

جامعة قاصدي مرباح - ورقلة -
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم المالية والمحاسبية



مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي

الميدان : علوم إقتصادية، علوم التسيير وعلوم تجارية

الشعبة : علوم المالية والمحاسبية

التخصص : مالية المؤسسة

بعنوان:

دراسة تحليلية لأثر الحجم على القيمة الإقتصادية المضافة في المؤسسة دراسة حالة مؤسستي صيدال والأوراسي خلال الفترة (2013-2017)

من إعداد الطالبة : بوعقه فاطمة الزهرة

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ: 2019/06/18

أمام اللجنة المكونة من السادة:

الأستاذ/ محمد فوجيل (أستاذ محاضر(أ)، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة) رئيسا.

الأستاذ/ خير الدين قريشي (أستاذ محاضر(أ)، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة) مشرفا ومقررا.

الأستاذ/ بوبكر شماخي (استاذ محاضر(ب)، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة) مناقشا.

السنة الجامعية: 2019/2018

جامعة قاصدي مرباح - ورقلة -
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم المالية والمحاسبية



مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي

الميدان : علوم إقتصادية، علوم التسيير وعلوم تجارية

الشعبة : علوم المالية والمحاسبية

التخصص : مالية المؤسسة

بعنوان:

دراسة تحليلية لأثر الحجم على القيمة الإقتصادية المضافة في المؤسسة دراسة حالة مؤسستي صيدال والأوراسي خلال الفترة (2013-2017)

من إعداد الطالبة : بوعقه فاطمة الزهرة

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ: 2019/06/18

أمام اللجنة المكونة من السادة:

الأستاذ/ محمد قوجيل (أستاذ محاضر(أ)، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة) رئيسا.
الأستاذ/ خير الدين قريشي (أستاذ محاضر(أ)، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة) مشرفا ومقررا.
الأستاذ/ بوبكر شماخي (أستاذ محاضر(ب)، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة) مناقشا.

السنة الجامعية: 2019/2018



الإهداء

بسم الله الرحمن الرحيم و الصلاة و السلام على أشرف المرسلين

أما بعد اهدي ثمرة جهدي المتواضع إلى:

إلى من وضعت الجنة تحت قدميها فكانت نبع الحنان ومنبع الأمان أُمي

إلى من رسم على مخيلتي أبجديات الحياة إلى من أعطاني بدون حساب إلى من استحق
كلمة أبي

إلى ورود بيتنا إخوتي مسعودة، احمد شوقي وأنوار حفظهم الله

إلى صديقتي الغالية أسيا

إلى كل صديقاتي بالإقامة الجامعية وزملائي بالدراسة

إلى كل من جمعتني معه لحظة خير وعلاقة محبة

إلى كل من ساهم في هذا العمل المتواضع

إلى كل من سعتهم ذاكرتي و لم تسعهم مذكرتي

فاطمة الزهرة

الشكر

بعد الحمد والشكر للمولى عز وجل لتوفيقه لي لإتمام هذا العمل، أتقدم بجزيل الشكر إلى كل من قدم لي يد العون لإنجاز هذا العمل وأخص بالذكر الأستاذ قريشي خير الدين لقبوله الإشراف على هذا العمل، لمساعداته وتوجيهاته.

وأشكر كذلك لجنة المناقشة لتفضلهم على قراءة هذه المذكرة

كما يدعوني واجب العرفان أن أتقدم بالشكر إلى كل من علمني حرف طيلة مشواري الدراسي، إلى جميع أساتذة كلية العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم

التجارية بجامعة ورقلة.

فاطمة الزهرة

المخلص:

تهدف هذه الدراسة إلى قياس أثر الحجم على قيمة المؤسسة، فمثلنا محددات الحجم برقم الأعمال وإجمالي الأصول، أما بالنسبة لخلق القيمة فاستخدمنا مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة. ومن أجل الإجابة على الإشكالية المطروحة استخدمنا المنهج الوصفي للإحاطة بجميع الجوانب النظرية، أما في الجانب التطبيقي قمنا بدراسة عينة من المؤسسات الاقتصادية مدرجة في بورصة الجزائر (صيدال، الأوراسي) خلال الفترة الممتدة (2013-2017)، واستخدام المنهج التحليلي لمعالجة النتائج.

توصلت الدراسة إلى وجود تأثير لحجم المؤسسة على قيمتها بالنسبة للقطاع الصناعي والخدماتي، وجود علاقة طردية بين (رقم الأعمال، EVA) ونتيجة الإستغلال، وجود علاقة طردية للأموال المستثمرة مع إجمالي الأصول، وعكسية مع EVA، إمكانية تأثير قرار التمويل على حجم المؤسسة.

الكلمات المفتاحية: الحجم، قيمة المؤسسة، خلق القيمة، القيمة الاقتصادية المضافة، رقم الأعمال، إجمالي الأصول.

Abstract:

The purpose of this study is to measure the effect of volume on the value of the institution. The size parameters were represented by Business Number and the total assets. As for value creation, we used the economic value added index. In order to answer the problem we used the descriptive approach to cover all the theoretical aspects. A case study on a sample of economic institutions listed on the Algiers Stock Exchange (SEIDAL, El Aurasi) during the period (2017-2013), and the use of the analytical approach to address the results.

The study found that there is an impact on the size of the enterprise on the value of the industrial and services sector, a positive relationship between the business number and EVA, the result of exploitation, the positive relationship of the invested funds with the total assets, and the reverse with the EVA.

Keywords: Size, Enterprise Value, Value Creation, Economic Value Added, Business Number, Total Assets.

| الصفحة | قائمة المحتويات |
|--------------------------------------|--------------------------|
| Erreur ! Signet non défini. | الإهداء |
| Erreur ! Signet non défini. | الشكر |
| Erreur ! Signet non défini. | ملخص |
| Erreur ! Signet non défini. | قائمة المحتويات |
| Erreur ! Signet non défini. | قائمة الجداول |
| Erreur ! Signet non défini. | قائمة الأشكال |
| Erreur ! Signet non | قائمة الاختصارات والرموز |

| | |
|--------------------------------------|---|
| défini. | |
| Erreur ! Signet non défini. | قائمة الملاحق |
| ب | المقدمة |
| 1 | الفصل الأول: الدراسات الأدبية والتطبيقية لأثر الحجم على قيمة المؤسسة |
| 3 | المبحث الأول الادبيات النظرية لأثر الحجم على قيمة المؤسسة |
| 30 | المبحث الثاني: الدراسات السابقة لأثر الحجم على قيمة المؤسسة |
| 45 | الفصل الثاني: دراسة أثر الحجم على القيمة الإقتصادية المضافة في مؤسستي صيدال والأوراسي |
| 47 | المبحث الأول: الطريقة والأدوات |
| 50 | المبحث الثاني: عرض نتائج الدراسة ومناقشتها |
| 60 | الخاتمة |
| 64 | قائمة المراجع |
| 69 | قائمة الملاحق |
| 86 | الفهرس |

قائمة الجداول

| الصفحة | العنوان | الرقم |
|--------|---|-------|
| 36 | المقارنة بين الدراسات السابقة | 1.1 |
| 50 | يوضح تطور رقم الاعمال لمؤسسة صيدال للفترة (2017-2013) | 1.2 |
| 51 | يوضح تطور إجمالي الأصول لمؤسسة صيدال للفترة (2017-2013) | 2.2 |
| 52 | القيمة الإقتصادية المضافة لمؤسسة صيدال للفترة (2017-2013) | 3.2 |
| 53 | يوضح تطور رقم الأعمال لمؤسسة الأوراسي للفترة (2017-2013) | 4.2 |
| 53 | يوضح تطور إجمالي الأصول لمؤسسة الأوراسي للفترة (2017-2013) | 5.2 |
| 54 | القيمة الإقتصادية المضافة لمؤسسة الأوراسي للفترة (2017-2013) | 6.2 |
| 57 | يوضح مقارنة بين نتائج مؤشرات الحجم و القيمة لمؤسسة صيدال و الأوراسي | 7.2 |

قائمة الأشكال

| الصفحة | العنوان | الرقم |
|--------|---|-------|
| 50 | تطور رقم الاعمال لمؤسسة صيدال للفترة (2017-2013) | 1.2 |
| 51 | تطور إجمالي الأصول لمؤسسة صيدال للفترة (2017-2013) | 2.2 |
| 52 | تطور القيمة الإقتصادية المضافة لمؤسسة صيدال للفترة (2017-2013) | 3.2 |
| 53 | تطور رقم الأعمال لمؤسسة الأوراسي للفترة (2017-2013) | 4.2 |
| 54 | تطور إجمالي الأصول لمؤسسة الأوراسي للفترة (2017-2013) | 5.2 |
| 55 | تطور القيمة الإقتصادية المضافة لمؤسسة الأوراسي للفترة (2017-2013) | 6.2 |

قائمة الاختصارات والرموز

| المصطلح بالعربي | المصطلح بالأجنبي | الإختصار |
|--|---|----------|
| القيمة الاقتصادية المضافة | Economic Value Added | EVA |
| القيمة السوقية المضافة | Market Value Added | MVA |
| العائد الإجمالي | Total Shareholder return | TSR |
| المردودية الاقتصادية | Rentabilité économique | Re |
| مردودية الأموال الخاصة | Rentabilité capital privé | Rcp |
| راس المال المستثمر | Capital Invested | CI |
| التكلفة الوسطية المرجحة | Cout Moyen Pondéré du Capital | CMPC |
| نتيجة الإستغلال | Résultat de l'exploitation | Rexp |
| النتيجة العملياتية الصافية بعد الضريبة | Net Operating Profit After Tax | NOPAT |
| القيمة الحالية الصافية | Valeur Actuelle Net | VAN |
| الأصل الصافي المحاسبي | Actif Net Comptable | ANC |
| الأصل الصافي المحاسبي المصحح | Actif Net Comptable Corrigé | ANCC |
| القيمة الجوهرية | Valeur Substantiell | VSB |
| الأموال الدائمة الضرورية للإستغلال | Les capiteux permanent Nécessair à l'exploitation | CPNE |
| مقاربة فائض القيمة | GOOD WILL | GW |
| النتيجة الصافية | Résultat Net | Rnet |
| الديون | Les dettes | D |
| الأموال الخاصة | Capital Privés | CP |
| ربحية السهم الواحد | Earnings Per Share | EPS |
| الفائض الإجمالي للإستغلال | Excedent Brut d'exploitation | Eexe |
| خصم توزيعات الأرباح | Divident Discount Model | DDM |
| التدفق النقدي العائد للإستثمار | Cach Flow Return On Investment | CFROI |

قائمة الملاحق

| الصفحة | عنوان الملحق | الرقم |
|--------|--|-------|
| 69 | الميزانية المالية لمؤسسة صيدال جانب الأصول لسنة 2013 | 1 |
| 70 | الميزانية المالية لمؤسسة صيدال جانب الخصوم لسنة 2013 | 2 |
| 71 | جدول حسابات النتائج لمؤسسة صيدال لسنة 2013 | 3 |
| 72 | الميزانية المالية لمؤسسة صيدال جانب الأصول للفترة (2015-2014) | 4 |
| 73 | الميزانية المالية لمؤسسة صيدال جانب الخصوم للفترة (2015-2014) | 5 |
| 74 | جدول حسابات النتائج لمؤسسة صيدال للفترة (2015-2014) | 6 |
| 75 | الميزانية المالية لمؤسسة صيدال جانب الأصول للفترة (2017-2016) | 7 |
| 76 | الميزانية المالية لمؤسسة صيدال جانب الخصوم للفترة (2017-2016) | 8 |
| 77 | جدول حسابات النتائج لمؤسسة صيدال للفترة (2017-2016) | 9 |
| 78 | الميزانية المالية لمؤسسة الأوراسي جانب الأصول لسنة 2013 | 10 |
| 78 | الميزانية المالية لمؤسسة الأوراسي جانب الخصوم لسنة 2013 | 11 |
| 79 | جدول حسابات النتائج لمؤسسة الأوراسي لسنة 2013 | 12 |
| 80 | الميزانية المالية لمؤسسة الأوراسي جانب الأصول للفترة (2015-2014) | 13 |
| 81 | الميزانية المالية لمؤسسة الأوراسي جانب الخصوم للفترة (2015-2014) | 14 |
| 82 | جدول حسابات النتائج لمؤسسة الأوراسي للفترة (2015-2014) | 15 |
| 83 | الميزانية المالية لمؤسسة الأوراسي جانب الأصول للفترة (2017-2016) | 16 |
| 84 | الميزانية المالية لمؤسسة الأوراسي جانب الخصوم للفترة (2017-2016) | 17 |
| 85 | جدول حسابات النتائج لمؤسسة الأوراسي للفترة (2017-2016) | 18 |

مقدمة

مقدمة:

إن أهم موضوع ترتكز عليه المؤسسات مهما كانت أحجامها هو كيف تقوم بخلق القيمة. فمنذ أن عرفت المؤسسة الاقتصادية الجزائرية نتيجة لتوجه الاقتصاد الجزائري نحو اقتصاد السوق العديدين من التغيرات، التطورات والإصلاحات التي تمثلت أبرزها في خصخصة المؤسسات العمومية وفتح المجال لخلق مؤسسات خاصة برأس مال جزائري، أجنبي أو مختلط، أدت هذه الإصلاحات للنهوض بالمؤسسة الجزائرية وتحديد النهوض بقدرتها على خلق القيمة. لذلك تسعى هذه الأخيرة دائما لتحقيق النمو وذلك من خلال توليد فوائض انطلاقا من مختلف أنشطتها وتحديد نشاطها الاستغلالي وهو ما يعرف بعملية خلق القيمة.

وقد لاقى مفهوم خلق القيمة اهتماما كبيرا من طرف المساهمين وأصحاب المصلحة في المؤسسات الكبرى، مع ضرورة تعميم هذا المفهوم على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، التي يسعى أصحابها إلى تعظيم ثروتهم من خلال زيادة النشاط وزيادة حجم رأس المال.

بما أن المؤسسات تختلف فيما بينها في عنصر الحجم فقد أجريت بعض الدراسات والبحوث لمعرفة اثر الحجم على قيمة المؤسسة كأحد العوامل المؤثرة باختلاف العوامل الداخلية (رقم الأعمال، إجمالي الأصول، عدد عمالي الشركة، رأس مال الشركة ...) لقياس الحجم ومؤشر القيمة الاقتصادية المضافة لتحديد خلق أو تحطيم قيمة في المؤسسة.

الاشكالية الرئيسية:

على ضوء ما سبق نتضح معالم اشكالية الدراسة والتي يمكن طرحها على النحو التالي:

ما مدى تأثير الحجم على قيمة الإقتصادية المضافة في مؤسستي صيدال والأوراسي خلال الفترة الممتدة (2017/2013)؟

ويندرج تحت هذا التساؤل عدة اسئلة فرعية منها:

1. هل يوجد تأثير لحجم المؤسسات الاقتصادية الجزائرية مقاسا برقم الاعمال على قيمة المؤسسة مقاسة بالEVA ؟
2. هل يوجد تأثير لحجم المؤسسات الاقتصادية الجزائرية مقاسا بإجمالي الأصول على قيمة المؤسسة مقاسة بالEVA ؟
3. هل هناك تأثير لقرار التمويل على الحجم في المؤسسة؟

4. هل لتكلفة التمويل تأثير على قيمة المؤسسة مقاسة بال EVA ؟

فرضيات الدراسة:

1. يوجد تأثير لحجم المؤسسات الاقتصادية الجزائرية مقاسا برقم الاعمال على قيمة المؤسسة مقاسة بال EVA ؛
2. يوجد تأثير لحجم المؤسسات الاقتصادية الجزائرية مقاسا بإجمالي الأصول على قيمة المؤسسة مقاسة بال EVA ؛
3. وجود تأثير لقرار التمويل على حجم المؤسسة؛
4. ليس لتكلفة التمويل أي تأثير على قيمة المؤسسة مقاسة بال EVA؛
5. احتمال وجود علاقة بين (CMPC,NOAPT,CI) والقيمة الاقتصادية المضافة.

مببرات اختيار الموضوع:

- أهمية الموضوع بالنسبة للبحث في مجال المالية يدفعنا الى دراسته دراسة معمقة ومستفيضة وطرحه بصورة أكثر شمولية ودقة؛
- الميل الذاتي بحكم التخصص الى مواضيع مالية المؤسسة ومالية الاسواق والمواضيع التطبيقية والسعي للمشاركة في اثراء الموضوع؛
- اثراء مكتبة الجامعة بهذا النوع من الدراسات.

أهداف الدراسة: تهدف هذه الدراسة لتحقيق جملة اهداف منها:

- الكشف عن مدى اختلاف خلق القيمة من مؤسسة الى اخرى نتيجة اختلاف الحجم والنشاط؛
- الكشف عن المتغيرات المحددة للحجم وكيفية تأثيرها على مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة لخلق القيمة؛
- معرفة مدى تأثير طريقة التمويل وتكلفة التمويل على قيمة المؤسسة وحجمها.

أهمية الدراسة:

تأتي أهمية الدراسة من خلال إستخدام مقياس القيمة الإقتصادية المضافة للتعرف على مدى إمكانية المؤسسة على خلق القيمة،حيث يحظى موضوع خلق القيمة مكانة هامة على مستوى المؤسسات مع وضع اعتبار لحجم المؤسسة ومدى تأثيره على خلق القيمة فيها.

حدود الدراسة:

- ✓ الحدود المكانية: تمت الدراسة على عينة مكونة من مؤسستين اقتصاديتين مدرجتين في بورصة الجزائر؛
- ✓ الحدود الزمانية: فكانت خلال الفترة الممتدة بين (2013-2017).

المنهج والأدوات المستخدمة:

من أجل تحليل الإشكالية واختبار صحة الفرضيات الموضوعية، سنقوم باستخدام المنهج الوصفي فيما يخص الجانب النظري، وذلك فيما يتعلق بشرح كل ما هو متعلق بخلق القيمة وحجم المؤسسة، واستخدمنا المنهج الوصفي التحليلي لتحديد طبيعة العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة والحجم، ومن أجل تحقيق أهداف الدراسة واختبار فرضياتها تم استخدام برنامج Microsoft Office Excel 2010 لحساب مختلف النسب بالإضافة إلى رسم الأشكال البيانية والاعتماد على القوائم المالية من أجل الحصول على المعلومات المالية.

مرجعية الدراسة:

اعتمدت في دراستي هذه على:

- ✓ بيانات أولية : تمت بجمع المعطيات المالية المتمثلة في الميزانيات و جداول حسابات النتائج للمؤسستين مجمع صيدال وفنادق الأوراسي المدرجتين في بورصة الجزائر خلال الفترة 2013 - 2017.

بيانات ثانوية : وتتمثل في الكتب والمجالات، بالإضافة إلى الدراسات والمقالات السابقة المتعلقة بالموضوع.

صعوبات الدراسة:

- التذبذب الذي حصل خلال فترة الدراسة.
- صعوبة إيجاد مراجع ودراسات سابقة تخص الموضوع.

هيكل الدراسة:

يهدف دراسة الموضوع قمننا بتناوله في فصلين تسبقهما المقدمة وتليهما بعد ذلك الخاتمة.تمثلت

الفصول في:

الفصل الأول: تم تقسيمه إلى مبحثين، المبحث الأول يعرض المفاهيم المتعلقة بالحجم وتقييم المؤسسة ومؤشرات خلق القيمة بالتركيز على مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة.

الفصل الثاني: تم تقسيمه الى مبحثين، المبحث الأول لعرض الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة، أما المبحث الثاني فقد خصص لتحليل ومناقشة النتائج المتوصل اليها.

الفصل الأول: الأدبيات النظرية والتطبيقية لأثر الحجم على قيمة المؤسسة

الفصل الأول: الأدبيات النظرية والتطبيقية لأثر الحجم على
قيمة المؤسسة

الفصل الأول: الأدبيات النظرية والتطبيقية لأثر الحجم على قيمة المؤسسة

تمهيد:

سنقوم في هذا الفصل بالإطلاع على الجانب النظري للمتغير المستقل والذي يتمثل في الحجم من خلال مفهومه، طرق تحديده وآثاره، وكذلك المتغير التابع المتمثل في قيمة المؤسسة بإعطاء مفهوم القيمة، طرق تحديد قيمة المؤسسة والأسباب والدوافع التي تؤدي إلى تقييم المؤسسة. وعرجنا على مؤشرات خلق القيمة بدءاً من تطورها إلى طرق حسابها وتصنيفها وركزنا على القيمة الاقتصادية المضافة كمحور الدراسة من حيث المفهوم و الأهمية و طرق قياسها والانتقادات الموجهة لها. كما قمنا بعرض مجموعة من الدراسات التي تناولت هذا الموضوع وإبراز موقع الدراسة من تلك الدراسات.

المبحث الأول : الادبيات النظرية لاثر الحجم على قيمة المؤسسة

المطلب الأول: مفاهيم أساسية حول قيمة المؤسسة

تعد القيمة من المفاهيم المعقدة وغير الواضحة كون كل احد يحدد المفهوم من الزاوية التي ينظر إليها حيث يصبح التقييم أكثر تعقيدا ونهدف في هذا العنصر إلى تحديد المفاهيم الأساسية للقيمة.

الفرع الأول: أساسيات حول مفهوم القيمة

1. مفهوم القيمة:

عرف آدم سميث (Adam smith) القيمة على أنها كلمة ذات معنيين مختلفين، فهي تعني أحيانا منفعة شيء محدد، وأحيانا تعني الاختيار الذي تمنحه حيازة هذا الشيء بشراء أشياء أخرى، وبمكنا تسمية الأولى بقيمة الاستعمال الثانية بقيمة الاستبدال¹.

كما عرفها آخرون على أنها عبارة عن مبلغ يدفع مقابل أصل أو الحق في الحصول على عوائد مستقبلية من وراء استخدام ذلك الأصل والقيمة تختلف عن السعر الذي يمثل المبلغ المدفوع للحصول على أصل ما بمعنى أنها موجودة في جوهر الشيء ويحدث عملية التبادل يتم ترجمتها إلى سعر².

وأيا اعتبروا أن القيمة من الممكن أن تكون موجودة من دون تبادل فهي تركز عن التقدير النظري المعتمد على مفهوم المنفعة والذي قام المستثمر أو المقيم بالمقارنة مع مختلف السلع المتاحة وتحول القيمة إلى سعر يتحقق بوجود مطابقة بين العرض والطلب الحقيقيين³.

ومن التعريفات أعلاه نستنتج: أن القيمة عبارة عن المنافع الاقتصادية المستقبلية النابعة من أصل ما لشخص ما وهي مبلغ تقديري يمكن من تبادل أصل في تاريخ التقييم بين بائع ومشتري راغبين في تنفيذ عقد الصفقة.

2. أنواع القيمة:

تكتسي القيمة ثلاث مفاهيم أساسية وهي¹:

¹ Bernard Gerrien, **Dictionnaire d'analyse économique, éditions:** La découverte, Paris, 1996, P508_509.

² بلخير بكاري، أثر التقييم المالي على مسار الشراكة بالنسبة لقطاع المحروقات في الجزائر - دراسة حالة بالمؤسسة الوطنية لخدمات الآبار (ENSP)، أطروحة دكتورا، غير منشورة، جامعة ورقلة، 2010، ص 14.13.

³ بلخير بكاري، مرجع سابق، ص 14.13.

الفصل الأول: الأدبيات النظرية والتطبيقية لأثر الحجم على قيمة المؤسسة

قيمة التبادل: وهي القيمة التي يستعد المستهلك لدفعها من أجل حصوله على منتج أو خدمة ما مقدمة، وهو ما يستدعي نقطة التعادل من طرف البائع والمشتري.

قيمة الاستعمال: وهي قيمة المنفعة التي يحققها المستهلك من المنتج ولو كان المنتج قديما وعديم قيمة التبادل وهو النموذج الأكثر شيوعا وتحتوي على قيمة السوق، القيمة الجديدة، قيمة الحياة وقيمة الاستغلال .

القيمة المقدرة: وتخص نظرة البائع للقيمة التي يجنيها من بيع منتج ما او تقديم خدمة ما بعد توقعه للمنفعة التي يبحث عنها المستهلك وتحتوي على قيمة التصفية القيمة المضافة.

وبالإضافة إلى ما سبق توجد قيم أخرى تتخذها المؤسسة وهي:

قيمة التامين: ويتم تحديد هذه القيمة عن طريق تقرير خبير التامين في إطار التعاقد بين مؤسسة التامين والزبون لتغطية مخطر أو مخاطر مرتبطة بأصل معين².

القيمة الاستثمارية: وهي عبارة عن قيمة المنافع المستقبلية المتأتية من حياة أصل معين لمشتري ما (مستثمر).

القيمة المتبقية: وهي المبلغ الممكن تحقيقه عند بيع أصل أو التصرف فيه بأي صورة أخرى بعد أن يصبح عديم الفائدة للمالك الحالي ويتقرر إخراجه من الخدمة وهي تختلف عن مفهوم قيمة الخردة التي تفترض أن الأصل أصبح عديم الفائدة لأي شخص وفي أي عرض³.

القيمة السوقية: تعتبر الأكثر شيوعا وهي مصطلح يشير إلى قيمة تفاوضية معترف بها في السوق في لحظة معينة أما التعريف المتعارف عليه بوجه عام للقيمة السوقية هو:

المبلغ المعبر عنه نقدا أو ما يعادل النقد الذي يتم به انتقال ملكية أصل ما من بائع راغب إلى مشتري راغب ويتوفر لدى كل منهما معلومات معقولة عن كافة الحقائق ذات الصلة ولا يخضع أي منهما لأي نوع من الإكراه¹.

¹ عبد الغني دادان، قياس وتقييم الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية نحو إرساء نموذج للإندار المبكر باستعمال المحكاة المالية بدراسة حالة بورصتي الجزائر

وباريس .، أطروحة دكتوراه، منشورة، جامعة الجزائر، 2006، ص 132.131.

² هوارى السويسي، تقييم المؤسسة ودوره في إتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2007-2008،

ص 20.

³ طارق عبد العال حماد، تقييم وإعادة هيكلة الشركات، دار الجامعة، 2008، ص 20.

3. محددات القيمة²:

- البيئة الاقتصادية الكلية؛
- الاستخدام المحتمل للأصل حالته المادية ودرجة مخاطرته؛
- توقيت تقدير القيمة وموقع أو مكان تواجد الأصل؛
- سيولة وكفاءة السوق الخاص بالأصل؛
- الندرة النسبية والبدائل المتاحة.

الفرع الثاني: تحديد طرق التقييم

بصفة عامة يمكن تحديد 3 طرق أساسية تعتمد في عملية تقييم المؤسسات وسوف نحاول إعطاء تعاريف بسيطة لكل طريقة:

1. طرق التقييم التي تركز على مدخل الذمة المالية:

مقاربة الذمة المالية تشتمل على طرق التقييم التي تمثل الصفة التاريخية وليس التقديرية، حيث أنها تعتمد أساساً على ذمة المؤسسة (أي الميزانيات، عدد الملاحق... الخ)، فهي مقارنة تتصف بالسكون وهذا عكس المقاربات التقديرية التي تعتمد على تقدير التدفقات المستقبلية للأرباح، توزيعات الأرباح أو التدفقات النقدية للمؤسسة³.

تعتبر هذه الطريقة جد سهلة، حيث يمكن اعتبارها على أنها قراءة بسيطة لمجموع الممتلكات الخاصة بالمؤسسة. هذه الطريقة التي تهدف إلى تحديد قيمة المؤسسة بتجميع كل القيم الحقيقية الخاصة بممتلكاتها مع طرح الديون يمكن تقسيم هذه الطريقة إلى مجموعة من الطرق الفرعية من أهمها⁴:

- طريقة الأصول الصافية المحاسبية (ANC) Actif net comptable؛
- طريقة الأصول الصافية المحاسبية المصححة (ANCC) Actif net comptable corrigé؛
- الطريقة الجوهرية (VSB) Valeur Substantielle؛

¹ Laurent Batsch, **La théorie de la valeur de l'entreprise, cahiers de recherche**, Université de Paris Dauphine, 2005, p1.

