU 31/12/2014 « MISE EN EQUIVALENCE »

DESIGNATIONS	31/12/2014	31/12/2013
Chiffre d'affaires	9 789 025 905,91	11 461 847 561,80
Variation stocks produits finis et en cours	47 566 284,29	782 030 867,10
Production immobilisée		
Subvention d'exploitation		
I - PRODUCTION DE L'EXERCICE	9 836 622 190,20	12 243 878 149,00
Achats consommés	-3 017 970 362,64	-3 556 475 280,95
Services extérieurs et autres consommations	-815 270 475,31	-740 255 738,42
II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE	-3 833 249 827,85	-4 296 731 000,37
III - VALEUR AJOUTÉE D'EXPLOITATION (I - II)	6 003 372 362,35	7 947 147 148,63
Charges de personnel	-3 222 190 202,24	-3 848 442 866,21
Impôts, taxes et versements assimilés	-205 064 473,74	-211 018 083,50
IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	2 576 108 686,37	3 887 686 198,92
Autres produits opérationnels	85 434 154,80	123 256 224,10
Autres charges opérationnelles	-204 467 978,10	-135 200 827,82
Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeur	-1 130 374 262,15	-1 431 299 339,58
Reprises sur pertes de valeurs et provisions	282 035 551,31	501 957 026,14
V - RESULTAT OPERATIONNEL	1 618 736 152,23	2 946 399 282,02
Produits financiers	106 709 251,37	73 629 153,44
Charges financières	-157 011 457,30	-221 326 017,88
VI - RESULTAT FINANCIER	-50 302 205,93	-147 696 864,44
VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)	1 568 433 946,30	2 798 702 417,58
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-309 812 391,00	-500 440 495,49
Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires	-60 261 226,37	4 862 574,50
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	10 320 801 147,68	12 042 720 852,74
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-8 971 918 308,01	-10 649 121 205,15
VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	1 348 882 781,67	2 293 599 347,59
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)		
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)		-21 476,75
IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE		-21 476,75
X - RESULTAT BRUT DE L'EXERCICE	1 348 882 781,67	2 293 577 870,84
Résultat minoritaires	14 688 721,26	70 782 332,18
part dans le Résultat dans Sites mises en équivalence	114 182 050,29	293 777 123,74
RESULTAT NET DE L'EXERCICE	1 477 751 553,22	2 658 147 326,76

Communiqué aux actionnaires du résultat du 1^{er} semestre 2015

Le Conseil d'Administration du Groupe SAIDAL, réuni en séance ordinaire le 27 Septembre 2015 a arrêté les comptes du 1^{er} semestre 2015 et communique conformément au règlement de la COSOB du 20 janvier 2000 aux actionnaires de l'entreprise, le bilan consolidé du Groupe arrêté au 30/06/2015

DESIGNATIONS	30/06/2015			30/06/2014	%
	MONTANTS BRUTS	AMORTS PROVISIONS	MONTANTS NETS		
ACTIFS NON COURANTS					
Ecart d'acquisition (ou goodwill)	87 785 040,00	0,00	87 785 040,00	58 268 650,00	50,7%
Immobilisations incorporelles	202 259 344,80	191 271 498,35	10 987 846,25	14 037 426,69	-21,7%
Immobilisations corporelles					
Terrains	4 514 492 953,87	0,00	4 514 492 953,87	4 514 492 953,87	0,0%
Bâtiments	7 044 013 017,61	5 325 621 702,08	1 718 391 315,53	1 819 433 215,50	-5,8%
Autres immobilisations corporelles	15 285 154 038,94	13 852 912 380,95	1 432 241 657,99	1 835 145 801,42	-22,0%
Immobilisations en concession	87 528 246,00	1 566 607,80	85 961 638,20	86 428 207,57	-0,5%
Immobilisations en cours	3 250 500 663,17		3 250 500 663,17	1 458 637 686,84	123,3%
Immobilisations financières					
Titres mis en équivalences - entreprises associées					
Autres participations et créances rattachées	1 065 650 175,00	55 369 026,74	1 000 281 148,26	1 001 763 729,79	-0,1%
Autres titres immobilisés					
Prêts et autres actifs financiers non courants	107 205 123,44		107 205 123,44	100 237 767,66	7,0%
Impôts différés actif	468 964 575,48		468 964 575,48	382 292 814,58	20,7%
TOTAL ACTIF NON COURANTS	32 099 613 178,01	19 426 741 195,92	12 672 871 982,09	11 250 738 452,92	13%
ACTIFS COURANTS					
Stocks et encours	5 975 755 205,31	555 735 997,26	5 420 019 208,05	5 351 401 311,99	1%
Créances et emplois assimilés					
Clients	5 094 362 828,77	1 687 288 305,52	3 407 074 523,25	3 539 402 513,97	-4%
Autres débiteurs	1 135 216 072,98		1 135 216 072,98	1 047 833 174,93	8%
Impôts	468 463 321,38	345 347 828,24	123 115 493,14	229 988 606,78	-46%
Autres actif courant	33 168 666,67		33 168 666,67	27 500 000,00	21%
Disponibilités et assimilés					
Placements et autres actifs financiers courants	3 018 559 989,19		3 018 559 989,19	3 018 559 989,19	
Trésorerie	5 900 344 946,86	83 275 598,07	5 817 069 348,79	4 989 261 999,93	17%
TOTAL ACTIFS COURANTS	21 625 889 031,16	2 671 625 899,09	18 954 263 332,07	18 202 927 499,77	4%
TOTAL GENERAL ACTIF	53 725 502 209,17	22 098 366 895,01	31 627 135 314,16	29 453 665 952,69	7%