² علي بن الضب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية 2006-2008، أطروحة دكتوراه، جامعة ورقلة، 2008-2009، ص 65.

³ Emmanuel TCHEMENI, **"L'évaluation des entreprises"**, 3ème édition, economica, P80.

⁴ بن هو عصمت محمد، طرق ومحددات تقييم المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية في ظل إستراتيجية الخصخصة دراسة حالة مؤسستي صيدال الأوراسي، أطروحة دكتوراه، منشورة، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2015-2016، ص 33.

الفصل الأول: الأدبيات النظرية والتطبيقية لأثر الحجم على قيمة المؤسسة

- طريقة الأموال الدائمة الضرورية للاستغلال (CPNE) Les capitaux permanant nécessaires à l'exploitation.
- 2. طرق التقييم المرتكزة على مقارنة التدفقات:

يعتمد هذا التصور على فكرة أن قيمة المؤسسة لا تعبر عن تراكم عناصر ممتلكاتها وإنما عن توقع الأرباح المستقبلية فالمشتري للمؤسسة يهتم أولاً بالمدخيل المستقبلية المتوقعة. ومن ثم فهذا المدخل يرتكز على التدفقات في تحديد القيمة بدلا من الجرد الساكن لعناصر الأصول. في هذه الحالة تمثل قيمة المؤسسة في القيمة الحالية للمدخيل المستقبلية المنتظرة تقسم هذه الطريقة إلى مجموعة من الطرق الفرعية يمكن حصرها في النقاط التالية¹:

- ✓ الطرق المرتكزة على مقارنة الربح (Approche par le bénéfice): في هذه الحالة فالربح قد يكون:
 - قيمة المردودية؛
 - قيمة تدفقات الخزينة (Flux de trésorie)؛
 - نسبة سعر السهم/الربح (Bénéfices / Rations cour).
- ✓ الطرق المرتكزة على التدفق النقدي:
 - التدفق النقدي المتاح للشركة؛
 - التدفق النقدي المتاح للسهم.
- 3. مقارنة فائض القيمة GOOD WILL :

أساسيات هذه المقاربة هو أن للمؤسسة قيمة أعلى من مجموع عناصر الأصول والخصوم المراد تقييمها ANCC (active net comptable corrigé)². وذلك بسبب المزايا المعنوية المتاحة في المؤسسة والتي يمكن حصرها في النقاط التالية :

- ✓ كفاءة العمال والخبرة؛
- ✓ زبائن المؤسسة ؛
- ✓ الماركة؛
- ✓ التقييم التكنولوجي؛
- ✓ التموقع التجاري... الخ.

¹ Claude – Annie DUPLAT, "Évaluez votre entreprise", Vuibert, 2007, P107.

² Georges LEGROS, " L'évaluation des entreprises ", Dunod Paris, 2011, P127-128.

الفصل الأول: الأدبيات النظرية والتطبيقية لأثر الحجم على قيمة المؤسسة

هذه المزايا تسمح للمؤسسة بتحقيق عوائد أعلى من العوائد العادية المبررة للأصل الصافي المصحح. إذ يمكن اعتبار مقارنة فائض القيمة (GW) على أنها أداة تصحيحية لقيمة الذمة المالية.¹

الفرع الثالث: أسباب ودوافع تقييم المؤسسات

ضروري على كل مدير معرفة قيمة المؤسسة التي يشرف عليها، حيث أن التقييم يخلق مجموعة من المزايا يمكن تلخيصها في النقاط التالية:

1. التقييم يمثل معلومة مهمة للمسيرين:

تقييم المؤسسة يسمح بالإجابة على السؤال التالي كم هي قيمة المؤسسة، إن معرفة هذه القيمة يساعدك في²:

- ✓ التأقلم السريع والإجابة على كل الأطروحات الخاصة بعملية نقل الملكية أو الشراكة الإستراتيجية التي يمكن تعريفها على أنها تقارب واندماج بين مؤسستين الهدف منه هو توحيد كل الموارد والكفاءات بهدف إنشاء استثمار مشترك في إطار تطوير نشاط معين؛
 - ✓ معرفة تموقع المنشأة أو المؤسسة في السوق؛
 - ✓ معرفة قيمة المؤسسة في السوق، حيث أن المؤسسة هي عبارة عن وحدة قابلة للبيع أو الشراء.
- ### 2. تنمية النشاط أو تسهيل عملية التمويل:

إن عملية التقييم تساهم في دراسة كل العناصر الإيجابية والسلبية في المؤسسة وكذلك في خلق استراتيجيات لتنمية المنشأة وتوجيهها نحو المستقبل كما تسمح أيضا ب³:

_الحصول على القروض البنكية من أجل الحصول على بعض الاستثمارات؛

_تنمية النشاطات والزيادة من مساهمة الشركاء الماليين في رأس المال الخاص بالمؤسسة؛

_في حالة زيادة رأس مال المؤسسة فإن التقييم ساعد في تحديد سعر الأسهم الجديدة المقدمة للمساهمين الجدد.

¹ أشواق بن قدور، "تقييم المؤسسات وفقا للرأس المال غير المادي"، دار راية للنشر والتوزيع، 2013، ص139.

² Jean-Etienne PALARB, Franck IMBERT, "**Guide pratique d'évaluation d'entreprise**", Editions Eyrolles, 2013, P52.

³ بن عصمت حمو محمد، مرجع سابق، ص7.

3. التقييم يساهم في ترشيد قيادة المنشأة¹:

_ التقييم يساهم في توجيه الاستراتيجيات الخاصة بالمنشأة وكذلك يساهم في جعل إدارة الأعمال أكثر ديناميكية وذلك من خلال تحديد النقائص والعمل على القضاء عليها. إذا التقييم هو أداة لوضع الاستراتيجيات الخاصة بالمؤسسة وجعلها أكثر مردودية؛

_ في حالة الرغبة في إدراج المؤسسة في البورصة فإن أول مرحلة هي تقييم هذه الأخيرة من أجل حساب التكلفة الأولية للسهم في السوق.

يضاف إلى الدوافع السابقة بعض الدوافع الفرعية والتي يمكن تلخيصها في النقاط التالية:

✓ تصفية المؤسسة عند الإفلاس حيث ان التقييم يسمح بتسديد قيمة مستحقات الدائن؛

✓ عند انتقال الملكية للورثة من خلال تحديد كل الأطراف الورثة.

الفرع الرابع: قيمة المؤسسة على أساس ارتباطها بالبورصة

تعتبر قيمة الأوراق المالية المصدرة من قبل المؤسسة والتي يتم تداولها على مستوى البورصة، خير معبر عن القيمة السوقية للمؤسسة إلى حد بعيد، فالمؤسسات تكون على نوعين فمنها التي يتم تداول أوراقها المالية في البورصة، وتعمل إلية السوق على تحديد قيمتها استنادا إلى المعطيات والتوقعات الحالية والمستقبلية المتوفرة، كما أن هناك مؤسسات لا يتم تداول أوراقها المالية في البورصة، وبذلك يمكن أن تتحدد قيمة المؤسسة على هذا الأساس كما يلي:

1. قيمة المؤسسة التي تتداول أوراقها المالية في البورصة:

لقد سبق وتم التطرق إلى مداخل وطرق تحديد قيمة المؤسسة وباعتبار القيمة السوقية الأكثر شيوعا وأهمية، فإن القيم السوقية للأوراق المالية لهذه المؤسسة تكون ذات أهمية بالغة في تحديد قيمتها، وهذا انطلاقا من تحديد قيمة خصومها والتي بالضرورة ستساوي إلى قيمة الأصول.²

وبالتالي عند تقييم المؤسسة، بدءا بحقوق الملكية التي يتم الحصول عليها من خلال القيم السوقية لحظة التقييم لمجموع الأسهم العادية المتداولة التي يتكون منها رأس المال، ونس الطريقة بالنسبة لباقي مكونات هيكل رأسمال المؤسسة (أسهم ممتازة، سندات) في حالة تداولها أيضا في البورصة، وتكون

¹ نفس المرجع، نفس الصفحة.

² عبد الكريم بوحادرة، أثر إختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة: دور سياسة توزيعات الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم مع دراسة حالة، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، منشورة، جامعة منتوري، قسنطينة، 2012، ص71.

الفصل الأول: الأدبيات النظرية والتطبيقية لأثر الحجم على قيمة المؤسسة

القيمة الدفترية للديون خير معبر عن قيمتها، مع الأخذ في الحسبان للتغيرات الممكنة لأسعار الفائدة، وكذا القيمة الحالية لها¹.

2. تحديد القيمة السوقية للسهم:

يتوقع حملة الأسهم العادية ارتفاع عوائدهم المتوقعة من خلال توزيعات الأرباح التي تقررها المؤسسة، أو على الأقل عدم انخفاض القيمة السوقية لها مع محاولة تعظيمها إن أمكن ذلك، وهو ما ينعكس بالإيجاب على قيمة المؤسسة ككل وهذا ما يحسن صورتها في السوق، وباعتبار القيمة السوقية للسهم تهم على حد سواء المالك والمؤسسة، ونظرا للمحاولة الدائمة لتحقيق عوائد إضافية للملاك، فإن عملية تقييم الأسهم تحظى بمكانة هامة لدى كل الأطراف المهتمة، وتتم من خلال مجموعة من العوامل المحددة لها والتي خصها الأستاذين عبد الغفار حنفي ورسمية زكي قرياقص في أربعة عناصر أساسية هي²:

- أ- **علاقة القيمة السوقية للسهم بربحيته:** نظرا لأن الأرباح الصافية المتوقعة تعتبر أساس القيمة الحالية، فهذا يعني أن الزيادة في الأرباح الصافية المحققة من المؤسسة في الفترات المقبلة تؤدي بالضرورة لإحداث أثر إيجابي على القيمة السوقية لأسهمها وهذا جراء زيادة الطلب عليها، ويفسر الأمر بوجود علاقة خطية بين المتغيرين السابقين زيادة على كفاءة الإدارة وعملها على تحقيق الإستقرار في صافي الأرباح مما قد يمكنها من مواجهة المخاطر المؤثرة على قيمة أسهمها.
- ب- **القيمة الحالية للسهم وزمن تحقق الأرباح:** تربط علاقة عكسية بين القيمة الحالية للسهم وزمن تحقق الربح، حيث تؤدي طول مدة تحقيق الأرباح إلى انخفاض القيمة الحالية للسهم، والعكس في حال قصر فترة تحقيق الأرباح.
- ت- **القيمة الحالية للسهم والسيولة:** يعبر عن السيولة بمدى القدرة على تحويل الأصول إلى نقدية، وتكون العلاقة الرابطة بين القيمة الحالية للسهم والسيولة علاقة طردية، فمع كل تزايد في السيولة تشهد القيمة الحالية للسهم ارتفاعا.
- ث- **القيمة الحالية للسهم والقدرة على أداء الإلتزامات:** إن العلاقة والنسب المستخرجة من القوائم المالية تبين حجم الأصول، المديونية وحق الملكية، والتي تعبر عن مدى قدرة المؤسسة على أداء إلتزاماتها عند حلول أجل إستحقاقها (إجمالي الأصول/المديونية)، وبذلك كلما كان المعدل كبيرا كان الأثر إيجابي على قيمة السهم، وعلى العكس تماما في حال عدم قدرتها على الوفاء

¹ منير إبراهيم، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2003، ص504.

² عبد الغفار حنفي ورسمية زكي قرياقص، مدخل معاصر في الإدارة المالية، دار الجامعة، الإسكندرية، 2002، ص25.16.

الفصل الأول: الأدبيات النظرية والتطبيقية لأثر الحجم على قيمة المؤسسة

بالتزاماتها، مما يؤدي إلى تخفيض هامش الأمان على الإستثمارات المرتقبة، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض في القيمة السوقية للسهم. وتلعب البورصة دوراً مهماً في تحديد القيمة السوقية للسهم، وذلك من خلال المعلومات ذات الدرجة العالية من الشفافية والإفصاح، ومن حيث كميتها ونوعيتها¹، وتعتبر المعلومات خاصة المالية منها إحدى الدعائم الأساسية لضمان كفاءة البورصة وتطورها، وذلك لأنها تعمل على توجيه وتعبئة أموال المدخرين وخلق فرص استثمارية وهذا لضمان التخصيص الكفء للموارد المالية، وضمان التعبير الجيد للسهم عن وضعية المؤسسة، وقد تلعب الظروف المحيطة بالبورصة دوراً هاماً في التعبير الجيد للسهم، وهذا دون إغفال الميول الشخصية للمستثمرين، ويتم دراسة هذه الظروف من خلال إجراء التحليل الفني، وما ينتج عنها من مؤشرات تمكن من التنبؤ بالإتجاه المستقبلي للسوق والبيئة الإقتصادية.

ولكن دقة هذه المعلومات وانتقالها بالسرعة اللازمة ومدى شفافيتها، قد لا يكون إلا على مستوى البورصة الكفوءة، مما يضمن تقليل حالات عدم التأكد ويعمل على التسعير الجيد للأسهم، وهذا بمحاولة التكيف مع المخاطر والإبتعاد عن الإرتجال والتحيز عند التقييم، مع الضرورة الأخذ بعين الإعتبار لسياسة التوزيعات المنتهجة من طرف المؤسسة.

3. النماذج المستخدمة في تقييم الأسهم:

تنتج عن الأسهم تدفقات نقدية في المستقبل، مما يعني أن قيمة السهم تمثل القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة، وعموماً تكون هذه التدفقات المتوقعة من عنصرين أساسيين في تحديد قيمة السهم العادي هما²:

أ- **التوزيعات المتوقعة كأساس لتقييم الأسهم:** ويدعى كذلك بخصم توزيعات الأرباح Dividend (Discount Model)، إن الأساس لتقييم الأسهم هو أن قيمة السهم تساوي إلى التدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة، فالمستثمر يحصل على نوعين من التدفقات؛ توزيعات الأرباح والتي تحددتها سياسة التوزيعات المتبعة من قبل المؤسسة، أما المصدر الثاني يكون نتيجة الفرق في السعر السوقي للسهم (Capital Gains)، والذي يكون نتيجة التنازل عن توزيعات الأرباح المتوقع إستلامها، وبالتالي قيمة السهم تعتمد على القيمة الحالية لتوزيعات الأرباح، ويعد نموذج خصم توزيعات الأرباح (DDM) والذي قدم من طرف وليامز عام 1938 م، أهم نموذج لتحديد قيمة السهم، والذي يحدد كما يلي³:

¹ عدنان تايه النعيمي وأرشد فؤاد النعيمي، الإدارة المالية المتقدمة، الأردن، البازوري، 2009، ص 131.

² محمد صالح الخناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، مدخل الهندسة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1998، ص 194.

³ المرج نفسه، ص 196

الفصل الأول: الأدبيات النظرية والتطبيقية لأثر الحجم على قيمة المؤسسة

$$V = \frac{D_1}{(1+K)} + \frac{D_2}{(1+K)^2} + \dots + \frac{D_\infty}{(1+K)^\infty} = \sum_{n=1}^{\infty} \frac{D_n}{(1+K)^n}$$

• V: تمثل القيمة السوقية للسهم العادي؛

• K: معدل العائد المطلوب على الإستثمار في السهم في ضوء المخاطر؛

• D: التوزيعات المتوقعة الحصول عليها؛

ونميز في هذا النموذج مجموعة من الحالات، وهذا تبعا لمقدار نمو التوزيعات المتوقعة كما

يلي:

✓ قيمة السهم في حالة التوزيعات الثابتة: من خلال هذا الفرض فإن المؤسسة تدفع توزيعات ثابتة، وبالتالي فالمستثمر لا يتوقع تغير في قيمة هذه التوزيعات مما يعني أنه لا يكون هناك معدل نمو يتبع هذه الحالة، وبالتالي فإن قيمة السهم ستكون مساوية ل:

$$V = D/K$$

✓ قيمة السهم في حالة التوزيعات ذات معدل النمو الثابت: يعود سبب إقدام المستثمر على شراء أسهم مؤسسة ما، إلى توقعاته التي تقوم على حصوله على توزيعات متزايدة أي توقعه بنمو توزيعات المؤسسة، ويسمى هذا النموذج بنموذج جوردين 1963 م والذي بناه لإيجاد القيمة الحقيقية للسهم، لذا إرتكز على مجموعة من الإفتراضات¹ والمتمثلة في أن المستثمر يفضل الحصول على توزيعات الأرباح الحالية متجنباً للمخاطرة، وأن هذه التوزيعات تنمو بمعدل ثابت (g) ونسبة أقل من معدل الخصم، بالإضافة إلى أن حالة عدم التأكد تزداد بطول مدة التنبؤ فيما يخص هذه التوزيعات، وقد مثل هذا النموذج وفق الصيغة الرياضية الموالية:

$$V = \frac{(1+g)D_0}{K-g}$$

قيمة السهم في حالة النمو الذي لا يتسم بالثبات: تمر المؤسسة بدورة حياة تختلف في كل مرحلة من مراحل حياتها معظم معطياتها، منها الأرباح المحققة وبالتالي التوزيعات ومعدل نموها، ففي مرحلة النمو تشهد أرباحها نمواً سريعاً، وهذه الأخيرة تتباطأ في المرحلة الإنتقالية وذلك نتيجة لتباطؤ معدلات النمو الإقتصادية، ثم تدخل مرحلة النضوج والتي يكون فيها نمو الأرباح بنفس معدل نمو الإقتصادي الوطني، ونظراً لقصر الفترة الإنتقالية فمعدل النمو يصنف في مرحلتين، مرحلة النمو الأساسية (g1)

$$V = \frac{D_0(1+g_1)}{K-g_1} \left[1 - \left(\frac{1+g_1}{1+K} \right)^n \right] + \left(\frac{1+g_1}{1+K} \right)^n \frac{D(1+g_2)}{K-g_2}$$

¹ عدنان تايه النعمي وأرشد فؤاد النعمي، مرجع سبق ذكره، ص131.

الفصل الأول: الأدبيات النظرية والتطبيقية لأثر الحجم على قيمة المؤسسة

وتعرف بمرحلة النمو الطبيعي، وتكون المرحلة الثانية هي مرحلة النمو غير الطبيعي (g2)، ومنه يمكن تحديد قيمة السهم وفق الصيغة الموالية¹:

ب- نسب السعر كمدخل لتحديد القيمة (Price Ratios): ويعتمد هذا المدخل في تحديد القيمة للسهم على الأسعار السوقية للأسهم وهذا من خلال ربطها بمؤشرات، ومن أهم الطرق التي تكون هذا المدخل هي :

✓ نسبة السعر إلى ربحيته (Price/Earning ratio) ويتم حساب هذا المضاعف بالإعتماد على العلاقة الموالية:

$$\frac{P}{E} = \frac{PV}{EPS}$$

• PV : قيمة السهم؛

• EPS: ربحية السهم.

ويعتبر هذا المضاعف ذو أهمية كونه يمثل دالة إلى معدل النمو في ربحية السهم، فالمستثمر يقيم السهم بناء على معدلات النمو في الربحية، ويعرف المحللون أسهم المؤسسات التي تتميز بإنخفاض P/E على أنها نمو (Growth Stocks)، بينما تعرف أسهم المؤسسات التي تتميز بإنخفاض P/E بأنها أسهم القيمة (Value Stock)، ولتحديد القيمة الحقيقية للسهم يتم إستعمال هذا المضاعف، وذلك كمتوسط نسبة تاريخية مع الأخذ بعين الإعتبار ربحية السهم المتوقعة على أساس معدل نمو متوقع، بإستعمال العلاقة²:

$$V = \frac{P}{E} \times EPS(1 + g)$$

✓ نسبة السعر إلى التدفق النقدي (Price-Cash Flow Ratio): تعتبر التدفقات النقدية الناتجة عن الأسهم ذات أهمية بالغة عند تقييم الأسهم، وذلك من خلال إحتساب نسبة سعر السهم إلى التدفق النقدي للسهم، فبعض المحللين يعتقدون أن مؤشر التدفق النقدي أكثر دلالة من صافي الربح، فمؤشر نسبة السعر إلى التدفق النقدي (P/CFPs) يمكن أن يكون كدالة لنوعية الأرباح كونها تعكس التدفق النقدي الفعلي، مما يعني أنها دالة لمعدل النمو في الأرباح، ويمكن إيجادها بالعلاقة³:

$$\frac{P}{CFPsRatio} = \frac{PV}{CFPs}$$

¹ المرجع السابق، نفس الصفحة.

² عدنان تايه النعيمي وأرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص148.

³ المرجع نفسه، ص150.

الفصل الأول: الأدبيات النظرية والتطبيقية لأثر الحجم على قيمة المؤسسة

ومنه فالقيمة تتحدد كما يلي:

$$V = \left(\frac{PV}{CFPS} \right) \times CFPS(1 + g)$$

✓ نسبة السعر إلى القيمة الدفترية (Price-Book Ratio)¹: وترجع أهمية هذه النسبة إلى أنها تعتمد على مقياس محاسبي لثروة السهم الواحد، مما يضيفي إعتقاد لدى بعض المحللين بضرورة بيع السهم بأكثر من قيمته الدفترية، وهذه النسبة إنما هي مؤشر لقدرة خلق الثروة لحملة الأسهم العادية من قبل المؤسسة، وهذا نسبة إلى تكلفتها التاريخية، وبالتالي فإن القيمة الحقيقية للسهم تتحدد كما يلي:

$$Book\ Value(BV) = \frac{(Equity - Preferred\ Stock)}{Number\ of\ common\ Stock}$$

$$\frac{P}{BV} = \frac{PV}{BV} \rightarrow V = \left(\frac{P}{BV} \right) \times BV(1 + g)$$

أي أن:

المطالب الثاني: مؤشرات خلق قيمة للمؤسسة

تهدف أي مؤسسة اقتصادية مهما كان نوعها، سواء كانت مسعرة أو غير مسعرة في البورصة إلى تعظيم قيمتها لفائدة ملاكها (المساهمين) أو لجميع الأطراف المهمة بها، وذلك مرهون بقدرتها على تحقيق تراكم الثروة الذي يقاس بمؤشرات لخلق القيمة "Céation de la valeur"².

ومن خلال ما يلي سنتناول لمحة عن تطور مؤشرات إنشاء القيمة وطرح هذه الأنواع.

الفرع الأول: تطور مؤشرات خلق القيمة

عرفت المؤشرات تطورات من حيث الشكل والنوع إلى غاية سنة 1985، اتصفت هذه المؤشرات بالطابع المحاسبي والمالي فهي ترتبط بالعوائد والأرباح، واستمرت هذه النظرية إلى غاية 1995 حين أصبح الاهتمام بمؤشرات المردودية، ذلك أن المؤشرات المحاسبية ذات عوائد بقدر يفوق قيمتها المحاسبية فضلا عن عدم جدوى المؤشرات المحاسبية في فترات التضخم والوهم النقدي، وحتى سنة 1995 تيقظت النظرية المالية إلى المؤشرات المحاسبية ذات صلة بالمردودية سواء تعلق الأمر بالأموال الخاصة أو بالأصول الاقتصادية أو بتدفقات عوائد الاستثمار، وهذا ما يفسر أن الفترة مزجت بين البعد المحاسبي دون إهمال البعد المستقبلي كأسلوب لقياس الأداء وقياس القيمة.

¹ المرجع السابق، ص 151.150.

² هواري سوسي، دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة، مجلة الباحث، العدد السابع، جامعة ورقلة، 2010.2009، ص 55.

الفصل الأول: الأدبيات النظرية والتطبيقية لأثر الحجم على قيمة المؤسسة

الفرع الثاني: مؤشرات خلق القيمة

يمكن تصنيفها إلى أربعة مؤشرات ذات طبيعة محاسبية، مؤشرات ذات طبيعة مالية، مؤشرات ذات طبيعة هجينة ومؤشرات ذات طبيعة بورصية¹.

1. مؤشرات ذات طبيعة محاسبية (**les critères comptables**): حتى منتصف الثمانينات كانت المؤسسة تهتم في المقام الأول بمؤشرات النتيجة الصافية Rnet، ربحية السهم الواحد EPS، نتيجة الاستغلال Rexe، والفائض الإجمالي للاستغلال Eexe.

أما في الجيل الثاني حيث ارتبط المنطق بمفهوم المردودية والكفاءة بمدى تحقيق النتائج المتولدة عن حركة رؤوس الأموال وهي العائد على الأموال الخاصة Roce، اثر الرافعة، مردودية الأصول الاقتصادية، مردودية الأموال الخاصة، العائد على الأموال المستخدمة.

وهي تعتبر مؤشرات هامة خاصة بالنسبة لقطاع البنوك والتأمينات كما أنها مؤشرات للأداء الاقتصادي.

أ- ربحية السهم الواحد (EPS):

يتمثل هذا المؤشر في النتيجة الصافية للسهم الواحد ربح/خسارة لسنة معينة، وله أهمية بالغة بالرغم من النقائص التي تشوبه، ففي العادة يتم تقسيم النتيجة الصافية للدورة على عدد الأسهم؛ لكن هنا اختلاف في التطبيقات، ففيما يخص المحاسبة في ظل المعايير المحاسبية الدولية (IAS/IFRS) حدد المعيار المحاسبي الدولي (IFRS 33) مفهوم وكيفية حساب هذا المؤشر، حيث يشترط عند حسابه طرح توزيعات الأسهم الممتازة، والآثار المترتبة عن إصدارها من جهة، وحسابه لنشاط الاستغلال وللنشاط الإجمالي من جهة أخرى. كما يجبر هذا المعيار المؤسسات المطبقة للمعايير المسعرة، وغير المسعرة الإعلان عن ربحية السهم².

ب- معدلات المردودية المحاسبية :

تتدخل في معدلات المردودية المحاسبية كل من :

_ معدل مردودية الأموال الخاصة Rcp ويحسب بالعلاقة التالية³:

$$Rcp \% = Re \% + (Re \% - i^*) \frac{D}{FP}$$

¹ Pierre Vermimmen, **Finance d'entreprise**, Edition 8ème, Dalloz, Paris, 2010, p-668.

² علي بن الضب، مرجع سبق ذكره، ص7.

³ عماني لمياء، **الهندسة المالية**، مطبوعة بيداغوجية، تخصص مالية مؤسسة، جامعة ورقلة، 2016. 2017، ص76.

الفصل الأول: الأدبيات النظرية والتطبيقية لأثر الحجم على قيمة المؤسسة

_ معدل المردودية الاقتصادية Re وحسب بالعلاقة التالية¹:

معدل المردودية الاقتصادية (Re) = نتيجة الإستغلال بعد الضريبة / الأصول الاقتصادية

$$Re \% = \frac{R \exp(1 - t)}{A}$$

- التدفق النقدي العائد للاستثمار: لحساب هذا المؤشر يجب معرفة التدفقات النقدية التشغيلية بعد الضريبة ، والتي تحسب كما يلي²:

التدفقات النقدية التشغيلية = نتيجة الاستغلال بعد الضريبة × الاهتلاكات + مؤونات الاستغلال × الحاجة من رأس المال العامل للاستغلال

ومنه يمكن حساب CFROI بالعلاقة التالية³:

$$CFORI = \frac{CFE(1 + CMPC)}{A}$$

على العموم فان قيمة المؤسسة تنمو بقيمة أعلى من الأموال المستعملة إذا كانت مردودية الاستثمار أعلى من معدل المردودية المطلوب.

2. مؤشرات ذات طبيعة مالية (les critères financier): يوجد مؤشر واحد ذو طبيعة مالية وهو القيمة الحالية الصافية.