OPINIONS DES COMMISSAIRES AUX COMPTES SUR LES COMPTES CONSOLIDÉS DU GROUPE

Nous avons effectué notre examen des comptes selon les normes de la profession qui requièrent la mise en œuvre de diligences limitées conduisant à une assurance moins élevée que celle relevant d'un audit. Un examen de cette nature ne comprend pas tous les contrôles propres à un audit, mais se limite à mettre en œuvre des procédures analytiques et obtenir toutes les informations nécessaires des dirigeants et de toute personne compétente

Nous n'avons pas relevé d'anomalies significatives de nature à remettre en cause la régularité et la sincérité des comptes consolidés arrêtés au 30/06/2015 ni altérer l'image fidèle du Groupe

Le Président du Conseil d'Administration

B.DERKAOU

DESIGNATIONS	30/06/2015			30/06/2014	%
	MONTANTS BRUTS	AMORTS PROVISIONS	MONTANTS NETS		
PASSIF					
CAPITAUX PROPRES					
Capital émis	2 500 000 000,00		2 500 000 000,00	2 500 000 000,00	0%
Capital non appelé					
Primes et réserves -(réserves consolidées)	12 071 898 300,24		11 282 885 290,96	11 282 885 290,96	7%
Ecart de réévaluation	181 535 293,34		327 460 488,04	327 460 488,04	-45%
Ecart d'équivalence					
Résultat Net	1 044 198 909,11		825 046 165,03	825 046 165,03	27%
Autres capitaux propres -report à nouveau	92 515 593,87		197 780 404,39	197 780 404,39	-53%
Intérêts minoritaires	998 450 049,18		824 135 046,84	824 135 046,84	21%
TOTAL CAPITAUX PROPRES I	16 888 586 115,72		15 957 077 395,26	15 957 077 395,26	6%
PASSIFS NON COURANTS					
Emprunts et dettes financières	4 060 607 731,71		2 736 300 646,24	2 736 300 646,24	48%
Impôts (différés et provisionnés)	287 823 005,95		262 388 287,15	262 388 287,15	6%
Autres dettes non courantes	3 456 572 927,58		3 380 467 469,83	3 380 467 469,83	2%
Provisions et produits comptabilisés d'avance	1 503 344 092,45		1 413 893 377,56	1 413 893 377,56	6%
TOTAL PASSIFS NON COURANTS II	9 288 347 757,69		7 783 039 780,78	7 783 039 780,78	19%
PASSIFS COURANTS					
Fournisseurs et comptes rattachés	1 292 897 310,30		1 275 808 442,51	1 275 808 442,51	1%
Impôts	52 574 281,78		57 375 889,59	57 375 889,59	-8%
Autres dettes	3 487 237 596,37		3 687 793 995,03	3 687 793 995,03	-5%
Trésorerie passif	817 492 250,30		692 572 449,52	692 572 449,52	-11%
TOTAL PASSIF COURANT III	5 450 201 430,75		5 713 548 776,65	5 713 548 776,65	-5%
TOTAL GENERAL PASSIF	31 627 135 314,16		29 453 665 952,69	29 453 665 952,69	7%

COMPTE DE RESULTAT

DESIGNATIONS	30/06/2015	30/06/2014	%
Chiffre d'affaires	5 159 052 726,31	4 830 485 978,56	7%
Variation stocks produits finis et en cours	161 061 494,82	19 060 726,05	745%
Production immobilisée			
Subvention d'exploitation			
I - PRODUCTION DE L'EXERCICE	5 350 114 221,13	4 849 546 702,61	10%
Achats consommés	-1 693 349 507,45	-1 426 580 030,80	19%
Services extérieurs et autres consommations	-537 434 698,48	-343 208 561,08	57%
II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE	-2 230 784 205,94	-1 769 786 592,58	26%
III - VALEUR AJOUTÉE D'EXPLOITATION (I - II)	3 119 330 015,19	3 079 760 110,03	1%
Charges de personnel	-1 649 501 757,28	-1 711 434 414,01	-4%
Impôts, taxes et versements assimilés	-83 379 678,17	-77 317 174,11	8%
IV - EXCÉDENT BRUT D'EXPLOITATION	1 386 448 579,76	1 291 008 521,91	7%
Autres produits opérationnels	22 222 047,68	48 261 017,31	-54%
Autres charges opérationnelles	-41 437 499,46	-65 323 412,01	-37%
Dotations aux amortissements et pertes de valeur	-411 594 711,72	-537 865 741,02	-23%
Reprises sur pertes de valeurs et provisions	123 603 336,78	82 440 402,43	50%
V - RESULTAT OPERATIONNEL	1 079 241 786,02	818 530 789,62	32%
Produits financiers	49 949 284,53	29 012 538,34	72%
Charges financières	-63 332 358,73	-68 998 760,95	8%
VI - RESULTAT FINANCIER	-13 383 074,20	-29 884 224,51	-55%
VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI)	1 065 858 691,82	788 646 564,11	35%
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-10 000,00	0,00	
Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires	20 483 448,93	4 411 581,96	384%
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	5 545 888 873,10	5 009 260 869,99	11%
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-4 500 503 631,21	-4 219 202 512,92	7%
VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	1 045 385 241,89	789 058 357,07	32%
Éléments extraordinaires (produits) (à préciser)			
Éléments extraordinaires (charges) (à préciser)			
IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE			
X - RESULTAT BRUT DU SEMESTRE	1 045 385 241,89	789 058 357,07	32%
Résultats minoritaires	-1 188 332,78	31 985 018,96	-104%
X - RESULTAT DU SEMESTRE	1 044 198 909,11	825 046 165,03	27%