القيمة الحالية الصافية VAN⁴: هي الفرق بين القيمة الحالية وتكلفة الاستثمار، أي الفرق بين مجموع التدفقات النقدية المتولدة عن الاستثمار والمحينة الى زمن بداية النشاط مع رأس المال المستثمر في المشروع. وتحسب من خلال العلاقة التالية:

$$VAN = \sum_{i=1}^n Vi(1 + t)^{-n} - I$$

$(1 + t)^{-n}$: معامل التحيين؛

t معدل التحيين: وهو معدل المردودية الأدنى المطلوب تحقيقه من الاستثمار، والذي يمثل عادة تكلفة رأس المال؛

¹ علي بن الضب، سيد احمد عيادة، تكلفة رأس المال وإنشاء القيمة، مجلة اداء المؤسسات الجزائرية، جامعة ورقلة، العدد2/2012، ص114.

² رزقي محمد، أثر القرارات المالية على قيمة المؤسسة الاقتصادية دراسة الحالة المؤسسة الوطنية للتوضيب وفنون الطباعة ببحر بوعريريج، مذكرة ماجستير، منشورة، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2007، ص117.

³ Grégory Denglos, la création de valeur: Modèles, Mésure, Diagnostic, éditions, Dunod, Paris, 2003, P27.

⁴ الياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي، ورقلة، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، 2006، ص317

الفصل الأول: الأدبيات النظرية والتطبيقية لأثر الحجم على قيمة المؤسسة

n: العمر الافتراضي للاستثمار؛

Vi: التدفق النقدي للسنة i؛

a: تكلفة الإستثمار.

خلق (إنشاء) / تدمير القيمة = قيمة الأصل الاقتصادية - القيمة المحاسبية للأصل الاقتصادي¹

هذا المؤشر يتطور وفقا لتوقعات المستثمرين التي تسعى لتحديد إيراد للأموال المستثمرة لمدة معينة حتى يسمحوا للأصل الاقتصادي للمؤسسة بان يكون أعلى من قيمته المحاسبية².

3. مؤشرات هجينة ذات طبيعة محاسبية ومالية (les critères hybrids):

أ - التدفق النقدي العائد للاستثمار CFROI:

يتمثل عائد التدفق النقدي على الاستثمار في المعدل الذي يساوي بين قيمة الاصول وقيمة التدفقات النقدية المنتظرة على طول حياتها الاقتصادية، وبأسلوب اخر يتمثل هذا العائد في اسلوب معدل معدل المردودية الداخلي، حيث ان هذه المقارب تفرض اجراء مجموعة من المعالجات من اجل حساب القيمة الاجمالية للأصول و التدفقات النقدية الاجمالية³.

أما إذا كان CFROI اقل من تكلفة رأس المال فهناك تدمير للقيمة.

ب - مؤشر الربح الاقتصادي أو القيمة الاقتصادية المضافة EVA:

تعتبر القيمة الاقتصادية المضافة "الهامش الذي ينتج عن الفرق بين العائد الاقتصادي المحقق من طرف المؤسسة لفترة معينة وتكلفة الموارد التي تستخدمها"⁴.

حيث اقترح كمؤشر للدلالة على مدى نجاعة الادارة المالية بالمؤسسة وتسمح بقياس مكافأة راس المال المستثمر، حيث تربط بالربح الاقتصادي الذي عرفه الفرد مارشال على انه الربح المتاح للمساهمين بعد خصم مكافأة راس المال المستثمر⁵. ويحسب بالعلاقة التالية :

$$EVA = (Re \% - CMPC) A$$

حيث:

¹Pierre vernimmen, op cit, p670.

² عبد الغني دادن، مرجع سبق ذكره، ص5453.

³ Farid latreche, Création de valeur et données comptables, mémoire de magister, université Ferhat

⁴ هواري سويسي، تقييم المؤسسة ودوره في إتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، مرجع سبق ذكره، ص61.

⁵ Michel Albouy, Décisions financières et création de valeur, édition, Economica, Paris, 2000, P367

الفصل الأول: الأدبيات النظرية والتطبيقية لأثر الحجم على قيمة المؤسسة

$$CMPC = i(1 - i) \frac{D}{A} + R_{MEDAF} \frac{FP}{A}$$

4. المؤشرات البورصية (LES CRITÉRES BOURSIERS):

أ- خلق القيمة البورصية أو القيمة السوقية المضافة (MVA):

خلق القيمة = الرسملة البورصية - القيمة المحاسبية للاموال الخاصة¹

وتحسب القيمة السوقية المضافة وفق العلاقة التالية²:

$$MVA = \sum_{r=1}^n \frac{EVA_r}{(1 + CMPC)^r}$$

MVA: خلق قيمة بورصية؛

EVA: القيمة الاقتصادية المضافة؛

CMPC: التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال.

ب- العائد الإجمالي للسهم³ TSR:

عبارة عن مؤشر يستخدم لتحديد خلق القيمة من وجهة نظر خارجية، نستطيع من خلاله قياس ما تستطيع المؤسسة تحقيقه لمساهميها في فترة معطاة، حيث أنه وفي هذه الطريقة تعتبر المؤسسة كأصل مالي يحتوي مخاطر، يفرز تدفقات مستقبلية للأرباح وقيمة متبقية، فقيمة المؤسسة يمكن الحصول عليها عن طريق تحيين التدفقات المستقبلية بالتكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال. ويحسب بالعلاقة التالية :

$$TSR = \frac{(P_t - P_{t-1}) + D_t}{P_{t-1}}$$

Pt: الرسملة البورصية للفترة t؛

P(t-1): الرسملة البورصية للفترة t-1؛

¹ Pierre venimmen, op cit, p673.

² هوارى سويسى، مرجع سبق ذكره، ص64.

³ Total Shareholder Return (endement total pour actionnaire).

Dt: توزيعات الأرباح.

الفرع الثالث: القيمة الاقتصادية المضافة EVA

سنحاول من خلال ما يلي التطرق إلى المفاهيم الأساسية للقيمة الاقتصادية المضافة وطريقة حسابها ومدى استخدامها لتقدير خلق القيمة.

1. مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة¹:

تعتبر "القيمة الاقتصادية المضافة" الشكل المطور لمفهوم "الربح المتبقي" وفي نظر البعض ما هي إلا إعادة بعث وإحياء لهذا المفهوم وعليه، فهي لا تحمل أي جديد أو إبداع على المستوى النظري. ذلك أنها قدمت على ضوء القصور في استعمال مؤشر "الربح المتبقي"، لتستجيب لواقع آخر للمؤسسات تميز بالضغوط الممارسة من طرف الأسواق المالية، من خلال إيجاد وسائل اتصال تفيد بمعرفة أداء المؤسسات أمام المساهمين (مؤشر خارجي، داخلي).

يعود الأساس النظري المباشر للقيمة الاقتصادية المضافة لفكرة الربح المتبقي، غير انه قد استند مؤسساً هذا المؤشر "جول ستارن وج.بنات ستاورات" Joel stern et Bennett Stewart أيضاً على النموذج الاقتصادي لقيمة المؤسسة الذي قدمه "موديجلياني وميلر، 1961" Modigliani et Miller، باعتباره انه أساس لنظام شامل للإدارة المالية، كما استندا أيضاً إلى أعمال كل من "و.ه.مكلينغ، م.س.جنسن" W.Mecling et M.C.Jensen في مجالات السلوك التنظيمي وتكاليف الوكالة، وبذلك، يرجع الفضل ل"ستارن وستوارت" في تحويل هذه المفاهيم النظرية إلى نظام يسهل فهمه ويساعد المسيرين في التوجيه الأمثل لموار المؤسسة نتيجة الجهد المشترك الذي استمر نصف قرن. ويؤكد ويضيف "كابي وهيرجواين، 2001" في هذا المجال، بان نموذج القيمة الاقتصادية المضافة يسجل كامتداد لأعمال "مودجيلاني وميلر، 1961. 1966".

وعموماً، تعد القيمة الاقتصادية المضافة مؤشراً لقياس الأداء وفي نفس الوقت طريقة للتسيير، كما انها طريقة للتحفيز. بحيث نجدها تقوم بقياس أداء مسيري المؤسسات أمام المساهمين، فبذلك تصبح وسيلة تدفع المسيرين لبذل جهود نحو تحسين أداء مؤسساتهم، ويصبح الأمر أكثر حينما يتم ربط نظام المكافآت والحوافز بهذا المؤشر ليصبح وسيلة للتحفيز، وكونه طريقة للتسيير، فيتجسد في قدرته على ترشيد القرارات المتخذة من طرف المسيرين، حيث يمكن استخدامه في تقييم الاستراتيجيات وتقييم المشاريع الاستثمارية ووضع أهداف الأداء التسييري.

¹ هواري سوسي، دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة، ص 60-61.

الفصل الأول: الأدبيات النظرية والتطبيقية لأثر الحجم على قيمة المؤسسة

2. طريقة حساب القيمة الاقتصادية المضافة:¹

وتحسب القيمة الاقتصادية المضافة من خلال العلاقة التالية:

القيمة الاقتصادية المضافة = صافي الأرباح الناتجة عن عمليات التشغيل بعد الضريبة_ (تكلفة رأس المال × رأس المال المستثمر).

القيمة الاقتصادية المضافة = (معدل العائد على رأس المال المستثمر _ معدل تكلفة رأس المال) × رأس المال المستثمر.

أن الهدف الرئيسي من استعمال هذا المؤشر، هو تحفيز كل الفاعلين بالمؤسسة لاتخاذ قرارات من شأنها أن تؤثر على وجهة نظر تقييم السوق المالي للمؤسسة، وذلك بتوجيه الحكم على الأداء الداخلي للمؤسسة من خلال تأثيره على القيمة البورصية للمؤسسة فهذا التقييم من شأنه أن يحدث ربطا وتوافقا بين القيمة البورصية للمؤسسة وقيمتها الدفترية، ويتضح ذلك من خلال استعمال مبتكري القيمة الاقتصادية المضافة لمفهوم "القيمة السوقية المضافة" MVA فإذا كانت "القيمة الاقتصادية المضافة" EVA تحسب لكل فترة (سنة)، فإن القيمة السوقية المضافة "MVA تحسب لمجموعة من السنوات، حيث تمثل القيمة الحالية لسلسلة القيم الاقتصادية المضافة المقدره لحظة التقييم، وذلك كما يلي²:

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

EVA_t: القيمة الاقتصادية للفترة t؛

Ct: مبلغ رأس المال المستثمر في الفترة t؛

Re: معدل المردودية الاقتصادية لرأس المال المستثمر في الفترة t؛

CMPC: التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال في الفترة t.

3. عوامل الرفع في القيمة الاقتصادية المضافة³:

أ- تحسين مردودية الأموال: وهو الارتفاع في النتيجة الاقتصادية دون استخدام أموال إضافية، ويمكن أن يتم ذلك عن طريق الأسعار أو الهوامش، أو بإتباع استراتيجيات الحجم.

¹ هواري سويبي، دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة، مرجع سبق ذكره، ص 61.62.

² J.Caby et G.Hirigoyen, La création de valeur de l'entreprise, 2ème édition, Economica, Paris, 2001, P23

³ رزقي محمد، مرجع سبق ذكره، ص123.

الفصل الأول: الأدبيات النظرية والتطبيقية لأثر الحجم على قيمة المؤسسة

ب- **عقلنة المشاريع الاستثمارية:** استبعاد الأنشطة التي تتميز بالمرودية السالبة، أي لا يمكنها توليد مداخيل أكبر من تكلفة الأموال، من خلال زيادة استغلال الأصول والتخلص من الأصول العاطلة.

ت- **النمو المفيد:** استثمار الأموال في مشاريع يكون معدل نمو العائد عليها أكبر من تكلفة الأموال، ويمكن أن يتم ذلك عن طريق القيام بسياسات للرفع في حجم المبيعات، أو إنتاج سلع جديدة، أو اختراق أسواق جديدة.

ث- **تخفيض تكلفة الأموال:** من خلال الاستفادة من الرفع المالي والذي يمكن أن يتم عن طريق اللجوء إلى مصادر تمويل ذات التكلفة والمخاطر المنخفضة.

4. إيجابيات استخدام القيمة الاقتصادية المضافة¹:

✓ خلصت كثير من الدراسات التطبيقية إلى أنه توجد علاقة وثيقة موجبة بين قيمة المؤسسة والقيمة الاقتصادية المضافة، وقد تبين أن القيمة الاقتصادية المضافة لها علاقة بقيمة المؤسسة أكبر من غيرها من مؤشرات أخرى الأكثر استخداماً مثل ربحية السهم الواحد، أو هامش العمليات، أو العائد على رأس المال، وأن أي تغير في قيمة المؤسسة يعود إلى التغير في القيمة الاقتصادية المضافة؛

✓ يمكن استخدام القيمة الاقتصادية المضافة في تفسير تغيرات قيمة المؤسسة؛

✓ كما خلصت دراسات أخرى إلى نتيجة مؤداها أن المديرين الذين يديرون شركاتهم على أساس القيمة الاقتصادية المضافة قد استطاعوا زيادة القيمة السوقية لشركاتهم كما استطاع المستثمرون الذين استخدموا القيمة الاقتصادية المضافة تحديد استثماراتهم وإدارتها وزيادة ثروتهم ؛

✓ سهولة فهم محتوى القيمة الاقتصادية المضافة ومن ثم تطبيقها، بحيث أن القيمة الاقتصادية المضافة تعتمد على البيانات والمؤشرات المالية التي يمكن معرفة أيها يجب أن تراقب لزيادة قيمة EVA.

✓ كما يذكر هندي بعض هذه الإيجابيات كما يلي²:

◀ يعد المقياس الملائم لقدرة الإدارة المالية على توليد الأرباح من الأصول أو ما يعبر عنه بالاستثمارات التي قامت بها المؤسسة؛

◀ استبعاده للفوائد، وهذا راجع إلى أنها تظهر في تكلفة الأموال في الشق الثاني من المعادلة؛

¹ المرجع نفسه، ص 123-124.

² منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2003، ص 20-21.

الفصل الأول: الأدبيات النظرية والتطبيقية لأثر الحجم على قيمة المؤسسة

◀ إمكانية استخدام معيار القيمة الاقتصادية المضافة لتقييم أداء الأقسام المختلفة داخل المؤسسة، خاصة إذا كانت الشركة تعمل بمفهوم مراكز الربحية؛

◀ يعد أساساً يمكن الاعتماد عليه في تقدير المكافآت على مستوى الأقسام.

5. حدود استخدام القيمة الاقتصادية المضافة¹:

هناك العديد من العناصر التي تحد استخدام معيار القيمة الاقتصادية المضافة بشكل مطلق، على اعتبار انه من المعايير الأكثر متانة في قياس خلق القيمة بالمؤسسة، ومن بينها ما يلي:

✓ إن سلامة استخدام معيار القيمة الاقتصادية المضافة مشروطة بثبات مستوى المخاطر التي تتعرض لها المؤسسة، معنى ذلك أن تكون المخاطر بمختلف أشكالها سواء المتعلقة بالمخاطر الكلية أو المخاطر الخاصة التي تنتمي إليها المؤسسة قد تغيرت في السنة محل التحليل حتى يمكن مقارنتها بالسنوات السابق؛

✓ اعتماد EVA على مناهج المحاسبة المالية التي يمكن أن يتلاعب بها المسيريون؛

✓ تركيز EVA على النتائج الحالية فقط والتي يمكن أن تعرقل عمليات الإبداع في الأجل الطويل؛

✓ رغم بروز EVA في مجال تحسين الأداء، إلا انه لا يشجع التعاون بين مسيري الوحدات؛

✓ رغم تفوق EVA على مقاييس تقييم خلق القيمة من خلال مكوناته، إلا انه لا يزال غير كامل.

المطلب الثالث: المقاربات النظرية لأثر الحجم

يتم تقسيم المؤسسات الاقتصادية ووضع الحدود الفاصلة بينها استناداً لعدة معايير مختلفة: حسب طبيعة النشاط، حسب الملكية، حسب الشكل القانوني وحسب الحجم.

والذي سنركز عليه بالتفصيل باعتباره موضوع الدراسة حيث تأخذ المؤسسة الاقتصادية وفق هذا المعيار الأشكال التالية: مؤسسات مصغرة، مؤسسات صغيرة، مؤسسات متوسطة ومؤسسات كبيرة.

الفرع الأول: أساسيات عن اثر الحجم

حجم الشركة²: ويقصد به تصنيف الشركات قيد البحث إلى شركات كبيرة ومتوسطة وصغيرة الحجم حيث يوجد عدة مقاييس لقياس حجم الشركة منها: (إجمالي الأصول، القيمة الدفترية للشركة، القيمة السوقية للشركة، إجمالي المبيعات، عدد العاملين).

¹ محمد رزقي، مرجع سبق ذكره، ص124.

² شقيري نوري موسى، وليد أحمد صافي، قياس كفاءة سوق عمان المالي من خلال تأثير حجم الشركة في العائد و المخاطر، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد 2009/09، ص04.

1. التطور النظري لأثر الحجم

قد وردت بعض النظريات التي اهتمت بأثر الحجم حيث تطرقت كل منها إلى جانب معين من تأثير الحجم، إذ تهتم النظرية التكنولوجية بدراسة الحجم من خلال دالة الإنتاج وهي تمثل النظرية الكلاسيكية، في حين تهتم النظرية التنظيمية بآليات الرقابة، وعن تأثيرات المحيط الخارجي فتهتم بها النظرية المؤسسية¹.

أ- **النظرية الكلاسيكية** : تنطلق النظرية الكلاسيكية من أعمال (Adem Smith 1776) الذي قام بدراسة حجم السوق واعتبره كمحدد لمدى التخصص في هذه السوق وبذلك وبطريقة غير مباشرة فقد أشار إلى حجم المؤسسة باعتبار السوق تكونه مجموعة من المؤسسات، وهو ما أكده (Becker and Murphy 1992) إلا أن تكاليف التنسيق تظهر أكثر تحديدا لحجم السوق، وقد بين أن نموذج (Lucas 1978) هو الأكثر تمثيلا للنظرية النيوكلاسيكية لحجم المؤسسة من كون أن نصيب الوحدة الواحدة من رأس المال تؤثر تأثيرا ايجابيا على حجم المؤسسة وهو ما يفسر غالبا اقتران ارتفاع كثافة رأس المال بالمؤسسات الأكبر حجما².

ب- **النظريات التنظيمية** : تشمل هذه النظريات كل من نظرية تكلفة التعاقد، نظريات تكلفة الصفقات ونظرية الموارد الحرجة حيث حاولت كل من هذه النظريات توضيح اثر الحجم.ومن خلال أعمال كل من (Jensen and Meckling 1972), (Alchian and Demsetz 1976) لم يتبين أن تأثير التحسين في التعاقدات على حجم المؤسسات وهذا انطلاقا من عدم وجود اختلاف بين دراسة المعاملات سواء على مستوى المؤسسة أو على مستوى السوق ككل³،

كما تبين من خلال دراسة (Nootboom Bart 1993) الذي أدرج اثر كل من التعلم، الخبرة، وفورات الحجم، وفورات النطاق من اجل دراسة العلاقة بين اثر الحجم وتكلفة الصفقات فاستنتج أن المؤسسات الأصغر حجما تعاني من ارتفاع تكاليف صفقاتها على عكس المؤسسات الأكبر حجما⁴.

أما عن نظرية الموارد فقد بين (Hart and Moore 1990) أن كمية الموارد الحرجة المتمثلة أساسا في الأصول المادية تؤثر إيجابا على حجم المؤسسات، كما أن المؤسسات المعتمدة على أشكال

¹ خيرة الصغيرة كمامي، دراسة اثر الحجم كمحرك لنمو المؤسسات الاقتصادية في الجزائر، دراسة ميدانية لمؤسسات صناعية عاملة في الجنوب الشرقي الجزائري، اطروحة دكتوراه منشورة، جامعة قاصدي مرباح ورقلة 2016-2017، ص47.

² -Krishna B.Kuma, Raghuram G.Rajan, Luigi Zingales, **What Determines Firm Size?**, National Bureau of Economic Research, NBER Working Papers, U.S.A, March, 2001.

³ Ibidem.

⁴ Bart Nootboom, **Firm size effect on transaction costs**, Smal Business Economics, 5, 1993, PP283-295.

الفصل الأول: الأدبيات النظرية والتطبيقية لأثر الحجم على قيمة المؤسسة

أخرى للموارد الحرجة كالاسم التجاري، العلامة التجارية تميل لتكون في المؤسسات ذات الحجم الأكبر خاصة مع وجود بيئة قانونية مناسبة¹.

وإضافة إلى ما جاء به النظريات السابقة الذكر يمكن الإشارة إلى انه هناك عوامل يمكن أن تؤثر على الحجم منها ما يندرج ضمن الاطار القانوني ومنها ما يندرج ضمن الاطار المالي، فتعتبر حواجز الدخول والخروج كعوامل قانونية تؤثر على حجم المؤسسة حيث اثبت (Edwin Mansfield 1962) ان معدل الخروج من الصناعة ينخفض بحوالي 15% كلما تضاعف حجم الانتاجية في الصناعة وكلما تضاعفت كذلك نسبة حجم المؤسسة الى الحجم الامثل².

في حين تتجسد العوامل المالية في وجود تطور مالي يحكمه نظام قانوني فعال مما يساعد على توفير موارد مالية خارجية من خلال الاسواق المالية وهو ما من شأنه ان يساعد على نمو المؤسسات وزيادة حجمها³.

ت- **اثر الحجم وفق المنظور السلوكي:** من اجل ابراز اثر الحجم من المنظور السلوكي يمكننا الاستناد الى نظرية الوكالة التي تعتبر المدخل الاساسي للمنظور السلوكي، تنطلق نظرية الوكالة من اعمال كل من (Jensen et Meckling 1976) من خلال التطرق لنظرية المنظمة باعتبار المؤسسة علبة سوداء او علبة فارغة تقوم بتحويل المدخلات الى مخرجات هدفها الاساسي تعظيم الأرباح وفقا للمنظور الكلاسيكي للمؤسسة، وانطلاقا من كون علاقة الوكالة نشأت بعد فصل الملكية عن الإدارة اين أصبح المسير ليس نفسه المالك وما قد يندرج من تعارض للمصالح بينهما فان النمو الخارجي ويتعدد اشكاله يعتبر الاطار المناسب لدراسة هذه العلاقة، وهو ما يظهر جليا في عمليات انشاء الفروع والحصول على الرخص الناتجة عن زيادة حجم المؤسسة فقد تتخذ تكلفة الوكالة شكلين رئيسيين يختلفان حسب الاطراف المعنية، فاما ان تكون هذه العلاقة بين الادارة والمساهمين فتسمى بتكلفة الوكالة لحقوق الملكية أو ان تكون بين المساهمين والدائنين فتسمى بتكلفة الوكالة للاقتراض، وتشير هذه الاخيرة الى انه قد يحدث تعارض بين المساهمين والدائنين، اذ قد تعمل الادارة بصفتها وكيلا عن المساهمين على تفضيل القرارات التي ترفع من القيمة السوقية لأسهمهم ولو على حساب زيادة مخاطر الدائنين⁴.

¹ Olive Hart, John Moore, **Property Rights and the Nature of the Firm**, The Journal of Political Economy, Vol :98, N=6, 1995.

² Edwin Mansfield, Entry, Gibrat's Law, **Innovation and the Growth of Firms**, The American Economic Review, vol :5, 1962.

³ خيرة كمامسي، مرجع سابق، ص48

⁴ Jensen, M. and W. Meckling, **Theory of the Firm: Managerial Behavior Agency Costs, and Capital Structure**, Journal of Financial Economics 3, 1976, pp 305-306

2. الابعاد الاقتصادية لأثر الحجم

بعد التطرق لمختلف اعتبارات اثر الحجم التي جاءت وفقا للنظريات السابقة الذكر، ووفقا للنظريات السلوكية، فانه ومن وجهة نظر اكثر ديناميكية يمكن لاثر الحجم ان يضم مجموعة ابعاد أساسية، وهي عبارة عن مفاهيم تكاد تكون متلازمة حيث ترتبط اما ارتباطا مباشرا او غير مباشر بحجم المؤسسة مما يدعم اعتبارها ابعاد يمكن ان تعكس هذه الاخيرة¹، وتتمثل فيما يلي :

أ- **وفورات الحجم:** يشير مفهوم وفورات الحجم الى العلاقة بين حجم الانتاج وتكلفة الانتاج التي تعتبر دالة لكل من التكلفة الثابتة والمتغيرة معا حيث كلما زاد حجم الانتاج كلما قلت تكلفة الوحدة المنتجة لذلك فقد أشار كل من (Jean-Luc et Béatrie, 1993) الى انه تزداد أهمية وفورات الحجم في الصناعات التي تحتاج تقنيات الإنتاج المعقدة و كذا رؤوس أموال مادية كبيرة فزيادة حجم المؤسسة يسمح لها بتخفيض التكاليف الثابتة في ظل حجم انتاج كبير². كما يقترن مفهوم وفورات الحجم بعدة قطاعات كالقطاع الاستشفائي والمصرفي وايضا قد يرتبط مفهومها بحجم النشاط، مستوى التشغيل... الخ.

هذا ويمكن ان تظهر وفورات الحجم في مختلف المجالات كالإنتاج، الادارة، البحث والتطوير، المالية، التوزيع و التسويق³، مما يبين الانواع المختلفة من الوفورات كوفورات شرائية، وفورات تسويقية، وفورات إدارية، وفورات مالية ووفورات تقنية.

ب- **اثر الخبرة:** نعني بالخبرة كمية التجارب المتراكمة لدى المؤسسة من خلال نشاطها الانتاجي ويمكننا اعتبارها ميزة تنافسية من خلال امكانية تخفيض التكاليف كنتيجة لتراكم التجربة المتعلقة بتراكم الانتاج الذي يفوق التراكم المحقق لدى باقي المنافسين، ويتم تمثيل هذه الخبرات ضمن منحنى يسمى بمنحنى الخبرة، الذي تم اعتماده من طرف مؤسس مجموعة بوسطن الاستشارية *Bruce Henderson* سنة 1966 حيث ينص على ان تكلفة الانتاج تنخفض من 15 الى 20% في كل مضاعفة للانتاج⁴.

يعتمد منحنى الخبرة على ان كل التكلفة الوحديوية لكل وحدة اضافية منتجة تنخفض بنسبة مئوية ثابتة ومتوقعة في كل مرة يتضاعف فيها الانتاج المتراكم، وقد لاحظت مجموعة BCG من خلال دراسة

¹ خبرة كماسي، مرجع سابق، ص52

² Jean-Luc Bricot et Béatrie Colin- Sédillot , *La croissance externe des entreprise à la fin des années 80*, Economie et statistique ,N=°286 ,Paris ,1993.

³ Bart Nootboom, op cit ,page286.

⁴ Jean-Marie ducreux, Maurice Marchand- tonel, *Strategie les clés du succès concurrentiel*, éditions d'Organisation, Paris, 2004, Page9.

الفصل الأول: الأدبيات النظرية والتطبيقية لأثر الحجم على قيمة المؤسسة

اثر الخبرة في مجموعة من الصناعات ان اغلب منحنيات الخبرة لها معدل انحدار يتراوح بين 70 و80% كما له مستويين¹:

المستوى الأدنى انه كلما زاد تراكم انتاج سلعة ما كلما قل الزمن المخصص لانجازها وذلك نتيجة للمهارة المكتسبة للعمل اما المستوى الأعلى فيبين العلاقة بين كلفة الانتاج وكمية الانتاج المتركمة لتستفيد بذلك من وفورات الحجم.

ت- **اثر التعلم:** يعتبر التعلم قاعدة عامة لبقاء المؤسسة وتطورها اذ يعتبر المصدر الاساسي والدائم لميزة تنافسية، وكما يعرفه (Diane-Gabrielle Trembly, 2012) على انه الية مستمرة تسمح للفرد، المؤسسة وكذا الاقليم بالتغيير والتكيف ضمن محيطه الذي يتميز بالمنافسة والتغير المستمر²، ولذلك فقد تم تعريف المؤسسة الساعية للتعلم على انها المؤسسة التي يسعى افرادها الى توسيع مهاراتهم ومعارفهم من اجل الحصول على النتائج التي يرغبون فيها من خلال انماط جديدة من التفكير، الطموح الجماعي والتعلم كيف يعملون معا في سبيل بقاء ونمو وتطور مؤسستهم³.

إلا انه قد تم حصر بعض الحاجات الملحة التي تدفع الى تكريس التعلم في المؤسسات حيث يمكن اعتبار هذه الحاجات كأهداف تكتيكية تسعى إليها أي مؤسسة لتحقيق أهداف إستراتيجية كتطور واستمرارية المؤسسة⁴.

ث- **اثر التآزر:** يشير مصطلح التآزر إلى وجود تعاون بين عنصرين مما ينتج عنه اختزال لعناصر مشتركة بينهما وما قد ينتج عنه من تخفيض للتكاليف، وهو ما يظهر جليا في عمليات الاستحواذ والاندماج او ضم الفروع وغيرها، كما تتنوع صور التآزر من تآزر تشغيلي، تآزر مالي، تآزر تسويقي وغيرها من الوظائف التي قد يطالها التآزر. وأيضا ينطلق مفهوم التآزر من مبدأ مشاركة الأفراد تفوق مساهمة كل فرد لوحده حيث ان المعنى الحقيقي له هو العمل الجماعي من اجل تحقيق اثر التآزر، ويعتبر (Weston, 1953) من اوائل الباحثين الذين تطرقوا لأثر التآزر على انه الوضعية التي يكون فيها مجموع طرفين أعظم من مساهمة هذه الاطراف منفصلة، فوفقا لأثر التآزر $2+2$ لا يساوي بالضرورة 4 و انما يساوي 5⁵.

¹ عبد الرزاق بن حبيب، **اقتصاد و تسيير المؤسسة**، الطبعة الأولى، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2006، ص145.

² Diane-Gabrielle Trembaly, Réseaux, **clusters et développement** local, schedae, Prépublication n°1, 2012.

³ حسين أحمد الطراونة، احمد يوسف عربقات، وآخرون، **نظرية المنظمة**، الطبعة الأولى، دارالحامد للنشر و التوزيع، عمان 2012، ص200.

⁴ خبرة كعاسي، مرجع سابق، ص64.

⁵ Nacer Gasmi, **Déterminants de croissance externe horisontal**, Thèse de doctorat en science de gestion, Université de Bourgne, 1998, page142.

الفصل الأول: الأدبيات النظرية والتطبيقية لأثر الحجم على قيمة المؤسسة

الفرع الثاني: معايير تحديد الحجم

ويتم الاعتماد على نوعين من المعايير للفرقة بين المؤسسات على أساس الحجم، وهي معايير كمية ومعايير نوعية (كيفية).

1. المعايير الكمية لتصنيف المؤسسات الاقتصادية:

حيث يتم تصنيف المؤسسات الاقتصادية استنادا إلى مؤشرات كمية ذات طابع احصائي ومن بين أهم المعايير الشائعة الاستخدام هي:

أ- معيار عدد العمال أو حجم العمالة:

يعتبر هذا المعيار الأكثر شيوعا واعتمادا على الاطلاق في العديد من الدول، حيث يتم تصنيف المؤسسات الاقتصادية ووضع الحدود الفاضلة بين مختلف احجامها استنادا على حجم اليد العاملة في المؤسسة.

ويتم الاخذ بهذا المعيار في العديد من الدول نظرا للخصائص الذي يتميز بها وهي¹:

- الثبات النسبي حيث لا يؤثر هذا المعيار بالمتغيرات في قيمة النقود نتيجة عامل التضخم؛

- كذلك توافر البيانات الى حد كبير وسهولة الحصول عليها من المؤسسات؛

لكن هذا المعيار من جهة أخرى له سلبياته وقد وجهه له عدة انتقادات أهمها:

- إن العمالة المؤقتة تؤدي إلى تغير حجم المؤسسة من وقت لآخر؛
- كذلك نوعية التكنولوجيا و المعدات المستخدمة و مدى تطورها يؤثر على حجم العمالة؛
- كذلك يعاب هذا المعيار أن استخدام العمالة وحدها قد لا يعكس تماما الوضع الحقيقي لحجم المؤسسة.

فعلى سبيل المثال هناك صناعات كثيرة تتطلب استثمارات مالية كبيرة ولكنها توظف عدد صغير من العمال، وبالتالي يمكن اعتبارها صغيرة وهي في الحقيقة العكس؛ وكذلك هناك صناعات تتطلب استثمارات مالية صغيرة لكنها توظف عدد كبير نسبيا من الأيدي العاملة، وبالتالي يمكن أن تقع في نفس الإشكالية في عملية تصنيفها يمكن اعتبارها كبيرة بالرغم من كونها صغيرة².

¹ برايس نورة، المشروعات الصغيرة والمتوسطة وإشكالية مويلها، دراسة ميدانية حالة مؤسسة FERTIAL عنابة، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، مالية المؤسسة، جامعة عنابة 2005-2006، ص06.

² صفوت عبد السلام عوض الله، اقتصاديات الصناعات الصغيرة، دار النهضة العربية القاهرة، مصر، 1993، ص15.

الفصل الأول: الأدبيات النظرية والتطبيقية لأثر الحجم على قيمة المؤسسة

ب- المعيار المالي او النقدي:¹

✓ معيار راس المال المستثمر:

يتم تصنيف كل نوع من المؤسسات ووضع الحدود الفاصلة فيما بينها هي ان لا يتجاوز راس المال المستثمر في كل نوع حد اقصى معين يختلف باختلاف الدول التي توجد بها تلك المؤسسات وذلك تبعاً لدرجة النمو الاقتصادي التي بلغتها الدولة وتبعاً لمدى الوفرة او الندرة النسبية في عناصر الانتاج المختلفة.

✓ المعيار الثنائي او المزدوج (العمالة وراس المال):

نظراً لان العمالة ليست هي العنصر الوحيد في العملية الانتاجية حيث هناك العديد من العناصر الاخرى مثل راس المال المستثمر فهناك بعض الدول تستخدم خليط من المعيارين "معيار حجم العمالة ومعيار راس المال" في تصنيف المؤسسات الاقتصادية. ويعتمد هذا المعيار في تحديد حجم المؤسسات المختلفة على الجمع ما بين المعيارين السابقين أي معيار العمالة وراس المال معا في معيار واحد، وذلك عن طريق وضع حد اقصى للعمالة بجانب مبلغ معين لراس المال المستثمر.

✓ معيار حجم المبيعات او حجم الانتاج او رقم الاعمال:²

هناك بعض الدول تستخدم هذا المعيار لتحديد حجم المؤسسة، حيث كلما كبرت نسبة مبيعات المؤسسة كبر حجمها، تستخدم حجم الانتاج اذا كانت المؤسسة تحصل على ايراداتها من مصدر واحد، وتستخدم رقم الاعمال اذا كانت تحصل على ايراداتها من مصادر مختلفة.

كذلك يعاب على هذا المعيار انه يتطلب تعديلا مستمرا وفقا لتغيرات الاسعار ومعدلات التضخم.

2. المعايير النوعية لتصنيف المؤسسات الاقتصادية:

نتيجة لبعض العيوب التي تتصف بها المعايير الكمية في تصنيف المؤسسات الاقتصادية هناك من يعتمد على المعايير النوعية في وضع الحدود الفاصلة بين المؤسسات وهذه المعايير تركز على الخصائص الرئيسية التي تتميز بها المؤسسة. واهم هذه المعايير المستعملة هي:

أ- الاستقلالية:

والمقصود بها استقلالية الإدارة والعمل، وعدم تدخل هيئات خارجية في عمل المؤسسة، وصاحب او أصحاب المؤسسة يتحملون المسؤولية الكاملة فيما يخص التزامات المؤسسة اتجاه الغير، حيث نجد

¹ المرجع نفسه، ص16، ص19.

² سعاد نائف برونوطي، إدارة الأعمال الصغيرة، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2005، ص137.

الفصل الأول: الأدبيات النظرية والتطبيقية لأثر الحجم على قيمة المؤسسة

في المؤسسات الكبيرة الوظائف الخاصة بالانتاج والادارة توزع وتتجزأ على أشخاص، اما المؤسسات المصغرة والصغيرة والمتوسطة غالبا ما يؤدي صاحب المؤسسة تلك الوظائف وحده ويفرد في اتخاذ القرارات¹.

ب- الحصة السوقية:

يعتبر السوق حصة المؤسسة من السوق قد تعطي صورة عن قوتها ومدى تحكمها فيه، حيث المؤسسة التي تمتلك حصة كبيرة في السوق تعتبر كبيرة واما تلك التي تنشط في حدود معينة تعتبر صغيرة او متوسطة ذلك انه من خصائص هذه الأخيرة صغر حجم انتاجها وضالة حجم رأس مالها ومحدودية نشاطها ويكون انتاجها موجه للأسواق المحلية والتي تتميز بضيقها. ولا تستطيع ان تفرض أي نوع من الاحتكار في السوق عكس المؤسسات الكبرى التي تفرض حالة من الاحتكار لضخامة رأس مالها وكبر حجم انتاجها وحصتها السوقية².

ت- طبيعة الصناعة:

يتم كذلك تصنيف المؤسسات اعتمادا على الطبيعة الفنية للصناعة أي مدى استخدام الآلات في العملية الانتاجية فبعض الصناعات تحتاج في صناعتها الى وحدات كبيرة نسبيا من العمل ووحدات صغيرة نسبيا من راس المال كما هو الحال في الصناعات الاستهلاكية الخفيفة، في حين تحتاج بعض الصناعات الأخرى الى وحدات قليلة نسبيا من العمل ووحدات كبيرة نسبيا من راس المال، الامر الذي ينطبق على الصناعات الثقيل³.

الفرع الثالث: التأثير المباشر لأثر الحجم على قيمة المؤسسة

الحجم الثابت هو احد المتغيرات التي يمكن ان تؤثر على قيمة الشركة. حيث حجم الشركة الكبير هو مؤشر على النمو الجيد للشركة، وهذا يعطي اشارة ايجابية للمستثمر مما يؤدي الى زيادة في قيمة الشركة، ويعكس حجم الشركة الكبير انجازا افضل للربح في المستقبل و تظهر النتائج في الدراسات التي أجراها بيرغرو باتي ان حجم الشركة يؤثر على قيمة الشركة⁴.

¹ راجح خوني، حساني رقية، أفاق تمويل و ترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، الدورة التدريبية الدولية حول: تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة و تطوير دورها في الإقتصاديات المغاربية، جامعة سطيف، 25-28 ماي، 2003.

² المرجع نفسه.

³ يوسف قريشي، سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر، دراسة ميدانية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الإقتصادية و علوم التسيير، تخصص: علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2004-2005، ص19.

⁴ Setiadharna S and Machali M, The Effect of Asset Structure and Firm Size on Firm Value with Capital Structure as Intervening Variable, Journal of Business & Financial Affairs, Fin Aff 2017,6:4, P2.

المبحث الثاني: الدراسات السابقة لأثر الحجم على قيمة المؤسسة

المطلب الأول: عرض الدراسات السابقة

سيتم في هذا المطلب تقديم الدراسات السابقة لموضوع الدراسة باللغة العربية والأجنبية

الفرع الأول: الدراسات باللغة العربية

1. دراسة د. عمر عيد الجعدي: مدى اختلاف العلاقة لكل من ROA و EVA مع عوائد غير العادية لأسهم وتأثر العلاقة بنوع القطاع والحجم (دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في بورصة عمان)

هدفت هذه الدراسة الى معرفة العلاقة بين العائد على الاصول (ROA) كمقياس اداء تقليدي والعوائد غير العادية للأسهم (AR) من جهة، والعلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) كمقياس حديث للأداء والعوائد غير العادية للأسهم من جهة اخرى. وهدفت ايضا الى معرفة ما اذا كان هناك اثر لمتغيري نوع القطاع الذي تنتمي اليه الشركة، وحجم الشركة على العلاقات السابقة. وطبقت الدراسة على 60 شركة مساهمة مدرجة في بورصة عمان للاوراق المالية من قطاعي الصناعة والخدمات خلال الفترة (2008 - 2011). استخدم الباحث في الدراسة اسلوب الانحدار الخطي البسيط في اختبار الفرضيات، وتوصلت الدراسة لوجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين EVA والعوائد غير العادية للأسهم، ولا توجد بين ROA والعوائد غير العادية للأسهم، كما توصل لوجود علاقة ذات دلالة إحصائية في الشركات الكبيرة والصغيرة بين EVA والعوائد غير العادية للأسهم ولا توجد بين ROA والعوائد الغير عادية للأسهم، اما بالنسبة للشركات الصناعية فتوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين EVA والعوائد غير العادية للأسهم والعكس بالنسبة للشركات الخدمائية. وعدم وجود علاقة بين ROA والعوائد غير العادية للأسهم بالنسبة للقطاعين الصناعي والخدماتي.

2. دراسة: أ. د. مؤيد محمد علي فضل / م. م. نوال حربي : العلاقة بين الحاكمة المؤسسية وقيمة الشركة في ضوء نظرية الوكالة

تستهدف هذه الدراسة ايجاد حل للإشكالية المطروحة: هل لأليات الحاكمة المؤسسية أثرا هاما على قيمة الشركة؟ وهل مستوى الأثر يختلف باختلاف مقياس قيمة الشركة؟

الفصل الأول: الأدبيات النظرية والتطبيقية لأثر الحجم على قيمة المؤسسة

- هل يختلف تأثير آليات الحاكمية المؤسسية على قيمة الشركة تبعا لاختلاف مستوى نمو إستثماراتها، حجم الشركة ومستوى نسبة مديونيتها.

- هل لنوع القطاع الإقتصادي الذي تنتمي إليه تنتمي الشركة دورا في تحديد آليات الحاكمية المؤسسية على قيمة الشركة؟ وهل أدى ذلك الإختلاف يتأثر بنوع مقياس قيمة الشركة؟

فتم إختيار أربع آليات للحاكمية المؤسسية وهي: نسبة الملكية الادارية وحجم مجلس الإدارة والمدير العام على قيمة الشركة معبر عنها بمقياسين هما: معدل العائد على الإستثمار ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للسهم، بحيث تقاس فعالية أداء هذه الآليات بكل من حجم الشركة، حجم الإستثمارات (الإنفاق الرأسمالي) ونسبة المديونية لشركة في بورصة عمان لسنة 2003. وبإستخدام نموذج الإنحدار المتعدد توصلت الدراسة إلى النتائج التالية: وجود أثر لآليات الحاكمية المؤسسية على قيمة الشركة عند التعبير عنه بمعدل العائد على الإستثمار وإنعدام هذا الأثر عند التعبير عنه بنسبة القيمة السوقية إلى الدفترية.

- تكون قدرة الشركات كبيرة الحجم أكبر من قدرة الشركات صغيرة الحجم في فرض التحكم المؤسسي على قيمة الشركة.

- يعد مستوى النمو في حجم الاستثمارات محددًا لتأثير آليات الحاكمية المؤسسية على قيمة المؤسسة.

- تكون الشركات عالية المديونية أكثر من الشركات منخفضة المديونية في مجال استخدام آليات المؤسسة الحاكمية.

3. دراسة خيرة الصغيرة كماسي: دراسة أثر الحجم كمحرك لنمو المؤسسات الإقتصادية في الجزائر

هدفت هذه الدراسة إلى إختبار العلاقة لمتغيرين أساسيين يتمثلان في كل من أثر الحجم ونمو المؤسسات، وذلك بالإعتماد على عينة مكونة من 50 مؤسسة صناعية تنشط في الجنوب الشرقي الجزائري على مدى 5 سنوات في الفترة (2008-2012)، وقد تم إختيار أثر الخبرة، أثر التعلم وأثر وفورات الحجم كمؤشرات لقياس أثر الحجم ومعدل كل من الإنتاج، القيمة المضافة، صافي الأرباح كمقاييس لنمو المؤسسات وبإستخدام نماذج البيانات (panel data) توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل النمو وكل من التكلفة الوحديوية، الهامش الإجمالي للإستغلال، معدل الإنتاج المتراكم كمتغيرات لقياس أثر الخبرة، في حين لم يكن لإنتاجية العامل كمتغير لقياس أثر التعلم تأثيرا على نمو المؤسسات، كما كان لأثر وفورات الحجم تأثيرا ذو دلالة إحصائية كذلك على نمو القيمة المضافة.

4. دراسة شقيري نوري موسى / وليد أحمد صافي : قياس كفاءة سوق عمان المالي من خلال تأثير

حجم الشركة على العائد والمخاطرة : دراسة تطبيقية على عينة شركات مدرجة في بورصة عمان

هدفت هذه الدراسة لإختبار فيما إذا كان هناك أثر مهم إحصائيا بين حجم الشركة مقاسا بإجمالي الأصول على عائد السهم والمخاطر الكلية والنظامية على عينة من الشركات المدرجة في بورصة عمان، حين أنه وبناءا على نظرية كفاءة السوق يجب أن لا يكون هناك فرق بين عوائد أسهم الشركات كبيرة الحجم وعوائد أسهم الشركات صغيرة الحجم مع أخذ المخاطر الكلية والنظامية بعين الإعتبار لكلتا الحالتين حيث امتدت فترة الدراسة من عام 1999-2006 لعينة ذات 20 شركة صناعية قسمت إلى 10 شركات صغيرة الحجم و10 شركات كبيرة الحجم وباستخدام الأساليب الإحصائية والإعتماد على نموذج الإنحدار الخطي البسيط توصل البحث إلى نتائج تشير إلى وجود أثر الحجم على عائد السهم بمعنى أن عوائد الشركات كبيرة الحجم أكبر من عوائد شركات صغيرة الحجم وذلك بغض النظر عن المخاطر التي تتعرض لها هذه الشركات وبينت الدراسة أن المخاطر النظامية في الشركات الكبيرة المقاسة بمعامل بيتا أكبر من المخاطر النظامية في الشركات الصغيرة وهذا يفسر سبب الزيادة في عوائد أسهم الشركات الكبيرة الحجم بسبب وجود علاقة طردية موجبة بين العائد والمخاطر أما بالنسبة للمخاطر الكلية في الشركات صغيرة الحجم أكبر من شركات كبيرة الحجم.

5. دراسة رزقي محمد: أثر القرارات المالية على قيمة المؤسسة الاقتصادية دراسة حالة المؤسسة

الوطنية للتوضيب :

أدرجت هذه الدراسة إشكالية أثر القرارات المالية على قيمة المؤسسة من خلال مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة لخلق القيمة حيث حاول اختيار هذا الأثر على مستوى عينة من المؤسسات الخاصة والعمومية للفترة (2004-2006)، فتم قياس خلق القيمة على طريق مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة الذي يتوافق مع الاقتصاديات الانتقالية ومن خلال معالجة الإشكالية المطروحة توصل إلى أن تعظيم قيمة المؤسسة يتم من خلال تعظيم خلق القيمة التي توجد أساسا في الثنائية (عائد - مخاطرة) وأيضا قدرة أصول المؤسسة على توليد أرباح تعتبر مصدر لتعظيم القيمة أما بالنسبة للهيكل المالي يؤثر على تكلفة الاموال بالمؤسسة والتي بدورها تؤثر على قيمة هذه الأخيرة لكن سياسة توزيع الأرباح لا تؤثر لها على قيمة المؤسسة .

الفصل الأول: الأدبيات النظرية والتطبيقية لأثر الحجم على قيمة المؤسسة

6. دراسة سمير الرواشدة 2006: العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة ومقاييس الأداء التقليدية بعوائد الأسهم في بورصة عمان المالية

هدفت هاته الدراسة إلى اختبار العلاقة بين مقاييس الأداء التقليدية وهي العائد على الأصول ROA والعائد على حقوق الملكية ROE وحصة السهم من الأرباح EPS والتدفق النقدي من العمليات التشغيلية CFO كمتغيرات مستقلة، بعوائد الأسهم RS كمتغير تابع، بالإضافة إلى اختبار العلاقة بين القيمة الاقتصادية المضافة EVA وعوائد الأسهم RS. ولتحقيق هذا الهدف تم اختبار هذه العلاقات على عينة شملت 47 شركة صناعية أردنية مساهمة عامة مدرجة في سوق عمان للأوراق المالية خلال فترة الدراسة (1998-2004). وقد اعتمد الباحث على نماذج الارتباط والانحدار (برنامج SPSS) لاختبار فرضيات الدراسة. وخلصت الدراسة إلى أن كل مقاييس الأداء التقليدية والحديثة لها علاقة بعوائد الأسهم، إلا أن المقاييس التقليدية أكثر ارتباطا وتفسيرا لعوائد الأسهم من المقاييس الحديثة (EVA).

الفرع الثاني: الدراسات باللغة الاجنبية

1. دراسة Simon Parienté, Isabelle Ducassy et Isabelle Martinez بعنوان:

Taille et création de valeur : une étude empirique sur des groupes français

هدفت هذه الدراسة الى اختبار العلاقة بين حجم الشركة والأداء مقاسا بالقيمة الاقتصادية المضافة ل 85 شركة فرنسية على مدى 3 سنوات في الفترة (1995-1998)، استخدم 3 معايير للتمييز بين الشركات حسب الحجم: الأداء، البنية المالية وعدم تناسق المعلومات بحيث تشمل متغيرات خلق القيمة: الحجم ويليهما عدم تناسق المعلومات. باستعمال التحليل التمييزي واختبارات اخرى اجريت تبين ان هناك اختلافات كبيرة في الاداء حسب الحجم، لكن الحجم له تأثير سلبي عندما يتم دمج عوامل اخرى معه مثل فرص الاستثمار والقدرة على النمو اما بالنسبة للمخاطر والبنية المالية ليس لها أي تأثير، وأيضا توصلت النتائج الى ان الافتقار الى الضعف الاقتصادي والقدرة على خلق القيمة والنمو المستمر لرقم الاعمال يزيد بشكل كبير من تفوق الشركات صغيرة الحجم على النطاق الواسع لكن الشركات كبيرة الحجم لها تأثير سلبي في وضع استراتيجيات للديناميكيات وخلق فرص النمو، اما الشركات المثقلة بالديون لديها اداء افضل بغض النظر عن حجمها.

2. دراسة Setiadharna S and Machali M*2017 بعنوان:

The Effect of Asset Structure and Firm Size on Firm Value with Capital Structure as Intervening Variable

عرجت هذه الدراسة الى تحليل التأثير المباشر وغير المباشر لهيكل الاصول وحجم المؤسسة على قيمة المؤسسة لعينة مكونة من 34 شركة عقارية مدرجة في بورصة اندونيسيا خلال الفترة (2010-2014)، وباستخدام برنامج SPSS وتحليل المسار كطريقة لتحليل الدراسة فأظهرت نتيجة هذه الدراسة ان هناك تأثير مباشر لهيكل الاصول على قيمة الشركة وليس هناك أي تأثير غير مباشر لهيكل الاصول على قيمة الشركة مع هيكل رأس المال كمتغير متداخل، كما لا يوجد تأثير مباشر او غير مباشر لحجم الشركة على قيمتها مع هيكل رأس المال كمتغير متداخل، لا يمكن ان يكون وسيط للعلاقة بين بنية الاصول وحجم الشركة على قيمة الشركة.

السبب في عدم وجود تأثير لحجم الشركة وهيكل رأس المال على قيمة الشركة هو ان المستثمرين في اندونيسيا لا يفكرون في بنية رأس المال وحجم الشركة كقاعدة لقرار الاستثمار.

3. دراسة Priyono بعنوان:

The Influence of Firm's Size, Growth, and Profitability on Firm Value with Capital Structure as the Mediator :A Study on the Agricultural Firms Listed in the Indonesian Stock Exchange

تهدف هذه الدراسة إلى معرفة تأثير الحجم والنمو والربحية على قيمة الشركات مع هيكل رأس المال كوسيط، أجريت هذه الدراسة على شركات زراعية مدرجة في البورصة أندونيسيا من 2011-2014 لعينة مكونة من 14 شركة تم تحليل البيانات باستخدام (smart pal) لأن هذا البحث يضيف هيكل رأس المال كوسيط. وبعد تحليل البيانات توصلت هذه الدراسة إلى أن حجم الشركة ونمو الشركة ليس لهما تأثير على هيكل رأس المال بحيث تؤثر الربحية سلبا على هيكل رأس المال. حجم الشركة ونمو الشركة معا لهما تأثيرا على هيكل رأسمال اما جزئيا فإن حجم الشركة لا يؤثر على هيكل رأس مال والنمو لا يؤثر على هيكل رأسمال المؤسسة .

4. دراسة Ahmad Mohammad Obeid Gharaibeh and Abdul Aziz Abdulla

Abdul Qader بعنوان:

Factors Influencing Firm Value as Measured by the Tobin's Q: Empirical Evidence from the Saudi Stock Exchange (TADAWUL)

هدفت هذه الدراسة الى إجراء دراسة تجريبية عن المنشأ الداخلي للشركة حيث محددات قيمة الشركة تم قياسها من قبل توبين س فتم اختيار 40 شركة من القطاعات السنة المهيمنة مثل: البتروكيماويات، تجارة التجزئة، الزراعة والأغذية، الإسمنت، الإستثمار الصناعي، وبناء وإنشاء السوق المالية السعودية لفترة دراسة من 2004-2005. تستخدم الدراسة الإحصاء الوصفي وتحليل الارتباط لاستكشاف نوع وشدة العلاقة بين المتغيرات المفترضة، وتستخدم تحليل الإنحدار المتعدد لفحص العلاقة بين قيمة الشركة وكل من المتغيرات التسعة التفسيرية على وجه التحديد، فتحلل الدراسة تأثير النقود،

الفصل الأول: الأدبيات النظرية والتطبيقية لأثر الحجم على قيمة المؤسسة

الحجم، القيمة السوقية، النمو، الفرص، الكفاءة، ملكية الأصول، الربحية والملاءة المالية على قيمة الشركة باستخدام (E-viewry) وتوظيف نموذج الانحدار القياسي العادي الأقل مربع (ols) وتوصلت النتائج أن قيمة الشركة لها علاقة ذات دلالة إحصائية ذات قيمة ثابتة مع القيمة السوقية وفرض النمو والربحية والملاءة المالية، وبالتالي هذه العوامل الأربعة هي العوامل الرئيسية المحددة لقيمة الشركة وأن حجم الشركة وكفاءتها ونفوذها لها علاقات إيجابية ليست ذات قيمة إحصائية ذات قيمة ثابتة وتبين أن سياسة الرفع والتوزيع لها علاقة سلبية مع عدم وجود قيمة إحصائية مع قيمة الشركة. فلا يعتبر الحجم، الكفاءة، التميز، والترويج، وسياسة توزيع الأرباح محددات مهمة لقيمة الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودية.

5. دراسة akhtiar ALI and Peter , Akhtar Iqbal

Xavier بعنوان:

FAMA AND FRENCH THREE FACTOR MODEL APPLICATION IN THE PAKISTAN STOCK EXCHANGE (PSE).

هدفت هذه الدراسة لإجراء اختبار تجريبي لتطبيق نموذج فاما والفرنسي ثلاثي العوامل في بورصة باكستان للأوراق المالية لعينة تغطي 40 شركة للفترة (1984-2012) فكانت العوائد كمتغير تابع و3 متغيرات مستقلة تتمثل في مخاطر السوق، حجم الشركة والقيمة الدفترية الى السوقية، باستخدام برنامج EVIWS والتحليل عن طريق نموذج المربعات الصغرى لتحديد العلاقة بين العوائد والمتغيرات الثلاث المستقلة توصلت النتائج الى ان نموذج الثلاث عوامل يشرح العوائد في شكلها المبسط على المدى الطويل افضل من نموذج عامل واحد مثل CAMP.