المحلق رقم 07 جانب الأصول والخصوم لمؤسسة الأوراسي بالنسبة للسنوات من 2000-2009

جانب الأصول

2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	الأصول / سنوات
									543672000	مصاريف إعدادية
26496014.79	33437606.8	103713	171187						2412998000	القيم المعنوية
543672000	543672000	543672000	543672000	543672000	543672000	543672000	543672000	543672000	73000	أراضي
1598739424	1741577844	1842241062	1956668461	2094596867	2136852503	2195695332	2302480398	2428380085	44540000	تجهيزات الإنتاج
203634.96	255753.28	325658	309922	330906	390323	446403	77217	57297		تجهيزات اجتماعية
206187567.5	1170646.67					8305161	20357480			إستثمارات جارية
2375298642	2320113851	2386342434	2500821570	2638599773	2680914826	2748118897	2866587095	2972109381	3001283000	المجموع 1
6497585.41	8234750.63	8961731	9679345	11303891	13394841	14430776	14287423	15990869	14802000	البضائع
300532856	299294856.6	315798047	274396624	274456073	278840782	165713736	136182665	126855325	131929000	مواد ولوازم
	2290075.42	0	428977	574189	692358	47127	57127	4397973	47000	مخزونات خارج المؤسسة
307030441.4	309819682.6	324759777	284504945	286334153	292927981	180191639	150527215	147244167	146778000	المجموع 2
262500	145800	5302862	284400	364800	330900	70575470	128801	1752173	145000	حسابات الخصوم المدينة
1375470467	2266150368	2247175233	1416558423	1541389679	1271254744	952572906	536330216	416785697	395689000	ديون إستثمارات مدينة
2061123.5	2059023.5	2049724	2038111	1976191	2336668	2425720	2463616	2184908	2041000	ديون مخزونات مدينة
373018870.8	314268507.8	257868508	242286583	194622223	116886473	40000000	40000000	40000000	40000000	ديون على شركاء وشركات حليفة
27885396.24	14828206.22	11618492	3876598	5623764	6650091	6315176	7702359	10567712	8781000	تسبيقات على الحساب
156140059.5	170931310.9	91675877	105623877	116085844	97079878	59328812	66117313	20493148	97030000	تسبيقات الإستغلال
500913679.9	612299484	452411655	374514365	292496893	380454469	340446638	339131719	242909206	257778000	ديون على الزبائن
1836376995	622244967.1	476298571	811713709	501635887	286591086	277552990	437981135	261670781	189214000	المتاحات
4272129092	4002927667	3544400921	2956896066	2654195280	2161584309	1749217711	1429855159	996363624	990678000	المجموع 3
										نتيجة السنة المالية
6954458175	6632861201	6255503133	5742222581	5579129206	5135427117	4677528246	4446969469	4115717172	4138739000	المجموع 4

جانب الخصوم لمؤسسة الاوراسي بالنسبة للسنوات من 2009-2000

2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	خصوم / سنوات
1500000000	1500000000	1500000000	1500000000	1500000000	1500000000	1500000000	1500000000	1500000000	1500000000	أموال جماعية
										علاوات المساهمات
1500000000	1500000000	1500000000	1500000000	1500000000	1500000000	381524947	307129747	260971917	983900000	إحتياطيات
425236600	423658282	993901123	631586126	440920421	52141557				1289000000	
1313400000	923400000								758550000	إعانات للإستثمار
					2734000000				150750000	فارق إعادة التقدير
		335640	293685	251730	209775	184602	396820	396820		نتائج رهن التخصيص
				182352734	190370572	99856742	67516029	11494049		مؤنات الخسائر و التكاليف
3388636600	2997058282	2644236763	2281879811	2273524885	2166121905	1981566292	1875042596	1772862785	1818220000	المجموع 1
45187454	120563179	45213924	21596913					25100		حسابات الأصول الدائنة
1205298575	1059309338	1167557724	1164628183	1306652341	1306029512	1310807907	1339675973	1368526268	1313765000	ديون إستثمارات
1379703	1620171	667172	692991	3356182	3314360	2163982	2937242	1468508	172000	ديون مخزونات
122575358	179753860	151050868	120348475	92391071	104723149	89059957	84568348	63539794	53028000	محجوزات للغير
941748044	883859393	828165609	813165987	765530285	626085903	516755485	528471442	448704719	448677000	ديون تجاه شركاء و شركات حليفة
372850554	588618145	691374770	633504271	645034387	558521163	462458128	358008748	255684404	322721000	ديون إستغلال
46820629	52852514	39334783	26744638	19778080	14137037	12847088	8383239	6092264	8084000	تسبيقات تجارية
										ديون مالية
2735860317	2886576601	2923364850	2780681458	2832742346	2612811124	2394092547	2322044993	2144041057	2146447000	المجموع 2
829961257	749226318	687901519	679661313	472861975	356494089	301869408	249881880	198813331	174032000	نتيجة السنة المالية
829961257	749226318	687901519	679661313	472861975	356494089	301869408	249881880	198813331	174032000	المجموع 3

الجانب الأصول والخصوم لمؤسسة الأوراسي 2010-2013

2013	2012	2011	2010	الخصوم
				رؤوس الاموال الخاصة
1500000000	1500000000	1500000000	1500000000	راس المال الصادر
2354979857	2354979857	2354979857	2354979857	العلاوات و الاحتياطات
356855178.3	527880732.3	575872544.5	112752335.6	النتيجة الصافية
	84165944.87	96046460.51	50035338.3	رؤوس الاموال الخاصة الاخرى، SCF/PCN
503221164.2	-687250820	127678413.8	73632749.57	رؤوس الاموال الخاصة الاخرى، ترحيل من جديد
3708613872	3779775715	3247475360	3944134782	مجموع رؤوس الاموال الخاصة 1
				الخصوم الغير جارية
6240425178	6144261944	5776373263	2683419617	الاقتراضات لدى مؤسسات القرض
	38910111	38910111	38910111	الاقتراضات السندية الاخرى
	37054972.66	22221817.82	22223410.02	الضرائب المؤجلة علي الخصوم
	237273159.1	201600132.8	217891069.6	المؤونات للمعاشات والالتزامات المماثلة
	15547829.1	10445615.1	11816015.36	الودائع والكفالات المدفوعة
21905526.55	0	0	0	الضرائب المؤجلة والمرصود لها
515560149.5				المؤونات والمنتجات المدرجة في الحسابات سلفا
6777890854	6473048016	6049550940	2974260223	مجموع الخصوم الغير جارية 2
				الخصوم الجارية
102076113.4	154673738.7	617304506.7	226948114.7	الموردون والحسابات الملحقة
48438268.71	91268776.82	38782726.42	146364166.3	الضرائب
1275491508	854513963.8	890389243.7	1303540733	الديون الاخرى غير الجارية
16230519.5	26026362.65	24400316.33	24400316.33	خزينة الخصوم
1442236410	1126482842	1570876793	1701253330	مجموع الخصوم الجارية 3
11928741135	11379306572	10867903093	8619648335	مجموع اجمالي الخصوم

2013	2012	2011	2010	الأصول / السنوات
				الأصول الغير جارية
3707220.12	4883484.31	12729615.36	20293662.93	التثبيتات المعنوية
8497208384	2603387968	1945706913	2083217066	التثبيتات العينية
930800427.2	7430598040	6762729753	3443785638	التثبيتات الجاري انجازها
61873537.88	21536427.13	7720224.46	4581220.66	تجهيزات جديدة مخزون
21488472.34	20524158.42	23632711.48	172235546.3	التثبيتات المالية
18130400	17264400	22412500	21125000	المساهمات الأخرى و الحسابات الدائنة الملحقة
	3254763.42	1215216.48	151105551.3	السندات الاخرة المثبتة
3358072.34	4995	4995	4995	القروض و الأصول المالية الاخرى الغير الجارية
55340857.37	71992702.41	175579793	10244821.11	ضرائب مؤجلة علي الاصول
9570418899	10152922780	8928099010	5734357955	مجموع الأصول الغير جارية
				الأصول الجارية
462999235.1	417410657.4	309609394.9	309615383.6	المخزونات و المنتجات قيد التصنيع
1006627936	609671253.1	266899049.5	941036757.8	الحسابات الدائنة- الاستخدامات المماثلة
374143162.9	425359799.1	113197664	363479999.7	الزبائن
447360592	46864180.25	46904316.39	421238473.6	المدينون الآخرون
185124181.6	136739773.8	105787636.8	156226322.8	الضرائب
	707500	1009432.34	91961.66	الأصول الاخرى الجارية
888695064.1	199301881.9	1363295639	1634638239	الموجودات وما يماثلها
		300000000	300000000	توظيفات و اصول مالية جارية
888695064.1	199301881.9	1063295639	1334638239	اموال الخزينة
2358322236	1226383792	1939804083	2885290380	مجموع الأصول جارية
11928741135	11379306572	10867903093	8619648336	مجموع اجمالي الاصول