وان قسط مخاطر السوق ومخاطر اقساط القيمة لهما علاقة موجبة مع العائد اما بالنسبة لخصم مخاطر الحجم فلها علاقة سالبة مع العائد وهذا يعني ان الشركات الكبيرة في البورصة الباكستانية تتطلب فائض عائد اكبر على اسهمها مقارنة بالشركات الصغيرة وقد لوحظ في نموذج فاما والفرنسي ان التباين المشترك في المخزون مع عائد السوق لا يكفي لقياس المخاطر والعائد وبالتالي فان النموذج المتعدد العوامل هو مؤشر افضل لقياس العوائد.

6. دراسة Kiran Mehta and Ramesh Chander بعنوان:

Application of Fama and French Three Factor Model and Stock Return Behavior in Indian Capital Market

هدفت هذه الدراسة الى تحليل نتائج اختبارات نموذج العوامل الثلاثة الذي اقترحه فاما والفرنسي في سوق الاوراق المالية الهندي خلال فترة (1999-2007) وتوثيق الادلة على كيفية استخدام خصائص الشركة كطريقة افضل لشرح سلوك عودة المخزون استخدم النموذج عامل القيمة لتوضيح القوة

الفصل الأول: الأدبيات النظرية والتطبيقية لأثر الحجم على قيمة المؤسسة

التفسيرية ل CAMP اظهرت هذه الدراسة المحافظ الستة ذات الحجم والقيمة وأثبتت ان العوامل الثلاثة مخاطر السوق، الحجم والقيمة الدفترية الى السوقية هي العوامل الرئيسية لتحديد المخاطر في العائدات، كما اظهرت النتائج ان المحافظ صغيرة الحجم كان ادائها افضل من المحافظ كبيرة الحجم من حيث متوسط العوائد، كما اظهرت ان المحافظ الصغيرة الحجم لها مستوى اعلى من التقلب مقارنة بالمحافظ ذات الحجم الكبير .

7. دراسة Ajit Singh and Georey hittington بعنوان:

The size and growth of firm (1975)

تهدف هذه الدراسة إلى تحديد طبيعة العلاقة بين الحجم ونمو المؤسسات وذلك في ثلاثة من أكبر القطاعات الاقتصادية في المملكة المتحدة متمثلة في كل من الصناعة والبناء والتوزيع، لتشمل العينة 2000 مؤسسة مسعرة في البورصة خلال الفترة 1948-1960، إستخدم الباحث نماذج الإنحدار البسيط والمتعدد لبيانات مقطعية معتمدا معدل صافي الأصول كمقياس لحجم المؤسسة، ومقارنة المتوسط والانحراف المعياري لكل فئات الحجم، فمن خلال الفرضيات المطروحة توصلت إلى النتائج التالية: وجود علاقة طردية بين معدل النمو والحجم أي المؤسسات كبيرة الحجم لها معدل نمو أكبر من المؤسسات الصغيرة. والمؤسسات التي لها معدل نمو أكبر وأقل من المتوسط خلال إحدى الفترات لها قابلية لتكون كذلك في الفترات القادمة واستمرار معدلات النمو عبر الزمن هو أحد أهم أسباب العلاقة الإيجابية بين النمو والحجم، وجود العلاقة الإيجابية بين النمو والحجم تتوافق مع النظريات المعاصرة لنمو المؤسسات إلا أنها لا تتناسق مع مفهوم الحجم الأمثل للمؤسسة في ظل النظرية التقليدية، والتي تؤكد على وجود علاقة عكسية بين الحجم والنمو لذلك تكون المؤسسات الكبيرة هي القريبة من حجمها الأمثل.

8. دراسة Bronwy H.Hall بعنوان:

the relationship between firm size and firm growth in the u.s manufacturing sector (1987):

تهدف هذه الدراسة إلى اختيار العلاقة بين حجم الشركة ونموها حيث اختبرت مدى مطابقة قانون (Gibrot 1931) بالنسبة للمؤسسات العمومية الأمريكية في القطاع التجاري إذ تكاد تعتبر الأولى من نوعها في الولايات المتحدة الأمريكية، وكانت الإشكالية حول ما إذا كانت المؤسسات التجارية الأمريكية الصغيرة والمتوسطة أسرع نمو من الكبيرة ؟

الفصل الأول: الأدبيات النظرية والتطبيقية لأثر الحجم على قيمة المؤسسة

وكانت عينة الدراسة متكونة من 1778 مؤسسة من القطاع التجاري قسمت إلى عينتين خلال فترتين زمنييتين (1972-1979) (1976-1983) باستخدام نموذج Markove للنمو للكشف عن أخطاء القياس في التحيز ونموذج الإنحدار الخطي البسيط لكلا العينتين بحيث بلغ معدل نمو العمالة فيهما 2.9% و 0.8% على الترتيب السابق وتوصل إلى عدم وجود ارتباط ذاتي لأخطاء القياس في حجم العمالة، لا يمكن أن يكون السبب الرئيسي للعلاقة السلبية بين حجم المؤسسة ونموها فبالتالي لا أخطاء القياس في حجم العمالة ولا اختيار العينة سببان للعلاقة السلبية بين حجم المؤسسة ومعدلات النمو، كما توصل إلى أن الإختلافات النظامية بين المؤسسات ليس لها تأثير كبير على تباين معدل النمو.

المطلب الثاني: مقارنة الدراسات السابقة وموقع الدراسة الحالية منها

سيتم في هذا المطلب التطرق إلى المقارنة بين الدراسات السابقة المتعلقة بالموضوع وموقع الدراسة الحالية منها.

الفرع الأول: المقارنة بين الدراسات السابقة

الجدول 1.1: يوضح المقارنة بين الدراسات السابقة

| الدراسة | الهدف | أداة الدراسة | الحدود الزمنية والمكانية | متغيرات الدراسة | النتائج المتوصل لها |
|----------------------|---|----------------------|------------------------------------|--|---|
| دراسة: د. عمر الجعدي | تحديد العلاقة بين EVA والعوئد الغير عادية و RAO والعوئد غير العادية ومدى تأثير العلاقة بنوع وحجم القطاع | استخدم برنامج EViews | بورصة عمان خلال الفترة (2008-2011) | المتغير التابع AR المتغير المستقل ROA، EVA المتغير الوسيط نوع وحجم القطاع | وجود علاقة بين AR و EVA بالنسبة للشركات الكبيرة و الصغيرة والصناعية ولا توجد علاقة بين ROA و AR لجميع الشركات |

الفصل الأول: الأدبيات النظرية والتطبيقية لأثر الحجم على قيمة المؤسسة

| | | | | | |
|--|---|--|--|--|--|
| وجود أثر لآليات الحاكمية المؤسسية على قيمة الشركة بعلاقة طردية بين حجم الشركة وقيمتها | <u>المتغير التابع</u> قيمة الشركة <u>المتغير المستقل</u> البيات الحاكمية المؤسسية <u>المتغير</u> <u>الوسيط</u> حجم الشركة، نسبة المديونية وحجم الاستثمارات | بورصة عمان خلال سنة 2003 | استخدم برنامج EVIEWES | الهدف منها معرفة ما اذا كان هناك تأثير لآليات الحاكمية المقاسة فعاليتها بحجم الشركة وحجم الاستثمارات ونسبة المديونية على قيمة الشركة | دراسة: مؤيد محمد علي /نوال حري |
| تأثير كل من اثر الخبر و أثر التعلم على نمو القيمة المضافة للشركة بعكس وفورات الحجم | <u>المتغير التابع</u> نمو المؤسسة <u>المتغير المستقل</u> حجم المؤسسة | 50 مؤسسة عاملة في الجنوب الشرقي الجزائري خلال فترة (2012- 2008) | استخدمت برنامج EXCEL, EVIEWES,SPSS | اختبار العلاقة لمتغيرين يتمثلان في كل من أثر الحجم ونمو المؤسسات | دراسة: خيرة الصغيرة كماسي |
| علاقة طردية بين الحجم و عائد السهم | <u>المتغير التابع</u> الحجم <u>المتغير المستقل</u> عائد السهم | بورصة عمان خلال الفترة (2006-1999) | استخدام برنامج EVIEWES | إختبار أثر الحجم على عائد السهم | دراسة: شقيري نوري موسى/ وليد أحمد صافي |
| للقرارات المالية تأثير على قيمة المؤسسة و قدرة اصول المؤسسة على توليد ارباح مصدر لتعظيم | <u>المتغير التابع</u> القرارات المالية <u>المتغير المستقل</u> EVA | المؤسسات العمومية والخاصة خلال فترة (2006-2004) | إستخدام برنامج SPSS | اختبار اثر القرارات المالية على EVA | دراسة: رزقي محمد |

الفصل الأول: الأدبيات النظرية والتطبيقية لأثر الحجم على قيمة المؤسسة

| القيمة | | | | | |
|---|--|---------------------------------------|---------------------|---|--|
| مقاييس الاداء التقليدية اكثر ارتباطا و تفسيريا للاختلافات في عوائد الاسهم | المتغير التابع مقاييس الاداء التقليدية و eva المتغير المستقل عائد السهم | بورصة عمان خلال الفترة (2004-1998) | إستخدام برنامج SPSS | مقارنة كل من المؤشرات التقليدية و EVA بعوائد السهم | دراسة: سمير الرواشدة |
| وجود اختلافات كبيرة في الأداء حسب الحجم | المتغير التابع الأداء المتغير المستقل الحجم | 85 شركة فرنسية خلال فترة (1998-1995) | استخدم برنامج SPSS | ايجاد علاقة تربط بين حجم الشركة والأداء مقاسا بالقيمة الاقتصادية المضافة | دراسة: Simon Parienté, Isabelle Ducassy et Isabelle Martinez |
| لا يوجد تأثير مباشر أو غير مباشر لحجم الشركة على قيمتها | المتغير التابع قيمة الشركة المتغير المستقل هيكل الاصول حجم الشركة | بورصة اندونيسيا خلال فترة (2014-2010) | استخدم برنامج SPSS | ايجاد التأثير المباشر وغير المباشر لهيكل الأصول وحجم الشركة على قيمة الشركة | دراسة: Setiadharna S and Machali M |

الفصل الأول: الأدبيات النظرية والتطبيقية لأثر الحجم على قيمة المؤسسة

| | | | | | |
|---|--|--|--|--|---|
| <p>حجم ونمو الشركة ليس لهما تأثير جزئي على قيمة الشركة مع وجود هيكل رأس المال كوسيط بل عندما يجتمعان معا</p> | <p><u>المتغير التابع</u> قيمة الشركة <u>المتغير المستقل</u> الحجم، النمو والربحية <u>المتغير الوسيط</u> هيكل رأس المال</p> | <p>بورصة عمان خلال فترة (2011-2014)</p> | <p>استخدم برنامج EViews</p> | <p>تهدف الدراسة الى معرفة تأثير الحجم والنمو والربحية على قيمة الشركة مع هيكل رأس المال كوسيط</p> | <p>دراسة: Priyono</p> |
| <p>قيمة الشركة لها علاقة ذات دلالة إحصائية ذات قيمة ثابتة مع القيمة السوقية وفرض النمو والربحية والملاءة المالية فقط.</p> | <p><u>المتغير التابع</u> قيمة الشركة 9 متغيرات مستقلة</p> | <p>بورصة السعودية خلال سنة (2004-2005)</p> | <p>استخدم برنامج SPSS, EViews</p> | <p>تحديد العلاقة بين 9 متغيرات متمثلة النقود، الحجم، القيمة السوقية، النمو، الفرص، الكفاءة، ملكية الأصول، الربحية والملاءة المالية علي قيمة الشركة</p> | <p>دراسة: Ahmad Mohammad Obeid Gharaibeh and Abdul Aziz Abdulla Abdul Qader</p> |
| <p>مخاطر السوق لها علاقة موجبة مع عوائد الشركة، وكلما زاد حجم الشركة تتطلب عائد اكبر.</p> | <p><u>المتغير التابع</u> عوائد الشركة <u>المتغير المستقل</u> مخاطر السوق، حجم الشركة، القيمة الدفترية الى السوقية</p> | <p>بورصة باكستان خلال فترة (1984-2012)</p> | <p>استخدم نموذج فاما والفرنسي للاختبار</p> | <p>تحديد العلاقة بين عوائد الشركة والمتغيرات التسعة</p> | <p>دراسة: akhtiar ALI, Akhtar Peter and Xavier Iqbal</p> |

الفصل الأول: الأدبيات النظرية والتطبيقية لأثر الحجم على قيمة المؤسسة

| | | | | | |
|--|---|--|--|--|--|
| <p>اثبتت ان العوامل الثلاثة مخاطر السوق، الحجم والقيمة الدفترية الى السوقية هي العوامل الرئيسية لتحديد المخاطر في العائدات، وان المحافظ كبيرة الحجم كان أداؤها افضل من الصغيرة</p> | <p><u>المتغير التابع</u> عوائد الشركة <u>المتغير المستقل</u> مخاطر السوق، حجم الشركة، القيمة الدفترية الى السوقية</p> | <p>بورصة الهند خلال فترة (2007-1999)</p> | <p>استخدم نموذج فاما والفرنسي للاختبار</p> | <p>إثبات ان العوامل الثلاثة: السوق والحجم و القيمة السوقية الى الدفترية هي التي تحدد المخاطر في العائدات بإستخدام عامل القيمة لتوضيح القوة التفسيرية</p> | <p>دراسة: Kiran Mehta and Ramesh Chander</p> |
| <p>علاقة طردية بين الحجم و النمو</p> | <p><u>المتغير التابع</u> الحجم <u>المتغير المستقل</u> النمو</p> | <p>بورصة المملكة المتحدة خلال الفترة (1960-1948)</p> | <p>استخدم EViews</p> | <p>تحديد طبيعة العلاقة بين الحجم والنمو</p> | <p>دراسة Ajit Singh and Georey hittington</p> |
| <p>الاختلافات النظامية بين المؤسسات ليس لها تأثير كبير على تباين معدلات النمو</p> | <p><u>المتغير التابع</u> الحجم <u>المتغير المستقل</u> النمو</p> | <p>المؤسسات العمومية الامريكية في القطاع التجاري خلال الفترة (1979-1972) (1983-1976)</p> | <p>استخدم EViews</p> | <p>تحديد العلاقة بين الحجم والنمو</p> | <p>دراسة Bronwy H.Hall</p> |

المصدر: من اعداد الطالبة اعتمادا على الدراسات السابقة

الفصل الأول: الأدبيات النظرية والتطبيقية لأثر الحجم على قيمة المؤسسة

الفرع الثاني: موقع الدراسة من الدراسات السابقة

من خلال الجدول أعلاه تبين ان هناك تشابه بين هذه الدراسة والدراسات السابقة من حيث المتغير التابع فكلها تبحث في موضوع قيمة الشركة مع اختلاف معيار التقييم ففي دراستنا استخدمنا القيمة الاقتصادية المضافة، وأيضا بيئة الدراسة فمعظم الدراسات كانت في البورصة. اما بالنسبة للمتغير المستقل و المتمثل في الحجم فاعتمد في بعض الدراسات كمتغير وسيط وتختلف في ان الدراسات السابقة تربط بين عدة متغيرات مستقلة مع وجود نقط اختلاف أخرى كالفترة الزمنية واستخدام النماذج القياسية بالاعتماد على برنامج SPSS, EViews ونموذج اختبار فاما والفرنسي بالنسبة للدراسات السابقة، لكن في هذه الدراسة اعتمد المنهج التحليلي الوصفي بالاعتماد على برنامج EXCEL وتوصلنا الى ان للحجم تأثير على قيمة الشركة. اما بالنسبة للنتائج فكانت مختلفة فالبعض اظهر ان للحجم تأثير مباشر على قيمة الشركة، ونتائج اخرى تقول ان للحجم تأثير على القيمة مع وجود وسيط بينهما. كما ان هناك نتائج تبين ان الحجم وقيمة المؤسسة يؤثران و يتأثران بعوامل اخرى.

الفصل الأول: الأدبيات النظرية والتطبيقية لأثر الحجم على قيمة المؤسسة

خلاصة الفصل الأول:

حاولنا خلال هذا الفصل التطرق للأدبيات النظرية والتطبيقية والتي لها صلة مباشرة بالموضوع، وذلك بأخذ أهم العناصر التي تتعلق بمتغيرات الدراسة فتم استخلاص العديد من النقاط، حيث ارتبط مفهوم خلق القيمة بهدف تعظيم قيمة المؤسسة ومن أجل تحديد خلق وهدم القيمة في المؤسسة هناك العديد من المؤشرات الإقتصادية، المحاسبية، المختلطة والبورصية.

إعتمدنا القيمة الإقتصادية المضافة باعتباره مؤشر محاسبي/مالي وأيضاً داخلي وخارجي بالنسبة للمؤسسة، فهي تمثل أداة تسيير ممتازة وذلك بسبب الإمكانية التي توفرها لتحديد العوامل المؤثرة على قيمة المؤسسة.

وأيضاً ركزنا على عامل الحجم لأنه موضع الدراسة فتطرقنا إلى مفهومه، طرق تحديد نوع المؤسسة والتطور النظري لأثر الحجم. كما اثبتت الدراسات أن ليس للحجم اثر على قيمة المؤسسة في حالة وجود وسيط لكن حجم المؤسسة يؤثر في قيمتها في حال اقترانه بالنمو أو يكون تأثير مباشر، وهناك دراسات اخرى تقول ان الحجم ليس محدد مهم لقيمة الشركة المدرجة في البورصة.

الفصل الثاني:

دراسة أثر الحجم على القيمة الاقتصادية المضافة
في مؤسستي صيدال والأوراسي

تمهيد:

بعد ان عرجنا في الفصل السابق الى المفاهيم المتعلقة بحجم المؤسسة وقيمتها واهم مؤشرات قياسهما، وكذا الدراسات السابقة للموضوع سنحاول في هذا الفصل اسقاط الجانب النظري لأثر حجم المؤسسة على القيمة الاقتصادية المضافة وللتوصل الى نتائج الدراسة اخذنا عينة من المؤسسات الاقتصادية المدرجة في بورصة الجزائر مختلفة النشاط والحجم والشكل القانوني.

سنقوم في هذا الفصل بالدراسة من الناحية التطبيقية لتحديد العلاقة بين الحجم وقيمة المؤسسة. والتطرق إلى مبحثين:

المبحث الأول: الطريقة والأدوات

المبحث الثاني: تحليل نتائج الدراسة ومناقشتها

المبحث الأول : الطريقة والأدوات

يتناول هذا المبحث وصفا لمجتمع الدراسة وعينتها، وكذلك أداة الدراسة المستخدمة وطرق إعدادها، كما يتضمن وصف لبعض الإجراءات التي تمت في اختيار أدوات الدراسة وتطبيقها.

المطلب الأول: طريقة الدراسة

إن لكل بحث طريقة دراسة معينة يتم الاعتماد عليها تختلف هذه الأخيرة من بحث لآخر وذلك حسب طبيعة الدراسة، وللإجابة على الإشكالية المطروحة واستخلاص النتائج قمنا بالدراسة التحليلية وذلك من خلال اسقاط الدراسة النظرية على بعض المؤسسات الاقتصادية ، سنتطرق الى عرض الطريقة من خلال تقديم عينة الدراسة وتحديد متغيرات الدراسة.

الفرع الأول: مجتمع وعينة الدراسة

✓ مجتمع الدراسة:

يتكون مجتمع الدراسة من مؤسسات إقتصادية جزائرية مختلفة الأحجام والنشاط للفترة الممتدة ما بين 2013 الى 2017.

✓ عينة الدراسة:

سنقوم بإعطاء نبذة عن عينة الدراسة، حيث تم تطبيق الدراسة على مؤسستين إقتصاديتين مدرجتين في بورصة الجزائر:

1. مجمع صيدال: يعتبر مجمع صيدال من المؤسسات الكبرى في الجزائر، الرائدة في الانتاج الصيدلاني، الشيء الذي اكسب المجمع ميزات تنافسية عديدة ولقد مر بمراحل عدة حتى وصل الى ما هو عليه الآن، هذه المراحل جاءت لتلبية متطلبات الاصلاحات التي قامت بها الدولة في ذلك الوقت، يعتبر مجمع صيدال ثاني مؤسسة دخلت البورصة في سبتمبر 1999، طبقا لقرار المجلس الوطني لمساهمات الدولة خلال اجتماعه المنعقد في 18 جوان 2002 وفي اطار عملية الخصخصة، وطبقا للأمر 22/95 بتاريخ 26 اوت 1995 المتعلق بخصخصة المؤسسات العمومية المؤهلة لبرنامج الخصخصة المقرر من طرف الحكومة، ايدت الدورة العامة غير العادية لمجمع صيدال في 22/جوان/1998 القرار رقم 04 لاقتراح مجلس الادارة الذي يسمح للمجمع بإدخال حصة من رأسماله في البورصة، إذ أن حصة رأسمال المتنازل عنها هي 20% من راس المال و تمثل 2,000,000 سهم بسعر 800 دج.

2. مؤسسة فنادق الأوراسي: تم افتتاح مؤسسة الأوراسي المصنفة 5 نجوم بتاريخ 02/ماي 1975، وكانت تعمل تحت وصاية وزارة السياحة والثقافة، وقد قامت الوزارة بتسيير المؤسسة من خلال الشركة الوطنية للسياحة والفندقة حتى عام 1977، ثم من خلال الشركة الجزائرية للسياحة والفندقة حتى

عام 1979، واخيرا من خلال الديوان الوطني للندوات والمؤتمرات حتى عام 1983 في ذلك العام وضمن اطار عملية اعادة الهيكلة التنظيمية، تم تصنيف الفندق كمؤسسة اشتراكية وأنشئت مؤسسة التسيير الفندقية (المرسوم رقم 226/83 المؤرخ في 2 افريل 1983)، وعدل الفندق في 12 فيفري 1991، من وضعه القانوني وأصبح مؤسسة اقتصادية عامة في شكل شركة ذات اسهم براس مال قدره 40 مليون دينار، وصار اسمه الاجتماعي مؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي، وفي جويلية 1999 فتحت مؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي راس مالها عن طريق العرض العلني للبيع، ومثل مبلغ القرض 480 مليون دينار جزائري.

الفرع الثاني: طريقة جمع وتلخيص المعلومات

بغرض تنفيذ أهداف الدراسة، واختبار فرضياتها تم جمع المعطيات اللازمة والمتمثلة في:

✓ **بيانات أولية :** تمت بجمع المعطيات المالية المتمثلة في الميزانيات وجداول حسابات النتائج للمؤسستين مجمع صيدال وفنادق الأوراسي المدرجتين في بورصة الجزائر خلال الفترة 2013 - 2017.

✓ **بيانات ثانوية :** وتتمثل في الكتب والمجلات، بالإضافة إلى الدراسات والمقالات السابقة المتعلقة بالموضوع.

الفرع الثالث: تحديد متغيرات الدراسة

سنذكر من خلال هذا كل من المتغيرين التابع و المستقل:

✓ المتغير المستقل:

حجم المؤسسة مقاسا ب(رقم الأعمال، وإجمالي الأصول)، وهو متغير كمي وكيفي يتطلب لقياسه معلومات ذات طبيعة مالية متمثلة في معطيات المؤسسة.

✓ المتغير التابع :

القيمة الاقتصادية المضافة وهو متغير كمي يتطلب لقياسه معلومات ذات طبيعة مالية والمتمثلة في مخرجات المؤسسة من القوائم المالية وهذا بغرض تقييم المؤسسة ومعرفة ما إذا كانت تخلق أو تهدم قيمة بالنسبة لحجمها.

✓ قياس متغيرات الدراسة :

معدل نمو رقم الأعمال : رقم الأعمال للسنة السابقة - رقم الأعمال للسنة الحالية / رقم الأعمال للسنة الحالية.

معدل نمو إجمالي الأصول: إجمالي الأصول للسنة السابقة - إجمالي الأصول للسنة الحالية/ إجمالي الأصول للسنة الحالية.

تكلفة الدين : المصاريف المالية/إجمالي الديون.

تكلفة الأموال الخاصة : النتيجة الصافية/الأموال الخاصة.

التكلفة الوسطية المرجحة : (الأموال الخاصة/الأموال المستثمرة) × تكلفة الأموال الخاصة +(إجمالي الديون/الأموال المستثمرة) × تكلفة الدين.

نتيجة الاستغلال بعد الضريبة : نتيجة الاستغلال قبل الضريبة × (1-الضريبة).

القيمة الاقتصادية المضافة: نتيجة الاستغلال بعد الضريبة- (التكلفة الوسطية المرجحة×الأموال المستثمرة).

المطلب الثاني: أدوات الدراسة

سيتم من خلال هذا المطلب التعريف بأدوات معالجة الدراسة والأساليب الإحصائية المستخدمة.

الفرع الأول: أدوات معالجة المعطيات

تمت المعالجة عن طريق ملاحظة وتحليل الوثائق الخاصة بكل مؤسسة، حيث أخذنا أهم العناصر التي تساعدنا على حساب النسب المذكورة سابقا في قياس متغيرات الدراسة من خلال القوائم المالية لكلتا المؤسستين لمدة 5سنوات.

الفرع الثاني: الأساليب الإحصائية المستخدمة

استخدمنا المنهج الوصفي التحليلي لتحديد طبيعة العلاقة بين المتغير التابع والمتغير المستقل، ومن أجل تحقيق أهداف الدراسة واختبار فرضياتها تم استخدام برنامج Microsoft Office Excel 2010 لحساب مختلف النسب بالإضافة إلى رسم الأشكال البيانية.

المبحث الثاني: عرض نتائج الدراسة ومناقشتها

سنتناول في هذا المبحث مطلبين الأول متعلق بعرض النتائج ، اما في المطلب الثاني سننتقل لتحليل ومناقشة نتائج الدراسة.

المطلب الأول: عرض نتائج الدراسة التطبيقية

سنقوم من خلال هذا المطلب بعرض نتائج الدراسة التي قمنا بها على مستوى عينة الدراسة.