BILAN ACTIF CUMULÉ ARRÊTÉ AU 31/12/2014

ACTIF	NOTE	N Brut	N Amort-Prov	N Net	N-1 Net
ACTIFS NON COURANTS					
Ecart d'acquisition - goodwill positif ou négatif		0,00		0,00	0,00
Immobilisations incorporelles		50 962 816,31	46 733 111,92	4 229 704,39	3 707 220,12
Immobilisations corporelles		11 100 093 080,76	3 845 709 341,97	7 254 383 738,79	8 497 208 384,11
Terrains		543 853 597,50		543 853 597,50	543 853 597,50
Bâtiments		5 823 590 325,38	1 897 356 284,60	3 926 234 040,78	4 955 373 619,82
Autres immobilisations corporelles		4 732 649 157,88	1 948 353 057,37	2 784 296 100,51	2 997 981 166,79
Immobilisations en concession		984 059,95		984 059,95	0,00
Immobilisations en cours		1 079 922 687,79		1 079 922 687,79	930 800 427,24
Equipements neufs en stocks		50 795 480,89		50 795 480,89	61 873 537,88
Immobilisations financières		188 942 737,12	163 302 200,00	25 640 537,12	21 488 472,34
Titres mis en équivalence		0,00		0,00	0,00
Autres participations & créances rattachées		22 625 000,00	1 802 200,00	20 822 800,00	18 130 400,00
Autres titres immobilisés		0,00		0,00	0,00
Prêts & autres actifs non courant		166 317 737,12	161 500 000,00	4 817 737,12	3 358 072,34
Impôts différés actif		77 754 957,78		77 754 957,78	55 340 857,37
TOTAL ACTIFS NON COURANTS		12 549 455 820,60	4 055 744 653,89	8 493 711 166,71	9 570 418 899,06
ACTIFS COURANTS					
Stocks & encours		698 700 179,08	34 355 505,92	664 344 673,16	462 999 235,12
Créances & emplois assimilés		1 243 605 539,62	105 123 138,42	1 138 482 401,20	1 006 627 936,45
Clients		589 117 680,45	104 836 638,42	484 281 042,03	374 143 162,87
Autres débiteurs		507 857 550,03	286 500,00	507 571 050,03	447 360 591,95
Impôts et assimilés		146 630 309,14		146 630 309,14	185 124 181,63
Autres créances et emplois assimilés		0,00		0,00	0,00
Disponibilités & assimilés		1 738 093 948,77	6 604 809,57	1 731 489 139,20	888 695 064,13
Placements & autres actifs financiers courants		0,00		0,00	0,00
Trésorerie		1 738 093 948,77	6 604 809,57	1 731 489 139,20	888 695 064,13
TOTAL ACTIFS COURANTS		3 680 399 667,47	146 083 453,91	3 534 316 213,56	2 358 322 235,70
TOTAL GENERAL ACTIF		16 229 855 488,07	4 201 828 107,80	12 028 027 380,27	11 928 741 134,76

BILAN PASSIF CUMULÉ ARRÊTÉ AU 31/12/2014

PASSIF	NOTE	N	N-1
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis (ou comptes d'exploitation)		1 500 000 000,00	1 500 000 000,00
Capital non appelé			
Primes & réserves (Réserves consolidées (1))		2 229 414 857,46	2 354 979 857,46
Ecart de réévaluation		0,00	0,00
Ecart d'équivalence (1)			
Résultat net - Résultat net part du groupe (1)		738 097 348,86	356 855 178,32
Autres capitaux propres - Report à nouveau		-531 344 310,73	-503 221 164,24
Part de la société consolidante (1)		3 936 167 895,59	3 708 613 871,54
Parts de minoritaires (1)			
TOTAL I		3 936 167 895,59	3 708 613 871,54
PASSIFS NON COURANTS			
Emprunts et dettes financières		5 843 002 544,33	6 240 425 177,52
Impôts (différés et provisionnés)		21 905 526,55	21 905 526,55
Autres dettes non courantes		984 059,95	
Provisions et produits constatés d'avance		584 352 305,10	515 560 149,48
Compte de liaison		-0,00	0,00
TOTAL II		6 450 244 435,93	6 777 890 853,55
PASSIFS COURANTS			
Fournisseurs & comptes rattachés		142 289 745,27	102 076 113,35
Impôts		145 087 274,33	48 438 268,71
Autres dettes		1 338 007 064,67	1 275 491 508,11
Trésorerie passif		16 230 964,48	16 230 519,50
TOTAL III		1 641 615 048,75	1 442 236 409,67
TOTAL PASSIF (I+ II + III)		12 028 027 380,27	11 928 741 134,76