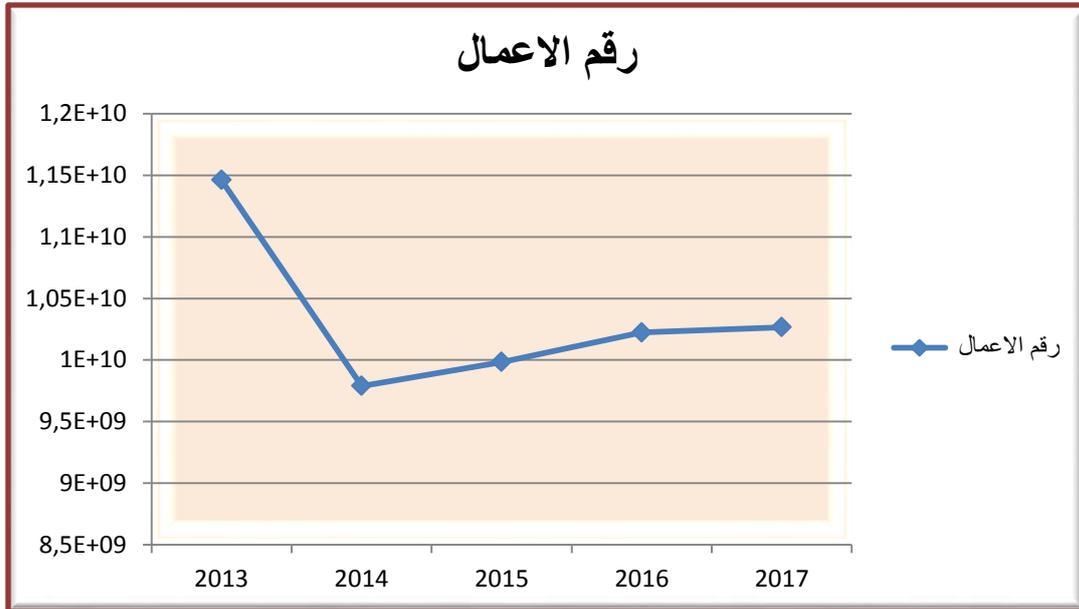
الفرع الأول: مناقشة نتائج الدراسة لمؤسسة صيدال

الجدول رقم 1.2: يوضح تطور رقم الاعمال لمؤسسة صيدال للفترة (2013-2017)

| السنة | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|-----------------|----------------|---------------|---------------|----------------|----------------|
| البيان | | | | | |
| رقم الاعمال | 11461847581,90 | 9789025905,91 | 9984043757,71 | 10223411484,28 | 10265897771,06 |
| نمو رقم الاعمال | — | %14,59 | %1,99 | %2,39 | %0,41 |

المصدر: من اعداد الطالبة اعتمادا على معطيات مؤسسة صيدال الوحدة: دج

الشكل رقم 1.2: تطور رقم الاعمال لمؤسسة صيدال للفترة (2013-2017)



المصدر: من اعداد الطالبة بناء على الجدول أعلاه

فصل الثاني: دراسة أثر الحجم على القيمة الاقتصادية المضافة في مؤسستي صيدال والأوراسي

الجدول 2.2: يوضح تطور إجمالي الأصول لمؤسسة صيدال للفترة (2013-2017)

| السنة | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|-------------------|----------------|----------------|-------------|----------------|----------------|
| إجمالي الأصول | 30099573372,69 | 31587704405,93 | 34921900820 | 46390536657,41 | 48318944590,23 |
| نمو إجمالي الأصول | - | %4,94 | %10,55 | %32,84 | %4,15 |

المصدر: من اعداد الطالبة اعتمادا على معطيات مؤسسة صيدال
الوحدة: دج

الشكل رقم 2.2: تطور إجمالي الأصول لمؤسسة صيدال للفترة (2013-2017)



المصدر: من إعداد الطالبة بناء على الجدول أعلاه

فصل الثاني: دراسة أثر الحجم على القيمة الاقتصادية المضافة في مؤسستي صيدال والأوراسي

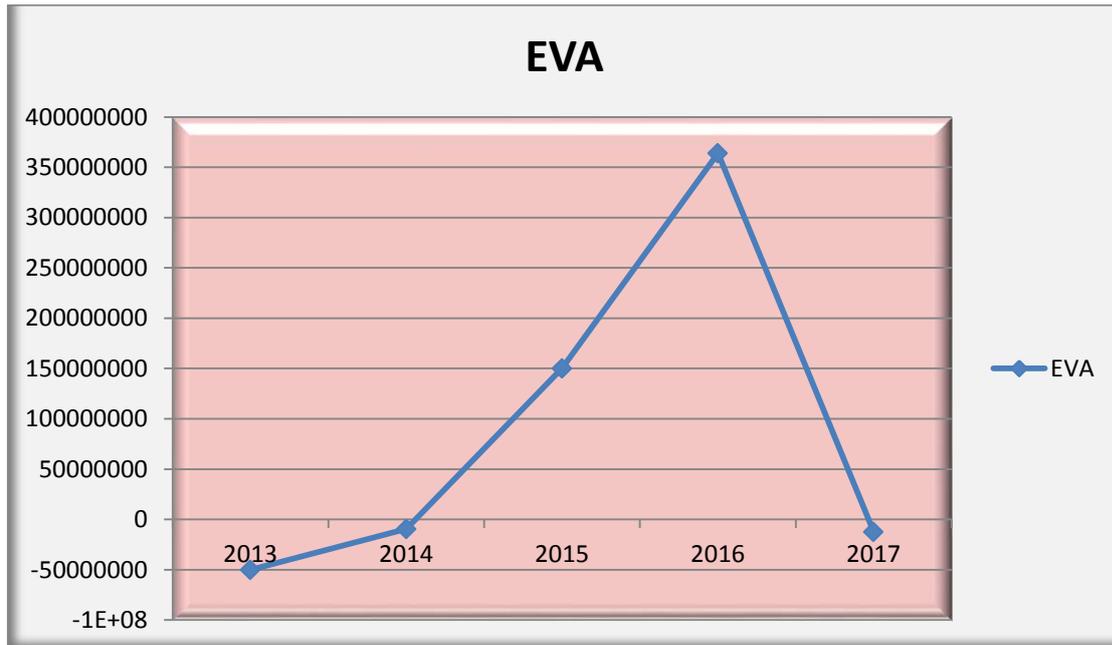
الجدول 3.2: يوضح تطور القيمة الاقتصادية المضافة لمؤسسة صيدال للفترة (2013-2017)

| السنة | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|----------|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|
| Kcp | 0,158710181 | 0,084007717 | 0,055888872 | 0,054950521 | 0,049273906 |
| نسبة kcp | %15,87 | %8,40 | %5,58 | %5,49 | %4,92 |
| kd | 0,016577316 | 0,011217476 | 0,009162553 | 0,009389491 | 0,008085399 |
| نسبة kd | %-1,65 | %-1,12 | %-0,91 | %-0,93 | %-0,80 |
| CMPC | 0,080958666 | 0,041811842 | 0,02896075 | 0,028700921 | 0,025072056 |
| NOPAT | 2386583418 | 1311176283 | 1161384676 | 1695446620 | 1198995761 |
| CI | 30099573372,69 | 31587704405,9 | 34921900820,68 | 46390536657,4 | 48318944590,23 |
| EVA | -50237890,4 | -9563812,61 | 150020245 | 363995471,1 | -12459512,92 |

الوحدة: دج

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على معطيات مؤسسة صيدال

الشكل رقم 3.2: تطور القيمة الاقتصادية المضافة لمؤسسة صيدال للفترة (2013-2017)



المصدر: من إعداد الطالبة بناء على الجدول أعلاه

فصل الثاني: دراسة أثر الحجم على القيمة الاقتصادية المضافة في مؤسستي صيدال والأوراسي

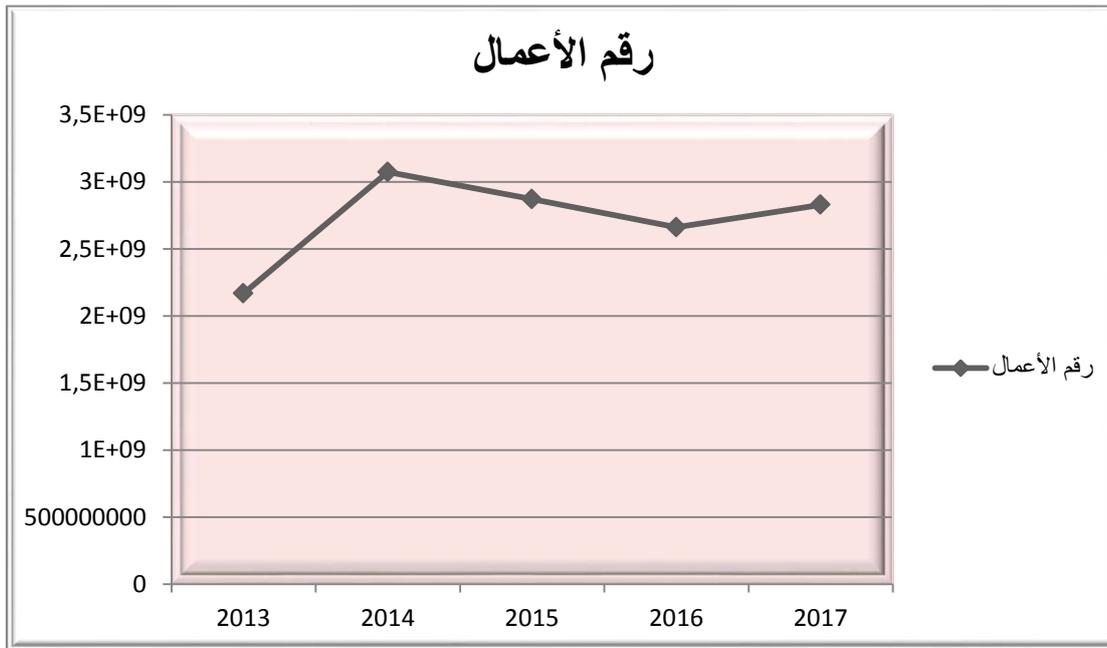
الفرع الثاني: مناقشة نتائج الدراسة لمؤسسة الأوراسي

الجدول رقم 4.2: يوضح تطور رقم الأعمال لشركة الأوراسي للفترة (2013-2017)

| السنة | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| رقم الاعمال | 2168744768,49 | 3073721262,69 | 2870799525,31 | 2661576668,54 | 2828910650,57 |
| نمو رقم الاعمال | — | %41,72 | %06,60 | %07,28 | %06,28 |

المصدر: من إعداد الطالبة إعتامدا على معطيات مؤسسة الأوراسي الوحدة: دج

الشكل رقم 4.2: تطور رقم الاعمال لمؤسسة الأوراسي للفترة (2013-2017)



المصدر: من إعداد الطالبة بناء على الجدول أعلاه

الجدول رقم 5.2: يوضح تطور إجمالي الأصول لمؤسسة الأوراسي للفترة (2013-2017)

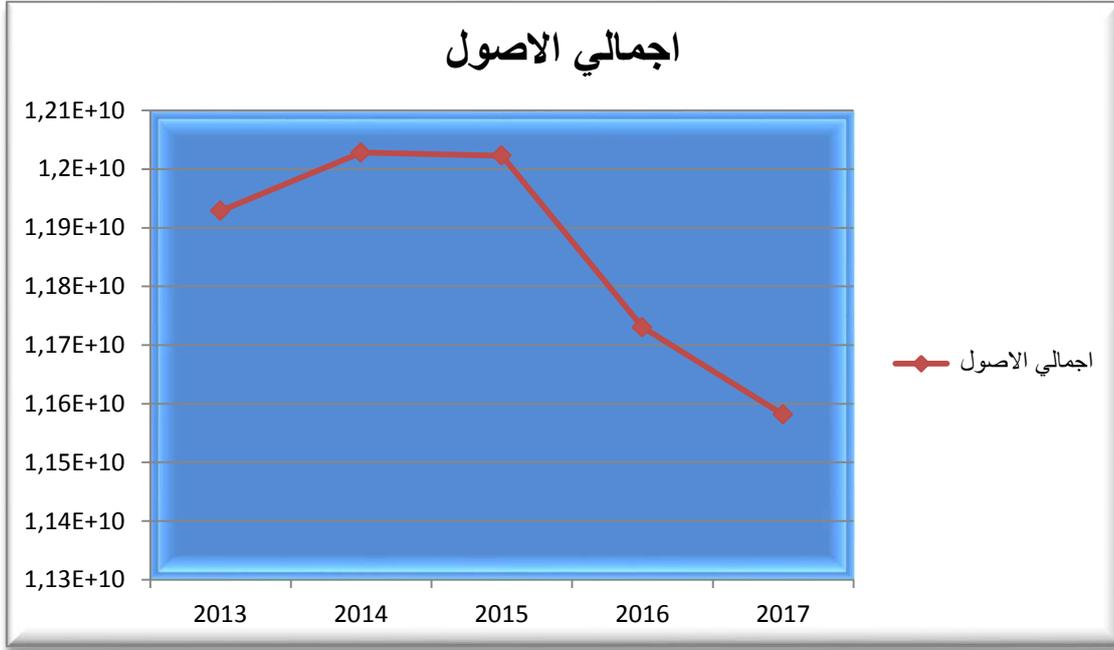
| السنة | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| إجمالي الأصول | 11928741134,76 | 12028027380,27 | 12022764872,22 | 11730371070,24 | 11581590569,24 |

فصل الثاني: دراسة أثر الحجم على القيمة الاقتصادية المضافة في مؤسستي صيدال والأوراسي

| | | | | | |
|--------|--------|---------|-------|---|----------------------|
| %-1,26 | %-2,43 | %-0,043 | %0,83 | — | نمو إجمالي الأصول |
|--------|--------|---------|-------|---|----------------------|

المصدر: من إعداد الطالبة إعتقادا على معطيات مؤسسة الأوراسي الوحدة: دج

الشكل رقم 5.2: تطور إجمالي الأصول لمؤسسة الأوراسي للفترة (2013-2017)



المصدر: من إعداد الطالبة بناء على الجدول أعلاه

الجدول رقم 6.2: يوضح تطور إجمالي الأصول لمؤسسة الأوراسي للفترة (2013-2017)

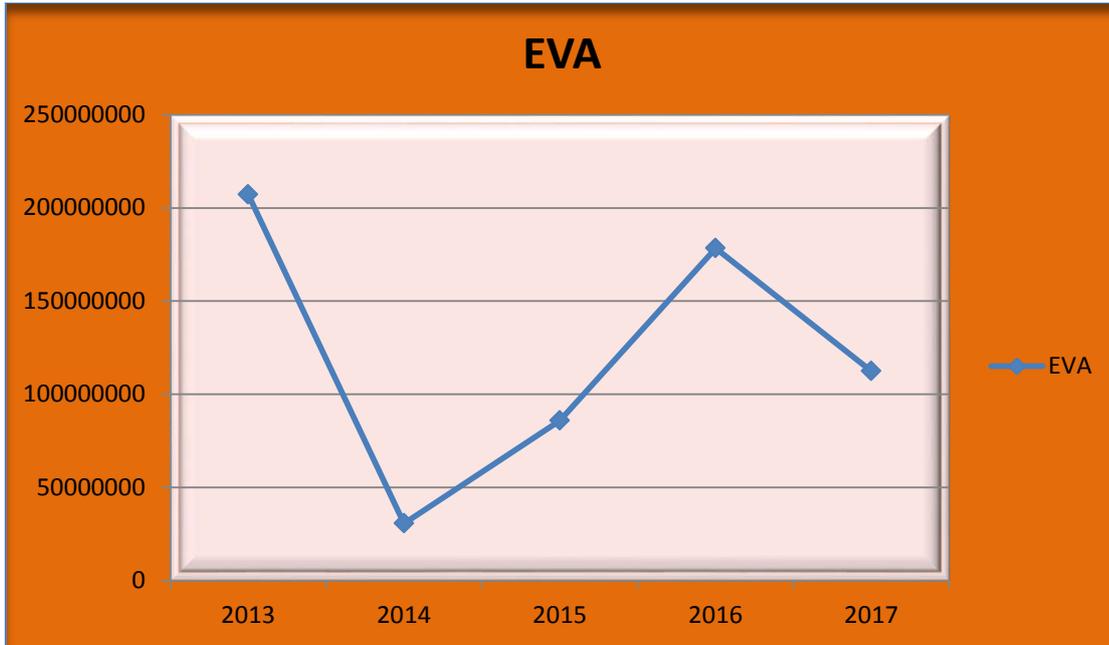
| 2017 | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | السنة البيان |
|---------------|---------------|---------------|----------------|---------------|-----------------|
| 0,11239841 | 0,07212824 | 0,1323561 | 0,18751673 | 0,09622333 | Kcp |
| %11,23 | %7,21 | %13,23 | %18,75 | %9,62 | نسبة kcp |
| -0,013210059 | -0,016231917 | -0,011417312 | -0,003569095 | -0,026218064 | Kd |
| %-1,32 | %-1,62 | %-1,14 | %-0,35 | %-2,62 | نسبة kd |
| 0,039782096 | 0,01842681 | 0,043636262 | 0,058963678 | 0,01184864 | Cmpc |
| 573154233,9 | 394561113,3 | 610534933,4 | 739925396,9 | 348487769,4 | NOPAT |
| 11581590569,2 | 11730371070,2 | 12022764872,2 | 12028027380,27 | 11928741134,7 | CI |

فصل الثاني: دراسة أثر الحجم على القيمة الاقتصادية المضافة في مؤسستي صيدال والأوراسي

| | | | | | |
|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-----|
| 4 | 4 | 2 | | 6 | |
| 112414285,3 | 178407789,9 | 85906419,87 | 30708659,66 | 207148413,1 | EVA |

المصدر: من إعداد الطالبة إعتامدا على معطيات مؤسسة الأوراسي الوحدة: دج

الشكل رقم 6.2: تطور القيمة الاقتصادية المضافة لمؤسسة الأوراسي للفترة (2013-2017)



المصدر: من إعداد الطالبة بناء على الجدول أعلاه

المطلب الثاني: تحليل ومناقشة نتائج الدراسة

سننتظر من خلال هذا الى تحليل النتائج المتوصل اليها ومناقشتها.

الفرع الأول: تحليل ومناقشة نتائج مؤسسة صيدال

تحليل وتفسير تطور رقم الاعمال:

نلاحظ من خلال المنحنى أن رقم الأعمال بلغ أقصى قيمة له في سنة 2013 بسبب تزايد في المبيعات أي ارتفاع حجم نشاط المؤسسة ويؤدي ذلك إلى نموها، ثم ينخفض نمو المؤسسة بنسبة كبيرة قيمتها (14,59) يعود ذلك إلى تراجع نشاط المؤسسة وكذلك بسبب التغيير في الاستراتيجية الى غاية 2014، ثم تزايد تدريجيا في 2015، 2016، 2017 على التوالي.

تحليل وتفسير تطور اجمالي الاصول:

نلاحظ من خلال المنحنى أن إجمالي الأصول يتزايد تدريجيا خلال فترة الدراسة، من 2013 الى 2014 كان ارتفاع نسبي لنمو اجمالي الاصول بنسبة 4,94%، ومن 2014 الى 2015 تزيد النسبة الى غاية 10,55%، اما بالنسبة لفترة من 2015 الى 2016 كان ارتفاع كبير في معدل نمو اجمالي الاصول ليصل الى 32,84%، وفي سنة 2017 كانت زيادة اقل من السنوات السابقة نسبتها 4,15%. ويعود هذا الإرتفاع الى التوسع في الاستثمارات بزيادة الاموال المستثمرة وهذا ما يزيد من حجم نشاط المؤسسة.

تحليل وتفسير القيمة الاقتصادية المضافة:

نلاحظ من خلال المنحنى ان هناك تحطيم للقيمة لأن القيمة الاقتصادية المضافة كانت سالبة في السنتين الاولى من فترة الدراسة فكانت أدنى قيمة في 2013 مقارنة ب 2014 لأن تكلفة رأس فافتت في صافي نتيجة الاستغلال بعد الضريبة، ثم ارتفعت في 2015 لتحقيق خلق قيمة بلغ اعلى مستوى في 2016 ويرجع ذلك لانخفاض كبير في تكلفة رأس المال وارتفاع نسبي في صافي نتيجة الاستغلال بعد الضريبة، أما بالنسبة ل 2017 فنلاحظ تحطيم القيمة لارتفاع تكلفة رأس المال بارتفاع الاموال المستثمرة وانخفاض نتيجة الاستغلال لانخفاض حجم نشاط المؤسسة.

الفرع الثاني: تحليل ومناقشة نتائج مؤسسة فنادق الأوراسي

تحليل وتفسير تطور رقم الاعمال:

نلاحظ من خلال المنحنى ان رقم الأعمال كان في ادنى قيمة له خلال سنة 2013 لضعف مستوى حجم النشاط بسبب تراجع في تقديم الخدمات، فتزايد بنسبة نمو تقدر ب 41,72% بسبب تحسن حجم نشاطها واتباع استراتيجيات جيدة في تقديم الخدمات، حيث تراجع نموه خلال سنة 2015، 2014 على التوالي ب قيم تقدر ب (6,60%)، (7,28%)، اما بالنسبة ل 2017 ارتفاع نسبي لرقم الاعمال فزادت نسبة نموه لتصل الى 6,28%.

تحليل وتفسير تطور اجمالي الاصول:

نلاحظ من خلال المنحنى أن إجمالي الأصول يتزايد من سنة 2013 إلى 2014 بنسبة تقدر ب 0,83% وذلك لتزايد الاستثمارات بسبب الزيادة في الاموال المستثمرة وتطور نشاط المؤسسة، ثم

فصل الثاني: دراسة أثر الحجم على القيمة الاقتصادية المضافة في مؤسستي صيدال والأوراسي

يتراجع بنسبة طفيفة تقرب 0,043% إلى غاية إلى 2015، لتعود وتنخفض بنسبة كبيرة لسنة 2016،
2017 على التوالي 2,43%، 1,26% وذلك لتراجع النشاط ونقص الاموال المستثمرة.

تحليل وتفسير القيمة الاقتصادية المضافة:

نلاحظ من خلال المنحنى ان هناك خلق قيمة في جميع سنوات الدراسة بمعنى ان المردودية التي يحصل عليها مقدموا الاموال تفوق المردودية المفروضة ففي سنة 2013، 2016 كانت مرتفعة لتحقق اقصى قيمة لها بسبب ارتفاع صافي نتيجة الاستغلال بعد الضريبة على تكلفة راس المال، وانخفضت القيمة في سنوات 2014، 2015، 2017 لتحقق ادنى قيمة في 2014 وذلك راجع لتزايد تكلفة راس المال وبالتالي الزيادة في رأس المال المستمر على صافي نتيجة الاستغلال بعد الضريبة.

الجدول 7.2: يوضح مقارنة بين نتائج مؤشرات الحجم و القيمة لمؤسسة صيدال و الأوراسي

| المؤشر المؤسسة | رقم الاعمال | اجمالي الاصول | EVA |
|-------------------------|---|---|---|
| صيدال (2017-2013) | - يتناقص من 2013 الى 2014. - بتزايد لباقي سنوات الدراسة لتزايد حجم النشاط. | - يتزايد تدريجيا خلال فترة الدراسة لتزايد حجم النشاط. | - في 2013 و 2014 كانت تحقق تحطيم للقيمة. - في 2015 و 2016 كانت تخلق قيمة. - في 2017 تحطيم القيمة. |
| الأوراسي (2017-2013) | - يتزايد من 2013 الى 2014 لتزايد حجم النشاط . - من 2014 الى 2016 يتناقص تدريجيا. - ثم يتزايد الى غاية 2017. | - من 2013 الى 2014 اجمالي الاصول متزايد لتزايد حجم النشاط. - من 2014 الى 2015 تراجع طفيف لحجم النشاط. - من 2015 الى 2017 تناقص كبير لحجم النشاط. | - كانت تخلق قيمة في كل فترة الدراسة. |

المصدر: من اعداد الطالبة بناء على النتائج المتحصل عليها

خلاصة الفصل الثاني:

لقد خصص هذا الفصل للجانب التطبيقي للدراسة، وكان الهدف منه تطبيق ما تم التوصل له في الجانب النظري واختبار مدى تطابقه مع الواقع العلمي، واختبار فرضيات الدراسة التي تم وضعها. فبدأنا أولاً بوضع الجوانب الأساسية للدراسة والمتمثلة في كل من طريقة وأدوات جمع المعلومات، التي يمكن من خلالها التوصل للمعطيات وتلخيصها ومعالجتها. وكذا تحديد عينة الدراسة و متغيراتها، وبعد هذه الخطوات قمنا بعرض وتحليل ومناقشة نتائج الدراسة انطلاقاً من معطيات المؤسستين صيدال والأوراسي محل الدراسة. ومن ثم اختبار فرضيات الدراسة ويمكن تلخيص أهم النتائج المتوصل إليها في هذا الفصل كالتالي:

- للحجم تأثير على EVA بالنسبة للقطاع الإنتاجي والخدماتي سواء كان مقاساً برقم الأعمال أو إجمالي الأصول.
- تؤثر تكلفة الأموال بالمؤسسة و التي بدورها تؤثر على EVA .
- يؤثر قرار التمويل على رقم الأعمال و الذي بدوره يؤثر على حجم المؤسسة.
- وجود علاقة عكسية بين CMPC و EVA، بحيث تتأثر ل EVA بشكل كبير لأي تغير يمس CMPC.
- وجود علاقة طردية بين نتيجة الإستغلال بعد الضريبة و EVA .

الخاتمة

خاتمة:

نال مدخل التقييم الإقتصادي في أوائل الثمانينات الكثير من الإهتمام من قبل الباحثين حول إثبات فاعليته لتحقيق نتائج أفضل من المدخل المحاسبي، ويعود ذلك الإهتمام إلى توسع الأسواق المالية وتزايد تداخلها وتأثرها بالأوضاع الإقتصادية، وتبعاً لذلك توجه مختلف الباحثون إلى ضرورة إكتشاف أدوات قياس تتأثر بالتقلبات الإقتصادية وتساعد المؤسسة على تحسين أدائها من خلال إتخاذ القرارات المالية المناسبة ومن أبرز هذه المؤشرات مؤشر القيمة الإقتصادية المضافة EVA.

فحاولنا من خلال هذه الدراسة معالجة الإشكالية الرئيسية والتي تمحورت حول معرفة مدى تأثير حجم المؤسسات الاقتصادية الجزائرية على القيمة الإقتصادية المضافة. من خلال فصلين رئيسيين خصص الفصل الأول للجانب النظري من الدراسة، بينما خصص الثاني للدراسة التطبيقية لهذا الموضوع بحساب معدلات النمو وكل الحسابات المتعلقة بمؤشر EVA.

وسنلخص في الأخير مختلف النتائج التي تم التوصل إليها وذلك لمعرفة ما إذا تم تأكيد الفرضيات أو نفيها، إضافة إلى بعض التوصيات والاقترحات لتجسيد آفاق الدراسة كما يلي:

الفرضية الأولى: يوجد تأثير لحجم المؤسسة مقاسا برقم الأعمال على قيمة المؤسسة مقاسة بالـ EVA . فتم التأكد من خلال الجانب التطبيقي ان هناك تأثير لحجم المؤسسة مقاسا برقم الأعمال على القيمة الإقتصادية المضافة بالنسبة للقطاع الإنتاجي أو الخدماتي، حيث كلما زاد رقم الاعمال يزيد نشاط المؤسسة و ما يؤدي الى زيادة نتيجة الاستغلال التي بدورها ترفع من القيمة الاقتصادية المضافة. والعكس ايضا.

الفرضية الثانية: يوجد تأثير لحجم المؤسسة مقاسا بإجمالي الأصول على قيمة المؤسسة مقاسة بالـ EVA. فتم التأكد من صحة الفرضية بتطبيق الجانب النظري فتم ان هناك تأثير للحجم على القيمة الإقتصادية المضافة للقطاع الإنتاجي والخدماتي، بحيث كلما ارتفعت اجمالي الاصول دل على زيادة الاموال المستثمرة والتي بدورها تزيد من تكلفة راس المال وهذه الاخير تؤثر سلبا على القيمة الاقتصادية المضافة فتتخفف قيمتها، والعكس ايضا.

الفرضية الثالثة: وجود تأثير لقرار التمويل على حجم المؤسسة. بعد التطرق للجانب التطبيقي استنتجنا أن لقرار التمويل تأثير على رقم الأعمال و الذي بدوره يؤثر على حجم المؤسسة، بحيث كلما يزيد التمويل بالديون أكثر من الأموال الخاصة يزيد رقم الأعمال.

الفرضية الرابعة: ليس لتكلفة التمويل تأثير على قيمة المؤسسة مقاسة بالقيمة الاقتصادية المضافة. من خلال التأكد من عدم صحة الفرضية تم الوصول الى عدة استنتاجات وتتمثل في :

- تؤثر تكلفة الأموال بالمؤسسة الاقتصادية والتي بدورها تؤثر على القيمة الاقتصادية المضافة؛
- لتكلفة الاموال الخاصة علاقة عكسية مع EVA فكلما زادت تكلفة الاموال الخاصة تتناقص قيمة ال EVA؛
- لتكلفة الدين علاقة طردية مع EVA فكلما زادت تكلفة الدين تزيد قيمة ال EVA.

الفرضية الخامسة: احتمال وجود علاقة بين (CMPC,NOPAT,CI) والقيمة الاقتصادية المضافة. فتم التأكد من الجانب التطبيقي أن هناك علاقة عكسية بين EVA و CMPC ، بحيث تتأثر EVA بشكل كبير لأي تغير يمس CMPC.

- EVA تتناسب عكسيا مع تكلفة راس المال.
- وجود علاقة طردية بين EVA و NOPAT ، كلما ارتفعت نتيجة الإستغلال تكون نتيجة الاستغلال بعد الضريبة مترفعة و منه تزداد EVA لتخلق قيمة في المؤسسة.