(1) à utiliser uniquement pour la présentation d'états financiers consolidés

TABLEAU DES FLUX DE TRÉSORERIE CUMULÉS ARRÊTÉ AU 31/12/2014

INTITULE	NOTE	EXERCICE N	EXERCICE N-1
Flux de trésorerie provenant des activités opérationnelles			
Encaissements reçus des clients		3 269 125 704,48	2 446 548 003,40
Encaissement autres tiers		19 447 576,56	52 668 009,65
Sommes versées aux fournisseurs et au personnel		-1 643 533 342,28	-1 421 999 064,04
Décaissement autres tiers		-9 078 151,99	-41 022 728,10
Intérêts et autres frais financiers payés		-14 108 577,08	-9 636 805,53
Impôts sur les résultats payés		-3 078 835,00	-13 557 209,00
Flux de trésorerie avant éléments extraordinaires		1 618 774 374,69	1 013 000 206,38
Flux de trésorerie lié à des éléments extraordinaires			
Flux de trésorerie net provenant des activités opérationnelles (A)		1 618 774 374,69	1 013 000 206,38
Flux de trésorerie provenant des activités d'investissement			
Décaissements sur acquisitions d'immobilisations corporelles ou incorporelles		-255 998 653,36	-289 171 771,64
Encaissements sur cessions d'immobilisations corporelles ou incorporelles		408 000,00	3 351 684,70
Décaissements sur acquisitions d'immobilisations financières		-2 059 664,78	-77 313,92
Encaissements sur cessions d'immobilisations financières		547 668,03	
Intérêts encaissés sur placements financiers		100 000,00	100 000,00
Dividendes et quote-part de résultats reçus			
Flux de trésorerie net provenant des activités d'investissement (B)		-257 002 650,11	-285 797 400,86
Flux de trésorerie provenant des activités de financement			
Encaissements suite à l'émission d'actions			
Dividendes et autres distributions effectuées		-96 026 145,00	-54 095,00
Encaissements provenant d'emprunts		288 816 978,77	5 016 066 287,49
Remboursements d'emprunts ou d'autres dettes assimilées		-722 408 888,76	-5 047 050 551,83
Subventions (74;131;132)			
Incidences des variations des taux de change sur liquidités et quasi-liquidités		10 639 960,50	3 104 580,06
Flux de trésorerie net provenant des activités de financement (C)		-518 978 094,49	-27 933 779,28
Variation de trésorerie de la période (A+B+C)		842 793 630,09	699 269 026,24
Trésorerie ou équivalent de trésorerie au début de la période		-879 069 354,20	-179 880 328,78
Trésorerie ou équivalent de trésorerie à la fin de la période		-1 721 862 984,29	-879 069 354,20
Variation de trésorerie de la période		842 793 630,09	699 189 026,42
Résultat comptable		738 097 348,86	356 855 178,32
Rapprochement avec le résultat comptable		104 696 281,23	342 333 847,10

COMPTE DE RÉSULTATS CUMULÉS ARRÊTÉ AU 31/12/2014

INTITULE	NOTE	N	N-1
Ventes et produits annexes		3 073 721 262,69	2 168 744 768,49
Variation stocks produits finis et en cours			
Production immobilisée			
Subventions d'exploitation			
I - PRODUCTION DE L'EXERCICE		3 073 721 262,69	2 168 744 768,49
Achats consommés		-485 200 719,34	-383 826 234,36
Services extérieurs et autres consommations		-124 415 354,28	-141 037 613,65
II - CONSOMMATION DE L'EXERCICE		-609 616 073,62	-524 863 848,01
III - VALEUR AJOUTÉE D'EXPLOITATION (I - II)		2 464 105 189,07	1 643 880 920,48
Charges de personnel		-644 203 111,89	-460 717 136,41
Impôts et taxes et versements assimilés		-78 184 823,09	-57 091 450,50
IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION		1 741 717 254,09	1 126 072 333,57
Autres produits opérationnels		38 196 529,91	47 448 578,70
Autres charges opérationnelles		-82 612 358,75	-108 562 211,41
Dotations aux amortissements provision pertes de valeur		-779 743 092,26	-678 204 838,77
Reprise sur pertes de valeur et provisions		43 383 740,95	65 827 656,66
V - RESULTAT OPERATIONNEL		960 942 073,94	452 581 518,75
Produits financiers		12 342 156,84	160 409 823,37
Charges financières		-28 880 611,59	-215 515 822,02
VI - RESULTAT FINANCIER		-16 538 454,75	-55 105 998,65
VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS (V + VI)		944 403 619,19	397 475 520,10
Impôts exigibles sur résultats ordinaires		-86 694 818,89	-
Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires		-119 611 451,44	-40 620 341,78
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES		3 167 643 690,39	2 442 430 827,22
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES		-2 429 546 341,53	-2 085 575 648,90
VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES		738 097 348,86	356 855 178,32
Eléments extraordinaires (produits) (*)			
Eléments extraordinaires (Charges) (*)			
IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE			
X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE		738 097 348,86	356 855 178,32

Raison Sociale EGH SPA CHAINE EL AURASSI
 Activité Hôtellerie, bars, restaurants
 Adresse 2 Bd Frantz Fanon les Tagarins
 160030 ALGER

Du 01/01/2015 Au 30/06/2015

BILAN PASSIF

PASSIF	Note	N	N-1
CAPITAUX PROPRES			
Capital émis (ou comptes d'exploitation)		1 500 000 000,00	1 500 000 000,00
Capital non appelé			
Primes et réserves (Réserves consolidées (1))		2 163 602 621,01	2 229 414 857,46
Ecart de réévaluation		0,00	0,00
Ecart d'équivalence (1)			
Résultat net - Résultat net part du groupe (1)		609 602 282,73	633 338 570,62
Autres capitaux propres - Report à nouveau		424 813 743,69	-163 184 563,96
Part de la société consolidante (1)		4 698 018 647,43	4 199 568 864,12
Parts de minoritaires (1)			
TOTAL I	8	4 698 018 647,43	4 199 568 864,12
PASSIFS NON-COURANTS			
Emprunts et dettes financières		5 684 454 927,99	5 967 743 599,96
Impôts (différés et provisionnés)		21 905 526,55	21 905 526,55
Autres dettes non courantes		984 059,95	
Provisions et produits constatés d'avance		616 303 745,60	547 926 876,79
Compte de liaison		-0,00	0,00
TOTAL II	9	6 323 648 260,09	6 537 576 003,30
PASSIFS COURANTS			
Fournisseurs et comptes rattachés		76 297 211,71	56 468 444,87
Impôts		65 105 889,22	71 043 943,23
Autres dettes		1 148 541 553,57	1 390 837 825,96
Trésorerie passif	11	16 230 964,48	16 230 519,50
TOTAL III	10	1 306 176 618,98	1 534 580 733,56
TOTAL PASSIF (I+ II + III)		12 327 842 526,50	12 271 725 600,98

(1) à utiliser uniquement pour la présentation d'états financiers consolidés

Raison Sociale EGH SPA CHAINE EL AURASSI
 Activité Hôtellerie, bars, restaurants
 Adresse 2 Bd Frantz Fanon les Tagarins
 160030 ALGER

Du 01/01/2015 Au 30/06/2015

BILAN ACTIF

ACTIF	Note	Montants Bruts	N	N-1	
			Amortissements, provisions et pertes de valeurs	Net	Net
ACTIFS NON COURANTS					
Ecart d'acquisition – goodwill positif ou négatif		0,00		0,00	0,00
Immobilisations incorporelles	1	50 962 816,31	47 299 407,27	3 663 409,04	4 912 924,63
Immobilisations corporelles	2	11 113 972 049,87	4 152 009 971,54	6 961 962 078,33	8 205 777 300,94
Terrains		543 853 597,50		543 853 597,50	543 853 597,50
Bâtiments		5 823 701 933,82	1 995 698 814,83	3 828 003 118,99	4 846 179 349,59
Autres immobilisations corporelles		4 746 416 518,55	2 156 311 156,71	2 590 105 361,84	2 815 744 353,85
Immobilisations en concession		984 059,95		984 059,95	0,00
Immobilisations encours	4	1 354 905 701,69		1 354 905 701,69	1 002 188 410,76
Equipements neufs en stocks		51 132 378,67		51 132 378,67	53 800 675,19
Immobilisations financières		187 561 742,12	171 177 100,00	16 384 642,12	22 555 137,12
Titres mis en équivalence		0,00		0,00	0,00
Autres participations et créances rattachées	3	22 625 000,00	9 677 100,00	12 947 900,00	19 127 400,00
Autres titres immobilisés		0,00		0,00	0,00
Prêts et autres actifs financiers non courants	3	164 936 742,12	161 500 000,00	3 436 742,12	3 427 737,12
Impôts différés actif		86 579 412,94		86 579 412,94	67 996 202,84
TOTAL ACTIF NON COURANT		12 846 098 161,55	4 370 486 478,81	8 475 611 682,74	9 357 230 651,48
ACTIFS COURANTS					
Stocks et encours	5	798 105 818,90	34 355 505,92	763 750 312,98	489 847 569,11
Créances et emplois assimilés	6	1 536 253 810,67	105 123 138,42	1 431 130 672,25	1 351 265 655,63
Clients		802 323 948,97	104 836 638,42	697 487 310,55	731 162 530,63
Autres débiteurs		518 066 144,98	286 500,00	517 779 644,98	450 154 203,74
Impôts et assimilés		215 863 716,72		215 863 716,72	169 948 921,28
Autres créances et emplois assimilés		0,00		0,00	0,00
Disponibilités et assimilés	7	1 663 954 668,10	6 604 809,57	1 657 349 858,53	1 093 381 724,76
Placements et autres actifs financiers courants		0,00		0,00	0,00
Trésorerie		1 663 954 668,10	6 604 809,57	1 657 349 858,53	1 093 381 724,76
TOTAL ACTIF COURANT		3 998 314 297,67	146 083 453,91	3 852 230 843,76	2 914 494 949,50
TOTAL GENERAL ACTIF		16 844 412 459,22	4 516 569 932,72	12 327 842 526,50	12 271 725 600,98