التوصيات والإقتراحات:

بناء على ما تقدم من نتائج، يمكن إعطاء بعض التوصيات التي نرى ضرورة العمل بها مستقبلا ، وذلك على النحو التالي :

- ✓ اجراء المزيد من الدراسات التطبيقية التي تكشف مدى فعالية استخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في مؤسسات قطاعات أخرى؛
- ✓ اجراء هذه الدراسة على فترات زمنية أطول، لأن EVA تثبت فعاليتها على المدى الطويل؛

- ✓ محاولة إجراء مقارنة واقعية في ضوء وجود شركات تستخدم القيمة الاقتصادية المضافة مع شركات أخرى تعتمد المقاييس التقليدية في ظل ظروف متكافئة؛
- ✓ على المؤسسات بجميع الاحجام الاعتماد على تحقيق مردودية عالية لضمان تحقيق اداء جيد من اجل خلق قيمة بالمؤسسة.

آفاق الدراسة :

هدفت هذه الدراسة الى معرفة مدى تأثير الحجم على قيمة المؤسسة الاقتصادية الجزائرية، حيث شملت عينة الدراسة مؤسستين إقتصاديتين مدرجتين في بورصة الجزائر، مؤسسة خدماتية و مؤسسة صناعية، خلال الفترة من 2013 الى 2017. فقد تم قياس الحجم من خلال عاملين وهما رقم الاعمال وإجمالي الأصول، اما قيمة المؤسسة تم دراستها بمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة. ومن خلال ما توصلنا اليه يمكن اعطاء بعض آفاق الدراسة:

- اعادة اجراء الدراسة على عينة أخرى او توسيع العينة لإعطاء نتائج أكثر دقة وتفصيل؛
- إضافة متغيرات جديدة للدراسة مع المحافظة على المتغيرات المعتمدة؛
- التنوع في استخدام الاساليب الاحصائية؛
- دراسة أثر الحجم على قيمة المؤسسة بالاعتماد على أسلوب السلاسل الزمنية المقطعية.

المصادر والمراجع

المراجع باللغة العربية:

كتب:

- أشواق بن قدور، " تقييم المؤسسات وفقا للرأس المال غير المادي "، دار راية للنشر والتوزيع، 2013.
- الياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي، ورقلة، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، 2006.
- حسين أحمد الطراونة، احمد يوسف عريقات، وآخرون، نظرية المنظمة، الطبعة الأولى، دارالحامد للنشر و التوزيع، عمان 2012.
- سعاد نائف برنوطي، إدارة الأعمال الصغيرة، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2005.
- صفوت عبد السلام عوض الله، إقتصاديات الصناعات الصغيرة، دار النهضة العربية القاهرة، مصر، 1993.
- طارق عبد العال حماد، تقييم وإعادة هيكلة الشركات، دار الجامعية، 2008.
- عبد الغفار حنفي ورسمية زكي قرياقص، مدخل معاصر في الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
- عبد الرزاق بن حبيب، اقتصاد و تسيير المؤسسة، الطبعة الأولى، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2006.
- عدنان تايه النعيمي وأرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، الأردن، اليازوري، 2009.
- محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، مدخل الهندسة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1998.
- منير إبراهيم، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، منشأة المعارف، الاسكندرية، 2003.
- منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2003.

الاطروحات والمذكرات الجامعية :

أطروحات الدكتوراه:

- بلخير بكاري، أثر التقييم المالي على مسار الشراكة بالنسبة لقطاع المحروقات في الجزائر - دراسة حالة بالمؤسسة الوطنية لخدمات الآبار (ENSP)، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، جامعة ورقلة، 2010.2009.

-
- بن حمو عصمت محمد، طرق ومحددات تقييم المؤسسات العمومية الاقتصادية الجزائرية في ظل إستراتيجية الخصخصة دراسة حالة مؤسستي صيدال الأوراسي، اطروحة دكتوراه، منشورة، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2015.2016.
- خيرة الصغيرة كماسي، دراسة اثر الحجم كمحرك لنمو المؤسسات الاقتصادية في الجزائر، دراسة ميدانية لمؤسسات صناعية عاملة في الجنوب الشرقي الجزائري، اطروحة دوكتوراه منشورة، جامعة قاصدي مرباحن ورقلة، 2016.2017.
- عبد الكريم بوحادرة، أثر إختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة: دور سياسة توزيعات الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم مع دراسة حالة، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، منشورة، جامعة منتوري، قسنطينة، 2011.2012.
- عبد الغني دادان، قياس وتقييم الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية نحو إرساء نموذج للإنداز المبكر بإستعمال المحكاة المالية دراسة حالة بورصتي الجزائر وباريس، أطروحة دكتوراه، منشورة، جامعة الجزائر، 2006.2007.
- علي بن الضب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة، دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية، 2006.2008، أطروحة دكتوراه، جامعة ورقلة، 2008.2009.
- يوسف قريشي، سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر، دراسة ميدانية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، تخصص: علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2004.2005.
- هوارى السويسي، تقييم المؤسسة ودوره في إتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2007.2008.

ماجستير:

- بريس نورة، المشروعات الصغيرة والمتوسطة وإشكالية مويلها، دراسة ميدانية حالة مؤسسة FERTIAL عنابة، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، مالية المؤسسة، جامعة عنابة 2005.2006.
- رزقي محمد، أثر القرارات المالية على قيمة المؤسسة الاقتصادية دراسة الحالة المؤسسة الوطنية للتوضيب وفنون الطباعة ببرج بوعريريج، مذكرة ماجستير، منشورة، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2007.2008.

المجلات:

- شقيري نوري موسى، وليد أحمد صافي، قياس كفاءة سوق عمان المالي من خلال تأثير حجم الشركة في العائد و المخاطر، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد 2009/09.
- علي بن الضب، سيد احمد عيادة، تكلفة رأس المال و إنشاء القيمة، مجلة اداء المؤسسات الجزائرية، جامعة ورقلة، العدد 2012/2.
- هواري سويسي، دراسة تحليلية لمؤشرات قياس أداء المؤسسات من منظور خلق القيمة، مجلة الباحث، العدد السابع، جامعة ورقلة، 2010.2009.

مطبوعة:

- عماني لمياء، الهندسة المالية، مطبوعة بيداغوجية، تخصص مالية مؤسسة، جامعة ورقلة، 2016 . 2017.

ملتقى:

- رابح خوني، حساني رقية، آفاق تمويل و ترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، الدورة التدريبية الدولية حول: تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة و تطوير دورها في الإقتصاديات المغاربية، جامعة سطيف، 28.25 ماي، 2003.

المراجع باللغة الأجنبية:

• Les livres

1. Bernard Gerrien, **Dictionnaire d'analyse économique, éditions:** La découverte, Paris, 1996.
2. Claude – Annie DUPLAT, “Évaluez votre entreprise”, Vuibert, 2007.
3. Emmanuel TCHEMENI, **"L'évaluation des entreprises"**, 3ème édition, economica
4. Georges LEGROS, “ L ’evaluation des entreprises “, Dunod Paris, 2011.
5. Grégory Denglos, la création de valeur : Modèles, Mésure, Diagnostic, éditions, Dunod, Paris, 2003.
6. J.Caby et G.Hirigoyen, **La création de valeur de l'entreprise**, 2ème édition, Economica, Paris, 2001.

7. Jean-Etienne PALARB, Franck IMBERT, "Guide pratique d'évaluation d'entreprise", Editions Eyrolles, 2013.
 8. Jean-Marie ducreux, Maurice Marchand- tonel, Strategie les clés du succès concurrentiel, éditions d'Organisation, Paris, 2004.
 9. Michel Albouy, Décisions financières et création de valeur, édition, Economica, Paris, 2000.
 10. Pierre Vermimmen, Finance d'entreprise, Edition 8ème, Dalloz, Paris, 2010.
- **les these et les memoires:**
 - doctorat:**
 1. Nacer Gasmi, Déterminants de croissance externe horisontal, Thèse de doctorat en science de gestion, Universite de Bourgne, 1998.
 - Magister:**
 2. Farid latreche, Création de valeur et données comptables, mémoire de magister, université Ferhat.
 - **Les Revues et Les Rapports:**
 1. Bart Nootboom, Firm size effect on transaction costs, Smal Business.
 2. Diane-Gabrielle Trembaly, Réseaux, clusters et développement local, schedae, Prépublication n°1, 2012.
 3. Edwin Mansfield, Entry, Gibrat's Law, Innovation and the Growth of Firms, The American Economic Review, vol :°5, 1962.
 4. Jean-Luc Bricot et Béatrie Colin- Sédillot, La croissance externe des entreprises à la fin des années 80, Economie et statistique ,N=°286 ,Paris ,1993.
 5. Jensen, M. and W. Mecking, Theory of the Firm: Managerial Behavior Agency Costs, and Capital Structure, Journal of Financial Economics 3, 1976.
 6. Krishna B.Kuma, Raghuram G.Rajan, Luigi Zingales, What Determines Firm Size?, National Bureau of Economic Research, NBER Working Papers, U.S.A, March, 2001.
 7. Laurent Batsch, La théorie de la valeur de l'entreprise, cahiers de recherché, Université de Paris Dauphine, 2005.
 8. Olive Hart, John Moore, Property Rights and the Nature of the Firm, The Journal of Political Economy, Vol :98, N=°6, 1995.
 9. Setiadharna S and Machali M, The Eeffect of Asset Strucure and Firm Size on Firm Value with Capital Structure as Intervening Variable, Journal of Business & Financial Affairs, Fin Aff 2017,6:4.
 10. Total Shareholder Return (endement total pour actionnaire).

الملاحق

ملحق 1

| DESIGNATIONS | 31/12/2013 | | | 31/12/2012 |
|--|--------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
| | MONTANTS BRUTS | AMORTS OU PROVISIONS | MONTANTS NETS | |
| ACTIFS NON COURANTS | | | | |
| Écart d'acquisition (ou goodwill) | 58 268 550,00 | | 58 268 550,00 | |
| immobilisations incorporelles | 198 535 044,63 | 185 023 704,17 | 13 511 340,46 | 20 550 643,13 |
| immobilisations corporelles | | | | |
| Terrains | 4 525 499 753,87 | | 4 525 499 753,87 | 4 583 697 150,84 |
| Bâtiments | 7 053 924 525,64 | 5 144 639 355,17 | 1 909 285 170,47 | 2 218 566 774,15 |
| Autres immobilisations corporelles | 15 034 995 143,67 | 13 031 820 034,20 | 2 003 175 109,47 | 2 841 007 825,61 |
| immobilisations en concession | 11 014 278,00 | 667 498,62 | 10 346 779,38 | 10 680 512,00 |
| Immobilisations en cours | 470 133 457,73 | | 470 133 457,73 | 1 203 233 977,48 |
| Immobilisations financières | | | | |
| Titres mis en équivalences - entreprises associées | 1 776 264 616,78 | | 1 776 264 616,78 | 0,00 |
| Autres participations et créances rattachées | 129 167 575,00 | 53 886 445,21 | 75 281 129,79 | 159 137 625,18 |
| Autres titres immobilisés prêts et autres actifs financiers non courants | 109 092 099,30 | | 109 092 099,30 | 30 169 720,32 |
| Impôts différés actif | 357 881 232,62 | | 357 881 232,62 | 387 701 216,20 |
| TOTAL ACTIFS NON COURANTS | 29 724 776 277,24 | 18 416 037 037,37 | 11 308 739 239,87 | 11 454 745 444,91 |
| ACTIFS COURANTS | | | | |
| Stocks et encours | 6 969 082 810,68 | 1 434 727 755,37 | 5 534 355 055,31 | 6 175 385 227,05 |
| Créances et emplois assimilés | | | | |
| Clients | 5 529 998 546,61 | 1 699 037 690,24 | 3 830 960 856,37 | 4 694 957 948,14 |
| Autres débiteurs | 1 865 186 534,90 | | 1 865 186 534,90 | 353 436 040,24 |
| Impôts | 460 376 148,07 | 344 477 438,32 | 115 898 709,75 | 170 458 536,03 |
| Autres actif courant | 12 500 000,00 | | 12 500 000,00 | |
| Disponibilités et assimilés | | | | |
| Placements et autres actifs financiers courants | 2 018 559 989,19 | | 2 018 559 989,19 | 18 642 816,89 |
| Trésorerie | 5 495 438 158,83 | 82 065 171,53 | 5 413 372 987,30 | 7 153 519 481,26 |
| TOTAL ACTIFS COURANTS | 22 351 142 188,28 | 3 560 308 055,46 | 18 790 834 132,82 | 18 566 400 049,61 |
| TOTAL GENERAL ACTIF | 52 075 918 465,52 | 21 976 345 092,83 | 30 099 573 372,69 | 30 021 145 494,52 |

ملحق 2

| DESIGNATIONS | 31/12/2013 | 31/12/2012 |
|---|--------------------------|--------------------------|
| <u>CAPITAUX PROPRES</u> | | |
| Capital émis | 2 500 000 000,00 | 2 500 000 000,00 |
| Capital non appelé | | |
| Primes et réserves (réserves consolidées) | 9 421 690 281,30 | 8 767 303 972,03 |
| Écarts de réévaluation | 435 055 761,63 | 645 898 091,73 |
| Écart d'équivalence | 556 004 893,04 | 0,00 |
| Résultat Net | 2 658 147 326,76 | 1 965 160 951,44 |
| Autres capitaux propres - report à nouveau | 319 161 089,57 | 28 874 721,33 |
| Intérêts minoritaires | 858 376 750,19 | 839 268 275,80 |
| TOTAL I | 16 748 436 102,49 | 14 746 506 012,33 |
| <u>PASSIFS NON COURANTS</u> | | |
| Emprunts et dettes financières | 2 911 046 961,36 | 1 851 741 010,35 |
| Impôts (différés et provisionnés) | 252 388 287,15 | 359 962 619,95 |
| Autres dettes non courantes | 493 645 268,24 | |
| Provisions et produits comptabilisés d'avance | 1 351 120 085,82 | 4 129 700 666,41 |
| TOTAL PASSIFS NON COURANTS II | 5 008 200 602,57 | 6 341 404 296,71 |
| <u>PASSIFS COURANTS</u> | | |
| Fournisseurs et comptes rattachés | 1 227 878 706,58 | 3 250 392 942,41 |
| Impôts | 564 464 142,35 | 551 586 033,66 |
| Autres dettes | 5 818 577 282,18 | 3 662 731 669,91 |
| Trésorerie passif | 732 016 536,52 | 1 468 524 539,53 |
| TOTAL GENERAL PASSIF | 30 099 573 372,69 | 30 021 145 494,55 |

الملحق 3

| DESIGNATIONS | 31/12/2013 | 31/12/2012 |
|--|---------------------------|---------------------------|
| Chiffre d'affaires | 11 461 847 581,90 | 13 895 054 472,57 |
| Variation stocks produits finis et en cours | 782 030 567,10 | 229 626 444,54 |
| Production immobilisée | | 379 032,26 |
| Subvention d'exploitation | | |
| I - PRODUCTION DE L'EXERCICE | 12 243 878 149,00 | 14 125 059 949,37 |
| Achats consommés | -3 556 475 260,95 | -5 246 886 845,95 |
| Services extérieurs et autres consommations | -740 255 739,42 | -914 334 046,84 |
| II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE | -4 296 731 000,37 | -6 161 220 892,79 |
| III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I - II) | 7 947 147 148,63 | 7 963 839 056,58 |
| Charges de personnel | -3 848 442 866,21 | -3 809 104 894,13 |
| Impôts, taxes et versements assimilés | -211 018 083,50 | -228 139 765,88 |
| IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION | 3 887 686 198,92 | 3 926 594 396,57 |
| Autres produits opérationnels | 123 256 224,16 | 372 976 278,55 |
| Autres charges opérationnelles | -135 200 827,62 | -207 496 681,94 |
| Dotations aux amortis, provisions et pertes de valeur | -1 431 299 339,58 | -2 144 929 104,62 |
| Reprises sur pertes de valeurs et provisions | 501 957 026,14 | 575 024 462,14 |
| V - RESULTAT OPERATIONNEL | 2 946 399 282,02 | 2 522 169 350,70 |
| Produits financiers | 73 629 153,44 | 100 796 850,14 |
| Charges financières | -221 326 017,88 | -225 135 653,69 |
| VI - RESULTAT FINANCIER | -147 696 864,44 | -124 338 803,55 |
| VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI) | 2 798 702 417,58 | 2 397 830 547,15 |
| Impôts exigibles sur résultats ordinaires | -500 440 495,49 | -489 506 617,86 |
| Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires | -4 662 574,50 | 105 369 639,88 |
| TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES | 12 952 479 688,40 | 15 264 646 326,18 |
| TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES | -10 658 880 340,81 | -13 267 975 918,88 |
| VIII - RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES | 2 293 599 347,59 | 1 996 670 407,30 |
| Eléments extraordinaires (produits) (à préciser) | 0,00 | 0,00 |
| Eléments extraordinaires (charges) (à préciser) | -21 476,75 | -3 985 277,20 |
| IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE | -21 476,75 | -3 985 277,20 |
| X - RESULTAT DE L'EXERCICE | 2 293 577 870,84 | 1 992 685 130,10 |
| RESULTAT MINORITAIRES | 70 792 332,18 | 27 524 178,66 |
| Part dans le résultat dans stes mises en équivalence | 293 777 123,74 | 0,00 |
| X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE | 2 658 147 326,76 | 1 965 160 951,44 |

الملحق 4

| ACTIF | 31/12/2016 | | | 31/12/2014 |
|--|--------------------------|-----------------------------|--------------------------|--------------------------|
| | MONTANT \$ BRUT \$ | AMORT \$ OU PROVISION \$ | MONTANT \$ NET \$ | |
| ACTIFS NON COURANTS | | | | |
| Écart d'acquisition (ou goodwill) | 87 341 040,00 | 0,00 | 87 341 040,00 | 58 288 550,00 |
| Immobilisations incorporelles | 212 279 501,72 | 150 691 351,71 | 21 588 150,02 | 12 030 521,60 |
| Immobilisations corporelles | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Terrains | 4 514 492 953,87 | 0,00 | 4 514 492 953,87 | 4 514 492 953,87 |
| Bâtiments | 7 022 975 679,20 | 5 373 367 146,94 | 1 649 608 532,26 | 1 762 997 822,76 |
| Autres immobilisations corporelles | 14 957 589 225,86 | 13 768 091 990,45 | 1 189 497 235,41 | 1 604 049 468,87 |
| Immobilisations en concession | 280 023 210,00 | 1 919 226,32 | 278 103 983,68 | 86 261 341,26 |
| Immobilisations en cours | 5 363 985 192,51 | 0,00 | 5 363 985 192,51 | 2 502 907 388,68 |
| Immobilisations financières | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Titres mis en équivalences - entreprises associées | 1 465 132 799,40 | 0,00 | 1 465 132 799,40 | 1 846 291 841,31 |
| Autres participations et créances rattachées | 641 518 175,00 | 56 659 098,99 | 584 859 076,01 | 49 030 988,72 |
| Autres titres immobilisés | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Prêts et autres actifs financiers non courants | 140 479 615,20 | 0,00 | 140 479 615,20 | 103 321 318,61 |
| Impôts différés actif | 472 097 555,36 | 0,00 | 472 097 555,36 | 463 577 177,79 |
| TOTAL ACTIFS NON COURANTS | 35 167 914 943,13 | 19 390 728 314,41 | 16 787 138 133,72 | 13 003 229 373,47 |
| ACTIFS COURANTS | 0,00 | 0,00 | | |
| Stocks et encours | 5 450 251 412,46 | 484 351 393,33 | 4 965 900 019,13 | 5 606 916 340,97 |
| Créances et emplois assimilés | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Clients | 5 536 082 569,71 | 1 713 402 532,20 | 3 822 680 037,51 | 3 448 794 401,79 |
| Autres débiteurs | 1 139 842 768,95 | 0,00 | 1 139 842 768,95 | 1 036 790 150,80 |
| Impôts | 524 768 402,40 | 345 347 828,24 | 179 420 574,16 | 256 042 010,23 |
| Autres actif courant | 40 666 666,67 | 0,00 | 40 666 666,67 | 18 795 412,47 |
| Disponibilité et assimilés | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Placements et autres actifs financiers courants | 3 018 559 989,19 | 0,00 | 3 018 559 989,19 | 3 018 559 989,19 |
| Trésorerie | 6 070 920 199,42 | 83 275 568,07 | 5 987 644 631,35 | 5 198 576 727,01 |
| TOTAL ACTIFS COURANTS | 21 781 092 003,80 | 2 828 377 321,84 | 19 164 714 838,89 | 18 624 476 032,48 |
| TOTAL GENERAL ACTIF | 56 949 006 946,93 | 22 017 106 138,25 | 34 921 900 820,83 | 31 627 704 405,95 |

ملحق 5

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

ملحق 6

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

ملحق 7

ÉTATS FINANCIERS ARRÊTÉS AU 31 DÉCEMBRE 2013

Bilan ACTIF CUMULÉ ARRÊTÉ AU 31/12/2013

| ACTIF | Note | Montants Bruts | n Amort-Prov | n-1 net | n-1 net |
|---|------|--------------------------|-------------------------|--------------------------|--------------------------|
| ACTIFS nOn COURANTS | | | | | |
| Ecart d'acquisition - goodwill positif ou négatif | | 0,00 | | 0,00 | 0,00 |
| immobilisations incorporelles | 1 | 54 878 045,42 | 51 170 825,30 | 3 707 220,12 | 4 883 484,31 |
| immobilisations corporelles | 2 | 12 187 786 645,34 | 3 890 378 261,43 | 8 497 208 384,11 | 2 342 015 817,78 |
| Terrains | | 543 833 597,50 | | 543 833 597,50 | 543 833 597,50 |
| Bâtiments | | 7 003 927 597,19 | 2 048 533 977,37 | 4 955 373 619,82 | 1 143 809 639,36 |
| Autres immobilisations corporelles | | 4 640 005 450,65 | 1 642 024 284,06 | 2 997 981 166,79 | 654 352 580,92 |
| Immobilisation en concession | | 0,00 | | 0,00 | 0,00 |
| immobilisations en cours | 4 | 930 800 427,24 | | 930 800 427,24 | 7 430 598 039,98 |
| Équipements neufs en stocks | | 61 873 537,88 | | 61 873 537,88 | 21 536 427,13 |
| immobilisations financières | | 187 483 072,34 | 165 994 800,00 | 21 488 472,34 | 20 524 158,42 |
| Titres mis en équivalence | | 0,00 | | 0,00 | 0,00 |
| Autres participations & créances rattachées | 3 | 22 625 000,00 | 4 484 800,00 | 18 130 400,00 | 17 264 400,00 |
| Autres titres immobilisés | | 0,00 | | 0,00 | 3 254 763,42 |
| Prêts et autres actifs financiers non courants | 3 | 164 858 072,34 | 161 500 000,00 | 3 358 072,34 | 4 995,00 |
| impôts différés actif | | 55 340 837,37 | | 55 340 837,37 | 71 992 702,41 |
| TOTAL ACTIFS nOn COURANTS | | 13 478 162 583,79 | 3 907 743 886,73 | 9 570 418 899,06 | 9 891 550 630,03 |
| ACTIFS COURANTS | | | | | |
| stocks & encours | 5 | 509 105 622,65 | 46 106 387,53 | 462 999 235,12 | 417 410 637,39 |
| Créances & emplois assimilés | 6 | 1 084 792 719,72 | 78 164 783,27 | 1 006 627 936,45 | 609 671 233,14 |
| Clients | 6 | 452 021 446,14 | 77 878 283,27 | 374 143 162,87 | 425 359 799,06 |
| Autres débiteurs | 6 | 447 647 091,95 | 286 500,00 | 447 360 591,95 | 46 359 799,06 |
| Impôts et assimilés | | 185 124 | | 185 124 | 136 739 773,83 |
| Autres créances et emplois assimilés | | 181,63 | | 181,63 | |
| Autres créances et emplois assimilés | | 0,00 | | 0,00 | 707 500,00 |
| Disponibilités & assimilés | 7 | 895 299 873,70 | 6 604 809,57 | 888 695 064,13 | 199 301 881,86 |
| Placements & autres actifs financiers courants | | 0,00 | | 0,00 | 0,00 |
| Trésorerie | | 895 299 873,70 | 6 604 809,57 | 888 695 064,13 | 199 301 881,86 |
| TOTAL ACTIFS COURANTS | | 2 489 498 216,07 | 130 879 980,37 | 2 358 618 235,70 | 1 226 383 792,39 |
| TOTAL GÉNÉRAL ACTIF | | 15 967 360 801,86 | 4 038 619 667,10 | 11 928 741 134,76 | 11 117 934 422,42 |

ملحق 8

| PASSIFs nOn COURANTs | | | |
|---|----|-------------------|-------------------|
| Emprunts et dettes financières | 9 | 6 240 423 177,32 | 6 183 172 033,03 |
| Impôts (différés et provisionnés) | | 21 903 326,33 | 37 034 972,66 |
| Autres dettes non courantes | | | 13 347 829,10 |
| Provisions et produits constatés d'avance | | 313 360 149,48 | 237 273 159,07 |
| Compte de liaison | | | |
| TOTAL ii | | 6 777 890 833,33 | 6 473 048 013,86 |
| PASSIFs COURANTs | | | |
| fournisseurs & comptes rattachés | | 102 076 113,33 | 134 673 738,63 |
| impôts | | 48 438 268,71 | 44 693 308,63 |
| Autres dettes | 10 | 1 273 491 308,11 | 834 313 963,81 |
| Tresorerie passif | 11 | 16 230 319,30 | 26 026 362,63 |
| TOTAL iii | | 1 442 236 409,67 | 1 079 907 373,76 |
| TOTAL Passif (i + ii + iii) | | 11 928 741 134,76 | 11 117 934 422,42 |

Arrêté au 31/12/2013

| PASSIF | NOTE | n | n-1 |
|--------|------|---|-----|
|--------|------|---|-----|

Bilan Passif CUMULÉ ARRÊTÉ AU 31/12/2013

| CAPITAUX PROPRES | | | |
|--|--|------------------|------------------|
| Capital émis (ou comptes d'exploitation) | | 1 300 000 000,00 | 1 300 000 000,00 |
| Capital non appelé | | | |
| Primes & réserves (Réserves consolidées (1)) | | 2 334 979 837,46 | 2 334 979 837,46 |
| Ecart de réévaluation | | | |
| Ecart d'équivalence (1) | | | |
| Résultat net - Résultat net part du groupe (1) | | 336 833 178,32 | 313 083 830,43 |
| Autres capitaux propres - Report à nouveau | | -303 221 164,24 | -687 250 820,00 |
| PART DE LA SOCIÉTÉ CONSOLIDANTE (1) | | 3 708 613 871,34 | 3 364 978 832,78 |
| PARTS DE MINORITAIRES (1) | | | |
| TOTAL i | | 3 708 613 871,34 | 3 364 978 832,78 |

ملحق 9

ÉTATS FINANCIERS ARRÊTÉS AU :