Raison Sociale EGH SPA CHAINE EL AURASSI
 Adresse 2 Bd Frantz Fanon les Tagarins
 Complément Adresse
 Ville ALGER

p3.TIF

Du 01/01/2015 Au 30/06/2015

COMPTE DE RESULTAT

Rubriques	Note	N	N-1
Ventes et produits annexes		1 589 993 204,48	1 628 041 800,49
Variation stocks produits finis et en cours			
Production immobilisée			
Subventions d'exploitation			
I-PRODUCTION DE L'EXERCICE	13	1 589 993 204,48	1 628 041 800,49
Achats consommés		-229 748 673,44	-246 918 381,98
Services extérieurs et autres consommations		-62 402 333,01	-53 781 321,70
II-CONSOMMATION DE L'EXERCICE		-292 151 006,45	-300 699 703,68
III-VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I-II)		1 297 842 198,03	1 327 342 096,81
Charges de personnel	14	-306 145 108,75	-317 188 500,22
Impôts et taxes et versements assimilés	15	-36 825 522,19	-31 913 519,46
IV-Excédent brut d'exploitation		954 871 567,09	978 240 077,13
Autres produits opérationnels		30 773 077,73	12 444 591,20
Autres charges opérationnelles	16	-37 758 935,95	-31 660 423,50
Dotations aux amortissements provision pertes de valeur	17	-362 480 810,91	-353 483 633,94
Reprise sur pertes de valeur et provisions		5 784 874,06	30 066 115,35
V-Résultat opérationnel	12	591 189 772,02	636 506 726,24
Produits financiers		17 983 688,24	1 759 642,37
Charges financières		-8 395 632,89	-13 638 044,92
VI-Résultat financier	18	9 588 055,55	-11 878 402,55
VII-Résultat ordinaire avant impôts (V+VI)		600 777 827,57	624 628 323,69
Impôts exigibles sur résultats ordinaires			
Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires		8 824 455,16	8 710 246,93
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES		1 644 534 844,51	1 673 212 149,41
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES		-1 034 932 561,78	-1 039 873 578,79
VIII-RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES		609 602 282,73	633 338 570,62
Eléments extraordinaires (produits) (*)			
Eléments extraordinaires (Charges) (*)			
IX-Résultat extraordinaire			
X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE	19	609 602 282,73	633 338 570,62

Raison Sociale EGH SPA CHAINE EL AURASSI
 Adresse 2 Bd Frantz Fanon les Tagarins
 Complément Adresse
 Ville ALGER

TABEAU DES FLUX DE TRESORERIE

Periode du 01/01/2015 Au 30/06/2015

Rubriques	Note	Exercice N	Exercice N-1
Flux de trésorerie provenant des activités opérationnelles :			
Encaissements reçus des clients		1 540 310 087,38	1 427 408 241,23
Encaissement autres tiers		22 110 746,02	8 443 596,70
Sommes versées aux fournisseurs et au personnel		- 955 768 030,46	- 787 698 364,14
Décaissement autres tiers		- 4 355 225,54	- 3 746 560,42
Intérêts et autres frais financiers payés		- 11 448 936,82	- 7 411 599,70
Impôts sur les résultats payés		- 131 140 158,00	- 450 754,00
Flux de trésorerie avant éléments extraordinaires		459 708 482,68	636 544 559,67
Flux de trésorerie lié à des éléments extraordinaires			
Flux de trésorerie net provenant des activités opérationnelles (A)		459 708 482,68	636 544 559,67
Flux de trésorerie provenant des activités d'investissement			
Décaissements sur acquisitions d'immobilisations corporelles ou incorporelles		- 369 416 298,30	- 145 737 028,51
Encaissements sur cessions d'immobilisations corporelles ou incorporelles		151 242,00	
Décaissements sur acquisitions d'immobilisations financières		- 704 000,00	- 668 664,78
Encaissements sur cessions d'immobilisations financières		2 080 000,00	547 668,03
Intérêts encaissés sur placements financiers			
Dividendes et quote-part de résultats reçus			
Flux de trésorerie net provenant des activités d'investissement (B)		- 367 889 056,30	- 145 859 025,26
Flux de trésorerie provenant des activités de financement			
Encaissements suite à l'émission d'actions			
Dividendes et autres distributions effectuées		- 75 955,00	- 26 145,00
Encaissements provenant d'emprunts		193 421 944,74	59 731 599,52
Remboursements d'emprunts ou d'autres dettes assimilées		- 374 309 589,81	- 347 157 248,73
Subventions (74,131,132)			
Incidences des variations des taux de change sur liquidités et quasi-liquidités		15 004 693,12	1 452 920,43
Flux de trésorerie net provenant des activités de financement (C)		- 165 958 706,95	- 285 998 873,78
Variation de trésorerie de la période (A+B+C)		- 74 139 280,67	204 686 680,63
Trésorerie ou équivalent de trésorerie au début de la période		- 1 721 862 984,29	- 879 069 354,20
Trésorerie ou équivalent de trésorerie à la fin de la période		- 1 647 723 703,62	- 1 083 756 014,83
Variation de trésorerie de la période		- 74 139 280,67	204 686 680,63
Résultat comptable		609 602 282,73	633 338 570,62
Rapprochement avec le résultat comptable		- 535 463 002,06	- 428 661 906,99