COMPTE DE RÉSULTATS CUMULÉS ARRÊTÉ AU 31/12/2013

| intitulé | n | n-1 |
|---|--------------------------|--------------------------|
| ventes et produits annexes | 2 168 744 768,49 | 1 482 303 083,47 |
| variation stocks produits finis et en cours | | |
| Production immobilisée | | |
| Subventions d'exploitation | | |
| i - PRODUCTION DE L'EXERCICE | 2 168 744 768,49 | 1 482 303 083,47 |
| Achats consommés | -383 826 234,36 | -291 868 472,68 |
| Services extérieurs et autres consommations | -141 037 613,65 | -79 863 049,35 |
| ii - CONSOMMATION DE L'EXERCICE | -524 863 848,01 | -371 731 522,03 |
| iii - VALEUR AJOUTÉE D'EXPLOITATION (i - ii) | 1 643 880 920,48 | 1 110 571 561,44 |
| Charges de personnel | -480 717 136,41 | -387 688 099,50 |
| Impôts et taxes et versements assimilés | -57 091 450,50 | -33 452 530,06 |
| iv - EXCÉDENT BRUT D'EXPLOITATION | 1 126 072 333,57 | -689 430 931,58 |
| Autres produits opérationnels | 47 448 578,70 | 21 665 183,33 |
| Autres charges opérationnelles | -108 562 211,41 | -59 195 749,71 |
| Dotations aux amortissements provision pertes de valeur | -678 204 838,77 | -288 246 774,95 |
| Reprise sur pertes de valeur & provisions | 65 827 656,66 | 50 765 758,06 |
| v - RÉSULTAT OPÉRATIONNEL | 452 581 518,75 | 414 419 348,61 |
| Produits financiers | 160 409 823,37 | 25 420 722,10 |
| Charges financières | -215 515 822,02 | -23 121 200,67 |
| vi - RÉSULTAT FINANCIER | -55 105 998,63 | 2 299 521,43 |
| vii - RÉSULTAT ORDINAIRE AVANT IMPÔTS (v + vi) | 397 475 520,10 | 416 718 870,24 |
| Impôts exigibles sur résultats ordinaires | | |
| Impôts différés (variations) sur résultats ordinaires | -40 620 341,78 | -103 635 019,79 |
| TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITÉS ORDINAIRES | 2 442 430 827,22 | 1 380 134 747,16 |
| TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITÉS ORDINAIRES | -2 085 575 648,90 | -1 267 070 896,71 |
| viii - RÉSULTAT NET DES ACTIVITÉS ORDINAIRES | 356 855 178,32 | 313 083 850,45 |
| Éléments extraordinaires (produits) (*) | | |
| Éléments extraordinaires (charges) (*) | | |
| ix - RÉSULTAT EXTRAORDINAIRE | | |
| x - RÉSULTAT NET DE L'EXERCICE | 356 855 178,32 | 313 083 850,45 |

ملحق 10

| PA S S I F | Note | 31/12/2017 | 31/12/2016 |
|---|------|--------------------------|--------------------------|
| CAPITAUX PROPRES | | | |
| Capital émis | | 2 500 000 000.00 | 2 500 000 000.00 |
| Dotation de l'état | | 0.00 | 0.00 |
| Autres fonds propres | | 8 721 856 492.20 | 8 721 856 492.20 |
| Primes et réserves -(réserves consolidées) | | 12 991 033 164.36 | 12 861 813 853.88 |
| Ecart de réévaluation | | 1 585 712 860.28 | 1 585 712 860.28 |
| Ecart d'équivalence | | 955 727 524.41 | 1 037 081 287.61 |
| Résultat Net | | 1 376 295 647.88 | 1 509 161 605.06 |
| Autres capitaux propres -report à nouveau | | -1 080 714 611.43 | -1 766 796 831.10 |
| Intérêts minoritaires | | 881 619 980.04 | 1 015 179 929.35 |
| TOTAL I | | 27 931 531 057.74 | 27 484 009 197.27 |
| PASSIFS NON COURANTS | | 0.00 | |
| Emprunts et dettes financières | | 10 894 562 658.08 | 8 973 229 626.56 |
| Impôts (différés et provisionnés) | | 17 509 995.00 | 17 509 995.00 |
| Autres dettes non courantes | | 1 059 992 788.80 | 1 061 401 552.48 |
| Provisions et produits comptabilisés d'avance | | 1 346 632 170.47 | 1 345 087 321.65 |
| TOTAL PASSIFS NON COURANTS II | | 13 318 697 612.35 | 11 397 228 495.69 |
| PASSIFS COURANTS | | 0.00 | |
| Fournisseurs et comptes rattachés | | 1 436 731 269.94 | 2 430 054 019.90 |
| Impôts | | 726 697 526.43 | 776 153 641.37 |
| Autres dettes | | 4 107 579 876.69 | 3 512 927 858.77 |
| Trésorerie passif | | 797 707 247.08 | 810 163 444.41 |
| TOTAL PASSIF COURANT III | | 7 068 715 920.14 | 7 529 238 964.45 |
| TOTAL GENERAL PASSIF | | 48 318 944 590.23 | 46 390 536 657.41 |

ملحق 11

| PA S S I F | Note | 31/12/2017 | 31/12/2016 |
|---|------|--------------------------|--------------------------|
| CAPITAUX PROPRES | | | |
| Capital émis | | 2 500 000 000.00 | 2 500 000 000.00 |
| Dotation de l'état | | 0.00 | 0.00 |
| Autres fonds propres | | 8 721 856 492.20 | 8 721 856 492.20 |
| Primes et réserves -(réserves consolidées) | | 12 991 033 164.36 | 12 861 813 853.88 |
| Ecart de réévaluation | | 1 585 712 860.28 | 1 585 712 860.28 |
| Ecart d'équivalence | | 955 727 524.41 | 1 037 081 287.61 |
| Résultat Net | | 1 376 295 647.88 | 1 509 161 605.06 |
| Autres capitaux propres -report à nouveau | | -1 080 714 611.43 | -1 766 796 831.10 |
| Intérêts minoritaires | | 881 619 980.04 | 1 015 179 929.35 |
| TOTAL I | | 27 931 531 057.74 | 27 484 009 197.27 |
| PASSIFS NON COURANTS | | 0.00 | |
| Emprunts et dettes financières | | 10 894 562 658.08 | 8 973 229 626.56 |
| Impôts (différés et provisionnés) | | 17 509 995.00 | 17 509 995.00 |
| Autres dettes non courantes | | 1 059 992 788.80 | 1 061 401 552.48 |
| Provisions et produits comptabilisés d'avance | | 1 346 632 170.47 | 1 345 087 321.65 |
| TOTAL PASSIFS NON COURANTS II | | 13 318 697 612.35 | 11 397 228 495.69 |
| PASSIFS COURANTS | | 0.00 | |
| Fournisseurs et comptes rattachés | | 1 436 731 269.94 | 2 430 054 019.90 |
| Impôts | | 726 697 526.43 | 776 153 641.37 |
| Autres dettes | | 4 107 579 876.69 | 3 512 927 858.77 |
| Trésorerie passif | | 797 707 247.08 | 810 163 444.41 |
| TOTAL PASSIF COURANT III | | 7 068 715 920.14 | 7 529 238 964.45 |
| TOTAL GENERAL PASSIF | | 48 318 944 590.23 | 46 390 536 657.41 |

ملحق 12

| TABLEAU DES COMPTES DE RESULTAT | Note | 31/12/2017 | 31/12/2016 |
|--|------|--------------------------|--------------------------|
| Chiffre d'affaires | | 10 265 897 771.06 | 10 223 411 484.28 |
| Variation stocks produits finis et en cours | | -558 329 961.16 | 265 663 623.51 |
| Production immobilisée | | 0.00 | 0.00 |
| Subvention d'exploitation | | 0.00 | 0.00 |
| I - PRODUCTION DE L'EXERCICE | | 9 707 567 809.90 | 10 489 075 107.79 |
| Achats consommés | | -3 755 793 245.73 | -3 663 777 474.24 |
| Services extérieurs et autres consommations | | -1 002 621 754.72 | -928 780 089.72 |
| II - CONSOMMATIONS DE L'EXERCICE | | -4 758 415 000.45 | -4 592 557 563.96 |
| III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I - II) | | 4 949 152 809.45 | 5 896 517 543.83 |
| Charges de personnel | | -2 866 108 087.05 | -3 023 474 168.42 |
| Impôts, taxes et versements assimilés | | -167 524 872.66 | -173 817 524.53 |
| IV - EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION | | 1 915 519 849.74 | 2 699 225 850.88 |
| Autres produits opérationnels | | 120 876 666.93 | 72 651 701.08 |
| Autres charges opérationnelles | | -58 405 988.66 | -99 258 043.60 |
| Dotations aux amortissements, provisions et pertes de valeur | | -868 249 692.56 | -1 299 102 638.36 |
| Reprises sur pertes de valeurs et provisions | | 370 500 844.60 | 719 627 105.07 |
| V - RESULTAT OPERATIONNEL | | 1 480 241 680.05 | 2 093 143 975.07 |
| Produits financiers | | 163 571 611.87 | 183 271 195.24 |
| Charges financières | | -164 840 374.12 | -177 710 456.40 |
| VI - RESULTAT FINANCIER | | -1 268 762.25 | 5 560 738.84 |
| VII - RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOT (V + VI) | | 1 478 972 917.80 | 2 098 704 713.91 |
| Impôts exigibles sur résultats ordinaires | | -277 583 318.00 | -628 653 272.00 |
| Impôts différés (variation) sur résultat ordinaires | | 7 032 819.01 | -96 986 328.41 |
| TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES | | 10 362 516 933.30 | 11 464 625 109.18 |
| TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES | | -9 168 160 152.51 | -9 897 587 338.86 |
| VIII - RESULTAT NET DE S ACTIVITES ORDINAIRES | | 1 194 356 780.79 | 1 567 037 770.32 |
| Eléments extraordinaires (produits) (à préciser) | | | |
| Eléments extraordinaires (charges) (à préciser) | | | |
| IX - RESULTAT EXTRAORDINAIRE | | 0.00 | 0.00 |
| X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE | | 1 194 356 780.79 | 1 567 037 770.32 |
| Résultat minoritaires | | 85 169 898.58 | 4 426 500.76 |
| part dans le Résultat dans les mises en équivalence | | 96 748 968.51 | -62 302 666.02 |
| RESULTAT NET DE L'EXERCICE | | 1 376 295 647.88 | 1 509 161 605.06 |

ملحق 13

| 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 | 50 746 816,31 | 47 740 002,54 | 3 006 813,77 | 4 229 704,39 |
| Immobilisations corporelles | 2 | 11 743 522 415,83 | 4 635 690 173,60 | 7 107 832 242,23 | 7 254 383 738,79 |
| Terreins | | 543 853 597,50 | | 543 853 597,50 | 543 853 597,50 |
| Bâtiments | | 8 284 238 598,90 | 2 134 411 524,40 | 4 079 825 072,50 | 3 926 234 040,78 |
| Autres immobilisations corporelles | | 4 935 432 221,43 | 2 451 278 649,20 | 2 484 153 572,23 | 2 784 296 100,51 |
| Immobilisations en concession | | 984 059,95 | | 984 059,95 | 0,00 |
| Immobilisations en cours | 4 | 1 078 621 047,38 | | 1 078 621 047,38 | 1 079 922 687,79 |
| Equipements neufs en stocks | | 62 036 536,23 | | 62 036 536,23 | 50 795 480,89 |
| Immobilisations financières | 3 | 179 364 890,13 | 167 303 000,00 | 12 061 890,13 | 25 640 537,12 |
| Titres mis en équivalence | | 0,00 | | 0,00 | 0,00 |
| Autres participations et créances rattachées | | 22 625 000,00 | 14 303 000,00 | 8 322 000,00 | 20 322 800,00 |
| Autres titres immobilisés | | 0,00 | | 0,00 | 0,00 |
| réts et autres actifs financiers non courants | | 158 739 890,13 | 153 000 000,00 | 3 739 890,13 | 4 817 737,12 |
| Impôts différés actif | | 89 510 057,30 | | 89 510 057,30 | 77 754 957,78 |
| TOTAL ACTIF NON COURANT | | 13 204 785 823,11 | 4 850 733 176,14 | 8 354 052 646,97 | 8 493 711 166,71 |
| ACTIFS COURANTS | | | | | |
| Stocks et encours | 5 | 859 628 228,94 | 34 203 772,65 | 825 424 456,29 | 664 344 673,16 |
| Créances et emplois assimilés | 6 | 1 351 388 306,18 | 108 704 211,08 | 1 242 684 095,10 | 1 138 482 401,20 |
| Clients | | 591 964 561,98 | 108 417 711,08 | 483 546 850,90 | 484 281 042,03 |
| Autres débiteurs | | 539 185 522,65 | 286 500,00 | 538 899 022,65 | 507 571 050,03 |
| Impôts et assimilés | | 220 238 221,55 | | 220 238 221,55 | 146 630 309,14 |
| Autres créances et emplois assimilés | | 0,00 | | 0,00 | 0,00 |
| Disponibilités et assimilés | 7 | 1 608 860 869,57 | 8 257 195,71 | 1 600 603 673,86 | 1 731 489 139,20 |
| Placements et autres actifs financiers courants | | 0,00 | | 0,00 | 0,00 |
| Trésorerie | | 1 608 860 869,57 | 8 257 195,71 | 1 600 603 673,86 | 1 731 489 139,20 |
| TOTAL ACTIF COURANT | | 3 817 877 404,69 | 149 165 179,44 | 3 668 712 225,25 | 3 534 216 213,56 |
| TOTAL GENERAL ACTIF | | 17 022 663 227,80 | 4 999 898 355,58 | 12 022 764 872,22 | 12 028 027 380,27 |

ملحق 14

| 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) | | 609 333 773,22 | 738 097 348,86 |
| Autres capitaux propres - Report à nouveau | | 330 808 860,86 | -531 344 310,73 |
| Part de la société consolidante (1) | | 4 603 745 255,09 | 3 936 167 895,59 |
| Parts de minoritaires (1) | | | |
| TOTAL I | 8 | 4 603 745 255,09 | 3 936 167 895,59 |
| PASSIFS NON-COURANTS | | | |
| Emprunts et dettes financières | | 5 471 394 010,82 | 5 843 002 544,33 |
| Impôts (différés et provisionnés) | | 21 905 526,55 | 21 905 526,55 |
| Autres dettes non courantes | | 984 059,95 | 984 059,95 |
| Provisions et produits constatés d'avance | | 619 838 249,05 | 584 352 305,10 |
| Compte de liaison | | -0,00 | -0,00 |
| TOTAL II | 9 | 6 114 121 846,37 | 6 450 244 435,93 |
| PASSIFS COURANTS | | | |
| Fournisseurs et comptes rattachés | | 158 648 325,04 | 142 289 745,27 |
| Impôts | | 166 450 101,50 | 145 087 274,33 |
| Autres dettes | | 963 098 117,23 | 1 338 007 064,67 |
| Trésorerie passif | 11 | 16 701 226,99 | 16 230 964,48 |
| TOTAL III | 10 | 1 304 897 770,76 | 1 641 615 048,75 |
| TOTAL PASSIF (I+ II + III) | | 12 022 764 872,22 | 12 028 027 380,27 |

ملحق 15

| | Note | N | N-1 |
|---|------|-------------------|-------------------|
| | | | |
| Ventes et produits annexes | | 2 870 799 525,31 | 3 073 721 262,69 |
| Variation stocks produits finis et en cours | | | |
| Production immobilisée | | | |
| Subventions d'exploitation | | | |
| I-PRODUCTION DE L'EXERCICE | 13 | 2 870 799 525,31 | 3 073 721 262,69 |
| Achats consommés | | -472 678 461,02 | -485 200 719,34 |
| Services extérieurs et autres consommations | | -119 306 804,64 | -124 415 354,28 |
| II-CONSOMMATION DE L'EXERCICE | | -591 985 265,66 | -609 616 073,62 |
| III-VALEUR AJOUTÉE D'EXPLOITATION (I-II) | | 2 278 814 259,65 | 2 464 105 189,07 |
| Charges de personnel | 14 | -613 720 629,34 | -644 203 111,89 |
| Impôts et taxes et versements assimilés | 15 | -80 521 069,74 | -78 184 823,09 |
| IV-Excédent brut d'exploitation | | 1 584 572 560,57 | 1 741 717 254,09 |
| Autres produits opérationnels | | 32 573 968,80 | 38 196 529,91 |
| Autres charges opérationnelles | 16 | -74 784 119,76 | -82 612 358,75 |
| Dotations aux amortissements provision pertes de valeur | 17 | -804 054 463,42 | -779 743 092,26 |
| Reprise sur pertes de valeur et provisions | | 54 594 564,69 | 43 383 740,95 |
| V-Résultat opérationnel | 12 | 792 902 510,88 | 960 942 073,94 |
| Produits financiers | | 34 050 888,80 | 12 342 156,84 |
| Charges financières | | -84 705 259,71 | -28 880 611,59 |
| VI-Résultat financier | 18 | -50 654 372,91 | -16 538 454,75 |
| VII-Résultat ordinaire avant impôts (V+VI) | | 742 248 137,97 | 944 403 619,19 |
| Impôts exigibles sur résultats ordinaires | | -116 388 272,05 | -86 694 818,89 |
| Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires | | -16 526 092,70 | -119 611 451,44 |
| TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITÉS ORDINAIRES | | 2 992 018 945,60 | 3 167 643 690,39 |
| TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITÉS ORDINAIRES | | -2 382 685 172,38 | -2 429 546 341,53 |
| VIII-RÉSULTAT NET DES ACTIVITÉS ORDINAIRES | | 609 333 773,22 | 738 097 348,86 |
| Éléments extraordinaires (produits) (*) | | | |
| Éléments extraordinaires (Charges) (*) | | | |
| IX-Résultat extraordinaire | | | |
| X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE | 19 | 609 333 773,22 | 738 097 348,86 |

ملحق 16

| ACTIF | Note | N | | Net | N-1 Net |
|---|------|--------------------------|--|--------------------------|--------------------------|
| | | Montants Bruts | Amortissement, provisions et pertes de valeurs | | |
| ACTIFS NON COURANTS | | | | | |
| Ecart d'acquisition – goodwill positif ou négatif | | | | | |
| Immobilisations incorporelles | 1 | 67 744 654,47 | 53 456 353,74 | 14 288 300,73 | 14 479 546,58 |
| Immobilisations corporelles | 2 | 13 311 729 009,08 | 6 028 843 356,05 | 7 282 885 653,03 | 7 653 618 712,07 |
| Terrains | | 543 853 597,50 | | 543 853 597,50 | 543 853 597,50 |
| Bâtiments | | 7 004 258 392,78 | 2 650 529 268,46 | 4 353 729 124,32 | 4 487 139 005,59 |
| Autres immobilisations corporelles | | 5 763 617 018,80 | 3 378 314 087,59 | 2 385 302 931,21 | 2 622 626 108,98 |
| Immobilisations en concession | | 984 059,95 | | 984 059,95 | 984 059,95 |
| Immobilisations encours | 4 | 798 937 225,10 | | 798 937 225,10 | 512 868 072,11 |
| Equipements neufs en stocks | | | | | 63 812 013,61 |
| Immobilisations financières | | 181 541 290,97 | 167 519 200,00 | 14 022 090,97 | 13 416 495,54 |
| Titres mis en équivalence | | | | | |
| Autres participations et créances rattachées | 3 | 22 625 000,00 | 14 519 200,00 | 8 105 800,00 | 8 569 800,00 |
| Autres titres immobilisés | | | | | |
| Prêts et autres actifs financiers non courants | | 158 916 290,97 | 153 000 000,00 | 5 916 290,97 | 4 846 695,54 |
| Impôts différés actif | | 104 367 180,78 | | 104 367 180,78 | 96 362 623,77 |
| | | 14 465 303 420,35 | 6 249 818 909,79 | 8 215 484 510,56 | 8 355 541 523,63 |
| ACTIFS COURANTS | | | | | |
| Stocks et encours | 5 | 874 598 488,75 | 18 793 820,90 | 855 804 667,85 | 861 091 332,71 |
| Créances et emplois assimilés | 6 | 1 422 571 326,93 | 131 139 285,37 | 1 291 432 041,56 | 1 237 792 506,57 |
| Clients | | 623 581 123,45 | 130 854 285,37 | 492 726 838,08 | 431 373 522,30 |
| Autres débiteurs | | 603 604 193,89 | 285 000,00 | 603 319 193,89 | 562 514 669,59 |
| Impôts et assimilés | | 195 386 009,59 | | 195 386 009,59 | 243 904 314,68 |
| Autres créances et emplois assimilés | | | | | |
| Disponibilités et assimilés | 7 | 1 225 126 544,98 | 6 257 195,71 | 1 218 869 349,27 | 1 275 945 707,33 |
| Placements et autres actifs financiers courants | | | | | |
| Trésorerie | | 1 225 126 544,98 | 6 257 195,71 | 1 218 869 349,27 | 1 275 945 707,33 |
| | | 3 522 296 360,66 | 156 190 301,98 | 3 366 106 058,68 | 3 374 829 546,61 |
| | | 17 987 599 781,01 | 6 406 009 211,77 | 11 581 590 569,24 | 11 730 371 070,24 |

ملحق 17

| 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)) | | 2 488 602 621,01 | 2 413 602 621,01 |
| Ecart de réévaluation | | | |
| Ecart d'équivalence (1) | | | |
| Résultat net - Résultat net part du groupe (1) | | 549 187 994,87 | 331 873 991,79 |
| Autres capitaux propres - Report à nouveau | | 348 292 732,12 | 355 689 283,32 |
| Part de la société consolidante (1) | 8 | 4 886 083 348,00 | 4 601 165 896,12 |
| Parts de minoritaires (1) | | | |
| TOTAL I | | 4 886 083 348,00 | 4 601 165 896,12 |
| PASSIFS NON-COURANTS | | | |
| Emprunts et dettes financières | | 4 657 002 156,11 | 5 005 226 697,31 |
| Impôts (différés et provisionnés) | | 21 905 526,55 | 21 905 526,55 |
| Autres dettes non courantes | | 984 059,95 | 984 059,95 |
| Provisions et produits constatés d'avance | | 625 640 482,83 | 618 250 469,00 |
| Compte de liaison | | | |
| TOTAL II | 9 | 5 305 532 225,44 | 5 646 366 752,81 |
| PASSIFS COURANTS | | | |
| Fournisseurs et comptes rattachés | | 338 675 106,43 | 342 769 707,77 |
| Impôts | | 169 656 956,50 | 107 576 890,84 |
| Autres dettes | | 881 305 079,19 | 1 031 987 958,90 |
| Trésorerie passif | 11 | 337 853,68 | 503 863,80 |
| TOTAL III | | 1 389 974 995,80 | 1 482 838 421,31 |
| TOTAL PASSIF (I+ II + III) | 10 | 11 581 590 569,24 | 11 730 371 070,24 |

ملحق 18

| Rubriques | Note | N | N-1 |
|---|-----------|--------------------------|--------------------------|
| Ventes et produits annexes | 13 | 2 828 910 650,57 | 2 661 576 668,54 |
| Variation stocks produits finis et en cours | | | |
| Production immobilisée | | | |
| Subventions d'exploitation | | | |
| I-PRODUCTION DE L'EXERCICE | | 2 828 910 650,57 | 2 661 576 668,54 |
| Achats consommés | | -483 867 675,25 | -462 926 940,50 |
| Services extérieurs et autres consommations | | -132 279 797,59 | -131 679 904,44 |
| II-CONSOMMATION DE L'EXERCICE | | -616 147 472,84 | -594 606 844,94 |
| III-VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I-II) | | 2 212 763 177,73 | 2 066 969 823,60 |
| Charges de personnel | 14 | -643 042 803,13 | -621 345 503,42 |
| Impôts et taxes et versements assimilés | 15 | -75 478 892,64 | -75 546 773,86 |
| IV-Excédent brut d'exploitation | | 1 494 241 481,96 | 1 370 077 546,32 |
| Autres produits opérationnels | 16 | 63 473 323,43 | 33 915 312,85 |
| Autres charges opérationnelles | 17 | -78 986 357,89 | -102 773 326,97 |
| Dotations aux amortissements provision pertes de valeur | | 785 685 915,77 | 827 841 723,60 |
| Reprise sur pertes de valeur et provisions | | 51 313 616,24 | 39 039 221,66 |
| V-Résultat opérationnel | 12 | 744 356 147,97 | 512 417 030,26 |
| Produits financiers | | 10 723 210,66 | 7 488 720,46 |
| Charges financières | | 88 448 046,22 | 115 720 668,40 |
| VI-Résultat financier | 18 | -77 724 835,56 | -108 231 947,94 |
| VII-Résultat ordinaire avant impôts (V+VI) | | 666 631 312,41 | 404 185 082,32 |
| Impôts exigibles sur résultats ordinaires | | -122 556 283,76 | -76 912 046,16 |
| Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires | | 5 112 966,22 | 4 600 955,63 |
| TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES | | 2 954 420 800,90 | 2 742 019 923,51 |
| TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES | | -2 405 232 806,03 | -2 410 145 931,72 |
| VIII-RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES | 19 | 549 187 994,87 | 331 873 991,79 |
| Eléments extraordinaires (produits) (*) | | | |
| Eléments extraordinaires (Charges) (*) | | | |
| IX-Résultat extraordinaire | | | |
| X - RESULTAT NET DE L'EXERCICE | | 549 187 994,87 | 331 873 991,79 |

الفهرس

| | |
|------|--|
| III | الإهداء |
| IV | الشكر |
| V | الملخص |
| VII | قائمة المحتويات |
| VIII | قائمة الجداول |
| VIII | قائمة الأشكال |
| IX | قائمة الاختصارات والرموز |
| X | قائمة الملاحق |
| ب | مقدمة |
| ت | الفصل الأول: الأدبيات النظرية والتطبيقية لأثر الحجم على قيمة المؤسسة |
| 2 | تمهيد |
| 3 | المبحث الأول : الادبيات النظرية لاثر الحجم على قيمة المؤسسة |
| 3 | المطلب الأول: مفاهيم أساسية حول قيمة المؤسسة |
| 3 | الفرع الأول: أساسيات حول مفهوم القيمة |
| 5 | الفرع الثاني: تحديد طرق التقييم |
| 7 | الفرع الثالث: أسباب ودوافع تقييم المؤسسات |
| 8 | الفرع الرابع: قيمة المؤسسة على أساس ارتباطها بالبورصة |
| 13 | المطالب الثاني: مؤشرات خلق قيمة للمؤسسة |
| 13 | الفرع الأول: تطور مؤشرات خلق القيمة |
| 14 | الفرع الثاني: مؤشرات خلق القيمة |
| 18 | الفرع الثالث: القيمة الاقتصادية المضافة EVA |

المطلب الثالث: المقاربات النظرية لأثر الحجم.....21

21 الفرع الأول: أساسيات عن اثر الحجم

26 الفرع الثاني: معايير تحديد الحجم

28 الفرع الثالث: التأثير المباشر لأثر الحجم على قيمة المؤسسة

المبحث الثاني: الدراسات السابقة لأثر الحجم على قيمة المؤسسة.....29

المطلب الأول: عرض الدراسات السابقة.....29

29 الفرع الأول: الدراسات باللغة العربية

32 الفرع الثاني: الدراسات باللغة الاجنبية

المطلب الثاني: مقارنة الدراسات السابقة وموقع الدراسة الحالية منها.....36

36 الفرع الأول: المقارنة بين الدراسات السابقة

41 الفرع الثاني: موقع الدراسة من الدراسات السابقة

42 خلاصة الفصل الأول.....

46 تمهيد.....

47 المبحث الأول : الطريقة والأدوات

47 المطلب الأول: طريقة الدراسة

47 الفرع الأول: مجتمع وعينة الدراسة

48 الفرع الثاني: طريقة جمع وتلخيص المعلومات

48 الفرع الثالث: تحديد متغيرات الدراسة

49 المطلب الثاني: أدوات الدراسة

49 الفرع الأول: أدوات معالجة المعطيات

49 الفرع الثاني: الأساليب الإحصائية المستخدمة

49 المبحث الثاني: عرض نتائج الدراسة ومناقشتها

50 المطلب الأول: عرض نتائج الدراسة التطبيقية

| | |
|----|--|
| 50 | الفرع الاول: مناقشة نتائج الدراسة لمؤسسة صيدال |
| 53 | الفرع الثاني: مناقشة نتائج الدراسة لمؤسسة الأوراسي |
| 55 | المطلب الثاني: تحليل ومناقشة نتائج الدراسة |
| 55 | الفرع الأول: تحليل ومناقشة نتائج مؤسسة صيدال |
| 56 | الفرع الثاني: تحليل ومناقشة نتائج مؤسسة فنادق الأوراسي |
| 58 | خلاصة الفصل الثاني |
| 60 | خاتمة |
| 64 | المصادر والمراجع |
| 69 | الملاحق |
| 86 | الفهرس |